



博士金融学丛

基于互动学习的 货币政策信息传导机制研究

储峥◎著

RESEARCH ON MONETARY POLICY INFORMATION TRANSMISSION
MECHANISM BASED ON INTERACTIVE LEARNING



中国金融出版社

博士金融学丛

基于互动学习的货币 政策信息传导机制研究

储 峥 著



中国金融出版社

责任编辑：丁 芊

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

基于互动学习的货币政策信息传导机制研究 (Jiyu Hudong Xuexi de Huobi Zhengce Xinxi Chuandao Jizhi Yanjiu) / 储峥著. —北京：中国金融出版社，2013. 11

(博士金融学丛)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7141 - 8

I. ①基… II. ①储… III. ①货币政策—研究 IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 230379 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 13.75

字数 233 千

版次 2013 年 11 月第 1 版

印次 2013 年 11 月第 1 次印刷

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7141 - 8/F. 6701

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

本书受以下项目资助：

上海市教育委员会重点学科（第五期），金融学 J51601

上海市教育委员会一流学科（B 类）培育，应用经济学

总 序

2008 年那场发生于大洋彼岸波及全球的金融危机似乎还在持续发酵。这场危机让我们体会到了金融是经济的核心的深刻内涵，那就是金融必须引领经济发展，但金融决不能离开实体经济太远。这场危机让我们感受到了金融中心的巨大魅力，那就是及时纠错、适时调整的体制机制，以及引领其他金融体系走出危机的示范效应。这场危机让我们更坚定了对建设金融中心的决心和信心。

2009 年，国务院发布了《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》的文件，明确了上海建设国际金融中心和国际航运中心。《上海市国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》中提出：到 2020 年上海要基本建成与我国经济实力和国际地位相适应、具有全球资源配置能力的国际经济、金融、贸易、航运中心，基本建成经济繁荣、社会和谐、环境优美的社会主义现代化国际大都市，为建设具有较强国际竞争力的长三角世界级城市群作出贡献。党中央、国务院结合上海的发展形势，提出了上海建设国际经济、金融、贸易和航运中心“四个中心”，并将此确立和提升到国家的重要发展战略的层面上。

2013 年 2 月，在上海市十四届人大一次会议上韩正书记明确提出了国际金融中心在上海“四个中心”建设中居于核心地位，全面推进上海国际金融中心建设成为上海“四个中心”建设和社会主义现代化国际大都市建设的核心。目前，上海国际金融中心建设取得了重要进展，2012 年前三季度，上海市金融业增加值 1667.3 亿元，同比增长 12.1%，占全市同期 GDP 的 11.6%。金融市场交易快速增长，2012 年 1 月至 11 月，上海金融市场交易总额为 477.8 万亿元，同比增长 26.8%。金融市场融资功能稳步提升，2012 年 1 月至 11 月，上海金融市场直接融资额达 3.5 万亿元，同比增长 31.3%。截至 12 月末，上海市已有 101 家小贷公司获批设立，2012 年累计放贷 711.7 亿元，贷款余额为 149.8 亿元；80 家融资性担保机构审批通过，融资性担保余额近 450 亿元。2012 年主要

市属机构的规模和经营实力也进一步提升,截至2012年三季度末,上海市属14家金融机构总资产为5.2万亿元,比2011年末增加15.2%,营业收入和净利润分别达到2331亿元和460亿元,同比增加12%和9.5%。2012年1月至11月,上海全市金融业共实现税收收入838.6亿元(不包括证券交易印花税),同比增长15.2%,占上海市税收总量的11.8%。

作为一所地处国际金融中心建设腹地并且具有60余年金融教育悠久历史的院校,上海金融学院旗帜鲜明地确立了以金融学科为核心,以培养卓越金融人才为目标,积极响应与主动对接上海国际金融中心建设的需要,力争为上海国际金融中心建设添砖加瓦。上海金融学院国际金融学院作为学校金融学科建设与研究的主力军,有责任、也有义务为推动金融学科的建设与发展作出相应的努力,为上海国际金融中心的建设奉献自己的力量。

