

周小川总结十年货币政策：控制通胀表现相当不错

11月17日，央行行长周小川今日发表主题演讲，他总结了十年来中国货币政策的十个特点，他表示，金融宏观调控要有大的思路，要前瞻性谋划和设计调控的策略和方法，把握发展的阶段性特征。

周小川总结时称，新世纪以来过程中，中国宏观经济稳定性和增长方面数字还是不错，我们就通货膨胀来讲，跟发达市场经济情况是不太一样的，跟小国比也不太好比，但是如果和金砖几个国家比，主要跟这几个大的新兴国家相比，我们各项指标，包括增长率，通货膨胀波动等等这方面的指标，还是表现相当不错的。

周小川在发言中也指出了中国目前存在的一些问题。他也提到，在转轨一个相当长的过程中，经济是不对称的，过热倾向可能性大于偏冷的倾向。

他还提到，产出缺口分布不均匀，我们有些行业被称为受鼓励的行业，经常一哄而上，大家上的很猛。同时有另外一些行业，准入方面比较严格一般情况下不容易进去，这样的话，有一些产能有明显的过剩，另一方面产能还不足，还不加以填补。

以下是发言实录：

各位来宾，下午好，很高兴参加此次会议，讨论中国与世界。另外也感谢孙冶方基金会。我本来应该是今天上午出席这个会议，但是因为临时召开别的会议，所以才到，在此表示抱歉。

我想讲一个题目，刚才胡舒立女士提到新世纪以来中国的货币政策的特点。我首先介绍一下是我们副行长在上个月东京国际货币基金年会上一个讲座刚讲过的，这个题目的来源就是说，国际上对中国货币比较感兴趣，特别是在应对金融危机的过程中表现比较突出。但从中国人自己角度来看，我们感觉我们很多工作还做的不够，还面临很多挑战，还有很多问题没有解决好。

如果从全球范围看，大家希望讨论中国货币政策有哪些特点，也是一件好事，就借这个机会跟大家交流了。原本我打算去东京做这个讲座，并参加IMF年会的，后来易纲副行长代表我去。大家对这个题目表示兴趣，在国内来讲也是一个共同关心的议题，就这个题目跟大家交流，也希望大家进行讨论，同时提出批评和指正。

刚才舒立女士也说了一下，我们从本世纪以来来谈，其原因我想提醒大家，不要忘记上个世纪末和本世纪初我们是应对亚洲金融风波，亚洲金融风波看起来已经过去了，但实际上和我们后续这些政策跟它都有很大的关系。

一个就是中国的宏观经济政策经受了亚洲金融风波以后作出了很多调整，其中包括对自己问题的认识、加快改革，同时也有一些不平衡的因素实际来源于亚洲金融风波。

再有就是中国应对全球金融危机，这是一个很大的挑战，过去也没有什么经验。中国实际上很多记忆，对政策的反映实际上来自亚洲金融风波，所以说把亚洲金融风波包括进来。

在新世纪以来，我们既经历了亚洲金融风波的恢复期，有轻微的通货紧缩，到后来进入了强劲恢复的阶段。与此同时，根据亚洲金融风波的教训进行了众多的改革，特别对于货币政策、汇率政策等都进行了改革。

最近的五年，主要是应对全球金融危机，那么在应对全球金融危机中对货币政策有很多新的挑战，时间跨度我们选了这么一段时间，觉得可以研究的内容比较多。

此外，我们说有挑战，中国经济有自己的特点，因此货币政策也要针对中国的特点。货币政策有些作法，从全球来看也是有特点的，至少是值得研究讨论的。

从中国十个特点情况下，下面我开始给大家介绍。

一、总体来讲中国经济在转轨过程中还是普遍存在“过热冲动”，需要始终强调防范通胀

刚才提到亚洲金融风波之后，当时对中国经济的分析，当时也叫通胀通缩一线间，既可能有通胀也有可能是通缩。因为 2010 年和 2011 年有轻微的通缩。人民银行在这面积累的经验 and 当时的认识，是认为中国经济有转轨特征，容易倾向于经济过热。通货膨胀始终是比较大的风险，始终放在突出的位置来加以针对，有一些详细的分析就不讲了。

