



智利圣地亚哥，  
智利中央银行。

# 以史为镜 映照未来

路易斯·I. 杰克姆

让央行担负起除控制通胀之外更多的责任令人回想起过去拉丁美洲的失败经历。这一次情况会有所不同吗？

全球金融危机的严重性颠覆了众多经济真理，其中包括央行的首要责任是控制通胀这条近乎普遍认可的共识。

几位批评家指责央行未能采取行动阻止最近一次全球金融危机，其部分原因是有限的授权令其难以发挥维持金融稳定的作用。反过来，金融危机后，央行采取行动防止经济长期衰退这一做法又引发了各界的疑问，即央行能否在正常情况下——而不仅是危机时期，更多关注增长与就业问题。

当前低增长、低通胀的环境增加了央行担负起更多责任以促进经济增长、改善就业的可能性。而且，潜在的泡沫又让各界更加相信，央行能够在防止另一场经济危机爆发方面起到一定作用。事实上，一些央行已开始实施所谓的宏观审慎政策来促进金融系统的整体稳定性，而非个别金融机构的稳定。

尽管这场讨论正在发达经济体上演，但必然会蔓延至拉丁美洲。现如今，

政策争论已成为全球性事务。在金融长期不稳定的地区，赋予央行防止银行业危机的责任更有可能获得推动力，而要求央行促进经济增长、改善就业可能也颇具吸引力，因为拉丁美洲的经济预计会保持低速增长——正如世界其他地区那样。

然而，赋予拉丁美洲央行多项责任相当于回到未来。该地区许多央行曾担负着诸多责任，包括维持银行业稳定、促进经济活动、改善就业——但这些通常以失败告终。如此，历史可以提供一个有益的视角，让人们了解今后如何制定未来拉丁美洲央行政策。毕竟，正如美国著名的小说家威廉·福克纳（William Faulkner）所说：“过去永远不会消逝，因为它并没有离开”。

## 动荡的历史

拉丁美洲央行的历史可以分为三个主要阶段：20世纪20年代开始的早期阶段、

始于二战结束后的发展阶段，以及 20 世纪 90 年代的黄金期 (Jácome, 2015 年)。在每个阶段，央行都遵照不同的授权和政策框架来控制不同的通胀趋势。对于这个地区的央行而言，20 世纪 30 年代的大萧条以及 20 世纪 70 年代早期布雷顿森林体系的解体都标志着一个新时代的诞生。近期的全球金融危机和大衰退似乎发挥了相似的作用。

在金本位制统治国际货币体系的时期，拉丁美洲地区建立了第一批央行，其中包括秘鲁中央储备银行 (1922 年) 和哥伦比亚中央银行 (1923 年)。智利和墨西哥的央行成立于 1925 年，之后危地马拉央行、厄瓜多尔央行和玻利维亚央行相继成立于 1926 年、1927 年和 1929 年。这些央行主要负责实现三大目标，即维持货币稳定、为政府提供有限资金以及协助维持银行业稳定。

在金本位制下，央行致力于保持货币以固定汇率兑换，同时允许资本自由流入或流出经济体 (资本项目开放)。央行只有在拥有国际储备 (主要是黄金及可以兑换成黄金的外国货币) 的条件下才能发行钞票。

到 20 世纪 20 年代末期，拉丁美洲也开始受到大萧条的影响。随着发达经济体纷纷陷入萧条，商品需求开始下跌。拉丁美洲主要大宗商品生产经济体也遭遇出口价格的下滑，最终陆续陷入萧条。当时形势十分复杂，因为资本纷纷流出该地区，流入美国，以利用当地更高的实际利率。

要在大萧条时期维持金本位制成为了一件不可能实现的事情，因此，拉丁美洲放弃了该制度。央行的职责开始不再是确保本地货币的可兑换性，而是在资本控制的支持下维持固定汇率，以限制资本外流。随着货币政策变为扩张性政策，以向政府提供大规模信贷来恢复经济活动，央行开始进入过渡阶段。在智利，特别是秘鲁等国，央行的资产负债表快速增长，1933—1938 年间，这些国家向政府提供的信贷增长了 3 倍以上，并在 1944 年又增长了 3 倍 (见图 1)。在墨西哥，1940 年向政府提供的信贷接近墨西哥央行总资产的 45%。

## 依赖央行出资

尽管一开始必须通过扩大央行资产负债表来让拉丁美洲经济体在大萧条时期免于崩溃，但之后政府开始变得依赖于央行来为其支出出资。最后，在为政府支出提供资金的过程中造成的货币扩张为拉丁美洲遭遇高通胀埋下了祸端。

