

## 欧洲央行“量宽”政策评析

刘明礼

**[内容提要]**欧洲央行推出的“量宽”政策与美国、英国相比在时间上明显具有滞后性，操作上也更为复杂，主要目标是缓解通缩风险。由于资产购买规模大、执行力度强，这一政策虽然出台时间不长，但积极效果已经显现：欧元区经济信心提升，通缩风险缓解，国债和企业债收益率均大幅降低，贸易状况也明显改善。但“量宽”难以解决欧元区福利负担重、人口老龄化、科技创新速度慢等根本性难题，且可能导致经济失衡加剧、欧元国际地位下滑、金融风险增加等新问题，因而其政策效力不宜被过度夸大。欧元区要实现可持续的强劲增长，依然任重道远。

**[关键词]**欧洲央行 量化宽松 货币政策 欧元区

**[作者简介]**刘明礼，中国现代国际关系研究院欧洲所副所长、副研究员，主要研究欧洲经济、欧洲对外经济关系等问题。

2008 年金融危机后，“量化宽松”这一非常规货币政策，成为美国、英国、日本等发达经济体应对经济难题的常规手段。2015 年，经济上困难重重的欧元区终于推出了自己的“量宽”，颇受国际社会关注。本文拟对欧洲央行的“量宽”特点，目前取得的成效及其局限与不足，欧元区能否像美国、英国一样凭借“量宽”实现强劲的经济增长等问题展开分析。

### 一、欧版“量宽”主要特点

一般来说，中央银行通过利率变化来调节经济。在利率接近零后，中央银行可以通过购买国债等中长期债券来增加基础货币供给，向市场注入流动性，以鼓励开支和借贷。也就是说，中央银行不是通过降低资金的价格而是扩大资金供应量来调节经济，因而被称之为“量化宽松”。这是一种非常规货币政策，只有在利率等常规工具失效的情况下，货币当局才会采取这种做法。2001 年，日本成为第一个使用“量宽”政策的国家。2008 年金融危机后，美国、英国也纷纷采取这一政策。2015 年 1 月 22 日，欧洲央行推出了自己的“量宽”，宣布将于 2015 年 3

月起，每月购买 600 亿欧元的主权债和机构债，至少持续至 2016 年 9 月，规模至少达 1.1 万亿欧元。<sup>1</sup>欧版“量宽”一经宣布立刻成为国际社会的关注焦点。

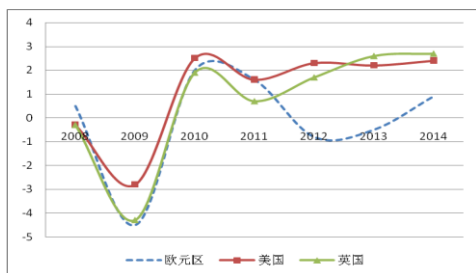
与美、英等国相比，欧版“量宽”具有以下一些特点。首先从时间上看，具有明显的滞后性。2008 年金融危机后，全球主要经济体均遭受严重冲击，各国央行纷纷降息，并陆续开启量化宽松货币政策以刺激经济。从图 1 可以看出，金融危机对欧元区经济的打击不轻于美国 and 英国，2009 年欧元区的衰退程度（-4.5%）甚至超过金融危机发源地美国（-2.8%）和金融业发达的英国（-4.3%），但美国和英国的央行对金融危机反应迅速，分别于 2008 年 11 月和 2009 年 3 月出台了“量宽”。<sup>2</sup>相比之下，欧洲央行的“量宽”足足晚了 6 年时间。美英在出台“量宽”后，2010 年都实现了经济复苏，2013 年和 2014 年经济增速均超过 2%。而同期欧元区的经济复苏却步履蹒跚，不但增长缓慢，2012 年还一度陷

<sup>1</sup> 欧洲央行网站：  
[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html).（上网时间：2015 年 5 月 1 日）

<sup>2</sup> 美国“量宽”执行时间为 2008~2014 年，英国“量宽”执行时间为 2009~2012 年。

入“二次衰退”，更一度面临单一货币区解体风险，2013 年和 2014 年经济增速均在 1% 以下，与美国和英国形成鲜明对比。虽然美英的有力复苏和欧元区持续疲软不单单是“量宽”的原因，但数据显示出这两者有很强的相关性，迟到的“量宽”一定程度上要为欧洲债务危机发酵和经济持续低迷负责。尤其是，金融危机后欧洲央行不但未出台“量宽”，而且在经济复苏势头并不稳固的情况下，2011 年还曾经两次加息，是金融危机后唯一加息的主要经济体，也是唯一陷入“二次衰退”的主要经济体，这些都让欧洲央行的货币政策备受争议。

