

动态变化的多目标制，央行将帮助银行业自我修复

研究员：周东海

Tel: 010-59370831

Email: zhoudh@hczq.com

事项

9月13日，央行网站全文播发周小川行长9月9日在牛津财经论坛上的午餐讲话，《中央银行重点关切问题的演变》。

主要观点

总体结论：

- 1、该文讨论的是货币政策目标的选择，强调在后危机时代货币政策多目标的必要性；在经济发展的不同阶段，货币政策目标组合中构成及其权重，将动态变化。
- 2、为了实现央行动态变化的多目标组合，央行需要灵活使用多种政策工具的组合，特别是利用逆周期的政策工具防范系统性的金融风险、建立促进金融机构支持实体经济复苏的激励机制，以及帮助处于亚健康状态的金融机构实现在线的自我修复。
- 3、金融危机期间，中国实施了超常规的政策措施，在促进经济快速复苏的同时，难免带来一些负面影响。其中，与欧美金融机构惜贷、忙于修复自身的资产负债表不同，中国的金融机构2009-2010年间信贷的大规模投放，为实体经济的复苏做出了很大贡献，这也不可避免会带来潜在的风险，将恶化金融机构的资产负债表状况。可以认为，中国的金融机构承担了较多的应对金融危机的成本。
- 4、周小川的讲话释放的信息是，央行应该关注处于亚健康状态的金融机构的自我修复，并为之提供帮助。比如通过较高的利差等形式，可供参考的历史实践是中国在2003年开始的银行业改革。
- 5、针对最近讨论较多的加息议题，从周小川演讲的精神来看，一旦升息条件成熟，存款利率上升的可能性不大，因为这与降低中国储蓄率的政策目标不相吻合；而提高贷款利率，则可以支持金融机构自身的修复。也就是说，升息条件一旦成熟，更好的组合或许是：存款利率不变+贷款利率提高。当然，我们认为，短期内升息的条件并不成熟，因为内需才刚刚恢复正常，需要宏观经济进一步增长之时，才是升息的最佳时点。这可能发生在11月份之后。
- 6、另一个考虑是放宽利率浮动区间，特别是贷款利率的浮动区间。或者，形成多种市场利率，一方面作为多种政策工具实现多种政策目标，另一方面，有利于逐渐向利率市场化过渡。

相关研究报告

- 《实体经济增速放缓已终结，政策焦点是节能减排和房地产调控》 2010-09-13
- 《PMI 指数季节性微升，经济由增速放缓走向趋稳》 2010-09-02
- 《低库存下的经济减速，政策观察期要长于预期》 2010-08-02
- 《实体经济明显放缓，二季度是政策底》 2010-07-16
- 《政策目标基本达到，稍微放松的概率要大于进一步从紧的概率》 2010-07-12
- 《体制改革或为下一阶段政策重点，难有短期效果》 2010-07-01

总体结论：

- 1、该文讨论的是货币政策目标的选择，强调在后危机时代货币政策多目标的必要性；在经济发展的不同阶段，货币政策目标组合中构成及其权重，将动态变化。
- 2、为了实现央行动态变化的多目标组合，央行需要灵活使用多种政策工具的组合，特别是利用逆周期的政策工具防范系统性的金融风险、建立促进金融机构支持实体经济复苏的激励机制，以及帮助处于亚健康状态的金融机构实现在线的自我修复。
- 3、金融危机期间，中国实施了超常规的政策措施，在促进经济快速复苏的同时，难免带来一些负面影响¹。其中，与欧美金融机构借贷、忙于修复自身的资产负债表不同，中国的金融机构 2009-2010 年间信贷的大规模投放，为实体经济的复苏做出了很大贡献，这也不可避免会带来潜在的风险，将恶化金融机构的资产负债表状况。可以认为，中国的金融机构承担了较多的应对金融危机的成本。
- 4、周小川的讲话释放的信息是，央行应该关注处于亚健康状态的金融机构的自我修复，并为之提供帮助。比如通过较高的利差等形式，可供参考的历史实践是中国在 2003 年开始的银行业改革。
- 5、针对最近讨论较多的加息议题，从周小川演讲的精神来看，一旦升息条件成熟，存款利率上升的可能性不大，因为这与降低中国储蓄率的政策目标不相吻合；而提高贷款利率，则可以支持金融机构自身的修复。也就是说，升息条件一旦成熟，更好的组合或许是：存款利率不变+贷款利率提高。当然，我们认为，短期内升息的条件并不成熟，因为内需才刚刚恢复正常，需要宏观经济进一步增长之时，才是升息的最佳时点。这可能发生在 11 月份之后。
- 6、另一个考虑是放宽利率浮动区间，特别是贷款利率的浮动区间。或者，形成多种市场利率，一方面作为多种政策工具实现多种政策目标，另一方面，有利于逐渐向利率市场化过渡。

