

● 金融保险

欧元区单一货币政策浅析

申 皓, 蔡铭华

(武汉大学 商学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 申 皓(1962-), 男, 湖北武汉人, 武汉大学商学院世界经济系副教授, 经济学博士, 主要从事欧盟经济和国际金融研究; 蔡铭华(1977-), 男, 河北唐山人, 武汉大学商学院世界经济系硕士生, 主要从事世界经济研究。

[摘 要] 随着欧元区于 1999 年正式启动, 欧洲经济与货币联盟建设进入了实质性的第三阶段, 它标志着欧洲经济一体化又迈向一个崭新的时期。作为一个全新的超国家货币机构, 欧洲中央银行负责欧元区单一货币政策的制定和执行, 欧元区各成员国因而丧失了原有的货币主权。我们认为, 欧元区今后面临的主要问题是: 如何协调物价稳定与经济增长、单一货币政策与成员国财政政策、货币政策与欧元汇率政策、欧洲一体化的扩大与深化之间的关系问题。

[关键词] 欧元区; 货币政策; 欧洲中央银行; 一体化

[中图分类号] F831 [文献标识码] A [文章编号] 1671-881X(2004)05-0598-06

欧洲中央银行的建立暨欧元的引入, 不仅代表了欧洲一体化曲折进程中的一个质的飞跃, 而且也昭示着现代世界经济领域里的一次空前创新。欧洲中央银行虽然也行使货币政策职能, 但与传统的主权国家中央银行相比却存在本质上的区别。显然, 欧洲中央银行是一个典型的超国家货币机构, 欧元是统一货币区域内的一种超国家货币, 而欧洲中央银行则负责制定和执行欧元区共同的货币政策。以欧洲联盟整体的政治经济实力为支撑, 单一货币欧元必将成为具有举足轻重地位的国际货币。

一、欧洲货币一体化的发展历程

以 1951 年《巴黎条约》的签订为标志, 战后欧洲经济一体化正式以共同体的形式从煤钢部门起步, 当时的法国、联邦德国、比利时、荷兰、卢森堡、意大利等 6 国一致同意成立欧洲煤钢共同体(ECSC), 将成员国各自煤钢部门的生产和销售活动交由一个超国家的高级机构统一负责管理。随着 1958 年《罗马条约》的生效, 上述 6 个成员国又分别组建了欧洲经济共同体(EEC)和欧洲原子能共同体(EAEC), 欧洲经济一体化从此全面展开。在 1967 年完成有关共同机构的合并之后, 以上三个共同体又统称为欧洲共同体(EC)。然而直到此时, 欧洲经济一体化尚未涉及货币领域, 区域货币合作没有能够马上提到成员国的议事日程中来, 其中主要原因是, 一些国家对于让渡货币主权非常敏感, 共同体还缺乏一致的政治意愿和决心去推动欧洲货币一体化。

到了 20 世纪 60 年代末期, 随着欧洲共同体提前建成关税同盟以及共同农业政策开始进入实施阶段, 成员国迫切需要开辟新的合作领域, 以便把欧洲经济一体化进一步地引向深入。而在另一方面, 由于以美元为主导的布雷顿森林体系摇摇欲坠, 导致国际货币关系处于剧烈的动荡之中。为了巩固业已取得的一体化成果并不断推进欧洲的经济联合, 在 1967 年 12 月荷兰海牙召开的共同体首脑会议上, 成

员国终于同意将欧洲经济与货币联盟(EMU)建设作为一体化发展的下一个目标。1970年10月,由卢森堡首相兼财政大臣维尔纳领导的一个专家小组,正式向共同体提交了一份研究报告,建议分三个阶段并用10年的时间建成欧洲经济与货币联盟。然而,由于种种原因,这一计划未能实施。

欧洲货币一体化进程虽然因维尔纳计划的不幸夭折而陷入暂时的停滞,但在1978年7月共同体于德国召开的不来梅首脑会议上,法国和德国又再次提出一项更为现实的启动欧洲货币建设的新建议,主张建立欧洲货币体系(EMS),而有意避免使用货币联盟的字眼。欧洲货币体系的核心内容主要包括以下三个方面:一是创设欧洲货币单位(ECU)作为一种共同的货币,二是设立欧洲汇率机制(ERM)以实现成员国间的货币稳定,三是提供信贷便利用于解决成员国的国际收支困难。从实际运行之后的总体情况来看,欧洲货币体系对于稳定区域货币关系应当是发挥了积极作用的,而更重要的意义还在于,它为欧洲货币一体化进一步向纵深发展积累了必要的操作经验,并奠定了良好的物质基础。