图 1 金融危机后欧元区、美国、英国经济增速 (%)



数据来源：“IMF Data Mapper”，

<http://www.imf.org/external/datamapper/index.php>

(上网时间：2015 年 5 月 19 日)

欧洲央行货币政策之所以保守，主要在于其“特殊职能”。美联储担负促进经济与就业、稳定货币与金融体系等多种重任；<sup>3</sup>英国央行英格兰银行的政策目标更为广泛——通过货币与金融稳定促进英国国民福祉；<sup>4</sup>而欧洲央行将“物价稳定”作为远远优先于其他目标的最优先目标，<sup>5</sup>只有在与“物价稳定”目标不冲突的情况下，欧洲央行才能服务于经济与货币联盟的其他宏观经

济目标。<sup>6</sup>欧洲央行独特的货币政策优先目标，源于德国的历史及其在欧洲的影响力。德国近代曾出现两次恶性通胀：一次是第一次世界大战后，战败后的德国在外债压力下开启印钞机，1919~1923 年物价指数飙升 4815 亿倍，结果导致纳粹上台，对德国和世界来说都是劫难；另一次是二战结束后到 1948 年的恶性通胀，帝国马克失去了货币的职能，美国香烟成为流通手段，德国被迫进行货币改革。<sup>7</sup>基于历史上的“惨痛教训”，德国对通胀的警惕根深蒂固，坚持“物价稳定”为央行“首要目标”，德国马克也因此一直币值坚挺，德国人引以为荣。欧元区成立时，作为德国放弃自己钟爱的德国马克的条件，其他国家同意将欧洲央行优先政策目标设为“物价稳定”，而且地点也设在了德国的法兰克福，可见德国对欧洲央行政策的影响力。鉴于德国强烈反对欧洲央行“印钞”，认为刺激经济、扩大就业应是各成员国政府的责任，<sup>8</sup>“量宽”政策此前在欧洲虽有讨论，但迟迟难以出台。

其次从政策目标看，欧版“量宽”具有单一性。不同于美联储“量宽”有多重战略目标，包括缓解金融机构困境、刺激经济与就业、稳定国债市场和捍卫美元国际地位、稀释债务转嫁危机等，<sup>9</sup>欧洲央行“量宽”的目标较为单一，即缓解日益严重的通缩问题。原因在于：欧版“量宽”政策出台前，除希腊、塞浦路斯外，欧元区多数国家的国债收益率已经很低，进一步压低的紧迫性不强；此前欧洲央行通过长期再融资操作等措施已经向银行注入流动性，欧洲银行业的主要难题已经不是流动性不足，而是贷款需

<sup>3</sup> 美联储网站：  
<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mission.htm>。  
(上网时间：2015 年 5 月 16 日)

<sup>4</sup> 英格兰银行网站：  
<http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/onemission/default.aspx>。(上网时间：2015 年 5 月 16 日)

<sup>5</sup> Benjamin J. Cohen, *The Future of Global Currency: the Euro Versus the Dollar*, Routledge, 2011, p.137.

<sup>6</sup> 欧洲央行网站：  
<http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.en.html>。(上网时间：2015 年 5 月 16 日)

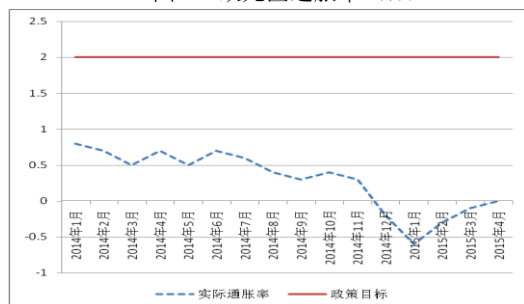
<sup>7</sup> 比尔李、向咏怡著：《大滞胀》，北京邮电大学出版社，2009 年，第 155 页。

<sup>8</sup> Mario Draghi, *Statement at the Thirtieth Meeting of the IMFC (International Monetary and Financial Committee)* Washington, D.C., October 10, 2014, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141010.en.html>。(上网时间：2015 年 5 月 15 日)

<sup>9</sup> 杜德明：“美联储‘量化宽松’政策的目标和传导机制”，《中国物价》，2013 年，第 4 期，第 48~50 页。

求不足；欧元并非美元式的霸权货币，其主权债务主要为欧元区内部持有，没有对外转嫁风险的必要和可能。因此，欧洲央行“量宽”的主要目标非常明确，就是缓解通缩。欧版“量宽”之所以能出台，首要原因也是通缩问题日益严重，已经远远偏离了“接近但低于 2%”的政策目标，且渐行渐远。从图 2 可以看到，2014 年之前通胀率已经降至 1% 以下，欧洲央行虽然意识到通缩风险并多次降息，但通胀率不升反降。企业投资和私人消费都受到抑制，已经成为欧元区经济的“首要风险”。甚至有评论担忧，欧元区可能陷入日本式的持续通缩。<sup>10</sup>欧洲央行出台“量宽”时也明确表示，其政策目标是缓解通缩问题，2016 年 9 月如果通胀率仍没有接近 2% 的目标，“量宽”政策将继续执行。<sup>11</sup>从这一点看，如果不是严重的通缩，即便经济困难，欧洲央行也未必会出台“量宽”政策，可见其传统的政策理念和政策目标并没有根本性改变。这显示出，未来欧洲央行“量宽”的执行情况，很大程度上将取决于物价水平情况。

