



金融信用理论研究丛书

丛书主编 / 王楚明 孙桂芳

货币政策透明度与 金融风险管埋

Monetary Policy Transparency
and Financial Risk Management

贾德奎/著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



金融信用理论研究丛书

丛书主编 / 王楚明 孙桂芳

货币政策透明度与 金融风险管埋

**Monetary Policy Transparency
and Financial Risk Management**

贾德奎 / 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

货币政策透明度与金融风险管理/贾德奎著. —北京:
社会科学文献出版社, 2011. 7

(金融信用理论研究丛书)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 2377 - 7

I. ①货… II. ①贾… III. ①货币政策 - 研究 - 中国
②金融风险 - 风险管理 - 研究 - 中国 IV. ①F822. 0 ②F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 089721 号

· 金融信用理论研究丛书 ·

货币政策透明度与金融风险管理

著 者 / 贾德奎

出 版 人 / 谢寿光

总 编 辑 / 邹东涛

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 皮书出版中心 (010) 59367127

电子信箱 / pishubu@ssap.cn

项目统筹 / 邓泳红

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

责任编辑 / 周映希

责任校对 / 王 亮

责任印制 / 岳 阳

印 装 / 北京季峰印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/20 印 张 / 12. 8

版 次 / 2011 年 7 月第 1 版 字 数 / 205 千字

印 次 / 2011 年 7 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 2377 - 7

定 价 / 45.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

▲ 版权所有 翻印必究

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景和意义	2
第二节 主要研究内容	5
第三节 主要创新点	7
第二章 货币政策透明度的理论分析	9
第一节 货币政策透明度的概念架构	9
第二节 货币政策透明度的分类	15
第三节 货币政策透明度的实践背景	23
第四节 货币政策透明度的理论支撑	29
第五节 货币政策透明度理论的简要评论	36
第六节 小结	39
第三章 货币政策透明度的实践进展	43
第一节 中央银行提高货币政策透明度的原因	43
第二节 各国提高货币政策透明度的重要实践	47
第三节 货币政策透明度实践的国际比较	65
第四节 西方国家提高货币政策透明度对我国的启示	77
第五节 小结	82
第四章 货币政策透明度的量化研究	86
第一节 相关文献回顾	87
第二节 基于制度设定的透明度量化方法：E&G 指数	89
第三节 基于市场行为的透明度检验方法：H&R 模型	90
第四节 基于时间序列的 K&P 动态透明度指数	92

第五节 我国货币政策透明度的实证检验	95
第六节 小结	104
第五章 货币政策透明度与政策有效性	115
第一节 相关文献回顾	116
第二节 不同类型透明度与货币政策有效性	121
第三节 透明度对货币政策有效性的影响机制	128
第四节 基于中国同业拆借利率的实证研究	130
第五节 小结	142
第六章 货币政策透明度与金融风险传导	148
第一节 金融风险的特征及风险生成机制	149
第二节 金融风险向实体经济的传导机制	160
第三节 货币政策透明度、市场预期与金融风险 生成机制	165
第四节 货币政策透明度与金融市场风险累积	172
第五节 小结	181
第七章 货币政策透明度与政策操作风险	185
第一节 相关研究回顾	186
第二节 货币政策操作风险的理论解释	188
第三节 货币政策操作风险的测度方法	194
第四节 基于中国实际数据的货币政策操作风险实证 ...	197
第五节 金融危机背景下中国的货币政策操作风险	202
第六节 中国货币政策操作风险的管理思路及策略	210
第七节 小结	227
第八章 总结与展望	232
第一节 主要研究结论	232
第二节 进一步研究的展望	235
参考文献	237

第一章 绪论

在各种市场经济活动中，不同的市场主体对产品、交易及政策等相关信息的了解是有差异的，其中信息掌握比较充分的经济主体，即拥有信息优势的一方，往往处于比较有利的地位；而相对处于信息劣势的一方，则处于比较不利的地位，并因此会在各种经济活动中遭受损失。对于这种现象，经济学中的信息不对称理论^①进行了全面深入的理论剖析和解释。

