

系列报告

你误读了“伯南克”吗？

2010 年 9 月 9 日

评点伯南克“杰克逊霍尔”会议上的演讲

主要预测

%	09A	10E
GDP	9.1	9.8
CPI	-0.7	3.5
PPI	-5.4	5.5
社会消费品零售	15.5	18.0
工业增加值	11.0	16.0
出口	-16.0	10.9
进口	-11.2	15.7
固定资产投资	30.5	22.8
M2	27.7	17.1
人民币贷款余额	31.7	18.8
1 年期存款利率	2.25	2.52
1 年期贷款利率	5.31	5.58
人民币汇率	6.83	6.62

最新数据（7 月）

工业	13.4
城镇投资	24.9
零售额	17.9
CPI	3.3
PPI	4.8

资料来源：CEIC，招商证券

丁安华

首席经济学家

dinganhua@cmschina.com.cn
S1090209060287

伯南克于 8 月 27 号在一年一度的“杰克逊霍尔”经济政策座谈会开幕式上发表了题为《经济展望和货币政策》的主题演讲。这个演讲，吸引了资本市场的极大关注，从国内的媒体报道来看，深入报道不多，且集中在讲话的只言片语。为防止误读“伯南克”，首先要精读“伯南克”。本文尝试将伯南克讲话全文翻译出来，并在精读其讲话的基础上，从领悟、理解和学习的角度，来评点他的观点，理解他的理念和思路。

1、伯南克的讲话主要讨论了三个方面的问题：一是对美国经济未来走势的看法，二是对美联储货币政策工具的解释，三是在经济放缓的情况下，美联储未来有哪些政策工具可供选择。

2、对于美国经济未来的走势，伯南克并不像国内媒体所报道的那样悲观。他认为明年经济增速会 pick up，或者说二次探底的机会不大。重要的不是他的结论，而是他对经济复苏持乐观态度的原因，伯南克认为美国货币政策宽松、信贷环境改善、家庭资产负债状况变好，这些为消费支出的增长提供了条件。伯南克对当下美国通货膨胀走势的判断是：通胀意外上升或明显下跌的风险都不大。

3、如果经济进一步恶化，未来美联储可以采取的货币政策措施包括：进一步提高长期证券的持有规模，以此向市场注入流动性；改善沟通策略，以此引导市场的预期；以及减少超额准备金利率。

4、伯南克认为进一步购买长期证券的政策具有无法量化的不确定性风险，而且，要使购买长期证券的方法有效，就要让市场相信美联储有能力在适当的时候退出宽松的货币政策。改变相关文件的措辞以引导市场预期是联储局的政策工具之一，且美联储的沟通方式，在变得越来越透明和直接。伯南克对于减少超额准备金利息的政策持保留态度，主要原因在于担心会改变市场参与者的行为，损害联邦基金市场原有的市场机制。

5、伯南克完全没有将提高央行的中期通胀目标列入他的政策选项之中，认为这一做法会打破目前对通胀预期的较好锚定，造成通胀率的波动，与此同时也会损害美联储来之不易的战胜通货膨胀的信誉。

引言

一年一度的杰克逊霍尔（Jackson Hole）经济政策座谈会总是吸引着市场的眼光。来自各个国家的央行行长们，在每年的八月相聚在怀俄明州杰克逊霍尔这个旅游胜地，召开一次经济政策的座谈会。这是从上世纪七十年代末以来的传统，从这里产生的主流货币政策主张，被称为“杰克逊霍尔共识”。

杰克逊霍尔会议的特点，简单而言就是学术性、国际化和专注于货币政策讨论集于一身。在这里，讨论的是涉及经济发展和货币政策的长远问题，因而具有一定的学术性。近几年来，由于金融风暴席卷全球，这里也成为更加国际化的金融货币政策讨论的平台。

今年会议的主题是《未来十年宏观经济的挑战》（Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead）。有 100 多人参加了今年的会议，他们主要是央行行长、政策制定者、学者和经济学家。不过从会议的资料看，中国的央行行长没有参加，只派了驻美的首席代表出席。如果我们关注全球的经济事务，希望外界了解中国经济和货币政策走向，那么杰克逊霍尔这个平台对中国显然也是非常重要的。

伯南克在 8 月 27 号开幕式上发表了题为《经济展望和货币政策》的主题演讲。这个演讲，吸引了资本市场的极大的关注，西方媒体也有广泛的报道和评论。从国内的媒体报道来看，深入的报道不多，且集中在讲话的只言片语。

要避免误读了“伯南克”，首先要真正地精读“伯南克”，他究竟说了什么？怎么说的？新闻媒体的报道，是二手资料，从新闻媒体去理解伯南克，存在“误读”的风险，特别是在国内。这也是为什么即使是在美国、在华尔街，也有一些叫做“Fed Watcher”的人，专注于解读伯南克和联储局的讲话和文件，破解美国货币政策的“密码”。

