

金融与货币一体化背景下欧洲中央银行的转型与创新

胡 琨

内容提要:欧元诞生 15 年来,无论从广度还是深度上而言,欧洲货币联盟内部的一体化进展可谓迅猛。作为欧元区专属货币政策机构的欧洲中央银行亦在不断进行调整,以应对变化所带来的挑战。本文从欧元区建立之后欧洲金融与货币一体化入手,分析欧洲中央银行机制变迁的缘由、具体表现及影响,以期深化和扩展对欧洲经济与货币联盟及其走向的认识。

关键词:欧洲中央银行 转型 创新 金融与货币一体化 量化宽松

2014 年 11 月 4 日,欧洲银行业单一监管机制(Single Supervisory Mechanism, SSM)正式启动。作为这一机制的核心,欧洲中央银行(European Central Bank, ECB, 以下简称“欧央行”)将和各成员国相关主管机构(National Competent Authorities, NCAs)共同承担起欧元区银行业的监管职能,以确保金融市场的稳定。^①两个月后,即 2015 年 1 月 22 日,欧央行正式宣布出台扩张性资产购买计划(expanded asset purchase programme),这一所谓“欧版量化宽松”再次让欧央行成为瞩目的焦点。^②与 1998 年成立之初相比,而今的欧央行,无论是决策机制还是政策手段和职能权限都发生了显著变化。^③鉴于欧央行在欧洲经济与货币联盟(Economic and Monetary Union, EMU)中所扮演的关键角色,其变迁的缘由、具体表现及影响无疑值得探究。而这些变迁,自然与欧元区出现后欧洲货币与金融领域的一体化进程有着密不可分的联系。

^① ECB Website, <https://www.ecb.europa.eu/ssm/html/index.en.html>, last accessed on 29 November 2014.

^② ECB, “Press Release on 22 January 2015”, http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html, last accessed on 28 January 2015.

^③ ECB Website, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/1998/html/is980609.en.html>, last accessed on 29 November 2014.

一 欧洲金融与货币体系的一体化进程

欧洲的金融与货币一体化主要表现在横向与纵向两个方面,即欧盟和欧元区在地理空间上不断扩张的同时,其内部的金融联系也日益紧密。

(一) 横向一体化

1992 年 2 月 7 日签署的《马斯特里赫特条约》(Maastricht Treaty) 决定在《德洛尔报告》(Delors Report) 的基础上分三个阶段建立欧洲经济与货币联盟,并计划在 1999 年 1 月 1 日启动第三阶段,^①即引入共同的货币欧元。原则上,符合四个趋同标准(convergence criteria)的欧盟成员国都有义务加入这一货币联盟,^②这些标准包括低通胀水平、稳健的公共财政^③、稳定的汇率关系和名义利率向通胀率低的货币趋同等。^④第一批加入欧元区的国家有 11 个。^⑤对不符合条件的欧盟成员国,^⑥欧盟委员会(European Commission)与欧央行将至少每两年(或应相关非欧元区成员国的请求)向欧洲理事会(European Council)递交一份经济趋同报告,以评估其是否有资格加入欧元区。如相关成员国加入欧洲汇率机制(European Exchange Rate Mechanism II, ERM II)^⑦满两年并符合上述趋同标准,便应引入欧元。^⑧

随着欧盟的东扩,欧元区也在不断扩大。目前,欧盟成员国的数量已达 28 个;而随着 2015 年 1 月 1 日立陶宛正式引入欧元,已有 19 个欧盟成员国加入以欧元为法定

① 前提条件是至 1997 年底仍未就第三阶段的启动日期达成协议,参见 Maastricht Treaty, Article 109j(4), <http://www.eurotreaties.com/maastrichtec.pdf>, 2015 年 3 月 24 日访问。

② 丹麦与英国分别根据《关于丹麦的特定条款的议定书》(Protocol on Certain Provisions Relating to Denmark)与《关于英国和北爱尔兰的特定条款的议定书》(Protocol on Certain Provision Relating to the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland),即所谓“退出条款”(opt-out clause)而免除在条件符合的情况下自动进入第三阶段的义务。此外,尽管没有签订正式的“退出条款”,但瑞典将是否引入欧元与国内公投绑定,从而在某种程度上免除了加入欧元区的义务。鉴于瑞典加入欧盟(1995 年)在欧元区成立(1999 年)之前,欧委会对此采取了容忍与克制的态度;但为维护《马斯特里赫特条约》的约束力,欧委会要求 1999 年之后新入盟的成员国须履行此义务,参见欧盟委员会官方网站, http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/who_can_join/index_en.htm, 2014 年 11 月 29 日访问。

③ 其中包括政府赤字与公共债务两项指标,因此,有些文献也称趋同标准有五项,参见 Maastricht Treaty, Article 109j(1), <http://www.eurotreaties.com/maastrichtec.pdf>, 2015 年 3 月 24 日访问。

④ Treaty on European Union (92/C 191/01), Official Journal of the European Communities, 29. 07. 1992, p. 20.

⑤ Council Decision of 3 May 1998 in Accordance with Article 109j(4) of the Treaty (98/317/EC), Official Journal of the European Communities, 11. 05. 1998, L139, pp. 30-35.

⑥ 即所谓“不完全成员国”(Member State with a Derogation)。

⑦ 瑞典正是通过不申请加入该机制的方式,避免承受履行加入欧元区义务的压力。

⑧ TFEU, Article 140 (Maastricht Treaty, Article 109j), http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en.pdf, last accessed on 24 March 2015.

