

■ 世界经济

欧元疲软原因综论^{*}

林幼平, 江 涌

(武汉大学 商学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 林幼平(1953-), 女, 湖北黄冈人, 武汉大学商学院副研究馆员, 主要从事经济理论研究; 江涌(1969-), 男, 安徽无为, 武汉大学商学院世界经济系博士生, 主要从事世界经济理论、国际金融研究。

[摘 要] 自欧元诞生以来, 在外汇市场的表现一直“差强人意”。欧元疲软是有多种因素的, 有经济的、政治的, 也有心理的, 有外部的, 也有内部的。作者认为, 由于这些因素的形成并非一朝一夕, 因此问题的解决不可能一蹴而就。而且, 只要这些因素没有得到根本性改善, 欧元的疲软态势将难以消除。

[关键词] 国际金融; 外汇市场; 欧元; 汇率

[中图分类号] F 831 [文献标识码] A [文章编号] 1008-2999(2001) 01-0066-08

自欧元诞生以来, 在国际外汇市场上, 欧元兑换美元的汇率几乎是全线下跌。从启动之初(1999年 1 月 4 日)的 1: 1. 18 美元的高位, 一路下跌, 一度达到 1: 0. 8844(2000 年 5 月 3 日)的最低水平, 贬值幅度达 23%。尽管欧元已成功地跻身于国际货币体系, 但是与人们当初的预期相比, 欧元在外汇市场的表现的确令追捧者尴尬。困扰欧元的主要因素有——

一、经济因素

(一) 欧元区仍然不是一个“最适度货币区”

1. 欧盟内部贸易开展仍然不够广泛。虽然欧盟正在努力消除内部贸易的人为障碍, 但是障碍的形成非一日之寒, 因此其消除当然不可能一蹴而就。更何况有些障碍并非人为造成, 而要消除这类障碍则需要更多的时日。例如, 英国和法国之间有关牛肉及电信业的争端, 就映射了欧盟内部贸易障碍消除的艰难与曲折。EMU 中几个最大的国家——德国、法国、意大利、西班牙——目前的内部贸易额仅占其 GDP 的 10-12%, 这意味着各国远未达到经济一体化的程度。

2. 欧盟内部劳动力流动非常有限。欧盟在实现 4 大要素自由流动上做了诸多努力以消除流动的人为障碍, 这对于商品、资本的流动起了很大的促进作用, 但是劳动力自由流动的努力起色很小, 原因并不在于边界的护照检查, 而是文化和语言的差异, 这种差异的消除远不是欧盟领导者颁布几个相关法律、取消边检就可以做到的。

3. 欧盟缺乏强有力的超国家的政府以实施转移支付。“最适度货币区”要求有一个强而有力的政府, 在发展不平衡或处于不同经济周期的地区之间实行转移支付, 以消除或降低固定汇率制带来的经济稳

* 收稿日期: 2000-08-20

定性损失,但是欧盟目前缺乏这样一个强有力的超国家政府,现有的用于转移支付的财政支出规模实在太小,远不能在成员国出现经济衰退时给予有力支援。

4. 政策一体化潜藏众多暗礁。欧盟内 11 个欧元区成员国目前已经基本实现货币政策的统一,但是各成员国的财政政策依旧独立。从长期来看,欧元的稳定不仅依靠货币政策,而且更需要得到财政政策的支持,然而财政政策趋同进一步涉及国家主权、国家利益。当各成员国经济状况出现明显差异的时候,欧洲央行想得到共同一致的财政政策的支持是难以想象的。有人比喻这种情形犹如在凹凸不平的溜冰场上表演芭蕾,欧洲央行必须具有高超的平衡技巧。