目前国际金融学院正承建上海市教育委员会金融学重点学科建设项目(J51601)和上海市应用经济学一流学科建设(培育)项目。通过该项目的建设,国际金融学院不仅希望促进本学院更好地发展,更重要的是希望推进金融学科的完善和金融问题研究的深化,锻造一支高素质的金融专业教师队伍,并以此强化应用型金融人才的培养。

近年来,学院的年轻博士活跃在金融教育、金融研究的第一线,他们在金融产品、金融市场、金融制度等方面都作出了具有各自见解的研究,其成果对于丰富当前金融问题的研究,具有一定的补充作用;对于推进上海国际金融中心的建设,具有重要的参考与借鉴价值。为此,我们将他们的研究成果集结为一套“博士金融学丛”,以成果专著的形式公开出版。希望“博士金融学丛”的出版能激发大家对金融理论的进一步探讨,对金融实务的进一步创新,借以提升人们对金融中心建设的使命感、责任感。

贺 瑛
2013年2月

摘 要

本书以互动学习方式为主线，以央行和社会公众之间的高阶信任、信息结构为分析对象，论述学习行为对社会信息结构、货币政策信息传导机制和货币政策调控框架的影响，对我国公众学习行为和通胀预期进行实证分析，提出相关建议。

引言部分说明了选题背景、研究的问题、本书的结构与研究方法、主要结论与创新点。

第二章对与选题相关的国内外文献进行了梳理。关于预期与预期形成、公众与央行学习行为、货币政策透明度、社会信息结构、货币政策传导机制的文献非常丰富，国内外学者从不同视角、以不同国家为分析对象进行研究，学术成果既反映了宏观调控理论与实践随时间演变的情况，也揭示了公众行为对宏观调控的主动性影响增强。对于央行和公众之间的互动关系的研究成果相对较少。

第三章围绕公众和央行学习行为、学习机制、预期形成等方面的内容展开论述。最常见的学习方式是理性学习与适应性学习。在互动学习方式下，公众和央行之间存在信息和预期互相依赖、互相影响的动态过程。央行被认为具有信息优势，在公众预期形成过程中的影响权重高。公众预期也通过央行的决策表现出来，反映在央行学习、决策行为的调整过程中，否则，则说明信息传导的无效率。但是，高阶信任有一定的负面作用。公众依赖央行预测结果，降低了自身进行预测的动机，预期调整速度降低，对经济冲击真实的反应情况难以体现出来。公众学习存在一个从 PLM 到 ALM 的不断调整的过程，对央行的高阶信任决定了学习的速度和对央行预测结果的接受程度。互动学

习机制说明信息双向传导的重要性。

第四章首先分析了货币政策透明度“悖论”问题，即央行和公众预测的准确程度并没有随之提高。央行具有信息优势，提高了高阶信任的权重，产生了对私人信息的“挤出效应”。中央银行需要选择一个合适的信息披露程度。互动学习使得央行和公众有扭曲政策反应的动机。私人信息和公开信息之间相互“挤出效应”导致了有价值的信息量减少，信息准确程度下降。公众和央行之间是信息替代时，没有增加社会信息量。微观主体的信息准确程度影响到央行的信息来源。在信息分散的情况下，央行和公众之间是信息互补的关系，社会信息总量增加。因此，保持信息的分散对于微观主体和央行都有重要意义。

第五章论述货币政策信息传导机制。货币政策信息传导机制将信息与预期联系在一起，中央银行向社会发布公开信息，发挥高阶信任协调预期的作用，包括信息发布与信息反馈两个过程。信息传导机制具有双向信息传导、动态互动、前瞻性的特点，说明央行和公众在信息传导过程中的互动关系，学习速度、公开信息、高阶信任等都具有“双刃剑”的特点。信息传导机制的有效性取决于央行和公众对学习行为、公开信息和高阶信任正反两方面作用的均衡。信息传导机制影响货币政策调控框架相关内容。基于前瞻性操作与管理预期的要求，中央银行需要对货币政策规则、中介目标、工具、信息沟通内容等进行相应的调整。

