

论我国中央银行制度的进一步完善^{*}

王华庆 李良松

〔摘要〕自20世纪70年代以来,发达经济体中央银行在治理通货膨胀过程中赢得了声誉,中央银行独立性明显上升。2008年国际金融危机以后,中央银行职能进一步加强。中国经济进入新时代,必然要求我国中央银行制度与时俱进。本文认为,我国中央银行有必要在国家治理体系中更好地体现运作上的独立性。在职能进一步丰富和强化过程中,中央银行要加强内部治理机制建设,完善价格型货币政策调控,通过建立短期操作目标利率,使得“双轨制”利率并轨,并由货币政策委员会来决定政策利率。本文提出我国建立有决策权力的货币政策委员会制度有两种可选方案:一是由现行的货币政策委员会在改变人员构成后升级而来;二是在国务院金融稳定发展委员会框架下,恢复人民银行曾经建立的理事会制度,下设货币政策委员会专门研究决定政策利率和货币政策操作事宜。

关键词:中央银行 价格型货币政策调控 政策利率 货币政策委员会

JEL 分类号:E52 E58

中国共产党的十八届三中全会确定市场在资源配置中起决定性作用,这需要进一步重构政府与市场的关系,以稳步推进国家治理体系和治理能力现代化建设。十九大报告进一步提出,要吸收人类文明有益成果,构建系统完备、科学规范、运行有效的制度体系。2018年国务院机构改革重组了金融监管机构,也对作为中央银行的人民银行提出了新的工作要求:人民银行承担货币政策制定及执行、宏观审慎管理、微观审慎监管规则制定和金融改革等诸多职能。2008年国际金融危机以来,各国吸取危机教训,全面加强金融监管并改革中央银行制度。在国内外经济金融背景发生大变革、人民币国际化取得显著进展且中国金融市场进一步扩大对外开放的背景下,不断完善我国的中央银行制度至关重要。

一、中央银行发展的历史进程

历史上,众多国家建立中央银行的初衷是为政府融资服务,社会发展的规律使得中央银行逐渐发展成为发行货币的银行和银行的银行(最后贷款人)。在中央银行诞生之初及此后很长一段时间,其货币政策职能并不突出,这和金本位及金汇兑本位的货币制度有关,在金本位制度下,中央银行其实没有执行严格意义上的货币政策。尽管20世纪大萧条以后凯恩斯主义被各国广泛接受,并使得货币政策逐渐受到重视,但由于政府干预经济的力度很大,中央银行仍处于从属地位。

^{*} 王华庆,复旦大学特聘教授,博士生导师;李良松,中国人民银行上海总部,副研究员。本文仅代表个人意见,与所在单位无关。

20世纪70年代初,布雷顿森林体系解体,美元与黄金脱钩并成为国际信用货币,从而使得国际金融市场发生了前所未有的变化:汇率由固定转向浮动,国际间资本自由流动更加频繁,并形成理论意义上的“三元悖论”,中央银行货币政策自主性也大为增强。与此同时,发达经济体经历两轮石油危机后普遍陷入经济滞胀,凯恩斯主义宣告失效,新自由主义兴起并占主导,最终中央银行通过实施强有力的货币政策控制住了通货膨胀,也为自身赢得了声誉,促使普通民众和政治家们意识到保持中央银行独立性的重要,中央银行在国内政治体系中的地位以及国际地位明显提升。

鉴于通货膨胀带来的惨痛教训,自20世纪90年代以来,以新西兰为代表,很多国家中央银行的货币政策目标盯住物价水平变动,即通胀目标制,发达经济体的货币政策逐渐走向“单一目标,单一工具”的统一框架。

在新自由主义理论倡导下,各国纷纷放松经济管制,尤其是大幅放松金融监管,造成金融市场过度无序发展,也使得中央银行对金融风险的敏感度大为降低,金融体系的风险开始累积直至爆发2008年国际金融危机。2008年国际金融危机表明了这样一个事实,价格(通胀)稳定并不代表金融稳定。发达经济体是市场经济的倡导者,但在不同经济发展阶段,对市场和政府之间关系的认识也会存在差异,因此,经济管理体制也会随之做出相应的调整。市场力量发挥作用的空間越大,则中央银行的独立性地位就越强。中国中央银行体制的发展历程也有很多相似之处。

二、中国中央银行的发展及进一步完善的必要性

(一)中国央行制度的建立及发展

1948年12月,中国人民银行(下文简称“人行”)正式成立,在新中国成立后很长一段时期内,人行是大陆地区唯一的银行。改革开放后,三家专业银行和其他非银行金融机构逐渐建立。1983年9月,国务院决定中国人民银行专门行使中央银行职能,当时人行还是主要依靠行政手段来管理金融。总体来说,在计划经济体制下,人行主要是作为行政机构管理金融,而非现代意义上的中央银行。

