

广泛的授权

路易斯·杰科姆、托马索·曼奇尼·格瑞夫里

2008 年全球金融危机前的几十年，各国开始相信为了使物价稳定，央行应该只关注通货膨胀的目标，并且对于只有短期视野的政治当局，央行应该保持独立操作。但近年来，由于政府和相关部门开始对央行应该发挥的作用进行评价，因此这一共识有所改变。

许多学者和分析家建议，央行应该赋予通货膨胀目标更广泛的授权。或许，最具体的建议是央行应该在通过限制过度的信用扩张和借款来维护金融稳定、避免系统性金融危机方面起积极作用。这将使央行高于当前仅监管私人银行的作用。另一些专家建议，央行应该在控制通货膨胀上有一个双重且平等的授权，即支持充分就业和经济增长。根据当前的规定，只有在就业和经济增长影响

了通货膨胀后，央行才给予关注。

但这样一个广泛的授权将难免与政治因素摩擦，非选举产生的央行行长们认为他们的独立性受到限制。我们认为，通过独立性减弱以及相关成本检验方法，并且基于央行的目标，拥有较少独立性是合理的，但法律和制度措施应该保护货币政策独立性的核心——有效抑制通货膨胀。

当一些央行能预见其授权变大时，其他银行可能面临授权变小。在政府面临巨大、潜在的财政风险时，央行可能在缓解融资困难方面颇感压力——比如，通过保持低利率来减缓融资压力。央行应时刻准备应对这种压力。

独立性的根源

政府当局赋予央行制定货币政策独立性的意义是有经济理论依据的。

基德兰德和普莱斯科特 (Kydland 和 Prescott, 1977 年)、巴罗和戈登 (Barro 和 Gordon, 1983 年)、罗戈夫 (Rogoff, 1985 年) 都认为，独立的央行易于避免由于自利的政治干预而导致的通货膨胀倾向。在提议赋予英格兰银行

央行将就业和增长等政治性目标加至其通货膨胀目标时颇感压力



独立性时,当时(1997年)托尼·布莱尔成为英国首相,他说在自己“很早之前便深信政客设定利率是为了混淆经济和政治”。

很大程度上,央行的独立性对实现并保持低通货膨胀是有效的。大量资料表明,高独立性和低通胀是密切相关的(Cukierman, 2008年)。拉丁美洲就是一个很好的例证。该地区大部分国家当前的通货膨胀率是全球最低且最稳定的。这和其高通货膨胀的历史(1990年时的通货膨胀一度高于500%),也就是多数拉丁美洲国家赋予银行独立性之前,形成鲜明对比。

支持央行保持独立的理由是不言而喻的。公众必须对央行执行使命以及增加社会福利的能力持有充足信心。从表面上看,由缺乏正式、广泛民众基础的政治当局的下属机构主要控制经济是不寻常的。央行提高独立性、增加公信力似乎有三个关键特性:

一个清晰的货币政策架构:央行使用特定的工具(短期利率)来锁定一个可量化的目标(通货膨胀)。这便允许公众监督央行的行为,重要的是,衡量其完成目标的程度。

绩效:央行成功降低通货膨胀的历史似乎通常是其在法律上拥有独立性的前兆(见图1)。反过来,正如前面所提到的,若央行可以免受政治干预,那么独立性有助于保持低水平的通货膨胀。

问责制:在许多国家,政府设定的大部分货币政策目标是被广泛认为有益于社会福利的。正因如此,央行放弃“目标独立性”、保持“工具独立性”来自主

定义和管理政策工具,以达到目标。有趣的是,无论央行是否仅有工具独立性或者兼有目标独立性和工具独立性,都不会太影响它们完成目标(Bayoumi等人, 2014年)。央行向政府和国会频繁汇报其决策及达成目标的进展。

