



Monetary Policy Credibility

货币政策可信度

理论研究与实践求证



Theory and Practice

徐杰/著



货币政策的可信度来之不易，但失去却易如反掌。

——小罗杰·W·弗格森，美联储前任副主席



经济科学出版社
Economic Science Press

Monetary Policy Credibility

货币政策可信度

理论研究与实践求证



Theory and Practice

徐杰/著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

货币政策可信度：理论与实践求证 / 徐杰著.

—北京：经济科学出版社，2009.9

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8662 - 9

I. 货… II. 徐… III. 货币政策—研究—世界
IV. F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 182645 号

责任编辑：金 梅 莫霓舫

责任校对：杨晓莹

版式设计：代小卫

技术编辑：董永亭

货币政策可信度

——理论与实践求证

徐 杰 / 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

经济理论编辑中心电话：88191435

电子邮件：jll1435@126.com

网址：www.esp.com.cn

北京中科印刷有限公司印刷

河北三佳集团装订厂装订

787×1092 16 开 14.75 印张 250000 字

2009 年 9 月第 1 版 2009 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8662 - 9 定价：28.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

目 录

Contents

绪 论	(1)
一、研究货币政策可信度的意义	(1)
二、货币政策可信度研究的变迁	(2)
三、本书试图回答的三个问题	(6)
 第 1 章 货币政策可信度的理论基础与机制模型	(10)
1.1 货币政策可信度的理论基石	(11)
1.1.1 理论基石之一：预期、理性预期与货币政策	(12)
1.1.2 理论基石之二：博弈论与货币政策	(14)
1.2 货币政策可信度的理论	(16)
1.2.1 提出问题：时间不一致性理论	(16)
1.2.2 克服动态不一致性：承诺解	(20)
1.2.3 货币政策可信度的机制模型	(25)
1.3 货币政策可信度与灵活性	(30)
1.3.1 货币政策可信度与灵活性的关系	(30)
1.3.2 不完全信息条件下的关系模型	(32)
1.4 小结	(35)
 第 2 章 货币政策可信度的作用机理与度量	(37)
2.1 货币政策可信度的作用机理	(38)

2.1.1	判断央行的可信度	(38)
2.1.2	预期对货币政策施加反作用	(41)
2.2	货币政策可信度与政策有效性	(43)
2.2.1	货币政策可信度有助于提高政策有效性	(43)
2.2.2	政策可信度与政策效果的一个实证研究	(49)
2.3	货币政策可信度的影响因素	(53)
2.3.1	独立性	(54)
2.3.2	透明度	(55)
2.3.3	货币政策规则	(56)
2.3.4	政府的财政赤字	(57)
2.4	货币政策可信度的度量	(58)
2.4.1	可信度的度量方法	(59)
2.4.2	政策可信度度量方法评价	(62)
附录 1	布林德 (Blinder) 的调查问卷及结果	(64)
附录 2	62 个样本国家 1995 ~ 1999 年平均通货膨胀和政策 框架变量	(66)
第 3 章	央行独立性与货币政策可信度	(69)
3.1	央行独立性概述	(70)
3.1.1	为什么要研究央行独立性	(71)
3.1.2	央行在多大程度上独立	(75)
3.1.3	央行独立性如何分类	(76)
3.1.4	央行独立性的决定因素	(78)
3.2	央行独立性与货币政策可信度	(82)
3.2.1	独立的央行有益于货币政策可信度	(82)
3.2.2	独立性是货币政策可信度的一部分	(83)
3.2.3	央行独立性与货币政策有效性	(86)
3.3	央行独立性的演变	(88)
3.3.1	自中央银行成立以来到第一次世界大战结束	(89)
3.3.2	第一次世界大战后至“滞胀”期间	(90)
3.3.3	“滞胀”结束至今	(92)

