

大 师 世 界 经 济 译 丛

The Euro, The Dollar
and The International
Monetary System

欧元、美元和 国际货币体系

多米尼克·萨尔瓦多 等著

(Dominick Salvatore)

贺瑛 等 译

贺瑛 校

 復旦大學出版社

大 师 世 界 经 济 译 丛

T *he Euro, The Dollar
and The International
Monetary System*

**欧元、美元和
国际货币体系**

多米尼克·萨尔瓦多 等著
(Dominick Salvatore)

贺瑛 等 译 贺瑛 校

 復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

欧元、美元和国际货币体系/[美]多米尼克·萨尔瓦多等著;贺瑛等译.
—上海:复旦大学出版社,2007.4
(大师世界经济译丛)
书名原文:The Euro, the Dollar and the International Monetary System
ISBN 978-7-309-05446-0

I. 欧… II. ①多…②贺… III. ①欧元-研究-文集②美元-研究-文集
③国际货币体系-研究-文集 IV. F825-53 F827.12-53 F821.1-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第039126号

欧元、美元和国际货币体系

多米尼克·萨尔瓦多 等著 贺 瑛 等译

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路579号 邮编200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65118853(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

责任编辑 王联合
总 编 辑 高若海
出 品 人 贺圣遂

印 刷 上海复文印刷厂
开 本 787×960 1/16
印 张 19
字 数 310千
版 次 2007年4月第一版第一次印刷
印 数 1—3100

书 号 ISBN 978-7-309-05446-0/F·1237
定 价 32.00元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

译者序

当人类社会迈入 21 世纪,经济、金融形势发生了深刻的变化。全球化即是特征之一。经济全球化不仅是市场规模的量的扩大和积累,更是各国经济的质的变化。经济全球化必然要求,也必然带来金融全球化。20 世纪最后 10 年国内外理论界和决策者谈论得最多的话题之一是经济、金融全球化,诸如经济、金融全球化发生的原因,对各国和世界经济、金融带来的影响、机遇和挑战,以及面对这一形势各国和各微观经济主体应采取的对策,等等。在此基础上,人们又进一步预计在新世纪或新千年各国经济、金融必将进一步融合,甚至一体化。“依存、合作、竞争、发展”这 8 个字应该也必将成为支配未来世界经济发展的主流。

自 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系崩溃后,世界经济和国际金融领域发生了纷繁复杂的巨大变化,利率、汇率、市场价格的不稳定性日益增强,国际金融资本流动的规模和速度不断扩张,对小国开放经济和金融的冲击也日益加剧。在推进经济和金融自由化的过程中,越来越多的国家纳入到全球一体化的经济体系中来,但货币和金融危机的发生及其迅速的扩散则暴露出现行国际货币金融体系的内在缺陷。展望未来,尽管美元在国际货币中心的地位不会改变,但其作为国际储备货币、支付清算和投资货币的地位将相对下降,欧元的地位将显著上升,这是由于美国经济的综合实力相对下降的必然结果。国际货币体系多元化格局日渐凸现。有管理的浮动汇率制将成为国际货币体系中主要的汇率体制。

面对纷繁复杂的世界经济、金融形势,在新千年到来伊始,世界著名经济、金融学家蒙代尔、麦金农、坎能、穆萨、弗兰克尔等组织了全球系列经济、社会论坛,围绕全球化、国际货币体系、汇率制度等热点问题展开了

深入的探讨。这些经济学大师的原文收集在由著名国际经济学家多米尼克·萨尔瓦多先生主编的《政策模型》中。由于《政策模型》特刊的议题是“欧元、美元和国际货币体系”，经萨尔瓦多先生授权，我们以此议题为书名，以便让中国读者完整理解上述大师的智慧和主张。

