

# 欧洲中央银行非常规货币政策的退出策略

刘元春 栗亮

由于欧洲经济的特殊性，欧洲危机先后经历了金融危机、债务危机和银行危机三个阶段。欧元区的非常规政策调整时机也表现出与其他发达经济体不同的特点。非常规货币政策的退出从来不只是欧洲中央银行的责任，在非常规货币政策完全退出之前，各国政府应该通过财政巩固措施限制其债务比例，加强合作协调，为欧洲中央银行非常规货币政策的完全退出做好充分的准备工作。同时，为了应对外溢效应的负面影响，欧洲中央银行也应该积极参与国际的政策合作。

关键词：退出策略 非常规货币政策 财政巩固 主权债务危机

自2007年以来，与其他发达经济体经济危机的表现略显不同，欧元区国家先后经历了金融危机、债务危机、银行危机三个阶段。与美联储持续宽松的货币政策相比，欧洲中央银行的非常规货币政策经历了宽松—紧缩—宽松的循环调整。自2013年11月以来，欧洲中央银行（ECB）提出实施负存款利率的可能性建议，同时在2014年6月欧洲央行决定将其主要再融资利率从0.25%降至0.1%，将其存款利率降低至-0.1%，隔夜贷款利率从0.75%削减35个基点至0.40%，由此成为史上首家实施负利率的央行，这都释放出欧央行“持续宽松”的政策信号，也意味着到目前为止，ECB的宽松货币政策的实施不仅是为了应对金融危机的影响，也包括了对后续债务危机和银行危机的诸多考虑。从国际上来看，英国的就业、经济增长情况明显好于欧元区，而自从美联储在2014年1月开始缩减资产购买规模，到2014年5月为止，美联储每月购债规模已经缩减至450亿美元。

因此，无论是从欧元区内部还是从国际视角来看，ECB 非常规货币政策的退出都将面临着重大挑战。通过分析，我们意识到欧元区非常规货币政策的退出必须以成员国政府财政状况的好转和债务危机的消除为前提条件，不能“就退出论退出”。不从债务危机和银行危机的本质着手，“轻言”退出策略将必然不可信。本文通过对金融危机以来 ECB 的政策应对及其调整时机的考察，认为非常规货币政策的退出从来不只是 ECB 的任务，各成员国政府间应该加强协调与合作，与此同时，也应该注重与国际上的政策协调。

## 危机以来 ECB 的货币政策操作

### （一）利率政策的调整

在对 ECB 非常规货币政策进行回顾之前，为了对 ECB 的货币政策操作框架有一个较为完整的认识，本文首先对其常规的利率政策进行简要概括。

在 ECB 的公开市场操作中，主要再融资操作（MRO）是 ECB 系统最重要的货币政策操作。在正常时期，ECB 通过 MRO 向欧元区金融部门提供其所需的大部分流动性，MRO 利率因此成为表达 ECB 货币政策态度的主要工具。同时，保证金贷款便利（marginal lending facility）利率决定着欧元区隔夜拆借市场利率的上限，银行系统在 ECB 的存款利率决定了隔夜市场利率的下限。以上三种利率构成了 ECB 的主要利率。2007 年 8 月至 2014 年 5 月，ECB 先后共 17 次调整了主要利率，其中向上调整 4 次，分别发生于 2008 年 7 月 9 日、2008 年 10 月 9 日<sup>[1]</sup>、2011 年 4 月 13 日、2011 年 7 月 13 日，加息幅度分别为 50、50、25、25 个基点，ECB 因此成为经济危机后发达经济体中最先加息的央行。自 2013 年 11 月 13 日以来，欧元区银行系统存款利率、贷款便利利率、MRO 利率分别维持在 0、0.75%、0.25% 的水平。在这一利率维持了 6 个月的时间之后，2014 年 6 月，欧洲央行决定将其主要再融资利率从 0.25% 降至 0.1%，将其存款利率降低至 -0.1%，隔夜贷款利率从 0.75% 削减 35 个基点至 0.40%。由于 ECB 在过去几年内已经多次对主要利率进行向上调整，与美联储的利率政策相比，欧元区的利率政策常态化水平较高，主要利率的上升也并不会对市场造成严重的信号影响。严格来说，ECB 的加息行为并不构成退出策略的一部分，只能看作是利率的又一次调整。