第4章 货币政策透明度与政策可信度	(95)
4.1 货币政策透明度概述	(96)
4.1.1 货币政策透明度的概念	(96)
4.1.2 货币政策透明度的分类	(98)
4.1.3 货币政策透明度的衡量	(99)
4.2 货币政策透明度与可信度	(104)
4.2.1 货币政策透明度对政策可信度的作用机理	(104)
4.2.2 透明度对货币政策有效性的实证分析	(108)
4.2.3 越透明越好吗	(111)
4.3 货币政策透明度的实践	(116)
4.3.1 英格兰银行	(118)
4.3.2 新西兰储备银行	(120)
第5章 货币政策规则与政策可信度	(123)
5.1 货币政策规则概述	(124)
5.1.1 规则的出现与演进	(124)
5.1.2 工具规则与目标规则	(126)
5.1.3 规则与可信度	(129)
5.2 固定汇率制度的可信度分析	(130)
5.2.1 固定汇率制度	(131)
5.2.2 固定汇率制度的不稳定性	(133)
5.2.3 固定汇率制度的可信度评价	(135)
5.3 货币数量规则的可信度分析	(136)
5.3.1 固定增长率规则与货币数量规则	(137)
5.3.2 货币数量规则的可信度评价	(140)
5.4 泰勒规则的可信度分析	(141)
5.4.1 泰勒规则及其适用性	(141)
5.4.2 泰勒规则的可信度评价	(145)
5.5 货币政策规则与灵活性	(145)
5.5.1 货币政策规则日益趋向灵活	(146)
5.5.2 小结	(150)

第6章 通货膨胀目标制与货币政策可信度	(152)
6.1 通货膨胀目标制概述	(153)
6.1.1 通货膨胀目标制的起源	(153)
6.1.2 通货膨胀目标制的定义	(154)
6.1.3 通货膨胀目标制的要素	(155)
6.1.4 通货膨胀目标制的特点	(157)
6.1.5 通货膨胀目标制与规则的异同	(161)
6.2 通货膨胀目标制的可信度分析	(163)
6.2.1 通货膨胀目标制与政策透明度	(163)
6.2.2 通货膨胀目标制与央行独立性	(164)
6.2.3 通货膨胀目标制的责任性	(165)
6.2.4 通货膨胀目标制的可信度分析	(166)
6.3 通货膨胀目标制的实际效果	(168)
6.3.1 是否很好地控制了通货膨胀	(169)
6.3.2 是否改变了通货膨胀和增长(或就业)的关系	(171)
6.3.3 是否能够锚定公众的预期	(172)
6.3.4 能否应对外部冲击	(174)
6.4 通货膨胀目标制在新兴市场国家的适用性	(174)
6.4.1 通货膨胀目标制的前提条件	(174)
6.4.2 新兴市场国家实行通货膨胀目标制后的表现	(176)
6.5 通货膨胀目标制对中国的启示	(180)
6.5.1 中国实行通货膨胀目标制的条件尚不成熟	(181)
6.5.2 中国宜采用类通货膨胀目标制	(184)
第7章 美联储与欧洲央行的货币政策可信度分析	(191)
7.1 美联储	(191)
7.1.1 美联储的独立性	(192)
7.1.2 货币政策透明度	(195)
7.1.3 货币政策的规则	(198)
7.1.4 货币政策可信度的检验	(201)
7.2 欧洲中央银行	(204)
7.2.1 欧洲央行的独立性	(204)

7.2.2	货币政策透明度	(206)
7.2.3	货币政策的规则	(208)
7.2.4	货币政策可信度的检验	(210)
参考文献		(215)
后 记		(226)

绪 论

《货币经济学手册》的前言中写道，“货币经济学所表现的，是先验的理论推理与不断发展的经验证明之间的相互依存关系，虽然此二者间的共生性有时未必那么充分。”货币政策可信度的理论与实践之间的关系，正是这样一个鲜明的例证。

一、研究货币政策可信度的意义

顾名思义，货币政策可信度指的是市场主体对于中央银行致力于维持价格稳定这一货币政策目标，并最终取得成功的决心和能力的信任程度。货币政策可信度研究的对象，是市场主体对未来货币政策的预期对于货币政策的反作用，以及进而对货币政策有效性的影响。

