

货·币·政·策·沟·通·是·一·门·学·问

HUOBI ZHENGCE TOUMINGDU

LILUN YU ZHONGGUO DE JINGYAN YANJIU

# 货币政策透明度 理论与中国的经验研究

◎卜振兴 著

新 华 出 版 社

## 作者简介

卜振兴，中国国际经济交流中心博士后、南开大学金融学博士、中国邮政储蓄银行总行高级经济师、中邮理财有限责任公司高级投资经理、中国保险资管协会特邀研究员、《中国银行保险报》专栏作家、财新网特约作者。在《经济学家》《南开管理评论》《财贸研究》《太平洋学报》《国际经贸探索》《经济体制改革》《财经论丛》等国内期刊、报纸上发表论文90余篇，曾获得中国银行业征文比赛一、二等奖，中国银行业登记托管中心征文比赛二等奖等。

货·币·政·策·沟·通·是·一·门·学·问

HUOBI ZHENGCE TOUMINGDU

LILUN YU ZHONGGUO DE JINGYAN YANJIU

# 货币政策透明度 理论与中国的经验研究

◎卜振兴 著

新 华 出 版 社

此为试读,需要完整PDF请访问: [www.ertongbook.com](http://www.ertongbook.com)

## 图书在版编目 ( CIP ) 数据

货币政策透明度：理论与中国的经验研究 / 卜振兴著.

— 北京：新华出版社, 2021.4

ISBN 978-7-5166-5760-7

I. ①货… II. ①卜… III. ①货币政策—研究—中国

IV. ①F822.0

中国版本图书馆CIP数据核字(2021)第058530号

## 货币政策透明度：理论与中国的经验研究

作 者：卜振兴

---

责任编辑：蒋小云

封面设计：三鼎甲

---

出版发行：新华出版社

地 址：北京石景山区京原路8号

邮 编：100040

网 址：<http://www.xinhupub.com>

<http://press.xinhuanet.com>

经 销：新华书店

购书热线：010-63077122

中国新闻书店购书热线：010-63072012

---

照 排：中版图

印 刷：河北盛世彩捷印刷有限公司

成品尺寸：170mm × 240mm

印 张：11.75

字 数：181千字

版 次：2021年4月第一版

印 次：2021年4月第一次印刷

书 号：978-7-5166-5760-7

定 价：50.00元

---

版权专有，侵权必究。如有质量问题，请联系调换：010-65211700

# 摘 要

20世纪90年代以来，各国货币政策风格出现了重大转变。从全球范围来看，加强与公众的交流沟通，提升政策透明度正在成为一种国际趋势。随着各国央行越来越重视与公众的交流和沟通，货币政策透明度问题受到了政府和学界的高度关注。2015年10月份，中国正式加入国际货币基金组织数据公布特殊标准。这一方面表明中国信息统计标准的提高，另一方面也表明中国政策透明度水平的提升。那么，为什么各国央行近年来逐渐提高货币政策透明度，什么原因促使央行由隐秘性的货币政策向透明性的货币政策转变，我国货币政策透明度情况如何，哪些因素会影响央行货币政策透明度，货币政策透明度又会对政策效果产生哪些影响。这些都是本书试图回答和解决的问题。

全书共分为八章。第一章为绪论，主要介绍本书的研究背景、研究意义、研究内容、结构安排以及可能的创新和不足。

第二章对货币政策透明度的相关文献进行了综述。对已有的研究成果进行梳理和总结，不但有助于把握透明度评价的现状和进展，而且也为后续研究提供了基础。本书的文献综述主要包括四个部分，分别为关于货币政策透明度定义的研究、关于货币政策透明度评价水平的研究、关于货币政策透明度影响因素的研究以及关于政策透明度政策效果的研究。本章对每部分有代表性的研究成果进行了总结和分析，并对后续研究提出了建议。