1991年12月,欧洲共同体成员国在荷兰马斯特里赫特举行的首脑会议期间,一致通过了《欧洲联盟条约》,又称为《马斯特里赫特条约》。在经过各成员国完成必需的国内立法审批程序之后,该条约从1993年11月开始生效,欧洲共同体遂进一步地演变成为目前的欧洲联盟(EU)。欧洲联盟主要由三个支柱构成,即欧洲经济与货币联盟、共同外交和安全政策以及民事与司法合作。根据《马斯特里赫特条约》制订的规划,欧洲经货联盟第一阶段于1990年7月1日正式启动,其主要目标是要求成员国加强相互间的政策协调,取消外汇管制,促进资本自由流动,同时各成员国加入欧洲货币体系的汇率机制;第二阶段自1994年1月1日开始,在德国法兰克福设立欧洲货币局作为欧洲中央银行的前身,进一步协调各成员国的货币政策,确定加入货币联盟的统一标准和时间表,并做好引入欧元的技术准备工作;第三阶段不迟于1999年1月1日开始启动,成员国货币汇率不可逆转地予以固定,通过逐步推广单一货币欧元,以便最终取代成员国的主权货币,同时成员国各自的货币政策交由欧洲中央银行体系负责。

1998年5月,欧洲联盟在比利时布鲁塞尔首脑会议上,依照《马斯特里赫特条约》规定的经济趋同标准以及欧盟委员会提交的趋同评估报告,11个成员国正式被确定为首批于1999年初加入经货联盟第三阶段的国家,又称作欧元区成员国,它们是法国、德国、比利时、卢森堡、荷兰、意大利、西班牙、葡萄牙、爱尔兰、奥地利和芬兰。到2001年初,希腊通过艰苦努力也终于达标加入了欧元区,而英国、丹麦和瑞典3国则仍留在欧元区外。在经过3年的过渡期安排之后,从2002年3月1日开始,欧元区12个成员国的主权货币全部退出流通领域,货币政策归欧洲中央银行体系统一管理,单一货币欧元成为最主要的国际储备货币之一。它对于今后国际货币关系的发展必定会产生深远的影响。

二、欧洲中央银行的货币政策框架

根据《马斯特里赫特条约》中的有关条款规定,欧洲中央银行体系(ESCB)由欧洲中央银行(ECB)和成员国的中央银行组成,其中欧洲中央银行是一个全新的并且具有独立法人地位的超国家货币机构。欧洲中央银行的决策机构主要包括执行理事会和行长理事会。执行理事会由欧洲中央银行行长、副行长以及其他4名成员共6人组成,其主要任务是负责欧洲中央银行的日常事务管理并对各成员国保持独立性。而行长理事会目前则由欧洲中央银行执行理事会的6名成员和12个欧元区成员国的中央银行行长共18人组成,其主要职责是制定并执行欧元区单一的货币政策。欧洲中央银行体系的首要目标是维持欧元区的物价稳定,在不损害物价稳定的前提下,欧洲中央银行体系也应对欧盟的总体经济政策提供支持,并为实现欧洲联盟的各项经济目标做出贡献。

为何要以法律的形式,明确规定欧洲中央银行体系的首要目标是保证欧元区的物价稳定,这与世界经济环境的变化以及欧盟经济发展的历史背景有着密切关系。首先,欧洲主要国家从20世纪70年代开始陷入滞胀困境的事实证明,凯恩斯主义所奉行的以通货膨胀为代价来换取经济增长的政策只能具有短期效应,在长时期内反倒会对经济发展造成更严重的危害。因此,中央银行被要求以实现物价稳定

为货币政策的最终目标,并且应保持高度的独立性。其次,新诞生的欧元不仅可为欧盟带来诸多经济利益,同时它也是欧盟借以在经济上同美国相抗衡的一种强有力的手段。为确保欧元启动后能在国际金融市场上有良好的表现,通过控制通胀以稳定欧元的币值就显得至关重要。第三,在财政政策仍归属于成员国主权的情况下,欧洲中央银行在政策的制定和执行过程中无疑将面临更多的困难和更大的挑战。为了能够迅速建立起自身的声誉和可信度,欧洲中央银行只能首先以稳定物价为己任。最后,作为欧盟内部经济实力最强以及货币信誉最高的国家,德国战后的政策重点一直都是控制通货膨胀,并且通过实现稳定物价取得了经济的迅速发展。为使欧元区的单一货币政策不受有关成员国政府的干扰,德国坚持欧洲中央银行应以物价稳定为最高目标,这也是德国同意放弃马克并改用欧元的前提条件。