凯恩斯主义者并不重视微观市场主体的预期对宏观经济政策的反作用。他们将经济政策的作用过程视为是单向的，即政策制定者通过调整利率、税率等经济变量，来影响市场主体的行为；同时政策制定者可以对经济进行相机的干预，所谓“逆风而行”。这一思想最为形象的表达方式就是菲利普斯曲线，它为政策制定者提供了一份详尽的菜单，帮助后者在通货膨胀和就业这两个宏观经济目标之间寻找最优的搭配。

但经济政策的制定和执行远没有这么简单。随着现代信息技术的飞速发展，各类信息的搜寻成本极大地降低，使经济主体的理性预期对包括货币政策在内的经济政策所做出的回应更加迅速和准确。理性预期不仅指导着经济主体的投资和消费行为，而且对各种宏观调控政策形成了动态反馈。随着理性预期理论的出现，以及博弈论被引入宏观经济政策分析领域，货币政策可信度的研究开始有了深厚的理论基础和强大的分析工具，并逐渐

成为货币经济学家们研究的重点之一。经济政策的作用过程变为双向的、重复博弈的过程。

市场主体会根据自己对未来货币政策的预期，来调整自身的消费和投资行为。众所周知，预期具有自我实现功能（self-fulfilling）。就物价水平而言，当人们普遍认为价格水平会上涨时，人们会要求提高自己下一期的工资水平，增加当期的消费；企业会提高所生产商品的价格，从而使得总的物价水平出现上涨，通货膨胀成为现实。此时，如果中央银行采取紧缩的货币政策，以降低通货膨胀，必将遇到较大的阻力，因为一旦人们的通货膨胀预期已经形成，短期内想改变难度很大。

如果一国央行的货币政策具有较高的可信度，也就是说，人们相信中央银行有决心也有能力保持物价的稳定，将通货膨胀控制在自身所承诺的水平之下（或范围之内），人们就会根据央行所承诺的未来通货膨胀率水平来确定自己的投资和消费行为，确定自己下一时点的工资要求和商品价格，保持合理的消费水平。在这种情况下，中央银行可以较容易地维持物价的稳定。

反之，如果一国央行的货币政策不具有可信度，要么是有意欺骗市场主体，要么是并没有足够的决心和能力维持低的物价水平，那么人们不会相信央行做出的控制通货膨胀的承诺，而会按照自己对该国央行货币政策的判断来确定预期的通货膨胀水平。判断的根据是多种因素的总和，包括以往中央银行控制物价水平的记录、当下的宏观经济形势，以及央行的独立性和货币政策的透明度等。

在很多研究中央银行理论和货币政策的文献中，中央银行的声誉和货币政策的可信度是等同的。但也有少数经济学家认为两者存在着区别，如美国经济学家泰勒（Taylor，1992）就认为，声誉一般针对政策制定者而言，而可信度则是针对政策本身而言。另外，一位有信誉的央行或央行行长，并不意味着其所有的货币政策都是可信的。

二、货币政策可信度研究的变迁

任何经济理论的诞生和发展，都与现实经济生活中的重要矛盾相伴而生。当世界范围内或某一国家的经济发展遇到了巨大的障碍，矛盾越来越

尖锐甚至激化，往往预示着经济学理论的春天来临。货币政策理论在过去的百年里不断演变、进化、完善，就是这样一个活生生的例子。而具体到货币政策的操作方式，同样在这百年的时间长河里，在经济学家们的辩争中，在货币政策实践的有力印证下，逐渐演变着，整个图景越来越清晰而全面地呈现在人们面前。关于货币政策可信度的研究，正是针对货币政策操作方式而言的，即如何操作货币政策才能提高政策的可信度，并最终提高政策的有效性。