改革开放以来，中国的经济、金融正发生着翻天覆地的变化，中国经济与世界经济的融合度越来越大，理解国际金融发展变化的内在机制，把握经济开放的节奏，提高本国经济对外的适应能力和竞争能力，将是摆在我们面前的重大理论和实践课题。为此，我们在复旦大学出版社的全力支持下，出版了大师世界经济译丛，集中展现世界著名经济学家对现时的世界经济热点议题的真知灼见，拟每年出版一本。希望这套译丛能从新的角度对全球的金融变革与发展作全方位的描述、能对我国的金融体制改革提供新的思考。由于译者水平有限，错误缺点在所难免，恳请指正。

贺 璞

前 言

本期《政策模型》特刊的主题是“欧元、美元和国际货币体系”，缘于2005年1月8日在费城召开的、由我组织并主持的美国经济协会年会。

欧元创设至今已走过了6个年头，也已有3年流通的历史了。我们现在来总结它的表现、它和美元的关系以及它对国际货币体系运作的影响，可以说正逢其时。当今世界，欧元兑美元、欧元兑日元和欧元兑其他重要货币的汇率成为国际金融市场上关注的焦点，欧元创设对整个国际货币体系已产生了根本性的影响。

1999年1月1日，欧元兑美元的起始汇率为1欧元=1.17美元。至2000年10月，欧元兑美元的比价下跌至1欧元=0.82美元，且在这个低价位附近盘整至2002年7月。自2003年年初起，欧元兑美元的汇率迅速攀升，至2004年12月快速越过了1欧元兑1.30美元的关口。从创立之初至2002年底欧元一直处于尴尬的弱势地位，而之后欧元的趋强甚至阻碍了欧洲货币联盟12成员国的出口增长。

强势欧元和弱势美元的形成，通常用以下三个原因加以解释：

- (1) 美国巨额的且难以维系的贸易和预算双赤字；
- (2) 美国经济飞速发展而带来的巨额进口；
- (3) 根据一些衡量汇率的指标，亚洲货币，特别是中国的人民币被国际金融市场大大低估了。

费城会议的与会者被要求就以下四个问题发表各自的观点：

- (1) 欧洲央行(即欧元货币政策的制定者)运作得是否顺畅？
- (2) 美元还有多少贬值的余地？以美元为中心的货币体系面临崩溃瓦解的险境吗？
- (3) 美元和欧元以及其他主要货币之间严重的错配(misalignments)现状如何才能被纠正？
- (4) 美元持续贬值的现状是如何影响它作为世界主导货币地位的？贬值又是如何影响到国际货币体系运作的？

本期特刊中收入了费城会议提交的论文和其他为这个主题准备的论文。集录出版的目的在于展示这一领域中从事研究的主流专家的最新观点。为这期特刊撰文的作者包括伯克利大学的 Barry Eichengreen、哈佛大学和国家经济研究局的 Martin Feldstein、哈佛大学的 Jeffrey Frankel、西蒙研究院的 Herbert Grubel、欧洲央行的 Otmar Issing、普林斯顿大学和对外关系委员会的 Peter Kenen、斯坦福大学的 Ronald McKinnon、哥伦比亚大学的 Robert Mundell、IIE 的 Michael Mussa、哈佛大学的 Kenneth Rogoff 以及佛得汉大学的编者本人。

本刊第一部分论述欧元、欧洲央行以及稳定与增长之间的关系。开篇论文是 Otmar Issing 撰写的“欧洲央行和欧元：第一个六年——欧洲央行的观点”。在这篇论文中，作者得出了欧洲央行的设立是特别成功的经济行为的结论。他指出，使用欧元意在所有参与的成员国之间培育起低通胀、少波动的稳定宏观经济环境。撇开最近的财政波动不谈，稳定和增长公约在保持公债增长适度方面起到了约束器的作用。为了增进欧元区经济的增长潜力，必须完成结构性的改革，特别是劳动力市场的改革。第二篇论文的题目是“欧元与稳定公约”，在这篇文章里，Martin Feldstein 讨论了单一货币和成员国各自独立的财政政策间固有的矛盾与冲突。这些矛盾与冲突已经导致欧盟各国政府事实上废止了稳定公约，这么做的后果是进一步加剧了财政赤字。

