

欧洲央行在应对欧债危机中的作用： 政策、成效与反思

The Affect of the European Central Bank in countering the European Debt Crisis: Policies, Outcomes and Reflexion

黄燕芬^{1, 2} 辛洪波²

(¹中国人民大学欧洲问题研究中心、²公共管理学院, 北京 100872)

摘要：欧债危机爆发之后，欧洲金融市场流动性严重不足，金融市场系统性风险增大，经济明显下滑，失业率不断上升。为维护金融市场和社会经济稳定，欧洲央行货币政策出现重大转变，实施了维持超低利率、长期再融资操作、证券市场计划、直接货币交易计划以及资产负债表策略等非常规货币政策，承担起主权债务危机国家的“最后贷款人”角色。欧洲央行实施的非常规货币政策，对于稳定欧洲金融市场、维护债务危机国家的社会经济稳定、防止欧洲经济进一步深度下滑以及避免欧元区解体等方面产生了显著的积极影响。同时，也需要对欧洲央行货币政策及其成效进行反思，欧洲央行承担起“最后贷款人”角色，在一定程度上损害了其长期保持的高度独立性，并且可能产生新的经济金融风险，同时也难以从根本上化解欧盟和欧元区国家内部长期存在的经济结构性失衡问题。

关键词：欧债危机 欧洲央行 货币政策 独立性

一、引言

2011年欧债危机爆发，原本从2008年国际金融危机中逐步复苏的欧洲经济再次一是金融体系脆弱，尤其是出现银行业危机。主权债务危机恶化放大欧元区银行风险敞口，导致流动性不足。“欧猪五国”（PIIGS）¹的政府债券主要由德国、法国等欧元区核心国银行持有，随着“欧猪五

国”债务状况恶化及违约风险上升，由债务危机引起的银行风险敞口迅速增大。根据国际货币基金组织2011年9月发布的《全球金融稳定报告》，欧债危机给欧洲银行业造成高达3 000亿欧元的信用风险，欧元区银行业风险从边缘国家扩大至核心国。债务危机引起的银行风险敞口增大，加大了对银行资本金要求，甚至使得银行面临

¹ 欧猪五国（英语：PIIGS），也叫作“群猪五国”或者“笨猪五国”，是国际债券分析家、学者和国际经济界媒体对欧洲五个主权债券信用评级较低的经济体的贬称。这个称呼涵盖葡萄牙（Portugal）、意大利（Italy）、爱尔兰（Ireland）、希腊（Greece）、西班牙（Spain），特别指各国的主权债券市场，这些国家的公共赤字也都超过了3%。

资本重组的风险。银行业风险加大的结果就是对手交易减少，市场流动性不足。2011年7月份开始，反映市场流动性状况的3个月LIBOR-OIS利差不断扩大。

二是经济低迷，失业率攀升。主权债务危机直接导致欧元区经济陷入低迷，甚至是衰退。2011年欧元区国家的GDP实际增长率为1.4%，低于2010年的1.9%。由于受到债务危机深化和财政紧缩政策的双重影响，“欧猪五国”的经济增长速度远低于德国，其中希腊和葡萄牙出现负增长，欧元区内部经济增长的结构性矛盾进一步增大。主权债务危机恶化产生的另一个严重问题是失业率居高不下。2011年欧元区17国失业率超过10%，爱尔兰、希腊、西班牙、葡萄牙的失业率更是远超欧元区平均水平，其中西班牙2012年1月份的失业率高达23.3%。

在这样的经济金融形势下，债务危机如果得不到有效控制，短期而言，欧洲金融市场很可能会爆发金融危机；中长期而言，欧元区经济将不可避免地陷入衰退，甚至有可能造成“失去的十年”。为了稳定欧洲金融市场、防止经济深度下滑，欧洲央行开始调整货币政策目标和货币政策工具，并逐步走向抵御债务危机活动的前台。