正因为欧元区仍然不是一个“最适度货币区”,因此欧元缺乏稳定的坚实基础和必要前提。

(二) 经济增长率的差异

欧元区经济疲软是欧元汇率下滑的主要原因。虽然欧元的启动带来了货币结构和政策一致性,但欧元区经济却存在明显差异,趋同距离较远。美国经济的持续繁荣和强劲增长,使美元汇率的调控余地较大,而欧洲经济未确定的持续复苏和不均衡性,使欧元调控的空间艰难。1999 年的经济增长率,欧元区大约为 2%,而美国近 4%。而且,美国经济继续保持强劲增长,同时失业率水平降至 4.1%,为 30 年来的最低水平。曾有许多人认为 2000 年美国的泡沫经济将破灭,经济将出现硬着陆,而不是软着陆。美国泡沫经济是否将很快破灭,是否会出现硬着陆? 人们现在还很难回答这一问题。但至少现在看来,只要美国经济没有充分暴露出弱点,显示出泡沫破裂的显著风险,短期内欧元就很难大幅度回升,因而缩减美欧之间经济差异将是欧元走强的重要支持因素。

(三) 欧元启动之初定值不合理

1. 埃居与欧元的等值兑换不合理。埃居作为欧洲货币体系的中心,曾经是由共同体国家 12 种货币组成的一篮子货币。欧盟委员会根据各国经济发展状况、货币价值确定这 12 种货币在篮子中的比重,然后根据各国货币兑美元的比价,加权平均计算出埃居兑美元的比价,并由此确定各国货币兑换埃居的中心汇率。从欧元的构成来看,由于欧盟成员国中有 11 国参加了欧元区,英国、丹麦、希腊和瑞典被排除在外。英、丹、希 3 国的货币权数在埃居中占 14.37%,即埃居的价值构成中有约 14.37% 的成分被排除在欧元的价值构成之外,埃居与欧元的等值兑换就没有合理基础。虽然英、丹、希 3 国未进入欧元区后由芬兰、奥地利两国填补,但前者 1997—1998 年的国民生产总值约为后者的 4—5 倍。可见埃居与欧元所代表的经济总量并不一致。两种内在价值不一致的货币进行等值兑换,就可能发生实际汇率与名义汇率的差异,从而引起欧元汇率的波动。

2. 欧元在启动时被人为高估。欧元启动时,由于人们普遍看好欧元,造成欧元汇率高估,所以欧元持续走软也是对以前高估因素的消化。人们对欧元启动成功与否在认识上存在着误区。一般讲世界货币是硬通货币,而硬通货币并不等于硬货币或说币值高的货币。由于欧元是新生的货币,启动时大多数评论家也认为,“欧元成功问世是欧盟国家多年努力的结果,欧元前景是好的,可以与美元抗衡”,启动时的市场氛围使不少人去追捧欧元。另外,人们还认为,可以抗衡美元的货币并不意味着币值一定要保持对美元的强势或者不断升值,而是无论这种货币的强与弱,世界上又形成了一种可能具有与美元同样适用范围的货币,欧元挑战美元的意义在于,它打破了二战后美元在世界经济领域中独领风骚的霸主地位。将欧元当做一种新生的货币像一枚新的“首发邮品”一样期待其升值,这是认识上的误区,在外汇市场中则难免失望。

(四) 经济结构存在严重问题

市场对欧元区经济总量变化的担心远比不上对经济结构性问题的担忧。实际上,结构性问题一直是欧元的最大困扰。

1. 产业高科技化升级迟缓,使欧元区的经济增长后劲不足。

2. 欧盟成员国内存在着严重的失业问题。自 20 世纪 80 年代以来,欧盟 15 国的平均失业率一直高于日本、美国,而且呈上升趋势。目前欧盟失业总人数已达创记录的 1 800 万,是美国的 2 倍,日本的 3

倍,且多为结构性失业,货币政策的调整效果不明显。

3. 劳动力市场的僵化,致使一国经济在受到冲击时,过剩的劳动力不能很快转移到其他国家或其他行业,妨碍了经济结构的调整。

4. 欧盟存在普遍的实际工资刚性,实际工资对失业的敏感度较低,很容易产生成本推进型的通货膨胀。

(五) 欧洲中央银行的货币政策出现问题

1. “善意忽视”以致欧元连续走软

欧元启动后一路下滑,很大一部分是欧洲中央银行在汇率政策方面则采取了消极态度——“善意忽视”的结果,欧洲央行的货币政策着眼于以内部稳定为主。一方面,欧洲历来就有贸易保护主义传统,央行希望欧元走软从而有利于欧盟出口;另一方面,由于欧元处于过渡阶段,央行只是持有加盟各国的一部分外汇储备,各国货币当局仍可为了本国货币目的处理自己持有的外汇储备。

