

# 欧洲中央银行货币政策传导机制分析

赵 勇

1998 年 6 月 1 日, 欧洲中央银行 (ECB) 宣告成立, 7 月 1 日正式运作, 1999 年 1 月 1 日起, 开始在欧元区内为所有国家制定统一货币政策, 并由各成员国中央银行 (NCBs) 执行。欧洲中央银行货币政策传导机制如何建立和运行, 正备受人们关注。本文拟从一国货币政策和货币联盟货币政策传导的比较研究出发, 对以德意志联邦银行为蓝本的欧洲中央银行货币政策传导机制进行分析。这对评价欧洲中央银行在推动欧洲经济和货币一体化中的作用, 以及探讨货币政策运作的发展趋势, 都有较重要的借鉴意义。

## 一、传导模型: 一国货币政策与货币联盟货币政策传导比较

在现代开放经济条件下, 一国完整的货币政策传导模型包括货币政策目标、工具、市场及其参与者、传导载体、传导链(层)。广义讲, 还包括与本国其他宏观经济政策(特别是财政政策)和他国货币政策的相互传导机制和传导效应。并由此划

分为国内传导和国际传导两条途径, 经济变量传导和金融机构、市场传导两种方式, 金融自身调节和金融作用于经济两个阶段。经综合简化, 我们得出一国基本的货币政策传导模型(图 1)。

在该模型中, 需要说明的是: (1) 货币供应量 (M) 是由中央银行决定的预设指标, 表现为预期的中央银行货币量、货币供应总量或货币增长率上下限等; (2) 金融市场主要指货币市场、外汇市场, 中央银行借助 M, 影响金融市场上资金的流动性, 随之形成市场利率 (i)、证券价格、汇率 (e) 向国内产品市场、国际金融市场传导货币政策的机制, 他国向本国的货币政策传导亦复如此; (3) 其他宏观经济政策调整和要素价格变动, 可能部分增强或抵消货币政策传导效果。因此, 政策搭配和相互间传导机制的构建至关重要; (4) 国际贸易 (B) 是联系国内、国际产品市场的桥梁, M、i、e、B 的变动, 最终实现一国金融资产和实物资产的内外供求均衡, 货币政策传导效应完成。

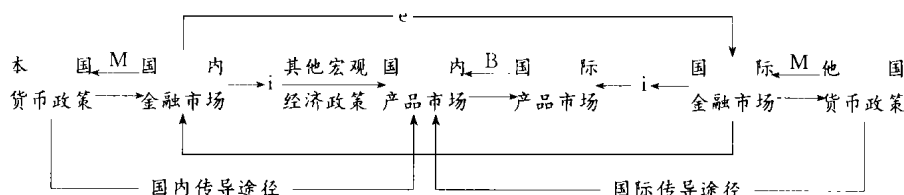


图 1 一国货币政策传导模型

货币联盟是国际经济一体化的产物。若假定联盟内各国经济周期一致, 金融市场完全一体化, 要素市场具有充分流动性, 影响产品市场的外生变量如财政政策、就业政策统一, 则货币政策在联盟内各国间的传导基本上可视为被扩大了的——国货

币政策国内传导。其传导机制与后者并无二致。但上述条件在现实中并不完全具备。对联盟货币政策传导机制的分析因之更为复杂(图 2):

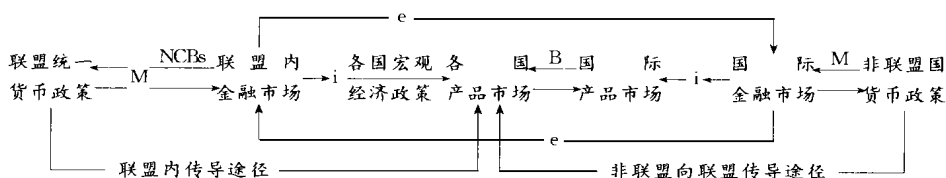


图 2 货币联盟货币政策传导模型

与一国货币政策传导不同的是：(1) 各成员国经济一体化和金融自由化程度是影响联盟统一货币政策传导效应的最重要变量和基本出发点，前已述及；(2) 统一中央银行体系的独立性、透明度、协调性是统一货币监控指标 $M_3$ 得以实现的关键；(3) 在联盟内各国金融市场一体化的过程中，由于各国通货膨胀率、失业率、经济增长率、要素流动性等外生变量变动的不一致，信息的不完全，影响统一货币政策下名义 $i_e$ 和真实 $i_e$ 在各国间的变动差异，则可能出现货币流动和货币替代导致货币供求的地区性结构失衡。因此，货币政策传导中应建立一种约束机制以弥补或抵消这一缺陷；(4) 与(3)相适应，统一中央银行体系的首要或最终目标是且只能是保持币值稳定，其他宏观经济政策如经济增长、充分就业、国际收支平衡等则需要由联盟其他机构或各成员国政府完成。就强化货币政策效力和联盟“整体利益高于一切”而言，若一国宏观经济政策与联盟货币政策不能有效配合，则该国要么退出货币联盟，要么向统一货币政策妥协。

