

欧元区货币政策是否存在财政主导

©伊莎贝尔·施纳贝尔

摘要：在高债务、削减赤字和去杠杆的压力之下，有观点认为欧元区货币政策已转向财政主导。本文分析指出，欧元区货币政策并未从属于财政政策发挥作用，并且得到了精准有力的执行，有效应对了高企的通货膨胀，因此不存在所谓“财政主导”。未来，欧洲各国应加强财政合作，致力于促进可持续增长。

关键词：货币政策；财政政策；通货膨胀；政府债务

中图分类号：F831

文献标识码：A

2023年以来，欧元区遭遇数次严重冲击，引发宏观经济环境发生根本性转变。新冠疫情、乌克兰危机终结了长期以来的低通胀、低利率格局。为应对通胀上涨，欧央行大幅加息，显著增加了政府、家庭和企业的融资成本。同时，各国政府广泛出台支持措施以减轻通胀对收入、就业和经济增长的负面影响，导致政府债务占比上升。当前，欧元区政

府负债率接近欧债危机期间的高点（90%），远超《马斯特里赫特条约》规定的60%上限，且各成员国之间存在显著差异（见图1）。

过去几年，欧元区财政措施在克服危机方面发挥了关键作用。然而，在新的利率环境下，高债务水平带来沉重的利息负担（见图2）。因此，当下需要考虑货币政策的独立性是否受到财政政策的限制，即是否存在“财政主导”现象。本文认为，过去几年欧央行竭力维持价格稳定，实质上是货币主导并非财政主导。货币政策工具成功地规避欧元区金融分化风险，没有削弱金融市场的纪律性。预计未来欧洲财政政策将主要致力于削减赤字及规划政府投资。

一、坚定的货币政策驳斥财政主导论

2023年以来，欧央行对欧元区严重通胀做出坚定的货币政策回应，在短短14个月内将利率提高

作者简介：伊莎贝尔·施纳贝尔，欧洲中央银行执行委员会委员。本文为作者2024年6月7日在关于欧元25周年的会议上的讲话，原标题为“Is Monetary Policy Dominated by Fiscal Policy?”，原文链接地址<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp240607-c6ae070dc0.en.html>，中国银行研究院冯天真编译。

