

现代中央银行政策:理论、挑战与重构

何德旭,苗文龙

(中国社会科学院财经战略研究院,北京 100028)

(陕西师范大学国际商学院,陕西 西安 710119)

摘要:现代中央银行制度是一国宏观经济治理的重要内容,现代中央银行政策是现代中央银行制度及功能的主要体现。中央银行在演变过程中逐渐具备了为政府提供贷款、货币发行、最后贷款人、制定货币政策、制定宏观审慎政策等现代中央银行的功能。现代中央银行政策作为现代中央银行制度的核心构成,其理论框架主要包括最终目标、操作目标、政策工具、传导机制等。由于现代中央银行政策具有目标多元、工具复杂、从工具到目标间接传导等特征,因此提高政策精准度至关重要。中国构建了较为完整的现代中央银行政策框架,但在金融适度分权改革环境下,地方政府、企业、银行、居民等市场主体的行为选择使现有的中央银行政策需要进一步改进和完善,尤其是需要提高政策的精准性,包括提高政策基准变量计算的精准性,提高货币政策工具和宏观审慎政策工具的精准性,提高“双支柱”政策与财政政策、产业政策、国际金融政策等政策工具组合的精准性。

关键词:现代中央银行制度;现代中央银行政策;中央银行

中图分类号: F822.0 **文献标识码:** A

文章编号: 1007-7685(2022)01-0091-11

DOI: 10.16528/j.cnki.22-1054/f.202201091

现代中央银行制度是信用货币和金融稳定的“定海神针”,是一国金融治理的核心内容,是国家治理体系和治理能力现代化建设不可或缺的构成,协调着政府部门与企业、居民以及金融机构等其他经济部门之间的利益关系,影响着一国经济的发展。党的十九届四中全会通过《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度 推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》,从坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化的层面提出了建设现代中央银行制度。党的十九届五中全会通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》,从完善宏观经济治理、推动高质量发展、统筹发展和安全的层面对建设现代中央银行制度作出战略部署。^[1]

现代中央银行政策是现代中央银行制度的核心内容,是现代中央银行功能的主要体现。研究现代中央银行政策的理论框架、面临的挑战并提出具体解决方案,是完善现代中央银行政策的内在要求,是推进现代中央银行制度建设的根本途径。本文立足中央银行制度演变、概括现代中央银行制度要点及

作者简介:何德旭,中国社会科学院财经战略研究院院长、研究员;苗文龙,陕西师范大学国际商学院、高级经济研究院教授。

注:本文是国家社会科学基金后期资助重点项目“金融分权、金融风险与金融治理研究”(编号:20FJYA002)的阶段性成果。

政策功能,构建现代中央银行政策理论框架,分析现代中央银行政策面临的主要问题,并提出具体的优化建议。

一、现代中央银行制度演变与政策功能拓展

准确理解现代中央银行制度,需要从中央银行制度演变出发,并基于新时代中国经济高质量发展要求,明确现代中央银行的功能和职责。

(一) 中央银行建立之初服务于政府融资

不同国家建立中央银行的时间存在先后差别,其动机也因具体时期经济发展需求的不同而不同。概括来说,中央银行建立的动机主要有三种:一是财政融资动机,一些国家建立中央银行主要是为了贷款给政府;二是金融稳定动机,一些国家建立中央银行是出于稳定现存银行制度的目的;三是效仿动机,一些国家建立中央银行是为了效仿诸如英国或美国等“现代”国家。^[2,3]第一家中央银行是英格兰银行,在1694年设立之初,是一家为政府提供贷款以支持大陆战争的商业银行。此时的英国政府由于以前的债务拖欠不能借入新的资金,便通过立法授权英格兰银行法定特权来偿还贷款,而英格兰银行通过为政府提供贷款获得更多的特权^①。^[3,4]显而易见,中央银行不是规模经济的产物,而是立法的结果,是外部力量强加的或者是政府偏好的结果。^[5]后期,英格兰银行从开始的政府贷款提供机构,逐渐演化为成熟的、具有支持和管理金融制度及管理法定货币责任的中央银行。中央银行的政府融资业务为其后期承担经理国库、代理发行政府债券、管理外汇储备等“政府的银行”职能奠定了基础。

(二) 垄断货币发行并成为真正的中央银行

中央银行随着自身地位的巩固和增强,具备了影响全国信用货币制造的能力和管理各商业银行储备的实力。各商业银行也愿意采用中央银行发行的货币作为日常储备,并在头寸短缺时向它寻求贷款,从而使它逐渐在事实上垄断了货币的发行。除英格兰银行在1897年垄断英国的货币发行权外,法兰西银行在1848年垄断法国的货币发行权,普鲁士银行于1875年独享货币发行权,美国联邦储备系统于1913年集中货币发行,在19世纪初到第一次世界大战爆发前的这段时间,世界上约29家中央银行相继设立,其主要标志就是垄断本国货币发行。^[6]垄断货币发行为中央银行履行最后贷款人角色、调控基础货币等现代职能奠定了基础。

(三) 承担最后贷款人角色并成为现代意义上的中央银行

现代中央银行的一个关键特征是,中央银行作为最后贷款人,支持了银行体系的发展。^[5]银行体系在以较低的市场利率为产业资本提供融资的同时,也存在期限错配、支付体系和存款合约不稳定等引发的流动性风险,需要一个为银行体系提供最后流动性支持的保障机构。中央银行的实力使其逐渐承担起最后贷款人这一角色。商业银行在流动性困难时既可以向中央银行借款,也可以进行同业拆借(中央银行提供清算服务)。