货币的货币联盟,另有七个欧盟成员国,在条件成熟时亦须履行加入欧元区的义务。^①

(二)纵向一体化

1999年,为配合欧元启动,欧盟委员会发布《金融服务行动计划》(Financial Services Action Plan, FSAP),拟推动金融业与资本市场充分一体化。^②这一计划的核心是促进投资者在欧盟内部跨境活动的《金融工具市场指令》(Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)。^③而欧盟国家(英国除外)的金融体系为银行导向型(bank-oriented),银行因承担为个人、企业及其他金融机构提供流动性的职能而被视为金融体系中的关键角色。^④因此,欧洲金融与货币一体化的纵向深化主要表现在以银行业为主体的金融体系的融合。

第一,根据“一价定理”(law of one price),即金融资产价格或回报(利率)的趋同即基于价格的指标(price-based indicators)可反映其一体化程度的深化。欧债危机爆发前,欧盟银行批发业务,如银行同业拆借、投资银行业务、政府债券和各类金融衍生品市场已是高度一体化;货币市场与政府债券(尤其是欧元区国家)的收益率几乎完全趋同;企业债券收益率也基本不受所在国环境影响,而更多地受到一些普遍因素的制约。零售银行业务虽然受各种因素^⑤影响,一体化进程相对较慢,但是利率差异不断收敛的趋势却相当明显。^⑥

第二,金融业一体化也意味着金融机构各类跨境业务活动愈加频繁,即在所谓基于数量的指标(quantity-based indicators)上也有反映。2000-2007年,欧盟银行业区域内平均跨境渗透(cross-border penetration)指数^⑦从14%上升至21%。^⑧而欧盟30家

^① 除英国和丹麦外,未引入欧元的其余七个成员国一直在寻求加入欧洲汇率机制,以便能引入欧元;而丹麦从1999年1月1日至今一直是欧洲汇率机制成员国,参见 Keynote Speech by Mario Draghi on 25 September 2014, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140925_1.en.html, last accessed on 29 November 2014.

^② European Commission Website, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm#transition, last accessed on 29 November 2014.

^③ Directive 2004/39/EC, OJ L 145, 30 April 2004, pp. 1-44.

^④ Stefanie Kleimeier and Harald Sander, “Integrating Europe’s Retail Banking Market: Where Do We Stand?”, *Research Report in Finance and Banking*, Centre for European Policy Studies, Brussels, 2007, pp. 5-6.

^⑤ 制约零售银行利率趋同的因素主要包括:银行客户对本地银行的信任、信息不对称、运输成本以及一体化壁垒等。

^⑥ Commission of the European Communities, “European Financial Integration Report 2007”, Commission Staff Working Document, SEC(2007), 1696, Brussels, 10 December 2007, pp. 8-9.

^⑦ 即在欧盟一国银行总资产中其他欧盟成员国银行资产所占的比例。

^⑧ Dirk Schoenmaker, “Post-Crisis Reversal in Banking and Insurance Integration: An Empirical Survey”, *European Commission Economic Papers 496*, April 2013, pp.12-14; Jakob de Haan, Sander Oosterloo and Dirk Schoenmaker, *European Financial Markets and Institutions*, Cambridge: Cambridge University Press, 2009, p. 220.

最大的银行^①位于母国之外欧盟其他成员国的资产比例从2000年的20%上升至2007年的23%。^②与此同时,欧元的引入和金融一体化的实践,一方面加剧了银行间的竞争,银行(及金融交易市场)寻求通过合并与收购增强竞争力;另一方面也为银行(及金融交易市场)跨境合并与并购创造了条件,欧盟内部跨境并购呈现井喷之势。^③

自欧洲货币联盟启动以来,随着欧盟的东扩和非欧元区成员国条件的逐渐成熟,欧元区不断扩大;同时,欧洲金融业也在一系列措施的推动下不断融合。欧盟/欧元区成员国间资本价格与回报率趋同,区域内跨境金融业务往来愈加频繁,金融行业内部关系日益紧密,相互间影响持续加强,呈现出较高的一体化水平。^④外部环境的这些变化,必然会对欧央行相关机制的运行产生深刻影响。

二 一体化背景下欧央行决策机制的变迁

(一) 欧央行决策体系

欧央行的决策机制分为三个层次:执行委员会(Executive Board)、管理委员会(Governing Council)和总理事会(General Council)。执行委员会负责欧洲央行的日常运作,包括筹备管理委员会会议、落实管理委员会的货币政策指导方针及相关决策以及给各国央行必要的指示等;同时也可在管理委员会授权下行使相应职权。执行委员会由一名行长、一名副行长以及四名专业人士组成,为确保该机构以欧元区整体利益为根本出发点,其成员须在欧洲理事会获得特定多数(qualified majority)情况下方可被任命。^⑤同时,执行委员会成员任期规定为八年,不得连任;而首批成员卸任时间被错开,以保持货币政策的连续性与稳定性。^⑥

^① 2007年,这30家银行资产累加约占欧盟银行业总资产的63.61%。

^② Dirk Schoemaker and Toon Peek, "The State of the Banking Sektor in Europe", OECD Economics Department Working Papers, No. 1102, ECO/WKP(2013)94, 2014, p. 17.

^③ Jakob de Haan, Sander Oosterloo and Dirk Schoemaker, *European Financial Markets and Institutions*, p. 227; 对欧盟/欧元区内部金融纵向一体化加深的详尽分析及相关数据,可参见胡琨、刘东民:“欧债危机下欧盟银行规制与监管体系的转型与创新”,《欧洲研究》2013年第3期,第69-72页。

^④ Council of The European Union, "Proposal for a Council Regulation Conferring Specific Tasks on the European Central Bank Concerning Policies Relating to the Prudential Supervision of Credit Institutions", 2012/0242(CNS), Brussels, 14 December 2012, <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/12/st17/st17812.en12.pdf>, last accessed on 30 November 2014.

^⑤ TFEU, Article 283 (Maastricht Treaty, Article 109a), http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en.pdf, last accessed on 24 March 2015.