第三篇是 Barry Eichengreen 撰写的题为“欧洲、欧元和欧洲央行：成功的货币政策和失败的财政约束”的论文。作者在文中指出“与那些极端的警告性评论相反，欧洲的大多数国家在强制执行单一的货币政策后，并没有导致不同经济条件的国家间产生无法挽回的敌对情绪。和那些特别热心拥护欧元政策者的许诺也相反，单一货币的创设并没有拉开经济自由增长黄金时期的序幕”。Eichengreen 总结到：稳定增长公约不具有可操作性是因为欧盟各国政治融合的有限性。欧盟各国应该在财政制度和国家层面上进一步推进有力的改革。Kenneth Rogoff 的论文“欧元五年：短期阵痛还是长期赢家？”指出：虽然欧元目前已经勉强站稳了脚跟，但在短期内显然弊大于利；长期来看，只有欧盟各国的政治体系大大融合，单一货币的长处才会凸现。

Michael Mussa 在他的论文“创立六年后的欧元与美元”中总结道：欧元兑美元汇率的波动幅度与前欧元时代相比，并没有明显的变化，但从更宽泛的宏观经济视角来看，它的波动幅度增大了。他指出，到目前为止

没有令人信服的理由表明,欧元兑美元的汇率已经处于合理的长期的均衡状态。由于全球经济的不平衡,实际上所有货币兑美元的比率都处于变动的状态中,因此欧元也不例外。第一部分的最后一篇论文是“挑战预言:欧元兑美元汇率”。在这篇文章中作者首先回顾了创设欧元以前,环大西洋各国对欧元预期的意见分歧,然后表明欧元兑美元的汇率表现基本上与所有的预言相悖。原因是对模型的测试不可能考虑到现实中所有的基本影响因素,另外,其他一些出乎意料的事件和新闻也会随时随地影响到模型计算的准确性。

这期特刊的第二部分论文主要是论述国际货币体系的运作和议题中的改革进展情况的。这批论文的作者包括 Mundell, Kenen, McKinnon, Frankel 和 Grubel。第一篇论文是 Robert Mundell 的“关于世界货币的构想”。在这篇文章里, Mundell 展示了单一世界央行和单一世界货币的构想。他指出,全球经济一体化需要创设一种全球化的货币,这一世界货币应同时适用于大国经济和小国经济。Mundell 预见到这种货币不可能在可预期的将来出现,因此提出了一种次优方案——回归固定利率体系,“按布雷顿森林体系的方式运作”。作为向这个方向迈进的第一步, Mundell 倡议欧元和日元兑美元的汇率先采用固定汇率制,要求政府在外汇市场上对汇率波动进行适当的干预。

McKinnon 在他的论文“受困于国际美元本位”中指出:美国政府应该为世界范围内的美元本位陷阱负责。由于美元是国际贸易结算和融资的主要货币单位,美国国内的低储蓄率加之政府向其他国家肆无忌惮的美元借款形成了美元本位陷阱。更深的美元贬值只会导致世界宏观经济环境的进一步恶化。外围国家的通货紧缩或美国本土的通货膨胀政策并不能摆脱美元本位陷阱,最有希望走出陷阱的途径是美国民众能在今后 10 年或 20 年中,改变储蓄行为模式,尽量多储蓄。当然要做到这一条还是困难重重。

Peter Kenen 在他的论文“稳定国际货币体系”中提出:早在 20 世纪 60 年代,那些不想保留美元储备的政府能向美国财政部要求,将美元储备转换为黄金储备。今天,他们能用美元在金融市场上购买欧元。但突如其来的、巨额的兑换压力可能引发欧元大幅度地升值和美元大幅度地贬值,从而导致国际货币体系的巨幅波动。Kenen 为此设计出两种金融创新工具来规避这种国际货币体系的不稳定性。(1)欧洲央行可设立特别的金融工具来调节欧元需求,这一金融工具的负债部分为场外交易的

