

货币政策最小化

免责声明：本文内容仅代表原作者观点，不代表智堡的立场和观点。

在危机时需要现有的机构做出频繁的政策应对，而在后危机的反思阶段，之前制度安排所暴露出来的缺陷则不可避免的需要被仔细审查。中央银行所扮演的角色尤其是它和财政部的关系从危机肇始便一直充满争议。不可否认，中央银行对持续增加的流动性需求和对吸收财政风险意愿所做出的迅速响应在很大程度上减轻了系统性风险。但是，与中央银行拥有操作上的自由度并在应对危机时可以大胆行动相比，传统的财政政策却受到直接的法律限制。这种并行的制度安排导致了一场对什么才是合适的中央银行治理结构的讨论，而讨论的结果可能造成在立法上削弱中央银行独立性并对货币政策的执行带来负面影响。

本文分析讨论了与中央银行财政风险相关的两个重要问题：

- 在宏观经济层面，是否中央银行损失会造成影响并干扰货币政策的实施？这一问题本质上是一个实证的问题，将在本文第一部分讨论。
- 是否可以认为中央银行已经执行了一些**准财政**的政策，比如对特定机构和部门的信贷分配。是否这样的认识会导致在立法上削弱中央银行货币政策独立性即使并没有发生实质性的损失？此外，如何通过缩减货币当局的资产负债表规模来维护货币政策独立，以及如何把对市场干预的责任转换为另一种替代性的治理结构，都将在本文的后续部分逐一讨论。

评估中央银行财政风险的量级

危机之前，发达经济体的货币政策操作基本上都是通过对货币市场短端利率的间接影响来实现的。而通过向金融市场注入大量中央银行流动性的方式则比较少见。然而在这次危机中，面对“零利率下限”（ZLB）中央银行决定诉诸于“非常货币政策”或者说资产负债表管理的方式来实现政策目标。金融市场的压力也在央行史无前例的巨大干预措施下得到缓解。即便在那些基础货币不曾扩张的情境下，中央银行也大大拓展了自己在金融中介中所扮演的角色。

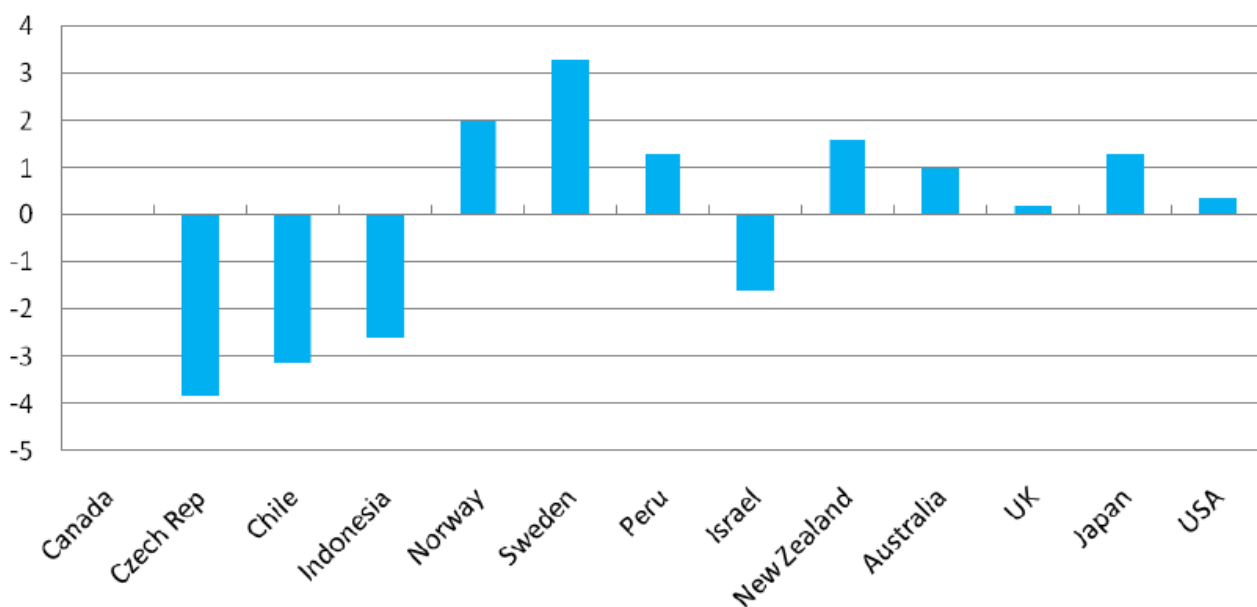
这些非常规操作使得中央银行比此前需要承担更多具有**财政本质**的风险并且将自己暴露于潜在损失的风险中。文章这部分要讨论的问题是这种潜在损失的大小是否会带来宏观经济层面的影响，比如说当影响变得过大，损失需要通过货币创造来弥补而这种货币创造又与货币当局的通货膨胀目标不匹配。

尽管在全球范围内出现过一些中央银行损失导致宏观经济不稳定的状况，但是在当前主要发达国家央行中相似的情景是否依然会发生仍然不是那么显而易见。Stella（2009）曾对美联储做了这一可能性的分析，发现即使在最不利的宏观经济和金融条件下，美联储通过利用其庞大的通货来产生铸币税（Seigniorage）可以轻易地从巨大冲击中恢复同时不会失去对通胀目标的控制。在这一部分，文章将再一次审视美联储和全球其他12家中央银行所面临的这一问题。

在开始分析前，必须要强调的是在这里我们并不关心中央银行是否可能在一段时间内会存在负资本金。正如智利和捷克共和国的案例所证明的那样，这两家央行都在负资本的情况下成功实现了通货膨胀目标，因此负资本在很大程度上与政策并不相关。我们真正关心的是中央银行是否能够维持一定水平的中央银行金融实力（Central bank financial strength, CBFS）并实现其政策目标。即一个拥有充分金融实力的中央银行是否可以独立地实现其政策目标而不诉诸于财政部的金融资源。

图1-3展示了中央银行金融实力的基本快照，可以帮助你建立直观上对于有多大可能性这些发达和发展中国家央行会在随之而来的巨大冲击中承压的感受。

**Figure 1: Adjusted Central Bank Capital in percent of GDP
(2009 or most recent data available)**



在浮动汇率的情况下，通货（Currency）和其他在央行的不计息存款扮演着和资本金相似的角色。为了说明这一观点，考虑下表1中这一假想的中央银行资产负债表：

Table 1
Illustrative central bank balance sheet
In local currency units

Assets		Liabilities	
Foreign exchange	1,300	Currency	860
Domestic credit	640	Non-interest bearing deposits	40
		Interest bearing debt	1,000
Other assets	70	Other liabilities	70
Liquidity-providing repo agreements	60	Capital	100
Total assets	2,070	Total liabilities	2,070

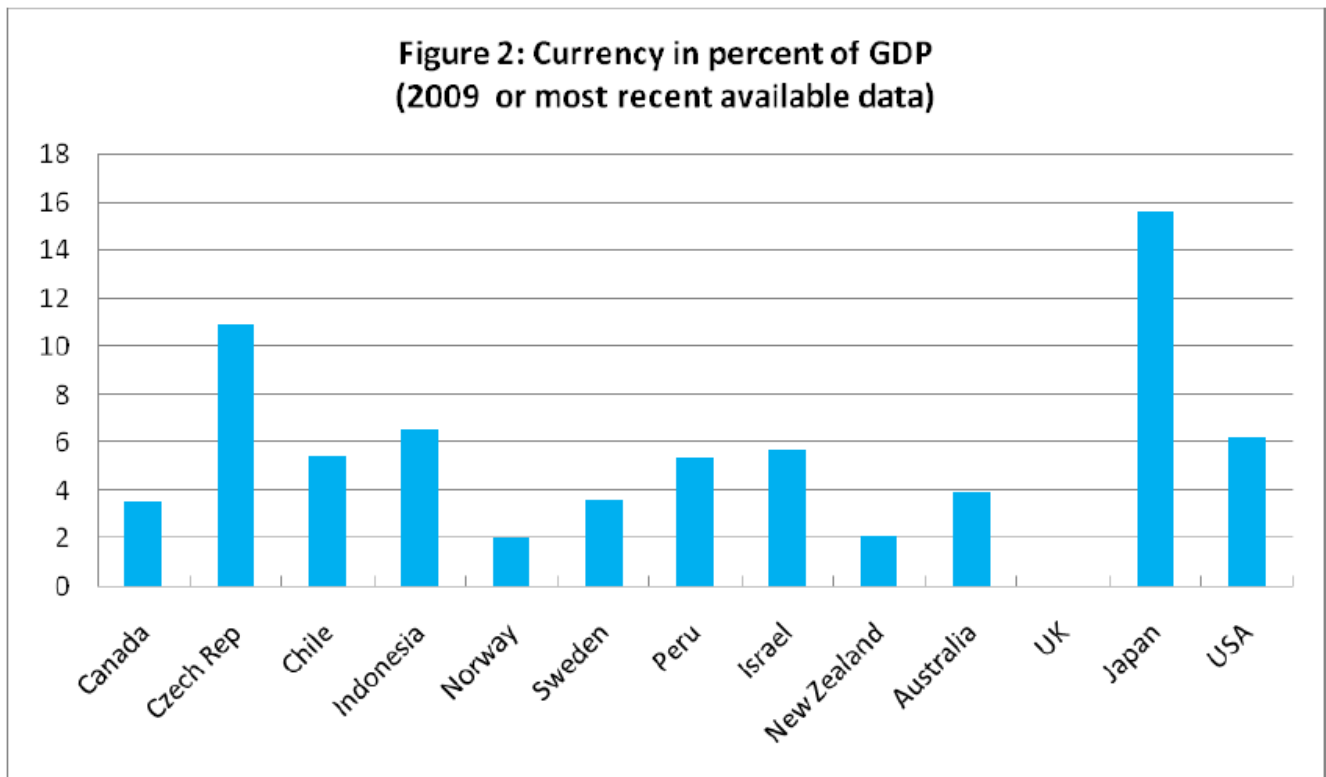
总负债可以分为两大类：不计息部分（通货、不计息存款和资本金）和计息负债。假设所有使用本国货币计价的资产和负债使用相同的利率计息，那么资产负债表两侧的同类型的计息资产和负债则可以互相抵消，形成表2所示的更简化的资产负债表。很明显，在维持央行跨期预算约束不变的情况下，净计息资产所产生的稳定的收入流必须充足，以便能支持中央银行在既定通胀目标下的运营支出。