伴随中国社会主义市场经济体制建立,市场经济体系不断完善,我们对金融机构的认识和定位也在不断变化,四大行从专业银行转变为国有独资商业银行,进而上市成为国有控股商业银行。人行对金融机构的管理手段和宏观调控手段也愈益市场化,从“大一统”的复合型央行体制到专司央行职能的现代中央银行,在剥离了对金融机构的微观审慎监管职能之后,人行专司货币政策和宏观审慎管理等职能,我国现代中央银行制度得以建立并逐步完善。

(二)中央银行制度进一步完善的必要性

正如发达经济体中央银行制度随市场经济发展而不断演变一样,中国经济进入新的发展阶段以来,国际国内经济金融形势发生了巨大变化,必然要求我国的中央银行制度与时俱进。

一是全球中央银行制度发生深刻变革。在应对2008年国际金融危机过程中,全球中央银行起到了至关重要的作用。在政策利率达到零下限以后,中央银行不仅创设了一系列新的货币政策工具,包括大规模资产购买和货币政策前瞻指引,而且操作目标更加注重资产负债表构成和长期利率水平,整体货币政策框架发生了明显变化。此外,危机后通过宏观审慎工具来维护金融稳定的共识逐渐达成,在各国宏观审慎管理体系中,中央银行均居于核心地位,且中央银行的微观审慎监管职责普遍得以加强。总体来看,自2008年国际金融危机爆发以来,绝大多数经济体的中央银行在应对危机过程中再次赢得了声誉,自身职能得到进一步加强,中央银行内部治理机制及其在国家治理体系中的地位也发生了不小的变化,这是我国中央银行制度需要进一步完善的国际背景。

二是金融市场结构变化和金融科技发展的需要。自20世纪90年代金融监管放松以来,全球

金融市场存在一定程度的创新过度,金融发展脱离了实体经济需要,金融风险不断累积且隐蔽性、传染性和破坏性更强,对宏观审慎管理和货币政策提出了更高的要求。此外,伴随金融科技的迅速发展,各种新型金融业务模式、应用、流程或产品正在重塑金融业态,尤其是支付、数字货币等领域,必将会对中央银行职能产生深远影响。英格兰银行行长卡尼指出,新经济需要一个新的金融体系,更需要新央行来指引(Carnay,2018)。

三是中国特色社会主义市场经济进入新时代的客观要求。中国经济进入新时代,十八届三中全会明确了市场在资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用,对国家治理体系和治理能力现代化提出了新要求。习近平新时代中国特色社会主义经济思想指出,政府的职责和主要作用是保持宏观经济稳定,加强和优化公共服务,保障公平竞争,加强市场监管,维护市场秩序,推动可持续发展,促进共同富裕,弥补市场失灵。央行作为国家治理体系的有机组成部分,必须根据上述要求来调控宏观经济。目前,中国经济规模位居全球第二位,在经济进入新常态以后,政府追求的目标已经由高速增长转向高质量增长,这对宏观经济稳定性提出了更高的要求,宏观经济管理部门要确保经济不能像过去那样大幅波动。伴随全面深化改革的持续推进,市场在资源配置中起决定性作用的程度正在日益提高,在中国市场化程度达到新的水平、金融市场规模也进入全球前列且经济金融体系日益融入全球化的情况下,中国宏观经济管理必须更加注重加强预期管理,这要求宏观经济管理部门的运作要在符合中国国情的前提下,最大限度地与市场经济运行的国际最佳实践接轨,从而必然要求货币政策框架发生相应变革。

四是构建全面开放型经济新体制的需要。推进“一带一路”建设,金融业进一步扩大对外开放等都是构建开放型经济新体制的必然要求。中国经济对外开放水平越来越高,尤其是众多国际金融机构参与我国金融市场,必定会对中国金融管理机构的国际化运作提出更高要求,需要中央银行根据国际惯例制定和执行货币政策、调控流动性和管理市场预期。

三、我国中央银行制度完善的主要方面

通过考察发达经济体中央银行制度的发展历程,我们认为,我国中央银行制度有必要在国家治理体系中更好地体现运作上的独立性。在中央银行职能不断强化过程中,也有必要进一步加强内部治理机制建设,尤其要重视货币政策调控机制完善和政策利率决定。

(一)中央银行要有更多的运行独立性

20世纪70年代和80年代初,发达国家普遍陷入经济滞胀以后,国际学术界在80年代后期和90年代初开始集中关注中央银行独立性问题,最终中央银行在与通货膨胀的斗争中赢得了声誉,实现了很大程度上的独立,如英格兰银行和日本银行分别于1997年和1998年增强了自身独立性。因此,很多学者将中央银行独立性与通胀联系在一起。也确实有研究发现,中央银行越独立,通胀会越低,这一点在发达国家和发展中国家都是成立的(Cukierman,2008)。但这两者之间是否存在因果关系,则不同的研究存在很大差异。总结目前有关央行独立性的研究,我们认为,在讨论过程中,有必要区分几组独立性之间的关系,分别是目标独立和工具独立、法理独立和运作独立、中央银行独立和货币政策独立。