信息不对称理论自出现以后，就为很多市场现象提供了相应的理论解释，如股票市场中的价格操纵或内幕交易、就业市场中的委托代理关系、商业银行的信贷发放、二手交易市场中的价格形成及货币政策调控的有效性等问题。在信息不对称理论迅速发展并逐渐成为现代信息经济学的核心之后，其应用领域涉及甚广，既包括传统的农产品市场，也包括现代的金融市场，尤其在理解政府及其宏观调控政策等相关的信息不对称问题方面，这一理论

① 信息不对称理论是由三位美国经济学家——约瑟夫·斯蒂格利茨、乔治·阿克洛夫和迈克尔·斯彭斯提出的。该理论认为：市场中卖方比买方更了解有关商品的各种信息；掌握更多信息的一方可以通过向信息贫乏的一方传递可靠信息而在市场中获益；买卖双方中拥有信息较少的一方会努力从另一方获取信息；市场信号显示在一定程度上可以弥补信息不对称的问题。

的解释能力更是得到了很好的体现。而在现实经济运行中,信息不对称是普遍存在于市场经济之中的一种弊病或缺陷,由此引发的各种不确定性,会导致个人消费投资决策、企业日常经营甚至于宏观经济运行等各个层面都面临着巨大的风险,而对于这些风险引致因素的识别、风险后果的度量以及风险的规避或管理,则成为理论与实务界所共同关注的重要问题。

第一节 研究背景和意义

近年来,我国发生了很多涉及政府公信力的事件,让人们在探讨政府部门以及经济政策的应有方式时,更多地将透明度(Transparency)置于舆论的风口浪尖。比如2007年10月开始的“陕西华南虎照片事件”、2009年5月的“杭州富二代飙车肇事案件”等,曾一度让政府的责任性和信誉度备受怀疑;而同样是2007年5月底的财政部深夜调整证券交易印花税的政策行为^①,以及2009年端午节前后的国家发改委官员对石油价格调整表态的自摆乌龙事件^②,更是使政府政策相关信息的透明度状况为公众所诟病。

无数类似的事例充分证明,政府及其政策的决策实施缺乏透明度,会造成一系列的负面影响,甚至是严重的社会问题。首先,

① 为抑制股市过热,在之前明确表示暂时不会调整证券交易印花税的情况下,财政部出人意料地于凌晨发表消息,决定从2007年5月30日起,调整证券交易印花税率,由当时的1‰调整为3‰。

② 在国际原油价格节节攀升的背景下,国家发改委有关部门就成品油价可能上调的市场传闻表态称,近期不会上调油价,也希望大家减弱对油价上调的预期,而在这一表态的短短几天后,国家发改委宣布上调油价。国家发改委近日发表声明称,5月27日没有发布或授权任何单位、个人发布“近期成品油价格不上调”及“端午节期间不调价,6月份不好说”等消息。发改委说,经查,上述言论系两家媒体记者在采访未果的情况下,根据个人理解编撰的。发改委称,此前相关记者已正式向社会澄清。

政府在涉及公众利益的事务或政策决策过程中越缺乏透明度,则在政策实施过程中越难获得公众的支持和配合,政策操作的成本也就越高,政策目标更是难以实现。其次,政府的透明度或信息公开水平越低,使得公众或经济主体获取信息的成本就越高,其对政府权力运用方面行使监督的动力也就越低,由此很容易导致政府过度利用信息优势谋取不当利益,进而损害政府的公众形象。再者,在网络信息技术迅速发展的今天,公众获取信息的渠道更多也更方便,因此政府为保持政策的隐秘性,需要付出更高的成本,并且公众一旦通过其他渠道获知真相,则会导致政府信誉丧失,甚至诱发群体性突发事件,导致巨大的社会成本。种种迹象表明,随着社会政治文明的发展,民众对政府的信息公开提出了更高的要求;并且随着世界各国宏观经济调控实践的发展,经济政策的调控效果越来越依赖于公众的预期以及其对政策当局的信任度,基于此,如何保持或提高政策透明度将逐渐成为各国政府或政策当局所日益关注的问题。