Table 2
Simplified illustrative central bank balance sheet
 In local currency units

Assets		Liabilities	
Net interest-earning assets	1,000	Currency	860
		Non-interest bearing deposits	40
		Capital	100
Total assets	1,000	Total liabilities	1,000

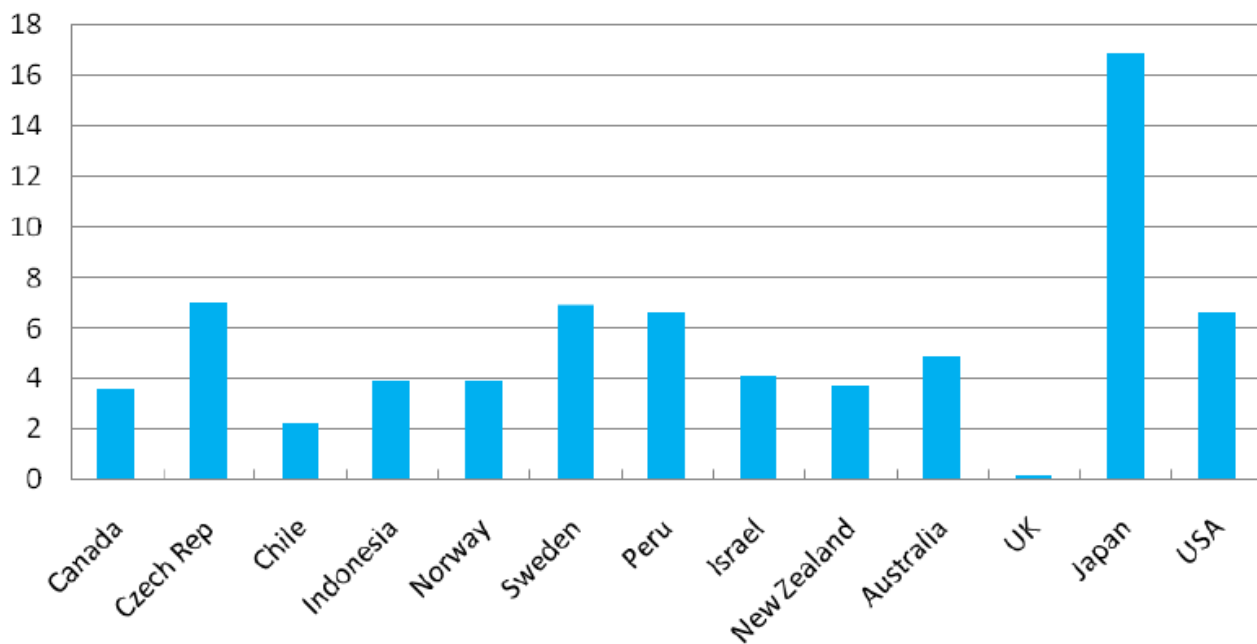
如果资产负债表左边产生的利息收入无法持续充分地覆盖运营支出，将会可能产生以下五种结果之一：1. 增加通货的发行以获得额外的铸币税，但可能危及维持通胀的目标。2. 增加通货的发行以获得额外的铸币税，但放宽通胀目标。3. 注入新的资本金，但可能会损伤中央银行的独立性。4. 减少运营支出，以期让中央银行预算回到平衡状态。5. 调整对于资产端的管理，承担更多风险并获得相应更高的回报，但这一做法可能并不审慎。

图2展示了所选中央银行发行的通货占GDP的比例。



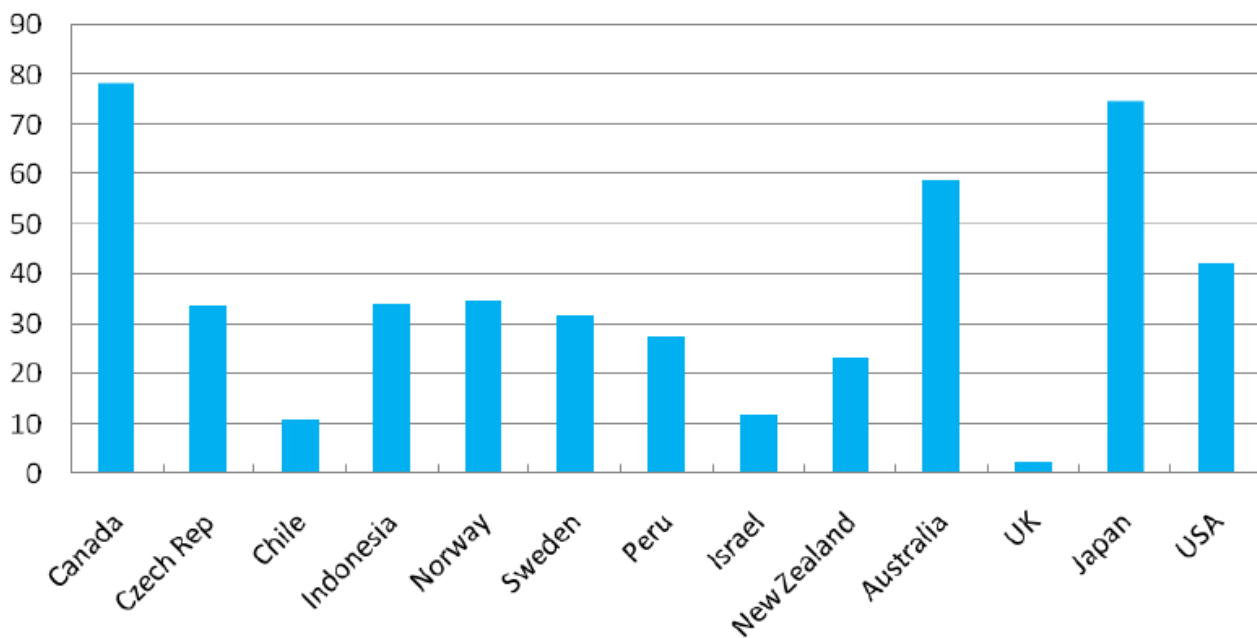
在图3中，我们将通货再加上资本金，以便更好地度量中央银行产生铸币税并为其运营性和准财政支出进行融资的能力。