图 2 欧元区通胀率 (%)



数据来源：“Measuring Inflation in the Euro Area”，

[https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation\\_en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation_en.html)。（上网时间：2015 年 5 月 25 日）

再从政策内容看，具有分散性和复杂性。美国、英国等都是主权国家，“量宽”购买的都是

<sup>10</sup> Katie Holliday, “Is the Euro Zone at Risk of Japan Style Deflation?”, November 10, 2013, <http://www.cnbc.com/id/>。（上网时间：2015 年 5 月 16 日）

<sup>11</sup> 欧洲央行网站：  
[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html)。（上网时间：2015 年 5 月 20 日）

本国政府债券或机构债券，相对来说比较简单。欧元区则明显不同，由于是由 19 个主权国家组成的货币联盟，财政未实现统一，各国各自发行自己的主权债，这样带来的问题是由谁来购买、购买哪些国家的债券、购买后的风险由谁来承担，也就是购买主体、购买标的和购买风险的问题。对于这一问题，欧元区采用“多元化”办法来解决：购买主体既包括欧洲央行，也包括成员国的央行；购买标的既有欧洲机构发行的债券，<sup>12</sup>也有成员国政府和机构发行的债券；购买风险既有欧元区集体承担的部分，也有各国承担的部分。具体内容为：在“量宽”的所有购债中，欧洲央行购买的比例占 8%，各国央行购买的欧洲机构债券占 12%，这 20% 为欧元区共担风险；其余 80% 由各国央行按其在欧洲央行核心资本中的出资比例购买本国政府及机构债券，风险自担。<sup>13</sup>20% 由集体分担，有利于对外显示欧元区“团结一致”的决心，向市场释放积极信号；80% 由各国分担，目的是化解“道德”风险，防止成员国因为有欧洲央行托底而滥发债券。在具体操作上，分三个项目同时执行：设立“公共部门购买计划”（PSPP），这是“量宽”的执行主体；继续执行 2014 年 10 月确定的“资产抵押证券购买计划”（ABSPP）和“担保债券购买计划 3”（CBPP3），这两个计划是辅助。这三个计划统称为“延伸资产购买计划”（APP）。<sup>14</sup>由此可以看出，作为多个国家组成的货币联盟，欧洲央行的“量宽”政策的内容和执行相对要复杂，这也体现了欧洲多样性和统一性共存的特点。

总的来看，“量宽”是通缩风险日益严峻的情

<sup>12</sup> 包括欧洲金融稳定机制（EFSF）、欧洲稳定机制（ESM）、欧洲投资银行（EIB）等机构发行的债券，参见  
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp.en.html>。（上网时间：2015 年 5 月 20 日）

<sup>13</sup> 欧洲央行网站：  
[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html)。（上网时间：2015 年 5 月 20 日）

<sup>14</sup> 欧盟官方网站：  
[http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=C\\_ELEX:52014DC0903&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=C_ELEX:52014DC0903&from=EN)。（上网时间：2015 年 5 月 15 日）

况下，欧洲央行在货币政策上做出的重大决策。虽然就欧洲央行而言，这一政策的目标较为单一和明确，即解决通缩问题，但实际上在经济增长持续疲软、失业率居高不下<sup>15</sup>的欧元区，其被赋予了更多的期望和使命，甚至被视为拯救欧洲经济的“救命稻草”，因为欧洲应对经济难题实在“无牌可打”：从财政政策上看，紧缩政策仍需保持，没有刺激空间；从改革上看，进展十分缓慢，“逼得太急”恐有欧元区解体风险；从货币政策上看，欧元区主导利率已经降至 0.05%，步入了“流动性陷阱”。欧委会主席容克虽然在 2014 年 11 月推出 3150 亿欧元的投资计划，<sup>16</sup>但资金来源、具体投资项目等仍然模糊不清，经济界基本持怀疑态度，认为容克刚上任就匆忙推出投资计划，实际效果如何面临很大的不确定性。<sup>17</sup>因而，欧洲央行“量宽”出台后，其执行情况和效果如何广受关注。