我们现在把全文翻译出来，这本身就是一项具挑战的工作。在精读伯南克讲话的基础上，我也学学脂砚斋，评点一下伯南克。当然我是从领悟、理解和学习的角度，来评点他的观点，理解他的理念和思路的。

你误读了“伯南克”吗？

伯南克：经济前景和货币政策（附点评）¹

杰克逊霍尔（Jackson Hole）的年度会议总是提供给我们一个宝贵的机会去反思上一年经济和金融的发展，最近我们的确有许多东西值得反思。一年前，在我的发言中，我回顾了全球政策对金融危机的反应。总体上，在 2008 年爆发的危机和恐慌威胁到全球经济的根本基础的时候，全世界在非常困难的形势和紧迫的时间框架下，形成了引人注目的国际合作机制共同面对挑战。当去年我们在这里相聚的时候，有强烈迹象表明，2008 年底到 2009 年初世界经济的极速收缩已经结束。大多数经济体开始复苏，世界贸易也再次开始扩张。

“杰克逊霍尔”是一个地名，是位于美国怀俄明州名为 Jackson Hole 的旅游胜地。然而，在西方的金融投资界，它已成为一个专有的名词。美联储自上世纪七十年代末开始，每年夏天在杰克逊霍尔召开一次经济政策座谈会，各国央行行长和学术理论专家在这里讨论全球的金融和货币政策。人们甚至把从这里产生的主流货币政策主张，称为“杰克逊霍尔共识”。

尽管我们取得了一些成绩，但是，当此刻再次回到杰克逊霍尔的时候，我认为我们大家都应该意识到，世界经济的复苏和修复仍然任重道远。在很多国家，包括美国和大多数发达的工业化国家，过去的一年的经济增长太慢，失业率太高。尽管金融状况已经得到很大改进，但银行信贷仍然十分紧张；此外，很多金融改革措施有待实施。对许多国家来说，管理财政赤字和债务是一个巨大挑战，国际贸易和经常账户的失衡也仍然是一个持续性的问题。

反思过去一年的世界经济，面临很多挑战：增长太慢、失业太高、信贷紧拙、债务危机、贸易失衡。简而言之，虽然世界经济已走出危机低谷，但导致危机出现的那些问题仍然存在。

以上问题说明，要想恢复到强健的经济增长，政策制定者以及私营经济的领导者必须在更加广泛的范围内对经济状况做出适当有效的回应。央行自己本身不能单独解决世界经济难题。然而，货币政策将继续在世界经济复苏中起到显著的作用，它也将是我今天的讲话主要内容。我将从美国经济前景的展望谈起，然后回顾联邦公开市场委员会（FOMC）在支持经济复苏和控制物价稳定方面采取的措施。在讨论和评估联邦公开市场委员会的一些政策选择后，我会得出应该采取进一步行动成为必要的结论。

讨论三个问题：一是对美国经济未来走势的看法，二是对美联储货币政策工具的解释，三是在经济放缓的情况下，美联储未来有哪些政策工具可供选择。

经济前景

像我之前所说，当我们去年聚集在这里时，深度的经济收缩已经结束，取而代之的是全球经济的基本平稳和复苏的开始。各国政府为恢复金融系统的信心所做出的协作努力，包括各央行为市场提供的大量流动性，是达到经济平稳的必要因素。许多国家积极的实行了宽松的货币政策。包括经济刺激政策，社会保障网络的扩展，以及逆周期的政府支出和税务政策的结合所产生的自动稳定机制在内的财政政策同样有效的阻止了世界经济的滑坡。一旦需求开始稳定，公司将获得足够信心去增加生产和减少像经济紧缩时期

¹ 褐色斜体文字为作者点评。

敬请阅读末页的重要说明

那样大量的去库存行为。扩张性的财政政策和强大的存货周期，在国际贸易的复苏和财政状况的好转的配合下，为经济的增长提供了动力。

伯南克总是提及危机期间各国央行一致行动，努力协作对付金融危机的冲击。在他看来，这是目前世界经济复苏的重要原因之一。

然而，财政刺激和补库存周期只能暂时地带动经济的复苏。私人部门最终需求的增长——尤其是消费支出和企业固定投资增长的带动才能促进经济的持续复苏。总体上来说，在美国，这种重要的转换正在进行中。虽然个人最终需求，产出和就业事实上已经增长了一年多，但是增长的步伐比我们预计的要慢。从 2009 年年中以来，美国家庭实际消费开支增长率在 1%到 2%之间，这是一个相对缓慢的增幅。家庭消费的谨慎是可以理解的。重要的是，缓慢的劳动力市场复苏限制了劳动收入的增长，增加了对职位的稳定性和工作前景的不确定性，抑制了市场信心。再者，尽管消费信贷有解冻的迹象，来自银行高级信贷专员的调查显示家庭信贷仍然很紧。

财政刺激和库存周期的作用是短期的，这也是为什么美国经济增长失去动力的原因所在。美国经济的持续增长，取决于私人的最终需求——消费者开支和企业固定投资——的带动，但这个转换还没有实现。