**Figure 3: Currency plus Adjusted Capital in percent of GDP
(2009 or most recent available data)**



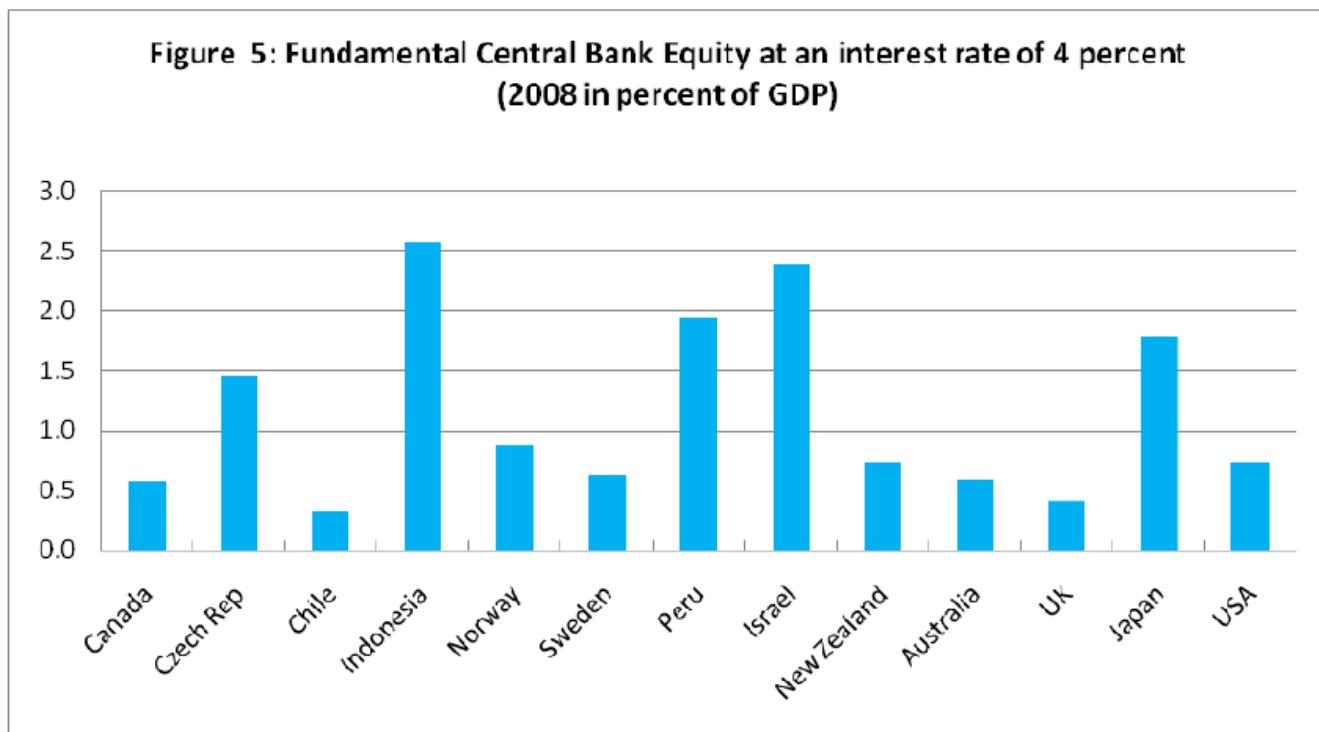
对于样本中的所有国家来说，这一概括性度量都超过了零，并且有些国家甚至超过了其资产总额的30%（见图4），这意味着这些中央银行有充足的缓冲垫来应对损失。

**Figure 4: Currency plus Adjusted Capital in percent of Total Assets
(2009 or most recent available data)**

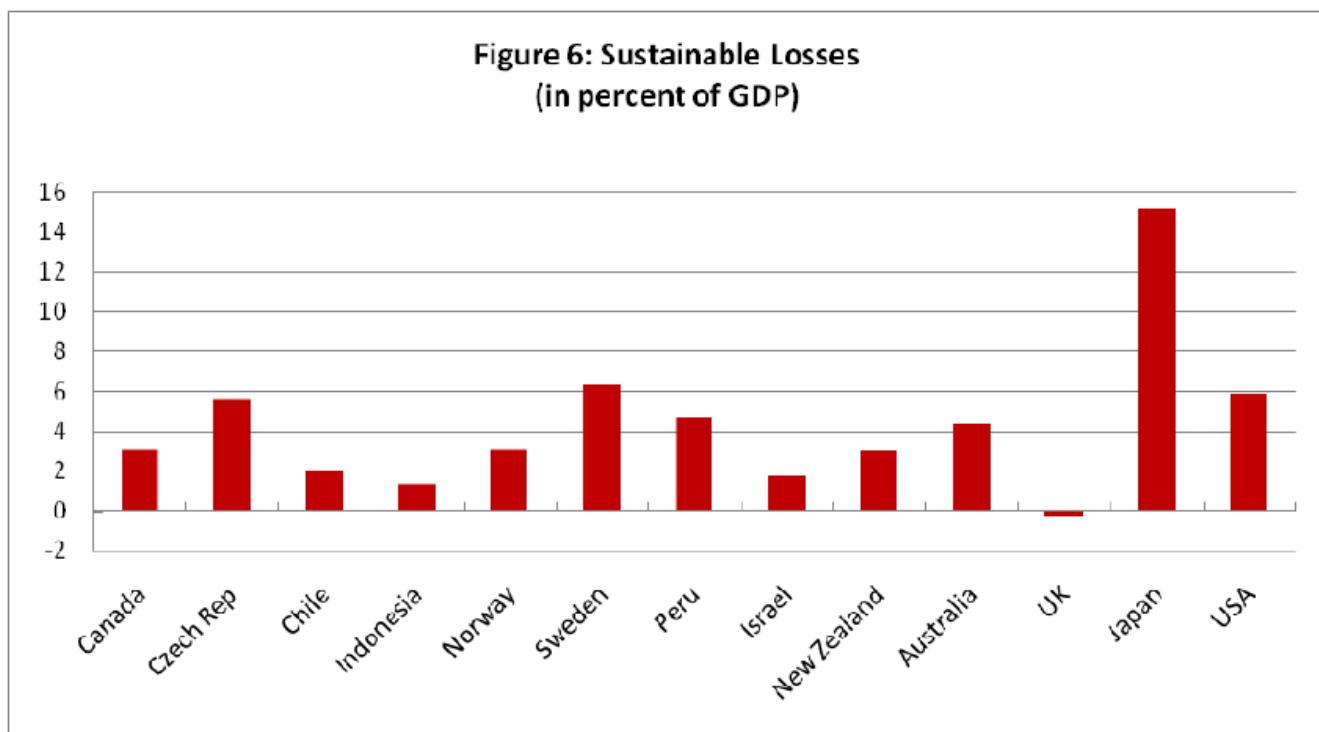


为了判断计算的缓冲垫是否充足，首先要决定能维持中央银行运营支出所需的通货加资本金的最低水平，然后再对资产负债表做一个稳健的压力测试。

基础性权益 (Fundamental equity) 被定义为在给定利率水平下，能够充足维持一般性运营支出所需的资本金加通货水平。假设净资产平均回报率为4% (2%的真实回报率加2%通货膨胀率)，在现有的资产负债表结构和运营支出下，计算出的各国的基础性权益参见图5。

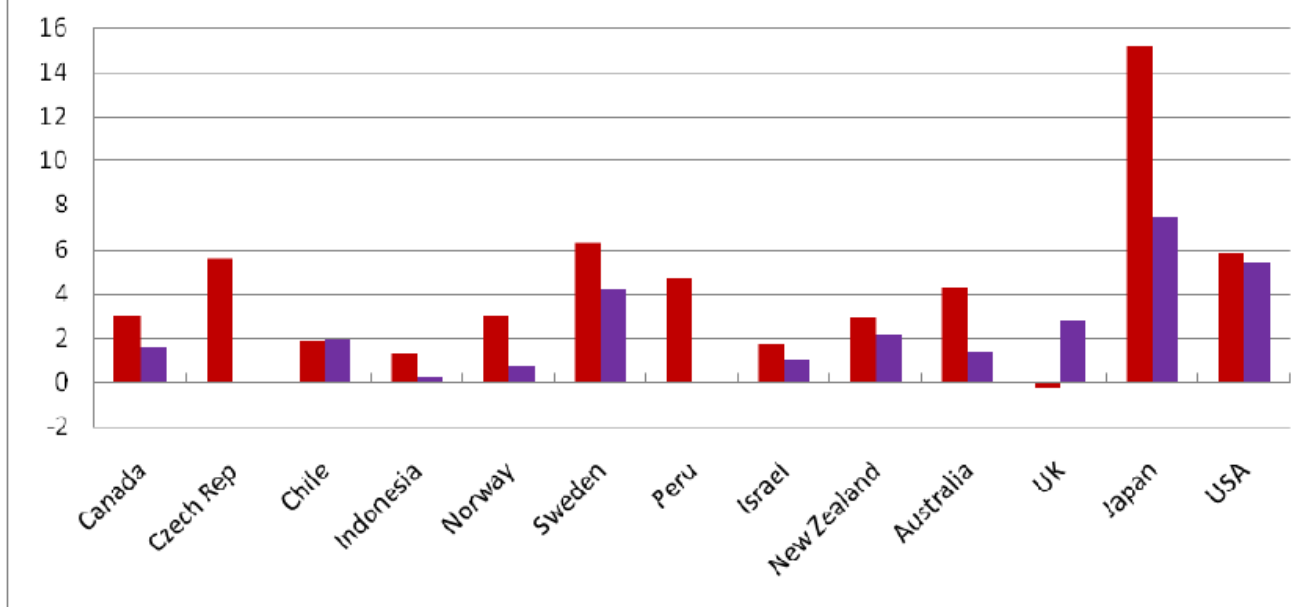


对每个国家来说，现有的资本水平（通货加资本金）和基础性权益的差等于不违反中央银行预算约束下能容忍的异常损失的现值。这一点参见图6。



接下来，有必要判断中央银行面对常规和非常规损失所带来的真正风险。图7展示了在强压力测试下，一个针对本币计价总资产假定的35%的损失（图7紫色部分）和持续性损失（图7红色部分）的比较。

Figure 7: Sustainable losses compared with local currency exposure
(in percent of GDP)