更广泛的授权

央行可能发现它们的授权增加了。在维护金融稳定上,它们可能被要求发挥更积极的作用,也可能在经济和就业偏离预期和通货膨胀未达目标时,被要求采取更积极的应对措施。

央行维护金融稳定的职责也许远远超出了其管理者和监管者的角色范围,这也是当前央行为了确保像银行一样的单个金融机构的健康的最常用的职能。央行可能成为制定和执行宏观审慎政策的主要参与者,该政策旨在应对金融系统整体风险,而非个别机构风险(见“整体性保护”,《金融与发展》2012年3月号)。即使宏观审慎政策超出了央行的职责范围,货币政策必须将其考虑在内,或适时辅以更的利率来助于减缓信贷增长和借款。

央行是否应该比现在更关注经济增长和就业,这是不太明确的。一些人认为,转变是必要的,通货膨胀和就业之间的取舍较过去变弱了——旧飞利浦曲线认为,高就业伴随着高通胀,反之亦然。尽管有非常严重的经济衰退,但通货膨胀在近期危机中比预期的下降幅度小,而我们却不知其原因。内在原因可能是暂时性的或者是只针对某些国家的。亦或,由于多年来锁定整体价格水平并降低了经济增长和就业的重要性,通货膨胀可能被较好地控制。如果那是真的,因通货膨胀稳定而强调经济增长和就业反而会弄巧成拙:那样做的结果反倒会破坏通货膨胀的稳定。货币政策制定者依然容易被迫关注经济增长和就业。其部分压力可能来自于在大选期间的自利的政策领袖,他们希望通过货币政策的短期目标刺激经济增长。

破坏独立性的风险

若货币政策工具的数量没有与央行的授权范围保持相应增长,将有损促使央行独立的三个特性。反过来,这也将削弱货币政策稳定物价的能力。

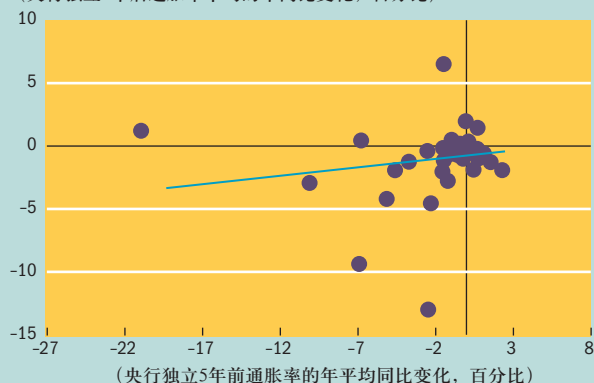
公众可能发现对具有更大授权的央行更难进行监督。虽然通货膨胀率易于计量并与央行的目标进行对比,然而却更难衡量金融稳定。而不稳定性却是可衡量的,这恰好也是央行极力避免的。再者,因为用于支持系统稳定性的工具时常变化,也可能和货币政策工具重合,因此公众可能会感到困惑——例如,若利

图1

好的开端

许多央行在具有法律独立性之前,已经能有效地抑制通货膨胀。

(央行独立5年后通胀率平均的年同比变化,百分比)



资料来源: Bayoumi等人, 2014年。

注: 左上象限代表央行具有独立性前通胀下降, 独立后通胀上升的国家数量。右上象限表明在央行独立前后, 通胀都出现上升的国家。右下象限表示央行独立前通胀上升的国家。左下象限代表央行独立前后, 通胀都出现下降的国家。样本里共有42个发达、新兴市场及发展中经济体。

率（货币政策影响通货膨胀的工具）被用于帮助限制信贷增长，作为稳定金融的努力。

在多重授权下，若央行的业绩不好，其独立性将会受到审查。目前尚未有证据表明央行的监管职能对货币政策的成功有任何影响，尤其是央行拥有一个完善的货币政策架构，如通货膨胀目标（见图2）。尽管央行努力遏制金融危机，但若其目标包括金融稳定，则可能由于外部的冲击、危机的蔓延或者通过一些不可预知的途径而失去公信力。

若央行对经济增长和就业负责，那么由于央行业绩不佳所带来的信用风险将更大。货币政策无疑能在短期内影响经济增长，但当实施其他政策时，尤其是影响劳动力市场和生产力的政策实施时，该影响会明显减弱。当评估央行业绩的时候，将货币政策的影响和其他政策的影响分开是很困难的。