一是关于目标独立和工具独立。目标独立是指中央银行独立选择货币政策目标,如通货膨胀、产出目标或就业目标;而工具独立则是指中央银行独立地选择实现政策目标的工具,如确立政策利率、开展公开市场操作等。中央银行在国家治理体系中的地位和作用,与一国政治体制密切相关。在西方国家“三权分立”的政治体制下,政府是行政执行团队,议会由公民选举产生,被认为能代表更为广泛的民众利益,议会将治理国家的责任交给政府(一般情况下是议会多数党党派组阁)。政

府的目标不完全等同于民众目标,政府政策更可能是为了追求连任和本党派利益。因此,很多国家都建立了相对独立且超越党派的中央银行体制,央行独立于政府,直接对议会负责;也有一些央行曾经(或仍然)名义上属于财政部门,但政府一般很少干预央行日常运营。

一般来说,中央银行的目标都是由产生它的机构(如议会)直接决定的,因此,中央银行只具有工具独立性,而很少具有目标独立性。在央行属于政府一部分(如隶属于财政部)的情况下,政府不希望央行权力过大,通过给央行制定目标的方式,来收回一部分权力。例如,英格兰银行2%的通胀目标是由政府设定的,货币政策委员会通过调节政策利率来实现通胀目标;实际通胀率偏离目标值1个百分点,则英格兰银行行长必须要向财政大臣写公开信解释。欧央行实现价格稳定的目标也是由欧盟条约规定的。美联储是美国国会在1913年建立,最初对货币政策目标的表述比较含糊,直到1977年美国国会通过《联邦储备法》修正案,明确了美联储货币政策的目标是实现充分就业、价格稳定和适宜(moderate)的长期利率。由于欧央行和美联储的货币政策目标偏重定性描述,因此,两家央行在具体指标以及目标水平的选择上具有更大自主权。

二是关于法理独立和运作独立。法理独立是指一国制定明确的法律来规定中央银行独立于政府的法律地位,而运作独立是指央行虽然法律规定的地位不高,但在实际运作过程中,却享有很高的自主权,如英格兰银行。央行独立性的关键不在于形式而在于其不受政府干扰的实质,央行法律上的独立性如何运用才是关键。有些发展中国家央行虽然在法律上可能有很高独立性,但在实践中还是受政治影响,造成通胀高企。这个看似古老的问题,现在依然存在。阿根廷央行目前也在讨论法律独立性的问题,2018年5月,阿根廷央行行长Federico Sturzenegger认为,阿根廷央行首先应赢得声誉,获得事实上的独立性更加重要。阿根廷也曾经制定过1阿根廷比索等于1美元的法律,但失败的经济政策使其形同虚设。在央行获得事实上独立性后,通过中央银行法来保障独立性地位,才能更加获得国际投资者的信任。

三是关于中央银行独立和货币政策独立。之前很多观点认为,中央银行只负责实施货币政策,因此,强调中央银行独立性都是指中央银行的货币政策要独立。实际上,在明确中央银行承担金融稳定职责后,尤其是2008年国际金融危机以来,各国中央银行广泛参与宏观审慎管理和微观审慎监管,这种情况下,中央银行职能显然不限于货币政策。因此,也就凸显了中央银行独立性和货币政策独立性区分的意义。中央银行履行货币政策以外的职能时,多数都要与金融监管机构、财政当局和其他政府部门密切合作,必然会影响到自身的独立性。此外,各国宏观审慎管理的治理机制存在较大差异,如美联储虽然发挥重要作用,但金融稳定监督理事会(FSOC)主席是财政部长,英国金融政策委员会主席则是英格兰银行行长。由于央行身兼二任,而货币政策也会对金融市场和金融机构行为产生显著影响,因此,宏观审慎管理机构有时可能会希望货币政策有所作为来维护金融稳定,例如可能会涉及政策利率调整、资产购买计划的具体细节等等,这实际上可能会影响到货币政策的独立性。

因此,我们认为,中央银行货币政策应该具有独立性,但央行作为一个机构整体可能很难有完全的独立性,央行如何在履行其他职能的同时而不影响到货币政策的独立性是值得思考的问题。