最后贷款人角色使中央银行通过控制再贷款及再贴现的利率和条件实现货币的弹性供给,既能为陷入流动性困境但具有一定清偿能力的商业银行提供短期性融资,又能制定惩戒性的利率政策约束商业银行主动防控流动性风险,并向社会公众提供一个关键信号——商业银行在流动性短缺时有中央银行的支持。最后贷款人制度中的许多政策工具,如再贷款、再贴现、金融救助等,既是货币政策工具,也是宏观审慎政策的主要工具。最后贷款人角色为中央银行后期履行制定货币政策和宏观审慎政策这些现代职能奠定了基础。美国联邦储备委员会在移植和改进欧洲中央银行制度的同时,强化最后贷款人功能、弱化政府融资功能、建立了信用货币体制,从而成为第一家现代中央银行。

^① 特权包括:引入六个合伙人规则、限制(除英格兰银行以外)所有的其他英国银行和威尔士银行的资产规模,使英格兰银行的竞争对手保持在小规模资产及弱势地位;只有英格兰银行发行的银行券具有无限清偿资格,并且发行和流通范围不用限制在距伦敦65英里内;给予英格兰银行对英国银行制度极大的垄断权力,其他银行逐渐人为地依赖于英格兰银行的支持;英格兰银行最终接受银行制度守护人的角色,并自然而然地履行监管者职责。

(四) 制定货币政策调控宏观经济成为现代中央银行的主要职责

货币政策是信用货币体系和银行金融体系稳定的重要实现途径。信用货币制度和最后贷款人使现代中央银行既要支持陷入资金周转困难的商业银行及其他金融机构,以免银行挤兑风潮的扩大而最终导致整个银行体系的崩溃,要在金融危机时进行金融救助、维护金融稳定,可能选择超发信用货币;又要防止超发信用货币造成货币贬值、宏观调控意图传导错误和政府信誉受损。货币政策作为平衡这两方面因素的重要制度和工具,作用越来越重要,甚至成为现代中央银行职能的代名词。

在平常时期,货币供给处于合理区间是货币政策的首要目标,学术研究和政策制定者甚至将其简化为通货膨胀目标制。为了实现这一目标,在现代中央银行制度中,以国家短期债券和中央银行票据为买卖标的的公开市场操作,既可以主动灵活地决定买卖数量,又可以相机决定买卖价格——利率,从而成为最重要的常用工具。其他的直接信用控制、间接信用指导、窗口指导、道义劝告等,则是经典货币政策工具的延伸和补充。

现金发行和管理是货币政策的重要内容。由于法定存款准备金、再贷款、公开市场操作等工具直接影响基础货币数量,人们往往忽略现金的发行和投放。这至少包括两个方面的重要内容:一是通常所说的现金从中央银行发行库到商业银行业务库的发行渠道;二是中央银行经理国库的现金管理。这两者在很大程度上影响货币政策执行效果,影响财政政策和货币政策的协调程度。

此外,一些文献从政治因素角度研究货币政策行为特征及其对不同群体和集团利益分配的影响,^[3]从财政及税收政策角度研究货币政策的时间不一致问题和不连续问题,^[7]由于和本文研究意图联系不够密切,对此不再赘述。

(五) 制定宏观审慎政策防范系统性金融风险是现代中央银行制度的深化

宏观审慎政策是中央银行防范系统性金融风险的最新制度设计。经验事实证明,防范单个银行风险的日常审慎监管并不一定能防范整个银行体系和金融体系的系统性风险。为此,人们探索设计出宏观审慎监管制度,并多将其赋予中央银行来执行。^[8]宏观审慎政策利用多种工具来防范系统性金融风险,从而降低金融危机发生的频率及其影响程度。宏观审慎监管就是一系列为了防范系统性金融风险而开展的面向金融系统的监管政策和改革措施的总和。中央银行由于自身的货币稳定、金融稳定、金融基础设施建设等功能,在宏观审慎监管方面具有得天独厚的优势,成为宏观审慎政策的执行者和完善者。^[9]

从上述分析可以发现,现代中央银行制度的重要标志是,服务于政府融资的功能弱化,服务于国家经济调控和宏观经济治理的功能凸显。现代中央银行制度是中央银行为实现币值稳定、充分就业、金融稳定和国际收支平衡四大任务而设计和实施的现代货币政策框架、金融基础设施服务体系、系统性金融风险防控体系和国际金融协调合作治理机制的总和。^[1]随着各国经济平稳发展,政府的税收能力和信用能力得到改善和巩固,中央银行不再局限于解决政府融资和管理财政资金,而是向以金融经济调控为主的多功能转化。^①

二、现代中央银行政策理论框架

现代中央银行政策是现代中央银行制度的核心构成和直接体现。现代中央银行政策理论框架主要包括:最终目标、操作目标、政策工具、传导机制等。在讨论现代中央银行政策理论框架的过程中,本文进一步分析其与传统中央银行政策的区别。

(一) 多元化的政策目标

^① 国际清算银行总结现代中央银行具有货币政策、金融稳定和支付系统三大职能,以及为了履行这些职能带来的现代中央银行的五大功能:货币稳定功能(货币政策、汇率政策、外汇干预、流动性管理)、金融稳定功能(最后贷款人、宏观审慎监管和日常监管)、金融基础设施(账户管理、支付系统、央行货币清算系统、其他清算系统)、服务政府(经理国库、代理发行政府债券、为政府提供信用支持)、其他公共品功能(管理国际储备、研究统计、金融消费者保护等)。