二、欧洲央行应对欧债危机的主要措施

2008年金融危机爆发后，主要经济体的中央银行均推出一系列的非常规货币政策，以维护金融市场安全和经济稳定。非常规货币政策指中央银行实施的货币政策措施具有一些有别于其在通常情形下实施的常规货币政策的特征，是中央银行在通常情况下不会实施的非常措施。欧债危机

爆发之后，为了维护金融市场稳定、防止经济过度下滑，欧洲中央银行实施了多项非常规货币政策。

（一）将欧元区主导利率维持在超低水平

将基准利率保持在超低水平甚至确定下限为0，这属于常规货币政策的非常规化操作，是金融危机后各国央行普遍采用的货币政策。为控制通货膨胀，欧洲央行于2011年4月13日和7月13日两次上调主导利率，但被称为是“置债务危机国家死活于不顾”的保守行为。现任欧洲央行行长德拉吉上台后，立即对利率政策进行调整，相继在2011年11月9日、12月14日、2012年7月11日以及2013年5月8日、11月13日（11月7日公布，13日开始实行）五次下调主导利率，并最终降至历史低点——0.25%。

当然，欧洲中央银行在影响政策利率预期方面所采取的沟通策略与美联储存在明显差异。欧洲中央银行的策略仍旧是利用经济与货币分析“两大支柱”，对经济和通胀前景提出具有说服力的分析和判断，以影响市场对政策利率的预期，欧洲中央银行自身不作任何承诺。从政策效果看，欧洲央行通过下调主导利率，对于增加市场流动性以及降低主权债务危机国家的融资成本和债务偿还压力具有积极的影响。

（二）长期再融资操作（LTRO）

2008-2009年，欧洲央行多次提供三个月期、六个月期和一年期的流动性供给计划。为缓解银行业的流动性压力，2011年10月，欧洲央行重启12个月长期再融资操作（Long Term Refinance Operation）。随着债务危机恶化及银行流动性趋紧，12月

21日，欧洲央行推出三年期再融资操作计划，并调低了欧元区银行借贷的抵押和保证金要求，并向523家欧元区银行提供了总额为4 890亿欧元三年期低息贷款，此次再融资操作计划在规模和期限上都是空前的。

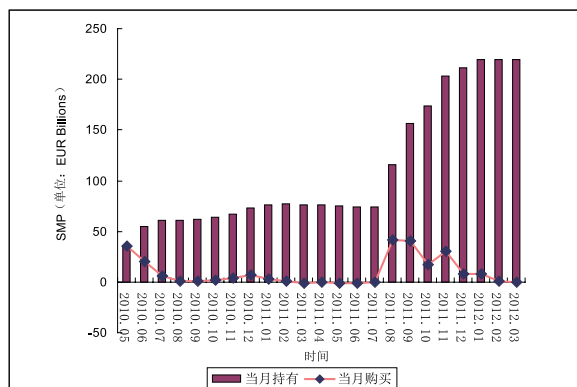
由于第一轮三年期再融资操作计划对缓解银行流动性危机、稳定金融市场起到积极作用，欧央行于2012年2月29日推出了第二轮三年期长期再融资操作，并放宽了7个国家（奥地利、塞浦路斯、法国、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙）合格抵押品级别（如房贷和其他贷款等也可以作为抵押品），使更多的中小型银行可以用质量较低的资产作为抵押品。此次欧洲央行向800家银行提供了总额为5 295亿欧元三年期低息贷款，规模再创新高。

欧洲央行推出的两次总规模超过1万亿欧元的三年期再融资操作计划，被称为是“欧版量化宽松计划”，除缓解银行业流动性不足、引导更多资金支持实体经济的显性目标之外，其隐性目标是在不违反欧盟“不救助条款”的前提下，通过鼓励各国商业银行在二级市场购买债务国债券，达到缓解债务国压力和稳定金融市场的目的。虽然欧洲央行的长期再融资操作与美联储、英格兰银行通过增加货币发行量直接购买债券的操作方式存在形式区别，但其目标是相同的。大规模的流动性供给，阶段性地缓解了市场的流动性不足问题，但也为欧元区通货膨胀埋下了隐患。