有鉴于此，欧洲经济货币联盟(EMU)货币一体化伴随经济一体化深入发展，各成员国货币政策也经历了由国内到国际、由局部到整体的传导过程，初步实现了统一货币政策传导的条件，如1979年建立欧洲货币体系(EMS)，形成以欧洲货币单位(ECU)为核心、双重中心汇率运行机制(ERM)为主体、以信贷体系为辅助手段的区域性可调整固定汇率制度，为EMU的建立奠定了基础；1989年《德洛尔报告》强调了所有成员国货币自由兑换、资本市场完全自由化和金融市场一体化、固定汇率；1992年《马斯特里赫特条约》正式提出EMU的建设进程和引入单一货币——欧元(EURO)的设想；经实施，第一阶段(1990.7.1-1993.12.31)，欧洲统一大市场启动，欧盟(EU)取代欧共体，旨在促进欧盟各国经济、货币、财政政策协调和趋同的《马约》正式生效，《欧洲中央银行章程》出台，EMS进一步强化；第二阶段(1994.1.1-1998.12.31)，欧洲货币局(EMI)建立，从欧盟总体货币形势出发，每年公布货币供应量( $M_3$ )的增长上下限，以此监控、协调各成员国货币政策，EMS汇率运行窄幅波动再度缩小；1998年3月，欧盟执委会宣布11个欧盟成员国达到实施单一货币条件，可在1999年1月1日(第三阶段开始，至2002年6月30日欧洲货币一体化完成)启动欧元，在欧元区实行永久固定汇率制，实现货币、货币政策、中央银行“三个统一”；ECB执掌货币发行权和货币政策决定权，NCBs参与并执行ECB货币政策的决策，决定各自的业务政策，并按ECB的指令管理外汇储备等。欧洲中央银行统一货币政策传导机制的构建初具雏型。

## 二、从德意志联邦银行看欧洲中央银行货币政策传导机制

欧洲中央银行从框架设计上尽管参照了西方其他国家中央银行的制度和经验，但主要是以德意志联邦银行的操作模式为蓝本，二者在组织结构、货币政策目标、工具、独立性设计等方面都颇为相似，了解德意志联邦银行货币政策传导特点，对分析欧洲中央银行货币政策传导机制不无裨益。

概而言之，德意志联邦银行的货币政策主要通过监控货币

供应量( $M_3$ )，协调运用三大货币政策工具，改变银行的流动性，并通过金融市场的利率机制，间接地影响银行的信贷政策以及德国经济对货币和信贷的需求，最后集中作用于经济中的支出和物价的决定。这一传导机制主要受信用机构的货币扩张机制、德国最低准备金以及再融资制度特征的制约。由于整个银行体系信用货币扩张在短期内将不可避免地产生对中央银行货币的无弹性需求和滞后效应，联邦银行就此可凭借其在中央银行货币供应方面的主导地位，运用可支配的工具去调整利率和货币市场的供需条件，使之与货币目标相一致。首先，它改变自己的再融资交易和公开市场业务的利率；其次，它选择提供或抽取中央银行存款的最佳渠道，并且决定干预货币市场的时间和在货币市场提供流动性的区间。通过对货币市场流动性的管理，联邦银行对信贷和资本市场条件施加间接影响，使在预定的方向长期影响银行贷款愿望，以及经济对货币和信贷的需要，从而使货币扩张适应其货币增长目标。与长短期调节相结合，联邦银行还常常利用外汇掉期和外汇回购交易，对货币市场进行“微调”，通过吸收和提供流动性抵制每月最低准备金缴存期间信用机构在中央银行存款所出现的难以预料的波动。货币政策传导效应因而得以巩固。

由于ECB与德意志联邦银行一脉相承，故其货币政策传导机制有章可循，特别表现在二者货币政策工具运用的高度相关、可比上，由此可明晰ECB货币政策传导机制的核心——流动性管理和利率机制。