---

[1] 2008 年 10 月 9 日，欧央行宣布存款利率向上调整 50 个基点，保证金贷款利率向下调整 50 个基点，MRO 利率保持不变。

## （二）对非常规货币政策的回顾

### 1. 流动性供给计划的调整

在2009年，ECB首先宣布实施“加强流动性支持计划”（Enhanced credit support）。在之后的一年时间内，ECB先后对再融资操作的成熟期延展至6个月、12个月。<sup>[1]</sup>此外，ECB陆续与美联储、瑞士银行、日本银行、英格兰银行签署了货币互换协议。由于以上措施初显成效，在2009年12月，欧洲管理委员会宣布终止一部分非常规措施。但是到了2010年5月，由于希腊债务危机的影响，ECB不得不重新启动已经终止的非常规操作。到2011年4月，通胀有所回升，货币市场压力得到缓解，欧洲管理委员会计划再一次进行退出操作，导致2011年全年ECB的信贷总额处在较低的水平（见图1），但是这一构想仍然只维持了不到半年的时间。由于国债收益率仍然处于上升区间，在2011年9月，管理委员会宣布启动三项美元流动性支持计划，于2011年末到期。10月，欧洲管理委员会继续宣布两项长期再融资计划（LTRO），一项始于10月，成熟期为12个月；另一项始于2011年12月，成熟期为13个月。2011年12月，管理委员会宣布又一轮的“加强流动性支持计划”，决定实施两项三年期LTRO（第一项始于2011年12月，预计提供融资总额4892亿欧元；第二项始于2012年2月，预计提供融资总额5295亿欧元），共向市场提供流动性支持达约10000亿欧元。

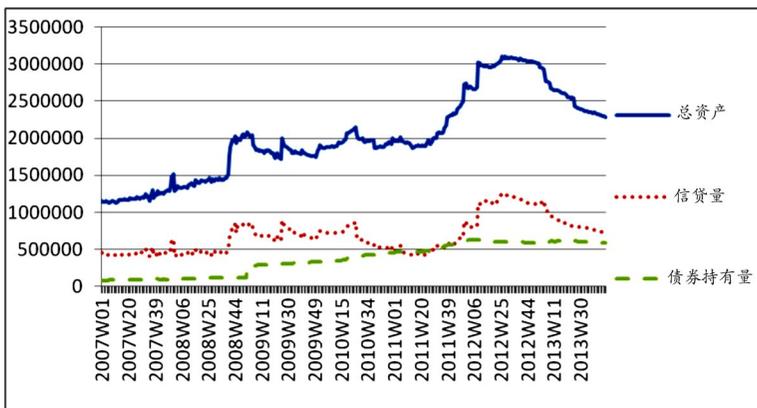


图1 ECB总资产，欧元区信贷机构信贷总量、债券持有量（单位：百万欧元）

[1] 可参见ECB <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>。

ECB流动性支持计划的退出大致可分为三次：2009年末；2011年春；2013年初。第一次退出时机的选择主要以货币市场的状况为参考基准，是ECB主导的退出；而另外两次退出时机的选择是以国债市场状况为参考基准的，退出模式是市场参与者的自发行为，也就是“自动退出”。尽管目前通过三年期LTRO融资的数额在不断降低，但是ECB仍然通过常规的MRO和LTRO对流动性进行适当补充。所以，ECB目前流动性支持计划的退出仍然属于“部分退出”。事实上，在整个危机期间，欧央行的总资产规模仅仅扩大了一倍，通过流动性支持计划提供的信贷总额大概只占ECB总资产比例的1/3（图1）。

## 2. 债券购买计划的调整

ECB对债券的购买主要包括三种形式：资产担保债券购买计划（CBPP）、证券市场计划（SMP）和直接货币交易（OMT）。欧元区管理委员会宣布于2009年5月份开始实施为期1年的CBPP计划，到2010年6月，将购买价值200亿欧元的抵押债券。第二轮CBPP在2011年11月启动，到2012年10月，ECB将通过CBPP购买价值400亿欧元的抵押债券。到目前为止，欧央行共持有资产抵押债券约600亿欧元。债务危机后，ECB开始实施SMP和OMT来改善国债市场状况。通过SMP，ECB在二级市场上对主权债券进行购买，同时规定SMP所导致的流动性的增加将通过微调操作完全冲销，不会向银行体系提供流动性，因此不会影响总的流动性水平和市场利率。SMP操作分为两个阶段：一是2010年5月至2011年2月，二是2011年8月至2012年2月。到2013年10月，通过SMP的总债券购买量接近2000亿欧元。在2012年8月，管理委员会宣布终止SMP操作，并继续实施OMT计划。从图1中可以看到，自2012年3月至2013年11月，ECB的债券持有量一直保持较平稳水平。到2013年11月，ECB持有的债券总额达到6000亿欧元，约占总资产比例的1/4。2014年6月，欧洲中央银行行长德拉吉宣布将停止对SMP的冲销，可以预期未来ECB稳定的债券持有水平将被打破。