追根溯源，关于货币政策可信度理论与实践的演变历程，可以划分为以下四个阶段。

第一阶段：金本位期间：规则为主，兼具相机抉择特点

理论上讲，在这一阶段，货币政策按照金本位的机制自动发挥作用。金本位制保证在任何时候通货都可以兑换成黄金，使得一般价格与金价保持均衡。如果一国的国际收支出现失衡，则可以通过黄金的流入和流出来自动调节。只要金价保持相对稳定，就可以通过这一自动调节机制保持本国物价的稳定，从而控制住通货膨胀。这是一种规则的做法。但实际上，金本位制下的货币政策也不乏灵活性。采取金本位制的国家有时会因为战争或政治原因，并不严格地遵守这一制度，导致货币政策中包含了许多相机抉择的因素。

第二阶段：凯恩斯主义时期：相机抉择占据上风

1929~1933年发生在世界范围内的经济危机（又被称为“大萧条”），在世界经济和金融史上具有非常重大的意义。大萧条不仅直接促进了以凯恩斯主义为主要内容的宏观经济学的诞生，同时其自身也成为经济学研究的一个分支学科。凯恩斯主义者认为，宏观经济本身是不稳定的，政府对于宏观经济应积极加以干预，通过采取“逆风向而动”的经济政策来调控经济。即当宏观经济处于通货膨胀状态时，政府应采取紧缩的财政和货币政策来加以抑制。相反，如果经济增长缺乏动力，政府应用扩张的财政和货币政策来刺激需求，从而拉动经济的增长。政府对经济的积极干预，体现在货币政策操作上，被称为是“积极行动主义（activist）”，是一种典型的相机抉择的操作方法。

凯恩斯主义的代表性人物之一，英国经济学家菲利普斯曾根据英国的实证经验数据，得出了关于失业率和通货膨胀率之间关系的菲利普斯曲线。这一度成为凯恩斯主义者进行政策建议的理论基础。菲利普斯曲线的主要

含义是，通货膨胀与失业率呈负相关关系。一国政府为了降低失业率，缓解政治压力，可以通过提高通货膨胀率的方式来达到目的。在该曲线的指导下，通货膨胀率和失业率是一一对应的关系，政府可以像在菜单中点菜一样，自主决定不同的通货膨胀率和失业率的组合。这一曲线为“积极行动主义”的货币政策操作提供了指南。

“积极行动主义”的货币政策在石油危机发生之前的近 30 年时间里，获得了比较成功的运用。因此在这一阶段，在相机抉择和规则的较量中，前者占有明显的上风。主流经济学家们认为相机抉择优于规则制的原因有两点：首先，任何好的规则都可以为相机抉择所采用，而且它应对意外冲击的灵活性又是规则制所欠缺的。其次，市场是无法实现自我均衡的，中央银行可运用相机抉择的货币政策对经济进行微调，提高社会福利。

随着博弈论和理性预期理论的出现，人们发现菲利普斯曲线在预期的影响下，开始变得不稳定，通货膨胀率和失业率之间不再是显著的负相关关系，在某些时候甚至斜率为正。而且，由于多年实行刺激经济增长的宏观经济政策，在石油危机的催化下，西方世界进入被称为“癌症”的经济滞胀。这使人们对相机抉择的货币政策操作产生了根本性的质疑和否定。

第三阶段：“滞胀”与“后滞胀”时期：重归规则主义

20 世纪 70 年代至 80 年代初期，石油危机直接引发了全球性的滞胀现象。在与这一痼疾长期而艰苦的斗争中，经济学家和央行官员们开始意识到，从长期来看，货币政策并不具有促进经济增长的能力，物价稳定应成为货币政策唯一的目标。以弗里德曼为代表的货币主义学派对相机抉择的货币政策操作进行了批判，认为积极的、相机抉择的反周期政策不仅不具有稳定作用，甚至其本身就是导致经济不稳定的一个原因。因此他提出要约束政府和中央银行释放过量货币的倾向，应按照稳定的货币增长率规则行事。这就是著名的“单一规则”。“单一规则”的核心思想，除限制货币供应外，还在于它代表着央行向市场主体做出的不实行通货膨胀政策的承诺，这一承诺通过稳定市场主体的预期，提高货币政策的可信度。西方主要国家正是奉行了这一规则，严格控制货币供给，最终摆脱了滞胀的泥潭。在这一阶段，规则在与相机抉择的较量中显然占了上风。