为此,我国政府于2007年颁布实施了《中华人民共和国政府信息公开条例》^①,这是中国出台的首部有关保护公众知情权的法规,因此被普遍认为是中国政府不断自我革新和增加执政透明度的表现。该条例规定,依法公开政府信息是各级行政机关的一项“重要职责和基本义务”,明确政府信息“以公开为原则、以不公开为例外”,以保障公民依法获取政府信息,实现公众对政府工作的知情权、参与权和监督权,并且行政机关公开政府信息,应当遵循公正、公平、便民的原则。所有这些规定或约束,都表明了政府力求通过提高透明度以加强与公众间的信息沟通和交流,从而“充分发挥政府信息对人民群众生产、生活和经济社会活动的

① 《中华人民共和国政府信息公开条例》于2007年1月17日国务院第165次常务会议通过,并于2008年5月1日起开始施行。

服务作用”。

在国内，与中国政府在信息公开方面所做出的这些努力相对应，近些年来，中国人民银行也逐渐通过各种方式与公众进行沟通和交流，从而使得货币政策的透明度正逐年稳步提高，但是在关于利率调整或准备金率调整等重大货币政策决策上，我国政策当局在实践中更多地采用了相对比较模糊的操作方式，这种态度上的不明朗使得市场主体不能很好地理解中央银行的操作意图，从而导致市场预期的“捕风捉影”甚至于预期混乱，进而导致货币政策调控的作用下降，时滞成本和监督成本上升，并且极易导致股票市场的大起大落、宏观经济的周期性波动，以及金融系统的风险累积。

在国际范围，2007年以来，美国由于次级抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡引发的金融风暴，致使全球主要金融市场出现流动性不足危机，并最终导致全球性的经济衰退。在反思次贷危机的引致原因的过程中，美联储前主席格林斯潘在任职时期内的货币政策成为被指责的对象^①。其中，美国国家经济研究局资深货币经济学家安娜·施瓦茨认为，正是格林斯潘在2000~2005年之间所采取的货币政策，给美国经济和金融体系埋下了危机的隐患。因此，可以看出，与货币政策相关的一些因素被视为引致这次全球范围内的系统性金融风险的重要原因。而事实上，美国金融市场上的各种金融衍生产品在价格确定和投资风险方面普遍存在的信息不对称，以及金融体系自身缺乏风险控制和透明度，还有货币当局对长期持续的宽松货币政策的潜在风险没有进行充分及时的信息披露和风险提示等，都直接或间接地导致了这场经济灾难。

① 美国经济学家、诺贝尔经济学奖获得者约瑟夫·斯蒂格利茨甚至在法国《回声报》上发表文章，并总结说，有句话用在格林斯潘身上很合适：斯人已去，遗害犹在。

不仅如此,从世界各国近年来的货币政策实践可以看出,未来的中央银行对宏观经济的调控,将更多地通过引导和管理公众的市场预期而非控制货币供应量或利率水平来实现;这对中央银行政策操作的独立性、透明度、可信性和责任心都要求更高;如果中央银行不能通过及时准确的政策信息披露来引导公众预期,就会增加公众预期错误对宏观经济的扰动,并进而使货币政策操作滞后于公众预期,最后必然加大调控的试错成本,导致金融市场的波动加剧,从而引发金融风险。

基于此,本研究拟从风险管理视角,以对货币政策透明度的相关理论和实践问题进行探讨,通过对货币政策缺乏透明度引致金融风险的内生机制的讨论,来把握透明度与金融风险之间的内在联系。在此基础上,对我国货币政策透明度与金融系统稳定间的相互作用机制进行深入分析,并据此提出相应的政策建议,以尝试在我国建立一个操作更为简单透明、效率更高的货币政策调控框架,从而尽可能切断政策透明度不足与金融风险累积之间的联系。

