

第一创业研究所

分析师：王皓宇 郑振源

电话：0755-82485176

邮件：zhengzhenyuan@fcsc.cn

合理的通胀，宽容的央行

——对 2009 中国金融论坛周小川行长讲话的点评

报告要点：

- **资产价格尚不足以成为货币政策的主要调控目标之一。**在本次讲话中，周小川行长着重谈及货币政策的多重目标选择，包括多重目标之间的权衡和冲突。不过，所谓的多重目标仅列入传统意义上的四大目标，即低通胀、经济增长、高就业率和国际收支平衡，而当前热闹哄哄的房地产价格泡沫却一字未提。这只能说明资产价格仍不是央行货币政策的主要调控目标之一。为何不列入？我们认为这与美联储货币政策的思路是相类似的。一是在判断资产价格是否产生泡沫以及泡沫程度方面，央行并不拥有比其他人更好的法宝利器。既然难以判断资产价格泡沫，也就无法有效作为货币政策的调控目标。二是由于资产价格较高的波动性，一旦其列入货币政策目标，货币政策调控的稳定性也将大打折扣。
- **金融危机期间，汇率凸显了对利率的相对重要性。**在单目标还是多目标的选择上，周小川行长多次强调，“中国的改革转轨阶段，必须考虑多目标”，且“对中国来讲，国际收支平衡是很重要的因素”。也就是当前央行采取了多重目标的政策选择，不仅实现内部均衡，也要实现外部均衡。因此，从长期来看，为实现国际收支大体平衡的外部均衡，人民币升值作为外部需求管理工具是大势所趋。不过应注意，诚如周行长所言，“在克服金融危机期间，仅强调单一目标似乎显得不够”，这一目标指的是通胀水平。从中我们也可以得出，在金融危机阴霾未散时，过于强调国际收支的平衡也是不够的。因而在当前保持经济增长稳固这一目标并未完全实现时，不管是人民币升值还是加息的时机均未到。也因此央行动用加息、甚至是央票利率提升等价格调控工具也将更加谨慎，因为当前价格调控只会加剧人民币升值的压力。这从 10 月份后央行始终不愿在公开市场提升央票利率可见一斑。可以说金融危机期间，汇率凸显了对利率的相对重要性。
- **合理的通胀，宽容的央行。**在通胀目标方面，周行长认为，“过去价格体系是不合理的，改革的时候我们需要承担一定的通货膨胀，但你赢得了资源配置的优化，所以给未来的经济增长、低通货膨胀打下基础”。从中可以看出央行对通胀并非一概地厌恶，仍具有中国处于改革过程和转轨阶段等特定条件下一定通胀的容忍度。一方面，如前所说，在转轨时期，仅强调单一通胀目标是不够的。另一方面，央行自身支持理顺价格体系、促进资源优化配置所带来的通胀水平提升。可以说，改革的大局提高了央行对通胀水平的容忍度。因而在我们判断央行打击通胀方面应有正确的认识。
- **管理通胀预期难，管理想赚钱的公众的通胀预期更难。**周行长认为要想通过加强央行与公众的沟通，管理通胀预期以实现低通胀是比较难的，也不够用。困难一，央行与公众沟通越简单越好，但客观世界并不一定就是一个简单的世界，因而追求简单、忽视趋势的沟通方式可能会使货币政策的有效性随条件变化而改变。困难二，即使建立起沟通，公众不一定形成非常好的理性预期，而即便是形成理性预期，公众仍会有不理性行为，如羊群效应、跟风效应、侥幸心理等，尤其是仍不够成熟的中国市场。“即便它是理性的，也不一定想追求定价的合理性，理性是为了赚钱，而并不关心这个定价是否在宏观上合理，是否会产生泡沫等问题。”

2009中国金融论坛周小川行长发言文字实录:

周小川:各位与会代表下午好。非常高兴能参加2009中国金融论坛,我个人作为中国金融学会会长有义务每年出席这个论坛,我确实每年也出席这个论坛。每年作为会长光致辞大家觉得不过瘾,总要讲一个题目,我一直说要带头从事学会的研究工作,跟大家交流一些研究方面的议题和心得体会,讲的不对也在所难免,供大家讨论,也请批评指正。

今年是非常不寻常的一年,在这个情况下我也考虑在今年学会上能给大家讲一个什么题目,非常遗憾的是我今天上午参加了一个重要会议,不能请假,也没赶上听上午的各位发言,听说很精彩,所以我只能自己想一个题目。

我过去在学会讲的,还有其他场合讲的,也有些批评意见,认为总不讲央行最主要的任务,老是讲别的东西,说是跑题。从2003年我开始讲房地产的发展和物业税的问题就被批评为跑题,后来又说我讲减少碳排放为跑题,所以我决定今天就讲货币政策。