此时在经济学理论界，理性预期学派的思想已经大行其道，旗下有众多的拥趸。而博弈论这一强大的分析工具也被引入经济政策分析领域。基

于这两大理论基石,1977年,美国经济学家基德兰德和普雷斯科特提出了关于政策制定的动态不一致性理论。这一理论认为,即使一国央行的目标与社会福利的目标一致,由于缺乏承诺,仍然无法达到社会福利的最优化和最大化。因此,货币政策制定者应该事先向公众承诺,按照一定的规则来执行货币政策。在这一理论的指导下,世界各国央行在货币政策操作上纷纷开始向规则制转变。

这一期间,涌现了大量的货币政策规则。除“单一规则”外,较为著名的还有泰勒规则、盯住GNP规则、固定汇率制度等。新的问题出现了:尽管规则的数量众多,但人们很难区分出最优的规则。即便央行选择了最优的规则,也不可能严格按照这一规则行事。美国经济学家泰勒通过对以往数据的分析,认为美国遵从的是一种实际利率中性的规则(该规则被称为泰勒规则),但其实美联储从未按照泰勒规则来确定下一步的利率水平。包括中国在内的一些国家号称实行的是货币数量规则,但实际上每年的实际货币供应量远远偏离最初承诺的目标。这就使货币政策规则陷入一种颇为尴尬的境地。规则制也受到了一些经济学家的批评。他们认为,货币政策规则在解决了动态不一致性的同时,也存在一些明显的缺点,如单一货币规则过于僵化,无法对意外的经济冲击做出积极响应。

规则制受到质疑的尴尬境地也是可以理解的。一国的宏观经济如此复杂,充满了不确定性。没有人能够很好地预知经济未来的情况,因此以一个一成不变的规则来应对复杂多变的经济,其效果无疑是让人起疑的。但如果随时根据经济形势的变化来调整货币政策,难免出现动态不一致问题,导致社会总福利水平的降低,不仅通货膨胀没有降下来,可能还增加了经济的波动性。

那么,有没有一种能够兼顾规则性和灵活性的货币政策操作方法,能够及时地应对经济中的意外冲击?人们渐渐意识到,在解决动态不一致性问题时,似乎实行规则制并不是唯一的求解方向。换句话说,问题的关键可能并不是要不要实行规则制,以及实行何种规则是最优的,而在于如何才能既较好地稳定市场主体对于通货膨胀的预期,又能及时调整政策,应对各种外来的经济冲击,从而熨平产出的波动。此时人们发现,应该从货币政策的可信度入手,挖掘好的货币政策的要素,而不是严格拘泥于一个静止的规则。也就是说,从政策可信度的视角,可以寻求到解决动态不一致性问题的更为全面的解答来。

第四阶段：通货膨胀目标制阶段：可信度与灵活性兼顾

进入 20 世纪 80 年代末期和 90 年代初期后，世界经济环境出现了新的情况：首先是长达 10 年之久的滞胀已经被成功地控制住。世界各国尤其是发达国家的中央银行在与通货膨胀的斗争中，逐步积累了控制通货膨胀的经验，同时货币政策的理论与实践有了长足的进步。在随后的 20 年左右时间里，世界各国未出现明显的通货膨胀，各国的中央银行控制通货膨胀的决心和能力得到了社会公众的信任，货币政策可信度明显增强。其次是世界范围内的经济全球化和金融全球化进程在不断加速。世界各国经济一体化程度在提高，外来冲击传播很快，程度不断加强。这意味着以前发生在某个国家或区域的经济冲击，会在较短的时间内迅速向世界其他国家蔓延，各国央行需要面对的经济冲击呈现出数量众多、发生频繁、充满不确定性的特点。