## 二、执行情况及成效

2015 年 3 月 9 日，欧洲央行开始公开市场操作，执行“量宽”政策。5 月 8 日公布的数据显示，欧洲央行 ABSPP、CBPP3、PSPP 在 3 月的购买量分别为 11.61 亿、123.97 亿、473.56 亿欧元，APP 购买量总计 609.14 亿欧元；4 月的购

<sup>15</sup> 2015 年 3 月，欧元区失业率为 11.3%，而同期美国和英国均为 5.5%。数据来源：欧洲统计局、美国劳工部、英国国家统计局网站：

<http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/6807651/3-30042015-AP-EN.pdf/c619bed7-7d9d-4992-95c3-f84e91bfcc1d>, <http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>, <http://www.ons.gov.uk/ons/taxonomy/index.html?nscl=Labour+Market>. (上网时间：2015 年 5 月 18 日)

<sup>16</sup> 核心内容是设立“欧洲战略投资基金”(EFSI)，2015~2017 年融资规模达到 3150 亿欧元，其中 2400 亿欧元用于长期投资，包括基础设施、宽带和能源网络、教育、研发创新等；750 亿欧元用于中小企业融资。参见“An Investment Plan for Europe”，[http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=C\\_ELEX:52014DC0903&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=C_ELEX:52014DC0903&from=EN). (上网时间：2015 年 5 月 10 日)

<sup>17</sup> “Will Juncker’s Investment Plan Work?”, *Delo-Slovenia*, December 19, 2014, <http://www.eurotopics.net/en/home/debatten/links-2014-12-junckerplan/>. (上网时间：2015 年 5 月 21 日)

买量分别为 11.61 亿、114.64 亿、477 亿欧元，APP 购买量总计 603.25 亿欧元（参见表 1）。

表 1 欧洲央行“量宽”的资产购买与持有总体情况（单位：亿欧元）

时间（月底）	ABSPP	CBPP3	PSPP
2014 年 10 月	0	47.68	0
2014 年 11 月	3.68	178.01	0
2014 年 12 月	17.44	296.32	0
2015 年 1 月	23.25	402.55	0
2015 年 2 月	34.63	512.09	0
2015 年 3 月	46.24	636.06	473.56
2015 年 4 月	57.85	750.70	950.56

数据来源：“History of Cumulative Purchases under the APP”，

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>. (上网时间 2015 年 5 月 18 日)

从数量上看，“量宽”执行头两个月欧洲央行均足额完成了每月 600 亿欧元的预定购买目标；从结构上看，ABSPP、CBPP3 稳步执行，保持政策延续性，新成立的 PSPP 扮演着购债的绝对主力，其购买量占 APP 的近 80%；从操作上看，保持购债透明度，每月公布进展情况，除总量外，还包括各个国家债券购买量、到期时间等信息（参见表 2）。总的来看，前两个月“量宽”按计划全部落实，政策执行坚决，力度不打折扣，不同于以往欧洲经济政策“虚多实少、说得多做少”，对欧洲经济也确实产生了许多积极影响。

表 2 PSPP 购债明细（截至 2015 年 4 月 30 日）

国家	债券持有量 (亿欧元)	平均到期时间 (年)
奥地利	24.19	7.99
比利时	30.56	9.10

德国	222.11	7.90
西班牙	109.14	9.73
芬兰	15.59	7.15
法国	173.76	7.84
爱尔兰	14.55	9.14
意大利	151.89	8.41
立陶宛	1.22	5.22
卢森堡	3.88	6.88
拉脱维亚	2.52	5.93
马耳他	0.58	8.47
荷兰	50.14	6.97
葡萄牙	21.57	10.77
斯洛文尼亚	4.28	7.92
斯洛伐克	10.28	9.26
欧洲机构	114.27	8.05
总计	950.56	8.25

数据来源: “Breakdown of Holdings of Debt Securities under the PSPP”,  
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>. (上网时间: 2015 年 5 月 20 日)

首先, 提振了经济信心, 降低了通缩风险。欧洲央行“量宽”的主要目标是抑制通缩, 其政策效果首先也须从物价走势来看。通缩问题的产生, 源于企业和居民对经济前景没有信心, 认为物价将会持续走低, 因而企业不愿投资, 居民不愿消费。投资和消费不足, 经济增长自然难以上去, 反过来又影响经济信心, 形成恶性循环。“量宽”的一个直接结果就是提振了市场信心, 让经济运行走向良性循环。欧盟 3 月 28 日公布的数据显示, 欧元区 3 月经济信心指数升至 102.4, 高于预期值 101.4, 为 2011 年 7 月以来最高。<sup>18</sup>“量宽”之所以能提振经济信心, 原因在于这一政策扭转了欧洲央行货币政策的保守形象, 向市场释放了积极信号。债务危机后,