我今年6月份在国际清算银行应邀讲了一次货币政策,我讲的就是通过这次金融危机,中国在考虑自己的货币政策跟别人的有哪些差别,我归纳了三个方面,讲了三方面内容,在这里给大家讲讲。可能三个题目都讲时间来不及,我先介绍一下内容:第一,货币政策目标究竟应采用单目标还是多目标,这是国际上热烈讨论的问题。第二,货币政策工具箱究竟是工具多一点好还是少一点好。第三,货币政策在这次危机中都在不同程度上承担了救助金融危机、救助金融市场、克服金融危机的成本,那么货币政策所承担的成本和财政政策承担的成本区别在哪里?利弊权衡选择的点应该在什么地方比较合适。

我现在从第一个题目开始,所谓货币政策究竟是单目标还是多目标。大家可能知道,在90年代后半期,特别是本世纪以来,世界上有很多国家,包括一部分新兴市场国家认为货币政策应该简单、单一,因此比较流行的是通货膨胀目标论,也就是央行包括央行行长对通货膨胀目标负责。这个做法也在不少国家和相当一个阶段都取得了非常好的成绩,也提示我们中国的货币政策是否也向通货膨胀目标论靠拢的问题。但是通货膨胀目标论在这次金融危机的时候,就有点显得力不从心,在金融危机的时候,显然其他的经济目标特别是经济复苏(经济复苏就是以GDP增长为主要衡量的),复苏就变成货币政策很主要的目标。美联储开始讲他们是低通货膨胀和就业两个主要目标。也有其他国家有各种各样的不同提法,总之在克服金融危机期间,仅强调单一目标似乎显得不够。

我们中国是什么做法呢?中国历来说货币政策作为宏观调控的一部分,是围绕四个目标就是多目标来设定的。多个目标第一还是低通货膨胀,第二是经济增长,第三是保持较高的就业率,也可以理解为较多的新增就业,第四是保持国际收支大体平衡。我们也研究过是否可以把这四个目标稍微简化一点,或者是否要向单一目标逐渐演变。应该说金融危机之前对这个问题认识不够深刻,但当时至少觉得有一条,中国经济是一个改革转轨期间的经济,我们至少在市场化程度、在货币政策的运作机制上、在货币政策的传导机制上跟发达国家不一样,也跟市场化程度比较高的新兴市场国家不一样,所以没有这么做。但这里我想,对这个问题终究需要做一个系统的研究,为什么选择单目标、为什么选择多目标。我想有这么几个要点,特别是结合中国国情来看。

第一,有人说多目标实际上这些目标好多都是重叠的,强调通货膨胀目标论的人会这么说:你只要把通货膨胀率保持到比较低了,那么你经济稳定增长,大家的预期就比较好,长期利率也会比较多,所以就能动员国内的储蓄积极去投资,你就必然获得高GDP增长。既然GDP增长了,就业率自然就会高。再加上对于很多实行自由浮动汇率的国家来讲,他们似乎不太强调国际收支平衡的问题,所以他认为你的四个目标最后是不是有太多的重叠。我们说也不见得都很重叠。这次危机中有一个词,叫无就业的复苏,就是复苏的时候就业不怎么涨,这种情况也不只是这一次了,实际上我们看到一些经济学家在纳斯达克泡沫破裂之后那一轮衰退时,就说美国当时也存在经济增长恢复的挺好,但就业增长比较慢的现



象。

那么是不是完全重叠呢？这个事确实很难估量，另外对中国来讲，国际收支平衡是很重要的因素，国际收支平衡对货币增长量的影响、对通货膨胀的影响非常明显，这也可能在一定程度上，与我们国家在转轨过程中也有关系。所以不可能不去关注国际收支平衡。大家可能回顾到我们2006、2007年，中央经济工作会议曾经有一次口号就是要“减顺差、促消费”这样的重要提法，把“减顺差”列到最简化的口号的几个字里。因此多个目标是相关联的，但不是都重复，就是有的目标达到的好，有的目标达到的不好。

第二个涉及到多目标的问题，就是说目标之间还可能有一些是相互冲突的，目标A、目标B相互冲突，导致你必须取舍：这个目标达到多少，那个目标达到多少，要找到一个折中点。这个折中点最支持的目标权衡的指数是菲利普斯曲线，但菲利普斯曲线在最近几十年，特别是最近二、三十年，很多国家的数据都不支持它，所以就出现了否定菲利普斯曲线的说法。菲利普斯曲线说的是在就业与通货膨胀之间权衡，通货膨胀高一点就业就多，通货膨胀低一点就业就低，中间要取一个点。我举这个例子是说明多目标需要权衡，不是都能达到。但我是比较注重这个观点，就是最近二、三十年说明菲利普斯曲线可能有重大的问题。因为菲利普斯曲线首先没有理论基础，只是一个统计数字的观察，究竟怎么解释呢？也似乎有一定的问题。但我想在座的很多同志读教科书的时候多少都会读到菲利普斯曲线，因此这中间需要有一个权衡的关系。