图1 部分欧盟国家政府债务占GDP比例

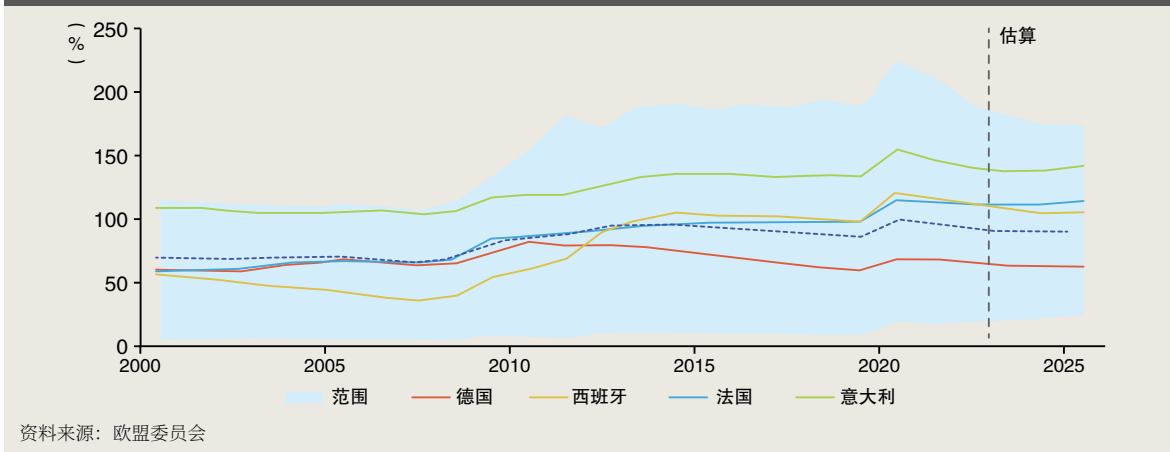


图2 部分欧盟国家政府利息支出占GDP比例

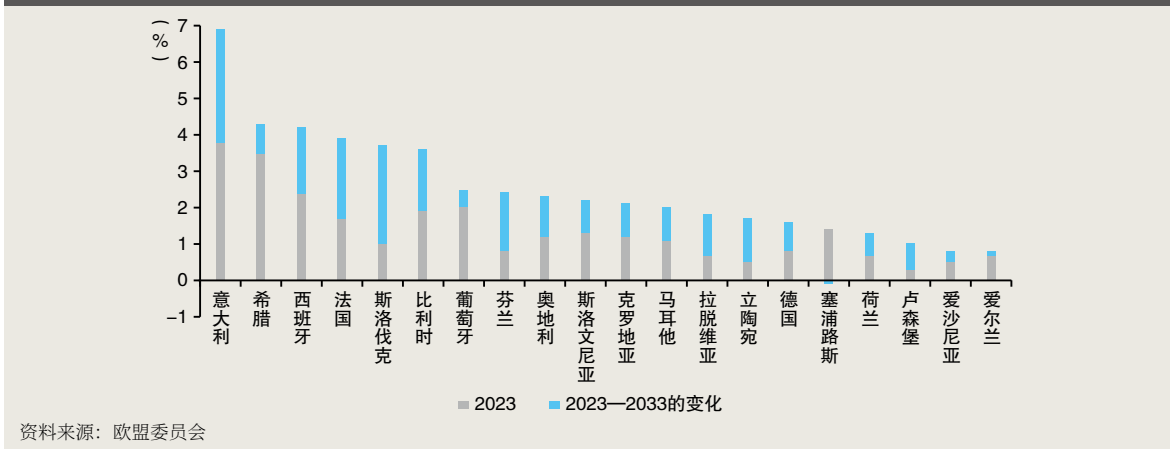
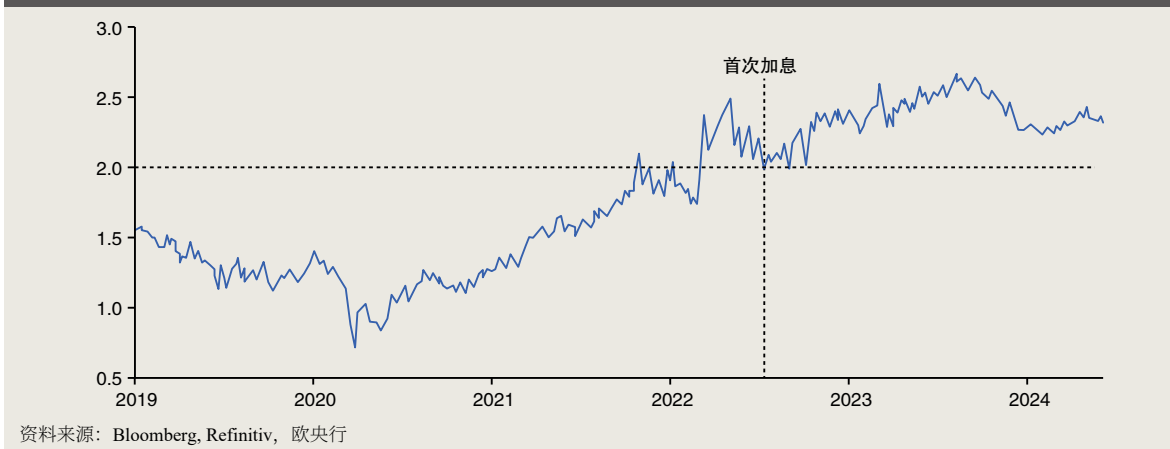


图3 基于市场的通货膨胀补偿衡量



了450个基点，并迅速实施缩表计划，有力履行价格稳定职能。部分批评人士认为，面对通胀，起初欧洲央行货币政策显得犹豫不决。然而，应当在十年来极低的通胀率和疫情反复引发的高度不确定性

背景下看待这一问题。最初通胀预期朝着2%的通胀目标上升（见图3）。后来通胀预期超过这一目标，市场和调查数据显示存在通胀预期脱锚风险；在一段时间内，相当一部分受访者预期中期通胀率将远高