^⑥ 欧央行成立以来,经济规模最大的德国、法国、意大利和西班牙始终在执行委员会中占据一席;但2012年卢森堡的伊文思·默施(Yves Mersch)接替西班牙人何塞·曼努埃尔·冈萨雷斯-帕拉莫(José Manuel González-Páramo)出任执行委员会委员后,打破了这一传统。

管理委员会是欧央行的最高决策机构,负责制定欧元区货币政策及必要的指导方针,以确保欧央行和欧元体系(Eurosystem)^①履行其职责。管理委员会由执行委员会全体成员和欧元区所有成员国央行行长组成,^②欧央行行长担任主席,通常遵循“一人一票”及“简单多数”原则^③;而在一些特定议题上(如认缴资本、外汇储备以及欧央行收益等),遵循特定多数原则,执行委员会成员则无投票权。^④

鉴于并非所有的欧盟国家都已加入欧元区,遂在欧央行设立总理事会,由欧央行正副行长及欧盟所有成员国央行行长组成,其职能与欧洲货币管理局(European Monetary Institute, EMI)类似,负责过渡期间欧盟境内各中央银行及货币政策的协调与合作。^⑤

(二)一体化进程对决策机制的影响

作为欧元区中央银行,欧央行的货币政策须以欧元区整体利益为根本出发点,因此要避免货币政策被众多经济与人口体量小的成员国所支配,从而导致货币政策失去代表性。而货币联盟在地理空间上不断扩张,导致管理委员会相应膨胀,在“一人一票”及“简单多数”的原则下,保障货币政策的代表性无疑面临巨大挑战。同时,臃肿的管理委员会规模亦会使货币政策决策的效率大打折扣。

这一问题,早在东欧十国加入欧盟以前就已引起欧盟的关注。2000年12月4日,欧盟理事会(Council of the European Union)提议欧央行修改管理委员会表决规则。^⑥稍后签订的《尼斯条约》(Treaty of Nice)则在为规则的修改提供了法律依据的同时,^⑦亦设定了红线:欧央行管理委员会组成及权限不可变更。^⑧改革的核心在于保

^① 该体系由欧央行和欧元区成员国央行组成,负责和主管欧元区货币政策,这方面内容已被写入《里斯本条约》(Treaty of Lisbon), TFEU, Article 282, http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en.pdf, 2015年3月24日访问。

^② TFEU(Article 283)明确规定管理委员会由欧央行执行委员会成员及欧元区成员国央行行长组成,在这之前的各个条约中则模糊地表示“应(shall)由欧央行执行委员会成员和各国央行行长组成”,参见 Nice Treaty, Article 112, Maastricht Treaty, Article 109(a), http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en.pdf, 2015年3月24日访问。

^③ 在票数相等的情况下,欧央行行长投票起决定作用。

^④ 即《欧洲中央银行体系与欧洲中央银行规约议定书》(Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank)(下文简称《规约》或 Statute)中的 Article 28, 29, 30, 32, 33, 51 所涉事项,参见 Statute, Article 10.3, http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_32620121026en.pdf, 2015年3月24日访问。

^⑤ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.en.html>, last accessed on 29 November 2014.

^⑥ Opinion of The European Central Bank of 5 December 2000, Official Journal of the European Communities, C362, 2000, p. 13, https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_36220001216en00130014_d.pdf, last accessed on 30 November 2014.

^⑦ Statute, Article 10.6.

^⑧ Treaty of Nice, Article 5; Ansgar Belke and Dirk Kruwinnus, “Erweiterung der EU und Reform des EZB-Rats”, *Europäische Zentralbank Wirtschaftsdienst*, H. 5, 2003, S. 325.

证决策过程高效快捷的同时,确保表决结果反映欧元区经济基本面的货币政策需求。因执行委员会被视为欧元区整体利益的代言人,所以应始终保留其成员在管理委员会中的表决权,①而调整成员国央行行长的表决权,自然成为新规则的重点。

欧央行可选择模式有美联储公开市场委员会(Federal Open Market Committee, FOMC)式的轮换制(rotation)、国际货币基金组织(International Monetary Fund, IMF)式的代表制(representation),或者按照特定标准赋予成员国央行行长不同的投票权重等机制。但欧央行视“一人一票”为其货币政策不可撼动的核心宪法原则,②赋予管理委员会成员不同的投票权重自然与此原则相悖,故不能考虑。而轮换制与代表制互有优劣,轮换制无法兼顾欧元区内部不同经济体体量的巨大差异,代表制则易导致各国(尤其是小国)央行行长货币政策主张失去独立性。因此,考虑到欧元区的特殊情况,欧央行在这两种现成机制的基础上取长补短,于2003年创造性地引入了被称为“最小代表性模式”(minimum representation model)的轮换表决机制(rotation system)。③

根据2013年3月21日通过的欧央行修订章程,当欧元区成员国数量超过15个时,则应在管理委员会引入新的表决机制。④新机制将按照特定标准⑤给成员国进行排名,并分成两组,排名最高的五个成员国央行行长为一组,共拥有四票表决权,其余成员国央行行长为另一组,分享剩余的11个投票席位(这一点类似于代表制),而在各组内部实行轮换制,每月轮换一次。当成员国数量达到22个时,则须将成员国分为三组,排名最高的五个成员国央行行长仍拥有四票表决权;占所有成员国半数的央行行长划为第二组,拥有八票投票权;剩余的央行行长得到三个表决席位。引入新的投票规则后,成员国央行行长共得到15个表决席位,执行委员会成员在投票时仍拥有六票。⑥这一新的表决机制,既可使货币政策体现欧元区整体利益的需求,又充分保障了各成员国表达各自货币政策诉求的权力,无疑是国际金融合作领域的重要制度创新。

2008年12月8日,欧央行宣布推迟启动新的表决程序,即在成员国数量达到19个

① See Yunus Aksoy, Paul De Grauwe and Hans Dewachter, “Do Asymmetries Matter for European Monetary Policy?”, *European Economic Review*, Vol. 46, 2002, pp. 443-469.