<sup>18</sup> “Business and Consumer Survey Results”,  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/surveys/documents/2015/esi\\_2015\\_04\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/surveys/documents/2015/esi_2015_04_en.pdf). (上网时间: 2015 年 5 月 18 日)

欧洲央行一度不愿直接救助银行, 也不愿买国债稳定债市, 还两次加息导致经济衰退, 饱受争议。德拉吉上任后, 政策有明显的调整, 表示“不惜一切代价”维持欧元区的完整, 通过长期再融资操作稳定银行。此次再推出“量宽”, 进一步向外界显示政策弹性增强, 有利于鼓励企业投资和居民消费。数据显示, 2015 年 3 月, 金融机构对私人部门的贷款实现了 0.1% 的增长, 改变了此前连续负增长的局面。<sup>19</sup>在经济信心提升的情况下, 物价水平随之变动。从图 2 可以看出, 2015 年 1 月“量宽”出台后, 通胀率触底回升, 从 1 月的 -0.6% 逐月升至 4 月的零, 扭转了通缩持续恶化的趋势。伴随经济信心和物价指数回升, 欧元区经济前景也趋于好转。5 月初, 欧盟委员会将欧元区 2015 年经济增速预期上调至 1.5%, 高于 2 月预期的 1.3% 和 2014 年 11 月预期的 1.1%, 更高于 2014 年的实际值 0.9%。<sup>20</sup>

其次, 压低了债券收益率, 缓解了政府和企业融资压力。由于“量宽”出台前, 欧洲央行已经向外界释放预期, 因此“量宽”对国债收益率的降低作用, 在政策正式出台前就已经显现。2015 年 1 月 15 日, 德国、法国、意大利、西班牙、葡萄牙的 10 年期国债收益率已经分别低至 0.42%、0.67%、1.73%、1.58%、2.65%。政策出台后, 由于规模、力度超过预期, 欧洲国家的国债收益率进一步降低, 4 月 1 日的市场数据显示, 上述欧洲五国的 10 年期国债收益率分别降到了 0.16%、0.45%、1.23%、1.2%、1.7%, 均低于美国的 1.86%。<sup>21</sup>低国债收益率缓解了政府发债融资的压力, 基本消除了违约风险<sup>22</sup>, 帮助

<sup>19</sup> “Monetary Development in the Euro Area: March 2015”,  
 Press Release, European Central Bank, April 29, 2015, p2,  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pdf/md/md1503.pdf>. (上网时间: 2015 年 5 月 26 日)

<sup>20</sup> “European Economic Forecast Spring 2015”, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2/2015, p.3.

<sup>21</sup> 根据“全球经济数据”网站“债券市场数据”整理, 参见  
<http://www.qqjjsj.com/zqoz/57542.html>. (上网时间: 2015 年 5 月 11 日)

<sup>22</sup> 希腊除外, 因为 2015 年以来希腊与欧洲央行未就继续援助事宜达成协议, “量宽”对象不包括希腊。

欧元区摆脱“债务危机”阴影，而且还有助于政府减少债务利息支出，降低财政赤字和债务水平。欧盟委员会预计，2015 年和 2016 年，欧元区财政赤字占 GDP 比例将分别下降至 2% 和 1.7%（2014 年为 2.4%），公共债务占 GDP 比例也将呈下滑趋势，这是债务危机以来公共债务占 GDP 比例首次出现下降。<sup>23</sup>同时，虽然“量宽”不直接购买企业债券，但由于压低了国债收益率，导致的一个结果就是大量资金被“排挤”至企业债市场，形成“转移效应”，企业发债融资成本大为降低，发行量也大幅增加。据统计，欧元区 2015 年第一季度投资级别的债券发行量达 970 亿欧元，同比上涨 41%，三分之二以欧元计价的企业债收益率已降至 1% 以下。相比之下，美元计价的企业债收益率平均值达 1.66%。<sup>24</sup>

第三，欧元贬值促进贸易盈余增加。欧洲央行货币政策的优先目标一直是物价稳定，对于欧元汇率，一直采取“善意忽视”态度，一般不干预，<sup>25</sup>“量宽”也未把欧元贬值作为政策目标。但这一政策会增加货币供应量，导致欧元贬值的客观结果。“量宽”对欧元汇率的影响并不是从政策出台开始，由于此前市场已经形成预期，在“量宽”政策出台前，欧元的汇率就已经开始受到影响。从图 3 可以看出，从 2014 年第二季度开始，欧元就开始了贬值进程，虽然这一贬值未必完全是“量宽”的影响<sup>26</sup>，但随着“量宽”预期升温，欧元贬值也在加速。2014 年 9 月欧洲央行降息并表示“不排除直接购买国债的可能”后，欧元汇率进入了快速下滑通道。货币贬值会促进出口和抑制进口，有利于改善贸易状况，是欧元区经济形势改善的原因之一。<sup>27</sup>欧盟