即使在这样难以置信的高损失情景下，也只有英格兰银行（BoE）需要担心可能会造成宏观经济层面的影响。然而，英格兰银行在很大程度上受到英国财政部的保护以避免潜在损失，因此假设如此巨大的损耗程度并不十分具有说服力。在呈现英国的数据时，我使用了调整后且剔除通货的英格兰央行合并资产负债表。因为通货发行所产生的铸币税是直接转移到财政部的，故并不能认为这是央行融资的来源。也正因此，英格兰央行是所有样本中通货加资本金水平最低的并且可持续损失也是负值（分别见图3和6）。另一方面，英国财政部明确地保护英格兰银行行使最后贷款人的操作。在本次金融危机中，财政部同时也为其他非常规货币政策提供了保护。从金融角度来看，英格兰银行实质上是在财政部的制度安排下展开各种操作，因而并不需要持有资本金来抵御财政风险。英国同时还明确地以现金比率存款（CRD）的形式规定了无报酬的准备金要求来为英国央行产生收入，而不需要为了维持正常运营而融入大量资本。CRD（2008年约25亿英镑）加上计算过的中央银行通货和调整后的资本金产生的可持续损失接近于零。

总而言之，我们在此处分析的中央银行看上去并没有面临可观损失的重大风险，并阻止他们实现通胀目标。接下来，我将转向考察财政风险的其他更重要的元素。

政治治理风险

财政风险的第二个重要维度是政治层面的。即问题并不在于中央银行损失是否会直接干扰到货币政策目标的实现，而是在于政治压力有可能施压于央行操作的独立性，并使其涉入具有财政本质的支出之中。因此，即使央行操作是充分担保的且事后是产生利润的，人们仍然可能对这些行为的合法性发问。比如，为什么要支持房地产市场而不是汽车制造业、航空业或者是农业？相似地，为什么某些特定的机构就被视为应该援救，而某些机构就被允许破产清算？

沿着财政风险的这一维度细思，中央银行和财政政策最大的不同既不在于操作的本质也不在于它们造成的财政影响。真正的不同在于中央银行货币政策的范围不受到预算的约束，它是独立于预算程序的，而财政操作则恰恰相反。正是由于财政政策和非常规货币政策之间缺乏明显的区别特征，使得将它们置于同一治理结构之下显得更加明显地不合理。在这种情况下，中央银行的资产负债表规模变得更加重要，因为它可以作为一种指标来反映预算外对金融市场干预的程度。

“美国财政部的借贷和美联储的借贷有一个巨大的差别，即财政部只能在国会明确的授权之下才可以借款，然而美联储则对于其资产负债表有着独立的掌控，使其可以在正常的拨款程序之外为自己融资。”（Lacker 2009）

如果不能清晰明确地界定出货币政策和准财政政策之间的区别，那么立法机关则希望且有一定理由将中央银行操作置于其控制之下，正如其对财政政策之管理一样。这将会造成对货币政策操作独立性意想不到且非情愿地收缩。正如日本央行行长白川方明（本文写于2010年，白川时任日本央行行长，译者注）最近所主张的一样，问题的关键在于谁来为那些在货币和财政政策之间灰色区域的行动负责。

“在传统货币政策有效性已经受限的环境下，每当中央银行试图创造出‘富有成效’的政策措施时，它们在本质上已经更加靠近财政政策的领域。正因如此，在一个民主社会中政策制定者需要面对谁来为这样的政策负责任的问题。”

货币、财政和金融市场干预政策

在大多数情况下，区分货币和财政政策并不难，近年来特别是过去15年来，货币当局几乎都采用市场化定价的非直接工具进行货币政策操作。在某些情况下，例如1992年的秘鲁中央银行法，新立法将央行之前广泛使用的准财政操作明确禁止。与此同时，在其他国家，对货币政策哲学的重新修正导致在操作执行时更加强调降低货币政策对相对价格和信贷分配的影响。这一世界性的趋势对应着采用利率操作目标和工具而不再是数量型工具，货币和货币政策相分离，货币政策操作在整体金融市场交易中的分量也在下降。

但在本次危机期间，对金融稳定的隐忧催使中央银行采取非常规货币政策操作，之前横亘在发达经济体中财政和货币政策之间的粗线变得极其稀薄，甚至在某些情况下隐而不见。

再一次引用白川方明的话：“承担个人信用风险的措施比如说购买企业债是央行迈出的非凡一步，因为它涉及到在宏观层面处理资源分配，这已经接近财政政策领域了……因为它的本质是接近财政政策的范畴的，所以对由哪个机构来承担风险有一个清晰的理解。这对于维持公众对中央银行金融实力的信心也是非常重要的。如果央行的金融实力被认为十分孱弱，那么将滋生恐慌并微妙地通过各种渠道来影响其有效实施货币政策。”

在美国，2008年12月16日的FOMC声明实质上宣布了联邦基金利率已经达到零利率下限，同时也宣告了传统货币政策操作的终结。“美联储将会购买大量机构债和抵押贷款支持证券来支持抵押贷款和房地产市场……美联储将持续考虑使用其自身资产负债表来进一步支持信贷市场和经济活动。”事实上，美联储的公开市场操作账户（SOMA）在2009年没有操作过哪怕一笔传统的回购业务，而2007年之前这种操作几乎就是联储唯一活跃使用的工具了。

在美国，对于这些被联储通过非常规货币政策购买的资产的本质，充斥着大量的争论。Kohn（2009）认为“我们的非传统货币政策……仍然与传统目标和货币政策原理保持一致……我们构建了这些货币政策来实现我们的目标，同时带有少量的（如果真的有的话）财政后果。”

另一方面，Plosser（2009）认为“我们的贷款计划是在特别的时期产生的……但是它们与长期存在的和稳健的联储实践相违背，因为联储试图缩小其政策在市场中对信贷分配的影响。在我看来，这样的计划不是也不应该是央行常态操作的一部分……我第三和最后一个建议是在货币和财政政策之间做出明确的划分以确保美联储维持实施稳健货币政策的独立性。”

注意这里讨论的焦点不在于采取这些非常规政策的潜在准财政损失，而是在于它们拥有分配的本质以及在多大程度上它们会偏向于一个部门或市场而不是其他的。

Taylor（2009）主张结束非常规货币政策（他称之为Monoindustrial）并尽快恢复到之前的货币政策框架。“如果我们有一个粗放的工业政策，应该通过公开的目标和透明的辩论在国会实现……如果政策不回到货币政策的框架下，我们则必须对美联储的根本角色、独立性和治理结构发出质疑。”

Lacker（2009）也有着相似的指向。援引Goodfriend（1994），他指出“信贷政策”本质上是财政政策的一种形式，即使用公共部门的资产负债表改变资源的分配。进一步地，政府借贷，不论是通过美联储还是财政部，从根本上来说都是财政政策，因为从某种意义上来说它联通了纳税人缴纳的资金和私人部门实体。我们应该假定这样的借贷行为受支配于宪法所规定的拨款程序所需的检查和平衡。通过使用美联储的资产负债表有时是阻力最小的方法，因为它允许政府借贷绕过国会批准程序。这将联储卷入试图影响信贷分配的风险之中，从而让货币政策暴露于政治压力之下。

Goodfriend (1994) 将“信贷政策”定义为货币当局在不改变其中央银行负债数量的情况下，政策导向性地改变其资产端资产组合的构成。美联储的政策似乎可以在两个截然不同的时间段灵巧地划入这个定义中。从2007年末一直到2008年9月中旬，美联储通过各式的创新项目提供信贷，与此同时通过出售政府债券来消除对系统流动性带来的影响。随着2008年9月中旬到年末的小插曲，联储的基础货币被允许大幅扩张，联储再一次在稳定其资产负债表的同时通过将超过1万亿美元的“新操作”替换成对MBS和政府支持企业（GSE）债券的持有对其资产组合构成进行了大幅度的改变。

伯南克（2009）将这一政策描述为“信贷宽松”：“美联储的信贷宽松政策着眼于债务和信贷的混合以及这种资产的组成结构将如何影响居民和企业的信贷条件。”

因此，一种区分非常规货币政策和财政政策的角度在于强调所购资产的本质。第二种角度则着眼于为这些操作提供融资的负债的本质。即这些操作如果是通过基础货币融资的就是货币政策，而那些通过债务融资的则被视为财政政策。当只涉及政府债务时，后者相当于债务管理。

想通过对货币当局的行动来区分货币和财政政策，需要识别出哪些行动是通过基础货币来融资的。也就是说这两者之间最大的区别并不在于资产负债表的资产端而在于负债端。不幸的是，想要一一对应地追溯哪些政策是通过货基融资哪些是通过负债融资是十分困难的。如果我们考虑一下乍看起来最像准财政的联储政策：Maiden Lane I, II and III和对AIG直接的资金提供。可以发现，为了维持联邦基金利率目标（2008年3月18日为225基点），MLI实质上是通过债务融资的。与此相反，对AIG的直接贷款和MLII与MLIII的创立（在雷曼兄弟2008年9月15日申请联邦破产法第十一章破产保护之后）则是通过基础货币创造来融资的。