所谓转轨是从过去传统中央计划经济向市场经济的转轨，转轨经济的特点是，在这个过程中，中国经济始终在不同程度上仍旧存在着计划经济倾向，存在着软约束的现象。软约束不管财力有没有，他要发展的项目，他要上他的项目，对货币政策压力来讲，绝大多数情况下来自各个方面的压力，主要是希望能够放松货币供应量，能够更大地促进经济发展。而对于经济过热和防止通货膨胀这方面推动相对就小一些。

有一部分企业存在财务软约束现象，中国作为巨大的经济体，还需要一个倾向需要大家考虑，包括地方政府，包括省政府和市一级的政府，这些政府在经济中也起到比较大的作用。他们财务约束作用也是不够的。我们回顾在 2003 年先是爆发了伊拉克战争，随后就是非典，SARS 过程中经济非常萧条，下饭馆的人非常少，肯定经济是下滑的，为了应对这种 SARS 的情况，实际上在财政上和在货币上都是采取了夸张性的作法来加以应对。

这个应对很快就会产生市场上流动性偏多和物价开始上涨的趋势。因此 2003 年 6 月人民银行加强对房地产信贷的风险提示，提高了法定存款准备金，所有这些做法在当时的争议还是比较大。但是我们总的归结起来就是说，认识中国的国情，我们可能在未来能够改变财务软约束的这种状况，但是总体来讲，在转轨一个相当长的过程中，经济是不对称的，过热倾向可能性大于偏冷的倾向。我们并不是说拿这个规律概括每一个阶段，但是新世纪以来，大家如果分析一下，看看有没有这样一个特点。

二、中国货币政策采取了多目标制

我们说中国货币政策采取了第一保持低通货膨胀，第二是推动经济合理增长，第三是保持较为充分的就业，第四维护国际收支平衡四个目标做法。在本次金融危机之前全球比较流行的政策作法就是单一目标，就是只是低通货膨胀。另外在一定程度上是单一目标和单一工具，工具指短期使用政策性利率。也许有人议论多目标不好掌握，多目标跟过去计划经济传统有一定的关系。

我们看多目标制还是有根据的。首先还是中国经济处于转轨过程中，人民银行这个货币政策，我们一方面要保持宏观经济这些主要状态指标的健康性，同时人民银行必须推动改革开放。如果没有改革开放的话，将来经济发展和金融稳定也不容易实现，货币政策传导机制如果没有改革开放的，他始终处于不健全，不健康的状态，所以要推动改革。

而改革其中一个很重要的内容就是价格的改革。比如说我们当前大家还知道有资源价格问题，有住房价格问题。如果我们回忆到 1999 年末中央正式宣布住房制度改革，以后不再搞福利分房了，那是十多年以前的事。那么你住房如果要改革的话，房屋价格会慢慢趋向合理，与此同时过去付的工资也不覆盖住房，以后付的工资必须覆盖住房，因此就有一个物价和工资同向运动的过程。

如果说中央银行只关注维持低通货膨胀，就有可能往往对任何价格改革造成的推动持抵触态度，这样会使中央银行陷入一个尴尬的局面。

另外举一个例子，中国在新世纪以来一直处于国际收支双顺差局面，这个双顺差局面跟当时亚洲金融风波冲击的历史经验有关系。与此同时，双顺差会导致流动性投放过多，对货币供应量对通货膨胀都会有影响。如果只是被动的来考虑它，还不如说把国际收支平衡当做货币政策一项目标来进行考虑，这样能够更主动应对这样的问题。

三、高度重视金融机构的健康化，强调在线恢复和紧急救助

我们说在研究和制定货币政策的时候，必然研究货币政策传导机制，货币政策传导机制说的复杂有很多学术语言，说的简单，就是用经济杠杆调控的时候，至少银行要充分响应你

的调控，实体经济，就是企业和家庭会响应你的调控信号。

从计划经济到市场经济转轨的过程中，我们面临的问题是银行体系过去财务不健康，有很多转轨过程中的问题和历史包袱，有一些指标根本不达标。这么调控的话，他可能不会去响应你。我们曾经也说过，要是不良资产多的话，他再多一点也不在乎。也就是俗话说虱子多了不怕咬。对价格的要求，资本充足率的要求，反正达不到，所以不响应你。