在经济常受外界冲击（比如商品价格、美国利率的变化）影响的新兴市场和发展中经济体，通过货币政策来刺激经济增长和就业的效果较弱。此外，若将经济增长加至央行的授权中，可能缓解其他领域需要改革的压力。反过来，若未能保持经济的可持续增长和高就业水平，央行的公信力可能受损。

更大的授权也有损害问责制的风险。与金融稳定相关的决定可能并不总会被认为有利于社会福利，因为它们时常直接影响社会财富再分配、支出决定、产量、

金融部门的利润以及银行业成本。例如，若某央行决定紧缩抵押贷款批准率，该决定提高了购买房屋的首付要求，这将使低收入和中等收入家庭在短期内更难获得信贷。当然，通货膨胀也会不分老幼地影响借贷双方的收入分配。但当通货膨胀低时，这些影响便不易被发觉，而高通货膨胀明显对整个社会产生不利影响。因此，相对于金融稳定的目标，社会大众更易于接受低通货膨胀的目标。

若未能保持经济的可持续增长和高就业水平，央行的公信力可能受损。

政府官员很可能想直接参与到更多的央行使命中。他们理所当然地认为自己有发言权，甚至认为在涉及经济增长、纳税人或者影响再分配（例如，若央行有义务化解风险时）的央行决策委员会中有一席之地。

当涉及某些决策时，央行受到更多的政治监督是很重要的，至少这样能保护货币政策工具的独立性。这将意味着货币政策决策结构免受政治干预——例如，拥有明确且独立目标的不同决策委员会将尽可能把抑制通货膨胀的工具和支持金融稳定的工具进行明确分工。清晰的沟通也同样重要，特别是当一个货币政策决定影响或者受金融稳定问题影响的时候。虽然极具挑战，但该任务似乎是可控的。若产出、就业目标被明确地加至多种授权时，该任务将更严峻。

尚存的财政支配

也许，央行独立性最糟糕的情况莫过于在货币政策目标下，为支持政府财源建设所引起公共财政危机——该情况被称为财政支配。在这个特殊的例子里，货币政策失去了独立性并沦为为了降低政府借款成本而保持低利率。

当财政支配占优势，风险之一就是失去对通货膨胀的控制。一旦市场意识到央行目标改变且公共财政又不稳定性时，通货膨胀预期则可能上升。是否公共财政在发达经济体中正步入可持续发展阶段超出了本文的研究范围。但它们显然不堪重负，2007—2013年债务与GDP的比率在发达经济体从60%增至100%以上（IMF，2013年）。多数新兴市场和发展中经济体已降低债务与GDP的比率，并保持财政赤字受到控制，这给其留有消除全球金融危机影响的余地。

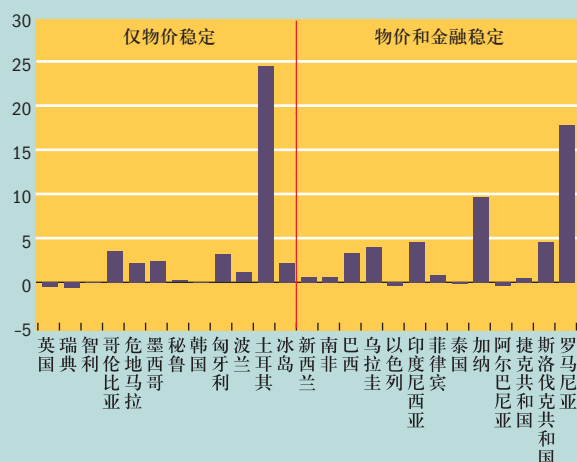
也许，更可能的风险是市场相信货币政策背弃了其传统的目标转而支持公共财政。该风险在央行持有