独立性只是中央银行实现货币政策目标的一种工具而已,不是实现通胀目标的充分条件,也不是必要条件。那为什么央行的独立性还如此重要?实际上,央行独占货币发行权,必然要对货币币值负责,政府有多发货币为赤字融资的动机,要靠一个独立机构即央行来约束。央行要获得国内外的信任则必须要有独立性,这是央行能否实现政策目标的关键。Maxfield(1997)认为,可以将央行独立性作为向国际投资者展示国家信用价值程度的可靠信号。一个反面例证就是,在2017年底和2018年5月,土耳其总统批评中央银行利率过高,以及“大选后,土耳其央行将听命于总统”的言论,导致国际投资者抛售土耳其资产,造成土耳其里拉大幅贬值。

通过上述讨论,本文对中国中央银行的独立性也有一些比较清晰的认识。在中国的政治体制下,中国共产党领导是中国特色社会主义的最本质特征,这从根本上杜绝了政府通过干预货币政策赢得选举或实现党派利益的动机。因此,在中国的国家治理体系中,由于党中央集中统一领导,中国人民银行属于政府也可以获得较大程度的运行独立性。因为党的代表大会、中央经济工作会议或中央全面深化改革委员会关于金融工作(包括货币政策)的要求,所有的政府部门必须要予以落实,从而使人行实施货币政策时能够摆脱其他政府部门干扰。此外,人行自成立以来就是政府独立的组成部门(仅特殊时期曾短暂并入财政部),拥有较大的权力。中国经济体制改革以来,人行不仅承担了货币政策、金融稳定和金融改革职能,还在相对长时间内拥有对金融机构的监管职能,履行这些职能需要广泛地与财政部等宏观经济部门密切配合,人行完全独立反而不利于其履行职责。2017年第五次全国金融工作会议和2018年政府机构改革后,人行职能进一步充实,在国家治理体系中的重要地位进一步凸显。在此背景下,要全面看待人行的独立性,人行在法理上是否独立于政府,并不影响自身履职。重要的是要将人行实施货币政策职能与其他职能区分开来。伴随中国国际经济金融地位的提高,货币政策对国内外经济都将产生重要影响,货币政策制定和执行必须要有独立性和透明度。伴随人民币国际化取得显著进展,人民币在国际金融市场上表现更加活跃。在这种情况下,如何更好地控制基础货币供给、调节货币价格(包括利率和汇率)显得尤为重要,需要人行采取更加市场化的方法来使人民币和其自身赢得信任,也要求货币政策更加独立。目前我国货币政策实行多目标制,有关利率变动和货币供应量目标由国务院决定,而准备金率变动和公开市场操作则由央行决定,参照国外经验,似可考虑给予央行更多的工具独立性。

(二)中央银行职能进一步补充与央行独立性问题

正如前文讨论时强调的一样,中央银行作为宏观审慎管理和微观审慎监管的主体(或重要参与者)很难完全独立。2008年国际金融危机中,主要央行纷纷购买大量资产,任由其资产负债表扩展,虽然维护了金融稳定,但对于可救助的金融机构类别没有清晰定义,也引起央行权力过大等争议,这可能会影响到中央银行的声誉。

从中国的情况来看,2008年底,中国出台4万亿经济刺激计划,由于财务软约束等问题使得一些资金使用效率并不高,产生了不少后遗症。4万亿经济刺激计划意在推动经济复苏,但货币政策是否过于宽松,是否没有及时退出,一些政府部门话语权是否大于央行等,所有这些都和央行独立性(尤其是货币政策独立性)有关系。

2017年第五次全国金融工作会议提出,强化中国人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责,新设立的国务院金融稳定发展委员会办公室也设在人行。2018年《国务院机构改革方案》将拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行。这些新的职责对人行治理机制提出新的更高的要求。

从主要发达经济体央行治理机制实践来看,货币政策决策与央行其他履职有几种模式,一是决策主体的构成不同,如美联储和英格兰银行。美联储日常业务运作事宜由华盛顿的联储理事会决策即可,但货币政策则由包括12家地区联储银行负责人的公开市场委员会(FOMC)决定。英格兰银行董事会(Court of Directors)负责决定银行的长期战略、预算,以及重要人员任命等,成员包括英格兰银行5名行政团队人员(行长和4位副行长)和至多9名非行政团队人员,均由女王任命,并指定1名非行政团队人员担任董事会主席。在具体业务上,英格兰银行内部建立了政策委员会、审慎监管委员会和货币政策委员会,分别负责金融稳定、金融监管和货币政策事务。

二是货币政策决策主体相同,如欧央行和日本银行。欧央行最高决策机构是理事会,由欧央行

执委会成员和欧元区各国央行行长组成,负责决定重大事宜,每月举行2次会议,每6周召开货币政策会议。执委会成员有欧央行行长、副行长和另外4位成员,由欧洲理事会(European Council)任命,任期8年,不得连任,类似于美联储理事会,但权限要小很多。日本银行最高决策机构是政策委员会,该委员会有9名成员,包括日本银行行长和2位副行长,以及6位成员,委员均由内阁府商日本国会同意后提名,任期5年,可以连任。政策委员会每周举行2次会议,每年举行8次货币政策会议。

