



一位前印度储备
银行行长关于沟
通问题的反思

杜武里·苏贝罗于2013年1月27日在孟买召开印度储备银行新闻发布会。

信号与杂音

杜武里·苏贝罗

担任央行行长的好处之一就是，市场会紧紧抓住你说的每句话，把每一个音节、细微差别、脸的抽搐都奉为市场信号，然而这恰恰也是担任央行行长所面临的压力之一。总的来看，这就是中央银行在沟通中面临的机遇和挑战。

几乎所有的央行行长都会因自己言语的分量而产生成就感，或因词不达意带来的负面影响而后悔万分。在沟通过程中，经验会有所帮助，但并不能保证市场不会曲解你的意思。这一点我是慢慢懂得的——甚至是在有过惨痛的教训后才体会到的。

中央银行可以利用沟通的力量来增强其政策效果。纵观全球，这样的事例不胜枚举。2001年美国“911”恐怖袭击发生数小时后，美国中央银行发表了一个简单声明：

“美联储正常营业，贴现窗口也保持开放，以满足流动性需求。”

这句平淡无奇的话对美国，乃至全球金融市场起到了显著的镇静作用。“告示效应”（announcement effect）可谓惊人。

无独有偶，当欧元崩溃似已迫在眉睫之际，欧洲央行总裁德拉吉（Mario Draghi）于2012年4月发表的“中央银行会尽全力”的著名言论，对拯救欧元所起的作用远远超过了令人疲惫的欧元区领导人峰会、紧急秘谈和重大公报。

然而，沟通的积极影响并不仅限于危机时期。目前，公众普遍认为：增加透明度、积极拓展和提高沟通开放度，一直都是有利于中央银行的发展的。

货币政策现代化

作为一个机构，印度储备银行在与公众沟通方面具有高度责任感。沟通范围不仅包括货币政策，还包括金融市场发展、对外部门管理、监管问题、印刷和发行货币、经济发展等全部职能范围内的广泛政令。

在任职期间，我推出的一个重大而具有挑战性的制度创新就是提供货币政策前瞻性指导。前瞻性指导的核心是，通过中央银行的指示，塑造市场对央行将如何应对不断变化的宏观经济发展的预期，从而使市场参与者做出必要的调整。

货币政策前瞻性指导 (forward guidance) 曾经是有争议性的问题，现在也是。在印度储备银行任职时，我们内部讨论过是否采用这种做法。我们认识到，这并不是一个百利而无一弊的选择，但仍然决定继续这样做，因为我们认为利益大于成本——特别是在全球持续充斥着不确定性的情况下。

前瞻性指导在一份 6—8 页的政策文件中通常只是一小段话，但这段话的编写却可以测试沟通技巧。由于意识到存在一个小行业，其目的就是分析这一小段话，探明这简单几句的话其背后的深意，我们花了大量时间，字斟句酌，并讨论其中的细微差别。

在给予前瞻性指导的过程中，我们发现一些内在的挑战。一方面，中央银行关于其未来将如何行动的指示取决于经济发展状况，但市场往往忽略警告，把指导视为不可撤销的承诺。结果，当事情没有像预期那样发展时，他们发现自己身处不利。例如，我们在 2011 年 10 月和 12 月的政策评论中说：“加息周期已经见顶，下一步行动可能会逆转。”这导致很多人产生了对 2012 年 1 月政策会议将会降息的预期。然而，这一预期并未实现，因为通货膨胀并没有如预期下降。虽然我们的无为和指导并不矛盾，但市场却不谅解，认为我们违背了承诺。

此外，当金融环境不确定时，市场比以往任何时候都更想要更好、更具体的指导，但这正是各国央行最没有办法提供的。在 2010 年 11 月政策声明中，我们说：“仅从当前的经济增长和通货膨胀趋势来看，我认为在不久的将来进一步采取利率行动的可能性相对较低。然而在一个充满不确定性的世界里，我们需要做好准备，以妥善应对既可能来自全球也可能来自国内环境的冲击。”