为了使货币政策能够有更好的传导机制，同时也是为了金融稳定，也是为了整个金融市场和金融服务的健康发展，所以强调推动改革，要使金融机构健康化。不良资产，会计准则，各个方面使他健康化，使货币政策更有效。与此同时也能保持金融稳定和金融服务的有效发展，又能够为实体经济服务。

为了实现这种健康化，我们说叫在线修复，修复他的资产负债表，为什么强调在线，是因为经济运行没法中断，机器要继续运转，同时更换问题部件，不能让他停下来。金融危机以后，有些金融机构发生大问题，干脆停下来修理。中国这么大经济，金融服务又不足，你让他停下来，经济发展会受影响，既要带病干活，同时一边干活还要自己修理。

有的出了比较明显的问题，这些问题一部分是发生在亚洲金融风波期间，这类问题要考虑对整个经济的影响，对金融稳定，对社会稳定的影响。实在是需要救助的，应该坚决出手救助，救助有副作用，比如会有道德风险，还可能有一些副作用，激励机制也可能产生偏差，但是必须作出权衡。

总之，中国经济发展这十年，还是要强调在线修复和救助。其中有一个原因和西方发达国家不太一样，就是我们在转轨的过程中，特别是在 80 年代和 90 年代的过程中，金融系统健康性出现大量的问题，不太说的清楚是谁的错，究竟是原有计划经济体制遗留的问题，还是转轨机制不健全，同时一定程度存在行政干预所造成的错，还是这些金融机构自己搞坏了造成的错，有时候很难加以区分。所以要度过这个阶段，从中央银行，中央政府必须考虑怎么加以应对。

四、货币政策的手段上，从有计划经济色彩的手段逐步转向更加市场化的手段

如果想保证货币政策效果的达到，可以多用一些行政办法，也可以更多用一些经济的方法。现在大家比较常用的办法说是价格型工具还是数量型工具，但是价格型和数量型工具如果用的好，都是属于市场化的调节手段。

我们过去传统计划经济应用的手段往往叫直接干预，直接设立机制规模，直接指令哪些事该做，哪些事不该做，哪些企业给予贷款，这个不太详细讲了。可以说新世纪以来，由于企业自主权扩大，由于银行慢慢走向健康的轨道，自我约束有所提高，所以大量地使用市场化的手段。

但是有的时间，经济手段和行政手段会混合使用，在这个过程当中也有经验教训。我只说一个例子。2003 年非典出现以后经济出现过热，对于货币经济手段不信任，要想控制经济过热还有一个办法，就是使用地根，起到了一定的作用，在短期内是有一种配合关系。后来大家慢慢体会到，中长期看土地供应的政策周期比较长，不太适合常规性、市场化的工具。货币政策十几年时间里也是一个学习和认知的过程，大家在此过程中学到很多东西。

五、适应亚洲金融危机后的变化，准确把握汇率改革进程

泰国一个问题是固定汇率制，中国汇率是 1994 年开始采用有管理的单一的浮动汇率制，但是浮动范围比较小。在亚洲金融风波爆发以后，当时朱镕基同志主持工作的时候，决定为了防止亚洲区本地竞相贬值，从 1994 年开始实行有管理的浮动制度，变成相对比较固定的汇率，要寻找机会，恢复有管理的浮动制度，同时在这个基础上进一步加大改革。

有关的问题比较多，其中包括中国介入 WTO 经济开放程度有所提高。在亚洲金融风波之后，普遍的亚洲国家都是采取比较谨慎的政策，扩大出口，积累外汇储备，使自己能够有更强的抵御风波的能力，其中有不少的抱怨，虽然说可以指望 IMF 等进行救助，当然对亚

洲国家的救助不是特别有效。甚至有一些亚洲国家在这个过程中感觉很痛苦，所以普遍存在积累外汇储备的现象。

这跟本世纪这种趋势和全球平衡状况的改变都是有关系的，中国也具有同样的问题。但是我们采取汇率改革的时候，需要考虑一些改革秩序的问题，当时主要问题是，究竟先搞大型商业银行的改革，还是先搞汇率改革，还是先搞农村金融改革，应该说中国还是比较重视实体经济，重视微观基础，所以当时选择先从金融机构改革开始。