给各国央行签发的欧元提款权,资产部分则由美国国债构成。(2)各国央行可将不需要的美元储备提交国际货币基金组织,从基金组织中得到一种金融工具,它的负债部分为特别提款权(SDR),资产部分是以美元SDR为指数的美国国债。设计第一种创新金融工具的目的是让欧元更好地充当储备货币的职能。第二种创新工具赋予特别提款权更重要的职能,从而消除美元、欧元之间直接大量兑换引起的不稳定性。

Jeffrey Frankel 在文章“钉住出口价格指数:对小国货币制度的构想”中提议将货币体系钉住出口价格指数。他认为这种货币体系的一个主要优势在于简单的钉住承诺构成了一种名义上的锚定,这种制度的另一优势在于,它同时又是一种浮动体系,汇率会随着国家出口价格在世界市场上的价格波动而自动地相应调整。这份特刊的最后一篇文章是 Herbert Grubel 撰写的。在文中,他回顾了严格固定汇率体系下的技术程序,检验了固定汇率体系下货币联盟的优缺点。主要的缺点是国家货币主权的丧失。实际上,这一缺点相对于历史上主权国家发生的多次经济危机,简直微不足道。这篇文章着重论述了固定汇率制度被忽略的一个优点,即小国更得益于好的货币政策。

多米尼克·萨尔瓦多

参考文献:

- Salvatore, D. (2000). Robert Mundell—three brilliant ideas, one nobel. *Journal of Policy Modeling*, 22(3), 275-279.
- Salvatore, D. (2004). *International Economics* (8th ed.). New York: Wiley (Chapter 20).

Dominick Salvatore

Fordham University, Department of Economics, NY 10458, USA

电话:17188174045;传真:19143373355

E-mail 地址: Salvatore@fordham.edu

(华蓉晖 译)

目 录

前言	1
欧洲央行和欧元:第一个六年	
——欧洲央行的观点	1
欧元与稳定公约	15
欧洲、欧元和欧洲央行:成功的货币政策和失败的财政约束	21
欧元五年:短期阵痛还是长期赢家?	34
创立六年后的欧元与美元	37
挑战预言:欧元兑美元汇率	47
关于世界货币的构想	56
受困于国际美元本位	69
稳定国际货币体系	79
钉住出口价格指数:对小国货币制度的构想	85
小国得益于货币联盟	99
The euro, the dollar and the international monetary system:	
Editor's introduction	115
Dominick Salvatore	
The ECB and the euro—the first 6 years: A view from the ECB	121
Otmar Issing	

The euro and the stability pact	145
Martin Feldstein	
Europe, the euro and the ECB: monetary success, fiscal failure ...	154
Barry Eichengreen	
The euro at five: short-run pain, long-run gain?	175
Kenneth Rogoff	
The euro and the dollar 6 years after creation	180
Michael Mussa	
The euro-dollar exchange rate defies prediction	195
Dominick Salvatore	
The case for a world currency	210
Robert Mundell	
Trapped by the international dollar standard	228
Ronald I. McKinnon	
Stabilizing the international monetary system	242
Peter B. Kenen	
Peg the export price index: A proposed monetary regime for small countries	252
Jeffrey A. Frankel	
Small country benefits from monetary union	271
Herbert Grubel	

欧洲央行和欧元：第一个六年

——欧洲央行的观点

Otmar Issing

【摘要】 当欧洲 12 国同时使用一种一般货币时，货币政策面临的是一种独特的挑战。为了追求物价稳定的跨越式目标，欧洲央行所采用的货币政策战略是，将货币政策的中期目标定为使通胀率保持在 2% 以下，并接近 2% 的水平。这一政策决策是基于对物价稳定风险的复杂分析得出的，还综合了经济和货币分析。起初制定的保障欧元稳定的理论框架，在实践中得到了证明。

