

欧洲央行近期货币政策调整情况分析

□徐璐玲 卢柯帆

9月4日,欧洲央行(ECB)宣布再次下调欧元区3大主要利率,并将开始购买欧元区商业银行的贷款抵押资产,为商业银行注入流动性,刺激银行业向实体经济提供信贷。欧元区此次利率调整是ECB今年6月初启动一揽子货币政策调整的延续,符合市场的预期。因此,为了更好地理解ECB近期调整货币政策的重要意义,有必要从源头上加强对ECB在6月初调整货币政策的研究。

一、货币政策的主要内容

今年6月初,ECB作出关于调整货币政策的决定,这是近期ECB调整货币政策的最大动作,也是ECB在此后调整货币政策的基本思路,主要包括两大方面:一是降低利率,二是新的一揽子宽松政策。

6月5日,ECB以会议决定的形式对外宣布降低3大利率,一是将欧元区的主要再融资操作利率从0.25%下调至0.15%,这是自2013年11月以来央行再度降息;二是将边际贷款利率下调至0.40%;三是将边际存款利率下调至-0.1%,这是ECB首次设定负存款利率,将向商业银行在ECB的存款收费,ECB也成为全球首家实施负存款利率的主要央行。

ECB行长德拉吉在随后召开的记者招待会上宣布了ECB即将实施新的一揽子宽松政策,包括ECB正在筹备资产担保债券(ABS)购买计划,决定加强直接购买ABS的准备工作,将结束证券市场计划(SMP)冲销操作,支持银行放贷,实施

定向长期再融资操作(TLTRO)等方面。TLTRO定于9月份正式启动,初期额度为4000亿欧元,计划于2018年到期。

二、ECB调整货币政策的原因

ECB在6月初对货币政策作出调整主要是源于对经济增长和通胀预期的判断。根据欧盟统计局数据,欧元区一季度国内生产总值环比仅增长0.2%,欧元区经济正在逐渐复苏,但复苏的进程仍然十分缓慢,同时也面临下行风险。劳动力市场虽进一步向好,但失业率仍较高。欧元区需要宽松的货币政策向市场注入流动性,刺激需求的回升。ECB最重要的职责之一就是维持欧元区物价总体稳定,积极改善信贷环境,并通过将通胀率维持在接近却低于2%的水平以实现这一目标。

调节利率是保证物价中长期稳定的最重要措施,而中长期的物价稳定又是欧元区经济可持续发展的必要条件。如果央行希望采取措施对抗高通胀,通常会采取加息手段,使得借款成本更高,储蓄变得更加具有吸引力。相反,如果央行希望对抗太低的通胀水平,就会采取降息的手段。鉴于欧元区通胀预期已长期远低于2%,欧元区5月通胀率已跌至0.5%水平,为近4年的低点,且连续第8个月低于1%的“危机防线”。ECB预测,欧元区2014年通胀率为0.7%,2015年为1.1%,2016年通胀为1.4%,ECB在6月初采取上述行动完全符合宏观调控的基本逻辑,也符合市场的预期。

三、政策意图及潜在影响

(一)ECB降低利率,尤其是首次将边际存款利率下调为负,有利于从技术

上增加货币供给,打压低通胀预期,但是否真正奏效还需要长时间的检验

边际存款利率降至-0.1%意味着商业银行将钱存放在ECB需支付存款额0.1%的费用,这将增加商业银行的运营成本,刺激商业银行放松信贷,把更多资金投放市场,从而增加货币供给,推动货币贬值和打压通货紧缩预期。但在实践上,商业银行向实体经济提供信贷的规模,不仅受利率高低的影响,更重要的在于市场对信贷的实际需求。虽然此前有征兆显示,欧元区整体信贷需求状况有所好转,但是实现全面恢复仍然任重道远。就企业本身而言,申请融资贷款的前提是有足够的订单或扩大经营规模的需要,而目前欧元区很多企业,尤其是中小企业经营状况并不太好,信用评级较低,一方面这些企业申请贷款的动力不足,另一方面即使企业申请贷款,为了控制风险,商业银行也未必敢贷,因此,ECB降低利率的实际效果还有待进一步观察。只有当上述宽松政策传导至实体经济,经济复苏带动需求上扬时,才可能真正解决欧元区结构性低通胀之困。