第三章是货币政策透明度的理论与实践基础研究。货币政策风格转变具有深刻的理论基础和实践基础。分析和探讨货币政策透明度提升的原因对于全面理解货币政策具有重要意义。本章首先研究了货币政策透明度提升的理论基础，将其总结为预期理论、信息经济学理论、动态不一致性理论、公共

选择理论和委托代理理论；其次，本章分析了货币政策透明度提升的实践基础，主要包括民主政治的发展、经济危机的爆发和信息技术的进步等；最后结尾部分对本章进行了总结，并认为货币政策风格的转变是理论进步和实践发展共同作用的结果。

第四章是提升货币政策透明度的利弊分析。虽然提升货币政策透明度已成为大多数国家共同的选择，但是这并不代表提升政策透明度是有利无害的。本章系统地分析了提升货币政策透明度的好处，同时也阐述了其弊端。最后，本章对文中貌似冲突的观点进行了解释，同时也对减少透明度带来的弊端提出了政策建议。

第五章是我国货币政策透明度评价研究。为了考察我国货币政策透明度的状况，本章首先利用指标体系方法测度了我国在信息披露方面的货币政策透明度状况；其次，运用动态指数方法测度了我国在市场反应方面的货币政策透明度状况；再次，本章将信息披露评价与市场反应评价相结合，建立了货币政策透明度综合评价指数，对我国的货币政策透明度状况进行了评价；最后根据测算结果，本章分析了我国货币政策透明度的演变情况，同时分析了我国货币政策透明度建设中存在的问题，为未来我国货币政策透明度建设指明了方向。

第六章是我国货币政策透明度影响因素研究。影响因素分析是货币政策透明度问题的重要组成部分，但是目前国内外还缺乏对这方面的研究，尤其是定量研究。本章首次运用基于有向无环图的结构向量自回归模型研究了影响我国货币政策透明度的因素。研究表明，货币政策透明度的波动绝大部分可以由自身因素来解释。除去自身惯性因素外，各变量对货币政策透明度波动影响的大小从高至低依次为开放度、经济增长、历史通胀和金融深化。这说明我国货币政策透明度受外部因素影响较大，受内部因素影响较小；受实体经济因素影响较大，受物价、金融等虚拟经济因素影响较小。

第七章是货币政策透明化的政策有效性研究。围绕着货币政策透明度政策效果的问题，本章主要做了以下两方面的工作：一是通过理论推导，论证了货币政策透明度对于宏观经济效应的影响；二是通过运用 TVP-SV-VAR 模型对我国货币政策透明度与宏观经济波动的关系进行了实证检验。无论是理

论推导还是实证检验，二者均表明，货币政策透明度有助于减少宏观经济波动，提升货币政策效果。为了进一步发挥货币政策透明度在政策执行中的效果，央行应进一步加强与公众的交流和沟通，不断提升政策透明度的水平。

第八章是结论与政策建议。本章对全书的主要研究进行了总结，并对我国货币政策透明度建设提出了政策建议。

在我国货币政策出现新调整和变化的背景下，本书的研究加深了对货币政策透明度提升问题的认识，同时也有助于指导货币政策的实践。因此，具有重要的理论意义和实践意义。

# 目 录

摘 要 .....		1
第一章 绪论 .....		001
第一节 选题背景与研究意义 .....		001
一、选题背景 .....		001
二、研究意义 .....		008
第二节 研究内容与框架 .....		009
一、研究内容 .....		009
二、研究结构 .....		010
三、研究方法 .....		011
第三节 可能的创新与不足 .....		012
一、可能的创新 .....		012
二、未来可供研究之处 .....		013
第二章 文献回顾 .....		015
第一节 透明度的定义 .....		016