欧洲央行的政策目标是防止通货膨胀,对欧元汇率至今采取的是“静观待变”的策略。欧洲央行行长杜伊森贝赫曾表示,他对欧元汇率的下跌“不感到意外”,而且“从经济发展角度上看,欧元走弱无关大局”。欧洲央行也认为,目前欧元与美元的比价对欧元区国家的经济影响有限,因为欧元区国家经贸活动的主体是区内市场,与欧元区外的经贸活动仅占其经贸活动的 1/10。尽管欧洲央行已经数次提高利率,但其主要目的是防止通胀而非支持欧元。由于欧洲央行无意对欧元下跌进行干预,因此欧元的跌势难以扭转。

2. 货币政策的制定与执行出现问题。目前欧元的货币政策是由欧洲中央银行制定,但执行是以各成员国中央银行操作为主,因而出现处理货币金融领域的具体问题,如各成员国法规不同、采用标准有别、以及管理方法手段的差异。欧洲中央银行与各成员国中央银行的权利失衡和机构重叠也直接制约了欧元区货币政策的实施。货币政策导向的不协调与不匹配影响欧元走势。加之数据积累的欠缺,难以确定欧元的强弱和进退。

3. 货币政策与财政政策的协调问题。为了保证欧洲中央银行体系的稳定,《马斯特里赫特条约》规定欧洲中央银行的货币政策目标是稳定物价,而一国政府当然不能以稳定物价作为经济政策的唯一目标,它还必须考虑就业、经济增长及国际收支等。

启用欧元意味着各国要将货币政策自主权拱手让出,由欧洲中央银行统一执行。但由于各国经济状况的差异和经济周期不完全同步,在某个阶段上,有些国家需要扩张性政策而另一些国家可能恰恰要求通货紧缩,而单一的货币政策显然无法同时满足这两种截然相反的要求。因此,在政策的制定上相互妥协将是欧洲央行货币政策的突出特点。对任何个别国家而言,这种结果都不是最优的,因为这意味着效率的丧失。暂且撇开货币政策是最优还是次优不谈,假如 EMU 成员国的财政政策可以与货币政策很好地协调的话,那么即使是交出了货币政策的自主权,财政政策还是可以发挥调节经济的作用的。然而,严峻的事实是,各国有自己的经济、政治、民族的利益,财政政策与货币政策(其实质是个别与整体利益)的矛盾难以避免。

(六) 欧元区经济发展不平衡

由于欧元区国家经济增速有快有慢,各国在通货膨胀率、经济增长和就业状况方面还有很大差别,这使得欧元汇率易于受挫。同时,美国经济继续保持强势;欧元区经济增长则相对较慢,因而造成美元不断走强,欧元汇价则步步下跌。奥地利经济研究所专家马尔库斯·马特尔鲍尔指出,欧元跌势“与其说是因为欧元本身疲软,还不如说是美元坚挺所致”。

欧盟内部的矛盾和欧元区国家经济发展不平衡,造成欧洲央行货币政策难以实施,影响外汇市场对欧元强势的信心。1999年意大利就已经突破了欧盟制订参加欧元的统一标准;而在经济恢复上德国走得慢,法国、意大利则好一些。对货币政策,大国意见的不一致使欧洲央行左右为难,使人们对欧元的货币强劲前景存有疑虑,也导致外汇市场中对欧元缺乏信心。尽管业内人士均看好欧元区的经济发展前

景,甚至 2000 年的增长率会超过美国,而国家间的区别和政策实施的矛盾始终困扰外汇市场。

由于各国经济状况的差异和经济周期的不完全同步,在某个阶段上,某些国家需要扩张性政策,另一些国家可能要求通货紧缩,而单一的货币政策显然无法同时满足这些不同的需要,这时可能出现货币政策与某些国家的经济运行相矛盾的情况。从各个国家来看,单一货币政策所起的作用不同,在一些国家会抑制通胀,而在另一些国家只会使物价上涨,通胀更加恶化,导致一些国家只能牺牲本国的经济利益来保证统一政策的实施,保证欧元的稳定。