图1  
信贷增长

在大萧条时期及以后，智利和秘鲁等国的央行大幅增加了政府对支出的资助。

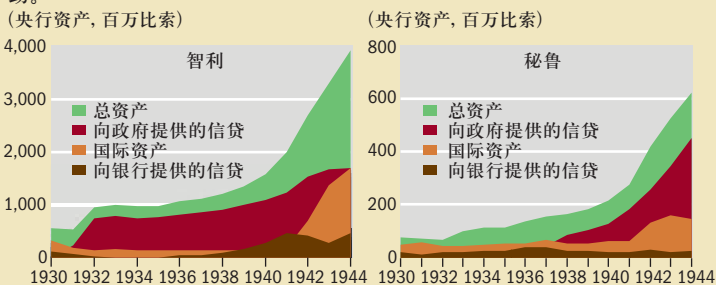
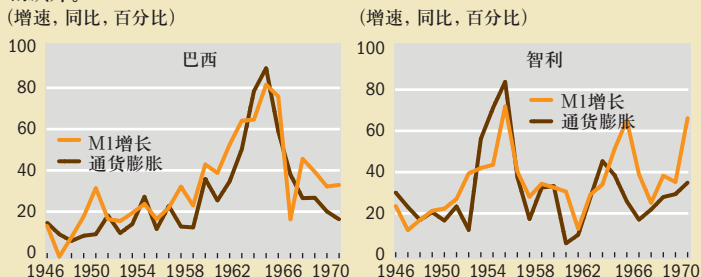


图2  
不断上涨导致偏离常态

二战之后，旨在促进发展的宽松货币政策造成了巴西和智利等国的通胀急剧飙升。



拉丁美洲赞成了布雷顿森林体系。该体系确立于 1945 年，根据该体系，各国承诺在增强型资本控制阵列的支持下，维持一个固定但可调整的汇率。同时，随着政府开始在货币政策制定中发挥决定性作用，央行的职责发生了大幅变化。央行的责任增加。在阿根廷，这些影响深远的政策性任务变成了货币监管和促进就业，而在智利、哥伦比亚和秘鲁，则变成了推进经济的有序发展。墨西哥央行被要求按照三大目标制定货币、信贷和汇率政策，这些目标分别是促进货币购买力的稳定，金融体系的发展以及完善的经济增长。实际上，央行变成了开发银行，资助了农业、工业和房地产行业，并协助政府填补赤字，而最终的结果则是通胀加剧。

事实证明，央行资助经济发展的做法与维持固定汇率背道而驰。宽松的货币政策虽然推动了总需求，但也造成了经常项目赤字，侵蚀了国际储备，从而导致货币危机，并最终引发通胀的加剧，这一点从巴西和智利的例子中便可见一斑 (见图 2)。

随着布雷顿森里体系在 20 世纪 70 年代早期解体以

及全球汇率变得愈加灵活，拉丁美洲的宏观经济稳定性却进一步恶化，且其政局也动荡不安。随着货币政策因为通胀加剧进行调整，将不断上涨的价格纳入其中，而非通过限制可用货币来抗拒价格上涨，央行也进入了一个新的过渡阶段。但是，在布雷顿森里体系解体不久，油价的飙升却令局面全然改变。

随着石油出口国纷纷利用新得到的财产进行投资，国际金融体系内的闲余现金大幅上升。大量所谓的石油美元流入了拉丁美洲。这些资本流入为该地区注入了大量的外部融资——这些融资主要以美元计价的银行贷款为主要形式。但这种资金来源并未持续很久。到20世纪80年代早期，由于发达经济体采取紧缩货币政策（并调高利息），资本流入变成了资本外流——在这个阶段，多数拉丁美洲国家面临着大量的预算赤字、经常项目失衡及外债问题。这一局面引发了大规模贬值，令企业、银行和政府难以偿还美元债务，从而大大推高了通胀水平。在这十年中，拉丁美洲国家根据通胀上涨情况，对货币政策进行了适应性调整。

## 政策转变

对拉丁美洲而言，20世纪90年代标志着货币政策的转折点。在让央行担负各种责任长达50年之后，各国政府赋予了央行独立制定政策和独立运营的权力，使其得以主要侧重于——有时专门——抑制通胀。各国陆续认识到，货币政策对经济增长的主要贡献是实现并保持低而稳定的通胀水平，因其降低了消费者和投资者决策的不确定性。

这一先河始于1989年。在随后的十年间，多数拉丁美洲国家都通过了新的法律。这些新的法律规定，央行的独立是改革的支柱，可以避免因货币政策受到政治影响而产生的通胀偏差。改变过去的做法之后，政府融资——通胀的主要历史来源——得到抑制，甚至被禁止。在多数情况下，各国也引入了变动汇率，让汇率发挥外部冲击缓冲器的作用。此外，从20世纪80年代后半期开始，许多国家开始实施经济结构改革，使其更加市场化。这些结构变革（比如，让经济体参与外部竞争的贸易改革）也对抑制通胀发挥了作用。

随着20世纪90年代末期和21世纪早期通胀水平回落至个位数，巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁都将通胀目标制作为其政策框架——通常通过调整短期利率来实施货币政策，以表明货币政策的立场，并使通胀预期符合事先公布的通胀目标。随着央行纷纷践行承诺，通胀目标制的可信度日益增强。可信度