（三）证券市场计划（SMP）

2010年5月14日，欧洲央行推出证券市场计划（Securities Markets Programme），允许欧洲央行根据有关规定直接从一、二

级市场购买债券。在2011年8月份之前，SMP规模增长平缓，8月份开始快速增长，截至2012年3月5日，欧洲央行持有的债券规模达到2 195亿欧元（见图1）。由于连续推出两轮三年期再融资操作计划，2012年2、3月份欧洲央行暂停扩大SMP规模。



数据来源：ECB

图1 欧洲央行各月购买、持有的债券规模

（四）直接货币交易计划（OMT）

为进一步稳定欧洲金融市场，有效降低主权债务危机国家的债务偿还压力，欧洲央行于2012年9月6日推出了直接货币交易计划（Outright Monetary Transactions），并暂停证券市场计划。直接货币交易计划，是指当欧元区成员国的债务危机达到一定程度时，在满足一定条件的前提下，欧洲央行可以在二级市场无限量地购买欧元区成员国发行的政府债券。根据欧洲央行理事会公布的在二级主权债券市场直接交易的技术细节，直接货币交易计划具有以下几个特点：

一是购债规模无上限。随着欧债危机的恶化，欧洲央行逐步表现出“不惜一切代价保护欧元区”的态度和决心，2012年

8月宣布将以购买欧元区重债国国债的方式帮助其降低国债收益率，并在9月6日公布了具体的货币政策工具——直接货币交易计划。根据该计划，欧洲央行可以无限制地在二级市场购买欧元区成员国的政府债券，因此也被外界称为无限量债券购买计划。

二是在二级市场操作。根据欧洲央行的解释，直接货币交易计划是在二级市场进行操作，即从投资者手中购买欧元区成员国的政府债券，而不是从成员国手中直接购买，这也是欧洲央行认为直接货币交易计划不会成为主权债务危机国家变相融资工具的主要依据。另外，直接货币交易计划是针对一至三年期的短期政府债券，而非长期债券。

三是启动条件较严格。为了避免产生“道德风险”以及控制直接货币交易计划给欧洲央行自身带来的金融风险，欧洲央行对于启动直接货币交易计划制定了较为严格的限制条件，欧洲央行规定“直接货币交易计划的一个必要条件是严格遵循与欧洲金融稳定基金/欧洲稳定基金（EFSF/ESM）某个适当计划相关联的条件”，即只有在成员国与EFSF或ESM达成救助协议之后，欧洲央行才会针对该国启动直接货币交易计划，换言之，如果成员国未与EFSF或ESM达成救助协议，将没有资格获得直接货币交易计划。

直接货币交易计划公布之后，引起了德国的强烈反对，德国央行行长魏德曼就明确表示反对欧洲央行的购债计划。从直

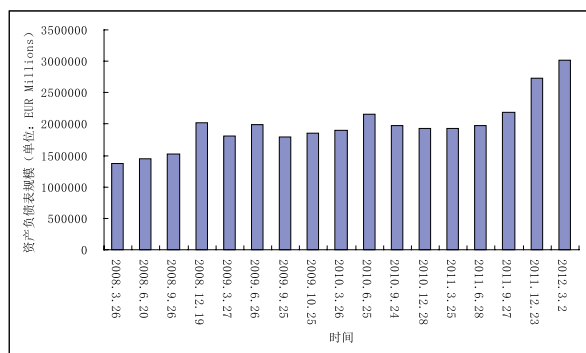
接货币交易计划的具体实施来看，由于该计划设置了严格的启动条件，尽管欧洲央行行长德拉吉、国际货币基金组织(IMF)总裁拉加德等一再呼吁主权债务危机国家向欧洲央行申请直接货币交易计划，但截至2013年10月，仍然没有欧元区成员国提出申请。

虽然直接货币交易计划出台至今仍未被启动，但对缓解主权债务危机国家的偿债压力和稳定欧洲金融市场产生了积极影响。我们认为，直接货币交易计划实际上相当于一种承诺，即欧洲央行会承担起主权债务危机国家的“最后贷款人”角色，并“不惜一切代价保护欧元区”。欧洲央行的这种承诺会影响金融市场各个主体的预期，增强了市场信心，并有助于降低主权债务危机国家的国债收益率，例如西班牙和意大利在欧洲央行公布直接货币交易计划之后发行的国债收益率均明显下降。