一、货币政策透明度的定义 .....	016
二、货币政策透明度的组成 .....	020
三、沟通与透明度 .....	022
第二节 透明度的评价研究 .....	023
一、调查问卷法 .....	023
二、指标体系法 .....	024
三、市场反应法 .....	027
四、动态指数法 .....	029
五、研究总结 .....	031
第三节 政策透明度的影响因素研究 .....	033
一、国外的研究 .....	033
二、国内的研究 .....	034
第四节 透明度的政策效果研究 .....	035
一、政策效果的利弊之争 .....	035
二、政策效果分析 .....	036
三、研究总结 .....	042
<b>第三章 货币政策透明度的理论和实践基础 .....</b>	<b>044</b>
第一节 理论基础 .....	044
一、预期理论 .....	045
二、信息经济学理论 .....	047
三、动态不一致性理论 .....	048
四、公共选择理论 .....	051
五、委托代理理论 .....	052
第二节 实践基础 .....	054
一、民主政治的发展 .....	054
二、经济危机的爆发 .....	055
三、信息技术的进步 .....	060
第三节 本章小结 .....	062

<b>第四章 提升货币政策透明度的利弊分析</b> .....	063
第一节 提高政策透明度的好处 .....	063
一、有利于引导市场预期 .....	063
二、增强了政策的可信度 .....	066
三、减少了政策效果时滞 .....	068
四、有利于货币政策监督 .....	070
第二节 提高政策透明度的弊端 .....	071
一、政策动态不一致问题 .....	072
二、引起市场的剧烈波动 .....	073
三、央行独立性受到影响 .....	074
四、抵消货币政策的效果 .....	076
第三节 本章小结 .....	076
一、货币政策透明度与市场预期 .....	076
二、货币政策透明度与政策效果 .....	077
三、货币政策透明度与市场波动 .....	078
四、货币政策透明度与可信度 .....	079
<b>第五章 我国货币政策透明度评价研究</b> .....	080
第一节 利用指标体系方法对我国货币政策透明度的评价 .....	080
一、指标体系建立的原则 .....	081
二、已有研究的总结 .....	082
三、指标体系架构 .....	083
四、货币政策透明度评价 .....	086
第二节 利用动态指数方法对我国货币政策透明度的评价 .....	094
一、动态指数方法的原理 .....	094
二、动态指数方法经验做法 .....	096
三、计算方法和评价指标选取 .....	098
四、利用动态指数方法的评价 .....	099

第三节	货币政策综合透明度指数评价 .....	101
第四节	本章小结 .....	103
一、	研究结论 .....	103
二、	研究展望 .....	104
<b>第六章</b>	<b>我国货币政策透明度影响因素研究 .....</b>	<b>106</b>
第一节	理论模型和数据说明 .....	106
一、	理论模型 .....	107
二、	指标选取 .....	110
三、	数据说明 .....	112
第二节	实证检验和结果分析 .....	114
一、	平稳性检验 .....	114
二、	协整检验和误差修正模型 .....	116
三、	有向无环图 .....	120
四、	脉冲响应分析和预测方差分解 .....	121
五、	稳健性检验 .....	125
第三节	本章小结 .....	129
<b>第七章</b>	<b>我国货币政策透明化的有效性研究 .....</b>	<b>130</b>
第一节	模型和数据概述 .....	130
一、	理论模型 .....	130
二、	计量模型 .....	135
三、	指标选取 .....	139
四、	数据说明 .....	143
第二节	实证检验和结果分析 .....	145
一、	平稳性检验 .....	145
二、	参数估计结果 .....	146
三、	脉冲响应分析 .....	148
第三节	本章小结 .....	150

<b>第八章 结论与建议</b> .....	152
<b>第一节 本书主要结论</b> .....	152
一、货币政策风格的转换具有坚实的理论基础和实践基础 .....	152
二、货币政策透明度的提升有利有弊 .....	152
三、我国货币政策透明度水平在不断提升，并且空间还很大 .....	153
四、外部和实体性因素是影响货币政策透明度的关键因素 .....	154
五、货币政策透明度可以减少宏观经济的波动 .....	155
<b>第二节 政策建议</b> .....	156
一、提高沟通水平和质量 .....	156
二、提升货币政策的独立性 .....	157
三、有效应对动态不一致性问题 .....	157
四、辩证地看待政策透明度的作用 .....	158
<b>参考文献</b> .....	160

