

2011.01.10

我们需要什么样的中央银行？

**李迅雷**

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

S0880200010261

王虎

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

S0880210090022

本报告导读：

可靠的政策是公众相信的政策。

而我们现在的货币政策越来越令公众困惑。2010 年初，市场的加息预期非常强烈，然而政策持续犹疑不决，当然货币当局也采取包括数量型政策工具和信贷控制等手段进行了调控，但这些政策工具并没有很好达致政策目标。同时，由于具有行政色彩的调控手段自身的模糊性无法给公众明确的预期，导致了现实通货膨胀和通胀预期都没有得到很好的抑制。

此外，政策的决策者的承诺和政策实践的背离也进一步加剧了政策信誉的丧失，并导致了公众对政策理解的混乱。政策实践的这种变化非常不利于政策目标的实现。

货币政策的信誉理论告诉我们，政策信誉的丧失将会导致政策对实际产出更大的冲击。因为中央银行缺乏信誉将会导致货币政策对经济的影响产生时滞，中央银行在降低通胀水平时不得不实施比原本需要的更为强烈的政策。因此，中央银行缺乏信誉弱化了它的政策对通胀预期的影响，弱化的程度和时滞的长短取决于中央银行政策的“信誉度”。

目前在通胀率逐渐加剧的背景下，我们的央行显然试图在恢复信誉，具体表现为反通货膨胀政策的力度在加强。但我们是采取的渐进加强的政策，这种政策方式的优点是对总需求和总产出干扰较小，但通货膨胀率会下降的十分缓慢，若收到外部冲击，通胀率还有再次上升的风险。

从中长期来看，对于通胀的治理关键是提升中央银行的政策信誉，中央银行信誉的提高不仅能提高货币政策的效率，而且能降低货币政策治理通胀的成本。而中央银行信誉的提升需要中央银行有更高的独立性，同时中央银行的政策目标要具有更好的内在统一性。

当前我国的货币政策实际上有稳定物价、保障增长、促进就业、平衡国际收支四项目标。很多目标之间比如稳定物价和提高增长，本身就有一定的冲突，由此也导致了政策执行的两难，降低了政策的信誉。因此，很多国家的中央银行将货币政策目标精简为稳定物价水平的单一目标，美联储则在稳定物价水平之外加了促进就业一项。为了提高我国的货币政策的效率，简化政策目标是重要的一步。汇率浮动区间的加大将有助于国际收支实现平衡。而经济增长属于长期问题，同时，货币政策作为短期需求管理政策，其长期效果主要表现为价格水平的变化，因此，货币政策保障经济增长的目标应逐渐淡化。

最后，我们当前的货币政策决策牵涉了更多不同利益的机构和部门，其必然降低政策的决策效率和政策的信誉，也无法使货币政策聚焦于其可以实现的目标上。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《中国的城市化率被低估了》

2010.11.23

《加息和升值：各自为政，并行不悖——浅谈汇率与利率政策的取舍问题》

2010.11.12

《货币泛滥、泡沫滋长——美国货币政策评论之二》

2010.11.05

《下一个十年如何跑赢 M2》

2010.10.11

《美国城市化过程中的产业成长经验》

2010.10.11

美联储决策者关于独立性、政策决策程序的看法：

2011年1月5日 堪萨斯城联储主席霍恩（Thomas Hoeni），演讲的题目为《货币政策与不同意见的角色》（Monetary Policy and the Role of Dissent）。“根据整个2010年观众的提问，新闻报道覆盖的范围和专栏文章，对于我来说变清晰的是FOMC中的持异议者被误解，且没有联系前后来看待观点。持异议者混淆视听，达不到预期，且不受大众欢迎的想法是不健康的。一直以来也是错误的。作为一名经济学家，我不能确定我的观点是正确的。当然，去年我在FOMC的多数同事未同意我的观点。但是，重要的是承认在面临不能定性状况的背景下，最佳政策决议的达成建立在有分歧的意见和激烈的辩论之上。”

2010年12月12日 克利夫兰联储主席皮亚纳多（Sandra Pianalto），演讲的题目为《复苏与货币政策》（The Recovery and Monetary Policy）。“意料之中，FOMC成员不会一直持有相同的观点。但是，预测过程为我们提供了一种结构性的方式来讨论经济前景，我们的政策选择，并达成决议。”

2010年11月17日 波士顿联储主席罗森格伦（Eric Rosengren），演讲的题目是《关于现行货币政策的5个问题》（Five Questions About Current Monetary Policy）。“国会在1913年成立了美联储，那么多年为我们应该主要聚焦的领域提供了重要指导。与一些只以价格稳定为目标的外国央行不同，美联储的任务是追求尽可能最低的失业率和价格稳定。因此，我们提到的“双重目标”是指最大化就业和稳定价格。联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee, FOMC）成员由辖区联储主席和位于华盛顿的一些理事会成员组成，他们每个季度要做一次长期通胀率和失业率的预测。我们可以认为这些长期估值反映了成员对实现价格稳定和最大化可持续就业双重目标的想法。”