（五）资产负债表策略（Balance Sheet Policy）

金融危机爆发后，资产负债表成为各国中央银行非常重要的货币政策工具，通过扩大资产负债表规模和调整资产负债表项目结构，来实现为市场提供流动性等目标。

在资产负债表规模方面，2011年之后欧洲央行的资产负债表规模始终处于上升态势。截至2012年3月2日，欧洲央行资产负债表规模突破3万亿欧元，达到3.02万亿欧元，短短一年之内增长了56.8%，是2008年3月份的2.19倍，与GDP比值超过同期的美联储和日本央行（见图2）。



数据来源：ECB。

图2 2008年以来欧洲央行资产负债表规模

欧洲央行的资产负债表结构也发生明显变化。两轮三年期长期再融资操作的推出，导致资产表中的“对欧元区金融机构的欧元贷款”规模急剧膨胀，增加了4 049.43亿欧元，其中“长期再融资操作”扩张至11 000.76亿欧元，净增长4 557.62亿欧元。资产表中另一个令人关注的项目是“为货币政策目的持有的证券”，两年间增长2 405.32亿欧元，在总资产中所占比重由2.30%升至9.40%。负债表中最值得关注的是“欧元区信贷机构欧元负债”规模扩大，净增加7 350.27亿欧元，所占比重由21.84%升至38.00%，其中“存款便利”（欧洲央行为对手金融机构设立的隔夜存款便利）增加6 068.84亿欧元，所占比重由11.29%升至27.15%，反映欧洲央行购买欧元区政府债券规模的“定期存款”达到2 195亿欧元。

三、欧洲央行应对欧债危机的政策成效

欧洲央行采取的一系列非常规货币政策对深陷债务危机的欧元区社会经济产

生了较为显著的积极作用。在经济影响方面，维护了欧元区金融市场稳定，同时避免经济出现深度下滑；在社会影响方面，有利于主权债务危机国家的社会经济稳定，并避免主权债务危机国家退出欧元区而导致欧洲一体化进程受阻。在所有的政策成效中，欧洲央行的非常规货币政策对维护金融市场稳定的作用是最为明显，也是最为直接的。

（一）维护金融市场稳定

欧洲央行实施的维持超低利率、长期再融资操作、证券市场计划以及资产负债表策略等非常规货币政策，对于金融市场产生了显著的积极影响，消除了金融市场恐慌，并重塑了市场信心。我们可以从以下两个方面大体判断欧洲央行非常规货币政策对金融市场的积极影响：

一是通过释放流动性缓解了市场流动性不足问题。从衡量欧洲银行间的流动性指标EURIBOR-OIS利差看，在欧债危机爆发之后，金融市场的流动性不足问题凸显，EURIBOR-OIS利差迅速扩大。在2011年11月至2012年1月之间甚至超过1，但在欧洲央行实施长期再融资计划和证券市场计划之后，欧洲银行间流动性快速增加，市场的流动性压力迅速下降，EURIBOR-OIS利差开始下行（见图3）。在2012年9月之后已经稳定在0.2以下，金融市场逐步趋于稳定。另外，欧洲央行通过证券市场计划，在二级市场直接收购主权债务危机国家的主权债券，也减轻了欧洲银行不良资产率上升的压力。

表1 欧洲央行资产负债表变化 (单位: EUR Millions)