为了确保欧元区货币政策的有效实施,早在欧元正式启动前的 1998 年下半年,欧洲中央银行行长理事会便公布了单一货币政策战略,它的中心原则就是要提高货币政策的透明度并维护其独立性。概括起来,欧洲中央银行货币政策战略包括两方面的主要内容:一方面对物价稳定给予明确的量化定义,即以欧元区消费者物价调和指数(HICP)衡量的年均通胀率低于 2.0%的水平并在中期得以维持;对于欧洲中央银行而言,物价稳定目标针对的是欧元区整体,而并非为个别成员国的短期物价形势所左右。另一方面确立实施货币政策战略的两个支柱,其中一个支柱是把广义货币供应量(M3)作为货币政策最重要的中介目标,具体选择年增长率为 4.5%为参考值,并按 3 个月移动平均值计算;如果实际经济运行过程中广义货币供应量的变动与参考值发生偏离,欧洲中央银行就要对导致偏离的原因进行深入分析,只有当这种偏离被确认为将危及物价稳定时,欧洲中央银行才会适时调整货币政策。支柱之二则是综合运用其它一系列经济指标,如国内生产总值、消费需求、工业生产、就业形势、对外经济状况等,来全面评估欧元区的物价稳定风险;虽然这些经济指标都具有周期性特征,但却能为欧洲中央银行决策时提供丰富的信息,以便欧洲中央银行更准确地把握欧元区物价变动的总体趋势。

在确定了欧元区的货币政策战略之后,欧洲中央银行就需要进一步运用相应的货币政策工具来进行实际操作,因为欧洲中央银行只能够引导货币市场的利率变动并对其流动性加以管理,却不可能直接调控欧元区的物价水平。因此,欧洲中央银行对于单一货币政策有关工具的选用及其操作方式,首先必须在各成员国之间进行有效的协调,以争取得到成员国中央银行的充分认同和积极配合。根据欧洲中央银行制订的货币政策操作框架,它在欧元区内可资运用的政策工具包括公开市场业务、存贷款便利以及最低法定存款准备金制度等 3 种。

公开市场业务即指欧洲中央银行在欧元区金融市场上,通过直接交易或回购交易等形式来从事合格有价证券买卖的业务活动。它是欧洲中央银行最主要的货币政策工具,其目的在于引导市场利率、调节货币市场流动性并指明货币政策方向。而存贷款便利则是欧洲中央银行在货币市场上提供或吸纳隔夜流动性的业务活动,以便使市场利率能在欧洲中央银行预期的范围内波动。至于最低法定存款准备金制度,是指根据欧洲中央银行的要求,欧元区所有信贷机构都必须将其吸收存款的一定比例存入准备金账户,通过对存款准备金比率进行调整,欧洲中央银行可以达到控制市场信贷规模的目的。

三、欧元区单一货币政策的实际运行

自 1999 年 1 月 4 日起,欧洲经济与货币联盟正式进入实质性的第三阶段,欧元区成员国也由开始时的 11 个增加到目前的 12 个。在单一货币区域内,欧洲中央银行全面履行制定和执行统一货币政策的职责,至今已经历时 5 年有余。显然,欧洲中央银行的政策操作既要考虑欧元区内部的整体经济运行状况,也不可能脱离世界经济的外部环境。为了对欧洲中央银行的政策效果进行客观评估,下面概括性地就这一时期欧元区单一货币政策的具体实施情况进行分析。

当 1999 年初刚刚开始引入欧元时,欧洲联盟以及欧元区的整体经济形势并不乐观。在世界经济不景气的大背景下,由于成员国内部有效需求严重不足,导致欧元区的工业生产出现停滞,经济增长乏力,