文章逻辑：

- 1、本次金融危机之前，各国央行仅关注一个目标：如何保持较低通胀率。这里面有两个含义：一是，保持通胀，而非通缩；二是，保持低通胀，而非高通胀。
- 2、实际上，关注通胀目标等价于关注两个目标：通胀和经济增长，因为根据 Philips Curve，这两个变量之间存在 Tradeoff 关系，也就是说，两个变量只有一个自由度。
- 3、为了盯住这一个目标，需要一个政策工具，这个工具就是政策利率；
- 4、但是，金融危机发生后，各国央行改变了看法，认识到货币政策还需要关注其他目标，特别是金融稳定。由此，货币政策目标由单一的通胀目标制，转向多目标制；
- 5、为了实现多个政策目标，必须综合运用多个政策工具构成的组合。这个政策工具组合的构成及其权重变化，将是后危机时代货币政策的工作内容。

¹ 最近温家宝在天津召开的夏季达沃斯论坛上的讲话，也有这个意思：面对突如其来的国际金融危机冲击，我们采取超常规的政策措施是必要的，这些政策措施在发挥积极作用的同时，难以避免会带来一些负面影响，关键是要把这些影响控制在可以承受的范围內。

- 6、周小川行长谈论了三个政策目标关注点：央行构建宏观审慎性政策框架防范系统性风险、央行在金融机构的自我修复中的作用、金融机构支持实体经济的激励机制；
- 7、金融系统内部有许多顺周期的因素，央行可以在金融机构微观健康的基础上，通过逆周期的政策工具，来保持金融系统的宏观总体稳定，防范系统性风险。这就是央行构建宏观审慎性政策框架、防范系统性风险的主要工作内容。
- 8、如果把金融机构的稳健性分为四种类型：完全健康、亚健康、大病状态和重病不治，金融机构常处于第二种状况。央行需要考虑金融机构处于亚健康状态时的金融稳定问题，帮助其实现自我修复，并关注期间产生的成本问题。央行在这种“在线修复”中发挥作用，是有必要的。一个例子是，亚洲金融危机后，中央筹备召开一次全国金融工作会议，并在 2003 年开始对银行业进行改革，予以修复。
- 9、危机期间，欧美金融机构忙着修复自己的资产负债表，对实体经济的支持力度不够；央行需要提供更多的激励机制，促进商业银行支持实体经济，帮助实现经济复苏。

文中提及的几个例子：

- 1、金融系统的一些顺周期特性：经济上升时期，人们易变得更乐观，推动泡沫的生成，形成系统性风险；金融工具（或金融产品，如 CDO、CDS）；支付清算系统（解决办法之一：中央对手方的交易与支付机制）；发起配售模式；过度依赖外部评级；
- 2、美国低储蓄率、中国高储蓄率；（对中国，可以通过较低的存款利率、较低的借贷消费的标准来帮助降低储蓄率；美国则反之。）
- 3、提高银行放贷的积极性，以支持实体经济；银行的贷款激励问题；（零利率政策可能存在缺陷，导致银行没有动力放贷，以支持实体经济。）
- 4、利差与商业银行的自我修复；（央行维持较大利差，将帮助发展中国家商业银行自我修复）
- 5、为改善直接融资和间接融资的比例，一个办法是：对大企业发行公司债或企业债，利率是自由的，没有下限，但对银行贷款利率则设有下限，这样就会使大企业更多地选择发行债券融资，而银行则会更多关注中小企业。
- 6、创造更好的风险管理条件，有利于市场发展出更多的风险管理工具，包括保险的工具；
- 7、金融业对大中小企业、对城乡的服务差别问题：也可以提出相应的政策措施。

中央银行重点关切问题的演变

——周小川在牛津财经论坛上的午餐讲话

(2010年9月9日)