现代中央银行相对于古典中央银行,政策目标不再是单纯地解决政府融资困难、控制政府道德风险,但由于“现代”的程度不同,政策目标也存在一定区别。以2008年国际金融危机为界,之前的现代中央银行政策目标大多锁定为货币稳定,并主要通过货币政策来实现。因此,现代意义的中央银行是通过实施货币政策和金融监管进行金融宏观调控、实现货币稳定和金融制度稳健运行、促进经济增长的政策性银行,中央银行作用也由19世纪集中发行钞票和进行国家黄金储备管理,逐步转化为实施货币政策、保持货币稳定(对内和对外)、实现国际收支平衡、促进经济增长。^[10]同时,由于金融稳定政策工具不够明确,甚至与货币政策合二为一,常常出现中央银行能否兼顾货币稳定与金融稳定的质疑,^[11]导致在现实中,现代中央银行政策目标多为货币稳定。2008年国际金融危机后,现代中央银行维护金融稳定的职责进一步明确,并丰富完善了宏观审慎政策体系、跨境金融宏观审慎监管等内容,使其政策目标至少包括货币稳定、充分就业的产出、金融稳定、国际收支平衡等。人们对货币稳定目标取得共识。^[12]在开放型经济或双循环经济下,国际收支平衡天然与中央银行政策存在密切关系,文献和教材对这一政策目标也进行了充分阐述。因此,本文仅讨论其他两个政策目标。

1.充分就业的产出是经济增长和充分就业两个货币政策目标的统一,并且更具可行性。其原因在于:第一,不同国家在不同时期具体的经济矛盾不同,中央银行的政策目标可能存在一定差别。根据美国联邦储备系统2020年12月官方网站披露,其政策目标是充分就业、价格稳定、温和的长期利率。英格兰银行的货币政策目标是充分就业、实际收入的合理增长率、低通货膨胀率、国际收支平衡。第二,由于政策多目标之间的冲突,根据中央银行的能力,寻求政策目标变量之间的融合性,成为解决问题的关键。第三,将实体经济维护在充分就业的产出(潜在产出)、使实际产出和潜在产出之间的缺口最小,这一政策目标具有一定的可行性。在现实中,充分就业目标并非零失业率的固定目标,而是根据一定经济形势考虑一系列指标,以使中央银行对劳动力市场状况的评估与最大限度就业保持一致。

2.金融稳定是中央银行政策自始至终的目标。中央银行在形成过程中就开始承担维护国家金融稳定的职责,如最后贷款人、组织全国银行清算等。在2008年国际金融危机之后,这一方面的责任更加明确和重大。虽然学界对金融稳定一词尚未有清晰的界定,但在金融稳定的对立面——系统性金融风险方面逐渐取得共识。概括而言,系统性金融风险至少涉及金融系统的共同风险、金融机构间的传染风险^[13]和特定金融机构(如系统重要性金融机构或影子银行)的风险三个不同而又相互作用的方面。^[14]中央银行作为金融体系的最后贷款人,必须在事前事中事后全过程切实履行防控系统性金融风险的责任,事前要健全宏观审慎政策、应对金融机构顺周期行为和金融风险跨机构跨市场传染,事中要压实股东、各类债权人、地方政府和金融监管部门责任,事后要对重大金融风险形成过程中的金融机构、监管部门、地方政府的责任进行严肃追究和惩戒。^[1]

(二) 复杂交叉的政策工具

相对于古典中央银行,现代中央银行的政策工具从单一的信用贷款或抵押贷款,发展为法定存款准备金、公开市场操作、再贴现、直接信用控制、间接信用指导等,特别在2008年国际金融危机后,进一步扩展了宏观审慎政策的五类数十种工具,从而使现代中央银行政策工具丰富为货币政策工具、宏观审慎政策工具、金融服务及基础设施工具三大类。

1.货币政策工具。货币政策工具是中央银行政策工具中最成熟和完善的工具。尽管在政策工具的数量精度和传导精确性方面还有一定争议,但相对而言,货币政策工具已经系统化、常态化。如,法定存款准备金率、公开市场业务等工具都是众多国家中央银行调节本国利率水平和货币供给量必不可少的工具,甚至在这些工具和政策目标之间建立了较为准确的数量方程。很多成熟教材和研究报告对此进行了比较系统的论述,这里不再赘述。

2.宏观审慎政策工具。为了控制系统性金融风险,2008年国际金融危机后,宏观审慎政策工具不断丰富和发展,衍生出多个分类标准。根据防范的系统性金融风险种类不同,宏观审慎政策工具分为时间

维度工具和跨横截面(结构)维度工具^[15];根据政策工具的影响目标不同,分为基于借款人的工具和基于贷款人的工具,前者以借款人杠杆和金融机构头寸为目标,后者以金融机构的资产或负债为目标;根据政策工具的用途和方式,可分为信贷类、资本类和流动性类,^[16]或分为银行业工具和房地产业工具等。^[8]根据政策工具关注重点的不同,宏观审慎政策工具分为三类:第一类与信贷相关,如贷款价值比率上限、债务收入比率上限、外汇贷款上限、信贷量或者信贷增长上限等;第二类与资本相关,如逆周期动态资本要求、动态拨备及对利润分配进行限制等;第三类与流动性相关,包括限制净外汇头寸敞口或者货币错配、限制期限错配及准备金等。^[17]根据2018年IMF的调查报告,141个国家采取了1313项宏观审慎措施,每个国家平均采取9.3项措施,分为家庭部门工具、企业部门工具、流动性及外汇工具、非银行部门工具、结构性工具等。^[8]这与世界银行2014年提出的工具体系^[18]具有一定相似性。