我们的指导反映了国内农业发展前景的不确定性及其对经济增长和通货膨胀的影响，以及欧元区主权债务危机引发的外部不确定性。许多分析师认为我们的指导很有帮助，尤其是我们向市场传递出如果实际结果偏离预期将可能采取利率行动的消息。然而，少数分析师却认为我们的指导太笼统，不起作用。

渐渐地，我意识到市场需要的不仅是指导，还有“指导的指导”——换句话说，对指导进行解释。这一点可能

比较难，因为我们花费了很多精力，斟酌措辞，而且进一步解释可能会扭曲信息。

例如，在上文提到的发布 2010 年 11 月指导之后举行的媒体见面会上，媒体要求我具体说明“不久的将来”到底是多久。我回答说，“不久”大约是三个月，因此，虽然我没有明确，但这表明 6 个星期后开展的 2010 年 12 月季度中旬审议会上不会有加息政策，就算要加息，也要在三个月后的下一个季度政策审议会上讨论。这番阐述引发了批评，指责指导意见所称的三个月暂停期过于鸽派，与我们的通胀风险声明不一致。我们本可以完全避免受到批评，只要根本不作任何指导即可。但是我们觉得这种指导符合最佳实践，而且也是我们所承担的对市场的义务所在。

如何表达

尽管印度储备银行的货币政策制定已经走向现代化，但传统的沟通挑战仍然存在。传递或不传递哪些信息固然重要，但如何表达更为重要。

传递或不传递哪些信息固然重要，但如何表达更为重要。

在所谓的缩减恐慌期间，2013 年 7 月 15 日，当全球市场对美联储可能加息的暗示反应不佳时，我采取了非常措施，在例行季度政策审议会之前，提高利率来管理汇率。这一决策引发了众多评论，赞美和批评所占比例一如寻常，这是可以理解的。在 7 月 30 日如期举行的审议会上，我认为没有必要进一步调整政策，只是重申需要纠正国内结构性失衡，以确保外部部门稳定。

当天下午政策公布后举行的媒体见面会是我最后一次作为行长参加。我一直期盼着这次会议，期待它像一场告别典礼，而非就实质性问题进行严肃问答，这样我就可以从容追忆作为行长的五年工作生涯。然而，这只是我的一厢情愿。

会上的第一个问题是：用于管理汇率的紧缩性货币措施是否以及何时会被取消？这一不寻常的紧缩性货币政策旨在挤压系统性流动性以抑制卢比投机，从而向市场传递央行决心保卫卢比的信息。我回答说，这些措施是暂时的，一旦汇率恢复稳定就会取消；央行对紧缩流动性的短期经济成本比较敏感，但尚不能确定取消该措施的时间框架。在人们对经济活动急剧下滑的担忧日益增加之际，我这么说是为了缓解市场对紧缩流动性政策将阻碍早期经济增长的担忧。

市场对我的回答反应很差，那天收盘时卢比对美元的汇率从 59.63 降至 60.48。我因为对决定利用货币政策来捍卫汇率流露出歉意而招致批评。批评者认为，我不

应当关心增长，因为当时市场预期央行应该一心关注汇率问题。

现在我意识到，可能是我词不达意了。我本应该知道，当卢比处于如此压力之下时，我对汇率表现出坚定和自信，远比确保增长更加重要。同时，市场的反应也让我很困惑，因为我的回答与打印文档中的声明几乎一样。对此，我的高级顾问们的一致看法是，对我流露出“歉意”的批评与其说来源于我的答复内容，不如说来自我话语的细微之处，或者我的肢体语言。