(七) 西欧资本的大量外流

欧元的命运,主要取决于成千上万的投资者的抉择。据估计,1999 年西欧各国净外流的直接和间接投资资本达 1 800 亿美元,远远超过欧元区大约 600 亿美元的外贸盈余。长期资本外流对欧元汇率构成了压力,目前这一情况并未发生明显变化。另外,近来东亚经济复苏势头明显,日本经济也有起色,吸引了大量资金向该地区流动,这在一定程度上也削弱了欧元的影响力。

德意志银行分析员梅格耶西认为,欧元区未能吸引资金作长线投资,而且大量资金外流,是影响欧元汇率的重要原因之一。1999 年,日本股市吸引了大批外资,资金净流入相当于 820 亿欧元,而欧元区 11 国去年的资金净流出为 560 亿欧元。

为了增加全球的竞争力,欧洲企业在境外的收购和投资大幅增加,其中以美国为主。欧洲公司购买美国资产,一般要将欧元兑换美元,以致削弱了欧元汇率。2000 年一季度,欧洲收购美国公司的总额猛增至 539 亿美元,高于上年第四季度的 275 亿美元。

(八) 德国——欧元汇率暴跌的“真正元凶”

首先,欧元区核心国德国经济增长缓慢。占欧元区 GDP 约 1/3 的德国经济下滑,马克走软,而美国经济继续保持稳健增长。1999 年德国经济增长率只有 1.3%,2000 年第一季度仅为 0.7%。

其次,德国的结构性问题尤为严重,而结构性改革问题严重困扰着欧元。在过去 7 年中,德国的失业率上升了 7%,而同期美国就业率上升了 1%。从长期看,结构性改革是保证欧元汇率稳定的基础。德国及其他欧洲国家必须彻底改革其高税收和高福利的体制,提高劳动力市场的灵活性,增加就业。

德国为了增加出口、重建经济,希望欧元汇率疲软,因为这有利于德国经济进一步复苏。所以,对向欧盟以外的地区出口的德国企业来说,欧元贬值是求之不得的有利因素。1999 年德国的通货膨胀率低于 1%,无通货膨胀之忧,因而也就没有加息的必要。正因如此,有关分析家认为,欧元汇率暴跌的“真正元凶”是德国。

(九) 欧元还不是完整的货币

目前欧元仍然仅仅用于公司和政府间的金融交易业务,纸币和硬币要到 2002 年才能上市流通。但是,11 个欧元国家的本国货币是同欧元的币值挂钩的,同它一起或升或降。据《马斯特里赫特条约》规定,从 1999 年 1 月 1 日到 2000 年 6 月 30 日(后来修正至 3 月 31 日)为欧元的过渡期。这期间,欧元区内各国货币与欧元将按照固定汇率进行兑换,而非欧元区货币与欧元之间被确定一个中心汇率和正负 15% 的标准浮动区间,在 2002 年 1 月 1 日之前,企业、个人可以在银行开立欧元帐户,欧元的收付可以在帐户之间进行,但欧元的纸币和硬币未投入流通。从 2002 年 1 月 1 日到 3 月 31 日,欧元的纸币和硬币投入流通。自 2002 年 4 月 1 日起,欧元区内各国的原货币方才完全退出流通。欧元至此方才成为欧元区内所有国家唯一的货币,欧洲统一货币正式形成,此时的欧元才称得上是完整的货币。

二、政治因素

(一) EMU 应该首先是一个政治联盟,其次才是经济货币联盟

抛开政治因素,单纯从经济上考虑欧元的稳定是不全面和缺乏远见的。EMU 应该叫做 PEMU (Political Economic Monetary Union) 才更加符合实情。之所以说 EMU 首先是一个政治联盟,是因为:

1.《马约》已经表明了欧盟的宗旨:在成员国之间“建立无内部边界的空间,加强经济、社会的协调发展和建立最终实行统一货币的经济货币联盟”,并“通过实行最终包括共同防务政策的共同外交和安全政策,在国际舞台上弘扬欧盟的个性”。欧盟的最终目标是:实现欧洲持久和平,建立“欧洲联邦”。欧盟选择了“先易后难”,以经济联盟促进政治联合方式,来实现其崇高的政治目标。这样,相对经济冲突,更为复杂、更难协调的政治矛盾势必对欧元产生不确定的影响。

2. EMU作为一个单一货币区,是一个非对称的体系。在一个非对称的体系中,各成员国并非发挥着同样的作用,而是有一个居于领导地位的国家。按照“最适度货币区”的理论,在一个非对称体系中,周边国家一般而言获得的利益要大于它的成本,因此对于成立货币区的态度是很积极的,而中心国家加入这一体系的动机却不那么明显。中心国一般是大国,对外依存度小,加入通货区对它而言并不会在这方面获得较多的利益。相反,由于加入货币区,中心国将不得不考虑周边国家的经济情况。

在 EMU中,这个中心国家非德国莫属。德国在谋求政治地位的同时,却不希望唤起欧洲各国对二战的记忆,从而导致对德国的恐惧和排斥。德国之所以在经济上并没有得到太多好处的情况下,大力推动欧洲的一体化,正是为了自身政治地位的提高,从而在牺牲一定的经济利益前提下,谋求整个欧洲政治上的和谐。如果德国出于政治因素决定退出联盟的话,那将不可避免地导致欧洲经济联盟的解体。事实也表明德国政治与经济取向对欧元的稳定产生重大影响。

3. 历史经验表明政治联盟对货币联盟的成功起着重要作用。1865年法国、比利时、意大利、瑞士和希腊曾经成立起拉丁货币联盟,但是由于缺少政治联盟而失败。欧盟现在缺少的恰恰是政治联盟。

(二) 各国政治家的政策取向不一

《马斯特里赫特条约》的制定主要是由各国的右翼政党(保守派)设计的。它将货币政策交由欧洲中央银行掌握,而各国政府负责财政政策。现在的欧元区 11 国中,有 9 国是由左翼政党人士控制或参政的,重视扩张与创造就业的政治家们取代了强调物价稳定和严格财政的保守派。如果欧洲的政治家们决定用增加开支来阻止失业,这就可能与欧洲中央银行紧缩银根的努力相矛盾,从而造成欧元的内在不稳定。

(三) 科索沃战争和欧盟内部纠纷

政治上的不稳定同样也使欧元受到伤害。意大利政局多变,奥地利执政右翼宣扬要退出欧盟,科索沃战争以及欧盟委员会集体辞职等一系列政治事件,影响了市场对欧元的信心。德国《柏林日报》曾经指责:奥地利极右翼、原始的民族主义者约尔格·海德尔和意大利领导人是导致欧元下跌的无赖,后者成功地把一个中左翼政府拉下马。将民族主义凌驾于大欧洲计划之上,难怪市场不欢迎欧元。就在欧洲国家领导人在 2000 年新年举杯庆祝欧元启动的时候,像法国和德国这些国家的那些中间偏左的领导人,对新的欧洲中央银行把反通货膨胀作为优先处理问题仍犹豫不决。

(四) 欧元缺乏政治代表

在欧元区 and 欧元汇率上没有政治代表,因而不能以一个声音说话。美国经济学家兰德尔·亨宁教授认为:“如果欧洲打算赢得市场对疲软的欧元的信任,就必须在汇率政策上以一个声音说话。自引入欧洲共同货币以来,欧洲央行虽然获得了雏形,但在关系到谁在政治上代表欧元时,市场上的困惑就增多。”

这位华盛顿的货币专家在接受《商报》的采访时说,自引入欧洲共同货币以来,一些严重的错误损害了国际社会对欧元的信任。首先,市场越来越混乱,究竟谁在政治上代表欧元区和欧元汇率不清楚;第二,欧洲人迄今为止耽误了建立明确主管货币联盟政治方面事务的机构;第三,现在是欧洲央行与欧洲各中央银行体系一起为新的共同货币显示出行动能力并干预外汇市场的时候了。