图4 受访者通货膨胀预期分布

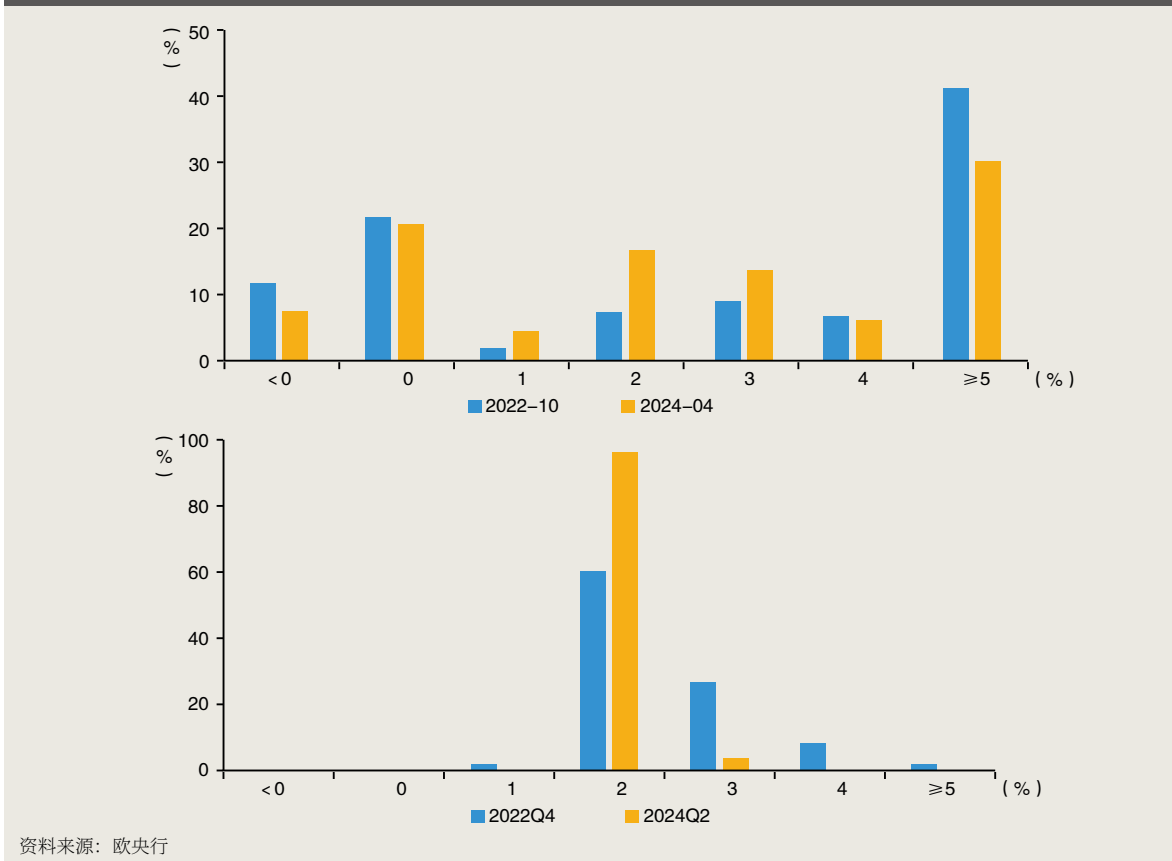
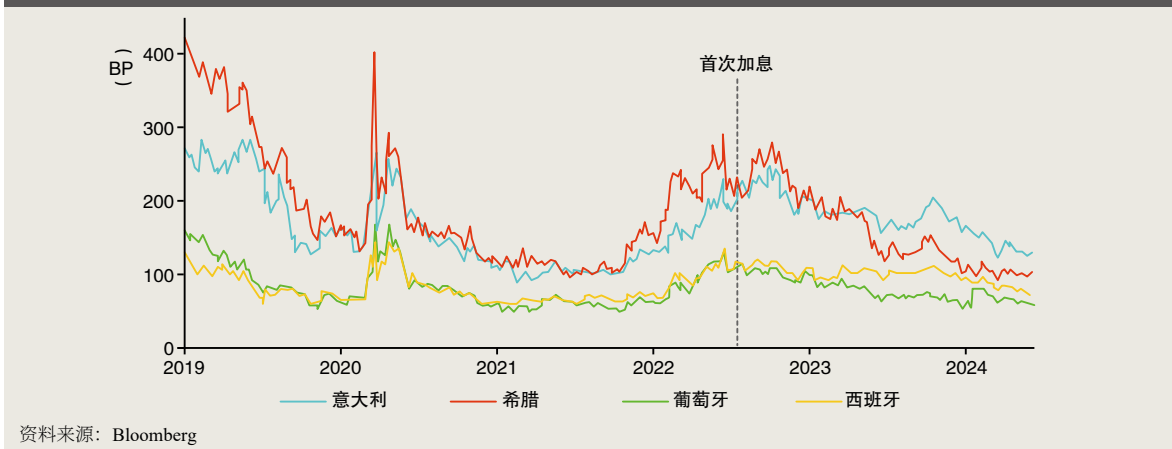