第二节 主要研究内容

本书的主要研究内容及章节结构安排如下。

第一章为绪论,主要介绍本书的研究背景及其现实意义,并指出本研究所涉及的主要内容,以及这些内容中有可能出新的地方。

第二章为货币政策透明度的理论分析部分,在该章中,首先对货币政策透明度的概念以及分类等进行解释和归纳,并对货币政策透明度的实践背景做出概括和回顾,接下来讨论支撑各国在实践中提高货币政策透明度的理论基础,并对货币政策透明度的理论研究与实践进展之间的关系进行简要评论。

第三章是货币政策透明度的实践进展研究，这一章首先对世界各国的中央银行提高货币政策透明度的原因进行分析，接下来对通货膨胀目标制、利率走廊调控模式以及公告操作等提高货币政策透明度方面的政策实践进行探讨，并在此基础上，对世界上几个主要中央银行提高货币政策透明度的具体做法进行归纳和比较，最后对西方国家提高货币政策透明度的政策实践带给我国央行的启示进行了理论总结。

第四章是货币政策透明度的量化研究，该章首先对已有相关的研究进行回顾，并对 E&G 指数、H&R 模型以及 A&K 动态透明度指数等三种量化透明度的主要方法进行比较研究，并根据我国实际情况对上述模型进行适应性修正，利用中国货币市场等实际数据进行实证研究，以检验中国人民银行的货币政策透明度状况。

第五章是货币政策透明度与政策有效性研究，该章先对国内外学者的相关研究进行评述，接下来探讨不同类型的透明度与货币政策有效性间的关系，在此基础上，从理论上归纳货币政策透明度影响政策有效性的不同渠道，并分析透明度沿不同渠道影响政策有效性的作用机制，最后基于利率期限结构的预期理论，利用中国的实际经济数据，对我国货币政策透明度影响政策有效性的方向和程度进行实证研究。

第六章是货币政策透明度与金融风险累积研究，该章对金融风险的特征及风险的生成机制进行探讨，并着重分析金融风险的宏观经济政策引致机制，在此基础上，研究金融风险沿不同渠道向实体经济进行传导的机制，接下来基于预期理论和信息不对称理论，探讨货币政策透明度引发金融风险的内生机制，并进一步剖析透明度缺乏的情况下不同类型金融市场上的风险累积过程。

第七章是货币政策透明度与政策操作风险研究，该章先对货币政策操作风险进行概念界定，归纳货币政策操作风险的可能引致原因，并对透明度缺乏引致货币政策操作风险的传导机制进行

探讨,接下来提出货币政策操作风险的测度思路和方法,并利用我国的实际数据进行实证研究;最后对国际金融危机背景下的中国货币政策操作风险的主要表现进行探讨,并提出管理我国货币政策操作风险的政策建议。

第八章对本书的研究内容进行回顾和总结,指出研究中可能存在的不足之处,以及需要进一步研究的方向。

第三节 主要创新点

对于货币政策透明度或金融风险管理这两个学术研究方向,目前国内外研究者的著述甚多,但从政策透明度视角来考察金融风险管理问题的相关研究却比较缺乏,而本书则试图在已有研究的基础上,着眼于探讨货币政策缺乏透明度的情况下金融风险的生成机制、传导过程、经济后果及可能的管理策略,挖掘其中一些内在的、具有规律性的东西,使之能为我国货币当局的政策实践所借鉴,基于此,本研究的价值及有可能的创新之处在于以下几点。

第一,对已有的量化货币政策透明度的方法进行比较研究,根据中国的实际情况进行适应性修正,实现货币政策透明度的定量化。其一,通过用宏观经济学模型(建立了包括新凯恩斯框架下的菲利普斯曲线模型的方程组),对量化货币政策透明度的 E&G 指数方法进行理论解释(其他已有研究只给出指标选择结果及赋值方法,没有对其理论基础进行说明);其二,利用附加预期的利率期限结构理论对 H&R 方法进行理论解释,并结合我国实际对检验透明度的模型进行适应性修正,进而在此基础上利用我国数据进行实证检验;其三,将 Amir Kia & Hilde Patron 研究告示效应的思路引入到货币政策透明度的量化中,建立基于市场主体交易行为的动态透明度量化指数;并尝试利用我国货币市场利率的时间