【关键词】 欧元 欧洲央行 货币政策 最适宜货币区 欧元体系

1. 引言：一个新央行和一种新货币

当欧洲央行开始考虑如何引导欧元区的货币政策时，它面临着特殊的挑战。一种针对 11 个，现在是 12 个主权国家构成的单一货币区的单一货币政策，如何使之行之有效呢？起先，学院派的一致看法是，欧元区事先是个不合时宜的货币区，因为会碰到太多的复杂因素：诸如单一的货币政策在传导过程中难以与不同的国情相结合，不同国家会受到不对称的冲击，不同主权国家的财政政策是否能与超国家的货币政策相匹配也是一个问题。另外，由于欧元系相当分散的特性，是否有国家把国家利益凌驾于单一货币政策之上，也是一个问题。观察家们持有的观点是单一的、稳定导向的货币政策注定会失败。Martin Feldstein 在 1997 年对欧元区货币政策的预言可能是最悲观的。他说，欧洲货币联盟和政治融合并不能增进欧洲内部的和谐，促进全球和平，取而代之的是，更可能导致欧洲内部以及欧洲与美国之间冲突的加剧。由此，将不可避免地把欧洲带入战火中 (Feldstein, 1997a)。即使在欧元成功地运作了一年之后，Feldstein(2000) 仍然预言，欧元很可能在中长期对就业和通胀造成负面影响，并成为欧洲内部和欧洲与美国之间政治冲突的根源。

我不愿意进一步猜测在欧洲融合的进程中,泛大西洋各国之间的关系将如何发展。本文只回顾欧元诞生 6 年来的历程,就单一欧元的蓬勃生命力,我们已经能学到很多。欧元不单单生存下来了,而且已建立起稳定的货币地位。本文的背景是欧元区最初 6 年积累起来的货币政策的实行经验,不论外界的各种评价如何,讨论了单一欧洲货币推进的主要特点和欧元区货币政策的传导机制。在(论文)第二部分,首先回顾了欧元诞生之前和之初社会普遍关注的经济问题,主要围绕欧元区是否被当作最佳货币区和促进各国货币融合的指标体系如何建立来展开。第三部分讨论欧洲央行货币政策框架的要素,讨论了货币政策战略的显著特征和操作框架,也涉及了货币政策操作程序与通胀预期目标战略之间不一致的问题。第四部分回顾了欧洲央行前 6 年所面临的宏观经济环境,及这一阶段的货币政策是如何引导,从而保持物价稳定的。第五部分总结全文,评估了欧洲央行在管理保持币值稳定和货币政策与通胀预期挂钩的成功度。

2. 一种新货币——一个新央行——一个新货币区

1999 年 1 月 1 日,欧洲货币联盟成立,由此给欧洲的经济和货币政策带来了非常独特的挑战。几十年来,欧洲融合的进程已经成为经济社会强烈讨论的主题。由 11 个、目前的 12 个成员国组成的欧元区事先被一直认为不是最佳货币区(Bayoumi & Eichengreen, 1993a, 1993b)。因此,观察家们持有的观点是,单一货币政策注定会失败。另外,各国独立的财政政策的存在,也被认为与超国家的货币政策不匹配。最后,学术界普遍关注的是,松散的欧元体系组织结构将引起国家利益主宰货币政策的施行,最终导致管理委员会的最高决策层,即 6 人执行委员会成员间的持续冲突,以及各成员国央行领导之间的冲突。实际上,所有这些担心都没有成为现实。6 年过去了,欧元已成为人们日常生活的一部分,但这并不意味着怀疑论已完全销声匿迹。应该承认的是,欧元区的一些结构性特征,例如劳动力市场离最佳货币区应该成为的样子仍然差距很大。更有甚者,与其他大的货币区相比,由于语言和文化因素,欧元区劳动力的自由流动相对受限。这使欧元区很难适应不对称性经济冲击(Blanchard & Katz, 1992)。在这种情况下,商品和要素市场充沛的流动性显得更重要。