### 1. 公开市场操作

公开市场操作均是两行最重要的货币政策工具，其目的是引导市场利率、管理市场流动性及为货币政策的导向传递信号，从而控制货币供给量。操作主要采用有价证券回购协议方式。其实质是中央银行以金融证券作抵押向商业银行提供短期资金。从联邦银行的经验看，它适应了与国外市场联系更为密切的德国货币市场和资本市场的需求，从而可对金融变化作出迅速反应和采取力度不同的措施。货币市场的水平和结构在很大程度上由这种交易的流动性和利率结构所决定，且可通过货币市场利率对定期存款利率进而对银行从非银行部门获得资金的边际成本施加影响。此外，回购协议方式的公开市场利率报价和寻价还具有心理上的信号效应，中央银行可利用它们去影响市场上的利率预期。

在ECB的操作框架中，公开市场操作主要由NCBs组织实施，但其适用条件(如回购利率)等则由ECB统一制订。这意味着，ECB为整个欧元区的货币市场利率水平制订了依据。

除主要利用回购协议进行短期融资操作外，ECB还可利用直接交易、发行债券、外币掉期、吸收定期存款开展公开市场长期融资操作、微调性操作、结构性操作。直接交易指ECB通过向非银行部门出售货币市场票据，利用价格竞争机制，直接影响银行的存款利率。外汇掉期交易在通行的市场利率下进行，除影响流动性外，一般不对汇率产生直接影响。上述操作的有效性已经德意志联邦银行运作实践所证实。

### 2. 存贷款便利

ECB为控制隔夜市场利率，暗示其货币政策基本立场，设立了存贷款便利。在此种便利下，ECB可向市场提供或吸纳流

### 三、不确定性：影响欧洲中央银行货币政策传导机制及效应的因素

按内外因论的思想,影响 ECB 货币政策传导机制及效应的因素源于欧盟及 ECB 自身的机制缺陷和外部潜在的干扰力。前者作用于欧洲中央银行体系 (ESCB) 独立性、透明度、协调性,后者主要指各国宏观经济政策与货币政策的配合协调度,以及微观经济主体行为预期的不确定性。

#### 1. 欧洲中央银行体系的独立性、透明度、协调性程度

从历史经验看,中央银行独立性是保证币值稳定的必要条件。在独立性设计上,ECB 组织机构、人事任免、股权结构、权力行使、货币政策的制定和货币政策工具的运用,都较独立性久负盛名的德意志联邦银行有过之而无不及。但基于欧盟机制上的缺陷,如欧盟成立之初由各成员国财政部长组成的“稳定委员会”,将是 ECB 在执行货币政策上的对抗者,ECB 与联盟其他机构存在的各种联系,也可能影响 ECB 的独立性及执行货币政策的有效性。此外,各成员国中央银行的独立性状况参差不齐,象意大利、西班牙、葡萄牙等国缺乏中央银行独立于政府的经济和政治条件,要使其完全脱离政府指导,任务艰巨。由于 ECB 货币政策统一且不可分割,NCBs 独立性高低不同势必导致货币供应和通货膨胀指标的的地区性失控,进而削弱整个 ESCB 的可信度,其货币政策传导效应也将大打折扣。

就透明度而言,由于适合欧元区的货币政策态势不一定普遍适用于各国,不同指标与物价稳定目标之间的关系也很不确定,增强透明度可使各国经济实体事先了解 ECB 货币政策调整姿态,从而形成对通货膨胀和未来经济发展的正确预期,强化货币政策的有效性。但 ECB 目前尚缺乏一种有效的管理约束机制保证其透明度和信息披露充分性。

与独立性、透明度相一致,ESCB 的协调性程度同样影响其货币政策传导效应的发挥,由于各成员国金融制度、中央银行业务政策的不一致,对币值稳定的作用和通货膨胀的成因的看法不尽相同,经济发展区域性差异也要求货币政策操作保持一定的灵活性,势必引起 ESCB 货币政策决策特别是执行上的分歧和抵触,从而导致稳定币值目标处于次要地位或客观上造成反通货膨胀不力的危险。而加强协调,求同存异,取决于 ECB 的内部控制制度和组织管理艺术。

#### 2. 各国宏观经济政策与 ECB 货币政策的配合协调度

就政策取向看,ECB 将执行以币值稳定为目标从而是谨慎的独立货币政策,“增长与稳定条约”则明确规定,欧元区成员国应奉行财政预算平衡或略有盈余的稳健财政政策。但随着欧洲货币一体化进程的加快,其内在的一些深层次矛盾也将显现,如居高不下的失业率与欧盟执行的严格的货币、财政纪律、政策的矛盾,货币与财政合作不均衡的矛盾,经济发展差异与欧盟财力不足的矛盾,特别是在经济衰退等使各成员国经济差异增大的情况下,主权国家的利益与联盟利益的矛盾可能激化,引发联盟内部的金融危机,甚至扩展至全球。就目前各国财政政策而言,德国、法国、意大利等首批加入欧元区的国家在压缩预算赤字方面尚且勉为其难。假以时日,双紧政策特别是财政政策能否维持,则更难以预料。即便维持,各国也需付