第三个问题，如果是单目标的话，目标非常好衡量，但如果是多目标的话，多目标之间就要有一个加总，加总之前就要有系数，所以优化上会造成困难。最大的困难就涉及到我们如果用模型计算的话，目标究竟是线性的还是非线性的。线性的目标就是说每个目标给一个权重，但这个权重也很难找，你有了这个权重、就可以把这几个目标分量都摆齐了，最后加起来，就知道这个政策组合或那个政策组合哪个达到目标更高一点，这样就实现了优化。其实，经济增长最大化就是GDP增长最大化本身是一个线性目标，也就是说GDP并不是一个量，而是若干的服务、商品根据市场价格进行加权的组合，同时减去出口、加上进口。但出口、进口都有价格，最后是线性的关系，价格加全是多目标，最后是一个很好的线性多目标的组合。最后也可以把它当做一个单目标，和线性目标函数相比，另外一个可能性就是对数线性，有可能是对数线性的目标，这里就有对我们要达到目标的优化程度的衡量，整个模型复杂度会增多，但对数线性也是数据上好处理的，可以衡量目标实现程度的。更差一点的干脆是非线性的，或者干脆有时候大家描述不出来，最后凭领导人派脑袋感觉最后目标实现程度。所以我们说涉及到多目标的时候是有复杂性的。

但是不幸的是，经济实际上是复杂的，这个复杂的东西我们想让它简化是不大容易的。我认为很多经济学家也在致力于做这项工作，我们都希望找到非常简洁的优化的目标，非常简洁的模型，说句玩笑就像我们过去学物理学，一个是牛顿力学，牛顿一、二、三定律，我们说相对运动，力和加速度的关系，力和反作用力，那东西非常的漂亮，简单的是美妙的。不只牛顿力学，我们说相对论，公式也很简单啊，太漂亮了，客观规律就这么简单，要给它归纳出来就会给经济学、货币银行学做出非常巨大的贡献，但恰恰我们没有做到，我们没有谁能发现这个事能简化到那种程度。既然简化不到那种程度，我们暂时还必须用比较复杂的思维考虑它。

第四个原因，中国的改革转轨阶段，必须考虑多目标。这跟我们过去用的改进方式——帕累托改进是有关系的，因为我们知道过去价格体系是不合理的，改革的时候我们需要承担一定的通货膨胀，但你赢得了资源配置的优化，所以给未来的经济增长、低通货膨胀打下基础，所以必须在当前的目标优化和未来的目标优化的程度之间做权衡，需要动态的考虑问题。最简单的一条，比如说住房改革，我国在1999年完成住房改革之前，大家住房子交房租都是象征性的，住房没有个人产权，在工资里也没什么体现，但你不要以为工资里没有体现就没有人花钱，实际上单位都给你花着钱的，实际上你住的房子成本是高的。所以改革就是忽然把房租提上去，把价格提上去，同时工资里也包括了买房和租房的钱。如果房



租计入CPI,那么CPI就上来了,但这样的改革我们必须支持。货币政策必须考虑支持资源配置优化,要考虑能源价格、天然资源的价格、住房还有公共交通等可以收费的公共事业,包括水资源价格改革,改革我们要支持,同时制定货币政策要对此留有空间。否则单纯以通货膨胀目标论,我们可能会抵制这些改革,因为它们不利于实现低通货膨胀。所以这也是一个非常重要的因素,是在从计划经济向市场经济转轨的过程中需要特别强调的。

因此我认为中国目前采用所谓“四大目标综合平衡”的做法是合适的,对克服金融危机也是有用的,但也会在今后有不断的演变,还需要做很多的研究,我很希望在座各位在这方面有所研究。

第二个方面,我想讲讲货币政策的工具箱。货币政策的工具在这次金融危机中大家有不少讨论,从过去来讲,中央银行希望货币政策的工具尽量简化,主要集中在政策利率上,这个政策利率在美国为联邦基金利率,在中国为再贷款利率,确实没有多少人注意。我觉得受两个因素的影响,一个是我们希望简洁,希望是美妙的,像牛顿定律、爱因斯坦相对论,变得非常简洁、漂亮。这是经济学家、中央银行家努力做的,希望朝这个方向发展。另外近年来特别是最近二、三十年来,货币政策理论的发展强调与公众的沟通,强调对通货膨胀预期的沟通和引导,把这个当作治理通货膨胀最重要的东西。我们过去也讲过,说有些国家比较现代的经济学家、货币专家已经认为,过去传统的货币数量说、中间货币说,也就是说广义货币、狭义货币的概念其实已经慢慢过时了,已经不怎么起作用了,更重要的是为了实现低通货膨胀,主要应该加强中央银行与公众的沟通,主要做好对通货膨胀预期的沟通和引导。