### （三）ECB利率政策和非常规货币政策调整时间表

自金融危机以来，ECB利率政策和非常规货币政策的调整进程可归结为表1，上两行表示货币政策紧缩的时间和措施，与之相对应，下两行分别表示货币政策宽松的措施和时间。ECB货币政策的调整主要是沿着表中虚线路径进行变动，体现了ECB在危机期间货币政策调整的灵活性和特殊性。

表1 ECB在危机期间的货币政策调整时间表

2008年7月	2008年10月	2009年末	2011年2月	2011年4月	2011年7月	2012年3-8月	2013年初至今
加息	加息	部分流动性支持计划终止	SMP终止	加息；流动性支持计划规模下降；SMP终止	加息；SMP终止	SMP终止	流动性支持计划规模下降
	8次降息；加强的流动性支持计划	SMP；CBPP	—	—	LTRO；两次降息；CBPP	OMT；1次降息	两次降息
—	2008年10月至2009年末	2010年5月	2011年3月	2011年5月-6月	2011年9月-2012年2月	2012年7月-2012年末	2013年5月-11月

### ECB非常规货币政策的退出工具、顺序和速度

早在2009年，ECB就对相应退出原则做出了规定。2009年12月3日，欧洲中央银行管理委员会宣布启动非常规政策的退出计划。在这一背景下，以特里谢（Jean-Claude-Trichet）为代表的ECB官员提出了以下四项退出原则：第一，与货币政策首要目标的联系。ECB严格按照维持欧元区中长期价格稳定的目标进行政策操作，任何对价格稳定构成威胁的非常规措施都将立刻毫不犹豫地终止。第二，ECB非常规政策的设计。事实上，ECB的非常规措施的设计已经考虑到了退出政策，这反映在两方面：一是自动退出。自动退出的程度已经通过非常规措施的设计被并入到退出过程中。在不进行新的政策操作的情况下，许多措施将会逐步停止。二是干预规模和范围的控制。ECB一直避免实施在范围和数量上很难退出的直接操作。第三，执行能力。这意味着对于退出策略而言，ECB是否能够有技巧地、高效地执行这些决策，同样包括两方面内容：一是操作框架和技术能力。在目前框架下，ECB能够通过微调操作进行流动性的调整。在技术方面，ECB的操作框架能够很好地匹配非常规措施的退出，不需要建立新的规则和程序。二是机构制度和独立性。在条件合理的情况下，管理委员会将不受其他约束实施政策决策，这赋予了ECB较强的机构独立性。第四，ECB的行动能力和信誉。过去十几年时间内，ECB行动及时的良好声誉有助于在经济危机中稳定欧元区的物价水平，避免了通货膨胀和通货紧缩的风险。<sup>[1]</sup>

以上四项原则构成了ECB危机后退出策略的初步框架。但是自从2010年5月

[1] 可参见2009年欧洲管理委员会年度会议记录。

开始，随着希腊、冰岛、葡萄牙、西班牙、意大利等国主权债务风险的上升，欧元区国债二级市场已经面临崩溃，买方合约基本退出市场，这导致2009年末制定的退出计划仅实施了不到半年。尽管如此，从危机之后欧央行的行为，可以判断这四项原则没有大的变动。同时，以上原则性的指导并不足以规定ECB退出策略的具体细节，需要对退出政策的工具、顺序和速度等进行逐一考虑。

### （一）退出工具

自2007年至今，除了传统的利率工具之外，ECB的非常规货币政策还包括流动性供给计划和债券购买计划。非常规的流动性供给计划主要是在公开市场操作基础上的扩展，体现在操作期限、金额和合格抵押品范围等方面。债券购买包括对在二级市场上通过证券市场计划和直接货币交易计划对国家主权债券的购买，以及通过资产担保债券购买计划对资产抵押债券的购买。