但是,因为欧元区一些结构性的特征与最佳货币区的不一致,就定论欧元区的单一货币政策不能适应所有成员国,也是不恰当的。特别是,欧元创立后,欧洲货币联盟对欧洲各国经济周期的不同步是否负有责任仍存有疑问。纵观历史,各国通胀的差异,因不对称冲击引起的经济周期不同步有许多原因^①。其中一个引发不对称经济冲击的主要原因是各国货币政策的分歧效应,在统一的货币政策条件下这个原因将不复存在(Bayoumi & Eichengreen, 1993a)。另外,欧元区内商品和要素市场竞争的加剧导致了各国经济周期的进一步趋同^②。

另外,即使那些结构上的不同点会使国家和地区间的通胀率难以保持一致水平,也不必定意味着货币政策肯定有问题。经济理论证明,假如一个货币区包括某些国家的生活水平低于区内平均水准,这些国家最有可能在一段时间后赶上区内其他国家。在这一过程中,追赶的国家将经历所谓的“巴莱萨—萨缪尔森效应”(Balassa-Samuelson Effect)(参见 Balassa, 1964; Samuelson, 1964),即这些国家的通胀率会高于区内平均水平。(这是)由于区内各国贸易和非贸易部门生产力提高造成的。当生活水平趋于一致后,这一效应不断减弱^③。

这些因素交织在一起,意味着构成最佳货币区理论的一系列指标事前虽然未达到,但在事后货币联盟形成后,慢慢达标。因此,内生变量而非外生变量才是决定因素(Issing, 2001)。

同时,我们也不应忽略,加入欧元区的所有成员国在经济上都已取得了长足的进步,因为达到一系列指标是加入的先决条件。

这些经济的统一标准与币值稳定、公共财政、汇率稳定和长期利率有关,也兼顾一些其他因素,例如,市场融合程度的指标被设计成衡量各成员国保持稳定导向的经济政策稳定能力的“指示器”。宏观经济指标体系的选择亦考虑到各国保持稳定导向的政策,以低通胀率和良好的公共财政为特征。做好这两条则国内经济出现大问题的可能性不大。从而减少

① 参照 Regers(2001),举例来说,1999年爱尔兰通货膨胀率和欧洲均值仅有1/3%的差异是由价格集中引起的,而余值是由于需求因素引起的。同样地,Alesina, Blanchard, Gali, Giavazzi, 和 Uhlig(2001)也强调了需求因素的重要性。

② 参阅 Regers(2001),欧洲区的价格差异大约和美国相同,也可参阅 ECB(2003a, 2003c)。

③ 参阅 Camba-Mendez(2003)概观。同样可参阅 ECB(2003c),欧洲区通货膨胀的差异性原因。

对单一货币区内其他国家的负面溢出效应。

统一标准是保障货币融合过程可信度的关键,也出色地充当了欧盟成员国 20 世纪 90 年代奉行的经济政策目标和约束工具。事实上,自欧洲货币联盟创立开始,导致了欧共体各国货币和财政稳定的历史最好水平,也为单一货币区国家的现实生活做了准备(见图 1—图 3)。