由于承担的职能发生很大变化,中国央行内部治理机制也应作出相应调整,要明确央行作为金融稳定发展委员会办公室的工作机制等。

(三) 货币政策向价格型调控转变

中国经济发展进入新时代以后,要求货币政策在确保宏观经济稳定的同时,追求经济的高质量发展,稳定市场预期,这要求货币政策框架转型,其中重要的一项内容就是货币政策调控要逐渐转向以价格型调控为主。

一是数量型调控和行政管理已经越来越不适应经济发展的需要。金融市场不断深化发展以后,传统数量型政策调控的效率不断下降,数量型货币政策中介目标与货币政策最终目标之间的相关性明显下降。2018年《政府工作报告》首次取消了M2的增长目标。在利率市场化的改革中,央行直接调整存贷款基准利率的调控方式也要逐步取消。规定存贷款基准利率,就直接决定了存款人、贷款人和银行之间的利益关系,具有行政管理的色彩。

实际上,在货币市场利率已经完全由市场决定的情况下,存贷款基准利率和市场利率会出现背离,构成了事实上的利率双轨制,存贷款基准利率已经不宜再作为政策工具。有鉴于此,中国人民银行行长易纲在2018年博鳌亚洲论坛上强调,目前中国仍存在一些利率“双轨制”,即存贷款基准利率和完全市场化的货币市场利率,最佳策略是让这两个轨道的利率逐渐统一。

二是价格型工具能够更好地适应金融市场不断发展的需要。中央银行一般是以市场某一类短期利率(隔夜)或央行与金融机构的交易利率为操作目标,并以公开市场操作或利率走廊维护市场利率稳定。金融机构通过观测央行操作目标利率来确定相关市场的交易利率,正是由于对未来利率走势看法的分歧才会促进金融交易,这使不同市场主体在金融交易中的自由权和利益得到充分保障,反映了市场决定资源配置的作用机制,也可以让两个轨道利率统一。

三是当前我国货币政策调控框架转型已经具备了相当的基础,经济主体的利率敏感性明显上升,金融体系与实体经济联系更加紧密,利率传导渠道有效性不断上升,央行多年来兼用数量型工具和价格型工具的调控方法为调控模式切换奠定了基础。

在价格型调控机制下,政策利率的确定至关重要。中央银行政策利率有两种:一是对市场利率设置一个目标值或区间,如美国、澳大利亚、新西兰、日本、韩国等。二是央行公开市场操作或信贷的官方利率,如欧央行、英格兰银行等。

我国的政策利率体系目前还没有完全建立起来,一般以中国人民银行公告的形式来开展回购/逆回购、常备借贷便利或中期借贷便利操作等公开市场操作,央行操作透明度不是很高,市场主体比较难预期央行会不会操作以及开展何种操作。至于为什么要开展这些操作,由于没有明确的利率水平宣告,央行更多地可能是按照对流动性数量的预测来确定操作规模。国外央行在宣布政策利率水平后,一旦市场利率出现较大波动,则央行随后就可以进行公开市场操作或通过利率走廊机制来调节,对市场传递的预期相对比较清晰。

政策利率由央行来确定,以管理和引导市场预期,并不断积累央行对经济调控能力的声誉。因此,央行必须要通过客观的方法测算经济的自然利率,并按照为市场主体广泛接受的模式来确定政策利率,全球大多数中央银行是通过货币政策委员会机制来投票决定政策利率调整。

四、关于货币政策委员会的进一步讨论

在央行承担更多责任以后,货币政策仍然需要保持很高的独立性,为了获得市场的广泛信任,央行货币政策的制定过程必须要提高透明度,从而引导市场预期,减少央行和私人部门之间的不确定性。

全球之所以有超过 80 家中央银行通过货币政策委员会来决定货币政策的具体执行命令,是因为货币政策委员会制度有自身优势:(1)货币政策委员会可以获得更广泛的信息,即使面对同样的信息,不同委员由于背景不同,具有不同的数据分析和提取逻辑,因此得出的结论更加多元化。如果一些信息错误,可以聚集更多信号以减少不确定性。(2)该制度还有另一个好处是,通过公布投票情况,激励各位委员要完全通过自己的专业性来判断是否应该调整政策利率。每位委员长期的投票结果会有逐渐实现的经济发展状况来加以验证,个人以专业信誉对投票负责,要求投票委员要尽可能按照对经济发展走势的判断来做出决策,最大程度地减少投票盲从。