第六章是分析我国货币政策信息传导机制的主要内容、特点、存在的问题以及造成问题的原因。由于受到缺少量化的最终目标、央行独立性较弱和货币政策透明度不高等因素的制约，我国货币政策信息传导机制体现出没有双向信息流动、互动动态的特点，难以起到稳定公众预期的作用。央行与市场沟通互动少，不提供前瞻性的信息，没有弥补名义锚缺失的有效措施。

第七章针对我国货币政策的信号作用与公众学习行为进行实证分析。对于学习能力相对较高的人群，由于反应过度，增加的信息披露并没有降低预期的不稳定性。公众的学习能力对于央行稳定预期的意

图是一把“双刃剑”。在缺乏明确的调控目标、公众采取适应性学习的情况下，信心指数自身和CPI水平对预期形成的影响程度高且持续，名义GDP增速的影响小于预期，公众存在一定程度的通胀恐慌。有约束力的调控目标释放出的信号、可靠明确的价格信息对居民通胀预期有直接且持续的影响，通胀预期与经济增长目标之间互为格兰杰原因的关系说明了管理预期对实现调控目标的重要性。

第八章首先分析了美国、通胀目标制国家和欧洲央行的成功经验。它们都注重提高货币政策决策透明度，及时宣布央行会议的决定，公布详细的决策过程，加强说明与宣传，减少对决策的误读与不解。我国中央银行可以采取基于规则的调控方式，既不受单一目标限制，又可以弥补名义锚缺失和决策透明度不高的问题，为公众评价央行行为提供一个标准。量化物价稳定指标，设置一个合理波动区间，赋予物价稳定和经济增长目标不同的权重。央行应增加前瞻性信息的披露，提高公众对这部分信息的学习能力。中介目标的设置应关注公众预期的变化。增强央行和金融监管部门分支机构在信息收集和决策中的作用。增加信息沟通方式，加强货币政策委员会与市场沟通。

第九章是全书的总结。

关键词：互动学习 预期管理 社会信息结构 货币政策信息传导机制 货币政策规则

Abstract

The dissertation focused on the interactive learning, analyzed the higher-order belief, information structure between the central banks and the private and analyzed the influence of learning activities on the social information structure, monetary policy information transmission mechanism and the framework of monetary policy. The author testified the private learning activities and inflation expectation in China and provided corresponding suggestion.

The part of introduction explains the background, main problems, structure of the dissertation, methodology, main conclusions and innovation points.

Chapter Two reviewed relative research results of native and international researchers. There are lots of literature on expectation and expectation formation, learning activities of central banks and the private, monetary policy transparency, social information structure and monetary policy transmission mechanism. Researchers have already analyzed above problems from different aspects and different countries. Their literature review not only showed the evolution routine of macro-economic control theory and practice as time changes, but also showed that the private intentionally actively affects macro-economy control. The research result on the interactive relationship between central banks and the private is relatively rare.

Chapter Three analyzed the learning activities of central banks and the private, learning mechanism and expectation formation. The rational learning and the adaptive learning are most popular. In the interactive learning mechanism, there are inter-dependent and inter-influential dynamic procedure between the central bank and the private. The central bank has relative information advantage and has a high weight on the private expectation formation procedure. The private expectation also affects the central bank decision procedure which is shown by the central banks learning and decision ac-

tivities. Otherwise, the information transmission mechanism is inefficient. However, higher-order belief has negative influence. The private depend on the forecast results from the central bank and has little motive to judge by themselves. So, the expectation adjustment speed decreases and it is hard to show the true reaction to the economy shock of the private. The private learning activities adjust continuously from PLM to ALM. The higher-order belief of the central bank decides the learning speed and the extent to which the public forecast result is accepted. The interactive learning mechanism testified the importance of the two-way information transmission.

Chapter Four first analyzed the paradox of monetary policy transparency, that is to say, the accuracy of the forecast results from the central bank and the private did not increase with higher transparency. The central bank has information advantage and has a higher weight of the higher-order belief, which crowds out the private information. The central bank should decide an appropriate extent to reveal public information. The interactive learning between the central bank and the private creates the motive to distort the policy reaction. The crowd out effect between private and public information decreases the valuable information and leads to less accuracy of information. When the substitution exists between the central bank and the private, the total volume of information does not increase. The accuracy of private information affects the information resources of the central bank. When the information is dispersed, the central bank and the private has information complementary structure which increases the total volume of social information. So, it is important to keep information dispersed to both the central bank and the private.