图5 10年期主权债券相对于德国国债利差



于通胀目标（见图4）。在价格压力和通胀预期上调背景下，欧央行坚定加息缩表，直至恢复至当前的2%通胀目标。欧央行采取的货币政策增强了居民、企业等市场参与者对于通胀恢复至2%目标的信心，驳斥了财政主导论，并为2024年6月欧央行决定将利率下调25个基点打下基础。然而，由于未来通

胀前景仍不确定，暂时难以承诺后续利率路径。

二、主权债券利差影响因素分析

欧央行大幅加息并未导致成员国主权债券利差持续上涨（见图5），部分观点将其看作存在财政主

图6 10年期主权债券收益率

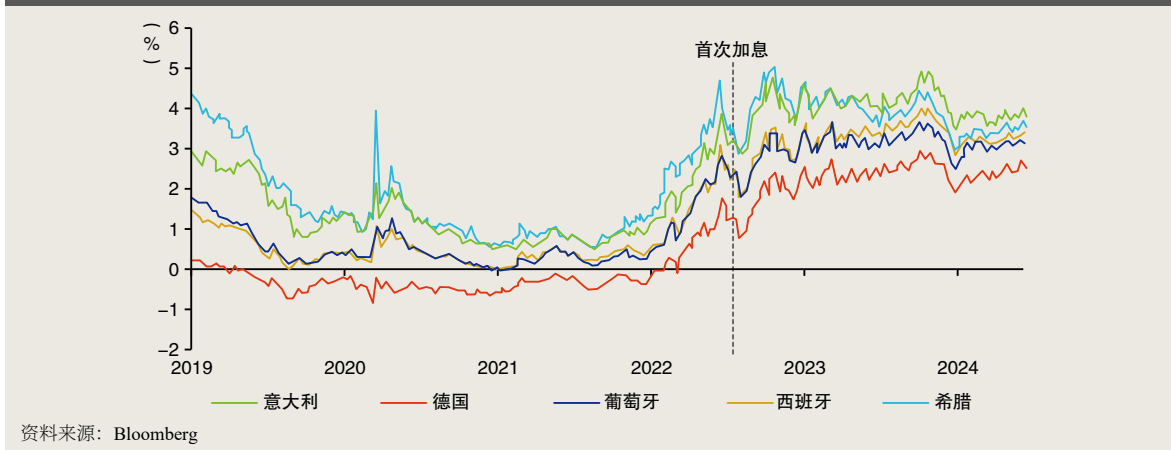
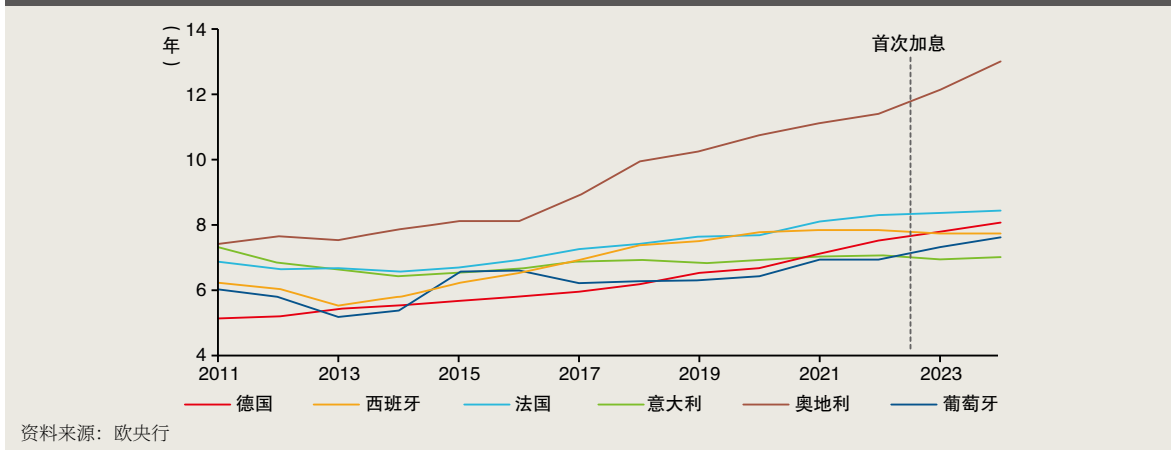


