

评析欧元区统一的货币政策

杨力

(上海外国语大学国际经济贸易管理学院, 上海 200083)

摘要:本文对欧洲中央银行在欧元区实行统一的货币政策进行了评析,通过研究提出了影响统一货币政策实施和效果的潜在矛盾,认为统一货币政策所面临的问题不是技术问题而是利益问题,欧元区成员国对待不对称冲击的政策反应呈现为一种动态博弈过程,并据此提出只有通过加强成员国的利益趋同、经济周期同步、财政政策的协调配合,甚至统一经济政策的实施才能进一步促使统一货币政策的有效运作。

关键词:欧元;不对称冲击;货币政策;财政政策

中图分类号:F821.0 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2002)06-0040-06

现代国际经济的相互依存性决定了当今一国或地区宏观经济政策的溢出效应是不可避免且日益显著。参与区域经济一体化的成员国可能面临更多的来自其它成员国宏观经济政策溢出效应的冲击。区域经济一体化目标的真正实现离不开货币的一体化,而货币的一体化也就意味着成员国必须放弃独立的货币政策。Hansen和Nielsen(1997)提出了著名的金融一体化、固定汇率和货币政策自主权之间的相互矛盾,认为要想同时实现三个目标是不可能的,其结论是欲实现金融市场一体化、汇率稳定,成员国的货币政策自主权就不得不放弃,从而实行统一的货币政策。Padoa-Schioppa(1988)的分析也得出了相同的结论^①。由于实行统一的货币政策,当成员国遇到不对称冲击时进行经济调整的任务则主要通过财政政策来进行,但成员国的财政政策又不能过于独立,必须受共同财政纪律的规则制约,否则就会动摇实行统一货币政策的基础。因此,如何解决统一货币政策的稳定运作及其与相对独立财政政策之间的矛盾就成为经济一体化发展过程中宏观经济政策协调的关键。

从一国主权货币到十二国的区域货币,从记账结算到纸币的全面流通,关于欧元的前景如同三年前一样,充满着不确定性。决定这一不确定性的重要因素之一就是欧元区统一货币政策的运作机制。欧元区使用统一货币政策的机会成本与其收益相比,若前者小于后者,自然前途光明;否则将会前途黯淡。因此,统一货币政策的稳定运作及其与各国相对独立财政政策的配合协调就成为了欧元区经济稳定与发展的关键因素之一。欧元区的货币政策是由欧洲中央银行统一制订,而财政政策则受共同体财政纪律的规则制约,由各成员国分散自主地加以制订。前者是根据欧元区整体经济发展的要求来统一制订,最终目标在于欧元区物价的稳定;而后者是成员国面临不对称冲击时的单独反应,最终目标在于充分发挥财政政策自动稳定器的功效,追求成员国各自经济的稳定与发展。与一家欧洲中央银行并存的是各成员国的政府,这就难免产生矛盾。欧

收稿日期:2002-04-08

基金项目:中国—欧盟高等教育合作交流项目,上海市曙光计划项目(00SG21)。

作者简介:杨力(1967—),男,江苏靖江人,上海外国语大学国际经济贸易管理学院副教授,经济学博士。

元问世三年多来欧元区统一货币政策的平稳运作在一定程度上说明其已取得阶段性的成功,但若看不到其内在的不稳定性及其潜在矛盾,这将会对欧元区的未来发展产生极大的负面效应。

一、统一的货币政策和各国货币自主权的丧失

欧元启动三年多来,欧元区的十二个国家中,爱尔兰等国经济增长率较高,而德国等国则经济增长较慢。前者由于其服务业和新兴产生的迅速扩张,国内面临着高通货膨胀的压力;而后者则由于传统的制造业进入衰退期等原因,国内经济增长乏力。欧洲中央银行统一货币政策虽然面临着两难的局面,但还是于 2001 年 5 月选择了降息,这顺应了国际环境的潮流,满足了德国等欧元区国家的要求,却违背了欧洲经济的实际需要,因为当时欧元区已面临较高的通货膨胀(2.9%,2000 年同期仅为 1.9%)。