统计局数据显示，2014 年后三个季度至 2015 年第一季度，随着欧元贬值，欧元区贸易盈余同步增加，数额分别为 427 亿、581 亿、694 亿、764 亿欧元，占 GDP 比例分别为 1.7%、2.3%、2.7%、2.9%，达近 10 年最高。<sup>28</sup>

图 3：欧元兑美元汇率变动



数据来源：“Euro Exchange Rates USD”，  
<https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>。（上网时间：2015 年 5 月 18 日）

### 三、政策局限与负面影响

虽然“量宽”在出台后很快收到明显效果，但这一政策尚难根除欧洲经济面临的根本难题，而且还可能导致一些新问题，长远看对经济增长未必有利，需要加以警惕。

首先，“量宽”对欧元区实体经济的刺激作用有限。“量宽”是在短期利率接近零的情况下，央行压低长期利率的政策工具。这意味着，只有长期利率在私营部门发挥重要作用的情况下，“量宽”对实体经济的刺激作用才会明显。在这方面，美国和欧元区有明显的不同。从企业的角度看，美国企业主要依靠资本市场融资，因而长期利率下降对降低融资成本有立竿见影的效果，“量宽”对美国经济的刺激作用很直接。

Financial Affairs, 2/2015, p.32.

<sup>28</sup> “First Estimate for March 2015: EU28 Current Account Surplus €15.1 bn”, <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/6842912/-22052015-AP-EN.pdf/97be95b2-c8c7-4f78-aa0f-1a985cd57eab>。（上网时间：2015 年 5 月 26 日）

<sup>23</sup> “European Economic Forecast Spring 2015”, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2/2015, p.5.

<sup>24</sup> “Eurozone Corporate Borrowing Costs Fall below 1%”, *Financial Times*, April 7, 2015.

<sup>25</sup> Benjamin J. Cohen, *The Future of Global Currency: the Euro versus the Dollar*, Routledge, 2011, p.101.

<sup>26</sup> 其他因素包括美欧经济增速差异、美联储加息预期升温、企业由于对经济前景看淡而减少对欧元区投资等。

<sup>27</sup> “European Economic Forecast Spring 2015”, European Commission, Directorate-General for Economic and

而欧洲企业主要通过银行贷款融资，一般期限在 5 年以下，融资成本主要取决于短期利率，长期利率变化对企业降低融资成本的影响相对有限。<sup>29</sup>而且，目前欧元区银行对企业贷款难以增加，并不是因为融资成本高或者银行流动性不足，而是因为企业缺乏需求，“量宽”主要仅能解决资金供给问题，对于刺激需求作用并不明显。<sup>30</sup>也就是说，“量宽”既难降低企业融资成本，也难增加企业贷款需求，因而对刺激企业投资效果有限。从个人和家庭角度看，美国家庭的房屋自有率比欧洲要高，抵押的情况较为普遍，长期利率降低意味着家庭需要支付的按揭还款减少，可支配的家庭收入增加，有利于刺激消费。但在欧洲，尤其是在德国，银行对贷款的限制比较严格，大多数银行反对家庭抵押房产用于度假或者购买汽车，长期利率降低对于刺激消费作用也并不直接。甚至有欧洲学者认为，在长期利率降低后，德国家庭可能储蓄更多，以便退休时候能维持相同的生活水平。<sup>31</sup>此外，美国实施“量宽”时，配以财政刺激、再工业化、页岩气革命、出口倍增计划等重大举措，而欧元区在这些方面几乎无所作为，单凭“量宽”势必独木难撑。英国《经济学家》杂志认为，当前欧元区的经济复苏不能与美国相提并论，更不宜被误读为“经济复兴”，2014 年底欧元区 GDP 总量还比 2008 年金融危机前少 2%，而美国这一数字已经比危机前高出近 9%。<sup>32</sup>