② Opinion of The European Central Bank of 5 December 2000, Official Journal of the European Communities, C362, 2000, p. 14, https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_36220001216en00130014_d.pdf, last accessed on 30 November 2014.

③ ECB, “Empfehlung gemaess Artikel 10.6 der Satzung des Europaeischen Systems der Zentralbanken und der Europaeischen Zentralbank fuer einen Beschluss des Rates ueber eine Aenderung des Artikels 10.2 der Satzung des Europaeischen Systems der Zentralbanken und der Europaeischen Zentralbank”, *Amtsblatt der Europaeischen Union*, C29, 7. 2. 2003, S. 6-11.

④ 根据 Statute 10.6, 欧央行管理委员会有权推迟引入新表决机制。

⑤ 市场价格计算的国内生产总值占 5/6, 而货币金融机构资产负债表总额占 1/6。

⑥ Statute, 10.2.

之前,继续按以前的规则投票。^① 2015年1月1日,随着立陶宛加入欧元区,新的管理委员会表决规则正式启动,欧元区因成员国增多而导致的决策机制困境因此得到化解。

三 一体化背景下欧央行货币政策战略与工具的变迁

(一) 欧央行货币政策战略与工具

1998年10月13日,欧央行管理委员会就欧央行稳定导向的货币政策战略(stability-oriented monetary policy strategy)达成共识,即在“经济分析”(economic analysis)与“货币分析”(monetary analysis)两大支柱基础之上保障价格稳定,即确保欧元区“调和消费者物价指数”(Harmonised Index of Consumer Prices, HICP)在中期内(over the medium term)年均增长幅度不超过(但接近)2%。^② 这一战略内涵于2003年5月8日再次得到管理委员会的重申与强调。^③

利率是欧央行落实货币政策战略的基石,也是管理委员会会议讨论的核心议题。^④ 围绕这一基石,欧央行主要采取引导利率走势、调节市场流动性及释放货币政策走向信号等策略来完成其确保价格稳定的货币政策任务,主要的工具包括:(1)常备机制(standing facilities),即欧央行通过成员国央行向欧元区金融机构提供隔夜拆借服务,从而传递货币政策方向信号并影响隔夜市场利率。具体来说,就是符合条件的金融机构一方面可以以合格资产为抵押,通过边际贷款机制(marginal lending facility)获取隔夜流动性,另一方面也可通过存款机制(deposit facility)将每天多余的头寸存入央行。欧央行为上述两种机制设定的利率通常扮演着隔夜市场利率上下限的角色;(2)公开市场操作(open market operations)。与传统的(如美联储)在公开市场买卖债券不同,欧央行的公开市场操作更多的是以回购协议、买卖断交易、发行债务凭证、货币互换及收存定期存款等方式,通过标准招标、快速招标或双边直接交易来调节市场流动性,包括主要再融资操作(main refinancing operations, MROs)、较长期再融资操作(longer-term refinancing operations, LTROs)、微调操作(fine-tuning operations)和

^① ECB, “Decisions of the European Central Bank of 18 December 2008 to Postpone the Start of the Rotation System in the Governing Council of the European Central Bank”, ECB/2008/29, Official Journal of the European Union, 7.1.2009, p. L3/4-5.

^② ECB, Press Release on 13 October 1998, http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html, last accessed on 30 November 2014.

^③ ECB, Press Release on 8 May 2003, http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html, last accessed on 2 December 2014.

^④ 即所谓关键利率(key interest rates),也即后文提到的边际贷款机制利率、存款机制利率和主要再融资操作利率,参见 Statute 12.1。

结构性操作(structural operations)。其中最关键的工具是主要再融资操作,即由各国央行通过标准招标程序每周都实施的逆回购操作,期限为一周(2004年3月之前为两周),以向金融市场提供大量流动性。该机制最低投标利率介于边际贷款机制利率与存款机制利率之间,与后两者共同构成欧元区关键利率,是欧元区货币政策走向的晴雨表;(3)最低准备金(minimum reserves)或法定存款准备金(required reserves)制度^①,以稳定货币市场利率,并创造或加大结构性流动性短缺,使得流动性工具更好地服务于利率目标。^②

(二)一体化进程对货币政策战略与工具的影响

随着欧元区经济一体化的不断深入,以利率为核心的货币政策战略已无法满足欧央行履行货币政策任务的要求,货币政策传导机制的失灵问题逐渐浮现,而欧元区金融市场动荡及各成员国宏观经济结构差异巨大是导致这一问题的主要因素。

(1)金融市场稳定因素

欧元的引入与强大的政治意愿密不可分,^③但欧元区并不符合最优货币区(Optimum Currency Area, OCA)的要求,从经济角度来说仍不具备建立货币同盟的条件。^④这是因为,各国宏观经济条件与经济结构千差万别,而引入共同货币后,成员国失去了汇率政策这一调节竞争力的重要工具,却又没有建立相应的替代性机制(如统一的财政政策、充分流动的劳动力市场或灵活的工资与价格政策等),整个欧元区宏观经济面临巨大的失衡风险。^⑤在2008年国际金融危机爆发之前,这一风险主要表现为竞争力分化^⑥导致的区域内部国际收支严重失衡。^⑦金融危机爆发后,各国受到的冲击极不对称,失衡愈演愈烈,并扩散到经济增长、消费、就业、公共财政和金融市场等各个领

^① 按主要再融资操作利率计息。

^② <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>, last accessed on 2 December 2014; Statue, Chapter IV; 也可参见 Karlheinz Ruckriegel und Franz Seitz, “Zwei Währungsgebiete - Zwei Geldpolitiken. Ein Vergleich des Eurosystems mit dem Federal Reserve System”, Frankfurt am Main; Bankakademie Verlag GmbH, 2002, S. 30-36。

