

央行的未来趋势与周期

瑞典央行从公共储蓄银行向现代中央银行发展的过程，亦是央行作为一个适应性的组织不断改进与发展自身的缩影。2008 年的金融危机再度刺进了央行的自我调整，瑞典央行进一步向着法币、公共治理、中心化的支付与最后贷款人角色等方向演进。

但是，我们还没有达到“历史的终点”。仍有一些问题留待我们解答：央行是否应该偏好于将政府债券作为资产？价格稳定与金融稳定在央行的职能分配中各占几何？央行的独立性如何实现？不同时期，对这些问题往往有不同的答案。

在本文中，我将谈一谈央行发展的 4 个趋势与 3 个周期，其包括央行的集中化支付系统与独立性等问题。

趋势

让我先从央行发展的 4 个趋势说起：

1. 首先的趋势是由可兑换的金属本位（无论是金还是其他约束）向法币本位制转变。从历史上看，从最好的意义上说，法币最多只是战时的权宜之计，最坏则是破坏了信任。而今天，机构（央行）的信誉基于价格预期而不是黄金。瑞典央行值得被给予“开创了不可兑换纸币之先河”的荣誉。

2. 从长远来看，第二个趋势是中央银行从私人治理转向公共治理。没有人对 1947 年英格兰银行的国有化感到悲叹。在其前任的私有盈利失败之后，1668 年，瑞典央行也开始变为公共机构。

3. 第三个趋势是支付系统在国家（或区域，如欧元区）层面上集中化。国家垄断的大型支付系统在“在二十世纪中叶成为国际标准”。只有这样的基础设施才能提供最终的支付，因此支付方可不可撤销地偿还债务。今天，Fedwire，TARGET2 和日本银行股份有限公司在交易所中占据主导地位。瑞典央行的 RIX 系统每周交易额达到瑞典国内生产总值。

4. 第四个趋势是中央银行在危机期间积极承担最后贷款人角色以缓解金融压力。无论是在 18 世纪还是 19 世纪，一旦该操作开始运行，那么其就倾向于持续下去。在 2008 金融危机中，央行还对该职能作出创新，使其流动性供给覆盖面还囊括非银部门。国际上，瑞典央行是外币最后贷款人的先驱，我们在 2008

年加入了广泛地致力于缓解全球美元匮乏的努力。

这些由最后贷款人职能作支撑的公共的中央结算系统让我对新的技术是否真的有可能取代央行货币表示怀疑。首先，私人货币可能存在过度发行问题；其次，一旦市场参与者享受到了最终支付，他们就不会放弃他们；第三，加密货币使用者要使结算顺利开展，须扩张区块链的数量，但却因此牺牲了效率。相比之下，现任央行货币在网络外部性方面享有良性循环：越多地使用央行货币，便有更多地动机去使用之。总之，中央银行的货币享有可扩展的网络：越多越好。区块链则相反，越多则越拥挤。

周期

现在让我们谈谈中央银行治理和职能的周期性或至少可以改变的方面。

1. 国债作为央行资产端的优先选项是否合适？一些人认为，央行给财政部提供过多的信用是最大的风险，即便这些国债都是在公开市场上所购。而另一些人则认为，一个持有国债外资产的央行或可以发挥信贷与资源分配的作用，正如财政部一样。然而，事情总是在发生变化。美联储创设之初主要是持有与银行相关的国内资产，而非政府债券。相比之下，瑞典央行则长期持有政府债券。我认为，央行资产的构成不应该受制于教条，它应该由不同时期央行具体的目标职能所决定。职能才是资产持有之锚。

2. 另一方面，衡量货币或价格稳定性以及金融稳定性的权重也各不相同。美国是一个很好的例子。最初，美联储法案（Federal Reserve Act）寻求通过“弹性货币”来确保金融稳定。1926 至 1928 年间，纽约联邦储备银行的负责人向国会提出反对美国联邦储备委员会规定稳定价格的授权，因为其控制并不准确。美联储的双重职能直到 1977 年才出现。与之相关的是中央银行负责银行监管，危机后这一职能更加突出。瑞典在这方面脱颖而出：20 世纪 90 年代初的银行业危机之后，立法机构便加强了监管，但没有将其转移到中央银行。当时，经济学家们还没有为货币和金融稳定构建一个综合框架。

3. 近年来，央行的独立性多少受到了一些挑战。如果说在战争中第一个受害者是真相，那么第二个便是中央银行独立性。独立性的变化不仅出现在法律上，而且还表现在行为上，例如在政治周期中任命中央银行官员。不过，大多数 BIS 成员都享有一定独立性来完成他们的法定职责。

除了战争之外，当下中央银行独立性还面临两大挑战。首先，为应对危机，央行采取了种种非常规货币政策，这使得其资产负债表规模相当大，并持有包括政府债券在内的相当资产。例如，瑞典央行持有约四分之一的瑞典政府债务。任何政府都可能会发现，与大量卖家相比，大量有意愿购买其债务的买家对其而言更有利。不过，国内资产必须减少，特别是货币管制。

其次，金融稳定职能对协定目标和独立手段的模式都构成了挑战。该职能抵触一个清晰的通胀目标，更重要的是，金融稳定往往是共同的责任。瑞典的金融监督管理局和国家债务办公室都有金融稳定的任务。为了实现金融稳定，这些部门必须与中央银行携手共进。

最后，我希望在未来各大央行可以增强合作。在全球金融市场，央行官员重视巴塞尔关于政策溢出效应的讨论，这些讨论也启发了各国央行追求其自身国内目标的能力。通常，巴塞尔讨论导致了联合行动。本·伯南克回忆说：“中央银行之间的一些合作努力源于……[巴塞尔]会议，特别是在危机期间”。国际清算银行成员国中央银行，都希望瑞典能继续促进中央银行的合作。

编译：张纬杰

参考材料：

Agustín Carstens, Central banking: trending and cycling, BIS, 2018.05.25.