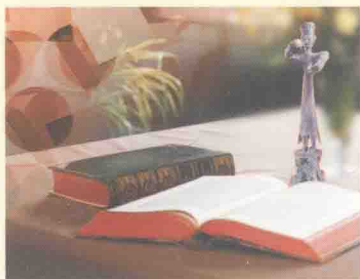


国家社会科学基金资助项目

Toumingdu Liliun Yanjiu
Huobi Zhengce

货币政策透明度 理论研究 (第二版)



信息是影响国家治理的关键因素，
而货币政策是现代国家治理的重要工具。
如果一种货币制度不透明，
会产生私人信息问题，
必然交替爆发周期性的通货膨胀和通货紧缩。

程均丽 著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

国家社会科学基金资助项目
西南财经大学“211工程”资助

货币政策透明度 理论研究 (第二版)

信息是影响国家治理的关键因素，
而货币政策是现代国家治理的重要工具。
如果一种货币制度不透明，
会产生私人信息问题，
必然交替爆发周期性的通货膨胀和通货紧缩。

程均丽 著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

图书在版编目(CIP)数据

货币政策透明度理论研究/程均丽著. —2版. —成都:西南财经大学出版社,2015.3

ISBN 978-7-5504-1735-9

I. ①货… II. ①程… III. ①货币政策—研究—中国—现代

IV. ①F822.0

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第290929号

货币政策透明度理论研究(第二版)

程均丽 著

责任编辑:向小英

封面设计:杨红鹰 张姗姗

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街55号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028-87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	北京业和印务有限公司
成品尺寸	148mm×210mm
印 张	7
字 数	185千字
版 次	2015年4月第2版
印 次	2015年4月第1次印刷
印 数	1—3000册
书 号	ISBN 978-7-5504-1735-9
定 价	41.50元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

序

历史上,货币政策操作的隐秘性被视为中央银行文化的一部分,货币政策也被认为越不透明越有效。但是,20世纪90年代初以来,各国中央银行相继摈弃以往的隐秘性惯例,逐渐走向开放、透明化。中央银行这个一国的技术性官僚机构,遂开始备受媒体关注,它的官员与政府的行政官员们一样成为了传媒竞相追捧的对象。事实上,他们似乎也乐于有意识地通过“说话”,或者说以发表非正规言论的方式来推行货币政策,但有时,他们仍然会对大众含糊其辞,保守着几许“神秘性”。

这样,新世纪伊始,货币政策透明度问题就突兀于货币政策理论与操作的前沿。

货币政策透明度将会对中央银行自产生以来所形成的行业文化惯例产生巨大冲击。它的提出,也是对长久以来在宏观经济学中占支配地位的理性预期思想的深化,在某种程度上也是对该理论的一个挑战。理性预期革命最终得出的所谓的“宏观经济政策无效性”命题,意味着货币政策只有令公众出其不意才会产生实质性效应。

实践中,中央银行的货币政策到底运作得如何?

我们不妨回首20世纪下半叶以来的货币政策表现。其中,有两起事件发人深省。其一是,20世纪七八十年代发生的“大通货膨胀”。当时,“大通货膨胀”袭击了几乎所有的工业国,历时长久,物价水平以10%以上的年率飙升。其二是,2001—2002年发生的新世纪以来的第一次全球性通货紧缩。其间,美、欧、日等

工业国的通货膨胀率降至 $1.1\% \sim 1.5\%$; 亚洲新兴工业经济体的通货膨胀率甚至降为 $-2.0\% \sim 1.2\%$ 。这次通货紧缩的一个明显特征是短暂而温和。

货币政策的这些历史遭遇告诫政策制定者: 通货膨胀有可能太高, 也有可能太低; 更重要的是, 由于预期的作用, 通货膨胀会部分地从自己身上吸取营养, 要维持更稳定、更具生产性的经济, 中央银行要做的部分工作是, 在端倪渐显时, 必须果断敲碎通货膨胀预期这只“爪子”。