亨宁和其同事提出的恢复方案是:明确在政治上主管汇率政策的部门;欧盟为发展稳固的欧元区资本市场作出更大的努力;为私人投资更多地流入欧元区改善框架条件;使劳工和商品市场进一步自由化。

只要欧洲人不振作起来以明确的决心制定使欧元坚挺的政策,新的共同货币仍将是市场力量的玩

物。亨宁说:“欧洲必须发展一种政治决策机制,并就所谋求的汇率政策取得一致,然后向市场展示,欧洲也能贯彻这种一致。”

三、市场预期——心理因素

(一)对“稳定与增长公约”能否得到有效遵守持怀疑态度

1999年中,欧盟同意意大利将预算赤字占 GDP比重从 2% 提高到 2.4%,以及传言法国和德国也可能突破 3% 这一上限,使人们对欧元区国家将财政赤字占 GDP的比重控制在 3% 以内感到担忧,从而对“稳定与增长公约”能否得到有效遵守持怀疑态度。因为这一基础一旦打破,金融市场对欧元的信心就会受到威胁,这是导致欧元汇率连创新低的重要因素。

1. 尽管第一批加入欧元的 11 个国家基本上都符合了《马约》所规定的标准(国债占 GDP 的比率小于 60% 这一条除外),但应当指出的是,一些国家是为了能够首批加入 EMU 而采取了暂时性的紧缩政策,如压低政府支出等以求达标。除非各国在欧元启动后对税收支出等实行控制,否则财政赤字和国债比率将难以保证不会膨胀,这无疑为欧元的稳定埋下了隐患。

2. 为了保证欧洲央行的独立性和敦促各国执行健康的财政政策,《马约》规定严禁欧洲央行为成员国政府财政赤字提供资金融通。但从另一个角度考虑,当成员国受到非对称冲击(比如说,需要扩张性的财政政策),而单一货币政策又无法有效地恢复其经济的内外平衡时,该国政府将无法从外部获得财政援助,只能采用扩大财政赤字和增加国债的方法。这等于又回到前文刚刚所提及的情况,从而进一步加剧了欧元的不稳定。

(二)欧元区政治性风波不断,给投资者提供压低欧元的借口,也是欧元极度疲弱的主要原因。例如:意大利政坛更迭以及奥地利极右翼政府威胁退出欧盟等政治性风波,均给疲弱的欧元雪上加霜,而欧盟内部对财政预算和税制改革没完没了地争执,也时常作为不利欧元的因素被市场所利用。

(三)期待欧洲央行干预。欧元的跌势在启动之初主要是基本经济面的弱势所主导,但是后来的事态发展表明,欧元的弱势已经脱离了基本的经济面,欧元兑美元在低位几乎没有较强的技术性支撑,其汇率被市场严重低估。在这种情况下经济面的因素已经被市场所忽略,市场的焦点已经转向欧洲央行。对投资者而言,由于欧元的汇率被严重低估,投资者希望欧洲央行来纠正欧元不正常的波动,通过干预来为市场提供方向。

但是,从历史上来看,欧洲国家的央行几乎没有干预市场的纪录,让市场决定汇率的波动一直是他们奉行的准则之一。虽然就目前的情况看很难判断欧洲央行置身市场之外是否正确,但是从日本央行陷入干预市场的窘境可以看出央行和市场潮流对抗的后果。分析人士指出,欧洲央行不会因为区域内通胀的上升而干预市场,和平政策是央行打击通货膨胀的最基本的手段。

(四)前景预期与汇率驱动之间的时间差距。从预计欧洲经济出现根本性好转,到经济基本因素在汇率上做出切实反映,同时要等待各种契机使投资者愿意购买并持有欧元资产。当国际事件发生时,按照常理往往是以美元作为“避险货币”,当世界面临“千年虫”威胁时依旧如此。