总体来看，我们很难下结论说融资的性质是尤其重要和相关的。在这种情况下，如果不可能在灰色地带画一条清晰界限，似乎考虑在灰色地带建立一个第三方中介治理结构的可能性对于厘清传统货币和财政之间的关系会更加明智。

在接下来一个部分，我将会讨论通过隔绝货币政策于市场干预（MI）活动之外来维护货币政策操作的独立性，而我所谓的市场干预活动则恰恰相反需要更加遵从于国家预算程序。

中央银行不等于货币政策

在这一部分，我将讨论中央银行和货币政策及治理结构之间的不同。为了这样做，除了货币和金融干预政策外我将不考虑中央银行的许多其他活动和功能（支付系统和金融市场监管等，作者注）。为了简化这个问题的概念化过程，我们认为货币政策即是“利率政策”：央行通过设立操作利率目标和对流动性管理来实现市场利率和政策利率之间的紧密联动从而实现自己的通胀目标。我们同时认为中央银行业务可以理解为通过干预经识别的市场或机构的相对价格和流动性的提供，从而提高市场或机构的运转效率。

在公共讨论中，人们时常将中央银行业务（中央银行）与货币政策（货币政策实施当局）划等号。这种互相替代的使用方式导致人们直接认为中央银行独立性等同于货币政策独立性，就好像它们在逻辑上是不可分割的一般。

我认为当前学术圈中关于中央银行独立性的很多争议实际上与货币政策独立性并不相关——在货币政策独立性上，大家持赞成的共识态度。相反，争议的焦点很大程度上在于中央银行采取的非常规市场干预与财政政策十分相似。面对这种具有相似功能性的权力，我们不禁要问为什么需要存在两种截然不同的治理结构，一个决定央行的干预措施，另一个决定通过政府预算的干预措施。

如果追溯中央银行独立性这一理念的来源，能够清晰的看到将其等同于货币政策独立性这一想法不断发展的过程。文献中，第一个关于此问题的模型对货币政策是如何实施的保持缄默。在这篇开创性论文中，作者讨论了货币政策规则的例子但是并没有提及“中央银行”并弱化了货币当局的存在。

诺贝尔奖得主Robert E Lucas (1972) 也没有提及中央银行。在他的模型中，“法币由政府发行，除此之外政府没有其他的功能了……未耗尽的货币余额返还货币当局。”除此之外，诺贝尔奖得主Finn Kydland和Edward Prescott (1977) 也没有提及中央银行，除了在一篇脚注中感谢了挪威央行提供的支持。尽管他们使用了专利政策、水灾保险、宪法、对石油公司的暴利税和通胀-就业的例子来阐述自己的理论，他们仅仅明确提到货币政策两次。第一次提及是对通胀-就业的例子和Taylor (1975) 对货币政策的描述进行比较。第二次提及在这篇文章的倒数第二句

话：“一种可能的制度安排是让国会立法货币和财政的规则制度。”因此在这两例中，货币政策被描述成为一种既定的规则或是像计算机算法一样的东西，从而可以产生风格化模型所需的变量值而不受人为因素干扰。

中央银行一词第一次出现在文献中，是为了探讨如何确保规则能够被遵守，比如如何在实践中解决被称为“预先承诺”问题，这要求制定政策工具时加入人为干预。Rogoff（1985）和Walsh（1995）都讨论了如何创建一个机构或治理结构来保证货币政策的独立性不受到短期政治影响的干扰。Rogoff的解决方案是依靠“保守的”中央银行家，这样可以赋予治理结构一种先天想要紧缩货币政策的欲求（与“一般人”相比），同时赋予自由操纵政策工具来最大化私人目标函数的能力（独立性）。Walsh的解决方案本质上是在给定的工具独立性下，通过中央银行家之间的协议合同来最大化社会最优目标函数。

将中央银行独立性和货币政策相等的观点来自于将中央银行家视为治理货币当局的代理机构。在这些重要的理论文献中，中央银行“附属”的功能被搁置一旁。事实上直到本次危机，中央银行其他的巨大能量以及央行和财政的界定都未曾被重点研究过。因此，支持货币政策独立性的论点就变成了支持货币政策治理结构独立性的论点，这也无心地给予中央银行在一些“附属”政策领域的自治权。在政治紧张的氛围中，这些权力的存在已将货币政策独立性置于危险之中，尤其高发于一些财政机构被预算平衡限制而不能行使这些权力的国家。

假定中央银行和货币政策是等同的，一个必然的推论就是只会有“一个”中央银行，比如一个唯一的治理结构来制定所有的中央银行政策。但各国的经验表明，实际情况明显不是这样（无论是正式还是非正式）。而这样一种错误的推论会强化一种认识，即所有的中央银行功能都应该享有同等程度的政治独立性。

不仅不同的中央银行功能经常受制于不同的治理安排，通过设立委员会给微调创造了可能，即可以针对不同的央行功能给予不同程度的独立性。正如Blinder（1998）所描述的那样，“我作为FOMC委员会成员的经历给我留下来一种强烈的感觉，即那种理论上货币政策摩擦产生于个体试图最大化一个定义明确的效用函数是有失重点的。在我看来，货币学家应该开始着眼于委员会决策机制的本质，这一点在学术文章中鲜有提及。”确实，财政部代表出现在中央银行管理层已经是多年来最具争议性的问题之一。

在这一部分里，我强调了区分中央银行和货币政策的重要性。在本文的剩余部分，我将注意力集中在金融市场干预（MI）和货币政策之间的区别并指出这两者所对应的治理和资产负债表结构之间的巨大差异。

治理结构和资产负债表

一旦我们承认了中央银行业务（MI）和货币政策之间存在区别，我们就可以包容有着不同程度独立性的不同治理结构共存的可能性。即我们可以想象一个“第三方”治理结构在货币和财政中间的灰色地带运营。我们还可以开始区分不同的政策工具，并将它们分配到相应的治理结构，对应的金融资源和问责框架中去。

货币政策：治理结构

能够垄断发行货币而不受预算约束和自由地设定短期利率是关于货币政策独立性最常被引用的两个要素。实现中央银行独立性的趋势很大程度上集中在创造一个制度框架来实现操作独立性。因此，进一步的任务并不是在现有的货币政策框架下精益求精，而是要改革剩余的中央银行框架和治理结构。将货币当局和负责市场干预决策的机构相分离，可以使两边的治理委员会更加专注于各自的使命，却也不尽然一定会导致互相孤立和隔绝。比如，一些人可能同时在两边的委员会任职，但是货币政策专家会在针对货币政策议题投票时占据主导，而金融稳定专家则会在针对金融稳定议题表决时占据主导。

将货币政策和中央银行当局相分离可能在某些情况下可能会让全然不同的各种货币政策治理结构重新统一。以美国为例，FOMC决定政策利率并且指导公开市场操作，与此同时联邦储备委员会可以决定法定存款准备金的水平且拥有更改贴现率的权力。此外，委员会还拥有援引联邦储备法案13.3节的条款的专有权（见后文）。

货币政策：财务和问责构架

如果操作程序被精确界定同时有着充分的沟通，货币当局的资产负债表规模可以非常小（究竟可以有多小将在下一部分讨论）。与小而精的资产负债表相对应，货币当局的资本金也可以是非常小的。正如BIS（2009）所指出的，如果一个中央银行对货币、汇率和金融安排的风险敞口非常小，那么它自然只需要很少的资本金。这样的中央银行包括了那些采取浮动汇率的，那些仅作为政府代理去管理外汇储备的和那些行使最后贷款人职责造成的损失能被赔偿的。

一个很小的资产负债表将有助于对货币政策的表现进行问责。当前，通过强调基于政策目标各类汇报，如“通胀报告”、发布的政策会议纪要、广泛传播的央行官员演讲和立法机构听证会将得以继续。微小的铸币税利润和“平淡无奇”的资产负债表将限制人们对财务业绩报告的兴趣，而这超出了相应规模的自治政府机构的合法范围。

金融市场干预政策：治理结构

市场干预当局的目标在于通过干预金融市场来实现**金融稳定**。它虽然没有发行基础货币的权限，但是却有权在政府预算程序规定的范围内发行政府担保债务。尽管它可能在稳定状态下只有中等的资产负债表规模，但它却需要拥有在必要时迅速膨胀的能力。市场干预当局需要肩负起**最后贷款人**的责任，在必要时承担**信用和利率风险**。相应地，这样的行为很可能会改变经济中的信贷分配。尽管本次金融危机告诉我们，市场干预当局应当扩展它们的政策操作而不仅仅局限于银行业。它的目标的操作应当类似于金本位时代，也即现代货币政策产生之前中央银行所采取的那些行动。从这个角度来看，关于什么是市场干预的合理程度，第一次联邦储备委员会年报给出了说明：“要影响市场，储备银行必须永远处于市场之中，从这个意义上说，储备银行一旦在新的银行业条件下找到了自己的真正位置，就会成为活跃的关注焦点。”