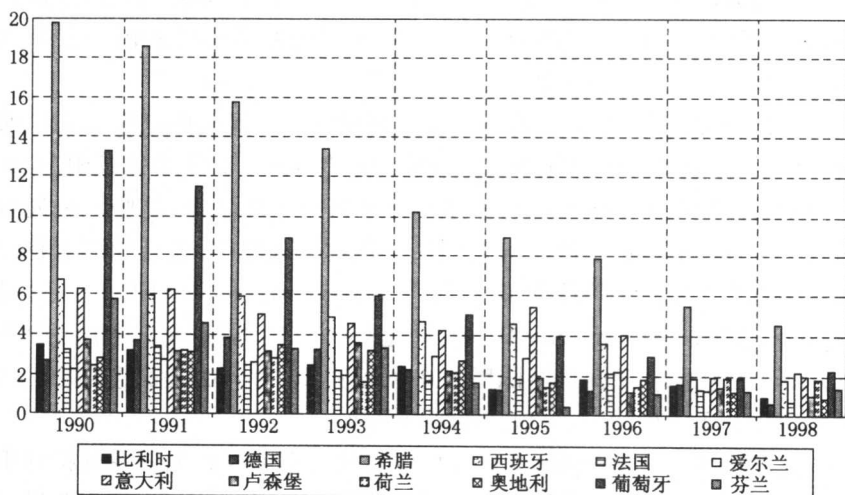


图 1 欧洲货币联盟设立前的通胀差异

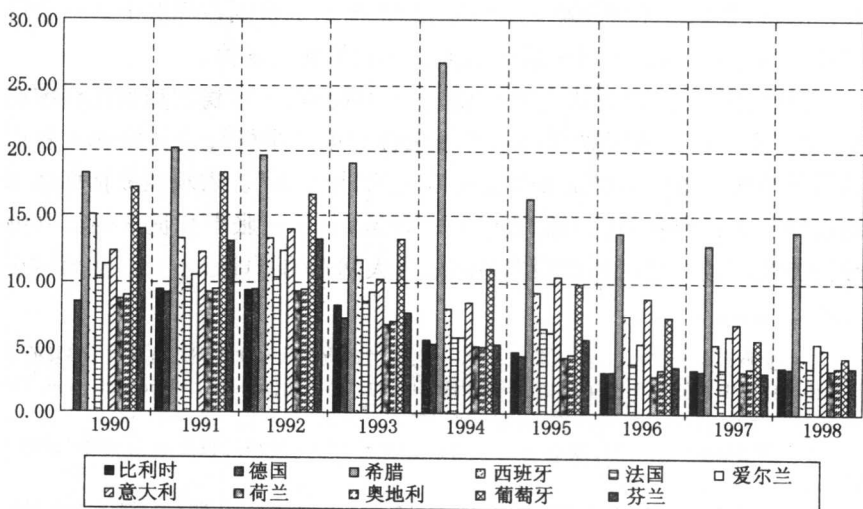


图 2 欧洲货币联盟设立前的短期利率差异(三个月的货币市场利率)

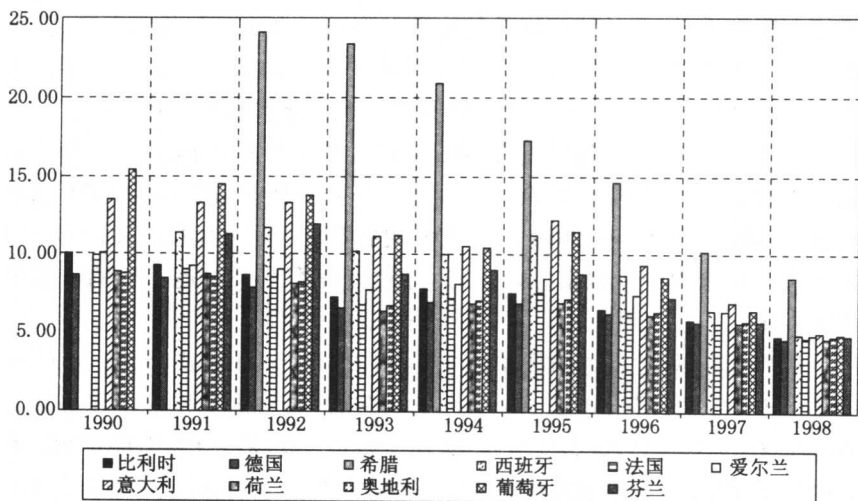


图3 欧洲货币联盟设立前各国长期利率的差异
(10年期政府债券)