科目	2010年3月30日		2012年3月2日		
	额度	占比	额度	占比	增长额度
1.黄金及黄金应收款	266 919	14.09%	423 445	14.01%	156 526
2.对欧元区非居民的外币债权	198 591	10.48%	246 981	8.17%	48 390
3.对欧元区居民的外币债权	28 461	1.50%	72 110	2.39%	43 649
4.对欧元区非居民的欧元债权	15 658	0.83%	23 269	0.77%	7 611
5.对欧元区金融机构的欧元贷款	725 409	38.28%	1 130 352	37.39%	404 943
5.1主导再融资操作	81 062	4.28%	29 469	0.97%	-51 593
5.2长期再融资操作	644 314	34.00%	1 100 076	36.39%	455 762
5.3储备微调操作	0	0.00%	0	0.00%	0
5.4结构性储备操作	0	0.00%	0	0.00%	0
5.5保证金放贷工具	1	0.00%	783	0.03%	782
5.6与缴纳保证金相关的信贷	33	0.00%	24	0.00%	-9
6.对区内信贷机构的其他欧元债权	27 156	1.43%	59 261	1.96%	32 105
7.持有区内居民的欧元证券	342 936	18.10%	631 714	20.90%	288 778
7.1为货币政策目的持有的证券	43 548	2.30%	284 080	9.40%	240 532
7.2其他证券	299 388	15.80%	347 633	11.50%	4 245
8.持有欧元政府债券	36 147	1.91%	31 176	1.03%	-4 971
9.其他资产	253 620	13.38%	404 851	13.39%	151 231
总资产	1 894 898	100.00%	3 023 159	100.00%	1 128 261
1.流通中的银行票据	791 340	41.76%	870 556	28.80%	79 216
2.欧元区信贷机构欧元负债	413 837	21.84%	1 148 864	38.00%	735 027
2.1活期账户	199 900	10.55%	91 402	3.02%	-108 498
2.2存款便利	213 935	11.29%	820 819	27.15%	606 884
2.3定期存款	0	0.00%	219 500	7.26%	219 500
2.4储备微调操作	0	0.00%	0	0.00%	0
2.5与缴纳保证金相关的信贷	3	0.00%	17 143	0.57%	17 140
3.对区内信贷机构的其他欧元负债	774	0.04%	7 368	0.24%	6 594
4.已发行债务证明书	0	0.00%	0	0.00%	0
5.对区内居民的其他欧元负债	128 247	6.77%	147 146	4.87%	18 899
6.对非居民的欧元负债	37 626	1.99%	90 890	3.01%	53 264
7.对区内居民的外币负债	1 632	0.09%	4 413	0.15%	2 781
8.对非居民的外币负债	12 910	0.68%	7 861	0.26%	-5 049
9.IMF特别提款权占款	51 249	2.70%	55 942	1.85%	4 693
10.其他负债	160 636	8.48%	213 100	7.05%	52 464
11.重估价账户	220 213	11.62%	394 029	13.03%	173 816
12.资本和储备	76 433	4.03%	82 990	2.75%	6 557
总负债	1 894 898	100.00%	3 023 159	100.00%	1 128 261

数据来源: ECB。

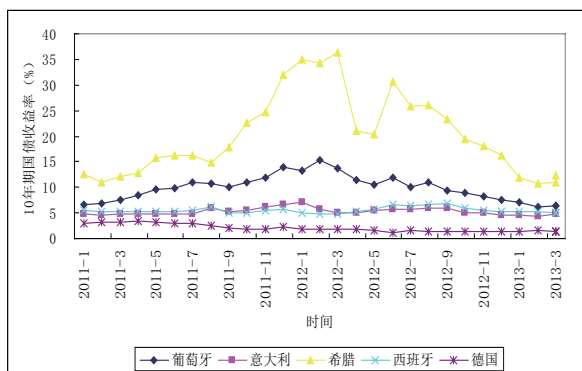


数据来源: Bloomberg。

图3 欧洲银行间的流动性指标EURIBOR-OIS利差走势

二是降低了主权债务危机国家的融资成本。欧洲央行实施的非常规货币政策对缓解主权债务危机国家的融资压力和债务偿还压力也产生了积极影响。从反映主权国家融资成本的国债收益率指标看,在欧洲央行实施非常规货币政策之后,葡萄牙、意大利、希腊、西班牙等主权债务危机国家的10年期国债收益率逐步下降,与德国10年期国债收益率的利差逐步缩小