(五)欧元与其它欧洲货币联动、相互支持。由于英国、瑞士与欧元区的经贸关系密切,在国际外汇市场上,当英镑、瑞士法郎出现对美元的强势后,欧元兑美元的气氛也会有所改善,因为英镑、瑞士法郎兑美元的强势带动整个欧洲货币兑美元反弹。因此,任何促使英镑、瑞士法郎兑美元走强的因素,对欧元都不失为利好消息,使欧元兑美元获得反弹的机会。

不过令人遗憾的是,相对于强劲增长的美国经济,本可以在欧洲炫耀一时的英国经济形势不免几分逊色,因此相对于美元,英镑自然相形见绌。这样,欧元既不能从 IFO 商业气候指标攫取反弹的借口,又无法获得来自英镑等欧洲货币走强的支持。所以,得不到任何扶持的、虚弱的欧元只有一路下跌。欧元、英镑的弱势已经暗示欧元的整体体质继续受到市场的质疑,而质疑又加剧了欧元、英镑的弱势。

(七)市场对欧洲央行的信心不足。欧元是新生的欧洲中央银行发行的超越国家主权的欧元区 11 个国家的统一货币,欧洲中央银行制定和执行货币政策的首要目标是维持欧元区物价的稳定。欧元汇率是欧元价值的外部表现,欧洲中央银行过去曾多次强调,欧洲央行的首要目标是保持欧元对内价值的稳定,即追求欧元区物价稳定,而不是欧元对外价值即欧元汇率的稳定。

同时,欧洲中央银行也没有明确的汇率目标。欧元自 1999 年 1 月启动以来,汇率出现大幅度下跌,欧洲中央银行从未采取任何实际或口头干预行动阻止欧元下跌,而只是说欧元从中长期看是具有潜力的,欧洲经济的复苏将带动欧元汇率的升值。

加息能够影响欧元的汇率,但是对于加息对欧元汇率的影响究竟有多大,欧洲中央银行并没有把握。欧洲央行衡量未来通货膨胀的重要指标——广义货币 M3 的增长速度,1999 年一直高于欧洲央行 4.5% 的目标增长水平,但这并没有促使欧元汇率升值。

四、外部因素

从实力和规模上分析,欧元具有与美元竞争的优势,但从欧元的实际价值,即欧元区国家经济状况分析,欧元并不具备强劲的支持后盾。尤其在世界经济全球化不断深化和金融市场一体化不断密切的形势下,一国经济金融与国际大环境的联系日益紧密,外部环境干扰和影响愈加重要。

(一)美国经济强劲增长使美元处于强势

1. 美国经济增长强劲。尽管欧元区的经济从 2000 年以来显示出强劲的复苏的态势,但是经济的复苏并没有改变欧元汇率的疲态,因为和美国强劲的经济增长相比,欧元区仍然显得落后,欧元区的资产对投资者而言仍然没有太大的吸引力。美国经济表现出的调控能力,促进美元升值,投资信心进一步大幅上升;加之美联储宏观调控水平与能力的效益愈加明显,对经济环境和股市状况的支持十分强劲,美元汇率的经济基本面依然良好,且经济稳定性和持续性继续保持,美元坚挺也是必然的回归。

2. 经济发展水平的差异导致资金效益的不均,使得美国的资本市场更具吸引力。尽管欧元汇率走低有利于欧元区的外贸出口,但是通过国际资本市场吸引外资美国更胜一筹。有关数据显示,从 1995 年至 1998 年,美国股票回报率比其他市场高 22.9%,美国股票的持续高涨,使得美国投资者冷漠于海外股票,而海外资金却热衷于美国股票。过去的一段时期,每天从世界金融市场上流入美国资本市场的资金曾高达 10 亿美元。美国经济像依赖静脉滴液装置那样依赖于国外资金,而前提是美元必须坚挺。

3. 美国较高的利率水平。从宏观、国际的角度看,美国与欧元区的利率走势都处于向上,但问题在于美国加息的幅度与步伐将可能大于欧元区国家,利率差的加大将有利于美元坚挺。同时,从利率调整的实际效果看,美国利率的调整明显有利于宏观经济环境的改善、有利于股市的降温以及美元汇率的强劲;而欧元区国家利率的调整并没有形成对欧元的支持,欧洲央行也无意干预欧元汇率的疲软;加之欧元的疲软有利于经济复苏的维持和增强竞争力。据欧盟发布的报告显示,欧元兑主要货币汇率的下滑,有助于欧元区工业竞争力回升至 20 世纪 80 年代中期以来的最高水平。