# 第一章 绪论

本章是全书的绪论，主要介绍选题背景与研究意义、研究内容与架构、可能的创新与不足。

## 第一节 选题背景与研究意义

### 一、选题背景

2016年1月18日第九届亚洲金融论坛在香港举办，美联储前任主席本·伯南克（Ben Bernanke）在论坛中表示：“保持较高的透明度对于央行而言至关重要，透明度越高就越能赢得市场的信任，而一旦市场信任央行，市场将会帮助央行实现政策目标。”伯南克在讲话中着重强调了提升货币政策透明度的巨大意义，他的讲话引发了政府和学术界关于货币政策透明度问题的热烈讨论。但是提高政策透明度并不是古而有之的，以货币政策为例，20世纪八九十年代以前，世界上绝大多数央行都奉行隐秘性的货币政策。货币当局既不愿意主动公布货币政策的目标和意图，也不会主动与公众沟通和交流。King（2004）记录的1931年英格兰银行副行长厄内斯特·哈维（Ernest Harvey）在接受麦克米伦委员会（Macmillan Committee，又称英国金融与产业委员会）质询时与委员的对话就表明了这一点。当时该委员会的委员格雷戈里（Gregory）问哈维：“英格兰银行考虑过参照美联储的方式发布年度报告吗？”哈维表示，“为了安全起见，英格兰银行只会发布历史政策和信息的

公告，即使是发布历史政策和信息的公告，我们也很犹豫，因为历史信息要么没有发布的价值和必要，要么由于我们的发布而引起市场过分的解读，使其产生了不恰当的重要价值”。哈维讲话的隐含意思就是，英格兰银行既不愿意发布经济目标和经济预测等信息，也不愿意发布历史上的政策信息和经济信息。三缄其口、保持沉默是他们的通行做法。当另外一位委员——当时著名的经济学家约翰·凯恩斯（John Keynes）问道“英格兰银行不向公众发布政策信息或解释政策原因是否会一直是一种惯例”时，哈维回答道：“让我们的行为解释我们的政策，这就是我们的惯例。”哈维认为，对发布的政策进行解释，并不是央行的理智行为，并且有时候是一种危险的行为。当凯恩斯质问哈维如何为由于隐秘性受到的批评进行辩护时，哈维则直接表示，也许委员会并不认同，但是我们认为从来不需要为此进行辩护，因为这就如同一个女人证明自己的贞操一样可笑。这段对话一方面反映了苏格兰银行对于公众质疑的傲慢态度，另一方面也表现了英格兰银行坚持政策隐秘性的观点根深蒂固。

其实，不仅英格兰银行，当时世界上绝大多数央行均采取秘而不宣的货币政策。正如Brunner（1981）所指出的那样，央行被一种独特的和保护性的政治神秘感包围着，从央行处理货币政策事务和进行货币政策决策中采取的玄而又玄的方法中，我们就能感受到这种所谓的政治神秘感。这种神秘感使公众自然而然地认为，央行的货币政策操作是一门深奥的艺术，只有少数的精英才能掌握和驾驭这门艺术。货币政策操作艺术的深奥性决定了它不可能通过清晰易懂的词汇和语言表达出来，因此与央行的沟通也就无从谈起。Greider（1987）就曾经将美联储的货币政策风格描述为守口如瓶、神神秘秘和语焉不详。Hahn和Gersbach（2001）就央行是否愿意向公众披露信息（如央行是否愿意公布货币政策委员的投票记录等）展开过一项调查研究。调查结果表明，无论是低效率的央行还是高效率的央行，它们都倾向于采取隐秘性的货币政策，央行对于提高货币政策透明度的态度是非常不情愿的。