市场干预当局能否嵌入现有的中央银行构架中或者是能否获得更加独立的存在，无疑取决于对本国具体情况的考量。而至关重要是市场干预当局的治理结构必须与货币政策当局不同。在独立性的光谱上，货币政策应该比市场干预当局更加独立于财政部和政治程序。在这方面，许多国家的立法者已经承认了市场干预和货币政策之间的区别并且创立了单独的治理结构以便在特殊情况下授权或触发市场干预。而在其他国家，市场干预的角色被扮演代理人的中央银行所承担，或者干脆被认为应该由财政部分扮演。

联邦储备法案第13.3节批准美联储在“不寻常和急迫的情况下”，如果委员会有不少于5人投支持票（总共7人），则可以对个人、合伙企业和公司提供贴现贷款。相似地，阿根廷、智利、哥斯达黎加，欧洲的中央银行、韩国和菲律宾也需要绝对多数制来授权央行非同寻常的紧急行动。2010年7月21日，奥巴马总统签署立法文件规定上述联邦储备法案13.3节所授予的借款行为需要提前由财政部长批准。

在日本，日本央行紧急借贷必须由首相和财政大臣批准。在泰国，紧急借贷必须同时由泰国银行金融机构政策委员会和内阁批准。类似的行动在约旦也必须同时由中央银行委员会和内阁会议批准。在韩国和菲律宾，这一紧急操作的权力由货币政策委员会而不是中央银行的一般委员会所把持。

欧洲央行的管理委员会的投票机制虽然给予每个成员国平等的投票权，但是当委员会决定本机构的财务事宜时，则会采取一个特别程序来决定投票权，即依据各国在欧洲央行所认购资本金的权重计算。因此，当财政风险很高时，欧洲央行依据每个成员国所承受的风险份额给予与之相称的投票权。

尽管上述的许多治理结构提高了国家在不寻常情况下的影响力，但是对不同机构的精确界定和财务责任的划分常常是不明确的。

当中央银行以代理机构身份操作时，比如英国，财务责任和行动的政治合法性都会更加清晰。但是将所有操作置于货币政策当局的制度框架之下则会造成困扰，无论何时，市场干预当局和政府的沟通协调都是必不可少的。

在其他国家，市场干预被置于直接的财政控制之下。以挪威为例，原则上所有暗含财政或准财政风险的操作必须由中央政府融资。这一原则在本次危机中也得到了体现，银行系统得到的资金支持来自于中央政府的资产负债表，而不是来自于挪威央行的贷款。这种挪威式的方法使得在危机中挪威央行的资产负债表并没有达到其他国家央行同等程度的扩张。

20世纪90年代的瑞典金融危机中，瑞典债务管理办公室（DMO）负责管理金融部门危机干预和其附带的财政风险。归功于其长久以来和财政部之间的独立关系，债务管理办公室得以平衡在整体财政环境下处理金融市场稳定的需求与在政治上和政府保持一定距离的目标。

尽管智利中央银行在20世纪80年代早期的智利金融危机中，金融市场干预主要靠智利央行，但是在2009年财政部也通过遣返外国资产，向地区银行拍卖外汇和向国有银行BancoEstado注资等方式进行干预。

对上述国家经验的回顾表明，市场干预当局也可以存在于现有的中央银行中，只是需要一个不同的治理结构来承担更大的政治合法性并在一定的预算和风险控制范围内运作。当然，作为替代的模式，市场干预当局也可以采取一个独立机构的形式。甚至在最后的选项中，市场干预职能也可以完全归于财政部。从理念上来说，市场干预当局应当活跃于资本市场之中，正如英格兰银行或是美联储的创建者期望它们能活跃于货币市场之中一样。在平常时期，它应该以温和的程度参与市场活动，而当恐慌蔓延于市场时，它需要迅速扩张。因此，它的资本结构需要具有可伸缩性——相对小的实收资本但是立法预先授权在特定情况下可以随时扩张。市场干预当局的风险和收益应当清晰的记录于财政账户中，以避免和货币政策操作的潜在冲突。

通常，中央银行可以在没有立法批准的情况下快速反应，这被视为应该给予其应急权力的原因。因此，这一权力应该属于市场干预当局并由立法部门在危机之前就规定好操作的边界。对反应速度的强调恐怕没有人比白芝浩引用英格兰银行行长关于1866年金融恐慌的论述更加精彩了：“在这种情况下，一定程度的惊慌会引起公众的关注；如果我们认为这样的措施是值得的话，那么，那些需要银行贷款的人再去找财政大臣，并且请求政府授予本行超额发行纸币就很不正常了。但是，我们必须在获得这项授权之前采取行动，并且在财政大臣或许还未清醒之前，已经把我们一半的准备金作为贷款发放出去；而我们的准备金就这样减少到如此遗憾的水平。但是，我们不会推卸我们认为赋予我们支持银行界同行的义务……”（伦巴第街，p158）

金融市场干预政策：财务和问责构架

直到2007年，全球主要的中央银行都已经成功通过对短期利率的小规模管理来实现影响经济活动和通胀水平的目标。然而，在危机中的干预需要资产负债表的巨幅扩张和对资产端组合的大规模替换。这种干预不仅在传统货币政策范围内迅速扩张，并且扩散到更广泛的市场中去，包括投资银行和保险公司甚至是更远的商业票据和ABS市场。

中央银行为了在更加广泛的金融体系中展开做市活动实际上将自己的资本金置于风险之中。在扮演这样的角色中，中央银行试图取代破产被撤销的资本或削弱市场中介，以减少利差的扩大。该方法的理论基础在Shleifer和Vishny（1997）的论述中已经清楚展现。然而，在实际操作中，干预却并不一定非要通过货币当局并以货币的形式出现。那些被替换的私人部门交易商并不能创造中央银行基础货币。因此，一个能够发行高质量有政府背书证券的市场干预当局也一样可以胜任这一角色。

在履行市场干预当局的角色中，承担风险是不可避免的，故而在由货币当局主导的货币市场之外的其他市场中积极活动同样不可避免。立法当局则需要与市场稳定和干预的角色相匹配。伯南克（2009）指出对美联储贷款的限制和缺乏对美国投资银行的破产清算授权是雷曼兄弟危机的决定性因素。

鉴于其角色和运作的本质，以及和货币当局的财务报告相对比，市场干预当局需要提供根据风险调整后的财务业绩和仔细量化其市场干预业务的准财政影响。在这个方面来说，以国际财务报告准则（IFRS）为基础的会计制度将比货币当局更加易于被采用。

货币当局究竟可以多小？

在这一部分，我考察了13个发达国家和新兴市场中央银行的资产负债表来确定其市场干预职能和货币当局职能当前的规模大小。我首先用最新经审计的央行账簿来为每一个中央银行构建简化的、标准式的和可供分析的资产负债表。然后，我在资产负债表右侧减去通货和资本金，在左侧减去等比例的部分，比如按国外和国内金融资产原先在资产负债表中的比例进行扣除。我们由此可得一个仅包含可供政策使用的资产、存款和债务的资产负债表（通货被认为是被动管理的同时资本金只是留存收益的剩余积累，与政策管理关系不大）。政策资产可以进一步分类为：外汇储备、传统货币政策工具和非传统货币政策（MI）工具。

下一步假设中央银行是作为政府的代理人来进行外汇储备管理的，因此我移除了资产中剩余的外汇储备。最后剩下的资产负债表我认为是市场干预当局和货币当局的合并资产负债表。更进一步地，我再减去可识别的与危机相关的市场干预部分，即市场干预功能（MI）资产，剩余的部分则可以被称为“最小货币政策”资产负债表。

最初的资产负债表规模相对于GDP的占比参见图8:

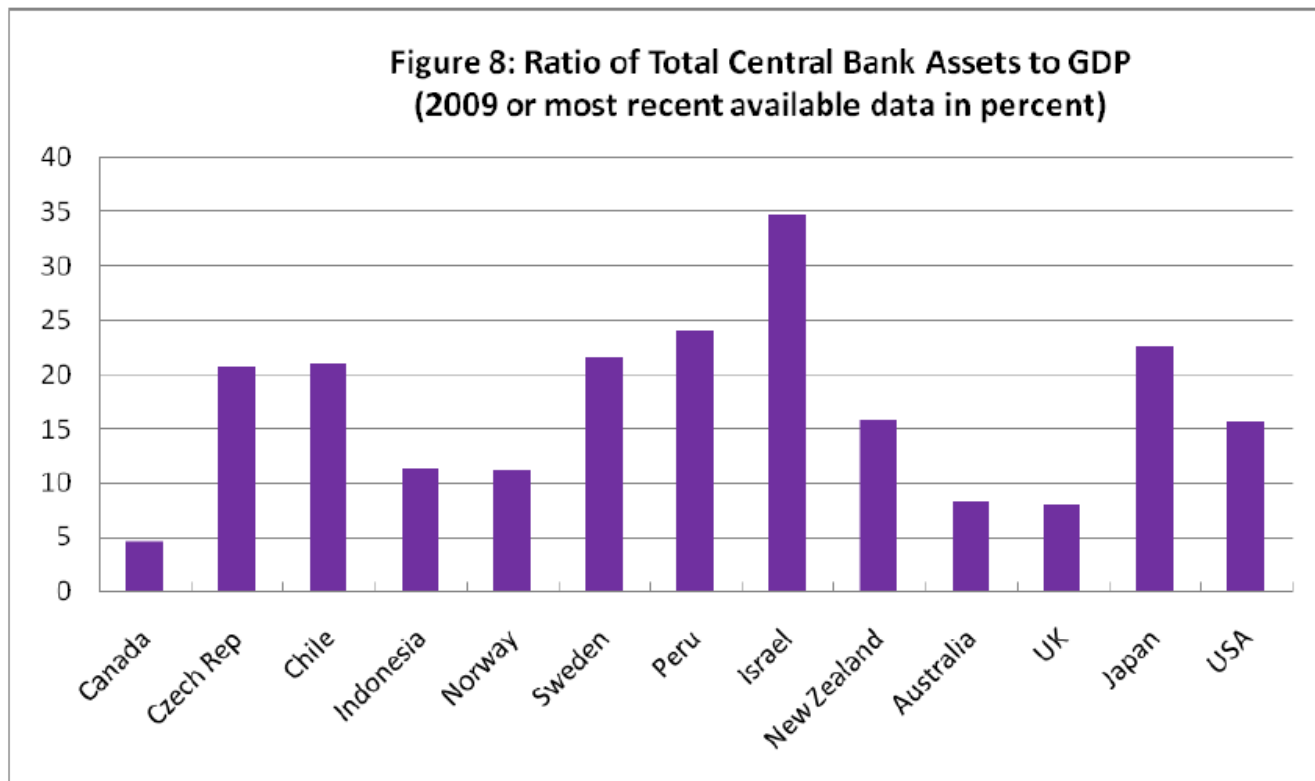


图9展示了调整通货和资本金之后的资产负债表规模。

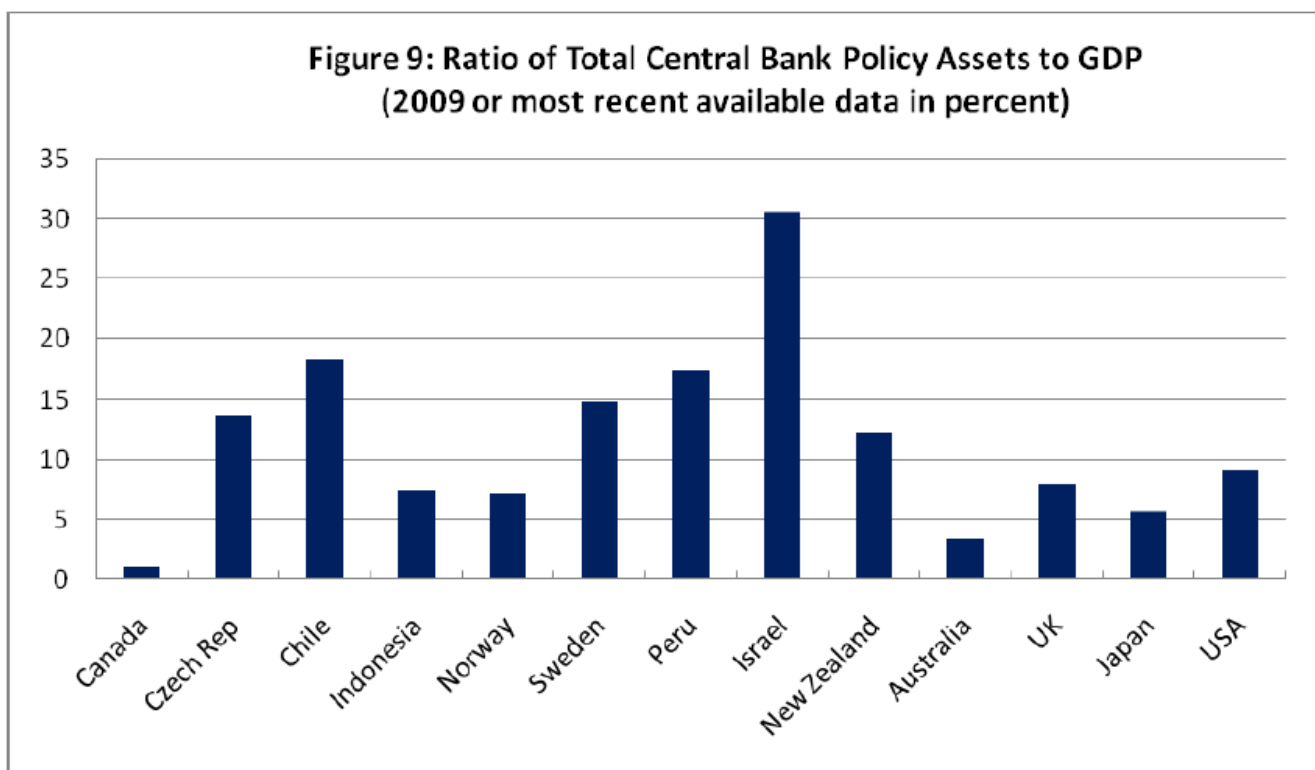


图10展示了进一步减去外汇储备后的资产负债表规模。即我所谓的市场干预当局和货币当局的合并资产负债表。

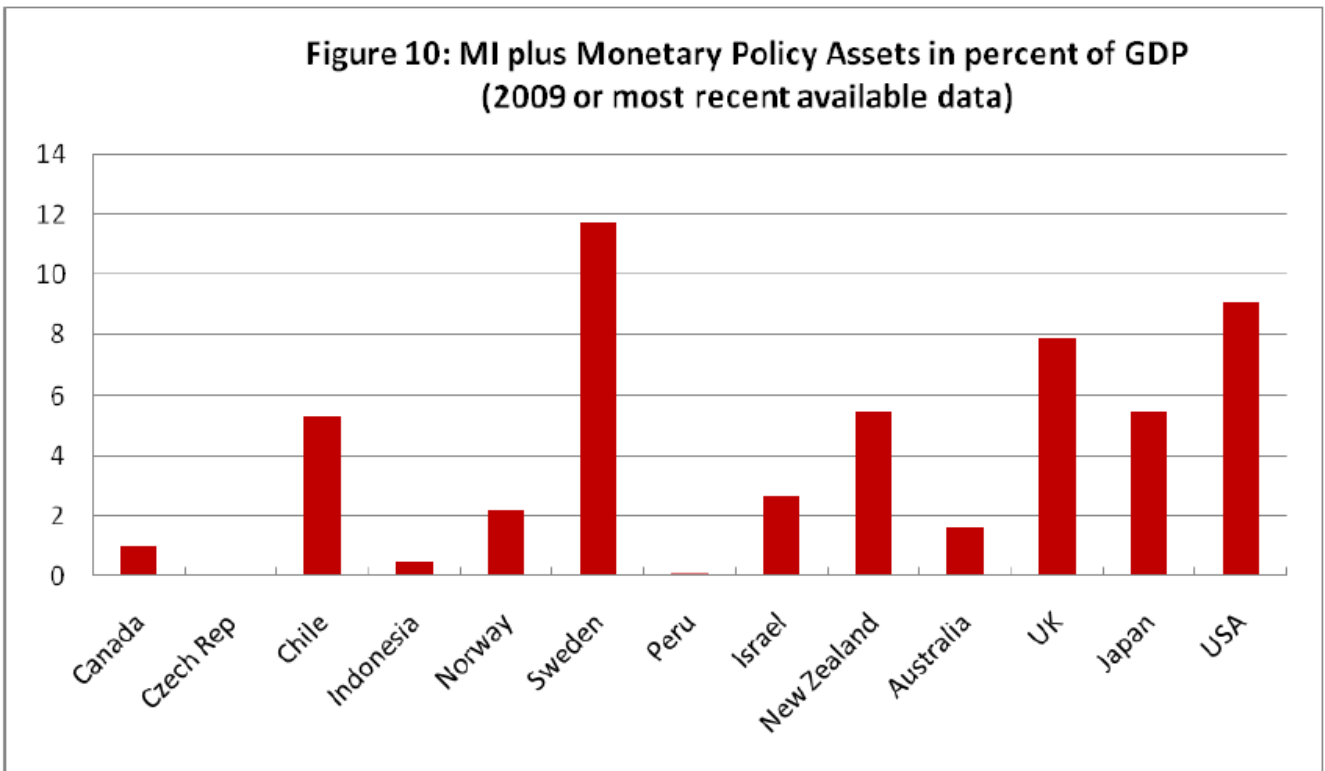


图11展示了最终版的资产负债表和最初版的对比图。

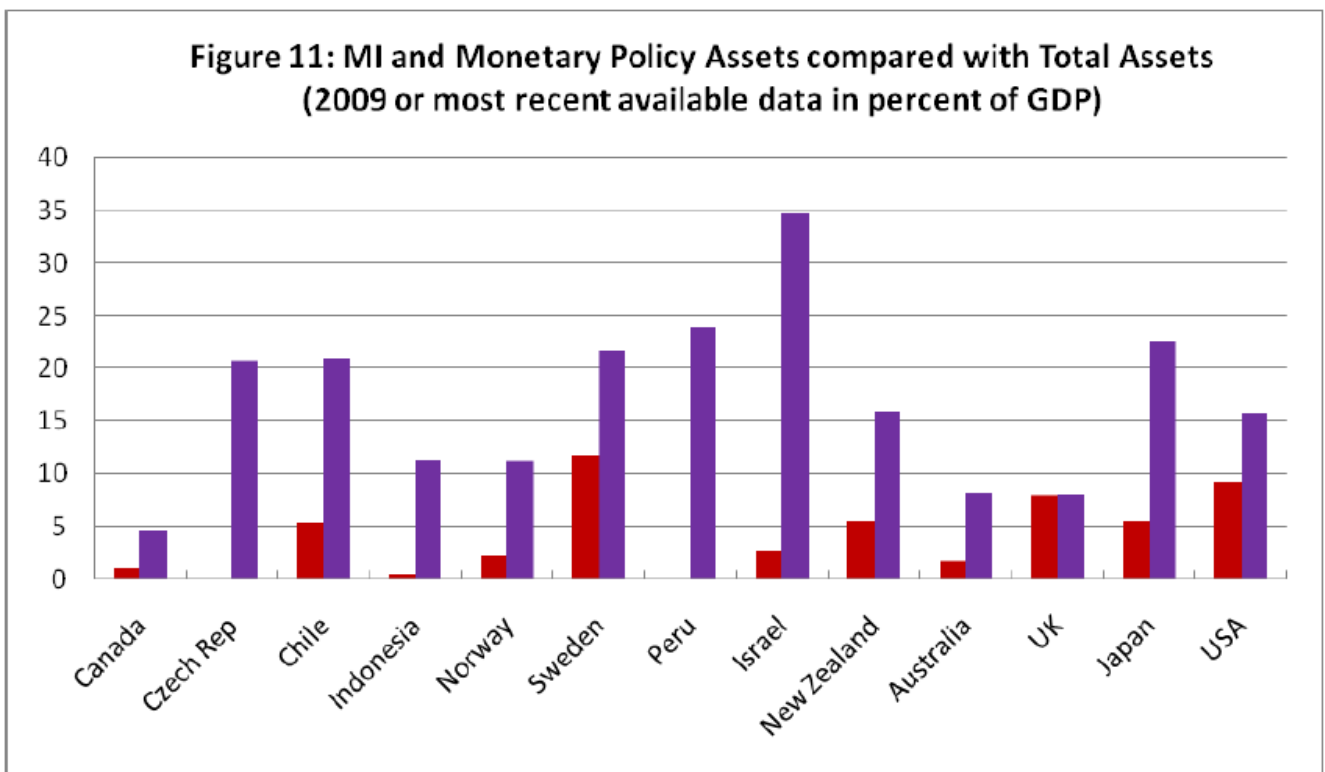
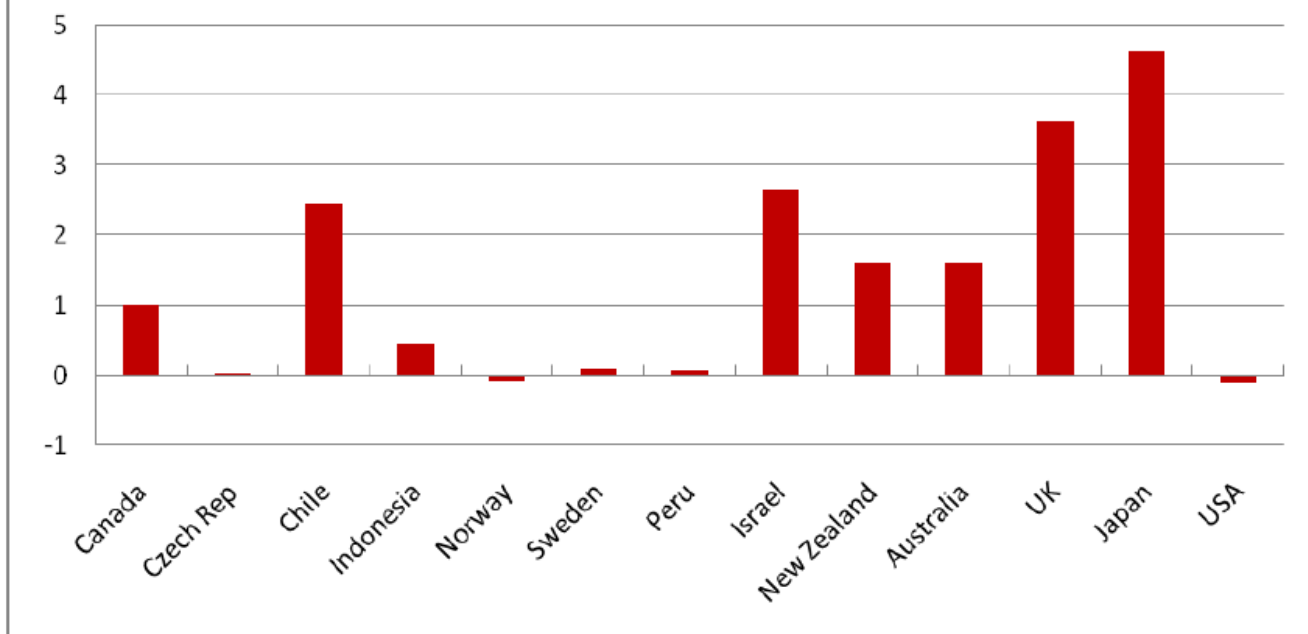


图12展示了概念化的“最小货币当局”的总资产，即通过将图10总资产中被定义为非传统的资产（MI）减去得到。正如图中所示，这些资产负债表规模大都十分小。

Figure 12: Minimal Monetary Policy Assets in percent of GDP
(2009 or most recent available data)



当考虑有危机影响的情境时，构建最小货币当局资产负债表是十分复杂的。由于对危机的干预，QE的实行（由于购买政府债务而导致银行体系超额准备金扩张）或是传统借贷的扩张，最小货币当局资产负债表规模有可能被夸大了。换句话说，或许一个更小的资产负债表规模就已经足够通过货币操作让利率达到零下限了。

通往全新的制度安排

与最小货币当局相比，大多数现存的中央银行有着庞大的超额资产和资本金。这些超额资产和资本金可以被用作构建一个市场干预当局（MIA）所需的金融资源，如果确实有必要的话。当然，构建一个市场干预当局的精确形态自然需要依据各国具体情况而定。

在美国，国会至少有三次拨用美联储资本金的情景。在1933年，国会要求联储认购相当于其累计盈余一半（1.4亿美元）的联邦存款保险公司（FDIC）的无股息股票。六十年后，1993年的综合预算和解法案（Omnibus Budget Reconciliation Act）要求联储在1997和1998财年向财政部转移盈余。国会在1999年又修改了联邦储备法案以要求联储于2000财年向财政部转移盈余。