(二)美国货币政策牵制了欧元的灵活性

美元汇率的涨跌为美国货币政策所把握。美元强势是美国政策导向的反映,也是美国经济利益的实际需要。目前美国货币政策的重点已经从应急性的防止通货紧缩,再度转向更长期的防止通货膨胀的目标上。近年来,美元兑日元汇率的涨跌是美国经济和货币政策灵活的效益体现,而兑欧元汇率则是美国与欧洲竞争意志的体现,美元主导地位的直接威胁是欧元,可以与美元抗衡的也是欧元。因此,美元不可能无视欧元的挑战,当然要强化对欧元的优势地位。

美国对欧元既肯定又打击,肯定的是,欧元的使用有助于缓解美元的压力,分散金融风险;打击的是,欧元有着巨大潜力,具有抗衡与挑战美元的能力。欧元出台前后国际环境有着明显的差异,概括而言,欧元启动之前有利因素大于不利因素,欧元运行之后不利因素大于有利因素。欧元启动以来在外汇

市场的表现“差强人意”,其直接原因在于内部诸多调整相协调因素的影响,而同时外部环境的干扰与制约也相对牵制了欧元的走势。

(三) 两大强势货币的夹击

美元、日元兑欧元的外部压力。美国不愿在日本金融、经济未做调整的条件下伸手——支持日本,所以使用日元的升值压力企图令日本就范;而日本不情愿对美国开放市场大门,又无力单独阻止日元升值。1999年美国经济增长强于欧洲,美国股市的牛气不减,使美元兑欧元也保持强势亦在情理之中。因此,在两种货币的强势夹击下,欧元一路贬值。欧盟尽管不愿看到如此的结果,但也一时无能为力,只好在内部、外部的矛盾之间,尽力维护本集团的利益,而且欧元趋软有益欧元区内的商品出口和经济恢复,因此维持币值的现状也就成了欧盟的一种权宜之计。

综上所述,导致欧元疲软的因素多种多样,有经济的和政治的,也有心理的与外部的。这些因素的作用与影响,有的较为短暂(如心理因素),有的却相当持久(如政治因素)。很多暂时因素会直接影响欧元汇率近期市场波动,而持久因素则作用欧元汇率的长期趋势。由于这些因素的形成并非一朝一夕,因此问题的解决不可能一蹴而就。而且,只要这些因素没有得到根本性改善,欧元的疲软态势将难以消除。

[参 考 文 献]

- [1] 江 涌. 单一货币前景不容乐观 [J]. 经济纵横, 1998, (10).
- [2] 江 涌. “最适度货币”理论的实践与展望 [J]. 国际经济贸易探索, 2000, (2).
- [3] EU Enlargement and the Euro. The Economist, 2000-01-29.
- [4] The Euro Falls Again. The Economist, 2000-03-04.
- [5] The Euro's Agony, Europe's Opportunity. The Economist, 2000-04-29.
- [6] Rescuing the Euro. The Economist, 2000-05-13.
- [7] Falling Euro, Bad Central Bank. The Economist, 2000-05-06.

(责任编辑 邹惠卿)

Reasons for Weakness of Euro Summary

LIN You-ping, JIANG Yong

(Wuhan University Business School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biographies LIN You-ping (1953-), female, Associate research librarian, Wuhan University Business School, majoring in economic theory; JIANG Yong (1969-), male, Doctoral candidate, Wuhan University Business School, majoring in international finance.

Abstract As we know, the Euro has been weakening in the international exchange market since it came into force. This paper studies a variety of reasons, including economic, political, mental and external ones, for the weakness of Euro. It is thought that these problems could not be solved in a short run owing to the formation of these factors. Furthermore, the weakening trend of Euro is not likely to be avoided until the problems are eliminated thoroughly.

Key words international finance; international exchange market; euro; exchange rate