3.金融服务及基础设施工具。金融基础设施有两种范式:一是目前占主导地位的账户范式,二是区块链Token范式。分布式账本在现代经济体系的支付、清算和结算中有着最广泛的应用,如支付系统、中央证券登记系统、证券结算系统等。法定货币的二级账户体系(个人、企业、政府在银行开设存款账户,银行在中央银行开设存款准备金账户)、支付系统(包括金融机构之间的批发支付和消费者与商业机构之间的零售支付)、票据交换清算等事关整个社会资金运行的金融基础设施,一般都是由中央银行建设、维护和管理。如,中国社会资金流动的“大动脉”是中国现代化支付系统(CNAPS),由中国人民银行建设、运行维护和管理,处理金融机构之间及其与中国人民银行之间的支付业务,CNAPS以清算账户管理系统(SAPS)为核心,主要包括大额实时支付系统(HVPS)、小额批量支付系统(BEPS)、支票影像交换系统和网上支付跨行清算系统四个业务应用子系统,^[19]区块链Token范式在未来央行数字货币、支付系统、证券交易等方面将会有广泛的应用。中央银行通过金融基础设施为金融体系和社会提供最基础的金融服务,为实现四大目标提供了重要支撑。^[1]

(三) 客观要求且不断提高的政策精准度

现代中央银行政策由于目标的多元性、工具的复杂性、工具到目标的间接传导性等因素影响,相对于传统中央银行,对政策精准度方面的要求更高。现代中央银行政策精准度尚无公认或权威的界定,本文将其定义为:现代中央银行通过实施某项或某种组合的政策工具,在一定统计显著水平上实现政策目标的精确程度,包括可具体量化和可实现的政策目标、具有针对性的可行的政策工具、清晰且测算准确的政策传导途径、能够准确计算的政策时滞等内容。因此,完整的现代中央银行政策还包括操作目标、传导机制、政策时滞等方面,每一方面及整个政策体系的复杂程度都与传统中央银行政策显著不同。

三、现代中央银行政策面临的挑战

如何提升现代中央银行政策的精准度,是当前中央银行面临的主要挑战。主要内容包括:政策基准变量计算的精准性,货币政策工具和宏观审慎政策工具的精准性,“双支柱”政策与财政政策、产业政策、国际金融政策等政策工具组合的精准性。

(一) 政策基准变量计算的准确程度

根据现代中央银行政策目标,实施和实现精准调控的前提条件是对政策基准变量能较为准确的计算。这些需要准确计算的基准变量包括潜在产出、最优通货膨胀率、系统性金融风险阈值、国际收支平衡量化值等。

1.潜在产出(或产出缺口)。为了实现充分就业和经济平稳发展的潜在产出,就需要对本国现有的资本、资源、人力、技术等要素充分利用时的潜在产出进行准确计算,对实际产出和潜在产出的偏离程度

进行计算。目前,潜在产出准确计算面临的困难是:第一,潜在产出只能通过不同方法或模型^①进行估算,使用的估计方法或模型结构不同,得到的结果也不尽相同。^[20]第二,不同的模型或方法涉及不同的关键变量,其数据的可得性和估计的准确性,又进一步影响潜在产出估计的准确性。

2.系统性金融风险缺口。系统性风险这个术语被广泛使用,但很难量化。^[18]有效的宏观审慎政策需要政策当局有能力评估系统风险、整合和部署工具、监测和弥合监管差距及弥合数据和信息差距。^[21]准确计算系统性金融风险的难点在于:第一,建立有效的系统风险监测框架,包括识别信贷总量增长和宏观经济失衡的驱动因素,计算金融部门和国内实体经济部门之间及每个部门和世界其他部门之间的金融联系,计算金融系统结构及其关键金融中介机构和金融市场基础设施的联系。第二,在结构变动方面,计算分析金融系统内部的联系及其变动会在多大程度上构成威胁。如,金融创新产品可能导致整个金融行业的风险集中度迅速发生变化,并增加一些机构对系统性尾部风险的敞口;货币市场共同基金等非银行机构迅速发展改变金融体系结构,成为银行重要的资金来源,其流动性错配可能削弱金融体系的稳定性。第三,需要计算出明确而可靠的阈值,在阈值为多少时需要警觉系统性金融风险,在阈值为多少时需要采用一定范围内的行动,并监测这种行动的数量影响。^[21]

3.最优通货膨胀率和国际收支平衡量化值。最优通货膨胀率需要综合本国潜在产出和金融稳定情况进行确定。实施通货膨胀目标制的国家对此进行了较为充分的研究,本文不再赘述。国际收支平衡量化值也是在本国充分就业产出和金融稳定发展的基础上进行计算,难点在于其量化值与一国宏观经济规模和结构相关,需要具有经济合理性和可维持性,并非简单的经常账户平衡或金融账户平衡,而这两个标准与本国不同发展阶段的时间偏好、资本边际生产率、跨境资本流动、债务比率等密切相关。^[22]

(二) 政策工具的精准性

为了提升现代中央银行政策的精准度,须提高政策工具的精准性,具体包括工具的针对性、可行性和计算的准确性等内容。按照现有工具分类标准,本文从货币政策工具和宏观审慎政策工具两个方面进行分析。

1.货币政策工具的精准性。利率工具的精准性,涉及自然利率的准确计算。自然利率是指与经济的长期潜在产出和稳定的通货膨胀相符的短期实际利率。受限于经济学理论发展和研究方法,对如何估计自然利率尚未形成共识。第一,潜在产出计算不够准确。多种估计方法在不同程度上存在缺点^②,影响自然利率估计的准确性。第二,基准利率的准确界定。国内基准利率未公布,不同文献在具体计算自然利率时,选择的利率种类、利率期限、具体利率指标存在较大差异,导致计算结果千差万别,甚至出现明显违背现实的错误。