另外也认为金融结构改革好了，各项标准如果能够比较达标了，他应对市场的能力会有所提高。在汇率改革的时候，就能够作出比较正确的响应和选择。因此我们说 2003 年开始启动农村信用社改革和中国银行[2.75 -2.14% 股吧 研报]、中国建设银行[4.20 0.48% 股吧 研报]的股份制改革，到 2005 年夏天的时候启动汇率机制改革。

银行的改革确实是创造了下一步改革的条件，大家可能记得银行改革当时是采取四部曲，一个核销损失，第二个一定程度不良资产剥离，第三个注入新的资本，并进行股份制改造，第四个发行上市，建立现代公司治理的结构。在这四部曲之后，下一步汇率体制改革和其他改革中会有比较好的表现和响应，也能支持这个改革。

这个改革应该说从 2005 年 7 月启动汇率改革之后，后面还有一系列扩大浮动区间，扩大市场决定的过程。最开始，我们可以追溯到 1994 年，当时搞汇率改革的时候，浮动区间是正负 0.3%，后来我们启动了 this 改革以后，到 2007 年 5 月就把这个正负 0.3%扩大到正负 0.5%。今年 4 月份正负 0.5%扩大到 1%，扩大发挥了供求在汇率中的作用。

我提一下 2008 年夏天的时候，就是在中国举办奥运会之前，当时觉得奥运会来的客人很多，汇率上升很明显。很多客人进来一个汇率，出去一个汇率不太方便，所以当时就收窄了汇率的浮动区间，主要是为了更有利于奥运会的顺利进行。

那么奥运会之后紧跟着还有一个残运会，大家说等残运会再说吧，残运会还没完，就发生了 2008 年 9 月 7 日的危机，美国财政部采取了救助，9 月 14 号雷曼兄弟出问题，在那种情况下，中国实际上采取了类似亚洲金融风波那种思路。就是说中国还是要在 this 阶段防止各国货币竞相贬值，实际上我们过去也看到了在那个阶段，亚洲还有其他不少地方通过货币竞相本地贬值来应对这个冲击，所以中国那时候也采取了一段时间汇率基本不动，或者说我们说浮动区间非常小的状态。2010 年 6 月份正式恢复原有的浮动区间，并同时逐渐扩大了汇率的浮动。

汇率改革的特点是，汇率机制的变化结合中国结构调整所取得的进展，中国经常顺差和 GDP 的比例关系，从最高的时候达到 11%到去年降到 2.8%以下，对外失衡程度大幅降低。

六、就是跟刚才汇率相比，阶段性的国际收支双顺差，两个顺差并行时间比较长，会使货币供应量明显加大，市场流动性明显过剩，同时带来了通货膨胀的压力

大家可能在那个阶段都有所体会。中央银行货币政策有效运行首先一个基点就是要做好这个流动性对冲。因此我们很多年，我们很多学者密切关注如何做好流动性对冲的问题。

2003 年 4 月份人民银行开始创办了央行票据业务，这个事现在大家看比较正常，当时还是比较有争议，为什么要把央行弄进去，对还是不对。2003 年 10 月份就开始调整存款准备金率，这也都是应对流动性过剩的。那时候开始采用了正回购，还有一些调期的作法，我们安排了多种产品，总之每种工具都有每种工具的特点，都能吸收流动性，时间长短不一样，吸引流动性，冻结流动性深度不一样，价格也不一样，运作机制不一样，总之这些工具配合起来能够起到应对对冲流动性的需要。

这些工具的应用都是有争议的，每次调整也都有不少舆论，我觉得这些研究对我们工作非常有好处。总体回顾下来，从 2003 年到现在准备金的应用总共是 36 次，上调是 32 次，应对危机有 4 次是下调的，大家可以观察分析应用的情况。

七、率先启动宏观审慎政策框架，丰富了货币政策的工具箱

从国际上来看，本次金融危机大家归纳起来就是说经济体系中顺周期东西太多，比如说评级机构，比如说会计准则操作等都带来顺周期性。

宏观调控应该更多引入逆周期一些因素，以防止经济好的时候，就是越来越好，经济差的时候会跌的很快这种现象。大家过去一度比较推崇的办法，就是单一目标，单一工具，使得央行工具箱里没几样东西，甚至说就一样东西，去调控的时候，发现工具也不够使，这是普遍的感觉。