^③ Dieter Grosser, “Das Wagnis der Währungs-, Wirtschafts- und Sozialunion. Politische Zwänge im Konflikt mit ökonomischen Regeln”, Geschichte der Deutschen Einheit, Band 2., DVA: München, 1998。

^④ See Paul Krugman and Maurice Obstfeld, *International Economics: Theory and Policy*, Cambridge: Addison Wesley Longman, 1997, pp. 631-634。

^⑤ Barry Eichengreen, “Is Europe an Optimum Currency Area”, *NBER Working Papers*, No. 3579, January 1991, pp. 1-3。

^⑥ 欧元引入后,基于单位劳动成本的实际有效汇率分化严重,例如1998-2006年,德国单位劳动成本相对葡萄牙下降约30%,关于欧元引入之后欧元区国家经济趋异的研究可参见 Paul De Grauwe, “The Challenge of Enlargement of the Eurozone”, SUERF Annual Lecture 2007, The Austrian National Bank, June 22, 2007, p. 10。

^⑦ 在欧元引入之前,欧元区主要经济体国际收支均较稳定,并且绝大部分为顺差;欧元引入之后,德国、奥地利与荷兰等国国际收支顺差持续飙升,而法国、意大利和西班牙等国顺差开始减少,在欧债危机爆发前这三国国际收支均已呈现多年逆差,参见 Eurostat 官网, <http://ec.europa.eu/eurostat/help/new-eurostat-website>, 2015年3月24日访问。

域,最终演变为银行业危机和主权债务危机的恶性循环。^①

危机导致金融市场一片恐慌,信贷与流动性出现收缩迹象,主要成员国面临经济衰退危险。^②在通货膨胀压力缓解的背景下,为消除实业与个人消费领域的流动性紧张,欧央行在传统货币政策工具之外,^③陆续引入名目繁多的所谓“非常规措施”(non-standard measures),以改善欧元区融资条件和流动性状况。^④这些非常规措施主要包括:第一,2009年5月与2011年11月先后公布两轮“欧元计价的资产担保债权购买计划”(euro-denominated covered bonds purchase programme, CBPP),额度分别为600亿与400亿欧元;^⑤第二,2009年6月,宣布以固定利率招标方式进行三轮一年期^⑥无限额(with full allotment)“较长期再融资操作”;^⑦第三,2010年5月,宣布实施“债权市场计划”(Securities Market Programme, SMP);^⑧第四,2011年12月,又宣布实施两轮固定利率招标无期限“较长期再融资操作”,但期限扩展为前所未有的36个月。^⑨

欧央行希冀通过这些非常规货币政策工具向市场提供低利率流动性。但欧盟/欧元区特有的法律框架和经济治理模式使其缺乏一个被普遍承认的最后贷款人(Lender of Last Resort, LLR)机制,这些措施的出现并没有改变上述现实及外界对此的认知。^⑩在这种情况下,尽管关键利率极低,但市场恐慌情绪仍挥之不去,银行同业市场依然紧张,国债市场更是被严重扭曲,融资难度与成本不断增加,金融危机愈演愈烈,流动性危机不断加剧。^⑪

^① Paul De Grauwe, “The Governance of a Fragile Eurozone”, *Australian Economic Review*, Vol. 45, September 2012, pp. 255-268.

^② 可参考欧央行相关数据:<http://www.ecb.int/press/pr/stats/md/html/index.en.html>, 2014年12月2日访问。

^③ 从2008年10月起至2009年5月的7个月内,欧央行连续7次降低关键利率,使得再融资操作利率从3.75%降至1.00%, <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>, last accessed on 2 December 2014; 2011年12月8日将存款准备金率从2%降至1%, http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html, 2014年12月4日访问。

^④ ECB, Monthly Bulletin June 2009, pp. 9-10.

^⑤ ECB, Press Release on 30 June 2010, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100630.en.html>; ECB, Press Release on 3 November 2011, http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111103_1.en.html, last accessed on 2 December 2014.

^⑥ 常规的LTROs为三个月。

^⑦ ECB, Presse Release on 7 May 2009, http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090507_2.en.html, last accessed on 2 December 2014.

^⑧ ECB, Press Release on 10 May 2010, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>, last accessed on 3 December 2014.

^⑨ ECB, “Press Release on 8 December 2011”, http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html, last accessed on 28 October 2014.

^⑩ 这些“非常规措施”要不是事先就确定规模,如CBPR;要不就是临时措施,如SMP和LTORs,可参见德拉吉(M. Draghi)2012年4月25日在欧洲议会经济与货币事务委员会听证会上的讲话,<http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120425.en.html>, 2014年12月3日访问。

^⑪ 相关数据可参阅欧洲央行官方网站,如十年期国债收益率等。

面对这一现实,欧央行在利率之外,逐渐开始关注货币政策传导机制的顺畅。早在“债券市场计划”推出时,欧央行就已经表示其政策出发点是“紧张局势阻碍货币政策传导机制,并影响中期价格稳定”。^①最终,欧央行于2012年9月6日推出了新的非常规措施“直接购债交易”(Outright Monetary Transactions, OMTs)。在该计划下,如受困国满足申请“欧洲金融稳定机制”(European Financial Stability Facility, EFSF)/“欧洲稳定机制”(European Stability Mechanism, ESM)一级市场购债条件,欧央行可在二级市场无限量购买其一至三年期国债。^②欧央行领导层明确表示,此举是为了纠正因无端恐慌而严重扭曲的国债市场,以维护货币政策单一性及其传导机制,避免欧元区价格稳定受到破坏性影响。^③随着“直接货币交易”的出台,欧央行与“欧洲稳定机制”开始创造性地共同扮演欧元区最后贷款人角色,国际金融市场对欧元的信心显著提升,欧元区因流动性紧缩而崩溃的短期风险迅速退去。^④