(见图4)。这说明，欧洲央行的非常规货币政策对缓解债务危机国家的债务偿还压力、降低债务危机国家的融资成本产生了显著的积极影响。



数据来源：Bloomberg。

图4 主权债务危机国家10年期国债收益率走势

(二) 有利于主权债务危机国家的社会经济稳定

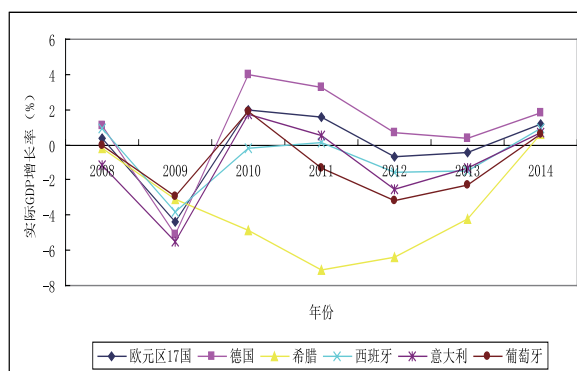
债务危机爆发之后，以“欧猪五国”为代表的主权债务危机国家面临着严重的经济衰退，并产生了一系列的社会经济问题。在欧洲央行实施大规模的非常规货币政策之前，试图化解债务危机的手段主要为财政手段，如债务国内部实施的财政紧缩政策、欧盟和IMF等国际组织提供的“纾困计划”等。同时，外部提供的“纾困计划”均以债务危机国家控制债务规模、实施财政紧缩政策为条件。上述政策措施并未有效缓解主权债务危机国家的债务压力，反而由于财政紧缩带来的福利项目削减和失业率上升，引起这些国家民众的强烈不满，大规模游行示威事件频发，希腊和意大利总理更是因此下台。

为了有效应对债务危机，欧洲央行的货币政策不得不出现重大转变，实施非常

规货币政策，通过向金融市场大规模地注入流动性，较为有效地缓解了主权债务危机国家的偿债压力、稳定了金融市场。从2012年下半年以来债务危机国家的金融市场以及社会经济形势看，整体上逐步趋于平稳。因此，欧洲央行实施的非常规货币政策，对于稳定主权债务危机国家的金融市场和社会经济形势，起到了较为明显的积极作用。

(三) 防止欧元区经济深度下滑

欧债危机爆发之后，欧洲各国尤其是主权债务危机国家的经济不可避免地开始下滑，希腊等国面临的经济形势较2008年国际金融危机时期更为严峻。虽然2012年和2013年（2013年为欧盟统计局的预测数）欧元区整体经济仍处于负增长阶段，经济复苏缓慢，但根据欧盟统计局预测，2014年欧元区经济将步入复苏阶段，实现实际GDP的正增长（见图5）。



数据来源：欧盟统计局（Eurostat）。

图5 欧元区实际GDP增长率

我们认为，在遏制经济深度下滑趋势、实现经济缓慢复苏的过程中，欧洲央行实施的非常规货币政策起到了一定的积

极作用。如果欧洲央行不实施大规模的非常规货币政策，整个欧洲金融市场有可能爆发较为严重的金融危机，这对实体经济会产生极大冲击，并加快欧洲各国经济下滑的速度和幅度。而欧洲央行的非常规货币政策较为有效地维护了欧洲金融市场的稳定，为未来实体经济的复苏创造了良好的金融市场环境。

（四）避免欧元区解体，保住欧洲一体化成果

欧洲一体化是欧洲各国的共同理想，以德国和法国为核心的欧洲各国为此做出了长期的努力，而欧元和欧洲央行则是欧洲一体化的标志性成果。欧债危机爆发之后，欧盟和欧洲央行一直在政治、经济层面寻求解决之道。在欧洲央行货币政策转变、承担起“最后贷款人”角色之前，主权债务危机及其对金融市场的不良影响并没有得到有效遏制。由于不堪财政紧缩所带来的国内压力，希腊等主权债务危机国家债务违约以及退出欧元区的可能性不断上升；同时，部分财政状况和经济形势良好的国家为了不分摊化解债务危机所产生的经济成本，也滋生了退出欧元区的念头。一旦主权债务危机国家出现债务违约或者部分国家退出欧元区，很可能会产生“多米诺骨牌”效应。有些悲观者甚至认为会导致欧元区解体，从而使欧洲各国长期为之努力的欧洲一体化进程受阻，甚至倒退。

