



中央银行面临的挑战

Challenges for Central Banks

奥古斯丁·卡斯滕斯

在新冠肺炎疫情的背景下，各国央行的行动，配合财政支持和灵活监管，使全球经济迎来了强劲、快速的复苏。这绝非易事，央行必须在很大的不确定性下作出决策，艰难权衡。接下来将是一条危险的道路，很大程度上取决于央行如何应对。除了宏观经济困难，数字化正在改变金融和货币体系的结构，需要予以关注。因此，笔者想着重强调央行在未来几年将面临的主要挑战。

我们如何来到这里

两年前突发疫情时，我们发现自己处于未知领域。疫情是真正的外生冲击：所需的严厉公共卫生措施引发了经济衰退。

后来，我们慢慢获取了有关病毒及其对经济影响的信息，但无论过去还是现在信息都不完美。这种不确定性下，政策反应迅速而大胆，承担了一些计划内的风险。政策制定者认识到，经济人为陷入“昏迷”后，为了避免企业破产、工人下岗和留下创伤，需要获得所有可能的支持。

央行政策制定者不抱任何幻想：这些措施将以更高的公共债务为代价，更不用说潜在的金融扭曲和分配效率低下。但央行的任何不作为都会导致更糟糕的结果，这在笔者看来是正确的。因此，央行部署了全部工具，根据每个国家所经历的压力性质及其金融体系的结构调整了应对措施。央行迅速放松了政策立场，果断采取行动防止市场失灵。这与灵活监管相辅相成，以支持银行的放贷能力和意愿。财政政策反应也迅速而有力。

经济衰退之后出现了独特而迅速的反弹。一波令人担忧的违约和破产浪潮并没有成为现实。对企业的前所未有的支持程度意味着尽管经济衰退，但破产数量却大幅下降。尤其是由于强有力的政策反应，私人需求的反弹速度比以往的全球衰退要快，特别是在商品需求强劲的情况下。

但更快的复苏也带来了一些意外：快速复苏引发了通胀，而大多数发达经济体近十年来几乎没发生过通胀。疫情将需求从服务转向商品。供给调整一直很困难。

奥古斯丁·卡斯滕斯 (Agustín Carstens) 系国际清算银行总经理。本文是作者在国际金融协会 (IIF) 董事会会议上的发言，原文出自 <https://www.bis.org/speeches/sp220118a.htm>。徐恒革编译。



2021年变得突出的供给约束和瓶颈可能至少会持续到2022年年中。

在一些经济体中，由于保留工资的增长、参与率下降和技能不匹配，劳动力短缺的迹象也出现了。新冠病毒感染了物流链上的工人，导致运输通道堵塞。

但总体而言，瓶颈似乎更多地与需求突然复苏有关，这与缺乏弹性的短期供应相抵触，并被长鞭效应（Bullwhip Effect）放大。

下一步是什么？

中央银行需要评估复苏强劲程度并紧急解决通胀问题，同时管控奥密克戎和任何尚未出现的新冠病毒变体的影响。

复苏的形态

无法保证强劲的私人需求会持续下去。家庭收入保持稳定，但随着财政支持的结束和储蓄被提取，消费可能会受到打击。由于许多国家的企业在疫情之前就已经负债累累，而且杠杆率进一步增加，企业投资可能很低。

通胀的演变

因此，一个关键问题是通胀压力将持续到何种程度，尽管目前还不清楚供给瓶颈何时会最终消除从而减轻价格压力，尤其是如果长鞭效应出现逆转的话。全球通胀走向的关键在于工资水平的设定。

到目前为止，通胀预期似乎已经锚定。通胀预期在短期内的增长远远超过中期，包括在新兴市场经济体中，但我们不知道这种情况是否会持续下去。脱离锚定

的风险随着通胀本身的增加而增加。

工资压力可能会改变游戏规则。到目前为止，尽管某些行业（例如休闲、酒店和运输）的工资大幅增长，尤其是在美国，但总工资增长一直是温和的。不过，我们同样不知道工资增长有多么温和以及将向何处发展。