因此, 在这个不确定的经济社会, 货币政策的成功不仅取决于中央银行自身, 也有赖于私人部门的行为, 越来越仰仗私人部门的合作。中央银行如何帮助市场建立健康强壮的信念? 我们如何建立一个更具稳定性的货币政策框架? 透明度为新世纪中央银行的货币政策制定带来了新的“福音”。货币政策透明度问题, 是新世纪货币经济学必须解决的一个新课题, 它是经济学史发展的必然。

《货币政策透明度理论研究》一书, 在对各种庞杂、零散的货币政策透明度观点进行有条理的归纳和鞭辟入里的梳理的基础上, 构建了一个全新的、比较完整的货币政策透明度理论分析框架。

货币政策透明度先是在实践中产生, 在这样的背景下, 一些货币经济学大师, 如 Cukierman, Walsh, Geraats, Faust, Svensson, Mishkin, Jensen, Krause 等人, 才开始对这种新兴的货币制度从理

论的角度进行解析。本书从考察货币政策透明度制度兴起的背景和一些中央银行的透明度做法入手,直观地认识、分析货币政策透明度,这是一个不落窠臼的切中点。在纸币本位制下,经济的良性运行有赖于“名义锚”的存在,要求中央银行执行“受约束的相机政策”。货币政策在遭遇了“大通货膨胀”、亚洲金融危机的打击后,透明度制度率先在实践中破茧而出。

在本书中,作者分析了货币政策透明度的基础理论,包括涵义、内容和效应。从一般意义上讲,货币政策透明度,是泛指货币政策信息的公开程度。它从总体上可以划分为:目标透明度、知识透明度和决策透明度;它的影响可以区分为两种效应:“不确定性效应”与“激励效应”。

作者然后从现实出发,寻求货币政策透明度的存在基础或者说合理性。货币政策透明度的经济依据是:它可以解决通货膨胀倾向,或者说,可以克服货币政策的时间不一致性。中央银行独立性和责任是货币政策透明度的另一个重要依据,这也是一般性的公共政策依据。机构独立后,社会要求它对公众负责以维护民主合法性,货币政策透明度可以制约中央银行独立性,强化它的责任机制,防止独立后的中央银行侵蚀货币政策的委托机制。

作者将货币政策透明度与货币政策有效性之间的内在联系作为最终的归结点,这是本书的点睛之笔。其中提出的“预期到的货币政策有效”思想,一反传统!在解决经济社会中因分散决策出现的更高层预期问题上,货币政策透明度下货币当局所发布

的公共信息可以起到双重社会作用：一是传递基本信息；一是充当信念聚点。

总之，本书是作者的国家社科基金项目研究成果，也是她博士毕业论文的延续、深入，历经数载磨砺，方成“正果”。可以说，这是一本有关货币政策透明度的通论，作者对货币政策透明度问题作了一些开拓性研究，尽管也有不足之处，但为中央银行的货币政策操作提供了有价值的新思维，也为学界方兴未艾的货币政策透明度研究奠定了基础，具有深远的影响。

中国投资有限责任公司副总经理兼
中央汇金投资有限公司总经理



内容提要

“没有人敢说他反对透明度……那等于是说，你不喜欢母爱或苹果馅饼。”^①

——Joseph Stiglitz, Financial Times 5, 1998 - 10

信息是影响国家治理的关键因素，而货币政策是现代国家治理的重要工具。历史上，货币政策操作的隐秘性视为中央银行文化的一部分，货币政策也被认为越不透明越有效。但是，随着现代信息技术的不断进步，货币政策作为重大的宏观调控工具，它的成功不仅取决于中央银行自身，也越来越仰仗私人部门的合作。私人部门与政策制定者之间相互依存，前者形成具有动态反馈规则的预期，而后者依循这一规则实施政策。在理论上，Canzoneri 曾论证过，如果一种货币制度不透明，会产生私人信息问题，必然交替爆发周期性的通货膨胀和通货紧缩。

当代中央银行在实际操作中，既要实现价格稳定这个首要目标，同时也要执行稳定化政策，因此，既需要维持政策的动态可信性，解决通货膨胀问题，又需要掌握一定的灵活性实现货币政策的其它目标。为此，20 世纪 90 年代初以来，各国中央银行开始摒弃以往的隐秘惯例，逐渐走向开放、透明化，中央银行领导也成为了最受媒体关注的政府官员之一。1997 年，亚洲金融危机爆发之

^① “No one would dare say that they were against transparency(…) : It would be like saying you were against motherhood or apple pie.”