全球各家央行在货币政策委员会规模、人员构成等方面的规定各有不同,本文专门研究了主要发达经济体和金砖国家的货币政策委员会机制。

(一)多数国家货币政策委员会并不引入外部委员

美联储公开市场委员会(FOMC)决定货币政策,FOMC 由联储理事会 7 名理事、纽联储主席(FOMC 副主席)和其他 11 家联储银行主席(其中 4 家有投票权,每年轮换)。每年举行 8 次会议。

欧央行货币政策由理事会决定,理事会成员由欧央行执行委员会 6 位成员和 19 位欧元区成员国央行行长构成。执委会 6 位成员具有永久投票权,其他 19 位央行行长投票权每月轮换,德国、法国、意大利、西班牙和荷兰有 4 票投票权,其他国家有 1 票投票权。不论是否具有投票权,所有成员均可参与讨论,欧央行尽可能在达成共识的基础上投票。

理事会是欧央行的主要决策部门,有关欧央行职责内的决策都由理事会决定。理事会通常每月举行两次会议,审议决定重大事宜。每 6 周单独举行有关货币政策的理事会,发布货币政策决定,并随后召开记者招待会。欧央行执行委员会负责执行层面的相关工作,成员有欧央行行长、副行长和另外 4 位成员,由欧洲理事会(European Council)任命,任期 8 年,不得连任。

由于美国和欧元区经济规模大,各地区经济发展差异也较大,为确保各个地方(成员国)对货币政策有一定话语权,各地区联储银行(各国央行)都参与货币政策决策。同时,为提高会议决策效率,投票权轮换设计也有一定灵活性。

日本银行最高决策机构是政策委员会,该委员会有 9 名成员,日本银行行长和 2 位副行长,以及 6 位成员,委员均由内阁府商日本国会同意后提名,任期 5 年,可以连任;日本银行行长任政策委员会主席。政策委员会会议分为两类,一是货币政策会议,另一种是常规性会议。货币政策会议每年举行 8 次,决定政策利率、货币政策操作、发布货币政策措施以及表达对经济金融状况立场等;会议决定按投票多数原则决定。其他常规性会议,每周举行 2 次。

俄罗斯央行的货币政策由理事会决定,俄央行理事会成员由行长和最多 14 名理事构成。理事由俄央行行长经总统同意后提名,并经国家杜马通过,任期 5 年。目前构成人员有行长、8 位副行长、俄央行中央联邦区分行行长,以及 2 名行长顾问。

南非央行于 2000 年采用通胀目标制,通过货币政策委员会来决定利率,该委员会由 7 人组成,分别是行长、3 位副行长、2 位行长顾问、经济研究及统计部负责人。采用共识原则决定利率。

巴西央行于 1999 年采用通胀目标制,通过货币政策委员会决定利率,该委员会 9 位成员分别是巴西央行行长和 8 位副行长,通过投票决定利率。

(二) 部分国家货币政策委员会引入少数外部委员

英国在1992年以前由财政部制定政策利率,1992年改革以后,由官方定期举行会议来决定利率,直到1997年工党政府上台决定英格兰银行运作独立后,由英格兰银行独立决定政策利率。1998年的《英格兰银行法案》明确提出建立货币政策委员会。2008年金融危机后,英国对本国的金融管理制度进行了一系列重大改革。2014年,英格兰银行根据Warsh报告中提出的有关英格兰银行透明化的政策建议,对货币政策委员会(MPC)相关设计进行改革,包括会议次数、会议时间、会议议程设计、会议记录公布等。

英格兰银行货币政策委员会由9名成员构成,包括行长、3位副行长、首席经济学家和4位外部委员,外部委员由财政大臣任命,任期三年,可连任。每次MPC会议,财政部会派代表出席参与讨论但不能投票,以确保货币政策委员会充分了解财政状况和政府经济状况的看法,也可使财政大臣完全了解MPC会议情况。一般在MPC正式会议的前一周召开半天的预备会议,由英格兰银行工作人员向各位委员报告最新的经济金融数据和金融状况。正式的MPC会议包括三次会议:第一次会议各位委员发表自己对最新经济状况的意见,一般在前一周周四举行;第二次会议,也是政策会议的第一个环节,各位委员就货币政策立场进行辩论,一般在周一举行;第三次会议是政策会议的第二个环节,各位委员还可继续就货币政策立场进行辩论,英格兰央行行长提出货币政策立场建议,然后各位委员投票表决,行长最后投票,从而确保在投票出现平局的情况下,投下最终决定票;少数派委员要明确表达自己所持的货币政策立场。

2016年5月,印度通过《印度储备银行法》(修正案),印度央行正式采用灵活通胀目标制。通胀目标由印度中央政府在印度央行商议后设定,每5年变动一次。2016年8月5日至2021年3月31日的通胀目标是4%,允许上下浮动2个百分点,如果连续三个季度,实际通胀率在上述区间外,则表示印度央行没有实现通胀目标。