动性,使市场利率不致超过中央银行事先确定的范围,即上限是贷款便利利率(类似德意志联邦银行的伦巴德利率),下限是存款便利利率(类似于德意志联邦银行的贴现率),介于二者之间的是回购利率。在德国,短期存贷款利率和利率结构常随贴现率和伦巴德利率的变动而变动,并与联邦银行流动性政策相互关联。其基本关系用之于对 ECB 存贷款便利的分析,则可解释为:当货币市场的流动性十分紧张,存款便利利率远低于货币市场利率(如回购利率),则主要的银行利率与存款便利利率的自发联系将使货币市场利率的上升趋势只能通过银行向其客户提供资金而逐渐传导出来。如果银行不使其利率适应于一般的货币市场条件及其边际再融资成本,则盈利机会减少,以致银行贷款愿望迟早降低;如果出现明显的通货膨胀预期,流动性政策与利率政策的相互作用比通过提高名义利率来控制经济中的信贷需求更能有效抑制货币扩张。反之,对贷款便利利率的分析亦复如是。如此 ECB 可达到维护市场稳定性的目的。

#### 3. 最低存款准备金要求

为稳定市场利率,控制市场流动性和货币扩张效应,ECB 还决定向欧元区所有信贷机构提出最低存款准备金要求。作为一种政策工具,最低准备金具有双重功能。首先,它给 ECB 通过改变其比率以持续地调节银行在中央银行存款或贷款便利提供了选择,或在特定的准备金比率下,使银行的货币创造比没有最低准备金要求相比更依赖于 ECB 及其提供的流动性和利率政策的便利。由于最低准备金同时也用作银行的“流动资金”,可使 ECB 在不丧失对货币加强控制的条件下在货币市场上稳定流动性和利率变动的趋势;其次,除影响流动性外,最低准备金还影响利率,表现为准备金比率的增加首先减少银行盈利,削弱其对外授信能力,承担由此带来的机会成本,而在负担转嫁过程中,降低存款利率要比提高贷款利率困难得多,从而抑制了货币扩张效应。ECB 最低准备金制度的这一内在特征,同时也正是德意志联邦银行货币政策传导机制不可或缺的重要组成部分。

从上述分析中,我们可以对 ECB 即欧洲中央银行的货币政策传导机制作一基本描述:为实现“保持物价稳定”的首要目标,ECB 选择货币供应量(M3)作为中介指标,由各成员国综合运用公开市场操作、存贷款便利、最低存款准备金要求“三大法宝”,使得中央银行货币政策的刺激因素——流动性和利率——从各国货币市场开始,进而通过金融市场扩展,使 M3 年度目标和主要经济目标变量在长期内也有望达到。ECB 还须在一年内经常考虑是否、何时、以及在何种程度上通过改变货币市场和其他金融市场的条件使货币扩张对货币目标的偏离得到纠正。故货币、经济、财政等方面的变量(事实上和潜在的通货膨胀率、汇率、利率、经济的实际增长)将受到监控,并采用各种指标评估货币政策运行状况的适当性和有效性。同时,考虑到现实条件下欧元区货币政策传导过程中还存在较大的不确定性因素,且必将对 ECB 货币政策传导机制产生影响,为此须作进一步分析。

出经济增长的相当代价。这也正是欧盟试图只控制银行信用而对各成员国财政信用无力控制的机制缺陷所在。同时,在一个经济发展周期仍存在差异,没有财政转移机制,且劳动力等要素流动性较差的欧元区内维持固定汇率制仍存在困难,从而影响 ECB 的汇率政策和货币的内外稳定。

从非联盟国家对联盟的货币政策传导看,如果美国提高利率,大量资金流向美国,欧元流动性会遇到困难。为对付美国,ECB 相应提高利率,结果导致失业率上升,欧盟一些国家就会难以承受,进而调整其就业政策和财政政策,而其政策效果,极可能与 ECB 统一货币政策意图背道而驰。从这个意义上讲,ECB 与美联储的合作程度,一定程度上影响到联盟统一货币政策效应的实现。