家庭开支的前景很大程度上取决于就业程度的好坏。但开支的速度还取决于家庭修补资产负债表进展的进展。从最新修订的美国国民收入数据结果可以看出，最近几个季度，家庭储蓄为可支配收入的 6%，高于我们认为是 4%。一方面，这一发现表明家庭对经济前景的态度比我们预期的更为谨慎。另一方面，储蓄率上升，显示家庭户在改善资产负债表方面取得实质性进展。当信贷放开和整体经济好转时，健康的资产负债表反过来允许家庭更快的增加他们的开支。

从经济层面看，美国对未来信心不足，所以家庭户都在尽量修复财政状况。储蓄率上升，从好的方面讲，家庭户的资产负债表得到改善；从坏的方面讲，私人消费开支增长乏力。短期看，这是一个非常现实的两难问题，储蓄率的上升，压制家庭的消费开支增长，对经济持续复苏不利。

家庭财务状况和消费态度还很大地取决于住房市场，而最近房地产市场异常低迷。特别在置业税补贴到期后，房屋价格大幅度下降。从长远来讲，住房可支付能力的提高（低房价和低利率），对刺激房地产的需求起积极作用。但是，最近止赎房屋和空置房屋过多持续威胁房地产市场，同时许多家庭在获得抵押贷款融资方面仍然存在困难，这会在相当长的时间内持续抑制住宅投资的复苏。

近来美国的房屋销售快速下滑，究其原因就是买房的税务优惠到期，房地产市场倍受压力，住房投资开支增长也就很缓慢。

从企业投资看，今年上半年，对设备和软件的实际投资（环比折年率）增长 20%。这些增长部分的反映了在金融危机期间被推迟和搁置的投资支出，包括对设备更替和升级的投资。因此，对设备和软件的投资增长在下半年将会变缓，但预计仍会保持增长。比较而言，除了少数行业如开采和采掘业固定投资有增长之外，企业在房屋方面的投资还在收缩，只是收缩速度开始放缓了。

企业的固定投资增长，一是来源于被压抑的刚性需求，二是增长来源于少数几个行业。情况并不乐观。

虽然大多数公司在这场危机最严重的时候都面临融资的问题，但在过去的一年中，情况出现了分化：大公司能够利用公共证券市场融资，而小公司则主要依靠银行贷款。大体

上说，财务状况好的大公司可以很容易的以有利的条件拿到信贷；此外，很多大公司在他们的负债表中储备了相当部分的现金。对它们来说，扩张的意愿和添加永久雇员主要取决于产品需求的预期，而不是财务成本。相比之下，根据调查，依赖银行的小企业通常面对很大的困难去获得信贷。联储和其他监管机构也付出了很大努力去改善小企业的信贷环境。例如，通过具体指导和广泛的贷款审核人员培训，我们努力帮助银行在适当审慎和向信誉好的贷款人适当贷款之间保持平衡。我们也对银行和小企业进行广泛的宣传。在这方面已有一些喜人的进展：总体看，银行的信贷条件和限制开始稳定，某些条件甚至开始放宽，据报有银行已经主动开始寻找有信誉的借款人。

企业的融资环境出现分化，大型企业，特别是上市的大型公司，可以获得方便和低成本融资，但是依赖银行贷款的中小企业的融资环境虽有改善，但还是较差。

劳动力市场的数据依然让人失望，私营部门的就业率增长缓慢，失业率的下降归因于劳动力参与的下降而不是就业机会的创造，初次领取失业保险的人数维持高位。由于销售增长的缓慢和经济政策的不确定性，公司不愿意增加长期雇员的数量。为了代替长期雇员，一些公司通过增加工作时长来增加劳动投入，为兼职工提供全职工作，并且大量使用临时工。

企业在增聘人手方面举棋不定，导致私人部门职位增长乏力，失业严重。

除了消费和企业固定资产投资，净出口是国内生产需求的第三个来源。国际贸易的迅速复苏对世界经济是一个非常积极的信号；出口市场的改善是美国制造业领先于经济复苏的重要理由。和大家一样，我们也对美国第二季度贸易平衡的恶化感到十分惊讶。但是，这些恶化看起来只是反映一些短期和特别的因素。总体上来说，净出口对 GDP 增长的贡献在算术上会接近于零，并且很可能在未来几个季度也会这样。

美国的出口在改善，但净出口对 GDP 增长的贡献为零。

整体经济形势方面，数据显示美国的产出与就业复苏步伐在最近几个月中有所放缓，这一步伐比今年初美联储货币政策委员会预计的更疲弱。大多数意料外的减缓来自于家庭方面，消费和房地产需求都低于预期增长。消费开支可能继续相对缓慢增长，因为在短期内家庭关注的重点在于修复其资产负债表。我预期经济在下半年将继续扩张，尽管是以比较温和的步伐扩张。