3. 欧洲央行的战略

当欧洲央行起先开始推行单一货币政策时,它面对一系列具体的不确定因素(Issing, 2002a, 2002b; Issing, Gaspar, Angeloni, & Tristani, 2001)。不确定因素之一是传导机制起作用的路径。起初,未来货币区的传导机制仅仅是一个非常模糊的概念。随着欧元的诞生和1999年1月1日起单一货币政策的施行,传导机制被预期可能产生决定性的变动。区内转用单一的欧洲货币将形成著名的“卢卡斯评价效应”(Lucas Critique)的经典例子(Lucas, 1976),即政策的变化影响经济人的行为模式,因此改变惯用的经济模型参数,由新参数和其他因素来决定传导机制^①。

各国央行典型的不得不面临的另一个不确定因素是如何精确地与新设的单一货币进行联系,以宏观经济数据为基础来评估本国的经济状况。特别在期初,欧洲央行仅掌控非常有限的可靠的宏观经济数据。

在这种极度不确定性为特征的环境内,首先,最重要也必须做到的是

^① 因为现今传输结构中其可能的变化现象是由于单一制货币的引入。参阅 Angeloni, Ehrmann(2003)和 Angeloni, Kashyap 和 Mojon(2003)。

避免主要的错误,为了评估物价稳定所面临的经济现状和将来风险,要求建立起一个系统框架,它又将被用作决策及沟通的工具。这一程序的公布,即货币政策战略,应该与保持物价稳定的公开承诺相一致。

在1998年10月,也就是在各国央行对货币政策承担的责任移交给欧洲央行之前,管理委员会就决定用稳定导向的战略,这一战略符合这些要求(ECB, 1998)。在2003年对欧洲央行战略的评估中,必须回顾前4年半货币政策的经验积累,这次评估导致管理委员会对这一战略要素的再次肯定。

物价稳定被定义为消费价格协调指数(Harmonised Index of Consumer Prices, HICP)年复一年的增长。在欧元区,这一指标中期被限定在低于2%的幅度内进行波动(见 ECB, 1998)。欧洲央行在中期对物价稳定的追求中发现,货币政策在短期内不能控制物价发展,因此不应该强求。

管理委员会与它先前施行的政策相一致,也明确其货币政策的中长期目标是追求通胀率保持在“低于,并接近于2%”的目标(ECB, 2003a, 2003b)。委员会因此强调它保持充分的回旋余地来规避通缩风险。这一余地同时也充分考虑了在消费价格协调指数中的统计偏差和欧元区的通胀差异性。

当建立起物价稳定的量化定义后,必须平衡通胀成本和可容忍的低通胀率。许多研究表明,通胀的福利损失效应是众所周知的,即使那些效应是难以测量的。例如,相关价格扭曲对资源配置的中断;不确定通胀环境下的通胀水平效应和长期利率市场的风险贴水;对税收体制恶化的扭曲效应等^①。这些福利损失的各种原因能完全用动态平衡模型来进行分析,现在一般用货币理论进行解释。研究结果都显示,通胀损失可能比原先预料的要大,即使适度的通胀也意味着可观的损失。

然而,许多因素有利于物价稳定的定义——一个以正的并且以低通胀率为基础的货币政策目标。这么做的一个根本原因在于名义利率不能降至0以下——即0限定。当通胀率目标越靠近0,央行越不能通过降低利率来充分应对通缩冲击。虽然在这种情况下货币政策优于其他政策工具,名义利率的降低将达到0限。假如央行中期货币政策的目标不是

^① 通货膨胀的代价(参阅 Feldstein, 1997b, 1999; Fischer, 1981)。在 ECB 研讨会上对名为“为什么价值稳定”的资料收集(参阅 ECB(2001))和 Rodriguez-Palenzuela, Camba-Mendez, Garcia(2003)的概述。