2010年10月26日 纽约联储主席杜德利（William Dudley），演讲的题目是《复苏如何进行？国家、地区和美联储的挑战》（How Goes the Recovery? Challenges for the Nation, the Region and the Fed）。“纽约联储隶属美国央行——联邦储备系统（Federal Reserve System）的一部份，成立于1913年。鉴于此实情，国会赋予美联储宪法上的权力管理货币供给，并将其设计为分散的，代表整个美国的，且独立于政治程序的系统。联邦储备系统由位于华盛顿的理事会（由主席贝南克负责的一个联邦机构）和12个遍布全美的自治储备银行组成。例如，纽约联储管辖的地区包括整个纽约州，新泽西州（New Jersey）北部的12个郡，康涅狄格州费尔菲尔郡（Fairfield County, Connecticut），波多黎各（Puerto Rico）和美属维京群岛（U.S. Virgin Islands）。各个储备银行都是自治的，有着自己的宪章，并从自己的辖区选出董事会，但受到理事会的监管。创立美联储的法律赋予了我们独立性，因此我们可以不受政治压力的做出符合国家利益的决定。然而，美联储对国会负责。”

2010年10月19日 理事杜克（Elizabeth Duke），演讲的题目是《跟我一起来FOMC吧》（Come with Me to the FOMC）。我在美联储的工作生涯中，我曾经看到许多人认为FOMC是一个统一阵线的委员会。但是，最近我看到大量的报道涉及不同FOMC与会者表达的不同意见，这些报道强调了不合的声音。在阅读40年的会议记述之后，我感觉到持有不同意见是非常普通的事。因此，我想分享在这一时期参与讨论所得到的3个发现，我相信这是FOMC有史以来面临的最艰难的时期。第一，不同的意见丰富了辩论的内容，并确保我们考虑了多种可能性。第二，所有FOMC与会者都是非常相互尊重的，对过程也如此。第三，主席贝南克有着非凡的能力领导我们做出最匹配我们职责的结论，并且最后都获得了绝大多数委员会成员的支持。

2010年8月17日 明尼阿波利斯联储主席柯薛拉科塔（Narayana Kocherlakota），演讲的题目是《洞察 FOMC》（Inside the FOMC）。“联邦公开市场委员会每年有 8 次机会坐在一起设定接下来 6 或 7 周的短期利率。包括我在内的所有 12 位辖区联储主席和 7 名理事都会为这些商议做出贡献。然而，委员会本身仅由理事，纽约联储主席，和其他 4 个辖区联储主席轮流（现任为克利夫兰，圣路易斯，堪萨斯城和波士顿联储）组成。这样一来，FOMC 结构映照了我们政府的联邦结构。不同辖区的代表，即不同主席都会向 FOMC 的商议提供素材。这些主席的贡献严格依赖于他们获知的各自辖区当地经济形势的信息。我们通过我们研究成员的工作获得这类信息，我们还从各个行业和城镇的企业领导人处获得信息，以我为例，遍及中西部的北部地区。联邦储备系统这样的设计是有意的，**这样一来城镇和小城市的居民也能对货币政策发表看法。**”

2010年7月12日 里奇蒙德联储主席莱克（Jeffrey Lacker），演讲的题目是《揭秘美联储的经历》。在里奇蒙德联储教学成果展示会开幕式上，莱克借机强调了辖区联储在辖区中扮演的角色。他说，“我将花一分钟时间就我们新展示会的想法说几个词，但在开始时请先让我强调一些事，因为这个会议的重要性，不能说得过多。这几个词是城镇和小城市，不是华尔街，也不是国会山。在你们中的一些人还没有端起第二杯咖啡时，让我改撰一次，我们站在里奇蒙德联储的大厅里，这个大厅位于美国一个中等城市的中央商业区，是一个公认的小城市。我想强调的是，我们银行和遍布全国的兄弟姐妹联邦储备银行都是美联储连接小城市和美国人民的纽带。”

2010年3月26日 理事瓦什（Kevin Warsh），演讲的题目是《独立赋》（An Ode to Independence）。“对央行权利性质的误解挽救了对美联储的指责。美联储并不是独立于政府之外。它是独立于政府内部。选举出的代表拥有所有权力重塑央行的权威，即使对经济历史更全面的解读认为是不明智的。”