的增强提高了货币政策的有效性，因为市场主体都将通胀预期与央行目标相匹配。

## 扩大央行责任范围的政令或会受到拉丁美洲的欢迎。

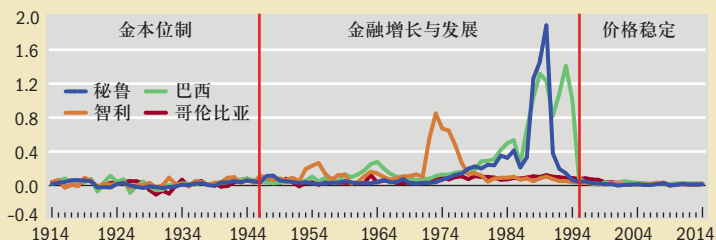
央行的体制改革让拉丁美洲在1950年之后的15年间实现了历时最长的稳定价格期。这一成就建立于四个主要支柱之上：央行的政治和运营独立、央行问责制、灵活汇率与开放的资本项目以及规范的财政政策。

## 全球金融危机

此次大衰退已在发达经济体内引发了一场有关央行新时代的争论，这同样会发生在拉丁美洲吗？扩大央行责任范围的政令或会受到拉丁美洲的欢迎。赋予央行维持金融稳定的责任可能会被视为央行作为最后贷款人这个职能的自然补充，以便预防今后再次发生系统性金融危机。关于金融稳定的另一条政令可能要求拉丁美洲央行对宏观审慎政策负责。这是一次可行的体制改革，因为央行在评估宏观经济和金融风险方面的专业技能会让各国受益，并使其将有关宏观审慎的艰难决策让渡给政治独立的机构。但这也意味着可能要为此付出代价。特别是，各方会认为央行是一些拥有过多权利且受未经选举部门管理的机构，这也许会加剧所谓的民主赤字的争论，这种争论曾经聚焦于反对央行独立。此外，如果尽管增加了新的责任，但金融危机却再次爆发，

图3  
曲折的道路

拉丁美洲多年来一直为居高不下的通胀所困扰，直到1994年，这种情况才有所缓解，并于2000年得到控制。  
(年度通胀水平，用对数表示)



资料来源：Jácome (2015年)。

注：在上个世纪，拉丁美洲的货币历史可以划分为三个阶段。二战之前，多数拉丁美洲国家采用金本位制，通胀处于低水平，但会出现波动。二战后的50年间，许多央行都为国家支出和开发项目提供资金，最终导致通胀飙升。1995年之后，抑制通胀成为多数央行的目标，价格增速放缓。对数标度的采用压缩但描绘了数据范围。考虑到负通胀问题，年度同比增长的计算将通胀率定为1以上。图中最高的年通胀率达到了7462%。

央行的独立可能也会招致审查。央行问责制可能也会被弱化，因为金融稳定的目标难以量化。拉美国家面临的挑战是设计制度和政策框架以保持金融稳定，并不破坏货币政策的可信性（见 Jácome 和 Mancini-Griffoli, 2014 年）

要求拉丁美洲各国的央行为经济增长和就业负责的界定并不清晰。由于央行的经济活动在短期内高度依赖于外部因素（如商品需求），而在长期内则有赖于旨在提高生产力和促进就业的结构变革，央行无法持续影响经济增长和就业。因此，让央行担负起促进增长和就业的责任可能会让货币政策的有效性打折，并让问责制成为累赘，在通胀与增长互相矛盾时，这种情况尤其明显。

作为一种替代方案，一些拉丁美洲央行在做出政策考量时更加重视产出，而不直接扩大他们的职责范围。这些央行旨在抑制短期内的周期性波动，以促进就业和维持金融稳定。

拉丁美洲各国的央行花了近 80 年的时间才实现低而稳定的通胀目标，改善了各国的福利水平。这是一条漫长而曲折的道路，在这期间，央行尝试了各种不同的责任范围和政策，其中许多国家遭遇了长期高通胀的局面（见图 3）。尽管未来的发展未必会导致通胀重新高企，或超高水

平的通胀，但各国还是面临着一个风险，即让央行担负更多其无法有效实现的责任或会破坏其历经辛苦获得的政治独立和可信度。结果是以利率上涨、经济增速放缓为代价来实现价格稳定。■

路易斯·I. 杰克姆（Luis I. Jácome）是IMF货币和资本市场部副处长。

参考文献：

Jácome, Luis I., 2015, "Central Banking in Latin America: From the Gold Standard to the Golden Years," IMF Working Paper 15/60 (Washington: International Monetary Fund).

——, and Tommaso Mancini-Griffoli, 2014, "A Broader Mandate," Finance & Development, Vol. 51, No. 2.



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

## PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Jan Svejnar, Andrés Velasco, and many others.

A 12-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises

The 2016–2017 program begins in late May of 2016. Applications are due by January 5, 2016.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | sipa.columbia.edu/pepm  
To learn more about SIPA, please visit: [www.sipa.columbia.edu](http://www.sipa.columbia.edu)