(二)从现有各项数据分析,ECB调整货币政策的效果并不明显

汇率方面,ECB宣布降低利率以来,市场的反应不明显,欧元对美元汇率呈下降趋势,但并未出现大起大落,超越正常波动区间。这在一定程度上缓解了ECB持续关注的欧元过于强势的忧虑,这一政策效果基本符合ECB推行低利率政策的初衷。

通胀方面亦收效甚微。欧元区7月通胀率仅为0.4%,创2009年10月以来



新低，已连续10个月低于1%。8月的通胀率降至0.3%，处于5年来最低值。ECB调查数据显示，今明两年欧元区通胀率均将弱于预期。

此外，TLTRO（定向长期再融资操作）按计划今年9月正式启动，其政策效果需假以时日。但可以推断ECB不会在TLTRO尚未发挥作用之前，宣布更大规模的资产购买计划，即市场一直在讨论的欧洲版量化宽松政策（欧洲版QE）。

6月5日的利率调整对市场的刺激有限。9月4日，ECB在例行的货币政策会议上将3大利率统一下调10个基点，即将主要再融资操作利率从0.15%下调至0.05%，将边际贷款利率从0.40%下调至0.30%，将边际存款利率从-0.1%下调至-0.2%，以期继续改善欧元区的通胀预期，增强欧元区经济复苏的动力。

（三）ECB正在为进一步的货币政策调整做准备，但最终是否推出市场预期的欧洲版QE以及推出时机，取决于ECB对欧元区今后经济增长和通胀预期的判断

ECB此次推出的新的一揽子宽松政策，希望通过宽松的货币政策压低欧

元汇率，增加市场流动性，进而推高通胀率，这有利于增强金融市场的流动性，维持金融系统的稳定，可以看作是在为此后可能推出的欧洲版QE政策做准备。但如果推出欧洲版QE，其释放出的更多流动性将会增加通胀压力，甚至会引起欧元区的资金外流，这非ECB所愿，在欧元区内部也会引起一定争议。此次货币政策的调整主要还是希望通过向市场释放积极信号，以期推动欧元区经济逐渐恢复增长，最终带动欧元区通胀率上升。同时，此时推出欧洲版QE也面临一定的道德风险，减弱了法国、意大利等国政府推行结构性改革的动力。因此，此后何时直接出台欧洲版QE政策，取决于欧元区经济增长和通胀水平的发展趋势以及欧元区各成员国之间的博弈情况。

（四）应高度关注ECB调整货币政策对中国的潜在影响

一是在贸易方面。欧盟是中国的最大贸易合作伙伴。如果ECB此次调整的货币政策奏效，欧元区通胀率上升，刺激欧元区经济复苏，带动欧盟整体经济形势向好，这将大大改善中国的外需环

境，具有一定的积极意义。但欧元若因此大幅贬值，也会降低中国商品出口欧洲的竞争力。

二是在人民币汇率方面。ECB调整货币政策以来，欧元兑美元汇率呈整体下行趋势，通过比较美国和欧元区经济增长和货币政策调整的趋势，预计今年下半年欧元兑美元汇率仍将继续走弱。如欧元贬值，美元升值，在美元兑人民币汇率保持相对稳定的情况下，人民币则面临对欧元升值的压力。此外，人民币兑美元在今年1季度出现阶段性贬值以及人民银行放宽汇率波动区间之后，人民币兑美元价格与美元指数走势之间的负相关性不断上升，按此趋势，若美元因欧元贬值进入一轮升值周期，则人民币兑美元会较大概率保持弱势，从而减轻人民币兑美元的升值压力。

三是在市场流动性方面。由于资本的逐利本性，在当前人民币利率仍然处于相对较高水平的情况下，欧元区负利率也可能导致一部分资金流向中国，不利于中国对资本流动的短期管理。从过去近两个月的情况看，欧洲央行的负利率政策对中国的影响相对轻微。但如果欧元区进一步放宽货币政策，可能会导致全球流动性再度泛滥，增大新兴市场资本进出的压力，若由此引发各国竞相干预汇率，导致新一轮汇率博弈，则可能引发更为复杂的后果。

十八届三中全会以来，中国的改革已进入深水区，各项改革千头万绪。在金融领域，利率市场化、汇率形成机制改革正在快速推进。欧元区负利率及宽松的货币政策将为中国的改革带来更加复杂的外部环境，让中国的改革更加具有挑战性。我们对此应当保持高度重视和密切关注，及时做好应对和防范措施，进一步坚定推动改革的信心和决心，在动态中实现平衡，在挑战中寻找突破。

（作者单位：财政部国际经济关系司）

责任编辑 刘永恒