2016年9月,印度正式建立货币政策委员会来决定利率,由6位委员构成,其中有3名外部委员由印度中央政府提名,印度央行行长和负责货币政策的副行长是当然委员,另一名委员是印度央行中央董事会提名的印度央行官员,也是当然委员。委员任期四年,如果6名委员投票出现平局,则由行长裁决。

印度央行中央理事会(central board of directors)是印度央行日常事务决策机构,由印度政府委派,构成人员分为:正式理事(全职),印度央行行长和不超过4名副行长;非正式理事,即政府提名10位外部理事,其中包括2名政府官员,4名印度央行四个分行的代表。目前印度央行中央理事会有14名成员。

值得注意的是,在货币政策委员会成立之前,印度央行也建立过类似于中国当前体制的货币政策技术咨询委员会,该委员会包括货币经济学、中央银行业务、金融市场和公共财政等方面的专家,但仅属于咨询功能;货币政策委员会成立后,该委员会停止运作。

(三) 中国建立央行货币政策委员会的可行方案

从目前中国的情况来看,如果考虑建立有决策权力的货币政策委员会,有两种方案:

方案一是将目前的货币政策委员会由咨询机构改为决策机构,专门从事政策利率决定和货币政策操作。《中国人民银行法》第十二条规定中国人民银行设立货币政策委员会,要求货币政策委员会应当在国家宏观调控、货币政策制定和调整中,发挥重要作用。这样的表述对其职能调整已留有较大空间。在货币政策委员会人员构成上,应该主要是人行管理层,地区性大行负责人,借鉴美国和欧洲经验,投票权可按一定秩序轮换。也可考虑吸收部分专家学者加入货币政策委员会。政府其他部门代表是否有参会必要可进一步讨论,即使参会也仅提供信息,不参与表决,确保货币政策决策相对独立。

方案二是恢复中国人民银行理事会制度。1983年9月,国务院决定中国人民银行专门行使中央银行职能,当时要求中国人民银行成立有权威的理事会作为决策机构,理事会由下列人员构成,人行行长、副行长和少数顾问、专家,财政部一位副部长、国家计委和国家经委各一位副主任,专业银行行长、保险公司总经理。理事长由人行行长担任,理事会在意见不能取得一致时,理事长有权裁决,重大问题请示国务院决定。1984年1月人行理事会正式成立,但鉴于当时条件不成熟,该理事会几年后停止运作。国外主要经济体央行内部治理中,都有理事会等的类似部门作为最高决策机构,与行政执行团队分工明确,且有专门机构负责货币政策。结合国际经验和中国市场经济发展的成熟度,目前也可考虑在国务院金融稳定发展委员会框架下,恢复人行理事会,专事宏观审慎管理和金融监管协调等职责,并下设货币政策委员会专门研究决定政策利率和货币政策操作,组成人员与方案一类似。

实际上,建立货币政策委员会除了确定构成人员外,有关会议日程的设计、会议讨论方式(如发言顺序是否固定)、如何消除权威盲从影响(涉及行长发言顺序)、防止信息搭便车、是采用共识方式还是投票方式达成会议决定、投票顺序、会议纪要是否公布、何时公布等等事项都要重视,这些虽然都是非常具体细节的问题,却可能会影响会议效果,从而关系到货币政策委员会制度的成效。

参考文献

- Alesina, A. and L. Summers (1993): "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 25, 157-162.
- Carney, M. (2018): "New Economy, New Finance, New Bank", Speech at Mansion House, London, 21, June.
- Cukierman, A. (2008): "Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions—Past, Present and Future", *European Journal of Political Economy*, 24, 722-736.
- Debelle, G. and S. Fischer (1994): "How Independent Should A Central Bank Be?" in J. C. Fuhrer (Editor), *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston, 195-221.
- Fischer, S. (2015): "Central Bank Independence", Speech at the Herbert Stein Memorial Lecture National Economists Club.
- Goodhart, C. (2010): "The Changing Role of Central Banks", BIS Working Paper, No. 326.
- Lindsey, E. (2003): "Modern History of FOMC Communication: 1975-2002", <https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publica>.
- Warsh, K. (2014): "Transparency and the Bank of England's Monetary Policy Committee", <https://www.hoover.org/research>.
- 国务院(1983):《国务院决定中国人民银行专门行使中央银行的职能》,《中国金融》,第10期。
- 吕培俭(1984):《认真做好理事会工作 充分发挥中央银行作用》,《中国金融》第3期。
- 马骏、管涛等(2018):《利率市场化与货币政策框架转型》,中国金融出版社。
- 希克洛斯、波尔、瓦厄(2013):《中央银行的挑战——当下的制度环境及影响货币政策的力量》,中国金融出版社。
- 王华庆(2001):《我国金融开放进程中的货币政策操作模式》,《中国金融》,第7期。
- 易纲(2018):在博鳌亚洲论坛2018年年会分论坛“货币政策正常化”的问答实录,中国人民银行网站。
- 中国人民银行理事会(1986):《关于健全中国人民银行理事会制度的若干规定》。
- 中国人民银行网站:<http://www.pbc.gov.cn/>。
- 美联储网站:<https://www.federalreserve.gov/>。
- 欧央行网站:<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>。
- 英格兰银行网站:<https://www.bankofengland.co.uk/>。
- 日本银行网站:<http://www.boj.or.jp/>。