总结：今年余下的时间，美国的增长速度将放缓，经济复苏的力度比原来的预计更弱一些。

尽管目前的经济数据看起来很疲软，美国仍然具备在 2011 年经济增速加快的前提条件。货币政策仍然是相当宽松的，融资条件也会更有利于支持增长，部分原因是欧洲政策的制定者的共同努力减少了对主权债务和银行体系的恐惧。银行的资产负债表得到改善，并显示出更积极的放贷意愿。消费者在减少债务并增加存款，使得财富与收入的比例接近历史的均值。健康的家庭财务状况，收入的增加，以及宽松的信贷条件将为家庭支出明年更快增长提供基础。

2011 年会怎样？伯南克认为明年经济增速会 pick up，或者说二次探底的机会不大。重要的不是他的结论，而是他对经济复苏持乐观态度的原因，伯南克认为美国货币政策宽松、信贷环境改善、家庭资产负债状况变好，这些为消费支出的增长提供了条件。

企业在设备和软件方面的投资在明年将继续以健康的速度增长，主要驱动力来自于产品和服务需求的增加，更新和升级现有的设备的持续需求，强健的公司资产负债表，以及较低的上市公司融资成本。销售的增加将提高企业的信心，同时也会反映在提高工资上

面。但是，房屋投资将依然可能保持弱势。在财政上，州政府和地方政府将继续面对压力，但税收情况表现出好转的迹象；各级政府应该减少开支。联邦政府刺激政策的效果将逐渐退去但是不太可能马上影响未来几个季度的增长。

企业固定投资方面，伯南克也是偏乐观的。

尽管明年产出的增长将会增强，低资源利用率的状况和失业率可能仅仅会小幅下调。长时间内高失业率的前景将成为政策关注的焦点。高失业率，尤其是长期失业不但将给社会和家庭带来沉重的负担，而且也会持续对家庭收入和信心带来风险。

长期的高失业率是最大的政策难题。

维持物价平稳也是政策关注的中心。最近，通货膨胀率略低于联邦公开市场委员会认为最有利于经济长远健康发展的水平。随着预期通胀的稳定和经济的发展，通胀应该保持在目前的水平一段时间，然后再缓慢回升到委员会的目标水平。在这个时刻，通胀意外上升或明显下滑的风险都很低，当然，联储局也将加强对物价势态发展的监督。

伯南克对当下美国通货膨胀走势的判断是：通胀意外上升或明显下跌的风险都不大。他的原话是：At this juncture, the risk of either an undesirable rise in inflation or of significant further disinflation seems low。请注意他英语的用法，是“disinflation”（指通货膨胀率虽下降，但仍在正的范围），而不是“deflation”（即通缩，通货膨胀率是负的）。

在我接下来的发言中，我将讨论美联储目前用来支持经济复苏和物价稳定的政策。我还将讨论一些其他的政策选择，尤其是如果经济前景将进一步恶化后的政策选择。

美联邦储备委员会政策

在 2008 和 2009 年，美联储和世界其他政策制定机构采取了特别行动应对金融危机并帮助主要金融市场恢复正常的功能和秩序，这些努力是稳定经济的前提。为了进一步帮助经济复苏和保持物价稳定，美联储同时也采取了特殊措施去缓解货币和财政状况。

值得注意的是，自从 2008 年 12 月，联邦公开市场委员会一直将联邦准备金目标利率保持在 0 到 0.25% 之间。此外，2009 年 3 月开始，委员会反复重申其对经济的预期，并承诺在相当长时期保持低利率水平。部分是由于公开市场委员会的政策信息（FOMC communications），期货市场报价显示投资者预测在相当一段时间内联储局的政策将不会收紧。市场对稳定的低利率政策的预期，使得短期和中期金融工具的利率下降到一个很低的水平，事实上仅仅稍高于名义利率的零下限。

伯南克回顾联储局的利率政策以及政策的成效。他用了 communications 这个词，说明了联储局政策信息在引导市场行为方面的重要性。发布具透明度的政策信息，是央行的职责。

联邦公开委员会同时采取行动去改善市场运作，并通过大量购买机构债券、按揭抵押债券（MBS）和长期国债来压低长期利率水平。美联储目前持有上述产品总额超过 2 万亿。这种通过联储局购买债券来影响长期利率和资金状况的方式，已经引起了争议。我认为，支持这样做的主要依据是，购入债券会通过所谓“投资组合平衡的渠道”（portfolio balance channel）而产生作用，其机理是：在短期利率几乎到零的时候，美联储对长期债券的购买通过改变公众持有的金融资产的数量及组合来影响市场的资金状况。具体来说，美联储的策略依赖于一个假设——不同的金融资产在投资者的组合中不是完美的

互相的替代关系，对投资者来说，一种资产的净供应量的变化影响着该种资产以及相似资产的收益率。因此，我们买入国债、机构债券和 MBS，就可能在降低它们的收益率的同时，促使投资者去买入具有相似特征（如信用风险和久期）的其它资产。举个例子，一些投资者将其投资组合中的 MBS 卖给美联储后，就会将资金转而投资长期的、高质量的企业债券，从而压低这些资产的收益率。