与大量私人非流动性资产购买的非常规货币政策不同，ECB的流动性支持操作的主要目的在于为银行体系提供资金支持，从而保证货币政策能够正常传导，即在非常规操作中仍然包含着明显的常规性。所以，对于退出策略而言，由于非常规货币政策在设计方式上存在天然的退出便利，最合适的退出策略应该是自动退出。<sup>[1]</sup>在实际操作中，央行提供的融资价格通常需要在政策利率的基础上加上风险溢价，并且抵押品的规定抵押率通常较高，一旦金融市场恢复正常，银行都会选择成本较低的同业拆借融资方式。结果，央行资产负债表将随着其提供融资规模的下降而降低。因此，ECB目前的流动性支持操作决定着其“内生”的退出方式<sup>[2]</sup>，也就是随着金融市场融资压力的减弱，银行将自动降低对ECB的信贷需求。同时，ECB的债券购买数量相对有限，成熟期多为1~3年，ECB可以选择持有这些债券至到期日，对于ECB来说，退出政策不会遭遇技术上的阻滞，在一定的时间内，ECB能够主动回收流动性。<sup>[3]</sup>安斯格·贝尔克认为由于ECB对公司债券的购买对货币政策实施几乎不产生作用，因此没有必要在确定时间内处理这些债券。<sup>[4]</sup>在2013年7月，欧央行管理委员会官员表示将把ECB沟通能力的提高也看

[1] Jean-Claude Trichet, “The ECB’s Exit Strategy”, Speech at the ECB Watchers Conference, Frankfurt, 4 September 2009.

[2] Lorenzo Bini Smaghi, “Conventional and Unconventional Monetary Policy”, Speech at the Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 28 April 2009.

[3] Minegishi Makoto and Boris Cournede, “Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies”, OECD Economics Department Working Paper, NO.753, 2010.

[4] Belke Ansgar, “Global Liquidity and Monetary Exit Strategies—options for the Euro Area”, Requested by the European Parliament’s Committee on Economic and Monetary Affairs, 2009.

作是非常规货币政策退出的一个必要手段。<sup>[1]</sup>除此之外，ECB也可以通过发行债务凭证、定期存款凭证和央票，吸收过剩流动性。结合危机以来欧央行的非常规货币政策实践和紧缩操作时间，有理由相信欧央行能够利用现有的工具有效吸收市场流动性，保证平滑地退出。<sup>[2]</sup>

## （二）退出速度

由于大规模流动性的回收将引起负向的货币政策冲击，如果流动性降低的速度过快，很可能会阻滞经济的复苏进程，为投资方带来严重损失。但是，广泛采取的低利率政策和流动性支持计划也意味着投资风险的加剧，将为价格稳定带来威胁，为未来金融市场的失衡埋下隐患。因此，货币政策的退出速度应该权衡以上两方面的影响。

非常规政策的退出速度在很大程度上依赖于非常规宽松政策的可逆程度和央行已购买资产的成熟期。ECB进行的各类流动性支持计划以及债券购买计划之间实施日期和到期日的差异意味着ECB的紧缩政策也将采取渐进的步骤，这将有助于避免在复苏进程中任何突然性的信贷紧缩。<sup>[3]</sup>由于相对于常规的利率政策而言，流动性的回收对于货币和金融市场的影响更加不确定，安斯格·贝尔克按照退出政策的时机和速度将退出模式具体分为以下四种：较早渐进地退出，较早快速地退出，较迟渐进地退出，较迟快速地退出，并认为无论退出时机如何，ECB更适宜采取渐进退出模式，如可以通过小额流动性的回收来测试经济复苏的稳健程度，增加市场对“不那么宽松”的货币政策的适应能力。<sup>[4]</sup>诺沃特尼也建议退出策略应该按照灵活、稳定、渐进的实施方式进行。<sup>[5]</sup>

## （三）退出顺序

加息和非常规货币政策操作的终止构成了ECB的主要退出目标，二者先后顺序的确定是退出策略的一个重要方面。

关于利率上升和流动性回收的顺序，存在不同观点。一种观点认为二者的顺序应该是状态依存的，当货币市场扭曲的消失早于价格出现上行风险时，非常规操作应该在政策利率提高之前进行回收；当货币市场和银行信贷情况未得到改

[1] <http://www.vcpot.com/articles/11608/20130720/communication-key-exit-strategy-ecb-s-visco.htm>.

[2] *Exit Strategy*, Geneva Reports on the World Economy 15, September, 2013.

[3] Jose Manuel Gonzalez-Paramo, "The Conduct of Monetary Policy—lessons from the Crisis and Challenges for the Coming Years", Speech at the SEACEN-CEMLE Conference, Kuala Lumpur, 2011.

[4] Belke Ansgar, "Global Liquidity and Monetary Exit Strategies—options for the Euro Area", Requested by the European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs, 2009.

[5] Ewald Nowotny, "Must Set Stage For Measured Crisis Policy Exit", *Financial Market News*, September, 2013.