货币供给量工具的精准性,涉及两个难题:第一,政策工具在多大程度上能够控制货币量,这涉及“货币究竟是内生还是外生”的命题争议。如果货币是外生的,中央银行则可以有效控制货币供给量;如果货币是内生的,货币量由经济体系内生决定,中央银行无法有效控制货币供给量;后续研究逐渐认为货币是内外共生的,^[6]而这进一步需要中央银行能够准确计算货币量中外生的比重及内生程度。第二,货币供给量在多大程度上能够影响最终目标,这涉及“货币中性还是非中性”的命题争议。如果货币对经济目标是中性的,那么调控增加货币供给量不能促进充分就业和经济增长;如果货币是非中性的,中央银行需要精确计算货币供给量和各政策目标的数量关系。

① 涉及方法包括单变量模型(QT滤波、HP滤波、BK滤波、CF滤波、基于不可观测成分的CL模型和HJ模型等)和多变量模型(多变量PC滤波、扩展Phillips曲线的PC滤波、扩展奥肯定律的PC滤波、包含资本利用率的PC滤波、VAR模型、多变量结构状态空间模型、美联储“供给方”模型、英格兰银行总供给和产出缺口模型)。

② 估算方法主要分为时间序列模型(多元周期趋势分解方法和时变向量自回归)、半结构化状态空间模型和DSGE模型。时间序列模型未考虑到背后的经济含义,缺乏相应的理论基础,对自然利率的估计缺乏稳健性;半结构化状态空间模型需要更全面的信息数据;DSGE模型结构参数仍存在上文分析的准确性问题。

2.宏观审慎政策工具的精准性。宏观审慎政策工具旨在降低时间维度和横截面维度的系统性风险。从研究文献和各国中央银行实施经验分析,宏观审慎政策工具针对性和可行性的提高面临以下难题:第一,政策工具多样复杂、各有优缺点,不同种类的工具可能解决不同特定类型的风险,同时面临引进不公平的竞争环境、激励企业向非银行金融部门转移、促进风险的逆向选择、扭曲风险定价、企业在国外市场直接借款等诸多挑战,而且也不存在“包打天下”的工具,还应根据具体国家的因素来决定具体工具的选择。^[18]第二,尽管政策当局关于识别和评估系统性风险的能力及建立前瞻性模型的能力有所提高,在开发评估和监测系统风险的工具方面取得了较大进展,但仍然没有建立一套健全的指标体系来监测系统性风险。第三,关键环节的量化存在较大难度。这主要包括:要选择和组合一套宏观审慎政策工具来解决系统性风险的关键来源和维度,而这一套工具的数量结构、力度、权重都需要精确计算;在时间维度上应考虑反周期资本缓冲和拨备、部门性工具、流动性工具等三套工具如何进行数量分配,提高金融体系应对冲击的弹性、控制特定部门风险的累积和遏制融资风险;在结构维度上应考虑强化资本要求、限制风险暴露、实施流动性工具和改变市场基础设施等工具,如何进行数量分配,提高全球及国内系统重要性金融机构的韧性、控制此类机构失败时的传染效应。^[23]第四,不同政策工具的外部时滞存在较大差别,这也是影响政策工具精准性的主要因素。预防和管理系统性金融风险需要一系列指标和方法,并与定性判断相结合,才能决定何时采取行动。这一系列指标中,缓慢变化的指标有助于发现风险的累积,基于市场波动的高频指标有助于当局及时预测即将发生的系统性风险并采取应对措施。^[24]如何进一步准确计算政策组合中不同工具的时滞和强度,确定各种工具的介入和退出时机,在最后环节上决定着政策工具的精准程度。

此外,还可以改变支付、结算和清算安排等金融基础设施工具,减少金融系统内交易导致的信用风险敞口。衍生品交易中对手方日益增长的信用风险一直是2008年国际金融危机后的主要隐患,G20集团倡议各方努力促使中央银行引入衍生品对手方清算机制。

(三) 政策工具组合的精准性

无论从一国政策部门的职能分析,还是从一国实现多目标的政策组合分析,宏观经济治理都需要多种政策工具的配套实施。现代中央银行政策各种工具及其组合的经济效应都需要进一步准确计算。

1.尚未找到有力的理论支撑。比较具有代表性的开放经济政策组合理论主要是政策搭配的“丁伯根原则”和政策指派的“有效市场分类原则”。“丁伯根原则”指出,实现几种独立的政策目标,至少需要几种相互独立的有效的政策工具。现实中,不仅政策目标相互关联,而且政策工具也相互影响,这一原则很难满足。蒙代尔基于不同政策决策部门掌握不同的政策工具提出“有效市场分类原则”。围绕这一原则,货币政策实现外部均衡、财政政策实现内部均衡。^[22]即便如此,财政政策与货币政策也常常出现冲突。防范国内系统性金融风险 and 全球系统性金融风险目标,以及数十种相互联系的宏观审慎政策工具,再进行组合排列,使政策工具之间、政策目标之间及政策工具与政策目标之间的数量关系更为复杂。目前,尚无有力的理论对此进行描述和阐述。

2.政策部门制定政策时的局限性。在现实中,尽管人们已经对政策组合协调达成共识,但各政策部门之间尚未实现数量上的精确配合,甚至在政策方向上也常常会出现矛盾。不同部门具有不同的职责,在解决经济发展问题时,主要立足于降低本部门政策成本、提高本部门政策效率的角度,未从国家战略和经济高质量发展的长远角度设计政策,导致不同部门制定的政策出现冲突,到执行层面要么停留在书面、要么理解不一,即使解决了一时的燃眉之急,却埋下了更大的隐患。因此,不但中央银行与金融监管部门信息沟通成本和协调处理成本较高、信息不对称问题进一步恶化,^[25]甚至导致货币政策与金融稳定政策出现冲突、^[26]财政政策与货币政策之间出现冲突^[27]。