### 3. 各成员国微观经济主体行为预期的不确定性

宏观经济政策传导效应的发挥最终依赖于微观经济基础的运行和反馈。后者本身即包含了持续存在于生产和物价方面的不确定性。货币转换带来环境的变化,使这种不确定性尤为扑朔迷离,进而对整个货币政策传导过程施加影响。

如前所述,ECB 货币政策对经济活动经由流动性得以实现,并通过商业银行信用创造功能和货币乘数效应间接提供或在公开市场上与非银行部门直接交易提供流动性。货币政策在很大程度上取决于对银行系统提供的信贷交易和其他金融产品的替代效应。但货币乘数和货币流通速度并非仅由银行等金融部门决定,现金漏损率和货币结构等影响货币乘数的因素由社会公众决定。因其对货币需求的流动性偏好不同,银行货币

创造环节可能因此受阻或中断,而在资本市场全球化的环境中,货币替代效应增强,也会使货币政策效力削弱。

在货币转换期,欧元的跨国流动将促进欧洲银行体系的重组和业务范围的调整。跨国银行集团的金融批发业务(如同业拆借)势必削弱欧元零售市场的利益。各国企业和居民将因此依据市场利率调整其金融资产和负债结构,如扩大直接融资比重,甚至直接参与公开市场交易,造成“脱媒”现象,从而使货币乘数难以测定;另一方面,单一货币消除了货币风险,并降低了交易成本,从而推动了区内货币市场、资本市场一体化,利率差额的透明度、可比性提高。企业特别是跨国公司的跨境投资使资产组合呈多元化分布,并可方便地获得国外贷款,形成货币替代效应。联盟内某成员国执行货币政策的效果可能因另一成员国资金的自由流入而削弱,货币地区均衡被打破,危及整体均衡。此外,由于各国收入水平、产业结构、技术水平的不协调一致,影响消费支出,增加了企业生产和投资决策的不确定性,进一步影响货币政策传导效力。

综上所述,欧洲中央银行货币政策传导机制的最终确立和运行,尚需克服诸多因素,有待实践检验,保证统一货币政策在各成员国的有效实施,关键在于金融制度的完善,各项政策的协调和经济聚合的深化。欧洲中央银行在推动欧洲经济和货币一体化进程中,任重而道远。

(作者单位:西南财经大学研究生部 成都 610074)

(责任编辑:向运华)

(上接第 74 页)其六,该试行办法避免了与现行法规的直接冲突,由国资公司利用风险收入来购买股票,而不是由法人代表直接购买该公司的股票,应该说,这也是一种创新。

### 三、对该试行办法的进一步思考

股票期权激励在我国还是一个新生事物,对我国的国企改革和其他企业的经营管理活动具有十分重要的现实意义。我们建议,该项试点不仅可以在武汉市试行,而且应该尽快在我国更大范围内试行。

针对武汉国资公司股票期权激励机制的试行情况,我们提出值得一些进一步思考和探讨的问题。

1. 武汉国资公司仅仅对企业法人代表试行股票期权激励方式,我们能否考虑不仅对法人代表试行股票期权激励,而且对其他高级经营管理者试行此办法,甚至可以考虑对员工也试行这种办法的可能性。

2. 武汉市国资公司是将年薪收入中的一部分作为股票期权激励给经营者,我们在试行的过程中,除了这种办法外,能不能从年薪收入以外拿一块出来与股票期权挂钩。因为年薪收入本身是与经营者当年的业绩挂钩的,那是在当年就应该给予经营者的。在分开处理时,可以进一步探讨能不能直接采用股

票期权方式,而不是买入股票的方式。

3. 经营者行权的股票来源,除了用奖励的收入在市场上直接购入外,我们的试点,可以进一步探讨企业发行股票时,预留一部分来解决经营者所行权的问题。

4. 武汉国资公司在经营者得到股票时,采用的是由国资公司在二级市场买入股票的办法。但目前二级市场上的股票价格一般说来,高于企业的实际经营状况。因此,有人认为这对经营者是不公平的。但我们认为这种办法仍有可取之处,特别是在我国公司法和证券法规定不能持有内部股票的情况下,这是近期内不得已而为之的办法。尽管经营者买入股票时价格高估了,但经营者在卖出股票时,同样也是高估的。不利的影

响主要是体现在持有期的配股分红上。总之,我们认为武汉市国资公司的试行办法具有重要的理论意义和很强的现实意义。我们应该认真总结武汉国资公司的作法,并在此基础上,更大范围地试行这种作法,并在试行的过程中,不断进行创新、总结和完美。

(作者单位:武汉大学金融学系 武汉 430072)

(责任编辑:金萍)