善，同时通胀预期失控时，加息应该先行一步，同时保持ECB资产负债表的结构和规模不变。<sup>[1]</sup>另一种观点则认为二者的顺序是固定的。如斯马吉认为长期再融资计划或者合格抵押品的扩展计划应该在主要名义利率增加之前回收。<sup>[2]</sup>支持相同观点的还有沃尔特·W·尤班克斯，认为由于非常规的货币政策是只有在常规政策达到极限时才采用的，依照自然顺序，在提高利率之前，非常规政策应该完全退出。<sup>[3]</sup>但他也分析到，由于资产负债表规模的降低会花费时间，在第一次利率上升之前，资产负债表规模不必恢复到危机前的水平，因此不排除这一自然顺序可能会被打破的情况。

目前ECB宽松的非常规货币政策持续进行的主要原因在于欧元区国家在经济危机后遭遇的债务危机和银行危机，尽管ECB的退出策略表面上只表现为利率政策和非常规货币政策的退出，但是在此之前不得不考虑微观金融部门的改革和公共财政的可持续性。欧洲管理委员会在2011年3月明确提出要注重欧元区各国政府的责任，如规定成员国政府需达到财政目标，并宣布了政府关注措施以及个别国家的财政和结构改革。国际货币基金组织（IMF）指出，在解决金融部门的遗留问题之前，退出非常规的货币政策是不太明智的。在回收金融市场的流动性之前，政府应该首先退出银行债务担保计划。由于政府承担信用风险，银行债务担保对于公共财政来说，代价非常昂贵。一旦金融稳定性有所恢复，最先退出的政策应该是那些对金融市场有扭曲影响或者产生财政负担的政策。<sup>[4]</sup>乔治·皮诺认为随着货币市场的持续改善，对于银行借款的全额保障（blanket borrowing）应该作为逐步退出的第一步。<sup>[5]</sup>让·皮萨尼-费里、雅克布·范·维萨克认为欧元区的退出策略主要包括三部分：金融部门的重组、财政的巩固、货币政策的紧缩；只有金融部门的改革完成，欧央行和成员国政府才可以不必过分担忧在货币和财政政策退出之后又一轮的银行倒闭的可能。因此，金融部门的资本重组和重构构成财政和货币政策退出的先决条件。<sup>[6]</sup>

[1] Georges Pineau, "Exit Strategies: European Central Bank", Speech in IMF Conference, 2009.

[2] Lorenzo Bini Smaghi, "Conventional and Unconventional Monetary Policy", Speech at the Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 28 April 2009.

[3] Walter W. Eubanks, "The European Union's Response to the 2007-2009 Financial Crisis", CRS Report for congress, 2010.

[4] IMF: 《世界经济展望》，2009年，[http://www.mof.gov.cn/preview/ytcj/pdlb/dbjgzz/201202/t20120208\\_626678.html?randid=0.406531505600197](http://www.mof.gov.cn/preview/ytcj/pdlb/dbjgzz/201202/t20120208_626678.html?randid=0.406531505600197)。

[5] 同[1]。

[6] Jean Pisani-Ferry and Jakob von Weizsacker, "Exit Strategies: How Soon? How Fast? How to Coordinate?", Brussel Forum Paper Series, 2010.

通过以上分析，可发现尽管利率政策的调整或非常规货币政策的退出的主要决策机构是ECB，但是在经济危机和随后的债务危机中，ECB进行政策调整的时机却严重依赖于欧元区各国政府的经济运行状况和财政状况。因此，对于欧元区货币政策的退出，应该从ECB和成员国政府的角度分别考虑，并综合分析二者在退出策略中的行为模式。

## 欧元区非常规货币政策退出路径的预测

随着2014年6月ECB宣布进一步降息以及开始购买资产抵押证券（ABS），欧元区非常规货币政策的退出又将再一次笼罩着不确定的“阴云”。但是，根据美国和英国的经验，非常规货币政策的退出是必然的，只是欧元区的情况使得这一退出显得更加艰难。目前ECB采取宽松政策的目的不再仅仅是为了应对经济危机，其更加重视的是债务危机以及随之而来的银行危机的影响。因此，欧洲宽松货币政策的退出必须以债务危机的消除为前提条件。在完全退出非常规货币政策之前，应该首先对成员国的财政状况进行约束。如果只考虑货币政策的退出，而忽视公共财政面临的困境，很可能导致欧元区货币政策的“退一进N”，破坏货币政策的连续性和可信程度。对于欧元区货币政策退出的考察不能局限于ECB的行为，更应该注重成员国政府在货币政策退出过程中发挥的作用。从成员国政府角度来说，在货币政策完全退出之前，应该通过财政巩固措施改善其债务状况，撤回对银行部门的资金支持，对“问题银行”进行改革。