2010年3月23日 旧金山联储主席耶伦（Janet Yellen），现任理事会副主席，演讲的题目是《经济和通胀前景，以及美联储独立的理由》（The Outlook for the Economy and Inflation, and the Case for Federal Reserve Independence）。“我曾经认为有着独立央行的发达国家其赤字与通胀之间并无联系。独立一词值得特别强调，因为它是央行抗击通胀可信性所必需的。只要货币政策权力机构有权不受干预的应对通胀，那么赤字就不会使其偏离轨道。当我们检验全球各个国家的证据时，我们清楚看到独立的央行在降低通胀方面取得更大的成功。**事实上，独立的目的在于使央行决策者免受可能令他们分心偏离核心货币政策目标的压力。**根据我们美国的体制，美联储是一个独立的机构，不受其它政府部门的干扰。法律设定了两个目标：最大化可持续就业和价格稳定。总统提名美联储理事会成员，参议院确认他们的提名。美联储理事的任期为 14 年，因此这些职位的提名人需要接受长时间的考查。另外，辖区联邦储备银行分散体制的设立是为了确保我们在制定货币政策时能够听到来自整个国家的广泛意义，与此同时缓冲我们受到的政治压力。”

2010年3月4日 圣路易斯联储主席布拉德（Bullard），演讲的题目是《站在十字路口的美联储》（The Fed at a Crossroads）。布拉德在陈述中谈到了美联储架构，他说“区域性架构旨在保留纽约和华盛顿之外的一些权力”，并且成功为货币政策的制定提供了来自整个国家的信息。他还说到，“如果政治转变转移至货币政策，那么结果是美国经济的波动会更多，且是多余的。”他也指出，“允许政治因素短期内掺入货币政策会导致糟糕的经济结果”。

2010年2月24日 主席贝南克（Ben Bernanke），内容是他发表的半年度货币政策证词。“展望未来，我们将继续与国会合作确认提高美联储透明度的方式，这与我们最大化就业和价格稳定的法定目标相符。特别的，关键是货币政策的执行仍将与短期政治压力隔离，这样 FOMC 才能做出适合美国人民长期经济利益的政策决定。另外，必须保持个别储蓄机构贴现窗贷款的机密性，这样美联储才能继续有效的在其它资金来源不可取的情况下向储蓄机构提供流动性。美联

储向金融体系注入流动性的能力是保持金融稳定，并支撑储蓄机构的关键，后者在满足企业和家庭信贷需求方面扮演着重要角色。”

2010年2月17日 费城联储主席普罗索（Charles Plosser），演讲的题目是《联邦储备系统：独立与责任的平衡》（The Federal Reserve System: Balancing Independence and Accountability）。“我今天的焦点是我认为所有央行准则中最重要的——货币政策的独立性。这种独立性的威胁似乎有着多种方式。例如，12月份美国众议院通过的“审计美联储”修正案将允许任何一个立法者要求政府问责局（Government Accountability Office, GAO）“审计”美联储的货币政策决议。……目前独立性被威胁的另一种方式是对辖区联储主席或其董事会成员进行政治上的任命。“政治审计”和政治任命辖区主席或董事这两种威胁并非政治化美联储的微妙措施。这些改变与历史背道而驰，也非健全的、且负责任央行的原则。过去30年许多国家已采取行动提高货币政策决策机构不受短期政治影响的独立性。这些行动是经验式的调查研究，总的来说显示央行独立性越高的发达国家往往能够在不伤及就业和产出的情况下降低并令通胀更稳定，从而从更稳定的经济因素和更好的经济形势中获益。”

2010年1月12日 达拉斯联储主席费舍尔（Richard Fisher），演讲的题目是《经济可持续复苏的风险》（Risks to Sustained Economic Recovery）。费舍尔讨论了辖区银行的角色，及对地区经济和金融活动的重要性。随后，他转向更广泛的货币政策管理，并谈到加大对美联储监管的政治意愿。他说到，“如果一个强大且有力的经济体的央行受到一个政治化的货币政策权力机构统治，那么这个经济体就无法为无通胀的可持续增长创造条件”。

2010年1月11日 亚特兰大联储主席洛克哈特（Dennis Lockhart），演讲的题目是《2010年经济与保留一个独立的美联储》（The Economy in 2010 and Preserving the Role of an Independent Fed）。“虽然中期经济看起来更具希望，但一些恼人的观点正在涌现，这可能会长久影响到这个国家的经济政策机构。部分提议是对过去两年一些错误事情的反应。回顾以确认可认定的问题完全是适当的，但以一种激烈的事后方式作出反应可能过炎。特别是，我担心那些有着政治化央行 -- 美联储 -- 的措施，尤其涉及货币政策决策方面的措施。

注：本文关于美联储决策者言论回顾部分引用了 SMRA 报告。

作者简介:**李迅雷:**

S0880200010261

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

国泰君安证券股份有限公司总经济师、首席经济学家，国泰君安研究管理委员会主任委员；上海市人大常委会委员、人大财经委委员，“中国金融 40 人论坛”成员。

多年来一直从事宏观经济、金融证券方面的研究，2006 年被《新财富》评为券商研究机构“杰出研究领袖”，2009 年被评为“2008 年度上海市十大青年经济人物”。

王虎:

S0880210090022

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

南京大学经济学博士。现为国泰君安证券宏观经济研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		