3.工具对目标影响数量程度的计算能力较低。不同部门政策在定性层面尚未完全达成一致,其组

合的权重、经济作用的力度、不同部门政策工具的实施和退出时间等数量精确程度方面的计算则更多地停留在坐而论道层面,或者套用国外公式直接计算适用性。因此,学术讨论的文献较早、较丰富,而且多讨论财政政策和货币政策的配合,但能进入到更为全面和更为精确的执行层面的研究较少、较短缺。现在还要纳入宏观审慎政策一起精确计算,工具对目标影响数量精度的计算相对于现实调控需求显得更为捉襟见肘。

四、现代中央银行政策的重构

根据现代中央银行制度的标志性特征来看,中国基本上构建了较为完整的现代中央银行制度框架。但在金融适度分权改革环境下,地方政府、企业、银行、居民等市场主体的行为选择使现有的中央银行政策需要进一步改进和完善,尤其是需要提高政策的精准性。根据现代中央银行政策面临的主要挑战,建议从以下方面开展实质性建设。

(一) 准确量化可实现的中央银行政策目标

准确量化可实现的中央银行政策目标,把货币政策、宏观审慎政策、金融基础服务政策有机融合在一个统一的框架内。具体来说,这至少需要从两个方面进行优化:

1.根据社会福利损失最小化原则,将币值稳定、充分就业的产出、金融稳定、国际收支平衡等目标有机融合在统一的目标函数中。参考货币政策目标函数设计原则,现代中央银行政策实现多元目标应满足以下条件:实际通货膨胀率与最优通货膨胀率的缺口的平方、实际产出与潜在产出的缺口的平方、实际系统性金融风险与系统性金融风险阈值的缺口的平方、实际汇率与最优汇率的缺口的平方等之和达到最小。对于通货膨胀率缺口和产出缺口的讨论较多,汇率缺口在麦卡勒姆规则及其演变中也进行了比较充分的分析。系统性金融风险缺口计算需进一步解决的问题包括:一是早期预警,提高系统性风险措施的前瞻性。二是系统性风险的阈值,准确给出系统性风险值为多少时采取什么类型的工具。三是系统行为,在反馈机制、多轮效应、非线性风险相关性等风险冲击的内生反应方面提高模拟系统行为的能力。

2.准确计算关键的基准经济变量。在上述中央银行政策目标函数中,关键性的基准变量有待进一步准确计算。第一,特别值得关注的是自然利率的计算。探讨基于中国经济迅速发展和转型等事实数据,比较多种方法的计算结果,估计充分就业的潜在产出,进而选择1年期存款利率、1年期国债利率、Shibor隔夜利率等,比较计算中国的自然利率。第二,系统性金融风险阈值的准确计算是关键点。基于近年来的国际金融危机数据和国内金融波动数据,以及网络大数据信息及金融市场/金融部门联系等典型事实,计算国内多层复杂金融网络和全球多层金融市场网络,从空间维度准确计算系统性金融风险;进而结合计算的国内金融部门系统性风险空间网络和银行部门系统性风险动态变化,确定系统性金融风险的界值。第三,基于中国特色社会主义市场经济运行规律,在准确计算基准变量的基础上,准确估计利率体系的数量结构关系、产出缺口的利率弹性(货币增长率弹性)等参数,为精确量化的现代中央银行政策提供必要条件。

(二) 提高中央银行政策工具的精准性

有机整合货币政策、宏观审慎政策、金融基础服务政策等中央银行政策工具,从总量影响、结构调整、个体监管等层面,计算政策工具与政策目标的数量关系。

1.重新整合货币政策工具、宏观审慎政策工具、金融基础服务工具。中央银行的许多政策工具,既充当货币政策工具,调控利率水平、信用规模和货币供应量;又充当宏观审慎政策工具,保证金融机构的清偿能力、控制系统性金融风险、治理金融危机、维护金融稳定。这就需要围绕现代中央银行政策的最终目标和传导机制,将原有的货币政策工具、宏观审慎政策工具、国际收支平衡调控工具进行整合,避免中央银行政策工具之间的矛盾与冲突。这里可初步分为三类:

第一,总量型政策工具。这一类工具主要对金融行业的整体经营行为产生影响,进而影响货币供给总量和利率水平,对经济产出、价格、金融风险状况产生冲击。这一类政策工具主要有公开市场操作、法定存款准备金率、再贴现、留存超额资本、逆周期超额资本、跨周期风险拨备、流动性覆盖率等。中央银行采用这一类政策工具时,初始目的可能是为了控制系统性金融风险、维护金融稳定,但同时对通货膨胀缺口产生显著影响,使币值稳定目标和金融稳定目标相冲突,即维护金融稳定的货币量和维护币值稳定的货币量产生冲突。这就需要准确计算总量型政策工具对各个目标的数量影响。

第二,结构型政策工具。这一类政策工具主要对某类行业的经营行为、资产规模及结构产生影响,对经济总量和金融总量影响较小。如,货币政策工具中的直接信用控制、间接信用指导等,以及宏观审慎政策工具中针对房地产业的政策工具。