对于一般公众而言，货币政策就像一个“黑匣子”一样，公众既不明白央行的政策意图，也不明白央行采取各种政策手段的目的和意义，更不明白货币政策的决策是如何产生的。货币当局认为“出其不意”的货币政策才会

产生效果，而公众面对隐秘性的货币政策只能猜测和揣摩。一方追求出其不意，一方反复揣摩、猜测，货币当局和公众就像在进行一场猫捉老鼠的游戏。

至于为什么当时的货币当局不愿向公众披露信息，原因有很多，其中一个可以用理性预期理论来解释。理性预期理论发端于20世纪中期，该理论的先驱Muth（1961）首先提出了理性预期的思想，后来Lucas（1972）、Sargent和Wallace（1975）等在Muth研究的基础上不断完善，建立了理性预期理论。理性预期理论假定市场参与者的预期是理性的，他们能够基于历史经验和一切可能资料对未来做出最为理性的预测。基于理性预期理论，Lucas等提出“只有出其不意的货币政策才能发挥效果”。如果公众之前就熟知了货币当局的政治意图，他们就会采取相应的对策去抵消政策执行对他们带来的不利影响，这样势必会使货币政策大打折扣。基于这种理论和观点，20世纪90年代以前，各国央行普遍奉行隐秘性的货币政策，央行在实行政策的过程中基本不与公众进行交流和沟通。

由于公众具有理性预期能力，公布政策信息会使政策效果大打折扣，因此各国货币当局选择实行隐秘性的货币政策看起来是理所应当的。但是，先不考虑理性预期理论在现实世界能否完全成立，先来分析一下理性预期对于政策效果的影响：理性预期对于货币当局实现政策目标一定是不利的吗？其实有时候也不尽然。这里有一个故事可以证明这一点。公元前67年，当时罗马共和国经常遭受海盗的袭击，导致粮食产量的供应出现了问题，粮食价格不断攀升。为了打击海盗的猖獗行为，稳定粮食价格，罗马共和国当局发布命令征召大量年轻人加入格涅乌斯·庞培（Gnaeus Pompeius）领导的海军。罗马海军所向披靡，仅仅用了40天时间就将地中海地区的海盗消灭殆尽，海盗问题得到了彻底的解决。粮食供应又恢复了常态，粮食价格很快就回落到正常水平。在战争胜利一年后，罗马共和国的执政官马尔库斯·图利乌斯·西塞罗（Marcus Tullius Cicero）在他的执政演说中表示，打击海盗的目的是稳定粮食供应、平抑粮食价格。其实当局可以提前使粮食价格回落，不一定要等到把海盗消灭才行——只要在那次与海盗的战争前宣布对庞培的任命，就已经能够使得粮食价格下降。西塞罗认为仅仅宣布政府即将对海盗战争的主战官的任命就会使得粮食价格下降，背后隐含的就是理性预期理论。

政府宣布对主战官的任命表明了其对于打击海盗的态度和决心，并且政府军与海盗的实力相比具有绝对优势，作为具有理性预期能力的公众完全能够预测出这场实力悬殊的战争的最终结果：一旦海盗被击退，粮食的供应必然会增加，粮食价格必然会应声而降。理性预期理论在这个故事中对于政策实施起到了正面和积极的作用。所以，由此看来，理性预期理论对于实现货币政策目标也并不都是有利的。