1990 年代中期至欧元启动前,德国与其它欧元区成员国的经济走势较为一致,为欧元启动创造了良好的外部环境。欧元启动后,虽然爱尔兰等国出现了高增长和高通胀的局面,但德、法、意等欧元区大国的经济表现较为同步,这在一定程度上掩盖了经济周期的矛盾。不过目前还很难排除欧元区成员国经济周期扩大的可能性,一旦出现经济周期的矛盾,欧元区成员国将会面临不对称的冲击,欧洲中央银行很难拿出一个让各成员国均满意的方案:低增长的国家希望实行扩张性货币政策以刺激经济;而高增长的国家则希望实行紧缩性货币政策以抑制通货膨胀。低增长的国家往往更易受外部的冲击,如美国经济受 9·11 恐怖袭击后,这些低增长国家立即面临衰退的危险,而对于那些高增长国家,外部冲击带来的危害主要在于伴随高增长带来的高通胀。在实践中欧洲中央银行很难用统一的货币政策来进行调节,如果实行扩张性的货币政策,那些高增长国家的高通胀会进一步加剧;反之,如果实行紧缩的货币政策,那些低增长国家的经济会进一步恶化。经济周期的矛盾让欧洲中央银行统一的货币政策无所适从。

当对欧元区成员国某一种产品的需求(例如芬兰的造纸业)突然大幅减少,这将会导致该国失业增加,收入减少,出现贸易逆差;而其它欧元区国家所受的冲击较少,那么芬兰就会面临不对称冲击。尤其当一国的经济结构较为单一,且外贸依存度较高时,这种不对称冲击将更为严重。

如图 1,假设芬兰和其它成员国的经济均处于均衡状态(Y_f, Y_2),芬兰受冲击后, AD_1 减少至 AD'_1 ,经济出现衰退,而其它成员国几乎不受影响,仍处于 Y_f 状态,此时欧洲中央银行不可能为单个成员国去改变统一的货币政策,这样芬兰面临的衰退时间将会延长,当然芬兰可通过其它经济政策来减少这种冲击,如降低工资、物价(相当于货币贬值的功效,但问题是存在着价格刚性)^②,或采取扩张性的财政政策(但受共同财政纪律

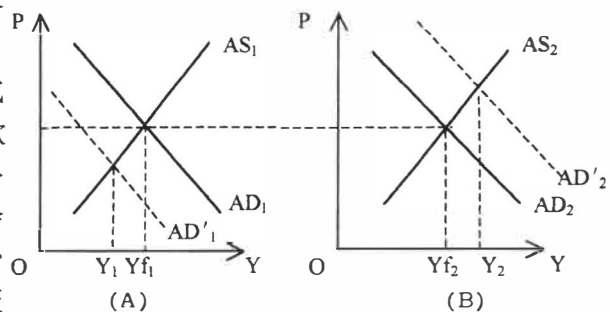


图 1 非对称冲击对成员国经济的影响

的规则制约,成员国的预算赤字至多只能控制在其 GDP 的 3% 以内)等,不过却失去了扩张性货币政策的自主选择。如果图 1 中的(A)、(B)分别代表欧元区一部分低增长的国家 and 另一部分高增长的国家,那么欧洲中央银行将会面临二难的抉择。在欧元区启动三年多的实践中,存在对偏向扩张需求的德国等国家倾斜的趋势,如图 1(A),扩张性货币政策使德国的 AD'_1 可能重新回到 AD_1 ,但此时欧元区的其它成员国,见图 1(B),受扩张性货币政策的影响其 AD_2 可能会增加至 AD'_2 ,最终导致了欧元区通货膨胀压力的增大。如果此时其它成员国所受的经济损失超过了一体化的收益,极端情况下个别成员国的理性行为就是选择退出欧元区。

二、欧洲中央银行统一货币政策机制的内在缺陷

除了上述不对称的冲击外,欧洲中央银行统一货币政策的内在缺陷在实践中也暴露出一系列问题,主要包括:

第一,欧洲中央银行目标和任务的决策是中央集权的,而其执行则是由各成员国中央银行根据辅助性原则分权进行,所谓辅助性原则就是指各成员国中央银行在达到经营水平上的最大可能的分权。这样集权和分权的做法势必带来两方面的矛盾:一方面作为集权性的欧洲中央银行是根据各成员国通货膨胀的加权平均数来制订统一的货币政策,由于西班牙、葡萄牙、爱尔兰等国近年来在欧元区十二国的GDP仅占14%左右,那些未来欲申请加入欧盟的十个东欧国家的GDP只及欧元区的6%,因此,统一的货币政策就很难使这些国家保持适度的通货膨胀率;另一方面,各成员国中央银行分权之间也存在着一定程度上的不对称性,如果欧洲中央银行的决策经常或在关键时刻偏向一部分成员国,这势必会严重影响其它成员国的经济增长和竞争力,这在某种程度上等同于以邻为壑(Beggar-thy-neighbor)的政策效果,而且这种示范效应还会鼓励其它成员国去追求利己主义的政策,最终陷入博弈论中的囚犯困境。为此欧洲中央银行必须进一步完善其权力的制衡机制,尽可能地减少成员国之间的摩擦以促进欧元区经济的稳定与发展。

第二,欧洲中央银行的责任义务不够明确,它至少应包括货币政策的最终目标决策、实施的透明度及其最终责任等三方面的内容。欧洲中央银行货币政策的最终目标是保持物价稳定,在“中期”内确保统一消费物价指数的增长在0%—2%之间,姑且不论统一物价指数能否准确地测算通货膨胀,单就没有确切地定义“中期”的概念就会带来麻烦,如果短期内突破2%的上限或者由于质量改善等因素造成物价的上涨,欧洲中央银行是否要作出相应的反应?如果在零通货膨胀环境下发生负面冲击,欧洲中央银行的货币政策可能要冒相当大的通货紧缩的风险,从而对欧元区的金融稳定产生潜在的破坏影响。货币政策的透明度不足,欧洲中央银行拒绝公布作为货币政策战略重要支柱之一的通货膨胀预测值以及货币政策会议的详细记录和理事会的投票记录,虽然已有定期的讲话、出版社、因特网和定期举行的新闻发布会,但是与美联储的透明度相比,这些还相差甚远。美联储的高度透明和卓越的成绩已使其成为人们心目中中央银行的典范,相比之下欧洲中央银行的处境则较为尴尬,因此今后欧洲中央银行应尽可能地明文将其能公布的信息加以制度化,逐步提高透明度以取得市场的信任。关于货币政策的最终责任,欧洲中央银行只向欧洲议会(而不是成员国的国家议会)负责,而欧洲议会的政治权力相对有限,它不能改变欧洲中央银行的法规,只有通过修改《马约》以及需要欧盟成员国的一致同意才能改变法规,且对任何目标失败缺乏明确的责罚规定,结果导致缺乏对欧洲中央银行最终责任义务的强制约束力。欧洲舆论界已经意识到欧洲中央银行责任义务的薄弱,这一方面要求欧洲中央银行进一步强化其自身的责任和信誉,另一方面应尽快地建立起新的制衡机构(包括经济和政治机构)^③。

第三,欧洲中央银行货币政策战略的“两大支柱”法,在实际运用中往往自相矛盾。欧洲中央银行选择了“两大支柱”组成的货币政策方法,即4.5%的 M_3 增长参考值目标(第一支柱)和基于明确的通货膨胀目标(第二支柱),前者是用预测长期(大约18个月)的通货膨胀,而后者关注的则是短期的通货膨胀,当二个支柱指标出现矛盾时,欧洲中央银行会在综合分析的基础上协调作出最终决策,避免简单、机械地使用一般货币政策规则,从而确保其决策的最大灵活性。三年多来欧洲中央银行运用“两大支柱”法的一些做法受到了市场的质疑,例如,1999年4月,作为第一支柱的 M_3 增长率表明有通货膨胀的风险,但是作为第二支柱的通货膨胀目标却认为有必要降低利率,最终欧洲中央银行选择了降低利率。既然两个支柱的分析结果不同,那么对欧洲中央银行来讲不论采取那一种政策均有据可依,这样欧洲中央银行的决策就显得没有固定的标准,易在投资者中引起混乱,让市场难以相信和理解。再例如,2001年5月欧洲中央银行重新定义了

M_3 , 它在过去定义了三种货币总量的基础上, 即狭义的 M_1 (流通中现金、隔夜存款), 中间的 M_2 (M_1 加上不超过 2 年期的存款、回收通知期不超过 3 个月的存款), 广义的 M_3 (M_2 加上回购协议, 货币市场基金和货币市场有价证券, 不超过 2 年期的债券)^①, 又经过 2 年多的实践, 欧洲中央银行认为实际 M_3 的指标被高估了, 因此, 将非欧元区居民手中的货币市场基金从原 M_3 定义中去掉, 这样调整后的 M_3 就明显低于原设置的货币参考值, M_3 的变动同时引起利率下降, 给市场带来了巨大波动。欧洲中央银行调整 M_3 口径的这种技术性理由无法使市场理解, 受到了各方的质疑, 严重破坏了欧洲中央银行的声誉。