图7 各国国债剩余期限



导的证据。他们强调，欧央行可能投资了某些高负债国家的主权债券，人为控制债券风险溢价，破坏财政纪律；从中期来看则可能意味着财政主导和更高层次的通胀。然而，应当认识到加息期间所有成员国的主权债券收益率都经历了显著上涨（见图6），当前欧元区10年期主权债券的平均收益率比疫情前高出约3个百分点。主权债券收益率上涨迫使成员国降低债务。

此外，主权债券收益利差没有持续上涨，主要由于以下几点：第一，在此期间负债较高的国家经济发展情况相对良好。第二，未来的债务负担取决于平均债券收益率，欧元区国家的平均债券期限从6年左右上升到8年（见图7），而疫情前多国通过发行长期债券锁定了低利率，因此很大一部分未偿债务仍然受益于低利率（见图8）。第三，其间全球金融市场投资者表现出较高的风险偏好，部分抑制

主权债券需求。

三、货币政策传导顺畅，有力维持价格稳定

2022年6月，欧央行宣布将在下一次货币政策会议上加息。然而其后不久，美国通胀率超预期，美债收益率大幅上升，债券市场波动，其后全球多市场发生动荡。但欧元区的制度结构特殊，投资者可在欧洲货币联盟中不承担任何货币风险，迅速转移资金，因此在不确定性上升时，各国财政政策与欧央行货币政策共同作用可能会导致债券利率螺旋式上升。若各成员国主权债券收益率分化，息差大幅走阔，则难以确保货币政策立场平稳传递，市场可能失序，将对负债沉重的国家造成严重打击。