后,国际货币基金组织(IMF)认为,一些国家的政策不够透明,是危机爆发的一个主要原因。于是,提高透明度便成为国际社会“加强国际金融架构”的一大核心内容。1999年9月,IMF颁发了总的政策透明度试行准则,其中货币金融方面是“货币金融政策透明度良好行为准则”,一致确认了货币政策透明度的价值。

本书综合运用预期理论、信息经济学、博弈论(选择理论)、行为金融学等思维方式与分析工具,对货币政策透明度既进行数理式的技术性分析,也给以非技术性的描述、解释,并以现有文献为基础构造了一个完整的分析框架,首次对货币政策透明度进行了系统、全面的考察和论证。

本书内容架构如下:

第一章,从实践出发,介绍货币政策透明度制度兴起的背景和一些中央银行的透明度做法。首先,布雷顿森林体系的崩溃,终结了商品货币本位制时代,在纸币本位制下,经济的良性运行有赖于“名义锚”(nominal anchor)的存在;其次,20世纪七八十年代发生的“大通货膨胀”(the Great Inflation),使货币政策中性思想复苏。人们认识到,中央银行需要执行“受约束的相机政策”;最后,20世纪90年代末的亚洲金融危机,直接催生了全球化的政策透明度规则。现在,中央银行一般都会公布货币政策目标,对经济前景的看法、甚至政策倾向;在货币政策例会结束后,发表政策声明,并附带领导的讲话;定期公布一些优质资料,如通货膨胀预测分析、货币政策报告、证词,等等。

第二、三章是货币政策透明度理论的基础部分。货币政策透明度,泛指货币政策信息的公开程度,与信息对称或确定性相对应。货币政策信息不对称,主要是因为中央银行的偏好不可观测及其拥有的信息优势。一般来讲,货币政策透明度重点是考察中央银行在其偏好、所使用的(经济)模型、对经济冲击的了解情况、决策过程和结果及执行等方面的信息公开状况,它从总体上可以划分为:目标透明度、知识透明度和决策透明度。实践中,一方面,目标透明度得到了一致赞成,普遍认为中央银行应该以价格稳定为目标,许多中央银行也规定了具体的量化通货膨胀目标;另一方面,中央银行执行相对低的决策透明度而高得多的知识透明度。

透明度的影响可以区分为两种效应:“不确定性效应”与“激励效应”。不确定性效应,指信息不对称给处于信息劣势的代理人带来不确定性,而给处于优势的一方提供利用私人信息牟利的机会。激励效应,指掌握私人信息门路的参与人可以通过信号发送操纵他人的信念,他人对信号的反应,反过来能够影响信号发送者的激励,从而间接改变他的经济行为。就货币政策而言,透明度可以影响政策的可预测性、中央银行的声誉及私人部门的监督成本等。更重要的是,中央银行采取的各种透明度措施,是除法定准备金、再贴现和公开市场操作外的另一种货币政策工具,是“新”货币政策工具。

第四、五章是从现实出发,探索货币政策透明度的存在基础或者说合理性。货币政策透明度的经济依据是:它可以解决通货

膨胀倾向,或者说可以克服货币政策的时间不一致性。货币政策透明度,不仅本身可以作为解决通货膨胀倾向的一种制度安排,影响中央银行的偏好、激励、目标到其行为选择,而且还可以避免其他通货膨胀倾向解决方案中出现的“Canzoneri 难题”。传统的通货膨胀倾向以时间不一致性假说为依托,而 Cukierman 等人提出的“新”通货膨胀倾向假说认为,中央银行从同样大小的经济增长与衰退中感觉到的得失是不对称的,增长所得小于衰退所失,因此,为了将衰退防患于未然,出于预防动机,它总是执行比较宽松的货币政策,使经济不易察觉地逐渐累积起通货膨胀。