首先，感谢牛津大学和发展研究基金会共同主办这次会议。在此，我想利用这个机会讲一讲中央银行重点关切的演变。过去，中央银行最关注的就是如何保持低通胀率，主要使用的工具是政策利率。其他的问题，比如维护金融稳定、发展金融市场，以及支付清算系统等，也都是关心的，但关心度的权重相对小一些。危机发生后，情况发生了很大的变化，大家更关心金融稳定，更关心系统性风险，很多观点在危机前后都发生了很大的变化。最近有很多对这一问题的讨论，IMF 也有一篇工作论文，专门讲对于若干主要关注议题，危机前的看法和当前的看法，及其间所发生的转变。

总体来说，现在的挑战比以前更多了。过去，中央银行关注的方面比较集中，目标相对比较简单。这是因为多年来在较为平稳的宏观经济环境下，人们主张中央银行的目标和任务越简单越好，越简单越有利于与公众进行沟通。与公众沟通得好，意味着中央银行引导通货膨胀预期越有效；反之，如果目标太复杂，就难以沟通，也加大了实现目标的难度。因此，单一目标成为很多中央银行的选择。但这基于一些基本的假设，有时还是比较强的假设，其中一个广为讨论的就是“有效市场假设”，而在现实世界中，市场并不像假设得那么有效。当然，过去也有对意外情况的描述，但基本上都将之都列为“小概率事件”，而在危机期间，恰恰是这些小概率事件都撞到一起了。所以，对小概率事件也不能忽视。

不同的阶段中央银行关注的重点可能会有所转变，但总体而言，这次危机得出的一个重要教训是，即便是回到平稳的宏观经济条件下，也需要更加保持谨慎，也需要在情况一旦发生变化时，中央银行所关注的重点以及使用的工具能够适时切换，从而作出应对。这是危机以来的一个总体认识。

中央银行重点关切的演变究竟有哪些呢？我想在大家研究讨论的基础上介绍三点关注。

首先是宏观审慎性政策框架，也可以说是关于金融体系健康性的问题。过去对金融稳定的看法是，如果市场中的每一个个体，如每一家银行、每一家保险公司，在微观上是健康的，则加总之后宏观上金融体系也是健康的，不会出大问题。但这次危机告诉我们，个体健康的总和不见得就等于整个宏观体系的健康，金融体系的宏观整体还有可能是不健康的。此外，微观健康的标准也是动态改进的。类似于我们做体检，通常用一系列指标来衡量健康，比如胆固醇、血脂、血糖、尿酸等。但实际上有些指标本身可能定得不合适，从而使得一些过去不太了解的、潜在的因素没有得到有效的衡量，掩盖了病态。所以，动态地修改标准、提高标准是必要的。

正因为人们发现，微观个体的健康不等于总体的健康，所以现在就强调了“宏观审慎性管理”的概念和框架。简化地说，宏观审慎性就是从金融系统性稳定的角度出发，在保持微观健康的前提下，还需要考虑宏观总体的系统性稳定和健康性，其重点是逆周期性的政策。过去的金融系统里面有许多顺周期的因素，即在经济上升周期，人们易变的更乐观以至推动泡沫的产生和系统性风险的积累，所以，现在要引入逆周期的政策框架。此外，还有一些因素也可以引起系统性的风险，比如金融工具（或金融产品），如大家所知的 CDO、CDS 等；再如支付清算系统，也可能导致风险，现在开始强调 **中央对手方的交易与支付机制（CCP）**；还有营运模式，如发起配售模式、过度依赖外部评级等可能都会导致顺周期问题，从而引发系统性风

险。总之，最近以来，大家比较集中地把这些因素都纳入了宏观审慎性政策的框架。

对于健康性的界定，如果作个比喻，我想健康状态大体可以分为四种。一种是完全健康，没有发现或按现行标准尚未发现有任何毛病。第二种是亚健康，有一些毛病，但总体而言不影响正常的工作、生活，需要吃药或者保养，边工作边修理。我把这种修理称为“在线修复”（Online Repair），当出现亚健康状态时，可以一边保持功能运转的同时一边注意修理和调整。第三种是生大病状态，相应地需要“离线修复”（Offline Repair），就是无法正常工作，必须回家养病或者住院做手术。**对于银行来讲，就是新的信贷业务已经无法继续进行，需要停下来修理资产负债表**，也无法为实体经济提供正常的服务了。第四种是重病不治，要关闭破产了，就是要买棺材了；对于金融机构，就是无法运行下去了。

