



重新定义中央银行的权责

中央银行必须从全球危机中汲取经验教训 并做出实质性变革

Duvvuri Subbarao

各国中央银行一直处于全球金融危机的中心。人们一方面把全球爆发金融危机归咎于中央银行的政策与行为；而另一方面又称赞中央银行带领全球走出金融危机。这两种评价都是公正的。中央银行既是问题的一部分，也是解决问题的途径之一。

随着危机的结束和复苏的来临，中央银行面临一系列问题，下面我将谈到其中的五个问题。

在全球化背景下的货币政策

从危机中我们看到，在全球化背景下进行宏观经济管理存在许多困难。即使政府与中央银行展现出了非同寻常的政策力量，但仍无法控制局势，这是因为金融体系内部之间存在相互联系，同时外部事件又会对国内的政策措施产生正面或负面的影响。最为重要的是，各国政府与中央银行发现，各国之间情绪与信心彼此影响的程度极高。

外部事件与国内经济之间相互影响的方式复杂多变，甚至可以说是变幻莫测。中央银行必须深入理解这些相互间的影响。一些经济影响跨境传递的渠道是我们所熟知的，如全球价格（包括商品价格的变动）、经济周期的同步化、资本流动、资产价格的强劲联动、主要国际货币的汇率，以及主要中央银行的利率政策等等。而另外一些渠道则并不那么为人所熟知。例如，危机表明，即使是监管制度的差别也会引发套利行为并弱化国内政策的效率。

以资本流动管理为例。在危机期间，新兴市场经济体的资本流入突然中断，而资本迅速流出，这是全球去杠杆化的结果。如今这种局势已经扭转，许多新兴市场经济体再度出现资本的净流入。在半开放新兴市场经济体中，对这些资本流动的管理（尤其是在其变动趋势反复无常的时候）可以验证中央银行政策是否有效。一国中央银行如果不干预外汇市场，就可能引发与经济基本面无关的货币升值成本。如果为防止货币升值而干预外汇市场，中央银行则必须应对过剩的流动性以及可能出现的通胀压力。如果冻结（吸

收）这部分流动性，中央银行又将面临抬高利率的风险，这将有害于经济发展的前景。

资本流动的反复无常还会损害金融稳定性。新兴市场经济体对资本项目开放、固定汇率、独立货币政策这一“不可能三角”进行管理的方式将影响到该经济体的发展前景、物价以及金融稳定性。

重新定义中央银行的权力

危机引发了大范围的有关中央银行的作用与责任的激烈争论，人们由此提出了三个重要问题：

中央银行是否应该坚持通胀目标制？在危机爆发之前的数年间，通胀目标制获得了有力的学术共识，

“在防范资产价格泡沫的过程中，央行不仅要具备分析能力，还要能够对风险的性质做出成熟的判断。”

这一概念是说将货币政策建立在实现某一目标通胀率的基础上——目标通胀率通常指消费者价格。即使中央银行并不以精确实现通胀率为目标，其政策方针也通过物价稳定予以体现（即便物价稳定并非占主导地位）。这种方法一度似乎取得了成功。在较长的一段时期内，全球的物价稳定，经济实现平稳增长，失业率保持在较低水平。危机爆发前，各国的中央银行行长均取得巨大成功。然而，“大缓和”的崩溃即便没有打破，至少也弱化了只以通胀为目标的共识。危机前的主流观点是物价稳定与金融稳定彼此互相促进；而本次危机证明这一观点是错误的：物价稳定并不一定能够保证金融稳定。危机则对“新环境假说”提供了新的支持，该假说认为纯粹的通胀目标制是不妥当的，中央银行的权力应从稳定物价拓宽到涵盖银行监管、金融稳定以及防止资产价格泡沫等领域。

中央银行在防止资产价格泡沫中的作用如何？一种新兴观点认为，防止资产价格升高应当归属于中央

银行的权责范围。不过，这种观点在中央银行是应当通过货币政策还是监管来防止资产泡沫这一问题上产生了分歧。但有一点是毋庸置疑的：在防范资产价格泡沫的过程中，中央银行不仅要具备分析能力，还要能够对风险的性质做出成熟的判断。