经济危机后，一方面，由于经济周期的影响，财政收入会自动降低，另一方面，根据财政政策“自动稳定器”的作用，欧盟成员国政府纷纷推出一系列的财政刺激计划，财政支出会有所增加。2009年，常规的财政刺激支出达到欧盟GDP的5%~6%，对于金融系统的财政支持（包括政府担保、资产救助计划）达到GDP的30%，政府债务率急剧增加。自2010年5月起，以“欧猪五国”为代表的主权债务危机在欧洲地区不断蔓延，长期国债风险飙升，为各国政府带来了沉重的债务负担，少数主权国家面临着“破产”的威胁。从2007年至2012年短短五年时间内，该五国债务占GDP的比重平均上升一倍，财政稳健性急剧恶化。由于欧元区“单一市场”要求的高度金融一体化，个别国家国债市场的崩溃将对整个欧元区的金融稳定产生影响。高度的金融一体化表现为欧元区某一国家的政府债务由欧元区其他国家或机构持有，对于这一国家债务可持续性的担忧将对欧

欧元区其他银行的偿付能力造成打击。如该五国国债价值下降，那么欧元区其他持有这五国国债的机构就会遭受巨大损失，个别国家的债务危机将很快蔓延到整个欧元区。同时，债务危机期间成员国在债务率和长期利率方面存在的明显差异违背了欧元区的“收敛性”标准，这将动摇欧元存在的前提条件。所以，要完全退出货币政策，欧元区要做的不仅仅是ECB利率政策和非常规货币政策的退出，更加重要的是从本质上解决债务危机发生的根源，这一过程既包括财政刺激政策的退出，也包括保持财政可持续性的制度改革。在退出策略中欧盟成员国政府和ECB的作为可以总结为表2，将其影响分别划分为银行部门和宏观经济两个维度的内容。

表2 退出策略中的机构作为

	成员国政府	ECB
宏观经济	财政巩固	量化宽松的逆转
银行部门	政府担保的退出;资本重组和结构改革	流动性支持的退出;宏观审慎监管

成员国对银行体系支持计划的撤回以及银行资本重组和结构改革应该作为退出策略的第一步。吸取1990年代日本的教训，如果银行体系不能完全恢复，整体经济也将面临潜在的风险。在经济危机初期，由于欧元区银行在吸引融资方面变得越来越困难，导致银行部门不断投资本国国债，作为获得ECB融资的抵押品。随着债务危机的到来，国债价值的大幅度降低令银行资产严重贬值，政府不得不直接对银行部门进行注资，以支持银行变弱的资产负债表。尽管这一举措缓解了银行的融资压力，但是对于自身存在偿付问题的银行来说，流动性支持计划推迟了结构重组，金融系统中仍然存在着大量的“僵尸银行”。金融机构对主权债务的持有量越多，这一不利影响就会越大。要巩固财政状况，成员国政府应该首先终止对银行部门的直接救助行为，允许大型银行破产，打破“大而不倒”的信条。具体来说，首先，各成员国要明确政府担保的到期期限；其次，各成员国政府对银行支持退出时间表的制定要互相协调与配合；最后，只要银行资本重组成本小于银行救助成本与政府持有银行债的收益之差，这一重组就是有利的。

从长期来看，要确保欧元区各国政府的财政持续性，避免债务危机“重蹈覆辙”，应该对整体的财政制度进行改革，从根本上消除债务危机的威胁。与货币政策相比，财政政策具有成本高、灵活性差的特点。成功的财政巩固措施有助于

降低通胀压力，能够保证 ECB 在平稳通胀的背景下，较长时期维持较宽松的货币政策态度。因此，政府预算的巩固应该被看作是货币政策紧缩的主要准备工作。在 2010 至 2013 年间，已经有一些国家先后宣布了财政调整计划，如希腊承诺将在 2014 年将财政赤字占 GDP 比重由 2009 年的 13.6% 降到 3%，爱尔兰承诺将这一比例由 12.2% 降到 2015 年的 3%，尽管葡萄牙承诺到 2013 年将财政赤字比例降到 3%，但是其实际只降低到 4.9%。基于欧盟的规定，葡萄牙作为财政受援国在 2014 年底需要继续降低其赤字率至 4% 左右。西班牙和意大利也宣布采取措施对公共债务状况进行遏制。但是这一财政巩固措施存在明显不足：根据 IMF 的中期报告显示，到 2014 年 4 月份，欧元区总债务占 GDP 的比例仍高达 95%，严重高于马斯特里赫特条约规定的 60% 的警戒线。若按照当前的财政政策，欧洲管理委员会关于未来债务比例的预期，到 2020 年欧元区债务占 GDP 的比例将达到 88%，若有计划地实施财政巩固措施，到 2020 年这一比例将下降到 75%。以 2009 年末债务危机前夕债务与 GDP 之比（约 85%）作为参照标准，欧元区将在 2016 年中期恢复到这一债务水平。对于“欧猪五国”这样的高赤字国家来说，达到稳健财政的目标仍然任重而道远。