艰难的平衡

经济复苏与通胀上升是一个令人不快的组合。这虽然不是一个新现象，却让中央银行面临困难的平衡行动。如果工资压力在通胀开始放缓之前突破，挑战会更大。

此外，公共和私人债务水平非常高，央行资产负债表很少像现在这样大，因此需要权衡取舍。

在疫情期间，财政和货币政策相互加强，但它们的相互作用现在可能会导致紧张局势。有些国家已经实施了财政制动。大型发达经济体也预计2022年和2023年将出现重大财政整顿。

多年的宽松政策在许多金融市场上制造了泡沫。一些发达经济体尤其脆弱，一些风险资产价格在疫情期间持续飙升。疫情开始时，面对已知的未知和未知的未知，央行做出了艰难的决定。从那时起，央行开始学习和适应，需要继续做出有力而灵活的应对。

保持领先于通胀曲线并明确表示回归正常化的路径至关重要。这也将有助于缓解跨期权衡，减轻前期房地产市场、企业部门和非银行金融中介机构因宽松金融条件所累积的金融脆弱性。



美丽数字新世界

似乎货币政策的左支右绌还不够，央行还面临着数字创新带来的金融格局迅速变化的额外挑战。“钱”的意义和未来岌岌可危。

大型科技公司发行的稳定币可以与本国货币竞争，也可以相互竞争。乍一看，大型科技稳定币可能是一个有吸引力的提议，但其引发了对货币体系基本的信任问题，因为需要将密钥交给少数占主导地位、受利润驱动且只对股东负责的私人实体。在大多数情况下，稳定币的增长是通过在以中央银行货币或其他受监管的金融工具为形式的抵押品中引入其价值而实现的，稳定币本身缺少必要的监督。

因此，大型科技金融服务活动需要适当监管，以维护金融稳定并解决与银行相关的竞争扭曲。也要对私人稳定币进行充分监管，以应对挤兑、支付系统混乱和市场力量集中等风险。

另一个风险是所谓的去中心化金融（DeFi），设想用分布式账本技术（DLT）取代机构，目的是从大型科技公司回收数据并“踢掉大银行等中间商”。

迄今为止，DeFi主要用于投机活动；它是几乎没有监管的平行金融体系，为非法活动提供了便利。在结构层面上，DeFi依赖于租金来维持对匿名系统的信任。内部人士获利，而普通用户的效率提升迄今未能实现。

此外，DeFi也存在与传统金融服务相同的弱点——高杠杆和流动性错配，还与正规金融体系有联系。DeFi中的稳定币可能不是稳健的货币，在缺乏适当监管的情况下，它们可能缺乏充分的支持或挑战安全资产的定义。因此，DeFi也对金融和货币体系的健全构成了威胁。

塑造货币未来的一个更好方法，是确保市场结构能够促进竞争和创新，以创建开放的全球货币体系。中央银行应继续站在这个体系的核心，以人们对央行的信任为基础。中央银行的信誉应该留给公共产品，而不是借给DeFi和服务于其他利益方的稳定币。发行精心设计的中央银行数字货币（CBDC）可以发挥关键作用。

重要的是，中央银行可以与私人部门以及彼此合作，以确保国内和跨境的操作互通。私人部门可以与客户互动，并在这样的体系之上构建大量金融服务。国际清算银行创新中心正在努力实现这一愿景。

总结

疫情应该激发人们对可能发生的事情保持谦逊的态度。在这样的时代，正如梅格·惠利特所说，“我们不需要更多的指挥和控制，我们需要更好的方式，在挑战和危机出现时，利用每个人的智慧来解决问题。”从央行行长的角度来看，这使得与市场 and 广大公众的有效沟通和接触更加重要。^[N]

学术编辑：陈俊君