从上述的分析中可以看出, 欧洲中央银行统一货币政策所面临的主要问题并不是技术问题, 例如上文中欧洲中央银行认为最佳的通货膨胀率在“中期”应保持在 0%—2% 之间, “中期”的概念可根据实践需要动态地加以确定, 如果担心出现通货紧缩, 可按理论界的观点将最佳通货膨胀率上调至 2.5%—3.5%; 再例如, 解决上述货币政策战略“两大支柱”法的矛盾, 可考虑采用不同的利率结构等技术性方法加以解决。相反, 欧洲中央银行集权和成员国分权之间的矛盾, 货币政策的透明度不足及其最终责任的“软”约束等方面, 更多反映的则是成员国利益性问题, 如何协调成员国利益之间的矛盾才是决定统一货币政策成功与否的关键因素所在。

三、欧元区统一货币政策与成员国相对独立财政政策之间的矛盾

欧元区实行统一的货币政策, 与过去相比成员国也就丧失了货币政策的自主权, 当遇到不对称冲击时, 各成员国可通过相对独立的财政政策进行反周期的宏观调控。欧洲中央银行统一的货币政策欲实现预期的目标往往离不开各成员国财政政策的配合, 但两者的决策是分离的, 与欧洲中央银行并存在的是各成员国的政府, 这在实践中往往易产生矛盾, 主要表现为以下两个方面: 一方面, 成员国财政政策的溢出效应干扰了统一货币政策的运作; 另一方面, 欧元区成员国反周期财政政策的效应减弱, 以及成员国财政政策之间的矛盾动摇了统一货币政策的基础。

欧元区成员国财政政策欲发挥其反周期宏观调控功效的重要前提之一是避免出现政府债务的累积性增长, 减少财政赤字的负面溢出效应。如图 1(A), 当某成员国面临不对称冲击经济出现衰退时, 该成员国可运用扩张性财政政策, 通过乘数效应来刺激经济的发展, 即将 AD'_1 右移至 AD_1 , 但是, 当税收的增长远低于政府支出的增长时, 扩张性财政政策带来的实际后果就是赤字的增加。根据《马约》的规定, 欧洲中央银行和成员国中央银行不得向政府透支, 不准在一级市场上购买政府债券, 那么成员国只能通过发行国债来弥补财政赤字。如果在一个货币政策和财政政策都独立的国家内, 中央银行就可通过调整其资产结构来进行抵消性的操作, 从而减少财政赤字带来的通货膨胀压力。但是在统一货币政策的条件下, 成员国通过发行国债来弥补赤字时, 将会带来市场利率上升的压力, 而利率的上升又会增加其它成员国债务的负担, 为了避免“滚雪球”效应的出现, 其它成员国将可能被迫实行紧缩性的财政政策^②。这势必会导致其它成员国出现经济衰退和失业增加的现象, 相当于图 1(A) 中的 AD_1 往左移动, 此时这些成员国的理性选择就是实行扩张性的财政政策, 成员国受溢出效应的相互影响总是处在“主动扩张——被动紧缩——主动扩张”循环过程中不同的时点, 最终那些受到较高利率危害的成员国就可能会要求欧洲中央银行实行扩张性的货币政策, 从而可能引发欧元区通货膨胀率的上升。从上述分析中可以看出, 单个成员国过度的财政赤字将会干扰欧洲中央银行统一货币政策的执行。因此, 从欧元区的整体利益出发, 必须限制成员国财政赤字的规模以防这种负面溢出效应的出现。《稳定与增长公约》对成员国的财政赤字作了限制, 即不得超过其国内生产总值的 3%, 如果每超过这一标准的一个百分点, 就要向欧洲中央银行缴纳相当于该国国内生产总值 0.25% 的无息“稳定存款”。如果两年内财政赤字仍不达标, 则将存款变为罚款。这一标准能否或在多大程度上能保证单个成员国的赤字政策不会引发欧元区的通货膨胀还有待实践的检验。但不可否认的是这种共同的

