

歐元問題將拖累數年

國際視野



Pierre Gave
GaveKal 亞洲區
研究部主管

據路透社報道，最近的歐洲首腦會議（自從希臘債務危機出現以來的第17次），又以失敗告終。在周前的峰會中，各國未能就經濟增長政策，以及新的緊縮協定細節達成協議。歐洲各國的領導人，特別是德國總理默克爾，需要明白，若要拯救歐元，至少要有三個必要條件。而在這些條件之下，會出現四種可能的局面，歐洲的政治家現在就必須從中選擇一個。

懷疑論者20年前便已指出歐元設計中的致命缺陷，現時已經被公認，至少除了德國總理之外是如此。單一貨幣需要單一的財政政策，而單一的財政政策又需要單一的政治權力。簡而言之，歐元區必須成立一個不折不扣的聯邦，好像美國的歐洲聯邦。

事實上，聯邦制一直是歐盟創辦人的目標。這不是偶然的，美國憲法中著名的序言——「我們的人民，為了形式更完美的聯盟……」，就迴盪在歐盟的《羅馬條約》的第一句：「決心奠定基礎，在歐洲人民之間建立日益密切的聯盟……」

歐元繼續生存三個必要條件

歐元危機的問題及本質，正是各成員國需要同意，到底這種「日益密切的聯盟」是意味什麼。歐元若要繼續生存，必須滿足聯邦制的三個必要條件：

1. 財政聯邦制，即某種程度的主權債務的集體責任制；
2. 政治聯邦制，即某程度的由中央控制稅收和支出；
3. 貨幣聯邦制。即是說，中央銀行的目標需要由政治



德國總理默克爾（左）與法國總統薩爾科齊（前右）兩人做出同一手勢，但在解決歐債問題上仍有分歧。（資料圖片）

當局控制，儘管其日常運作未必需要。中央銀行的其中一項主要職責，就是必須支持一個健康的政府債券市場。

最理想情形 仍會間歇發作

一旦確認了聯邦制的這三方面，就意味着歐元未來會出現四種可能的局面：

1. 最理想的情形是，歐元區成員國政府同意一條全面的聯邦條約，不止採納德國要求的政治聯邦制，而且還採納了德國拒絕討論的共同擔保歐洲債券及歐洲央行由政府控制。由於德國極力抗拒，一個這樣廣泛和全面的協議目前而言是難以現實的。但如果默克爾真的希望防止歐元崩潰，未來幾年，歐元區將必須沿着這個方向而行。這麼長的過渡期，將會非常不穩定。每當情況有改善，南歐的政治倒退（編者按：即拖延必須的變革），或者德國的三心兩意，又會引發新的危機。每當經濟狀況惡化，絕望將會迫使債務嚴重的國家重新審視自己的選擇，德國則會加強政治欺凌。

因此，就算是最理想的情形，以下情況仍會反覆出現：新一輪的緊急財政援助、危機緩和、過度樂觀、政治倒退、變革目標延誤，以及新的市場恐慌、緊急財政援助等等，周而復始。

2. 最悲觀的情形是，默克爾成功將她現時要求的片面條約，施加於其他歐盟國家。若她在這個條約的要求按字面般執行，那麼歐元必將崩潰。

事實上，若默克爾要求各國批准條約並付諸實施，希臘和其他債務嚴重的國家將會無休止地經濟緊縮，以及被德國經濟殖民化，而得不到互惠互利。若任何類似這樣的條約真的實行，公眾抗議將變得不可阻擋，希臘將被迫退出歐元區。由此，將會引發一場惡性循環的骨牌遊戲。

當歐元轉換成新的德拉克馬（drachma，希臘的貨幣單位）時，如果希臘存戶失去一半的積蓄，葡萄牙、西班牙和意大利的國民將不會坐以待斃，等待類似的命運。他們會立即將數以萬億計的歐元調出西班牙和意大利。這麼大規模的資金外逃，即使歐洲央行也難以應付。

德國為危機添煩添亂

一旦意大利和西班牙都退出歐元，法國勢必跟隨。法國的農民將會因為他們種植的番茄大幅貶值而暴動，法國的雷諾汽車（Renault）則會被西班牙的同行「頂爛市」，因為後者的成本即時下降了30%。

3. 第三種情形則介乎最理想和最悲觀之間。這是源於外界對德國的財政存在廣泛的誤解。

歐元區其他成員國拒絕接受德國版本的條約。它們另外達成一個適當平衡的聯邦條約，並向默克爾提出最後通牒——德國一是同意其他成員國接受的條款，留在歐元區內；不然就是退出歐元區。

若德國不喜歡這樣的政策，默克爾可以投反對票，歐洲央行理事會中的德國央行成員將可能（再次）辭職，但他們無法阻止其他歐元區成員國的行動。沒有德國的歐元將會立即大幅貶值，紓緩了一些國家競爭力弱問題，並引發通貨膨脹，減輕了公共債務負擔。

從經濟角度看，沒有德國的歐元區將會更加接近一個最優化的同質貨幣區。這是因為德國對其他歐盟成

員國都享有巨額貿易盈餘，但德國拒絕共同擔保債務和財政轉移，德國阻止歐洲央行支持政府債券市場和將之貨幣化，德國拒絕放寬它自己的財政政策，以促進經濟增長。總之，給歐元區帶來最大問題的國家不是希臘、葡萄牙和意大利，而是德國。

目前來說，將德國逐出歐元區是難以想像的，因為這將會破壞法德聯盟。但是，法國將是德國退出歐元區的最大贏家。因為當德國退出歐元區之後，法國將不再被迫扮演次要角色，反而會成為歐元區及歐盟之內無可爭議的領袖。正因此，若歐元區其他成員向德國提出最後通牒，德國幾乎肯定會留在歐元區內。

然而，長遠來看，歐元區目前的危機將可能導致德國和法國得出不同的結論。德國的精英會認為，歐洲聯盟最終將會根據德國的規則運行，因為德國的模式明顯比法國更成功。但另一方面，法國人亦同樣相信，他們將會主導歐洲聯盟。這不一定是因為法國比較成功，而是因為法國有較為精明和老練的行政和外交精英。

4. 隨著歐洲聯盟內的關係日益密切，這些不一致的看法無可避免會浮現出來。這最終將會引致第四種情形——友好地離婚。

歐元是作為歐洲的貨幣單位而創建，代替一籃子貨幣，為什麼不能逆轉這一過程？歐洲的銀行的跨境貸款已經大幅減小，大部分跨境貸款現時都要經歐洲央行作為中介。因此，各銀行的負債和資產大部分都在個別國家之內。而且，泛歐洲的公司亦正在改組其內部財政，以創造自然的對沖，為歐元可能解體作準備。

經過一兩年這樣的金融國有化，歐元就可以變回一籃子的貨幣，而大部分跨境負債將會轉移至歐洲央行。然後，歐元解體的得和失，將由歐洲各國政府通過政治談判分別承擔。最終，有可能出現一個成功的歐洲首腦會議。

在蘇聯和「經濟互助委員會」（COMECON）解體後，這樣的政治談判，「巴黎俱樂部」也舉行了多次。「經濟互助委員會」是前蘇聯牽頭建立的社會主義陣營的經濟共同體。1991年6月28日，該組織在布達佩斯正式宣布解散。