第三,个体性政策工具。这一类工具主要对特定的金融机构的经营行为、资产规模及结构、盈利状况产生影响,对经济总量和金融总量影响较小。如,对系统重要性金融机构、重大影子银行的注资救助、接管清算、购买风险资产,以及提高此类机构的资本充足率、风险拨备率、缓冲资本率等。中央银行在实施结构型和个体型两类政策工具时,一方面需要辅助性计算此类工具对政策目标实现的冲击程度,另一方面需要关注和预判政策工具引发的连锁反应及其对经济总量的冲击,但很难将其纳入经济金融方程体系进行统筹计算。

2.计算主要政策工具的经济原理方程及其与目标变量的数量关系。在整合中央银行政策工具的基础上,构建和估计总量型政策工具的经济原理方程及其与政策目标之间的数量关系方程。总量型政策工具主要通过货币供给调控机制和利率传导机制发挥作用。在双机制下,需要计算的函数方程主要包括:基准利率工具与产出缺口的数量方程、基础货币工具与产出缺口的数量方程、基准利率工具与通货膨胀缺口的数量方程、基础货币工具与通货膨胀缺口的数量方程、基准利率工具与系统性金融风险缺口的数量方程、基础货币工具与系统性金融风险缺口的数量方程、产出缺口与通货膨胀缺口的数量方程、系统性金融风险缺口与通货膨胀缺口的数量方程,等等。根据构建的相关方程采用结构参数估计方法进行估计。

(三) 提高中央银行政策操作规则方程与政策组合的精准性

1.提高中央银行政策操作规则方程的精准性。根据前面建立的政策目标函数和政策工具约束方程函数,估计现代中央银行政策规则方程的参数,计算得到政策工具变量、政策传导机制变量与目标变量之间的数量方程。基于中国特色社会主义市场经济运行规律,在准确估计关键性基准变量和政策参数的基础上,整合利用价格型政策工具和数量型政策工具,准确量化和凝练政策规则操作方程,进而通过大数据分析等方法,模拟和引导社会公众预期,保持货币供应量、基准利率、社会融资规模产出缺口基本匹配,针对性解决反复出现的货币政策易松难紧问题,实现货币币值稳定、充分就业、金融稳定等目标。

2.提高“双支柱”政策组合的精准性。以金融适度分权下地方政府、银行部门、企业部门的行为函数为基础,构建量化的结构性货币政策和金融稳定政策组合函数,计算日常性货币政策函数和系统性金融风险防控函数、突发性金融稳定救助之间的数量关系,计算货币政策工具和金融稳定工具对实体经济周期、金融周期、金融风险跨市场传染的数量影响,针对性解决中央银行对系统性金融风险的统筹治理不足问题。

3.提高中央银行政策与其他经济政策组合的精准性。以金融适度分权下市场经济主体行为函数为基础,进一步精确量化“双支柱”政策函数与财政政策(税收及支出)函数、产业政策函数构成的结构方程,共同构建量化的经济政策组合结构函数,高度仿真、估测、调控地方政府、金融部门、企业的行为,建设金融、财税、监管等有效支持高质量实体经济的多元组合机制,推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局,提高双循环格局下服务高质量实体经济的精度。

五、结语

现代中央银行制度是一国宏观经济治理的核心内容之一,是国家治理体系和治理能力现代化建设不可或缺的构成。现代中央银行政策是现代中央银行制度的核心,是现代中央银行功能的主要体现。

中央银行建立之初主要是给政府提供融资,随着自身地位的巩固和增强,具备了影响全国信用货币制造的能力和管理各商业银行储备的实力,逐渐垄断了货币的发行,承担起最后贷款人角色,并制定货币政策来平衡维护金融稳定可能超发信用货币与防止超发信用货币造成经济波动两方面内容,以及制定宏观审慎政策防范系统性金融风险。此时,从服务于政府融资的古典中央银行演变为服务于国家经济调控和经济治理的现代中央银行。

现代中央银行制度是中央银行为实现币值稳定、充分就业、金融稳定和国际收支平衡这四大任务而设计和实施的现代货币政策框架、金融基础实施服务体系、系统性金融风险防控体系和国际金融协调合作治理机制的总和。现代中央银行政策是现代中央银行制度的核心构成和直接体现,其理论框架主要包括最终目标、操作目标、政策工具、传导机制等。现代中央银行政策的最终目标应包括币值稳定、充分就业的产出、金融稳定、国际收支平衡等;政策工具主要包括货币政策工具、宏观审慎政策工具、金融服务及基础设施工具等,此外,还包括操作目标、中间目标、传导机制、政策时滞等内容。

现代中央银行政策由于多元的目标、复杂的工具、工具到目标的间接传导等影响因素,相对于传统中央银行,对政策精准度方面的要求格外严格。现代中央银行政策精准度是指现代中央银行通过实施某项或某种组合的政策工具,在一定统计显著水平上实现政策目标的精确程度,包括可具体量化和可实现的政策目标、具有针对性的可行的政策工具、清晰且测算准确的政策传导途径、能够准确计算的政策时滞等内容。中国基本上构建了较为完整的现代中央银行政策框架,当前面临的主要挑战是:提高潜在产出、自然利率、系统性金融风险阈值等基准变量计算的准确性,提高货币政策工具和宏观审慎政策工具的精准性,提高货币政策与宏观审慎政策、财政政策等政策工具组合的精准性。