依据欧洲管理委员会的预测，如果在 2016 年中期欧元区总债务与 GDP 之比会恢复到债务危机前的水平，那么也就意味着欧元区政府对银行直接救助的退出以及一系列有利于财政巩固的措施，如劳动力市场的改革、养老金制度改革以及金融部门的重组等将取得初步进展，也将宣告此轮欧洲债务危机开始退出历史舞台。在此之后，ECB 方可考虑非常规货币政策的退出。根据 2007 年至今 ECB 对银行流动性支持计划的调整，可以发现，在货币市场正常运行的情况下，只要 ECB 不进行新的再融资计划，银行体系的流动性需求将自动降低，大部分的流动性资金支持将自动退出。关于欧央行对债券的购买，本文认为在 2016 年之前，随着财政巩固计划的逐步深化，如果欧洲国债市场出现明显改善，国债风险持续降低，那么 ECB 通过 OMT 进行的国债购买规模将逐步减小。在债务危机出现消退趋势的情况下，国债的出售行为至少应该在 2017 年之后。从 2007 年以来欧元区利率的表现来看，本文认为 ECB 对利率的调整是相对独立的，利率调整的时机选择主要以物价指数的变化为根据，加息行为与非常规货币政策退出之间的顺序是不确定的。

## 欧元区退出策略面临的挑战及对货币政策长期框架的思考

欧元区退出策略面临的挑战和货币政策的长期框架，决定了各成员国政府和ECB未来的政策导向。

### （一）ECB非常规货币政策退出策略面临的挑战

尽管相对于美联储来说，ECB的资产购买量相对有限，资产负债表规模扩张程度也较弱，但是由于欧元区包含了17个经济发展程度差别巨大的国家，在政策制定方面，ECB就不得不考虑成员国之间的差异和协调。同时，与其他发达经济体相比，欧元区的复苏相对缓慢，这些因素无疑为欧元区的政策退出增添了新的困难。

第一，对于欧元区国家来说，要完全消除债务危机，一个必要的条件是财政巩固。在这一过程中，必然需要各国政府降低财政赤字：从财政收入来看，包括增加税负，在财政支出方面，政府不得不削减财政刺激政策。由于乘数的作用，财政政策的紧缩将为经济增长带来负面影响。因此，欧元区经济不仅面临着宽松货币政策和通货膨胀选择的两难困境，也面临着财政巩固和承受低经济增长率的两难困境。同时，在财政巩固过程中，短期内选民福利水平的下降也将为财政制度改革带来政治压力。

第二，与单一国家不同，欧元区在政策选择上必将面临更加复杂的局面。由于各个国家经济特征不同，公共财政情况更是差别巨大，对于一些国家来说，要重新达到欧元区的“收敛原则”难度很大。此外，由于单一市场要求的高度一体化程度，一国的货币、金融市场的波动很容易影响到欧元区其他国家，各个国家在政策制定、改革方面不得不互相协调，否则政策外溢效应可能会导致完全相悖的效果。此外，尽管ECB能够统一制定货币政策，但是各国对货币政策的判断也会体现出矛盾。如在2013年6月，德国立宪法院对于ECB的OMT提出了严重质疑。所以欧元区货币政策的有效退出绝不是欧央行的单独任务，而是需要各成员国政府之间的相互理解和密切配合。

第三，2013年12月，美联储宣布从2014年1月开始，将缩减每月资产购买规模至750亿美元，由此成为全球公开退出量化宽松货币政策的第一个发达经济体。而此时由于欧洲经济情况的复杂性与多样性，ECB的货币政策仍处于危机应对的阶段，那么美元升值或欧元贬值将不可避免。考虑到保持全球经济的稳定，

欧元区不仅需要注意美国退出政策带来的“被动”外溢效应，也需要注意欧元区的政策变化对其他新兴国家的“主动”外溢效应。2013年9月的日内瓦报告和2013年10月发布的国际货币基金组织《世界经济展望》纷纷将国际政策协调作为一个十分重要的议题。作为全球经济的一个重要主导力量，欧元区需要加强国际间的协调和合作，以应对汇率的“过度反应”或“以邻为壑”的政策行为。因此，ECB成功的退出不仅仅是货币政策、财政政策和监管机构的协调，更重要的是国际的协调。