为应对上述风险，欧央行于2022年7月公布

图8 各国国债平均收益率

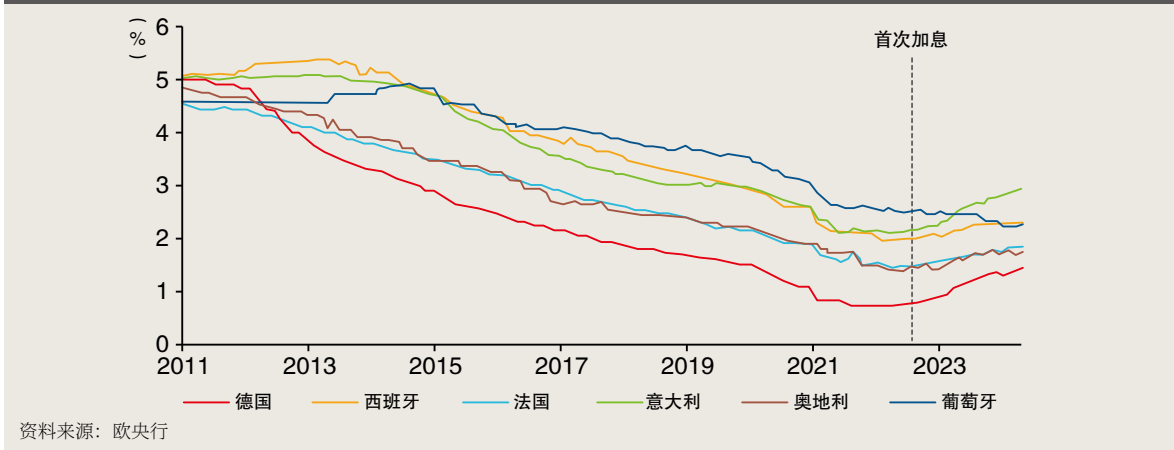
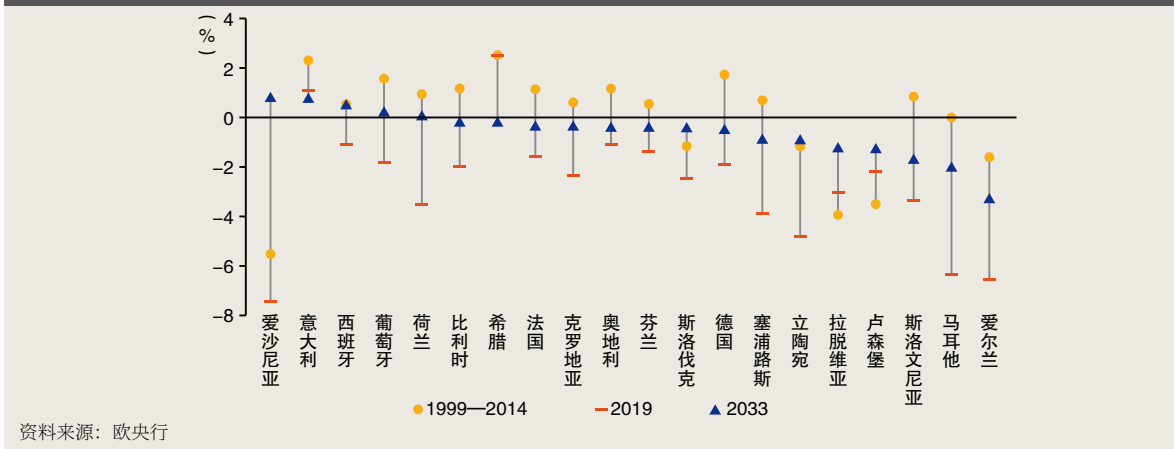


图9 利率与经济增速之差



了“传导保护工具”(TPI)，旨在防止欧元区借贷成本无序扩大，确保货币政策平稳传导。TPI并非紧急抗疫购债计划(PEPP)的简单延续，而是欧央行工具箱中的一种新工具。通过宣布潜在干预措施，或视需要施行有针对性的临时性举措，欧央行可以迅速恢复市场信心，防止将欧元区拖入严重危机。TPI的实施也体现了货币政策而非财政政策的主导地位。