以不变价格计算的第一季度 GDP 增长率只有 1.8%。与此相对应,欧元区内部的消费物价调和指数上涨缓慢,仅为 0.8%,表明中期的价格稳定风险趋于降低。于是,在 1999 年 4 月 8 日举行的欧洲中央银行行长理事会议上,决定采取扩张性的货币政策来放松银根,将主要融资利率由欧元启动前夕的 3.0% 下调为 2.5%,同时存款便利利率和边际贷款便利利率分别从 2.0% 和 4.5% 降至 1.5% 和 3.5%,以便刺激欧元区内的经济增长潜力。应当承认,欧洲中央银行首次降息对于欧元区经济复苏起到了一定的积极作用。从 1999 年第二季度开始,欧元区经济逐渐回升, GDP 增长率达到 2.1%,而全年平均增长率则高达 2.5%,经济增长势头到 2000 年仍然得以保持。

进入 1999 年下半年后,欧元区的物价稳定风险又逐渐升高。以中介目标广义货币供应量为例,其年均增长率在 8 月份已达 5.9%,并于 11 月份创下 6.0% 的新高,大大超过欧洲中央银行设定的 4.5% 这一参考标准。直到 2000 年上半年,欧元区广义货币供应量的年增长率仍维持在较高水平,尤其是在 4 月份达到创纪录的 6.4% 最高点。与此同时,以消费物价调和指数衡量的欧元区通胀率已接近 2.0% 这一上限水平,从而可能对欧洲中央银行的政策目标造成威胁。有鉴于此,从 1999 年下半年到 2000 年下半年期间,欧洲中央银行先后 7 次提高了指导利率,主要融资利率调至 4.75%,而存款便利利率和边际贷款便利利率也分别上升到 3.75% 和 5.75% (参见附图),这无疑成为 5 年中的利率高峰。

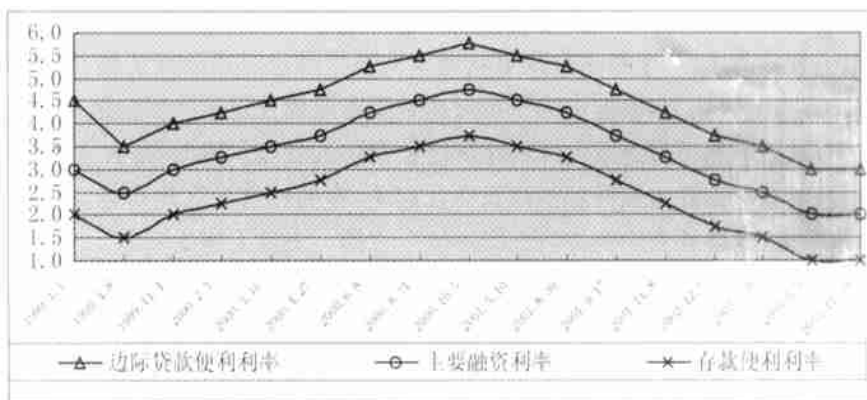


图 1 1999-2003 年欧元区指导利率的变动情况(单位: %)

资料来源《欧洲中央银行年度报告》, 1999 年-2003 年。

但是,从 2000 年下半年起,世界经济环境再度恶化。美国结束了战后持续时间最长的经济增长期,转而呈现出衰退的迹象,到 2001 年时 GDP 增长率只有 0.3%。至于日本则继续维持长期以来的经济低迷,在 2001 年几乎陷于停滞, GDP 增长率仅为 0.1%。由于美、日两个经济大国的经济不景气,加上世界石油价格持续上升,于是欧盟经济亦陷入疲软不振的困境。尤其是美国在 2001 年遭到“9.11”恐怖袭击之后,更使得世界经济雪上加霜。在这种不利的国际形势下,欧盟总体经济增长开始减速,15 个成员国平均 GDP 增长率由 2000 年的 3.4% 下降到 2001 年的 1.5%,而欧元区则从 3.5% 滑落到 1.4%。另一方面,从有关货币指标看,欧洲中央银行于 2000 年 10 月将指导利率调升至最高水平后,欧元区广义货币供应量的年均增长率已显逐步下降趋势,到 2001 年第一季度降为 4.7%,接近规定的 4.5% 这一参考标准,而通胀率也基本符合欧洲中央银行的中期目标水平。考虑到价格稳定风险在短期内已经降低,而经济增长乏力又成为各成员国共同关注的首要问题,于是,欧洲中央银行转而决定利用降息以刺激区域经济增长。自 2001 年 5 月起,欧洲中央银行逐渐放松银根,先后 7 次调低了欧元区的指导利率,到 2003 年 6 月,主要融资利率已降至 2.0%,而存款便利利率和边际贷款便利利率则分别下调为 1.0% 和 3.0%,并一直保持至年底。出现如此低的利率水平,这在成员国的战后历史上也不曾见,它意味着欧元区全面进入低利率时期。