序列数据进行实证研究，得到相应的量化结果。

第二，对货币政策透明度引致金融风险的内在机制进行理论解释。货币政策操作缺乏透明度对公众预期的干扰程度，以及削弱货币政策的实施效果甚至于引致金融风险的作用机制的表现，将由于经济条件、金融环境等影响因素的不同而有所差异。本研究正基于这种考虑，从而对货币政策缺乏透明度引致金融风险的決定条件进行全面把握，并对相应的风险引致机制进行理论解释。

第三，对货币政策操作风险进行理论界定，并对其传导机制进行深入分析，在此基础上，尝试利用市场变量的波动率以及 FCI（或 MCI）指数的变化来间接测度货币政策操作风险的大小，并基于此提出管理我国货币政策操作风险的可能策略。

第二章 货币政策透明度的理论分析

在物理学意义上，透明是指某种物体的透光性质，透明度则指其透光的能力；而在信息传达或交流的意义上，透明却包含了两层意思，即信息的公开以及信息的理解或领悟。解释为信息公开的“透明”在各种场合下均被普遍使用，而包含了理解或领悟之意的“透明”在行文中虽不常见，但其意却隐约可见，如“但晓理会玄詮，也曾透明佛证”^①中的“透明”即为晓悟领会之意。基于此，对货币政策透明度内涵的理解也可尝试沿此思路展开。

第一节 货币政策透明度的概念架构

长期以来，中央银行一直坚持维持货币稳定的职责，但履行职责的方式却发生了翻天覆地的变化。就在大约 20 年前，隐秘性还是其长期坚守的操作规范，坚信保持货币政策的神秘可以减少市场利率波动并降低来自政治方面的过度干预。中央银行业务被笼罩在一种特殊的、受到政治保护的神秘氛围里，中央银行制定

^① 引自明·陈汝元《金莲记·郊遇》。

和实施货币政策的过程总是“犹抱琵琶半遮面”，政策行为也时常令市场感到出其不意^①。

对于货币政策透明度的定义，在1999年9月26日，国际货币基金组织通过了《货币和金融政策透明度良好行为准则》，准则中对货币政策透明度的描述性定义是：在通俗易懂、容易获取并及时的基础上，让公众了解有关政策目标及其法律、制度和经济框架，政策决定过程和原理，以及与货币和金融政策有关的数据、信息和机构的职责范围。这一准则所列的增加货币政策透明度的主要方面包括：①明确中央银行的作用、责任和目标；②公开中央银行制定和报告货币政策决策的过程；③公众获得货币和金融政策有关信息的难易程度；④中央银行的责任心和诚信保证。

在西方大多数学者的研究中，并没有给透明度一个明确的理论定义，但政策信息的对称性或确定性总是隐含在对透明度的理解之中。对货币政策来说，信息不对称有两方面的原因：一是中央银行的政策偏好不可预测；二是中央银行由于机构的特殊性而占有信息优势。一般来讲，货币政策透明度是泛指货币政策相关信息的公开程度，其中特别关系到中央银行对决策情况的公布及决策理由的解释程度。货币政策透明度说明了中央银行在其偏好、所使用的经济模型、对经济冲击的了解情况、决策过程以及政策决策的执行等方面的信息公开状况（谢平、程均丽，2005）。

Winkler（2000）从实践的角度出发，指出透明度应满足中央银行与公众充分信息沟通的要求，按照公开、清晰、诚实与共同理解来理解货币政策透明度。“公开性”是指提供信息的数量和准

① 1981年，货币经济学家卡尔·布兰纳（Karl Brunner）针对中央银行在公开性和透明度方面的专制态度作了如下描述：“传统上，中央银行业一直被奇怪的神秘氛围所笼罩……中央银行管理层天生具有智慧、洞察力和相关知识……似乎中央银行业界人士一经任命即自动拥有专业知识，而且只有具有相应职位的人才能彰显这种知识，只有一小部分精英才能了解和运用它。此外，不能以明白易懂的语言阐述中央银行业的现实，愈发凸显了这门艺术的神秘特性。”