此时，货币政策面临的主要任务和挑战发生了变化。如果说 20 世纪 70 年代货币政策面临的主要挑战是价格水平不断攀升的话，那么现在在通货膨胀压力依然存在的情况下，经济环境的不确定性在增加，外来经济冲击传染性增大。此时的货币政策再以反通货膨胀为唯一目标已经显得不足，灵活应对各种各样的经济冲击已成为各国央行不可推卸的职责。此时货币政策面对的主要任务由单纯地维持物价稳定转变到在维持低通胀水平的同时，降低经济的过度波动所带来的危害。体现在货币政策操作上，既要克服政策的动态不一致性，又要应对经济可能遭受的意外冲击。前者要求货币政策需要具有较高的可信度，后者则要求具有一定的灵活度，避免过于僵化。于是，关于规则制与相机抉择的研究开始转变为关于可信度与灵活性的研究。

作为一种兼顾可信度与灵活性的货币政策框架，通货膨胀目标制自 1989 年以后，开始大为流行起来。越来越多的工业化和非工业化国家开始采用这一制度，更多的国家则将在未来的几年里采用这一制度。可以说，世界范围内的货币政策制度将进入通货膨胀目标制时代。

三、本书试图回答的三个问题

本书试图回答以下三个问题：为什么研究货币政策可信度？货币政策可信度包括哪些内容？央行如何建立高的货币政策可信度？

第一个问题：为什么研究货币政策可信度？

第一个原因，在于博弈论和理性预期理论的出现，使得经济学家们对预期宏观经济政策的反作用有了深入的认识。早期的经济学理论认为，一国的宏观经济就像是一个宏大而又精密的系统，宏观经济政策经由决策者制定后，单向地传导到各类市场主体，引导着市场主体的行为。博弈论和理性预期理论则认为，宏观经济政策产生效果的过程并没有那么简单，以货币政策为代表的宏观经济政策发挥作用的路径不再是单向的，而是一个重复博弈的过程。在这一过程中，市场主体的预期对于政策本身起到明显的反作用，使得政策的有效性决定于政策决定者和市场主体之间的博弈以及博弈最终达到的均衡。既然预期对于货币政策的有效性起着不容忽视的作用，那么这一作用的机理是什么呢？该如何利用这一预期来提高货币政策的效果呢？研究货币政策可信度，就是对这一问题的思考和探索。

第二个原因，在于二十多年来，世界各国央行在追求货币政策可信度上的实践。布雷顿森林体系实行期间，世界上的大多数国家采取了盯住发达国家（主要是美国）货币的固定汇率制度。布雷顿森林体系崩溃后，世界上主要发达国家都采用了浮动汇率制度，很快在资本主义世界各国，开始流行以货币供应量为中间目标的货币数量制规则。随着该规则在实践中越来越不适应新的经济环境，许多国家的央行开始逐渐转向通货膨胀目标制。在不断演进的实践中，一直贯穿着一个主题，即寻找货币政策的名义锚（nominal anchor）。而寻找名义锚不仅在于为中央银行确定一个制定货币政策的目标，根本的目的在于为市场主体确定一个评价本国货币政策可信度的标杆。因此，研究货币政策可信度，可以为百年来货币政策理论与实践的演进，提供一个好的分析视角。

第三个原因，在于我国中央银行提高货币政策效果的探索。自成立中国人民银行以来，我国在货币政策实践方面有了长足的进步。货币政策目标进一步明确而集中，货币政策工具不断丰富，货币政策的制定也日趋精细化。但由于种种因素的影响，我国货币政策的可信度距发达国家存在较大的差距。我国中央银行的独立性、货币政策的透明度都相对偏低，所实行的盯住货币供应量的规则也名存实亡。多年来，由于种种因素的存在（如货币传导机制不畅通、市场主体行为不规范等），我国货币政策的有效性较低。自2007年以来，我国货币政策更是受到越来越多的关注和批评。在这一轮世界性的通货膨胀中，中国人民银行的一些政策纰漏由于欠缺透