第二，中央银行需要关注和研究“在线修复”。针对上述四种健康状态，亚健康状况可能比较普遍，完全健康、重病致死都是少数。对金融机构而言，多数情况下，都是一边在提供金融服务，但同时也存在一些病症，需要整顿、修复。过去，在有关中央银行职能的研究中，对这类问题关注得不够。人们通常认为，中央银行参与制定健康性标准，只要有强有力的监管，确保个体金融机构微观上符合标准，那么金融体系整体就是健康的。另一端是中央银行作为最后贷款人强调危机管理，重视出了危机如何能得到有效的应对。对中间状态，则关心和研究得不够，往往是觉得中间状态可以通过市场作出自我修复，每一个人自己关心自己的健康就可以自我修复，用不着中央银行做什么事，所以中央银行的职责里面没有太多涉及这方面的内容。但是这次金融危机使得人们提出了很多疑问，比如涉及到“大而不能倒”问题；涉及到危机处理过程中的道德风险问题；涉及到救助及其后的成本分摊问题，也就是要对金融机构征税或者对金融交易征税以覆盖成本的问题。医生总是告诫大家，不要等生了重病才去治疗，日常保养和修复是重要的，这就涉及处于中间状态时的金融稳定职能问题，也就是如何“在线修复”的问题。

从中国的经验看，中国实际上在上一次金融危机、也就是亚洲金融危机中受到冲击很大。亚洲金融危机期间，如果要把国内这些大型金融机构送去住院治疗的话，经济恐怕恢复不了。因此只能让他们坚持干活，等到危机过后，会多给一些药，系统性地治病。因此，中国在亚洲金融危机后期的时候，也就是2001年，党中央、国务院决定**筹备召开一次全国金融工作会议，研究下一步如何对金融系统进行修复**。应该说，危机期间病情很严重，银行业平均不良资产比例在40%以上。之后，**2003年开始对银行业进行改革，予以修复，这个过程一直延续到最近**。

从事后来看，在线修复是有必要的，也是有效的。但相应的问题是，如果中央银行和财政部对金融系统进行在线修复的话，还涉及到究竟应该开什么药？这还涉及到诊断的问题。同时，还要关心一点：即他的自我修复能力如何？也许病人自我修复能力有限，还需要央行帮忙才能进行治疗或修复。这又涉及到成本及其回收问题，即治疗成本由谁承担、成本能不能回收的问题。可见，在线修复实际上也是一个很复杂的。这次危机令我们思考，中央银行要注意在在线修复中的作用以及由此产生的一些问题。

第三，中央银行是否需要给整个金融系统提供一个激励体系。这次危机表明，金融系统并不像政府或者中央银行所希望的那样，能够自发地做出有利于复苏的反应和调整，而有可能是相反，比如欧美有不少金融机构都在忙着修复自己的资产负债表，而对实体经济的支持不够，在解决就业等方面支持不力。过去的理论通常强调，中央银行主要通过基准利率这一政策工具实施货币政策，其目标主要是针对通货膨胀。至于对银行金融体系的导向，中央银行要不要提供更多的激励机制问题，并不受到重视。银行需要在哪些方面多做一些，哪些方面少做一些，通常被认为有效市场假设决定了会自动实现，用不着中央银行操心。

但这次危机提出了挑战。比如，一国总储蓄太高了或者太低了，如美国的家庭储蓄率太低了，中国的储蓄率又太高了，大家都觉得需要调整，那么中央银行有没有责任？需不需要中央银行提供某种激励？又如，放贷的积极性，或者是金融机构为实体经济服务的积极性，是不是需要适当的政策激励？还是就放任不管而只提供流动性就够了？在这次危急中，欧美有很多抱怨，金融体系在经济恢复期间出力不够。对此，中央银行有没有措施、能不能够予以政策激励？再如，在危机中，金融机构资产负债表受到损害，但不同的金融机构自我恢复能力不一，有的可能单靠自己无法有效修复，对此，中央银行要不要设法有所调节？