(2) 宏观经济条件差异因素

欧元区各国宏观经济结构与发展水平不一,货币政策在各国的传导机制亦千差万别,统一的利率政策如何兼顾这一差异,也是欧央行终须面对的巨大挑战。^⑤随着OMTs 出台、欧元区货币政策传导机制因金融市场动荡而失灵的风险逐渐减弱之后,各国货币政策传导机制不同而导致的货币政策失灵问题日益凸显。2012年底以来,欧央行不断下调各关键利率,^⑥但欧元区内部的结构失衡却导致这一宽松货币政策在各国的实施效果大相径庭:一方面,核心国家^⑦货币金融机构(Monetary Financial Institution, MFI)对私人部门(private sector)贷款余额基本保持稳定,通胀率在相当长一段时期里维持在一定水平;另一方面,在危机国家^⑧,因经济表现疲弱且信心不足,低利率并未导致资金进入实体经济,而更多是在银行业内部循环,从而加剧了经济的低迷,通胀率不断下滑,并最终拖累整个欧元区。^⑨因此,尽管利率水平极低,但欧元区货

^① ECB, Press Release on 10 May 2010, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>, last accessed on 3 December 2014.

^② ECB, Press Release on 6 September 2010, http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html, last accessed on 4 December 2014.

^③ Mario Draghi and Vítor Constâncio, “Introductory Statement to the Press Conference on 6 September 2012”, <http://www.ecb.int/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>, last accessed on 4 December 2014.

^④ 相关研究可参见 Kun Hu, “The Institutional Innovation of the Lender of Last Resort Facility in the Europ”, *Journal of European Integration*, Vol. 7, 2014, pp. 2-15.

^⑤ 早在欧元引入之初,这一问题就已引起讨论,参见 Daniel Gros and Carsten Hefeker, “One Size Must Fit All: National Divergences in a Monetary Union”, *German Economic Review*, Vol. 3, 2002, pp. 247-262.

^⑥ 2014年6月11日甚至将存款机制利率下调至-0.1%,9月10日再次下调至-0.2%,参见 ECB 官网, <http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>, 2015年1月28日访问。

^⑦ 如德国、芬兰、奥地利和卢森堡等国。

^⑧ 如希腊、葡萄牙、爱尔兰、西班牙与意大利等国。

^⑨ ECB, “Financial Stability Review”, November 2014, p. 67, 134.

币金融机构对私人部门贷款余额却不断缩减,通胀率在 2013 年年中短期上升之后延续不断下滑的趋势,并于 2014 年 12 月陷入技术性通缩(-0.2%)。显然,欧元区各国货币政策传导机制的不同,使得统一的利率政策已无法确保欧央行履行价格稳定这一货币政策的首要目标。^①

面对这一困境,欧央行于 2015 年 1 月 22 日正式宣布出台扩张性资产购买计划,决定自 2015 年 3 月始,预计至 2016 年 9 月,每月在二级市场购买 600 亿欧元政府与私人债券,推动实体经济发展,促使中期通胀率回归至接近 2% 的目标水平。计划规定,欧央行购买占总计划规模 8% 的债券,剩余额度则根据在欧央行核心资本中的出资比例分配给各国央行,除去占总计划规模 12% 的欧洲机构债券外,各国央行可在额度内自行购买本国政府和机构债券,但风险须自担。^② 在这一计划框架下,一方面,欧央行控制所有技术细节并协调购买行动,从而确保欧元区货币政策的单一性不被损害;^③另一方面,各国央行被赋予自主购债的权限,从而可以灵活应对本国独特的货币政策环境,尽可能消除因货币政策传导机制导致的货币失衡,可能因此出现的道德风险亦可通过风险自担原则得到最大限度的规避。因此,这一计划并不仅仅是注入更多的流动性、提升市场信心,通过货币贬值刺激经济复苏的所谓“欧版量化宽松”那么简单。如果仅仅出于这一目的,之前施行的各类措施所释放的低利率流动性早已足够。这是欧央行为应对货币政策传导机制差异困境,履行其货币政策任务,从而为经济发展提供稳定宏观环境所进行的大胆创新尝试。^④ 欧央行上述一系列围绕货币政策传导机制所进行的创新实践,在丰富了货币政策工具的同时,也使得传导机制从此成为与利率同等重要的货币政策战略支点。^⑤

四 一体化背景下欧央行职能与权限的变迁

(一) 欧央行职能与权限

货币联盟建立后,欧央行和欧盟所有成员国央行共同组成欧洲中央银行体系(European System of Central Banks, ESCB),行使欧洲货币政策专属职权(exclusive

^① 参见 Eurostat 数据库。

^② ECB, “Press Release on 22 January 2015”, http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html, last accessed on 28 January 2015.

^③ <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.de.html>, last accessed on 28 January 2015.

^④ 市场变化亦印证这一点,欧元兑美元汇率在计划公布当日虽然大幅下挫,但总体上不过是延续欧元兑美元数月来的贬值趋势,而数日后,欧元兑美元汇率却一改长期以来的颓势,持续上扬月余,所谓“欧版量化宽松”是竞争性货币贬值战略乃至货币战争的说辞不攻自破。

^⑤ <http://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>, last accessed on 4 December 2014.

competence)。该体系由欧央行决策机构(即执行委员会和管理委员会)领导,其首要目标(primary objective)为确保价格稳定,只有在不影响这一目标的前提下,方可支持欧盟总体经济政策。^①因并非所有欧盟国家都是欧元区成员国,故欧央行和欧元区各国央行单独组成欧元区体系,负责欧元区货币政策事宜。在整个欧洲中央银行体系中,欧央行是核心,具有法人地位,其价格稳定为导向的货币政策独立性是得到法律的保障。^②