国际上有巴塞尔进程，也就是巴塞尔国际清算银行和巴塞尔金融监管委员会，首先提出宏观审慎政策性框架。这个框架就包括一些新的工具，而且这些工具中有一部分专门行使逆周期调节功能，特别是针对资本逆周期功能。

G20 授权给理事会，由金融稳定理事会向 G20 汇报，使 20 国首脑批准进行这些改革，而且大家可以先后一致的行动。由于有一些发达国家经济复苏比较艰难，所以他们主张适当地推后新标准的进程。

从中国来讲，我们在这次危机中复苏的比较早，复苏的比较成功。复苏比较早以后还有一个负面经验，经济还可能比较快的又进入过热。总之，情况不一样，从货币政策角度来讲，我们认为中国有条件也有必要率先引入宏观审慎调节框架，进度可以比别人快，我们需要逆周期的调节。

我们也可以结合中国的具体情况，在逆周期调节过程中使用一些和中国经济特点有关的指标和调控工具，总的精神是和宏观审慎调控是一样的。

与此同时，在大家普遍感觉工具箱里工具太少的时候，你就应该丰富你的工具箱，甚至有一些工具你事先准备好放在那里，不知道能不能用得上，还是放在里面，有必要的时候你就能够运用。中国货币政策运用，包括多种公开市场操作，利率工具、存款准备金率、对资本的要求、对监管的要求、杠杆率、流动性覆盖率等很多工具都逐步派上用场。

八、配合金融改革进程来把握利率市场化和利差形成

总得来讲大家看到利率市场化的进程，其实很多利率市场化的作法是 2004 年做的，也就是把大量的金融市场上，包括银行间市场和证券市场等等这些市场上所有的利率管制都解除了。同时在那个时候首次扩大了银行对利率决定的自主权。后来在应对地震的时候，又进一步扩大利率浮动的自主权。

但是这些都还不够，在最近两三年对于利率市场和呼声又有进一步地提高。同时我们想这个利率市场化也是跟其他改革的进程有相同的。比如说，我们强调商业银行、农村信用社商业化改革，建立财务约束，这时候建立市场利率的时候，就比较符合实际。这些改革相互促进，在相互促进的情况下，我们利率市场化改革又有进一步地推动。大家注意到今年夏天的时候，正好借助中国经济增长有所下滑，党中央国务院提出稳增长这样一个过程，在进行利率政策调控的同时，又进一步明显扩大了利率浮动区间。

此外，我们始终比较关注利差的形成。主要观点是认为，利差还是要从一个比较中长期历史阶段来看。也就是说经济有上升的周期，这时候大家好像利润都比较丰富，还会有下降的周期，下降的周期对于银行来讲，不仅说利润会大幅度下降，同时还有一个什么问题呢？由于不良资产可能大量增加，需要核销的不良资产，需要拨备会大幅度提高，从而周期波动会比较突出，要在考虑全过程来衡量利差的水平。

还有一个问题，大家知道商业银行是资本密集型产业，你必须有一定的资本，你才能放一定的款。所谓巴塞尔资本充实率的比例关系，经过上一轮商业银行改制和财务重组的改革，商业银行大体上刚刚达到了资本充实的标准，但资本充实的标准后来又有所提高，所以要跟上资本充实的标准是不容易，所以也要考虑商业银行自身补充资本的能力以及他在市场上补充资本的能力，如何进行一个比较合理的搭配。

九、应对本轮国际金融危机，货币政策快速反应、力度充分、适时退出

首先外部发生了剧烈的变化，特别是 2008 年 9、10 月份危机深化，有人用的词叫自由落体，金融市场崩溃，在这种情况下宏观调控措施应该表现出果断，出台要及时，不能拖拖拉拉，如果拖拖拉拉的话，你起不到抑制的效果。同时信心是传染病式的下滑，你就不能够巩固信心。

在 11 月上旬，我当时还记得，我们在巴西圣保罗开 G20 财政部长和央行行长会，我们为 G20 第一次峰会做准备，我们手里准备一个稿子，要宣传中国的一揽子刺激计划，但是还没有公布，就在开会的最后一天就公布了，我们就可以说，中国是怎么考虑的。