财政纪律约束为欧洲中央银行的独立性和统一货币政策的实施提供了进一步的保证。

由于欧元区成员国的经济开放度较高,并且实行统一的货币政策,某成员国可能面临更多的来自其它成员国的财政政策溢出效应的冲击。成员国之间的相互依存度愈高,一国财政政策的溢出效应就愈大。在封闭经济的条件下,一国扩张性财政政策启动的是“内需”,而在开放经济条件下,除能启动“内需”外,还会启动一部分的“外需”,即扩张性财政政策存在着溢出效应。在欧元区统一货币政策的条件下,成员国财政政策启动“内需”的作用力度将会进一步减少,即其溢出效应进一步放大,与封闭经济条件下相比,欲达到相同规模的经济扩张,需要执行更大规模的财政赤字,财政政策的冲击效应进一步加大,不利于成员国和欧元区经济的稳定与发展;另一方面要达到财政赤字不超过其国内生产总值3%的要求将更加困难。如果成员国长期被高失业率所困扰,要么要求放宽共同财政纪律的规则制约,要么迫使欧洲中央银行实行扩张性的货币政策,最终均会导致欧元区通货膨胀率的上升。此外,成员国相对独立的财政政策协调十分重要,法国总理若斯潘曾抱怨欧盟一些成员国搞“税务问题上的倾销”,利用不正当的税收竞争来吸引国际投资,导致外资大量流入这些国家,这就促使其它成员国以更低的税率来吸引外资,在非合作博弈的情况下,必然使各成员国的税收制度混乱,从而影响经济的稳定,加大了统一货币政策实施的难度。因此,在统一货币政策的条件下,成员国财政政策的独立性从长期来看有无效的趋势,通过目前过渡阶段的高度协调最终走向统一才能减少其对统一货币政策的干扰,通过统一货币政策和统一财政政策的协调配合,最终促进欧元区经济的稳定与发展。

四、结论

从上述的分析中可以看出,影响欧元区统一货币政策的不稳定因素主要包括:一是由于各成员国的经济周期不同,当成员国面临不对称冲击时,欧洲中央银行面临着两难的抉择;二是欧洲中央银行统一货币政策机制的内在缺陷,如欧洲中央银行集权与成员国分权之间的矛盾,货币政策战略“两大支柱”法的矛盾以及欧洲中央银行责任义务的不明确等;三是欧洲中央银行统一货币政策与成员国相对独立财政政策之间的矛盾。从欧洲中央银行3年多的实践来看,上述一系列矛盾的存在是不争的事实,但也没有如理论界所认为的这些矛盾(尤其是统一货币政策与相对独立财政政策的矛盾)是一种不可调和的矛盾,最终会将欧洲推向危险的境地。3年多来统一货币政策的平稳运作主要得益于各成员国的经济周期较为同步,经济发展水平、经济结构已相当接近,以及各成员国财政约束的“同归于尽”机制^①。欧洲中央银行统一货币政策的实施已基本解决各成员国中央银行合作失败或机会主义式的不合作问题,提高了资源配置的效率,但是由于各成员国实行的是相对独立的财政政策,各成员国为了追求各自效用的最大化,制订财政政策时很难顾及其它成员国的利益。从各成员国财政赤字具有约束界限的角度来看,各成员国财政政策的制订是一种“合作博弈”;从成员国追求各自利益和最优财政决策的角度来看,这似乎又是一种“非合作博弈”,不过它是受集体行动的逻辑支配,呈现为一种动态博弈的过程。欧盟经济一体化是一个由低向高的渐进过程,经历了从关税同盟到统一市场再到统一货币的阶段性的发展,从经济一体化理论中溢出作用的内在逻辑来看,各成员国中央银行成功发展起来的合作将刺激其它职能部门进一步合作的要求,近阶段欧盟区各成员国应争取早日在财政政策协调上有进一步的突破,使各自的经济周期更为同步,为统一货币政策有效运作提供更为有利的外部环境;从长期来看,各成员国将从统一货币政策和协调财政政策过渡到追求统一的反周期的经济政策,最终引致全体成员国根本利益上的趋同,建立起真正意义上的经济货币联盟。

注释:

①Jorgen Drud Hansen & Jorgen Ulf-Motter Nielsen, 1997, *Economic Analysis of the EU*, McGraw-Hill Publishing