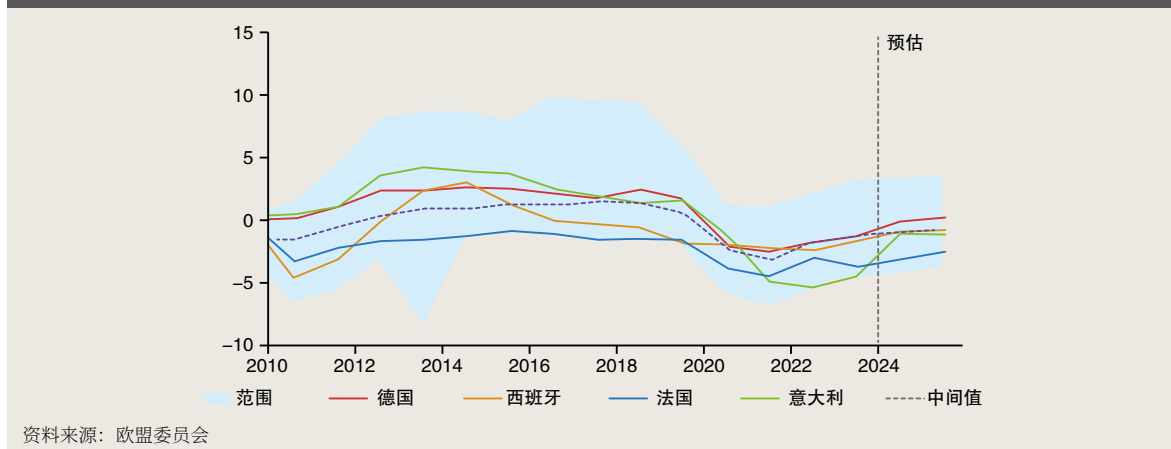
四、财政纪律和结构性改革是防止财政主导的有力举措

财政政策未来挑战将会增加。若新发行的主权债券利率水平超过存量债务平均利率，利息负担将进一步加重。例如，长期高利率将逐渐影响利率与经济增速之差(见图9)，而后者除了影响政府基本

余额的演变外，还决定了公共债务比率的发展。中期来看，利息负担是否可控在很大程度上取决于财政政策能否有效应对当下多重结构性挑战，包括人口老龄化问题、紧张的地缘政治格局，以及绿色和数字化转型等带来的额外公共支出。2024年4月23日，欧洲议会投票通过了《稳定与增长公约》改革法案，这一财政纪律旨在管理各成员国的超额赤字。

事实上欧元区财政方面的部分预测情况令人担忧。由于危机期间采取的一些政府支持措施尚未完全撤销，预计2024年和2025年的欧元区结构性财政余额(Structural Fiscal Balance，即经过周期性调整又剔除了利息支出之后的财政余额)仍将远低于疫情前水平，给政府债务带来压力(见图10)。在此背景下，虽然推行紧缩财政政策将面临压力，但仍有必要，否则可能阻碍货币政策传导效果，加剧

图10 各国结构性财政余额



财政主导风险。与此同时，促进劳动力和人才流动、提高劳动力市场参与度、构建完善终身教育体系、利用人工智能等新技术促进创新和改善效率等结构性改革同样非常重要。提高潜在产出不仅有助于减轻债务压力，长期还可以降低通胀压力。

五、结论及启示

2024年以来，欧元区经济复苏的条件仍然存在。根据欧盟委员会春季预测，在通胀进一步放缓和劳动力市场保持弹性的背景下，消费正在复苏。但在外部环境仍然充满挑战的情况下，欧元区经济增长面临下行风险。根据欧元集团发布的2025年欧元区财政指导意见，预计2023—2025年欧元区的公共债务将相当于国民生产总值的90%左右。鉴于需要降低高额赤字和债务水平，未来欧元区成员国仍有必要逐步、持续地进行财政整顿，同时进一步提高生产率并维持或增加投资。欧洲央行逐步走向宽松的货币政策节奏力度备受关注，或将意味着欧元区走向紧财政宽货币的政策组合。

本文认为，欧元区货币政策并未从属于财政政策发挥作用，并且得到了精准有力的执行，因此不存在所谓“财政主导”。面对较快增长的通胀率，欧元区货币政策坚定回应，成功锚定了通胀预期，这表明货币政策始终锚定价格稳定目标。未来几年，具有前瞻性的财政政策将成为保障货币政策独立性的有力支撑。根据新的财政规则推进财政紧缩，同时面向未来规划政府投资，对于保障长期经济增长

和维持价格稳定至关重要。

参考文献：

- [1]Bianchi, F. and Melosi, L. Inflation as a Fiscal Limit[R]. Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper, 2022
- [2]Blanchard, O. Public Debt and Low Interest Rates[J]. American Economic Review, 2019 (4) : 1197-1229
- [3]Cochrane, J. Money as Stock[J]. Journal of Monetary Economics, 2005, (3) : 501-528
- [4]Cochrane, J. The Fiscal Theory of the Price Level[M]. Princeton University Press, 2022
- [5]Leeper, E. Equilibria Under “Active” and “Passive” Monetary and Fiscal Policies[J]. Journal of Monetary Economics, 1991 (1) : 129-147
- [6]Reis. What Can Keep Euro Area Inflation High?[J]. Economic Policy, 2023 (38) : 495-517
- [7]Sargent, T. and Wallace, N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic[J]. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 1981, Fall : 1-17
- [8]Sims, C. A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy[J]. Economic Theory, 1994 (4) : 381-399

(责任编辑：辛本胜)