\*中国社科院世经政所国际金融研究中心（RCIF）讨论稿，2014年6月18日

欧洲负利率的经济政治根源及对中国的影响

郑联盛

此前，欧洲央行宣布下调欧元区主导再融资利率10个基点至0.15%，下调隔夜存款利率10个基点至负0.1%，同时下调隔夜贷款利率35个基点至0.4%。隔夜存款利率下调至负0.1%，欧洲央行将对其账上的银行隔夜存款收取额外的利息。这意味着欧元区步入负利率时代，是货币史主要央行首次践行负利率政策。负利息政策是欧洲央行应对欧洲经济复苏不力的无奈之举，其中饱含了复杂的经济根源和政治根源。

**从危机模式转向增长模式**

在欧债危机有效应对之后，特别是欧洲中央银行承担了实质性的最后贷款人职能之后，欧洲公共部门再杠杆操作的系统性风险在2012年底开始明显缓解，至目前，欧洲经济已经基本度过了公共部门再杠杆化的系统性风险阶段。大部分经济体的政府进入了较为合理的融资成本区间。西班牙、葡萄牙10年期国债收益率回落低于4%的水平，意大利10年期国债甚至跌破3%，创下历史新低。

在过去两三年中，发达经济体公共部门是在走一条危机应对之路：私人部门风险集中化、私人部门债务公共化、公共部门债务货币化。欧洲债务危机整体已经平息的情况下，相关经济体的政策重心开始转向经济复苏，或者说，欧洲已经从危机模式转向增长模式。负利率正是在践行这个模式的转变。

欧洲经济复苏面临巨大的现实压力，负利率政策在提供新的政策驱动力。一是欧洲面临严重的通缩压力，亟待更大的宽松以走出通缩。欧债危机爆发以来，由于债务危机冲击、财政整固、结构改革、工资下降和需求不足等原因，欧元区和欧盟经济复苏不力，已经陷入了实质上的通缩状态。2014年5月欧元区的通胀水平为0.5%，已经连续8个月低于1%，葡萄牙、希腊等通胀率在部分月份甚至为负。借鉴美联储量化宽松政策以及日本“安倍经济学”的经验，负利率政策框架可能使得市场预期转向积极，资金理论上更多进入实体经济，摆脱通缩状态。

二是欧洲经济面临严重的失业挑战，特别是年轻人失业严重。截止2014年4月底欧元区平均失业率高达11.8%，其中葡萄牙的失业率仍然高于15%，希腊失业率高达26.7%（2月份数据），而且整个就业市场改善的进程较为缓慢。负利率政策通过挤压银行的资金至私人部门，理论上可以提振企业投资和就业增长。

三是重债国财政整固将导致紧缩，负利率政策将是一种弥补措施。葡萄牙2014年财政赤字率将再降低0.9个百分点至4%，2015年要降低至2.5%，紧缩的幅度仍然是较大的，其他重债国的情形大致相似，这将弱化经济复苏的财政基础。作为一种替代，货币政策可以弥补财政紧缩造成的总需求不足问题，促进经济复苏。

四是负利率政策有助于夯实债务货币化的物价基础。从债务货币化的理论看，进一步释放流动性以造成一定的通货膨胀，无疑将减少欧元区重债国的债务负担。而欧洲目前实际上已经陷入通缩，这对于债务货币化的“大战略”而言无疑是一个巨大的实质性挑战。负利率政策在通过提升通胀水平的情况下，夯实了债务货币化的通胀基础。

最后是负利率可以缓释欧元区内外经济协调面临的重大困难。在欧债危机系统性风险缓释以及美联储量化宽松的背景下，欧元兑美元处在一个升值的过程中，过去一年欧元大致升值6%，这对于原来就十分羸弱的欧洲出口而言是雪上加霜。而在美国经济向好和美联储开始考虑逐步退出量化宽松政策之后，资本又进一步流出欧洲，削弱了欧洲新资本形成的基础。负利率政策的实施以及未来可能的“欧洲版”量化宽松政策，可能使得欧元趋于贬值，对于欧洲出口可能带来较好的汇率支撑。

**负利率的政治根源**

近年来，欧洲政治体系中极右翼势力在迅速膨胀。上世纪30-40年代的欧洲极右翼势力，具有法西斯主义、种族主义和反犹太等秉性，目前欧洲的极右翼势力更多是反对移民、反对欧元、反对欧盟以及反伊斯兰等政治理念和诉求。法国最著名的右翼势力代表是国民阵线前领导人让.马利.勒庞，他在2012年发表了关于二战时期纳粹德国仁慈言论而被判反人类罪，入狱3个月。其后法国右翼代表变为让.马利.勒庞的女儿玛丽娜.勒庞。玛丽娜因为针对伊斯兰教民发表“要么吃猪肉，要么饿死”的言论广受争议，被认为是“欧洲最危险的女人”。不同国家的极右翼势力的理念和标榜各不相同，但在反对移民、反对欧元、反对欧盟上却是取得巨大的共识。

更为重要的是，他们在欧盟各成员国以及欧盟层面的影响力越来越大。本轮欧洲议会选举中，极右翼势力占据重要的位置。5月底结束的欧洲议会选举，751个欧洲议会议席近20%被极右翼把持，而上一届欧洲议会席位中仅为50席。尤其是在英法两国，极右翼完全领先，击败传统的欧洲政治势力，成为该国第一大党。法国极右翼政党国民阵线在5月底的欧洲议会选举中获得25%的选票和24个欧洲议员席位，在法国政党中得票第一。这是国民阵线历史上第一次在法国的全国性选举中得票第一，而且首次获得超过20%得票率。同时，国民阵线将在本届欧洲议会占据74个法国席位，2009年时该党只有3个席位。