为此,可以考虑从以下方面进行优化:一是准确量化可实现的中央银行政策目标,根据社会福利损失最小化原则,探索将币值稳定、充分就业产出、金融稳定、国际收支平衡等目标有机融合在统一的目标函数中。二是提高中央银行政策工具的精准性,把货币政策、宏观审慎政策、金融基础服务政策等政策工具有机整合,从总量影响、结构调整、个体监管等层面,计算政策工具与政策目标的数量关系。三是提高中央银行政策操作规则方程的精准性;进而以市场经济主体行为函数为基础,构建量化的货币政策和金融稳定政策结构性组合函数;以金融适度分权下市场经济主体行为函数为基础,进一步计算“双支柱”政策函数与财政政策函数、产业政策函数的组合函数;以本国量化的组合函数为基础,进一步纳入经济大国的政策函数,计算国际上重大经济政策调整对中国的影响和对全球经济结构及发展的影响。

参考文献:

- [1] 易纲.建设现代中央银行制度[N].人民日报,2020-12-24.
- [2] K.Schuler.The World History of Free Banking: An Overview[M].The Experience of Free Banking, London: Routledge, 1992.
- [3] 凯文·多德.竞争与金融——金融与货币经济学新解[M].丁新娅,桂华,胡宇娟,等译.北京:中国人民大学出版社,2004.
- [4] V. C. Smith.The Rationale of Central Banking[M].London: P. S. King,1936.
- [5] 劳伦斯·H·怀特.货币制度理论[M].李扬,周素芳,姚枝仲译.北京:中国人民大学出版社,2004.
- [6] 黄达.金融学[M].北京:中国人民大学出版社,2003.
- [7] J. M. Keynes.A Tract on Monetary Reform[M].London and Basingstoke: Macmillan, 1971.
- [8] IMF.The IMF's Annual Macprudential Policy Survey—Objectives, Design, and Country Responses[R].IMF Working Paper, 2018.
- [9] 何德旭.加快推进现代中央银行制度建设[N].证券时报,2019-12-18.
- [10] 钱小安.中国货币政策的形成与发展[M].上海:上海三联书店,上海人民出版社,2000.
- [11] 苗文龙.金融稳定与货币稳定——基于信息约束经济中央银行独立性的分析[J].金融研究,2007(1):163-174.
- [12] 卡尔·E·瓦什.货币理论与政策[M].陈雨露,译.北京:中国人民大学出版社,2001.

- [13] S. Giglio, B. Kelly, S. Pruitt. Systemic Risk and the Macroeconomy: An Empirical Evaluation [J]. Journal of Financial Economics, 2016 (3): 457-471.
- [14] 苗文龙, 闫娟娟. 系统性金融风险研究述评——基于宏观审慎监管视角 [J]. 金融监管研究, 2020(2): 85-101.
- [15] IMF. Macroprudential Policy Tools and Frameworks [R]. IMF Working Paper, 2011.
- [16] S. Claessens, S. R. Ghosh, R. Mihet. Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities [J]. Journal of International Money and Finance, 2013(12): 153-185.
- [17] S. Claessens. An Overview of Macroprudential Policy Tools [R]. IMF Working Paper, 2014.
- [18] K. Damodaran, C. L. Yejin. Macroprudential Policy Framework——a Practice Guide [R]. A World Bank Study, 2014.
- [19] 徐忠, 邹传伟. 金融科技——前沿与趋势 [M]. 北京: 中信出版社集团, 2021.
- [20] 徐忠, 贾彦东. 中国潜在产出的综合测算及其政策含义 [J]. 金融研究, 2019(3): 1-17.
- [21] IMF. Key Aspects of Macroprudential Policy [R]. IMF Working Paper, 2013.
- [22] 姜波克. 国际金融学 [M]. 北京: 高等教育出版社, 2002.
- [23] N. Arregui, et al. Addressing Risk Concentration and Interconnectedness: Concepts and Experiences [R]. IMF Working Paper, 2013.
- [24] A. Ivailo, et al. Near-Coincident Indicators of Systemic Stress [R]. IMF Working Paper, 2013.
- [25] 苗文龙. 信息约束、协调成本与金融监管模式选择 [J]. 制度经济学研究, 2016(3): 65-86.
- [26] 何德旭. 中国金融稳定: 内在逻辑与基本框架 [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2013.
- [27] 徐忠. 新时代背景下中国金融体系与国家治理体系现代化 [J]. 经济研究, 2018(7): 4-20.

(责任编辑: 金光敏)

Modern Central Banking Policy: Theory, Challenges and Restructuring

He De-xu, Miao Wen-long

(Institute of Financial and Economic Strategy, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100028)

(International Business School, Shaanxi Normal University, Xi'an Shaanxi 710119)

Abstract: Modern central bank system is an important part of a country's macroeconomic governance, and modern central bank policy is the main embodiment of modern central bank system and functions. In the process of evolution, the central bank has gradually assumed the functions of modern central banks, such as providing loans to the government, monopolizing currency issuance, lender of last resort, formulating monetary policies, formulating macro-prudential policies, and providing financial infrastructure services. Modern central bank policy is the core composition and direct embodiment of modern central bank system, its theoretical framework mainly includes the ultimate goal, operational goal, policy tools, transmission mechanism and so on. Due to the multiple objectives of modern central bank policies, complex tools, indirect transmission from tools to targets and other influencing factors, it is very important to improve the policy precision. China has built a relatively complete modern central bank policy framework, but in the context of moderate financial de-centralization reform, the behavioral choices of local governments, enterprises, banks, residents, and other market players require further improvement and improvement of the existing central bank policies. In particular, it is necessary to improve the accuracy of policies, including improving the accuracy of the calculation of policy benchmark variables, improving the precision of monetary policy tools and macro-prudential policy tools, and improving the precision of the combination of "dual-pillar" policy and fiscal policy, industrial policy, international financial policy and other policy tools.

Keywords: Modern Central Bank System; Modern Central Bank Policy; Central Bank