伯南克在为联储局的购买债券的行为辩护。这一段讲话很理论化，说的是联储局的资产购买行为是如何影响市场利率水平的。值得认真读一读。

“投资组合平衡渠道”的原理意味着，美联储购买计划所产生的效果，主要取决于央行在一个时间点所持的证券数量和组合（存量论），而不是新购买的速度（流量论）。美联储在今年第一季度后暂停购买机构债券对长期利率和利差仅仅产生了微不足道的影响，恰恰支持了存量论的观点。

这里的意思是说，美联储只要维持目前的资产负债表规模，就可以将长期利率的水平控制在目前的较低水平。伯南克为什么要说这些？显然是深有含义的。且看他下面怎么说。

今年初结束买入机构债券之后，美联储并不是持有其证券投资组合不变。相反，与委员会的最终回归到主要持有国债的投资组合目标一致，我们采取的政策是，将到期的国债再投资到类似的证券，但是在收到来自机构债券的本金偿还后就不会再购入其它机构债券了。到现在为止，我们大约收到 1400 亿到期 MBS 和机构债务的本金，大多数是在计划到期之前收到的。随着不断的本金收回，加上不再投资的政策，随着时间的推移会对宽松的货币政策有轻微的影响。

今年以来，不少机构债券提前偿还了，美联储的资产负债表慢慢缩小了。在“存量论”的观点之下，美联储的宽松货币政策实际上还是收紧了。

但是，最近随着经济复苏的放缓，长期利率下降，按揭再融资行为开始活跃。再融资的增加导致美联持有 MBS 的规模减少的比预期还快。虽然按揭提前还款率很难预测，在按揭贷款利率保持目前水平不变的假设下，预计美联储的资产组合中将再有 4000 亿 MBS 和机构债券会在 2011 年底前被偿还。

而且，美联储的资产负债表的缩小趋势，可能比预计的来的更快、来的更猛。

在最近的议息会议中，联邦公开市场委员会成员观察到在经济形势变差的情况下任由美联储资产负债表缩水与委员会利用宽松的货币政策支持复苏的目标不一致。另外，一个坏的情况可能会出现：任何进一步的经济转弱会导致长期利率下降和按揭再融资步伐的进一步加快，这一过程很可能导致 MBS 更快的从美联储的资产负债表流出。因此，经济转弱可能间接的导致政策被动的收紧，这是一个不合理的结果。鉴此，联邦公开市场委员会同意将 MBS 偿还的本金重新投资到长期国债中去。我们之所以选择国债而不是机构债券是因为美联储已经持有大量的机构债券，投资到国债将更加有效地降低长期利率和改善市场资金的状况，而且对市场运作的不良影响很低。再者，正如我指出的，投资国债也和委员会的长期投资组合目标相符合。不过，如果情况变化了，我们也不排除改变这种投资策略的可能性。

现在我们明白了。联储局近来的国债购买行为的道理在于：一是应对经济转弱的影响；二是改善联储局资产负债表的投资组合构成。

通过保持美联储证券投资组合的规模，委员会可以避免被动收紧货币政策的情况发生。这个决定同时也说明了委员会保持宽松的金融状况来支持经济复苏的目的。我们将继续监视经济的发展情况来评估是否需要进一步放宽货币政策。如果经济前景显著恶化，必

要的情况下，委员会不排除采取非常规的货币政策。目前的问题不在于我们是否有工具来支持经济增长和防御通缩。我们的确有这样的工具。就像我下面要讨论的，现在的问题是，在任何关键时刻，运用更多的刺激工具的好处是否会大于与其相关的成本和风险。

伯南克认为，到目前为止联储局所做的，只是维持其资产负债表的规模，从而维持其宽松货币政策的力度，来支持经济的持续复苏。

进一步放松的政策工具选择

尽管政策利率已经接近零下限，美联储仍有多项可以刺激经济的工具和策略。在这里，我会重点阐述三个方面内容，部分反映了我们内部的研究和联邦公开市场委员会的讨论重点：（1）购买更多的长期证券，（2）改变委员会的沟通策略，（3）减少超额储备金的利息。除此之外，我还会对由一些经济学家提出的第四种策略——即提高联邦公开市场委员会的通胀率目标做一些评论。

如果经济进一步变坏，联储局还能做些什么？这是一个假设性的问题，但伯南克还是想说一说。这部分是外界最关注的。

第一种选择，是在必要时进一步放松货币政策，即提高美联储持有的长期证券的规模。正如我前面指出的，有证据表明美联储先前的购买计划对降低期限溢价（term premiums）和私人信贷市场的借贷成本是有效的。我认为这个计划（导致美联储资产负债表规模于2009年3月大幅扩大）为2009年春天开始的经济稳定和复苏做出了重要贡献。同样，联邦公开市场委员会最近做出的维持美联储的证券持有规模的决定，应该可以改善金融状况以支持经济的复苏。