四、欧洲单一货币政策面临的主要问题

从欧元区 5 年以来的实际运行情况来看不难发现,欧洲中央银行货币政策的操作经历了一个由扩张转为紧缩而后又再转向扩张的反复过程,这种调整无疑受到了世界经济环境变化的影响,但更是欧洲中央银行政策目标使然。作为一个刚刚诞生不久的新型超国家货币机构,欧洲中央银行需要通过不断的政策实践去逐步积累管理经验,这对它来说无疑是一个空前而巨大的挑战。到目前为止,尽管欧洲中央银行的单一货币政策操作应该算是相对成功的,但在欧元区内仍然存在着一些亟待解决的问题。

首先,关于物价稳定与经济增长的关系问题。实现欧元区的物价稳定,这被规定为欧洲中央银行货币政策的首要目标。欧元区正式运作后的 5 年中,欧洲中央银行以把中期的年均通胀率控制在 2.0% 之下为己任。但当初在量化这一政策目标时,欧洲中央银行并没有充分认识到实现目标的艰巨性和复杂性,因为在欧元启动之初,欧元区正处于低通胀时期。随着欧元区经济环境不断发生变化,欧洲中央银行对目标进行调控已显得十分困难。除 1999 年平均通胀率维持在 1.1% 的低水平,在其后的 3 年时间里(2000 年、2001 年和 2002 年),欧元区的通货膨胀率分别为 2.3%、2.5% 和 2.2%,均突破欧洲中央银行预先设定的上限,直到 2003 年底才回复至目标水平。就欧元区成员国来看,由于这一时期经济普遍不景气,失业率一直居高不下,于是多次要求欧洲中央银行降息以刺激经济增长,而并不顾及欧洲中央银行的独立性。不少国家认为,欧洲中央银行对通货膨胀的调控过于严格甚至近乎机械,使得利率缺乏足够的调整空间,从而不利于促进欧元区的经济增长和扩大就业。因此,是否应重新审视货币政策的量化指标,以便把控制通货膨胀与刺激经济增长结合起来,在关注欧元区物价稳定的同时,也能够兼顾成员国的优先发展需要,这是欧洲中央银行必须高度正视的一个重大现实问题。

其次,关于欧元区单一货币政策与成员国财政政策的关系问题。尽管欧元区已实现了货币统一,但成员国仍然保留财政政策主权。当欧洲中央银行决定执行紧缩性货币政策时,欧元区成员国为了不使经济陷入衰退,往往会采取扩张性的财政政策来抵消银根收缩带来的不利影响。然而,大量政府支出必然导致成员国的预算赤字进一步增加,公共债务负担沉重。虽然欧洲联盟法律明确要求欧元区国家应将财政赤字控制在 GDP 的 3.0% 之内,并且力争中期实现预算平衡,但当成员国深处经济萧条的困境时,为了减轻国内政治压力,便可能置财政纪律于不顾,甚至为片面追求经济增长率,即使突破赤字上限也在所不惜。以 2002 年为例,为刺激增长和增加就业,许多欧元区成员国的政府都扩大了预算支出,到年底时,意大利和法国的财政赤字比率分别为 2.4% 和 2.7%,葡萄牙则为 3.4%,而以反通胀著称的德国更高达 3.8%。另外,根据德国财政部在 2003 年 8 月呈报给欧盟委员会的有关数据,德国 2003 财政年度的赤字比率仍旧居高不下。在 2004 年 1 月,欧盟委员会又分别就法国、意大利和荷兰等国的财政赤字问题再次发出警告。显然,欧元区成员国过高的财政赤字不仅会妨碍单一货币政策的制定和执行,也不利于欧元币值的稳定,并最终可能影响到欧洲一体化的深入发展。于是,如何协调统一的货币政策同各国分散的财政政策之间的相互关系,已成为欧元区必须解决的另一个迫切问题。