首先反映要快，力度要充足。力度究竟怎么合适，不知道，因为危机还没有完全展现出来，要计算什么是最合适的，不容易，总体力度大一点，比力度小一点好，当时有一个形容词，出手要快，出拳要重。我们按照数学的描述是符合当时的决策。

大力度的防范危机的这种调控，我们叫凡药三分毒，吃药肯定有一点副作用，为了防止副作用后面的展现，我们要强调适时退出。大家看到中国成功应对了全球金融危机的冲击，中国率先复苏，而且复苏是相当强劲，但是在复苏后期也有通货膨胀抬头，CPI 增长的这种反应。但总体来讲，中国适时将货币政策回调为中性或者回调为正常的货币政策，总得来讲行动还是比较快。

但是我现在回顾起来，如果能够再做快一点，也许更好一点。现在可以说，当时争论是非常激烈的，关键在于前瞻性判断并不容易，就会有很多争论。人民银行具体来讲，针对这个情况的变化进行动态微调是 2009 年第三季度。争论还不断，但是有一些调整已经做出来。2010 年秋天，就是我们说的在准备中央经济工作会议的时候，中央已经正式决定将适度宽松的货币政策回调为稳健的货币政策。2011 年就正式引入了宏观审慎手段，所以这个也是货币政策应对危机过程中一个特点。

十、不断测算产出缺口、潜在增长能力和供求结构匹配性

除了测算通胀缺口以后，还有一个就是测算产出的缺口。因此我们对于生产能力这个测算始终赋予很大的注意力，但是与此同时，我们也要结合中国的具体情况来考虑。

中国有这么几个特点，第一个我们是高储蓄，高投资，我们储蓄率在世界上是相当的高。投资也比较高，因此我们说产能这个积累相当的快，有时候这个产出缺口，按理说对经济增长和通货膨胀都产生比较大的作用，对货币政策产生调控的要求，但是也很容易被未来的投融资所加以弥补。

产出缺口分布不均匀，我们有些行业被称为受鼓励的行业，经常一哄而上，大家上的很猛。同时有另外一些行业，准入方面比较严格一般情况下不容易进去，这样的话，有一些产能有明显的过剩，另一方面产能还不足，还不加以填补。我们对产能的概念，不仅包括像典型的衡量制造业的产能，也包括服务业的产能，包括基础设施。

我们部分价格存在着扭曲，存在着传统计划经济留下来的一些影响，还存在总供给总需求结构上的失配，因此需要在这种条件下来衡量产出缺口，再根据情况的变量一起来更好地指导货币政策的制定和执行。

以上提供了对十个特点的简要介绍，因为我们这个稿子已经提供给财新传媒[0.27-1.85%]，估计大家能够看到这个全文和比较严格文字上的描述。

总得来讲挑战还是很多，国际货币基金，你们认为哪几个方面是比好，1、不断改进货币政策的目标、工具、度量与传导机制，改进统计分析与预测的科学性。2、危机应对要果断有力，以稳定市场信心和预期。3、增强政策前瞻性，针对形势的特殊需要来决定政策的出台和退出，要更加需要机制。4、把短期危机应对和中长期发展结合起来。

我们从全球各种不同的经验中学到的很多东西，新世纪[9.72 0.10% 股吧 研报]以来过程中，中国宏观经济稳定性和增长方面数字还是不错，我们就通货膨胀来讲，跟发达市场经济情况是不太一样的，跟小国比也不太好比，但是如果和金砖几个国家比，主要跟这几个大的

新兴国家相比，我们各项指标，包括增长率，通货膨胀波动等等这方面的指标，还是表现相当不错的。

金融宏观调控要有大的思路，要前瞻性谋划和设计调控的策略和方法，把握发展的阶段性特征，要确立货币政策的调控方针，工具选择和创新，要坚持适应全球化和市场化要求的基本趋向，不断地完善调控的机制，使得这个调控更加科学化和专业化，把短期宏观调控和中长期经济结构调整结合起来，在保持经济和物价水平基本稳定的同时，加快结构调整和改革，夯实可长期发展的坚实基础，以上就是我口头给大家介绍一下我们所概括的中国新世纪以来中国货币政策的十个特点。再次感谢大家，给我这个时间，向大家汇报这些内容。

（凤凰财经，2012年11月17日）