我认为，如果联邦公开市场委员会选择购买更多的长期证券，可以进一步有效缓解市场的资金状况。但是，我们必须就通过进一步扩大美联储的资产负债表实现的刺激政策所带来的好处和潜在的风险和成本相互权衡。进一步扩大资产负债表的一个风险是，由于缺乏相关的经验，我们没有办法非常精确地量化由扩大资产负债表引起的资金状况的改变。特别是，购买证券所带来的影响可能取决于金融市场和经济的状况；例如，在市场流动性较低，期限溢价不寻常高企时期，即经济和金融处于危机的时候，这种购买可能会发挥其最大的功效。购买证券这一政策工具的好处是，在最需要它的时候，它可能是最有效的。不过，由无法量化证券购买的影响所引起的不确定性，增加了政策微调和政策沟通上的困难。

联储局通过增加买入证券资产来向市场提供流动性，说得容易做起难。伯南克是一个学者，不能随意而行。

购买更多证券的另一个风险是，进一步大幅扩张资产负债表可能会降低公众对美联储的执行能力的信心，担心美联储没有能力在适当的时候从宽松政策中顺利退出。即使这种担心并没有什么道理，市场信心的下降可能导致通胀预期的意外上升。（当然，如果通胀预期过低，甚至是负的，通胀预期的上升可能是有利的。）为了缓解这种担心，美联储正努力开发一套工具，以确保高度宽松政策能在适当的时候顺利退出。联邦公开市场委员会的成员已多次公开介绍过这些工具。实际上，正是通过尽量让公众清晰了解有关联邦公开市场委员会退出高度宽松政策所运用的方法，以此帮助市场锚定通胀预期，委员会可以提高自身灵活性，从而当条件允许时，委员会可以运用购买证券的方式实现进一步的宽松政策。

要使购入证券从而扩大美联储的资产负债表的方法有效，就要同时告诉市场如何通过缩

小资产负债表退出宽松的货币政策。两者互为支持，缺一不可。要想向市场注入流动性，就要有办法回收流动性。否则，市场会放大政策措施的负面影响，同时正面的效果也难以实现。我们可以经常见到这种情况：增加货币供应，是为了降低市场利率，刺激经济增长。但负面效果是可能引发通货膨胀预期，如果市场对央行的“退出”政策没有信心，那么就会放大对通胀的预期，同时也难以真正降低市场利率，从而无法刺激实体经济增长。

联邦公开市场委员会的第二种选择是通过沟通缓解其金融状况，例如，通过调整其会后声明。正如我所指出的，目前的声明反映了联邦公开市场委员会的预期——利率将据经济条件而定，在超低水平保持“相当一段时间”（for an extended period）。假如情况需要，委员会可以考虑更进一步，通过调整声明措辞向投资者传递联邦基金利率将在超低水平保持一段比市场预期更长时间的信息。这种变化可能令市场根据政策预期的调整，降低长期利率水平。

改变相关文件的措辞，以达到引导市场预期的目的，这成为联储局的政策工具之一。这有些让我们吃惊吧！不过，美联储的沟通方式，变得越来越透明和直接了。在沃尔克时期，他总是将政策表述得艰涩复杂，充满修辞性的语言。沃尔克曾对英伦央行行长提出“保持神秘性”的忠告，之所以这样做，是由于在当时央行在控制高通胀时面临极大的政治压力。但从格林斯潘开始，情况慢慢地改变了，联储局的独立性得到加强。1994年开始，联储局在每次议息会议后，都会向公众发布政策解释文件。2003年开始，联储局开始使用“前瞻性语言”来引导市场的预期。到了非政客出身的伯南克时代，他的学者风格就更透明，也更理论化了。

世界各地央行采用了各种方法来提供关于未来利率的指导。例如，在2009年4月，加拿大央行做出有条件的承诺，即根据通货膨胀展望，维持低利率到一个具体的时点，即2010年二季度末。虽然加拿大这种方法似乎很有效，然而保持政策利率一段时间不变的承诺要冒一定的风险，市场参与者可能无法完全理解此类承诺最终取决于经济改变这一条件（所以加拿大银行在提出时很谨慎）。央行采用的另一种沟通的策略是明确将央行未来的举动与特定的经济发展状况联系起来。例如，2001年3月，日本央行承诺维持零利率政策直到日本的消费物价稳定或同比上升之时。通过会后声明来影响市场预期一个潜在的缺陷是，至少，在缺乏一个更全面的理解框架的情况下，它可能难以准确传达委员会的政策意图以及政策执行条件。委员会将继续主动改善其沟通策略，以达到尽可能清晰地传递其经济展望和政策意图的目的。