明度而被放大，使得货币政策的可信度进一步下降。顺应国际潮流，2006年12月11日，中国人民银行行长周小川在财经年会上强调，影响通货膨胀的最主要因素可能不像过去说的只是货币数量、货币供应量，更主要的是通货膨胀预期。因此，我国中央银行也应将提高货币政策可信度提上议事日程。

第二个问题：货币政策可信度包括哪些内容？

影响一国货币政策可信度的因素是多方面的，既有货币政策框架和操作的具体内容，也有与货币政策间接相关的制度、体制、历史等因素。对于前者来说，包括央行官员的声誉、中央银行相对于政府的独立性、货币政策的透明度、是否遵循某种规则、是否具有明确的通货膨胀目标等。对于后者来说，包括政府的合法性、财政状况是否稳健、金融系统是否健康、中央银行是否长期保持着低通货膨胀率的记录等。具体如下：

(1) 央行官员的声誉指央行官员是否给社会公众留下了厌恶通货膨胀，并有能力控制通货膨胀的印象。

(2) 央行的独立性指中央银行是否能够不受政府的政治因素影响而独立地操作货币政策。因为政府一般被认为具有刺激经济增长和增加就业的动机，而私人部门更倾向于低的通货膨胀率。

(3) 货币政策的透明度指中央银行是否就货币政策的制定与操作的各类相关信息，与社会公众进行了有效的沟通。透明度高的货币政策更容易赢得社会公众的信任。

(4) 规则制指中央银行是否向社会公众承诺将按照某一规则来操作货币政策。这被视为一种对中央银行的硬约束，一旦中央银行违背承诺，将冒失去声誉的巨大风险。而敢于承诺按规则行事的中央银行必会获得更多的信任。

(5) 明确的通货膨胀目标同样是一种具有说服力的承诺，因而也是一种很强的约束。如果中央银行能够实现承诺的通货膨胀目标，将会提高自身声誉。

(6) 政府的合法性意味着一个民选政府的货币政策将比一个专制政府的货币政策更为可信。

(7) 稳健的财政状况意味着如果一国财政状况良好，无须通过向中央银行借款来弥补赤字，则货币政策将更为独立，实行通货膨胀政策的可能性将降低。

(8) 健康的金融系统指金融机构资产状况良好，不会逼迫中央银行行使最后贷款人角色，这将降低中央银行的声誉。

(9) 中央银行的通货膨胀记录。这意味着事实胜于雄辩。如果一国央行能够用良好的历史记录来证明自己实现价格稳定的能力，则其将享有高度的声誉。美联储前任主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）认为，在不损害经济增长的条件下，把物价稳定在低水平的时间越长，货币政策的可信度就越高。

在以上诸多的影响因素中，一些重要的因素包括央行的独立性、货币政策的透明度、货币政策规则等，都将在本书的不同章节中加以分析。

第三个问题：央行如何建立高的货币政策可信度？

从历史的角度来看，各国中央银行为提高货币政策可信度，尝试了一些不同的货币政策策略，其中具有一定的规律。在布雷顿森林体系期间，大部分的国家实行的是固定汇率制度，该制度起到了货币政策名义锚的作用，能在一定程度上稳定市场主体对通货膨胀的预期。布雷顿森林体系崩溃之后，恰逢石油危机爆发，大部分国家的中央银行转而实行以控制货币供应为主要目的的固定货币数量制。这一规则的实施，在一定程度上帮助以美国为首的一些发达国家挣脱了滞胀的泥潭，但也将经济一度引至衰退。随着货币政策作用环境的变化，固定货币数量制越来越失去了名义锚的作用。一些国家开始摒弃这一规则，转而采取通货膨胀目标制，另一些国家则采取了折中的方案，同时盯住通货膨胀率和货币数量两个目标。在这些过程中，各国根据文化、历史、经济、社会等各方面的不同，有一些各具特色的做法，也体现出一致的规律：各国在货币政策的目标设定和具体操作方面与市场公众进行积极有效的沟通，中央银行独立操作货币政策的权力等方面在不断提高。这些做法将在本书各相关的章节加以介绍。