确性，即透明度首先是与信息不对称相联系的，但是透明度也不能仅仅理解为完全的信息对称。数量和准确性本身不足以达到透明度要求；“清晰性”指的是对信息的提示、解释及说明的程度。信息沟通的关键在于信息提供者与信息接受者之间能够互相理解。为了能够理解，需要对信息进行加工、组织、压缩、简化。在信息加工过程中，过滤、消化、吸收信息所付出的成本与信息收益应该在边际上达到平衡，只有这样才能满足信息使用的效率；“共同理解”是指双方在信息交流过程中对信息内涵所通用的解释方法达成的共享程度。它既是沟通成功的一个前提条件，又是真正透明度的最终目的所在。“诚实性”是指信息真实程度，即在货币政策推理、分析中所使用的内部框架与用作外部交流的公开版本的一致程度。这四个属性是一个真正现代中央银行应达到的透明度标准，它们彼此之间不是孤立的，而是构成一个有机的透明度体系。

Kuttner & Posen (2000) 在研究中认为，中央银行的透明度应表现为四个方面：其一，宣布明确的货币政策目标值；其二，发布通货膨胀报告以解释货币政策变化造成的预期影响；其三，预期通货膨胀并解释这些变化的原因；其四，对过去的政策操作及所取得的成果进行评估。Morris & Shin (2002) 把中央银行公共信息的精确度定义为透明度，公共信息的精确度会影响金融机构分配在公共信息和私人信息的权重。他们认为，个体福利水平不仅与真实经济状况有关，而且还取决于其他个体的决策行为。在存在协调动机的情况下，如果公共信息噪音过大，从社会福利的角度看，公共信息越精确，对社会福利越不利，建议中央银行在信息沟通时应该谨慎行事。

Eijffinger, Sylvester & Geraats (2002) 对货币政策透明度进行了分解定义，在其论文中，货币政策透明度被分解为五类：行政透明度 (Political Transparency)，即政策目标和能阐明政策制定者

动机的制度安排的公开程度；经济透明度（Economic Transparency），即制定货币政策所用到的数据、模型和中央银行的经济预测等经济信息的披露程度；程序透明度（Procedural Transparency），即中央银行制定货币政策的方式和过程等信息的披露程度；政策透明度（Policy Transparency），即中央银行的政策意图（倾向）以及未来可能采取政策的解释程度；操作透明度（Operational Transparency），即对政策调控误差的解释及其控制，以及政策效果评价等信息的披露程度。不仅如此，Eijffinger & Geraats（以下简称 E&G）还建立了如表 2-1 所示的透明度指标体系，以区别不同类型的透明度；而基于这套指标体系，还可得到如图 2-1 所示的货币政策透明度的概念架构。

表 2-1 货币政策透明度的 E&G 指标分解

行政方面	经济方面	程序方面	政策方面	操作方面
政策目标	经济运行数据	明确的策略	及时公告	误差控制情况
数量目标	政策模型	决策过程记录	政策解释	政策传导障碍
机构安排	中央银行的预测	投票记录	政策倾向	政策效果评价

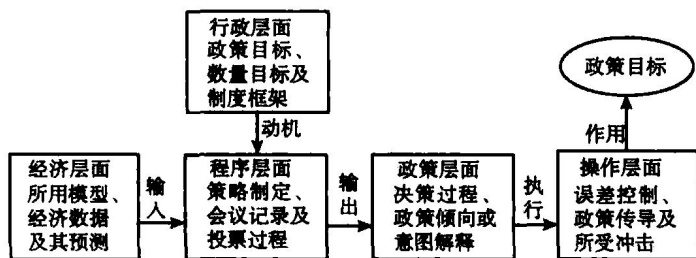


图 2-1 货币政策透明度的概念架构

一些学者认为，E&G 的五类不同透明度的定义存在着相当程度的可替代性，正基于此，Volker Hahn（2002）在其研究论文中