欧洲央行为主权债务危机国家承担“最后贷款人”角色，可以避免部分国家退出欧元区及其产生的若干负面影响，如退出欧元区国家的主权债券价格损失会蔓

延至稳定国家，并导致这些国家银行资产缩水（如法国和德国的银行就持有相当规模的希腊主权债券），资本从欧元区撤离会从整体上导致欧元贬值等。更为重要的是欧洲中央银行可以保持欧元区的完整性，避免欧元区解体。

四、对欧债危机时期欧洲央行货币政策的反思

欧洲央行实施的非常规货币政策，在产生一系列积极影响的同时，也可能带来新的经济金融风险。而欧洲央行货币政策的重大转变，更加值得我们从理论和政策层面进行反思。

（一）欧洲央行应对欧债危机是以损害自身的独立性为代价

欧洲央行曾被认为是世界上独立性最强的中央银行，突出表现为货币政策目标的高度独立。欧洲央行自建立以来，一直以保持物价稳定为首要政策目标。根据《欧共同体组建条约》第105条和《欧洲中央银行体系和欧洲中央银行条例》第2条规定，欧洲中央银行体系的首要目标是保持物价稳定，在不影响物价稳定的前提下，欧洲中央银行体系应当全面支持欧洲共同体的经济政策，实现《条约》第2条规定的欧洲共同体的所有目标；在2007年欧盟各国签署、2009年正式生效的《里斯本条约》中，也明确规定欧洲中央银行体系的首要目标是保持物价稳定。为了更准确地界定这一目标，欧洲中央银行的主管理事会1998年从量的角度做出如下规定：“物价稳定应该是欧元区消费价格调整指数

（HICP）年均增长低于2%”。

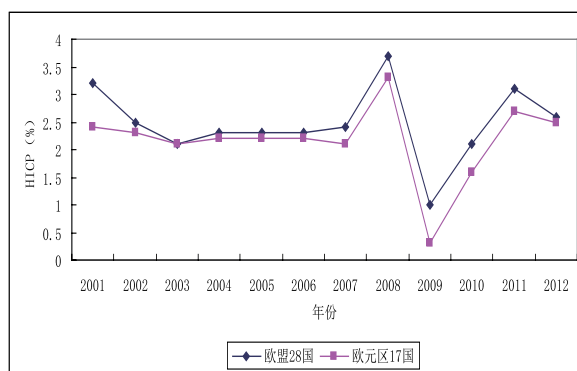
欧债危机爆发之后，尤其是德拉吉就任欧洲央行行长之后，欧洲央行的货币政策目标出现明显转变，即从维持物价稳定转变为维护金融市场和经济稳定。在货币政策工具上也随之发生重大变化，并承担起主权债务危机国家的“最后贷款人”角色，长期坚守的货币政策独立性逐步削弱。在欧洲央行实施的非常规货币政策中，证券市场计划和直接货币交易计划是最能说明欧洲央行独立性下降的。根据欧盟条约第123款规定，欧洲央行不得向其成员国政府提供融资支持。由于证券市场计划是直接干预债券市场，具有向债务国提供融资帮助的嫌疑，因此被称为是最违反“不救助条款”的非常规货币政策，也标志着欧洲央行实际承担起“最后贷款人”角色。欧洲央行独立性下降所产生的长期影响令人担忧，有损于欧洲央行货币政策的有效性，在短期内难以重塑其政策信誉，并可能产生新的经济金融风险。

（二）欧洲央行货币政策可能会产生新的经济金融风险

从欧洲央行实施的非常规货币政策看，有可能会产生新的经济金融风险，主要表现在两个方面：

一是金融市场的道德风险。欧洲央行货币政策的变化会导致银行部门和政府部门的道德风险，即银行部门和政府部门会押宝于欧洲央行提供流动性支持。银行部门会将大量的有毒债券转移至欧洲央行