过于直接或明确有时是不明智的。

即使在我即将离任行长一职的时候，我还没有掌握初级课程的沟通技巧：市场不会从话语层面上领会一位行长所说的话。不过，至少我已经学会利用一切机会，不动声色地进行指导，或在演讲、非正式访谈中纠正误解！次日，我利用一个分析师的电话会议来纠正这个错误。回答相关的问题时，我坚定地表示，央行承诺一心一意保持卢比稳定，并补充说，在既定的形势下，稳定卢比的好处超过短期牺牲增长带来的负面影响。这与我前一天在媒体见面会上所说的完全一致，但是这种表达方式才符合市场预期。我也纠正了细微差别。前一天我曾表示，当卢比稳定后，这些措施将被取消。现在我做了一下微妙的改动，说：在有确凿的证据证明卢比已经稳定之前，央行绝不会取消这些措施。也许这样听起来才够权威。市场对此反应积极，卢比迅速逆转，弥补了前一天的损失。

学无止境，我一直在学习如何沟通，直到任期结束。例如，我懂得了过于直接或明确有时是不明智的。在2011年10月30日政策公布后举行的新闻发布会上，媒体问到央行是否会干预外汇市场以增加储备，我直接回答道：“不会。”我的回答本不应该令任何人惊讶或焦虑，因为我只是陈述了显而易见的事实，即在央行已宣布的政策框架内，唯一可能引发外汇干预的条件就是出现汇率波动。然而，第二天卢比就受到巨大压力，一些分析人士指责我过于明确，并建议不管我的意图是什么，都不应该如此直截了当。

经过几次惨痛的经历后，我还懂得了行长说的话是没有不被报道的。例如，2013年1月中旬我在位于勒克瑙的印度管理学院向学生解释经济增长和通货膨胀之间的紧张关系如何被夸大，为什么低而稳定的通货膨胀率是经济持续增长的必要条件。我的话并不是针对当时的实际情况，只是为了阐明要在一个复杂的政策问题上做出决断有多难。然而，媒体却把我的话解读为央行将在1月底即将举行的政策审议会上推出进一步的紧缩政策，甚至我的讲话还未结束，类似报道已遍布各新闻机构。

最后，我学会了要更好地组织语言，以确保完整而准确的报道。举个例子，在一次银行家会议上，我重点评论印度银行体系的效率，论及一系列问题，包括公共和私人银行的相对效率、资产负债管理、信贷标准、客户服务和技术使用。我顺带提到了公共部门银行高管的薪酬结构，并表示需要改进这一结构以吸引人才。让我困惑的是，在媒体报道中，好像我的整个演讲都在抱怨公共部门银行高管的薪酬结构以及强调需要完善薪酬结构以提高印度银行体系的效率。随后，诸多文章和社论就公共、私人、外资银行首席执行官的薪酬结构作了大量的比较分析。一些媒体分析师甚至把印度储备银行行长少得可怜的薪水引入其比较图中。这些报道大多具有建设性，但我觉得银行体系效率这一更为重大的问题也应引起评论才是。

毁誉参半

在印度储备银行任职的五年期间，我受到过表扬，主要是因为我把开放的文化引入这个保守而内向的机构，使得央行更加透明、响应更快、更富咨询性；人们称赞我善于倾听和表达，精减了央行的书面文件，简化了口语。另一方面，也有人批评我自我怀疑、沉默寡言，没有传达出确定性和信心；批评我偏离信息，直言不讳而老练不足。我既会因为勇于发言而受到赞扬，也会因为在需要发言的场合中表达不充分而受到批评。一些分析师认为我不够自信，不是市场尊重的最具权威性的央行行长；其他人则认为，事实上，正是我举止低调和不张扬的个性使我赢得了尊重，从而有助于实现有效沟通。孰是孰非，我就不予评论了。

担任行长有许多事情让我怀念不已，其中之一是我的一言一语能影响市场。同样地，不再担任行长也有许多事情让我欢喜不已，其中之一是我可以畅所欲言，再不用担心自己说的话会影响市场了。■

杜武里·苏贝罗 (Duvvuri Subbarao) 从2008年到2013年担任印度储备银行行长。本文基于他即将出版的《谁动了我的利率？》(Who Moved My Interest Rate?) 一书的一个章节。