(责任编辑:周莉萍)

Comparing Financial Systems and Development of Modern Financial System in China

YIN Jianfeng

(School of Banking and Finance, University of International Business and Economics, Beijing, 100029; National Institution
for Finance & Development, Beijing, 100020, China)

Abstract: Comparing financial systems shows that bank-oriented financial system is more prone to government intervention, while in (capital) market-oriented system financial resource allocation relies on market mechanism. Both of these two systems have their own comparative advantages; the former is often the powerful instrument that less-developed countries use to catch up with the leading country and the later is often the distinguished feature of leading country. China's financial system is extremely bank-oriented and government instead of market mechanism plays the pivotal role in financial resource allocation. This kind of system accommodates to the needs of mobilizing saving and boosting capital investment in early stage of economic development, but it can't adapt to the structural changes that China economy is facing with. The basic direction of financial reform is to build an opening-up, market-oriented financial system in which market mechanism plays the decisive role in financial resource allocation, to develop powerful capital market as well as institutional investors, and to bolster RMB as one of key reserve currencies in international monetary system.

Key Words: Financial System; Financial Structure; Financial Reform

JEL Classification: E44; G10; G20

On the Further Improvement of China's Central Banking System

WANG Huaqing LI Liangsong

(Fudan University, Shanghai, 200433, China; Shanghai Head Office, People's Bank of China, Shanghai, 200120, China)

Abstract: China's economy has entered a new era, and that requires her central banking system to keep pace with the times. This paper argues that it is necessary for China's central bank to better reflect its operational independence in the national governance system. To further enrich and strengthen its functions, People's Bank of China should strengthen the internal governance mechanism, improve the interest rate-based monetary policy framework, integrate interest rate system through the establishment of short-term operating target interest rate, and empower the monetary policy committee to determine the policy rate. The author holds that there are two schemes for the establishment of a monetary policy committee system with decision-making power in China: one is to upgrade the existing monetary policy committee after changing its personnel composition; the other is to restore the board system established by the People's Bank of China under the framework

of the Financial Stability and Development Committee of the State Council and to set up a monetary policy committee.

Key Words: Central Bank; Monetary Policy; Policy Rate

JEL Classification: E52; E58

How to Fundamentally Improve the Regulation of Financial Systemic Risk? A Perspective of Real Economy Debt

ZHU Taihui BIAN Weihong

(Policy Research Department, China Banking Regulatory Commission, Beijing, 100032, China; Research

Institute of International Finance, Bank of China, Beijing, 100818, China)

Abstract: This paper evaluates the reforms of macro-prudential regulation after the global financial crisis and its defects, and then puts out the improvement path and concrete measures of financial systemic risk regulation from the perspective of real economy's debt. In the financial system risk monitoring, we should optimize the counter-cyclical capital drawing standard based on real economic debt, expand the loan-to-value ratio application to control structural risk, and set debt solvency indicator to reduce the loan default risk. These reforms have important policy implications for the next step of China's reform and improvement of financial systemic risk regulation system.

Key Words: Real Economy Debt; Systemic Risk; Macro-prudential Regulation; Regulatory Effectiveness

JEL Classification: E63; G32; H63

A Decade of Global Financial Crisis: Experiences, Lessons and Implications

LI Hongjin

(People's Bank of China, Beijing, 100800, China)

Abstract: Countries in the global financial crisis (GFC) deployed powerful measures and effectively enhanced the markets confidences, rapidly stabilized the financial system and restored the function of financial markets. While, due to the excessive reliance on monetary policy and lacks of fiscal and structural reforms, the effectiveness of the unconventional monetary policy on the final targets of growth and inflation is unsatisfactory. The by-products, such as the asset bubbles, economic uncertainties, difficulties of policy corporations and spillovers, hinder the recovery process and monetary normalization. The emerging economies drew the lessons of decades and performed well due to the relatively good fundamentals, more risk-taking measures and flexible arrangements. After a decade of the GFC, we should draw the experiences and lessons of other countries to deal with the significant risks and realize the high quality development.