中央银行独立性和责任是货币政策透明度的另一个重要依据,也是一般性的公共政策依据。机构独立后,社会要求它对公众负责以维护民主合法性,不仅如此,公务决策也在一定程度上体现了包括政治因素在内的各种利益集团的斗争情况,因此,一旦公开化,政府隐藏其不良行为,以及逃避机会主义成本的难度会更大。实际上,正式独立的中央银行依然不能对低通货膨胀作可信的承诺,因为独立性并不能完全隔离货币政策的政治、党派影响,如果缺乏透明度,政府仍有可能破坏中央银行的自主权。而且,独立的中央银行的偏好,其不确定性,会带来“民主亏空”这种社会成本,“民主亏空”侵蚀货币政策的委托机制,而透明度可以防止中央银行滥用权力或者它的决策独立性。

第六章是对第三、四、五章的归结,对货币政策透明度来说,无论是它的效应,还是它的现实意义,最终都在于它与货币政策

有效性之间的内在联系。本章也是为了分析预期到的货币政策有效的原理。现实世界为极微小的私人部门充斥,由此产生了“原子经济”问题:信息互异、均衡多重性和预期陷阱。在对付这些问题上,货币当局发布的公共信息可以起到双重社会作用:一是传递基本信息;一是充当信念聚点。这种政策干预有两条渠道:①货币当局将自己的私人信息传达给市场,可以缩小市场信念的差异,从而影响市场的调节动态和价格差异;②即使没有私人信息,由于在信息加工中存在预测外在性,货币政策也可以进行积极干预,通过透明度左右私人决策对公共信息与私人信息的利用程度。

本书的特色在于:①运用中央银行目标函数和反应函数阐释货币政策透明度。货币政策框架一般由五个要素构成:工具、操作目标、中介目标、指标与最终目标。货币政策制定者的偏好决定其政策选择,偏好主要体现在对产出目标与通货膨胀目标的相对重视程度上,而决策说明对政策工具的调整状况。运用目标函数与反应函数的分析方式可以完整地结合货币政策框架和信息不对称内容这两类要素。②将货币政策透明度划分为目标透明度、知识透明度和决策透明度。目标透明度,指政策目标明确、政策偏好清晰。引起中央银行偏好信息不对称有两方面的原因,一是委托—代理问题;一是偏好不可观测导致了信息的不完全甄别。若公众能准确地揣摩到中央银行的意图,则货币政策在其目标上就是透明的。知识透明度,指中央银行所拥有的有关经济状况信息的公开,主要包括对经济冲击性质、经济数据、中央银行使

用的经济模型、货币流通速度和中央银行的预测分析等经济知识进行的信息披露。决策透明度,指宣告货币政策决策情况及货币政策措施的贯彻执行情况,包括决策过程、思路、结果等的公开。③提出透明度措施是一种“新”货币政策工具。中央银行说话(发表非正规言论,cheap talk)和行动一样,都是必不可少的货币政策程序。由于政策制定者拥有一些政策偏好的私人信息,居于可以将自身偏好转变成现实政策的特殊地位,他们仅凭一些言论就能影响金融市场,这些言词甚至无须紧随任何政策工具的调整,只要说出未来的货币政策倾向即可。利用这种方式,货币政策可以不费成本地调节私人预期,而且与实际调整相比,中央银行说话不会带来更宽泛的经济后果。④立足于“原子经济”角度分析透明度与预期到的货币政策有效性之间的内在联系。在经济社会中,各个成员需要形成对他人信念的预期,这常常被称为更高层预期问题或更高层信念问题。更高层信念是一种预期状态,反映了公众成员对“一般”公众成员的预期的预期情况。由于生产的外在性、需求溢出效应、金融市场的不完全性及凯恩斯摩擦等,宏观经济的互补性举足轻重,因此更高层预期问题对货币政策来说关系重大。公共信号属于共同知识,公众成员在对一般性预期的预期中,会重视这类信号的特殊意义。中央银行在信息披露中创造的共同知识,提供集体信念的聚点,能充当协调机制。

关键词:货币政策透明度 偏好 通货膨胀倾向 责任
预期机制

Abstract

Information is critical in affecting how a country is governed, and it can improve public governance or institutional quality. Monetary policy is an important public policy, so it has a close bearing on social welfare. Economic agents and policymakers are interdependent, specifically, the public forms expectations of the dynamic feedback rule that policymakers follow to implement policy, so central bank credibility and clear market expectations are critical to policy success. Canzoneri (1985) demonstrates that there will be private information problems and necessarily periodic bouts of inflation followed by periodic bouts of deflation if a monetary institution is opaque.