(二)一体化进程对职能与权限的影响

2008年国际金融危机之所以会首先对欧洲金融市场产生巨大冲击,并引发银行业危机与主权债务危机,与金融一体化不断加深下欧洲银行监管的困境有着千丝万缕的联系。为减少金融一体化阻力,欧盟秉承“最低标准与相互承认下的母国控制”(home country control combined with minimum standards and mutual recognition)原则,^③基本不触碰现有的银行监管体系。这一策略在有效推进欧盟金融一体化加深的同时,也导致欧盟银行监管体制呈现离散特征,即成员国监管行为各自为政,且各国模式、规则与实践亦差异巨大。^④随着金融一体化进程的深入,欧盟信贷机构间的关联性不断增强,欧盟银行监管体系逐渐受到“三元悖论”(Trilemma)的严重挑战,即稳定的金融系统、一体化的金融体系和成员国负责金融监管三者无法兼得。这意味着,在欧盟银行业高度一体化的背景下,遵循“母国控制”原则的欧盟银行监管体系无法有效保障欧洲金融市场的稳定。^⑤此次危机为此敲响了警钟,而推动金融一体化是欧盟既定目标,且高度一体化已成现实,因此,欧盟需要在成员国继续保留银行监管权与维护金融市场稳定之间做出选择。最终,在危机推动下,欧盟银行业监管理念与模式发生了从“母国控制”到“审慎监管”(prudential supervision)原则的根本转变,成员国向欧盟层面上交银行监管权,以确保金融系统的稳定。^⑥

在此背景下,2012年6月的欧盟峰会提出建立银行业单一监管机制(Single Su-

^① Maastricht Treaty, Article 4, 105(1), 106.

^② TEU, Article 13, TFEU, Article 130 and 282, Statue, Article 7, 8, 9; 也可参见 ECB 官网, http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/mission_eurosys.en.html, 2014年12月4日访问。

^③ Commission of the European Communities, “Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council (Milan, 28–29 June 1985)”, COM (85) 310, June 1985, Brussels, pp. 29–30.

^④ Jakob de Haan, Sander Oosterloo and Dirk Schoenmaker, *European Financial Markets and Institutions*, p. 304; Dirk Schoenmaker and Peter Wierds, “Financial Supervision: Which Model for Europe?”, FMG Special Paper 143, London School of Economics, London, 2002, p. 6.

^⑤ Dirk Schoenmaker, “Central Banks and Financial Authorities in Europe: What Prospects?”, in Donato Masciandaro ed., *The Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe*, Cheltenham; Edward Elgar, 2005, pp. 398–456.

^⑥ 关于欧盟银行监管机制转型,参见胡琨、刘东民:“欧债危机下欧盟银行规制与监管体系的转型与创新”,第83–85页。

pervisory Mechanism, SSM), 以确保信贷机构安全和金融市场稳定。^① 根据这一决议, 欧盟委员会于当年 9 月向欧盟理事会递交提案, 建议根据《欧洲联盟运行条约》(TFEU) 第 127 条第 6 款“理事会经咨询欧洲议会和欧洲中央银行, 可以以一致方式, 根据一项特别立法程序通过条例, 就除保险业以外的信贷机构和其他金融机构的审慎监管政策赋予欧洲中央银行以特定任务”^②和《欧洲央行体系与欧央行规约》(Statute) 第 25 条, 赋予欧央行对欧元区银行进行单一监管的职权。^③ 这一提案经过多次讨论与修订, 于 2013 年 10 月 15 日最终获得通过。在经过一年的筹备测试期后, 欧洲银行单一监管机制于 2014 年 11 月 4 日正式启动。^④

新的机制由欧央行和各参与国监管机构组成, 覆盖欧元区所有约 4700 家银行, 并根据欧洲银行业管理局 (European Banking Authority, EBA) 制定的单一监管规则 (single rulebook) 履行审慎监管职权, 以维护欧元区金融体系稳定。^⑤ 欧央行为这一机制核心, 通过各联合监管小组 (Joint Supervisory Teams, JSTs)^⑥ 负责 123 家“重要” (significant)^⑦ 信贷机构的直接监管, 这些银行的总资产占整个欧元区银行业资产的 82%; 余下 3500 家“非重要”银行 (less significant) 的监管任务则由欧央行制定监管标准, 各国相关机构负责实施, 但欧央行拥有最终决定权。^⑧ 这一机制充分体现了欧洲基于其特殊政治架构所表现出来的创新精神, “欧盟新的银行监管体系不同于既有的金融监管模式; 对于具有系统重要性、可能引发金融振荡的大型信贷机构, 新的银行监管体系

① Euro Area Summit Statement on 29 June 2012, http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131359.pdf, last accessed on 4 December 2014.

② 《欧洲联盟运行条约》, 中文译本参见《欧洲联盟基础条约——经〈里斯本条约〉修订》, 程卫东、李靖堃译, 北京: 社会科学文献出版社 2010 年版, 第 97 页。

③ European Commission, “Proposal for a Council Regulation Conferring Specific Tasks on the European Central Bank Concerning Policies Relating to the Prudential Supervision of Credit Institutions”, 2012/0242, 12 September 2012, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-511_en.pdf, last accessed on 4 December 2014.

④ <https://www.ecb.europa.eu/ssm/html/index.en.html>, last accessed on 4 November 2014.

⑤ Council Regulation (EU) No. 1024/2013 of 15. October 2013, Official Journal of the European Union, L287, 29. 10. 2013, Article 7.