其次，可能加剧欧元区的经济失衡。欧元

区平均公共债务水平低于美国、英国，之所以爆发债务危机，一个重要原因是由于区内存在经济失衡，各国在财政政策和货币政策上意见不一，难以找到应对危机的有效办法。“量宽”不但不能解决失衡问题，长期看还可能使这一问题更加严重。一方面，南欧国家的结构性改革可能被迟滞。南欧国家多年经济疲软，根本在于福利负担重、人口老龄化、科技创新速度慢等结构性问题。“量宽”仅能提供金融造血功能，无法提升竞争力。当前经济暂时好转，成员国的改革问题可能被搁置，长期看十分不利。这也是德国强烈反对“量宽”的重要原因之一。德国央行行长魏德曼认为，是结构性问题阻碍了欧洲的生产力和创造力，“量宽”会助长一些国家的“改革疲劳”，让欧洲走在“危险的路上”。<sup>33</sup>“量宽”出台后不久，4 月 15 日法国财政部公布的预算案显示，该国 2016 和 2017 年结构性赤字（理论上经济潜能全部释放、劳动力充分就业情况下的财政赤字）占 GDP 比例预计降低 0.5 个百分点，远低于欧盟 0.8 和 0.9 个百分点的要求。<sup>34</sup>欧盟委员会 5 月发布的《春季经济展望》认为，欧元区目前的结构性改革仍然不足以显著提升中长期的增长潜力。<sup>35</sup>另一方面，德国的竞争力可能相对更强。欧元贬值虽然有利于欧元区整体出口，但也有“不均衡效应”：即工业实力强、出口量大的德国受益多；竞争力差、出口量小的南欧国家获益相对少。统计数据显示，2014 年德出口盈余高达 2169 亿欧元，占 GDP7.5%。欧盟委员会认为，该数值如长期超过 6%，将威胁欧元区稳定。<sup>36</sup>未来，竞争力持续提升的德国可能继续要求外围国家以德国为榜样，紧缩财

<sup>29</sup> Dabiel Gros, “Fighting Deflation: Would QE Work in the Euro Area?” October 9, 2014, Center for European Policy Studies, <http://www.ceps.eu/system/files/DG%20ECB%27s%20Faully%20Weapon.pdf>. (上网时间: 2015 年 5 月 10 日)

<sup>30</sup> “The Euro-zone Revival: Don’t Get Europhoric”, *The Economist*, April 11, 2015, p.11.

<sup>31</sup> Dabiel Gros, “Quantitative Easing and Deflation in a Creditor Economy, Growth, Convergence and Income Distribution: The Road from the Brisbane G-20 Summit”, Center for European Policy Studies, <http://www.ceps.eu/system/files/tt20%20germany%20quantitative%20easing%20deflation%20gros.pdf>. (上网时间: 2015 年 5 月 10 日)

<sup>32</sup> “The Euro-zone Revival: Don’t Get Europhoric”, *The Economist*, April 11, 2015, p.10.

<sup>33</sup> Gavyn Davies, “It’s Draghi versus Weidmann on ECB QE”, *Financial Times*, October 10, 2014.

<sup>34</sup> Anne-Sylvaine Chassany and Peter Spiegel, “France Risks Brussels Ire with Reduced Structural Standard Budgets”, *Financial Times*, April 15, 2015.

<sup>35</sup> “European Economic Forecast Spring 2015”, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2/2015, p.2.

<sup>36</sup> 中国商务部网站: “欧央行批评德国出口政策”, <http://www.mofcom.gov.cn/article/i/jyjl/m/201503/20150300925676.shtml>. (上网时间: 2015 年 5 月 22 日)

政，而经济增速慢于德国的其他国家恐难以满足德国的要求，政策上的分歧难以避免，包括欧洲央行的货币政策，如果未来通胀达到或者接近 2% 的政策目标，德国可能要求收紧货币政策，但外围国家的经济增速可能依然疲软，内部矛盾又会出现。

第三，欧元国际地位下降。作为第二大国际货币，欧元贬值虽然有利出口，但汇率的剧烈波动和贬值预期，对其国际地位和影响力十分不利，对于欧元区经济也有负面影响。从结算货币角度看，欧元区对外贸易中，用欧元结算的比例在下降。以欧元区第一大贸易国德国为例，据德联邦统计局数据，德国 2014 年对欧元区以外的出口中，62% 用欧元结算，低于 2013 年的 64% 和 2012 年的 65%。<sup>37</sup>外贸不用欧元结算，意味着欧元区企业将承担兑换货币成本和汇率波动风险。从储备货币角度看，欧元所占比例也在降低。国际货币基金组织 2015 年 4 月公布的数据显示，2014 年第四季度欧元在全球外汇储备中的份额降至 22.2%，远低于 2009 年的 28%，为近 10 年最低。<sup>38</sup>德意志银行预计，这一数字 2015 年第一季度可能进一步跌至 20%，中国、中东国家央行可能都会削减欧元资产。<sup>39</sup>从锚货币的角度看，盯住欧元的货币也呈减少趋势。2015 年 1 月 15 日，就在欧洲央行“量宽”政策出台前一个星期，由于预期欧元在“量宽”后可能贬值，为避免欧元储备损失过大，瑞士央行突然宣布取消 1 欧元兑 1.2 瑞士法郎的汇