通过这次危机，人们可能倾向于需要调节，而且中央银行也应该多想一些办法，因为政府的财政政策工具可能不足以来解决所有这些问题。如果说需要中央银行介入并调节的话，就涉及到用什么工具来调节的问题。像过去中央银行只注重政策利率这一单一变量就不够了，可能要从政策利率单变量转为关注**利率向量**。

从人民银行角度讲，我觉得我们曾经关注过这一类问题。比如说危机初期的时候，很多国家迅速把利率降到了接近零或零的水平。中国也在调低基准利率，下调了两个百分点。但在考虑要不要再往下调的时候有一个担心，那就是如果利率太低了，除了过去说的流动性陷阱问题，还可能导致商业银行的贷款激励问题，如果**存款利率**是零或接近于零，商业银行就没有成本压力，贷不贷款没有财务压力。要让商业银行积极发放贷款，还得让商业银行负担一定的存款利息成本为好。否则，零利率可能导致商业银行对实体经济的服务减弱。

另一个问题是中国商业银行的利差问题。我们认为，2003 年以来，中国多数商业银行处于“在线修复”期，修复不良资产率，并亟需补充资本。因此，**有必要为商业银行维持一定的利差，从而使之加强自我修复能力**，加快健壮起来。此外，与发达国家相比，我国商业银行的操作环境、运营环境和法律环境还有较大差距，因此不能总与发达国家比利差，还要与新兴市场国家作比较，而新兴市场国家利差普遍都较大，多数比中国的利差大得多。总之，一种做法是中央银行不管利差，只出一个政策性基准利率，其他利率让市场自然形成；另一种做法是中央银行对利差要有适当的管理，从而调节银行业对实体经济提供服务的积极性，防止出现过多的顺周期情绪，同时也可以增强银行业自我修复的能力。在转轨改革和应对危机的过程中，商业银行的**这种积极性和自我修复能力**也许是中央银行需要予以考虑的。

此外，中央银行的**激励向量**还可能涉及到几个结构性问题，对此我们还不是很有把握，但是凭直觉中央银行也可以再做一些工作。一是直接融资和间接融资的比例关系问题。在亚洲，间接融资比例普遍过高，在此情况下，如果央行的利率不是一个单一的政策利率，而是一组利率，那么这组利率就有可能鼓励直接融资。比如**对大企业发行公司债或企业债，利率是自由的，没有下限，但对银行贷款利率则设有下限**，这样就会使大企业更多地选择发行债券融资，而银行则会更多关注中小企业。二是央行如何创造更好的**风险管理条件**？新兴市场通常金融市场不健全、工具不足、环境不稳定，对此，中央银行如果设置一些激励政策，就可能**有利于市场发展出更多的风险管理工具，包括保险的工具**。三是中国还面临着金融业对大中小企业、对城乡的服务差别问题。目前对金融支持偏向大企业、偏向城市，而中小企业、农村金融服务不足的批评较多。当然，这也是很多国家都存在的共性问题。在这次金融危机中，由于各国就业方面都存在问题，所以现在全球都比较关心对小企业的金融服务。对于这些问题，中央银行的政策体系是否应适当提供相应的激励机制来予以解决？这是我们应当考虑和重视的。

最后，再回到一个老问题上来，也就是**中央银行的政策目标问题**。若干年前，在人民银行和其他国家中央银行交流时，我们始终强调人民银行货币政策采取多目标制，而大多数央行采取单一的通胀目标制。在过去，多目标制和单一目标制分歧其实并不是很大，这是因为在经济平稳时期，只要保持低通货膨胀率，投资就会相应地增长，公众预期稳定、对未来也比较

敬请阅读正文之后的免责声明

放心，所以经济增长、扩大就业的目标就能得到实现，多目标的问题也都基本上自动解决了。但通过这次危机我们发现，确实还有一些阶段，这些目标无法同时实现，有时候这些目标相互之间可能是冲突的，关系十分复杂。中央银行究竟如何应对？我觉得需要更深入的研究，并且去体会中央银行可能在不同的阶段以不同的权重去考虑多目标，同时随着经济条件的变化去改变权重，或进行切换。

总之，中央银行在这次危机中受到了许多新的思维方面的冲击，有很多新的挑战。我很希望经济学家和本次牛津论坛能够关注这些问题，为大家的研究工作提供好的启发，为各国中央银行提供更多的思路。

谢谢大家！

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801