⑥ 这些小组由欧央行和成员国监管机构工作人员共同组成, 参见 ECB, “Leitfaden zur Bankenaufsicht”, November 2014, S. 12, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssmguidebankingsupervision201411.de.pdf>, 2014 年 12 月 4 日访问。

⑦ 这 123 家重要信贷机构多数为集团 (包括立陶宛的 3 家银行), 由 1200 个各类金融企业组成, 条件包括资产超过 300 亿欧元或占所在成员国 GDP 的 20% (总资产不低于 20 亿欧元)、在所在成员国的重要性排名前三位的信贷机构、欧洲稳定机制的直接救助机构、总资产超过 50 亿欧元, 在一个以上的其他成员国的资产占总资产 20% 以上等, 参见 ECB, “The List of Significant Supervised Entities and the List of less Significant Institutions”, 4 September 2014, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ssm-listofsupervisedentities1409en.pdf>, 2014 年 12 月 4 日访问。

⑧ 所有银行的牌照发放注销及股权转让等仍由欧央行直接负责, 还可参见单一监管机制官网, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2014/html/sr141104.de.html>, last accessed on 4 December 2014.

采用功能模式(欧洲央行负责宏观与微观审慎监管,成员国负责商业行为监管),以便迅速有效地维护金融市场稳定;对中小型信贷机构则采用统一模式(欧洲央行负责宏观审慎监管,微观审慎与商业行为监管交由成员国负责),以更灵活的保证信贷机构安全和维护银行客户利益……”。^①

欧央行之所以成为这一机制的核心,除了有一定的法律依据、具备足够的技术手段^②履行监管职能外,还因为它通过下属的银行业监管委员会(Banking Supervision Committee, BSC)在银行监管和维护金融市场稳定方面积累了丰富的经验与专业知识;与此同时,欧央行还是巴塞尔银行业监管委员会(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)的观察员,其货币政策目标的实现也必须确保金融市场稳定;就此而言,欧央行行使金融监管职权,责无旁贷。^③

为避免金融监管职能与货币政策职能互相冲突,确保各自的独立性,欧央行内部成立一专门监管委员会(Supervisory Board),由一名主席、一名副主席(欧央行执行委员会成员)、四名欧央行代表以及参与国监管机构代表各一名组成,投票遵循简单多数原则,在票数相同情况下,主席拥有决定权。监管委员会的决定须递交管理委员会批准,程序遵循“无异议”(non-objection)原则^④;同时,欧央行还设立一个由五位独立人士组成的审查管理委员会(Administrative Board of Review)以监督其职能的行使。^⑤

五 总结与展望

欧元引入15年来,欧洲货币联盟内部的一体化进程无论从广度还是深度上都发展迅猛,作为欧元区专属货币政策机构的欧央行,亦在不断通过创新来调整,以应对变化所带来的挑战。

首先,欧盟与欧元区不断扩大,使得原有的决策机制已无法确保货币政策在欧元区层面的代表性。为此,欧央行在借鉴传统的“轮换制”和“代表制”基础上,兼顾本地区特点,创造性地引入所谓“最小代表制模式”的轮换表决机制,既坚持了管理委员会所有成员决策的公平性与独立性原则,又有利于货币政策反映本地区经济整体需求。

^① Kun Hu and Dongmin Liu, “Transformation and Innovation in the EU’s Bank Regulation and Supervision System in the European Debt Crisis Context”, *Global Review*, Summer 2014, p. 107.

^② 例如基于货币政策的信息收集以及足够的流动性用于危机管理。

^③ ECB, “The Role of Central Banks in Prudential Supervision”, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/prudential-supcbrole_en.pdf, last accessed on 25 March 2013.

^④ 即只能驳回或批准,无权修改。

^⑤ ECB, “Leitfaden zur Bankenaufsicht”, November 2014, S. 14 - 15, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssmguidetobanking supervision201411.de.pdf>, last accessed on 4 December 2014.

其次,欧元区作为一个“非最优货币区”,巨大的失衡风险无处不在,并在国际金融危机冲击之下出现银行业危机与主权债务危机。欧元区货币政策的传导机制被危机所扭曲,欧央行传统的利率导向货币政策频频失灵,促使欧央行在抛出形形色色非常规货币政策工具之余,最终将货币政策传导机制视为与利率同等重要的货币政策战略支点,并发展出颇多极具创新精神的相关货币政策工具。

再次,在国际金融危机的冲击下,欧元区银行监管体系受到“三元悖论”严重挑战,高度一体化的欧洲金融市场迅速陷入动荡,引发银行业危机与主权债务危机。最终,欧元区成员国放弃银行业监管的“母国控制”原则,向欧央行上交银行监管权,引入结构精妙的银行业单一监管机制,以确保金融体系稳定。从此,作为欧洲中央银行/欧元区体系核心的欧央行,在履行专属货币政策职能的同时,其权限也扩展到金融监管领域,成为银行业单一监管机制的核心。

欧央行的变迁体现出欧洲人虚心学习和积极进取的创新精神。但是,新近的发展也对欧央行提出了新的问题:面对欧元区内部经济社会始终存在的失衡与巨大的差异,欧央行兼顾各个成员国不同的货币政策传导机制的政策是否奏效?同时,精心设计的单一监管机制框架能否确保货币政策与银行业监管职能的相互独立,还须拭目以待。

此外,欧债危机爆发以来,尽管外界希冀欧央行带领欧元区经济走出困境的愿望不断加强,但是,欧债危机源于各类债务的不断累积,希望借助更多债务(即央行所释放的流动性)克服这一危机的想法显然无异于缘木求鱼。正如欧央行众多历任执行委员会成员^①所表示的那样,欧央行为欧元区经济所能作出的最佳贡献是确保中期物价稳定,从而为经济复苏提供一个稳定的宏观经济环境,本文所论述的欧央行的变化亦是主要围绕这一根本任务而展开的。欧洲面临的挑战,本质上是全球化背景下经济竞争力的危机,要走出这一困境,货币政策的作为极为有限,痛苦的深层结构改革才是必经之路。

(作者简介:胡琨,中国社会科学院欧洲研究所助理研究员;责任编辑:宋晓敏)

^① 例如奥特玛·伊辛(Otmar Issing)在2004年、于尔根·斯塔克(Juergen Stark)在2008年以及德拉吉在2012年都有类似的表态。