率上限，引发国际金融市场剧烈波动。除瑞士外，丹麦央行在“量宽”出台前后不到 1 个月时间里，分别于 2015 年 1 月 19 日、1 月 22 日、1 月 29 日和 2 月 5 日连续四次降息，将存款利率从 -0.05% 降至 -0.75%，并直接介入外汇市场，以维持丹麦克朗与欧元汇率稳定，也引起了外界担忧。此外，希腊“脱欧”风险也是影响欧元国际地位的因素。希腊与欧元区正激烈博弈，欧洲央行左右为难：为防“道德风险”，“量宽”将希腊排除在外；为避免希腊风险扩散，必要时还要提供“紧急流动性支持”。希腊“脱欧”本质是政治问题，即希腊为“留欧”愿付多大代价，这不是欧洲央行货币政策导致的结果，也非欧洲央行技术手段所能解决。

第四，蕴藏新的金融风险。由于市场流动性充裕，低风险资产收益率过低，投资者无利可图，便将大量资金投向高风险资产，信用评级较低的公司也借机发债融资。据马基特市场调查公司和瑞银集团数据，BBB 和 BB 级（评级机构认为风险较高）的公司债券 2015 年第一季度发行量达 300 亿欧元，同比大涨 73%，其中 BB 级债券有一半收益率已降至 2% 以下。<sup>40</sup>美“次贷”危机警示，高风险金融产品充斥市场，一旦大面积违约，影响可能是“灾难性的”。欧洲央行副行长康斯坦西奥也认为，长期的超宽松货币政策是有副作用的，当前欧元区金融资产的价格已经很低，公司债券风险正在回到金融危机前的水平，将对金融稳定构成威胁，欧洲央行必须对此保持警惕。<sup>41</sup>德国则一直担忧，在竞争力未提升的情况下，仅靠“量宽”刺激恐催生资产泡沫，酝酿更大危机。<sup>42</sup>

<sup>37</sup> 德国联邦统计局网站：“62% der deutschen Export-geschäfte mit Dritt-ländern wurden in Euro abgewickelt”，[https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressemitteilungen/2015/03/PD15\\_103\\_51.html](https://www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressemitteilungen/2015/03/PD15_103_51.html).（上网时间：2015 年 5 月 10 日）

<sup>38</sup> “Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)”，<http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>.（上网时间：2015 年 5 月 10 日）

<sup>39</sup> “Euro’s Falling Share in Global Reserves to Accentuate Weakness”，April 2, 2015, <http://cn.reuters.com/article/2015/04/02/markets-forex-reserves-idCNL6N0WZ1V220150402>.（上网时间：2015 年 5 月 20 日）

<sup>40</sup> Joel Lewin, “ECB QE Alchemy Transforms Junk Bonds”, *Financial Times*, April 13, 2015.

<sup>41</sup> “Reinforcing Financial Stability in the Euro Area”, Speech by Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB, at the OMFIF City Lecture, London, May 8, 2015, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150508.en.html>.（上网时间：2015 年 5 月 10 日）

<sup>42</sup> “ECB QE could Blow up a ‘Credit Bubble’ in the Eurozone”, <http://www.marketmoving.info/ecb-qe-blow-credit-bubble-eurozone/>.（上网时间：2015 年 5 月 12 日）



## 结语

欧洲央行“量宽”才刚开始，未来执行情况关键取决于其政策目标能否以及何时实现，也就是看欧元区的通胀情况。目前看，欧元区通缩风险虽然有所缓解，但通胀率仍然处于低水平，预计 2015 年全年通胀率仅为 0.1%，2016 年为 1.5%。<sup>43</sup>而欧洲央行坚持认为，不达到“接近但低于 2%”的目标不会停止“量宽”。这意味着，在 2016 年 9 月政策到期前，“量宽”按计划全部执行的可能性很大，而提前退出的可能性较小。未来，随着“量宽”的继续执行，政策的积极效果还将持续展现，但也不宜期待过大。“量宽”确实提振了经济，但这也恰恰说明，在金融危机后的 6 年多时间里，欧元区错失了让这一政策及时发挥效力的机遇期，显示出作为多个主权国家组成的货币联盟，政策灵活性是其面临的一大难题。“量宽”的出台并不意味着欧洲央行政策理念和运作机制的根本性调整，“物价稳定”仍然是其优先目标，尚难以肩负起让欧元区经济“复兴”的使命。欧元区更不应被“量宽”带来的短期效应所迷惑，要实现可持续的强劲增长，仍然需要在福利体制改革、欧元区机制建设、提高劳动生产力等方面付出艰苦努力，依然任重道远。（责任编辑：沈碧莲）

---

<sup>43</sup> “European Economic Forecast Spring 2015”, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2/2015, p.38.