这个做法自然也就引来了必然的推论,既然和公众沟通越简单越好,你说的大家不懂,这事很麻烦,你怎么沟通啊。当然我们说这里也会有困难,第一个困难就是现实,客观世界是不是那么简单,如果不那么简单,你去追求简单,忽视了趋势,就使得你的沟通也好、货币政策有效性也好,结果就受条件的限制,可能在某些条件的情况下非常有用、有效,换个阶段就不好用,这说明你可能还是不够全面、综合。另外沟通论建立的基础是,如果跟公众进行很好的沟通,公众应该也有非常好的理性预期,只要把道理给他讲清楚他就有非常好的理性预期。这个理性预期也会受到挑战。尤其是在资本市场上,谁也不知道,公众假如说他们获得了中央银行沟通的信息,这种情况下他们是否能非常理性的进行判断呢?也许在商品和服务行业的可以,但我们发现在资产市场也就是说证券市场和房地产市场上经常不是这样。即便是这些都有了,他还会有不理性行为,如羊群效应、跟风效应、侥幸心理等。总之,这次金融危机提醒大家,好多人在研究所谓行为金融学,说的什么呢?就是说为什么有这些非理性的做法。另外即便它是理性的,也不一定想追求定价的合理性,理性是为了赚钱,而并不关心这个定价是否在宏观上合理,是否会产生泡沫等问题。所以这次金融危机很大的问题是泡沫的问题,泡沫问题需要我们研究,中央银行如果特别强调与公众沟通这条是不是够用?可能不够用。

就中国来讲,我个人感觉可能不够用。第一,我们的市场不够成熟,另外我们的几个市场都是很新的市场,有很多投资者还远没有经历大起大落的经验,总结出正确的知识和经验,说起来我们的股票市场从上交所和深交所成立到现在,还不到20年,我们的房改是1999年国务院宣布年底要彻底停止福利分房开始,从那时候我们的住房抵押贷款才开展起来,到现在为止就十年还不到,当然有些城市做的稍微早一点,总的来讲还很难说从住户、投资者、开发商各个方面是不是已经进入成熟阶段。所以我们觉得可能还不太行,我们除了强调要简洁、沟通以外,还需要有更多一点的工具来执行货币政策。

总之,回过头来看,中国的货币政策工具用的是比别人多一些,比如存款准备金,我们还是很强调它的作用,而国际上认为存款准备金应该废弃,没什么作用。但我们还有国际收支不平衡、外汇占款和对冲的问题,所以存款准备金是需要强调的。除了强调政策利率还强调对理查进行一定的调控。这既跟转轨期间金融机构盈利能力有关系,也跟我们的风险判断有关系。从风险判断上讲,改革过程中我们还有很多事情没有经历。比如一轮房地产严重下跌的时候,按照法律既然有抵押品,就可以止赎,但住房止赎的东西能拿到手了?这就很不确定。如果出现了违约,我们知道在法制化社会不



太发达的情况下,可能在判决、执行上,银行的抵押品、银行债权及对银行所提供的担保能拿回多少?这就是金融生态问题。

货币政策有一些工具,即便觉得现在不想用,但不要着急去废除它,可以把它放工具箱里,说不定什么时候忽然想起这个东西还可以用。当然要服从实践的检验。这次金融危机之后,国际市场金融稳定论坛和金融稳定理事会也在增加一部分调控的工具,其中重要的,一个是过去我们认为资本充足率工具比较管用,能够控制风险,所以在资本充足率开始使用并逐渐明确以后,曾经一度减弱了对流动性管理的工具的使用。这次的特点是,除了资本充足率以外,还要把流动性比例作为一个单独的调控工具,进行管理,同时还强调杠杆率,这三者之间什么关系呢?大家很容易的理解到,这三者就像我说的多目标一样,很可能有些方面是重叠的,但不同场合下又是不重叠的。另外提出了关于反周期性调节问题,提出了资本缓冲货币附加资本要求等,目前正在紧锣密鼓的研究中。

总之,这次金融危机也提示大家对货币政策工具的种类或者说工具箱里到底要放多少东西,你既然放到里面,平常还是擦一擦,打点油,不要让他用的时候不好用,保留哪些也是重点。

最后关于成本承担的问题就不讲了,如果有机会我们再进行交流。借这个机会跟大家交流一下对货币政策的看法,通过这次危机所涉及到的一些题目,供大家参考,也希望大家有更多的研究,讲错了请批评指正。



免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120