中央银行是否还应当介入银行的监管？在许多监管模式下，中央银行只充当货币当局，而针对银行的监管职能则被赋予另一个机构。新兴观点认为，危机爆发至少有部分原因是中央银行与监管部门之间缺少协调与沟通，而为了实现金融稳定，最理想的做法就是将监管银行的职能赋予中央银行。当然，这并不能完全解决问题。从全球金融监管模式的多样性中我们可以清楚看到，并没有“放之四海而皆准”的方法。每个国家和每个中央银行都必须根据所处的特定环境来解决这个问题。

中央银行与金融稳定性

金融无法自动实现稳定，也不必然会稳定，人们在这一点上已达成广泛共识。但金融维稳是否应当明确包含在中央银行的权力范围之内，对此则尚存分歧。一种观点认为明确的规定会有点多余，因为金融稳定本身就是实现与通胀、产出和就业相关的中央银行常规目标的必要条件（但不是充分条件）。另一方面，越来越多的人却认为，除非将金融稳定明确纳入中央银行的权责范围内，否则其就可能被忽视。

令问题变得更为复杂的是，事实证明，用一种精确、全面、可衡量的方式来定义金融稳定性并非易事。当然，我们现在了解到金融不稳定具有两个特性：

- 利率和汇率等对实体经济产生直接影响的宏观变量极其不稳定；
- 流动性对金融机构与市场的不利影响对系统稳定性构成威胁。

中央银行是否具备行使金融维稳职能的工具？维持金融稳定的一个显而易见的工具就是其“最后贷款人”职能。在危机期间，中央银行通过最后贷款人窗口注入了巨额流动性来为金融体系解冻。此举使单个机构获得了流动性，但整个市场仍流动性不足，这表明该窗口工具在应对流动性不足问题上存在局限性。中央银行可以注入流动性，但却很难保证这些廉价、充足的可用资金被用于购买价值正快速缩水的资产上。唯一的选择可能是由中央银行出面来购买这些资产。这就意味着中央银行不仅必须是“最后贷款人”，还必须是“最终做市商”。然而，目前这些问题还没有得到明确定义，更不用说得以解决了。但是这些问题却必须尽快解决。

监管成本与收益的管理

为保障金融稳定性，印度储备银行采取了各种审慎措施，包括规定敞口标准、先行收紧与资产相关的风险权重，以及明确要求计提损失准备金。但执行这些措施经常会付出一些代价。例如，收紧风险权重被证明可以减少某些行业的信贷流动，但过度、过早或不必要的收紧将有碍经济增长。类似地，敞口标准可以防止集中性风险，但这些限制会对某些重要的增长性行业的信贷获取形成掣肘。因此，中央银行面临的挑战与履行物价维稳职能时相仿，即需要在金融稳定和经济增长之间做出权衡。

在经济危机之后，我们回过头来看，所有的保守政策似乎都是安全的。但是过度的保守主义会阻碍增长并扼杀创新。问题在于我们愿意付出怎样的代价，或者相反，我们愿意放弃怎样的潜在利益，从而应对不可预知的“黑天鹅事件”？经验表明，在监管的成本和收益之间做出平衡所需要的与其说是分析性技术，不如说是良好的判断力。中央银行，特别是发展中国家（如印度）的中央银行在实现经济增长和金融稳定的同时，还需要提升自身的判断技能。

自治与责任

在危机其间，各国政府与中央银行联手推出了前所未有的扩张性财政与货币政策。当一些国家正在考虑退出这些扩张性政策时，货币与财政政策之间经常会出现的矛盾再度浮现。如果回归到以财政为主导的局面，将有损中央银行的独立性。

保障金融稳定的责任必须由政府、中央银行和其他监管机构共同承担。虽然责任共担本身并不是问题，但还存在两个与此相关的问题。其一，救助金融机构从根本上说是一种政治行为，参与诸如此类的决策活动可能会弱化中央银行以技术进行治理的定位。其二，为实现金融稳定而与政府开展合作可能会延伸至中央银行权力范围内的其他领域，这种风险将削弱中央银行的独立性。

由于此次危机所带来的事态发展，中央银行在独立性方面所遭受的批评与日俱增。中央银行必须倡导其独立地位，但不是通过长篇大论，而是通过采取更有活力且更为自愿的行动，以增强其透明度，提高响应能力并负起责任。

以上谈及的一系列议题绝非问题的全部，也并没有触及到所有细节。但各国中央银行可能会对如何着手处理这些议题获得进一步的了解，并以此为基础调整与改变其运行方式。■

Duvvuri Subbarao是印度储备银行行长。