图2

异曲同工

在所有以通货膨胀为目标的国家，无论央行的授权仅包括通货膨胀（左图）或是包括通货膨胀和管理/监督（右图），其通货膨胀的表现几乎相同。

（通胀目标的平均偏差，2000—2006年）



资料来源：Bayoumi等人，2014年。

注：在英国，英格兰银行的授权后来变为包括银行管理/监督和通货膨胀。金融稳定包含管理和/或监管银行。2000—2006年，那些仅把物价稳定作为目标的国家的目标平均偏差是3.16%；物价和金融稳定同为央行目标的国家则为3.49%。

异常大的资产负债表的国家中格外高，如通过大额债券购买计划。若央行决定未来把长期利率作为目标，那么该风险也可能出现。央行可能无法说服市场相信其对长期债券的购买是货币政策所允许的或者金融稳定目标所支持的，而非财政目标。很明显，这些担心随着国家负债水平、购买债券的持续期而增加。

若不能未雨绸缪，那么财政支配可能在许多国家成为现实。

误解货币政策目标的任何变化的代价颇高。为了达到稳定经济的相同效果，货币政策必须设定高于以前的利率。在大量证明通货膨胀风险溢价的证据中，部分显示在购买政府债方面有较强限制的央行表现出更好的通货膨胀控制力（见图3）。

若不能未雨绸缪，许多国家可能会出现财政支配情况。因此，央行应该准备承受保持高通货膨胀、减少公共财政的压力。万不得已，需要与政府讨论合作，与某些支持用切实可行的措施来实现中期债务稳定目标的央行合作。虽然所要求的合作水平是崭新的，并且将需要一段时间来建立。无论构架、透明度和沟通，都是保护央行公信力和经济稳定的关键因素。■

路易斯·杰科姆(Luis Jácome)是IMF货币与资本市场部副处长，托马索·曼奇尼·格瑞夫里(Tommaso Mancini

Griffoli)是该部的金融业专家。

参考文献：

Barro, Robert, and David Gordon, 1983, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," *The Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 4, pp. 589–610.

Bayoumi, Tamim, Giovanni Dell'Ariccia, Karl Habermeier, Tommaso Mancini-Griffoli, and Fabián Valencia, 2014, "Monetary Policy in the New Normal," *IMF Staff Discussion Note 14/3* (Washington: International Monetary Fund).

Cukierman, Alex, 2008, "Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future," *European Journal of Political Economy*, Vol. 24, No. 4, pp. 722–36.

International Monetary Fund (IMF), 2013, *Fiscal Monitor* (Washington, October).

Jácome, Luis I., Marcela Matamoros-Indorf, Mrinalini Sharma, and Simon Townsend, 2012, *Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn from International Practices?* IMF Working Paper 12/16 (Washington: International Monetary Fund).

Kydland, Finn, and Edward Prescott, 1977, "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of the Optimal Plans," *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3, pp. 473–91.

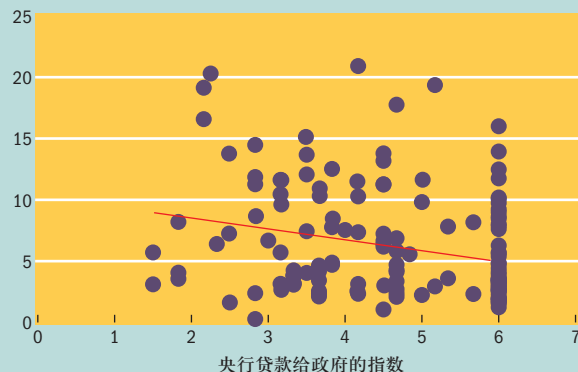
Rogoff, Kenneth, 1985, "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No. 4, pp. 1169–89.

图3

不借给政府

总的说来，央行对购买政府债券有更严格限制的国家，其对通货膨胀的控制力会更好。

(通货膨胀率，百分比)



资料来源：Jácome等人，2012年；IMF，《国际金融统计》。
注：央行对政府信用指数从1（央行贷款给政府没有限制）到6（禁止央行给政府贷款）。样本包含138家央行，计算结果在1%水平时，具有统计显著性，样本期是2004—2008年。