的资产负债表，降低欧洲央行资产负债表质量。而欧洲央行通过二级市场直接购买主权债务危机国家的主权债券，会降低主权债券的收益率和主权债务危机国家的融资成本，使得缺乏财政准则的政府部门获得间接补贴。另外，如果未来一国的主权债券收益率上升，该国就会认为欧洲央行在主权债券市场的行为是功能失调（Dysfunctional，欧洲央行为证明其通过“证券市场计划”干预主权债券市场的合法性所使用的一个词）的，并施压欧洲央行干预该国的主权债券，从而进一步降低欧洲央行的独立性。上述两种负面激励会提高欧元区银行和政府部门的风险偏好与支出，并在未来产生新的金融危机。



数据来源：ECB

图6 欧盟和欧元区HICP指数走势

二是通货膨胀风险。欧洲央行成立之后一直恪守“保持物价稳定为首要目标”的原则，在对抗通货膨胀和通货紧缩方面卓有成效。1999–2011年欧元区各年的消费价格调整指数（HICP）均在2%上下浮动（2008、2009年受金融危机影响，欧洲央行货币政策反差较大，HICP起伏明显），12年整体

均值为2.02，符合欧洲央行保持中长期物价稳定的目标（见图6）。作为欧元区货币当局，欧洲央行也因此建立起良好的信誉。

在欧洲央行大规模实施非常规货币政策之后，市场流动性激增，并引起轻度的通货膨胀压力，2011年和2012年，欧盟28国和欧元区17国的HICP平均值均超过2.5，略高于欧洲央行一贯坚持的在2%上下浮动的目标（见图6）。另外，根据“时间不一致性理论”，未来欧盟和欧元区各国的通货膨胀率仍存在走高的风险。

（三）欧洲央行货币政策不能根治欧元区经济的结构性失衡问题

欧债危机爆发的原因较为复杂，表面上是部分国家负债率过高导致金融市场系统性风险积聚，其根本原因是欧盟和欧元区经济的结构性失衡。经济的结构性失衡既表现在国家之间的经济增长失衡，也表现在国家内部的经济结构失衡。另外，缺乏统一的财政联盟等制度设计上的缺陷，也是导致欧债危机爆发的重要原因。因此，我们认为欧债危机爆发的根源在于实体经济失衡以及欧洲一体化进程中的制度设计缺陷。

作者简介：

黄燕芬，女，1966年生，江苏靖江人。中国人民大学欧洲问题研究中心研究员，公共管理学院教授、博士生导师，研究方向为货币政策、财政和税收以及房地产经济学。

辛洪波，男，1982年生，江西上饶人，中国人民大学公共管理学院博士研究生，研究方向为资源税、地方政府融资以及央行货币政策。

欧洲央行实施的大规模非常规货币政策，对于稳定金融市场、防止经济过度下滑起到了积极作用。但是，欧洲央行货币政策的作用更多地体现在金融市场，即虚拟经济领域，对实体经济领域的积极影响较小，例如根据欧洲央行的统计，欧洲央行通过长期再融资操作释放的流动性，主要流向了金融市场，而实体经济获得的资金所占比例较低。因此，欧洲央行的非常规货币政策从政策效果来看是为维护金融市场稳定所采取的应急之策，并不能从根本上解决欧盟和欧元区经济的结构性失衡问题，也不能弥补欧盟在制度设计上的固有缺陷。欧洲经济要从债务危机的泥潭中彻底实现复苏，依然面临着诸多挑战。

本文介绍了欧债危机爆发之后，欧洲央行为应对危机所采用的非常规货币政策，从政策层面粗略分析了欧洲央行货币政策的效果，并对可能产生的问题进行了反思。欧债危机后欧洲央行货币政策转变以及独立性的下降，引起了各国中央银行家和学者的高度关注，如何从理论层面深入分析欧洲央行的这种变化，是我们后续研究所要关注的内容。

（责任编辑 朱晓燕）