极右翼势力的崛起反映了欧盟目前存在的几个重大的政治问题。一是欧盟范围内，民众对现有经济形势、社会就业和执政能力不满是极其明显的。很多人将票投给极右翼势力不是不知道极右翼势力的偏激性，而是宣泄对现有形势、政策及政治的一种强烈不满。布鲁塞尔智库Bruegel主任沃尔夫就强调，把票投给极右翼组织的人，其中有些真是极端的民族主义者，但部分则是债务危机的惊吓者。

二是经济问题已经逐步演化为政治及社会问题。美国金融危机之后，欧洲债务危机接踵而来，欧洲经济陷入了严重的衰退，民众面临重大的失业压力，经济问题因为失业逐步演化为社会问题和政治问题。5月底欧洲议会选举的结果实际上是经济问题政治化的一种表现。

三是现有政策框架的公信力在大大下降。欧元区和欧盟所采取的政策框架在缓释债务危机上表现整体较好，但是，在经济复苏的提振上，欧元区和欧盟的政策效率极其有限。虽然，在结构问题突出的欧元区和欧盟，经济复苏是一个较为长期的过程，但是，民众因为饱受收入下降和失业之苦，对现有政策框架的信任程度大大下降。法国总统奥朗德认为这次选举是对欧洲传统政党，对欧盟应对危机的政策的不信任投票。

四是欧洲一体化将遭遇更为实质性的压力和挑战。一方面，极右翼政党将在欧洲议会层面和各成员国层面宣扬反欧盟的言论，使得欧洲一体化的政策框架和决策过程面临新的不确定性。另一方面，欧元区和欧盟必须尽快改革完善一体化的政策框架以避免遭至更多的质疑和不信任，极右翼势力与传统政党实际上是在进行一场零和博弈。

欧洲央行出台负利率政策实际上凸显了其促进经济复苏的急迫性和强烈的政治压力。此前，由于欧洲央行较为保守的传统，在欧债危机的救援中就饱受质疑，特别是无法承担最后贷款人职能。在新行长德拉吉的运作下，长期再融资计划和直接货币交易计划使得欧洲央行承担了最后贷款人。但是，其后在经济复苏上面行为较为迟缓、政策实际上是不到位的，使得经济问题逐步演化为政治问题并引致极右翼势力的持续膨胀。而极右翼势力在欧洲被认为是一股危险的政治力量。

总之，此次负利率的实行以及流动性的注入，实际上可能是欧洲央行在负责的政治环境和经济环境中的能动反映，确实也有助于缓释经济通缩、社会政治问题、以及政策公信力等问题。未来欧洲央行以及欧盟可能在经济复苏、结构调整和欧洲一体化上有更进一步的举措。

**对中国的影响**

负利率政策是欧洲央行应对欧洲经济复苏不力的无奈之举，亦是现代货币史上的首次负利率政策措施。整体而言，负利率政策是欧洲为了促进经济复苏而使用的非常规政策措施，更多是欧洲经济复苏的“内生性”政策需求，对包括中国在内的外部性冲击整体相对有限。

考虑到欧洲经济在全球经济的重要性以及中欧经济关系的全面性，欧元区负利率政策对中国的影响将是较为全面的。一是在贸易渠道上，中欧贸易发展将面临更加复杂的环境，不利于中欧贸易的稳健复苏。二是在资本渠道上，资本流动可能更加混乱，不利于中国对资本流动的短期管理。三是在货币价值上，人民币币值决定更加多元，“篮子汇率”决定因素将更加复杂，同时可能使得人民币资产的价值决定机制出现相应的调整。最后是欧元区负利率政策可能意味着中欧关系的角色转变。欧元区负利率措施和此前爱尔兰、葡萄牙等退出救援模式，标志着以危机应对为核心的危机模式已经开始转向以经济增长为核心的复苏模式，中国可能从欧债危机中的“合作方”变为欧洲复苏中的“竞争方”，中欧在贸易、投资、货币和金融等领域的利益冲突和国际博弈将更加凸显。

中国目前处在高速增长向中高速增长的换挡期、处在全面深化改革的起步期、处在经济发展模式转向的关键期，欧元区的非常规政策框架将给中国带来更多的外部不确定性。中国需要统筹国内发展和对外开放两个大局，全面深化改革，加速经济发展模式转向。一是动态评估欧洲、美国等经济体宏观经济政策的变化及其对中国经济的影响，做好相应的预案，防范贸易、金融、货币等的重大风险。二是在保持宏观经济政策整体稳健的基础上，充分发挥宏观经济政策的能动性进行预调微调，保证经济平稳发展，防范重大的失速风险。三是重点关注可能引发系统性风险的经济领域及其外部脆弱性，警惕产能过剩、房地产泡沫、影子银行、地方债务以及资本流动等环节的风险。最后是将外部压力转为为内部改革动力，全面深化改革，发挥市场在资源配置中的决定性作用，加速经济结构调整和发展模式转型。

【声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。】

本文由中国社会科学院世界经济与政治研究所（www.iwep.org.cn）提供]