Chapter Five analyzed the monetary policy transmission mechanism. The information transmission mechanism links information and expectation. The central bank issues public information and guide the expectation by higher-order belief, which includes information issue and reaction procedures. The information transmission mechanism has such characteristics as two-way information transmission, dynamic and interactive and forward-looking, which shows the interactive relationship between the central bank and the private during the procedure. Learning speed, public information and higher-order belief has the characteristics of two-edged weapon. The efficiency of information transmission mechanism depends on the equilibrium of both positive and negative function of learning activities, public information and higher-order belief by both the central bank

and the private. The information transmission mechanism affects corresponding parts of the monetary policy framework. According to the requirements of forward-looking operation and management of expectation, the central bank should adjust monetary policy rule, intermediate aim, instruments and the content of information communication.

Chapter Six analyzed the main content and characteristics, existing problems and reasons of problems of monetary policy information transmission mechanism in China. Because of the shortage of quantified ultimate aim and low degree of independence and transparency, the information transmission mechanism does not have the advantage of two-way information transmission or dynamic and interactive procedure, which is hard to stabilize the private expectation. The central bank seldom communicates with the private or provides forward-looking information. There is no efficient measure to compensate the shortage of nominal anchor.

Chapter Seven empirically analyzed the signal role of monetary policy and the learning activities of the private in China. To those people with higher learning ability, the increased information did not decrease the instability of expectation due to the over-reaction. The learning ability of the private is a two-wedged weapon to the central bank's intent to stabilize the expectation. When there is no definite control aim or the private applied adaptive learning method, the confidence index itself and CPI has high and last effect on expectation formation, the effect of GDP growth rate is less than expected and there is certain inflation scares. The aim with restriction and reliable price information has direct and long effect on private inflation expectation. The Granger relationship between the inflation expectation and GDP growth rate shows the importance to manage expectation to realize the control aim.

Chapter Eight first analyzed the success of the Fed, Bank of England and ECB. They pay high attention to increase the transparency of monetary policy, announce the policy decision timely, reveal the details of decision procedure and strengthen explanation and propagation to decrease the misunderstanding and error of decision. PBC could accept rule-based control measure which means that the central bank would not be restricted by the single aim and can solve the problem of the shortage of nominal anchor and low degree of transparency. Such measure provides a standard for the private to judge the central bank action. PBC should set a level of stabilization of price and provide a reasonable fluctuation zone. PBC should give the aim of stabilization

of price and the growth rate different weight. PBC should provide more forward-looking information and increase the private learning ability of such information. The intermediate aim should pay attention to the private expectation. The branches of PBC and supervision authorities should play important role in collecting information and decision procedure. More communication measures should be applied and The Monetary Policy Committee should strengthen the communication with the private.

Chapter Nine concludes the whole dissertation.

Key Words: Interactive Learning; Expectation Management; Social Information Structure; Monetary Policy Information Transmission Mechanism; Monetary Policy Rule

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究的问题	1
一、问题提出的背景	1
二、研究的主要问题	4
三、选题意义	5
第二节 基本结构和研究方法	5
一、基本结构与结构图	5
二、研究思路和方法	6
第三节 主要结论和创新点	8
一、主要结论	8
二、创新点	10
第二章 文献综述	12
第一节 预期、预期形成与调整	12
一、预期的分类	12
二、有限理性与近似理性	14
三、预期调整	15
第二节 学习行为与预期管理	16
一、公众学习与货币政策	17
二、央行学习行为与货币政策	18
三、央行和公众学习行为的相互影响	20
四、名义锚与预期管理	20
第三节 货币政策信息传导与社会信息结构	23
一、对于央行是否具有信息优势的争论	23
二、货币政策信息传导作用的实证检验成果	24