再次,关于欧元区货币政策和欧元汇率政策的关系问题。由于欧洲中央银行的货币政策目标是追求欧元区内部的物价稳定,而欧元汇率政策则属于欧盟部长理事会的职权范围,这样,在欧元的对内价值与对外价值之间存在明显的脱节现象。欧洲中央银行从反通胀的指导原则出发,力求确保欧元的对内价值稳定,很少主动干预欧元汇率。在欧元问世后 3 年过渡期的大部分时间里,欧洲中央银行对欧元同美元汇率的持续走低基本上放任自流,便是一个最好的证明。然而,在经济全球化不断发展的今天,世界各国的相互依存程度进一步提高。特别是随着国际浮动汇率制度的普遍实行,事实上已很难使各国货币之间的汇率关系保持稳定,货币对内价值成为对外价值的决定基础。虽然欧元区的建立为成员国提供了一个统一的货币区,但一旦欧元对外贬值幅度过大,欧元区的出口增加会带来总需求的相应扩大,由此可能引发内部的通货膨胀;而如果欧元汇价过高,则又会给欧元区的出口带来沉重打击,并影

响到欧元区的经济增长,欧洲中央银行又将面临降息的压力。所以,怎样在确保物价稳定的同时防止欧元汇率的剧烈波动,无疑是欧元区成员国和欧洲中央银行需要认真处理的日常问题。

最后,关于欧洲一体化的扩大与深化之间的关系问题。从2004年5月开始,欧洲联盟迎来战后一体化历史上规模空前的第5次扩大。在马耳他、塞浦路斯、斯洛文尼亚、波兰、匈牙利、捷克、斯洛伐克、爱沙尼亚、拉脱维亚以及立陶宛等10个候选国正式入盟后,欧盟进一步演变成为一个包括25个成员国的庞大区域集团。尽管与原有成员国相比,大多数的新成员在经济实力、产业结构、竞争能力、金融体系、货币地位、通货膨胀、财政状况等诸多方面均存在较大差异,但一俟条件成熟,它们迟早必然要加入欧元区,这肯定将会给单一货币政策操作带来更大的困难和压力。一旦欧洲中央银行的行长理事会随参加欧元区国家的增加而相应扩大,则不仅会导致其已经不高的决策效率进一步降低,而且还会使得执行理事会更容易受制于成员国的中央银行,进而威胁到欧洲中央银行自身的独立性和可信度。如果欧洲中央银行需对决策机构成员进行必要的限制,或者仿照欧盟部长理事会的加权投票表决模式,这一方面事关小国与大国的利益平衡,另一方面又因为涉及条约的修改而可能使成员国重新陷入旷日持久的讨价还价之中,由此导致经济一体化陷入停滞并影响到欧洲政治一体化进程。总之,如何处理欧盟究竟是要变得更大还是应当变得更强的关系,这将是所有成员国都无法回避的长期战略问题。

[参 考 文 献]

- [1] Christian de Boissieu. Assessing ECB Policy Since 1999[R]. ECB Briefing Paper, 2003, (2).
- [2] Eurostat Yearbook[R]. Luxembourg: European Commission, 2003.
- [3] Annual Report[R]. Frankfurt: ECB, 1999—2003.
- [4] 伍贻康. 区域整合体制创新[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2003.
- [5] 胡荣花. 走向新世纪的欧洲联盟[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2003.
- [6] 杨逢珉, 张永安. 欧洲联盟经济学[M]. 上海: 华东理工大学出版社, 1999.
- [7] 申 皓. 欧洲中央银行研究[M]. 武汉: 武汉大学出版社, 2001.

(责任编辑 邹惠卿)

On the Single Monetary Policy in the Euro Area

SHEN Hao, CAI Ming-hua

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

Biographies: SHEN Hao (1962-), male, Doctor, Associate professor, Wuhan University Business School, majoring in European economics and international finance; CAI Ming-hua (1977-), male, Graduate, Wuhan University Business School, majoring in world economy.

Abstract: With the launching of the euro in the early 1999, the European Economic and Monetary Union is coming definitively into the third phase. As a super-national monetary institution, the European Central Bank conducts independently the single monetary policy in the euro zone for the primary objective of price stability and all the Member States have given up their own monetary sovereignty. This is not only a qualitative leap in the process of European integration after the Second War, but also has its unprecedented implications for the world economy. Our paper is trying to do some synthetic analyses according to the European monetary development up to now, on the ECB's policy strategy, the operational framework and practice since its establishment. And finally, some remained problems in the euro area will be discussed.

Key words: Euro area; monetary policy; ECB; integration