The paper is mainly to card and expound all kinds of existing views on monetary policy transparency, and constructs an integrated theoretical frame. This paper's structure is as follows:

Chapter 1 introduces the rising background of transparency institution in monetary policy and Practices on transparency in some central banks. First, the breakdown of the Bretton Woods System ends the times of commodity – based monetary standards, and good work of the economy relies on the presence of nominal anchor in Fiat Money standards; Second, the Great Inflation of the 1970s recovers the idea on neutrality of money, and that central bank must implement “constrained discretion” policy is realized; Finally, the Asian Financial Crisis in the end of 1990s directly and quickly gives birth to political

transparency rules in the world. What do central banks actually do with monetary policy transparency? Then the chapter looks at a few prominent cases including the Federal Reserve System, the European Central Bank; the Bank of England, the Bank of Japan and the people's Bank of China.

Chapter2 discusses the implication of monetary policy transparency, and analyses extendedly its content. In general, monetary policy transparency is about the openness of monetary policy, which corresponds to information symmetry or certainty. To a large degree, why monetary policy information is asymmetric are because that central bank preferences are unobservable, and that central bank has informational superiority. Monetary policy transparency generally focuses on information disclosure about central bank's preferences, economic models, decisions, political implementation and the like. Overall, monetary policy transparency includes three types: goal, knowledge and decision transparency.

Chapter3 analyses the effects of monetary policy transparency. Transparency has two kinds of effects: uncertainty effects and incentive effects. Specifically, transparency can reduce uncertainty and the private sector's monitoring cost, strengthen central bank's credibility, and improve predictability in monetary policy. It is more important that transparency is an additional policy instrument in addition to re-

serve requirements, rediscount and open – market operations.

Chapter4 states the relationship between transparency and time inconsistency in monetary policy. The economic argument for transparency is time inconsistency. In reality, transparency is an institutional arrangement that gets rid of the inflation bias of time inconsistency. The classical concept of inflation bias is based on time – inconsistency proposition, but Cukierman et al. put forward the idea about “new” inflation bias, which originates from the precautionary behavior of central bank, that is, central bank feels the gain from (economic) growth less than the loss from the same magnitude of recession, so it has different attitudes or asymmetric preferences about positive and negative output gaps, this way, it always and preemptively implements somewhat loose policy, which leads to negligible inflation accumulations.

Chapter5 expounds the public policy argument for transparency: central bank independence and accountability. Independent bureaucrat should be accountable to the public to safeguard the democratic legitimacy, furthermore, the public decisions partly show competing interests including politics, so, if they are transparent, governments will be difficult to hide their bad actions and avoid the costs of opportunism. In fact, independent central bank still has inability to make fully credible commitment to low inflation, because the independence

can't isolate thoroughly monetary policy from political and partisan influences. Besides, the uncertainty about independent central bank's preferences gives rise to a "democratic deficit", which is a social cost and erodes the delegation of monetary policy, so transparency can prevent central bank from abusing its power or decision independence.

Chapter6 analyses transparency how to improve the effectiveness of expected monetary policy. The real world is full of very small private sectors that are interrelated, consequently, this leads to the problems of atomistic economy: information heterogeneity, equilibrium multiplicity and expectation trap. To solve these problems, public information plays dual role of conveying fundamental information as well as serving as a focal point for beliefs. Monetary policy transparency can influence the market information structure, and thereby coordinate price - setting and investment decisions. The coordination mechanism of monetary policy transparency can restrain the discretion of monetary policy equilibrium, and make it close to the desirable social one. The policy interventions have two channels: First, if monetary authority transmits its private information to markets, the transmission will reduce the heterogeneity of market beliefs, therefore influencing adjustment dynamics and price heterogeneity; Second, even in the absence of private information, because of a forecasting externality in