如何通过货币政策的表述，来引导市场的预期？有几种方法，一是预先做出“有条件”的政策承诺，但问题是市场难以准确理解“有条件”是指什么；另一是明确在什么情况下会采取什么政策措施，这种方式的缺点是没有我们中国常说的“灵活性”。不过，从主流的货币政策沟通策略看，各国央行是越来越以客观的法则为基础，越来越讲究政策的清晰和透明，不再为了所谓的政策“灵活性”而让人琢磨不透。只有这样，才能形成货币政策的公信力，才能有效地引导市场的预期。

放松货币政策的第三个选择是降低美联储就银行在联邦储备体系的储备所支付的利率。美联储称这个比率为IOER率，即超额准备金“利率”。该IOER率，目前是25个基点，可以减到10个基点甚或为零。在边际上，削减IOER率将会鼓励银行增加对非金融借款人或短期货币市场的贷款，从而降低短期利率，并可能进一步导致货币和信贷总量扩张。但是，在目前情况下，仅仅降低IOER率对融资状况的影响可能相当有限。目前联邦基金利率的均值在15至20个基点之间，在降低IOER率后，联邦基金利率几乎肯定仍为正数。即便将IOER率降至零，联邦基金利率的降幅也不太可能超过10至15个基

点。IOER 率的下调对长期利率的影响可能会更小，虽然这种影响将部分取决于市场参与者从利率下调中发现的将要出台政策的信号。而且，这种行动可能扰乱一些主要金融市场和机构。从美联储的角度来说，进一步降低短期利率可能导致短期货币市场诸如联邦基金市场的流动性下降，原因在于近零的回报可能导致许多市场参与者和庄家退出市场。在正常情况下，美联储还是主要依赖于一个运作良好的联邦基金市场执行货币政策，所以我们会很小心谨慎，避免对这一市场做出永久性损害。

这一段很关键。降低央行支付给超额准备金的利率，是目前广泛讨论的一项“新”的政策措施建议。但很显然，伯南克对此有保留：一方面，联邦基金利率在目前的水平已很低，降无可降。通过降低 IOER，对短期利率的影响有限，对长期利率的影响更小。另一方面，目前美联储货币政策的运作，主要是通过公开市场操作影响联邦基金利率水平来实现的。引入“新”的 IOER 工具，会改变市场参与者的行为，损害原有的市场机制。

不少经济学家提出了一种相当另类的政策选择，即让委员会将中期通胀率目标提高到与价格稳定一致的水平之上。我看不到联邦公开市场委员会对这项策略有任何支持。如果在长时期的通缩极大地削弱了公众对中央银行维持价格稳定能力的信心的情况下，运用激烈的措施来转变市场期望，似乎有一定的道理。此外，在这种情况下，通胀的一时上涨可以弥补之前通缩带来的影响，帮助价格水平回归到通缩之前人们签订长期合同如债务合同时的预期水平。

与之前的三项政策工具不同，伯南克没有将提高央行的中期通胀目标列入他的政策选项之中，旗帜鲜明地表明了他的反对观点。

然而，目前这样一个策略并不适合美国。通货膨胀预期显示是被很好地锚定了，通胀预期和实际通胀均保持在与价格稳定目标相一致的范围内。这种情况下，提高通胀的目标值弊大于利。在这种政策下，通货膨胀率可能会更高，甚至更为波动，从而破坏市场信心以及企业和家庭长期规划的能力，与此同时也损害美联储很艰难才赢得的战胜通胀的信誉。通货膨胀预期也可能变得更不稳定，资产市场风险溢价——包括通胀风险溢价——将会上升。家庭及企业活动增加的不确定性，金融市场中更高的风险溢价，以及商品和货币市场中潜在的不稳定流动等，很可能超过这种策略所带来的任何好处。

伯南克反对提高中期通胀率目标的主要理由是基于历史。作为一名学者，他知道通货膨胀的危害，因此央行不应因一时之利而放弃稳定价格的宗旨。而且，央行有能力战胜通货膨胀的信誉，来之不易。一旦市场对央行的公信力产生怀疑，那么后果可以很严重。

每种联邦公开市场委员会可以采用的进一步放松政策的工具——包括购买长期证券资产，改变沟通策略和降低 IOER 率——都有其优点和缺点，必须适当权衡。在什么条件下联邦公开市场委员会将使用这些或相关的政策工具呢？目前，委员会并没有商定采取进一步行动的具体标准或触发条件。在这里，我想提两个一般性的意见。

什么时候动用这些政策工具？还没有一致的意见。在这里，伯南克想说的是，以下是他个人的观察，而不代表联邦公开市场委员会的意见。作为一名拥有决策权力的公众人物，一定不能给市场误导的信息，哪些是官方的意见，哪些是个人的观点，是要明确区分的。看看我们的财经官员，他们做到了吗？

首先，联邦公开市场委员会将坚决抵制在经济下行时偏离价格稳定的方向。目前，美国陷入通缩(deflation)的风险并不大，部分是因为民众相信美联储会保持警觉并主动防范进一步的通胀率下行(disinflation)。值得注意的是，如果通货紧缩的风险增加，将有利于我们对一些政策工具的成本—效益进行权衡。