在美国，这种联储向市场干预当局（MIA）转移资本金的行为使得设立一个新机构来执行Maiden Lane便利以及代替联储持有MBS成为可能。这一举措将同时消除货币当局资产负债表中的信用和利率风险。

不论是英国还是欧盟从一开始就已经先发制人地通过设立单独处理市场干预的公司，来满足将特定资产从货币当局资产负债表上移出的需要。

总结

想要维持货币政策的独立性，需要频繁地将那些与常规货币政策并不紧密关联的中央银行资产和操作从货币当局的资产负债表中移出，并重新置于国家财政部或是一个市场干预当局（MIA）之中。更重要的是，将干预市场危机的权力移交给一个全新的和单独的权力机关，让其在没有创造基础货币权力的情况下担负金融稳定的责任，将能够保存央行货币政策的独立性。对于这个全新金融机构的设计者来说，一个核心挑战就是如何通过精心的设计将它的治理结构和其所扮演的角色置于一个改进的监督和监管框架之下。

过去20年来，强调独立货币政策所带来的好处已经成为国际共识并且也应当继续维持。但是，仔细区分“中央银行独立性”和“货币政策独立性”是至关重要的。尽管一个独立的货币当局存在的理由是清晰无疑的，但是在危机干预领域里中央银行自治权存在的理由就没有那么明显，而此时财政资源被置于国家预算之外的风险之中。鉴于围绕财政政策的政治辩论存在争议，没有证据显示中央银行独立性的政治拥护者打算赋予中央银行“财政”独立性。但如果政治当局认为当前央行的激进行为有损于他们的立法权威，那么可能会引发反弹，从而限制货币政策的独立性。有鉴于此，或许更明智的做法是发展一种替代性的治理结构来处理“银行业务”，或者在现代金融体系中被称作“做市”的角色，就像中央银行在此次危机中所扮演的那样，从而保持货币政策的独立性。

译者：钟政昊

参考资料：

Peter Stella, "**Minimising monetary policy**", *BIS*, November 2010