货币当局不愿意向公众传达信息的另外一个解释是，货币当局会出于自身利益的需要而拒绝披露信息。关于这一点，也有一个非常有趣的例子。公元1860年，天主教主教沃尔彻斯特（Worcester）的夫人威尔伯福斯（Wilberforce）有一天看到了达尔文提出的进化论，她不禁惊声尖叫：“原来我们是猩猩的后代，这真是太可怕了。但愿那不是真的，如果那真的是事实的话，让我们祈祷它不要被其他人知道。”在这个故事中，主教的妻子在接触到达尔文提出的进化论的时候，觉得进化论完全不可思议，因为这与天主教倡导的理念是完全背离的。在天主教的教义里，人类是由上帝创造的。这也是天主教的理论基础。如果这点受到怀疑，那么建立在这个宗教基础上的一切世俗机构和神职人员都将失去存在的意义和必要。出于维护自身利益的考虑，主教的妻子说出了第二句话：“但愿那不是真的，如果那真的是事实的话，让我们祈祷它不要被其他人知道。”这实质上强调了当局会有目的地忽略对自己不利的消息，甚至当消息传播出去的时候，当局还会采取各种措施去抑制它的传播。

需要说明的是，在这个故事中，主教夫人只是希望刻意隐瞒事实，并没有对发布的信息进行扭曲。同样地，从货币当局的角度讲，无论如何都不应该为了隐藏真实意图而发布虚假信息，有意无意地引发市场的混乱。因为即使没有央行提供的这些有意或者无意的信息，市场也已经充满了不确定性和不稳定性，如果央行这时候再提供虚假信息，就会进一步增加市场的不稳定性。不稳定性越大，所带来的风险溢价水平就越高，为了平抑风险所付出的成本也就越高。所以，作为一个理性的货币当局，不发布虚假信息是其基本的准则。

虽然隐秘性的货币政策在20世纪八九十年代以前在世界各国非常盛行，

但是这种状况在20世纪末期出现了转变。进入20世纪末期,理论的发展和现实的需要使得各国央行在货币政策方面的透明度水平不断上升,各国央行隐秘性的政策风格逐渐发生转变——转而主动向公众披露信息。自从新西兰央行1989年开始实行通货膨胀目标制以来,包括加拿大、英格兰、瑞士、瑞典、以色列、日本和欧洲央行等在内的很多国家开始效仿这一制度,通过实行通货膨胀目标制来稳定物价。通货膨胀目标制是指央行设定一个具体的目标制或目标区间,并通过政策工具使通胀水平保持在目标值和目标区间内。通货膨胀目标制的实施使萦绕在央行头上的隐秘气氛逐渐消除,货币政策目标、货币政策操作、货币政策制定流程等逐渐进入公众视野,各国央行变得越来越开放和透明。央行不断通过加强与公众的交流和沟通,引导和稳定市场预期,提升货币政策效果。除此之外,世界性的金融机构还发布了对于提升货币政策透明度的指导意见。如国际货币基金组织在1996年和1997年颁布实施的数据公布特殊标准(Special Data Dissemination Standards,简称SDDS)和数据公布通用系统(General Data Dissemination System,简称GDDS),为各国的信息披露提供了标准。巴塞尔银行监管委员会1998年发布的《加强银行透明度的意见》为央行提高政策透明度提供了指导意见。这份意见不仅包括对于信息披露质量的建议,也包括对于信息披露内容、信息披露效应的分析(周海刚,1999)。国际货币基金组织于1999年正式颁布实施的《货币与金融政策透明度良好行为准则:原则宣言》<sup>①</sup>,也对信息披露提供了指导性原则。

在与公众的沟通和交流中,央行的货币政策透明度水平不断提升。同时央行对外沟通的方式也不断创新。除了常规的公告和报告外,央行又实行了新闻发布会等制度,通过各种机制加强与公众的沟通和交流,以此引导公众预期。放眼世界,包括全球主要发达国家、新兴市场经济国家和发展中国家在内的央行都在采取措施加强与公众的交流与沟通,提升政策的透明度水平。这也逐渐成为一种政策趋势。美国次贷危机发生后,提升政策透明度的趋势更加明显。2007年,美国次贷危机引发的金融危机席卷全球,尤其是对欧洲、

---

① 数据来源:国际货币基金组织网站(<http://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/index.htm>)