三、适度货币政策透明度与社会信息结构	25
四、货币政策传导途径	27
第四节 关于我国公众学习和货币政策传导机制的研究成果	28
一、关于我国公众学习行为的分析	28
二、我国公众预期形成与预期管理	28
三、我国货币政策信息传导的途径	31
四、对我国货币政策传导机制的研究	33
五、中外学者研究成果的比较	33
第五节 本章小结	34
第三章 央行、公众学习行为与互动学习方式	36
第一节 学习行为与学习机制	36
一、常见的学习方式	36
二、学习机制与预期	39
第二节 公众和中央银行的学习行为	43
一、公众学习行为的表现方式	43
二、中央银行的学习过程	47
第三节 互动学习行为	51
一、互动学习的内涵	51
二、互动学习行为的表现	53
三、互动学习的过程	54
四、互动学习过程的均衡点	55
第四节 互动学习的动态过程分析	57
一、模型的基本框架	57
二、公众的学习行为	59
三、央行的学习行为	61
第五节 本章小结	62
第四章 货币政策透明度悖论、互动学习与社会信息结构	63
第一节 货币政策透明度悖论与互动学习	63
一、货币政策透明度悖论产生的背景	63
二、货币政策透明度悖论的表现	65
三、互动学习视角的解释：公开信息的“挤出效应”	72

第二节 社会信息结构	74
一、信息与信息结构	74
二、互动学习与信息结构	75
第三节 社会信息结构的模型分析	80
一、模型的基本假设	80
二、公众拥有公开信息和私人信息的情况	81
三、高阶信任的作用	83
第四节 影响央行和公众信息准确程度的因素分析	84
一、影响央行信息准确程度的因素分析	84
二、影响社会公众私人信息准确程度的因素分析	86
第五节 本章小结	89
第五章 基于预期引导与管理的货币政策信息传导机制	90
第一节 货币政策信息传导机制提出的背景	90
一、货币政策传导机制的含义	90
二、货币政策传导渠道	90
三、货币政策信息传导机制提出的背景	94
第二节 货币政策信息传导机制内容	98
一、货币政策信息传导机制的含义与特点	98
二、货币政策信息传导机制的框架	101
三、影响货币政策信息传导机制的因素分析	104
第三节 货币政策信息传导机制对货币政策调控框架的影响	106
一、对货币政策规则选择的影响	106
二、对中介目标的影响	107
三、对货币政策工具运用的影响	108
四、对货币政策信息沟通内容的影响	108
第四节 本章小结	110
第六章 我国货币政策信息传导机制发展现状分析	111
第一节 我国货币政策信息传导机制发展现状	111
一、货币政策信息传导机制的信息来源与信息发布方式	111
二、货币政策信息传导的内容	113
三、货币政策信息传导过程	117

四、我国货币政策信息传导机制的特点	117
第二节 我国货币政策信息传导机制存在的问题	118
一、长期实行的稳健货币政策缺乏具体的量化指标	118
二、缺乏消除调控误差和噪音的货币政策信息反馈渠道	120
三、无价值信息多	121
四、货币政策信息传导机制没有减少传统政策工具的使用	123
第三节 造成我国货币政策信息传导机制现存问题的原因分析	124
一、央行独立性较弱,决策和信息时滞不确定	124
二、缺乏明确的量化调控目标	125
三、货币政策透明度不高	125
四、缺乏相应的问责制,目标制定过程不透明	127
五、公众和央行之间双向信息传导少	128
第四节 本章小结	129
第七章 对我国公众学习行为与货币政策信号作用的实证分析	130
第一节 我国公众对经济运行的预测情况	130
一、经济学家对经济运行的预测情况	130
二、职业经理人和消费者对宏观经济运行的预测	131
第二节 对货币政策调控目标信号作用和公众学习行为的实证检验	134
一、指标、模型选择与数据初步分析	134
二、SVAR 模型以及相关分析	137
三、实证检验结果分析	145
第三节 名义 GDP 增速和资产价格指数影响我国居民通胀预期的 实证分析	146
一、问题的提出	146
二、指标的选择与数据的初步分析	147
三、VAR 模型及其相关分析	149
四、实证检验结果分析	153
第四节 本章小结	153
第八章 加强我国货币政策信息传导机制建设的对策建议	155
第一节 他国央行加强货币政策信息传导机制建设的实践与启示	155
一、美国联邦储备体系	155