## （二）对欧元区货币政策长期框架的思考

在2007年危机以前，ECB的货币政策框架可以概括为以下三个特征：单一目标（价格稳定）、两极分析（货币分析和经济分析）、分离原则（货币政策和流动性管理政策相分离）。但是，自从经济危机以来，ECB的行为显示了其货币政策操作理念的一些调整。随着未来宽松货币政策的退出，欧元区货币政策将逐渐恢复到常规框架。

第一，自欧元问世以来，ECB就一直把中期价格稳定作为欧元区货币政策的唯一目标。直到金融危机前夕，ECB在稳定物价方面取得了良好的成绩。但是经济危机以来，尽管传统的利率政策仍然“紧盯物价”，但ECB的非常规货币政策似乎对这一目标的关注有所降低，金融稳定性成为这一阶段货币政策目标的重点。尽管如此，随着欧元区经济的逐步恢复，非常规货币政策也将逐渐退出，ECB货币政策仍将恢复到价格稳定单一目标。但是这并不意味着ECB将完全抛弃金融稳定性的考虑。由于货币政策很难做到“一石二鸟”，ECB不得不通过其他措施对金融稳定性进行监管，如宏观审慎政策。

第二，在金融危机期间，欧央行提供了充足的流动性，但是欧洲的货币总量（以 $M_3$ 为例）并没有出现明显的增加。在正常情况下，央行信贷和货币总量是相互联系的：央行为银行体系提供资金支持，循环创造银行贷款，进而通过货币乘数的作用增加货币总量。因此，一般来讲，增加的央行流动性的供给能够自动导致广义货币存量的增加。但是在经济危机期间，这种联系已经被明显削弱。相对于发放贷款，银行更倾向于以准备金方式持有从央行获得的信贷支持，这减弱了央行流动性供给和广义货币之间的自动联系。在非常规货币政策完全退出之后，随着经济形势的好转和市场预期的改善，传统的广义货币存量和银行体系的流动性之间的联系将会被重新建立起来。ECB应该重新对银行体系内的流动性进行监控，避免由超额货币存量引致的通胀风险。

第三，2008年之前，欧元区的核心原则是分离原则（separation principal），即货币政策和流动性管理政策的分离：货币政策用来保证价格稳定性目标，流动性管理政策用来维持货币市场稳定性目标，二者之间独立运行，几乎不发生相互作用。危机后，货币政策更多地被用来维持货币市场的正常运行，货币政策和流动性管理政策的独立性被破坏，二者联系更加紧密。由于通过货币政策进行的流动性注入并不能成为永久性的措施，为了在长期内保持价格稳定，非常规流动性供给不得不被收回，未来ECB将恢复其分离原则。

## 结论与启示

通过以上的分析，主要可得到以下结论与启示：

第一，关于欧洲货币政策的退出，将ECB作为唯一行为主体是有失偏颇的。在货币政策完全退出之前，置债务危机的本质原因于不顾，只能导致危机的“重蹈覆辙”。各国政府应该通过财政巩固措施限制其债务比例，加强合作协调，为ECB宽松货币政策的退出做好充分的准备。同时考虑到目前的国际经济形势，如美国正在实行的和英国可能的“先行退出”，为应对外溢效应的负面影响，ECB应积极参与和推动国际间的政策协调和合作。ECB非常规货币政策的退出不仅包含货币政策、财政政策和监管机构的协调，国际的政策协调也将起到重要作用。

第二，根据到目前为止ECB的操作经验和未来预期，未来ECB可能会实行如下的退出路径：2013年—2016年中期，各成员国政府对银行救助行为的退出和财政巩固措施取得初步进展，债务率达到危机前水平；在同一时期，货币和金融市场的改善程度决定着ECB流动性支持计划“自动退出”的规模与速度；同时，若国债市场风险持续降低，那么在此期间，国债购买规模将不断降低。但是最早到2017年，ECB才会考虑出售国债和其他债券。从2007年以来欧元区主要利率的表现来看，ECB对利率的调整是相对独立的，利率调整的时机选择主要以物价指数为根据，加息行为与非常规货币政策退出之间的顺序将不遵循确定的先后原则。

第三，在非常规货币政策退出之后，预计ECB的货币政策操作将重新恢复到以单一目标（价格稳定）、两极分析（货币分析和经济分析）和分离原则（货币政策和流动性管理政策相分离）为特征的常规框架。但是这并不意味着ECB不会做出任何改变，金融危机将提醒ECB对金融市场的稳定性给予更多的关注。■