伯南克的意思是说，在经济下行和通胀率下降的情况下，仍要坚持央行的价格稳定目标不能动摇。不要因为存在通缩（deflation）的风险，就提高中期的通货膨胀率目标。

其次，不管是否有通货紧缩的风险，联邦公开市场委员会将尽一切所能，确保经济复苏的持续。与我们的任务相一致，联储局将致力于促进就业增长和减少资源呆滞。因为进一步恶化的经济前景很可能会与进一步的通胀率下行相连，在目前环境下，在支持增长与就业和保持物价稳定的目标之间几乎没有或根本没有潜在的冲突。

虽然通货膨胀率由于经济转弱而下滑，但还没有进入通缩的区间。

结论

今天，我回顾了经济前景，美联储的政策应对，以及如果复苏受挫或通货膨胀进一步下降时未来的政策选择。

总而言之，产出和就业的复苏步伐近几个月来有所放慢，部分是因为差过预期的消费支出增长，以及持续疲软的住宅和非住宅建设。尽管最近经济增长有所放缓，但是，有理由相信 2011 年和今后几年经济增长会加快一些。广义上的金融条件包括货币政策，是支持经济增长的，而且银行似乎变得更愿意借贷。重要的是，家庭在修复其资产负债表方面所取得的进展，可能比我们此前预期的要快，当条件改善时，他们可以更灵活地增加开支。此外，当经济扩张加强时，企业将更愿意聘请员工。通货膨胀率将在低位保持一段时间，从现在位置显著上升或下降的可能都不大。

看起来，伯南克对明年的经济展望并不悲观。他预计明年的增长速度可能会有 *some pickup*，英文的说法算是有节制的，但可以肯定的是他认为“二次探底”的机会不大。

我刚才所描述的是我认为最可能的结果，不过宏观经济预测本身具有不确定性，经济仍很容易受到意外的影响。美联储已经使用多种工具来维持一个非常宽松的货币政策支持经济复苏。如果有必要采取进一步行动，美联储也有多种政策选择可以提供额外的刺激。任何决定都需要进行仔细的效益和成本的比较。不管怎样，委员会定将按实际情况运用这些政策工具以维持物价稳定——避免过度的通货膨胀或进一步通胀率下滑——并促进经济持续复苏。

正如我在开始时说的，我们已经走过了一段漫长的道路，但仍有一段路要走。联储局会与其他经济决策者和私人部门一道，在促进美国经济持续恢复和实现无通胀增长发挥其应有的作用。

（本文为美联储主席本·伯南克于 2010 年 8 月 27 日在“杰克逊霍尔”经济政策座谈会开幕式上发表的主题演讲。由李青、于大林、李莉翻译。）

参考报告:

- 1、《中国管理通胀预期目标下的六个宏观政策取向》2010/9/9
- 2、《2010 年 8 月份 PMI 数据点评-购进价格大幅上升》2010/9/2
- 3、《2010 年 7 月宏观数据点评-经济增速将继续回落》2010/8/12
- 4、《进出口增速短期内继续回落,但幅度将有所收窄-2010 年 7 月份进出口数据点评》2010/8/11
- 5、《2010 年第二季度货币政策执行报告点评-关注通胀形势、突出宏观调控两难局面》2010/8/10
- 6、《全球宏观经济数据图册-2010 年 7 月份》2010/8/10
- 7、《粮价波动在于通胀预期-关于自然灾害、粮食价格和通胀的思考》2010/8/9
- 8、《2010 年 7 月份 PMI 数据点评-生产活动偏弱,经济主体去库存》2010/8/3
- 9、《在对话宏观经济: CPI 走势判断的逻辑》2010/8/2
- 10、《长株潭调研纪实-中国经济增长的内在动力充足》2010/7/25
- 11、《2010 年 6 月宏观数据点评-经济增长加速回落》2010/7/16
- 12、《2010 年 6 月份金融货币数据点评-信贷投放节奏可能加快》2010/7/14
- 13、《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第二季度例会点评-半年调控目标基本实现、下半年管理通胀预期》2010/7/12
- 14、《2010 年 6 月份进出口数据点评-进出口增速呈现明显回落》2010/7/12
- 15、《人民银行宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革点评-重启汇改显示央行对经济复苏的信心》2010/6/21
- 16、《2010 年 5 月宏观数据点评-产出增速稳步回落》2010/6/11
- 17、《宏观经济 2010 年中期投资策略-在刀锋上跳舞》2010/6/11
- 18、《2010 年 4 月份 PMI 点评-经济过热的风险正在减弱》2010/5/4
- 19、《海外宏观经济点评-希腊走向穷途末路,欧洲债务危机加速蔓延》2010/4/30
- 20、《宏观经济专题报告-关于中国货币流通速度的几个事实》2010/4/29

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁安华：招商证券首席经济学家，兼任招商证券（600999）董事。曾任招商局集团战略研究部总经理、招商银行（600036）董事、招商轮船（601872）董事。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

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

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。