Company; Padoa-Schioppa, *The European Monetary System: A Long-term View*, 1988, 转引自王鹤(2002)。

- ②除了工资、物价弹性的条件以外,若劳动力、资本等要素能在欧元区自由流动则可进一步减少不对称冲击,即进一步降低成员国放弃独立货币政策的机会成本,有关分析可参见 Cheol S. Eun 和 Bruce G. Resnick(2002),以及姜波克和罗德志(2002)。但是由于存在文化、宗教、语言以及福利制度等多方面的差异,劳动力的自由流动达不到预期的效果,各成员国之间较大差距的失业率在一定程度上也反映了这一点。资本自由流动方面,由于欧元使过去 12 个不同货币的金融资产市场变为一个欧元金融市场,从理论上讲,与分割的市场相比,欧元金融资产市场在规模扩大的同时,可消除区内的汇率风险,降低交易成本,增强金融资产流动性,但在实践中,资本的完全自由流动,远未达到预期的目标,只是欧元区内无抵押货币市场的一体化程度较高,这主要因为欧洲中央银行建立了欧洲即时自动清算系统(简称 TARGET),消除了成员国的结算障碍,其它金融市场如有抵押的货币市场,债券以及股票市场等仍较为分割,主要原因在于各成员国金融监管差异以及各成员国经济和金融发展的不平衡性等。
- ③有关欧洲中央银行责任义务薄弱的详尽分析,可参阅王鹤(2002)。
- ④ECB, *Definitions of Monetary Aggregates for the Euro Area*, *Monthly Bulletin*, January 1999.
- ⑤“滚雪球”效应是指公共债务利率和国内生产总值 GDP 增长率之间的差异,如果前者高于后者,公共债务占 GDP 的比率就会增加。当然,一国实行扩张性的财政政策对其它成员国也会产生溢出效应,促使其它成员国 GDP 的增加。
- ⑥冷战期间,核大国之间维持和平依赖于一种“同归于尽”机制,谁敢先越雷池一步,必遭到对方毁灭性的报复,最终的代价就是同归于尽。《稳定与增长公约》中对成员国的财政赤字超标也设计了类似的机制,即每超过规定标准一个百分点,最高罚款可达其 GDP 的 0.5%,将对违规成员国的国际地位产生严重不利影响,因此,任何成员国均不会以自己的信誉为代价率先打破财政约束。但是,2002 年 1 月 30 日欧元区正式流通一个月之际,欧盟对德国和葡萄牙发出了第一份警告,认为他们如果继续当前的财政政策将很有可能打破规定的财政赤字约束的界限,这是一个不良信号,这种“同归于尽”的机制面临极大的挑战,一旦启动,后果不堪设想。

参考文献:

- [1]王鹤. 欧洲经济货币联盟[M]. 北京:社会科学文献出版社,2002.
- [2]姜波克,罗德志. 最优货币区理论综述兼述欧元、亚元问题[J]. 世界经济文汇,2002,(1).
- [3]中国社会科学院欧洲研究所. 2000—2001 年欧洲发展报告[M]. 北京:社会科学文献出版社,2001.
- [4]Cheol S. Eun & Bruce G. Resnick, 2000, *International Financial Management*[M]. McGraw-Hill Companies, Inc.
- [5]ECB, *Annual Report*[R]. *Monthly Bulletin*, 1999—2001.
- [6]Paul De Grauwe, 2000, *Economics of Monetary Union*[(4th)M]. Oxford University Press.

A Study on the Monetary Policy of European Central Bank

YANG Li

(College of International Business Administration, Shanghai International Studies University, Shanghai 200083, China)

Abstract: The current study first analyzes the unified monetary policy carried out by European Central Bank(ECB)in the Euro zone. By pointing out the potential dilemmas of affecting the implementation of unified monetary policy and its effects, the paper holds that the problems confronted by the unified monetary policy is more a interest problem than a technical one. The policy reaction of the member states of the Euro zone to asymmetric shocks is shown as the process of a dynamic game. Upon that, the paper puts forward that the effective operation of the unified monetary policy can only be spurred further by strengthening the same interests of member states, the same pace of economic cycle, harmonious coordination of fiscal policy and even the implementation of unified economic policy

Key words: Euro; asymmetric shocks; monetary policy; fiscal policy.