

# 货币政策透明度实践的比较分析及启示

彭 芸

(武汉大学 经济与管理学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 彭 芸(1977-), 女, 湖北天门人, 武汉大学经济与管理学院金融系博士生, 湖北经济学院金融学院讲师, 主要从事货币政策研究。

[摘 要] 如何增加货币政策的透明度, 从而提高货币政策的可信性和有效性, 成为当前各国中央银行关注的焦点。本文选取了美联储、英格兰银行、欧洲中央银行和新西兰储备银行等四个在透明度实践方面具有代表性的中央银行, 围绕目标透明、程序透明和政策透明三个方面进行了比较分析, 得出对我国货币政策透明度实践有益的启示。

[关键词] 货币政策; 透明度实践; 货币政策框架

[中图分类号] F830 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2007)01-0031-05

20 世纪 90 年代以来, 货币政策发展的一个重要趋势就是由保持隐秘性逐渐走向开放和透明。实践证明, 中央银行可以通过与公众进行充分、准确、及时、有效的沟通, 增加货币政策的透明度, 进而提高货币政策的有效性。然而, 在货币政策透明度的具体实践中, 中央银行面临着多方面的挑战。这些挑战不仅体现为与透明度相关的理论有待进一步完善, 也体现为如何制定符合各国实际情况的透明度实践策略。

国外诸多央行对于货币政策透明度已经积累了一定的实践经验, 其中比较有代表性的是美联储、英格兰银行、欧洲中央银行和新西兰储备银行。国外央行已有的经验, 对于我国提高透明度的实践具有较强的指导和借鉴意义。

## 一、货币政策透明度的概念架构

一般来讲, 透明度泛指货币政策的公开程度, 特别是央行对决策过程和决策结果等的公布及决策理由的解释程度。目前学术界并未对透明度给出一个明确的、一致认同的定义。笔者比较赞同 Winkler 从沟通层面对透明度的界定。Winkler (2000) 认为, 透明度是衡量沟通有效性的重要指标, 而不仅仅是指披露政策目标和操作方面的相关信息。央行披露较多的信息并不意味着公众能较好地理解其政策意图。透明的含义应包括公开、清晰、诚实和共同理解。其对透明度的理解包括两层含义: 一为中央银行对政策相关信息的披露程度; 二为公众对政策信息的理解程度。

货币政策究竟应该从哪些方面提高透明度呢? 围绕着透明度的分类, 许多学者进行了研究。Geraats (2002) 根据货币政策决策不同阶段的信息披露, 将透明度分为五个方面: 行政透明度、经济透明度、程序透明度、政策透明度和操作透明度。Hahn (2002) 认为, 透明度应包含目标透明、操作透明和知识透明三部分。Carpenter (2004) 根据公众对货币政策决策不同方面的理解, 将透明度分为工具透

明度、目标透明度和操作透明度。学者们从不同角度对透明度的分类,都存在一定的合理性。

综合这些学者的分类,笔者认为,透明度实践可以围绕目标透明、程序透明和政策透明三个方面来展开。目标透明是指中央银行宣布其货币政策目标,多个目标冲突情况下的优先顺序,以及政策目标的量化标准。这可以有效地帮助公众了解央行的政策目标和政策偏好。程序透明是指中央银行让公众了解其制定货币政策的策略,政策调整的依据和所采用的经济数据,以及货币政策决策过程中的相关信息。这可以降低公众对决策过程的不确定性。政策透明则是指向公众宣布央行的政策决定及相关解释,宣布中央银行政策倾向以及未来可能采取的政策,从而使得公众对未来政策的可预测性增加。本文之所以选取这三个方面来分析透明度实践,不仅因为它们基本涵盖了透明度的定义和分类的不同层面,也在于不同央行的透明度实践在这三个方面存在较大的差异。

## 二、货币政策透明度实践分析

本文选取了透明度实践比较有代表性的四个央行,围绕目标透明、程序透明、政策透明三个方面,对它们各自的具体实践进行分析。

### (一)目标透明度

目标透明是指目标的公开,多个目标冲突情况下的优先顺序以及量化标准。一般来讲,单一目标比多重目标更清晰,量化目标比定性目标更精确,也更容易被公众所理解。

美联储(Fed, Federal Reserve)货币政策目标在《联邦储备法》中被确定为充分就业、物价稳定和适度的长期利率。对这三个目标, Fed 并未给出非常明确的界定,也没有对三个目标重要程度加以区分。

新西兰储备银行(RBNZ, Reserve Bank of New Zealand)和英格兰银行(BoE, Bank of England)采用的都是通货膨胀目标制,都将物价稳定确立为货币政策的首要目标并公布了通货膨胀量化目标。1990年RBNZ率先采用通货膨胀目标制,其物价稳定的衡量标准是由财政部长和储备银行行长通过签订政策目标协议确定的。BoE物价稳定的量化标准则是由政府制定,BoE负责具体实施。目前,其通货膨胀目标值设定为2%,它是每年的消费物价指数CPI来衡量。当现实通货膨胀率低于1%或高于3%时,BoE行长需要代表货币政策委员会向财政部长写一封公开信,解释通货膨胀偏离目标的原因以及计划采取的措施。

欧洲中央银行(ECB, European Central Bank)将物价稳定确立为货币政策的首要目标,并向外公布物价稳定的量化标准。《马斯特里赫特条约》虽然规定欧洲中央银行的首要目标是维持欧元区物价的稳定,但该条约并未对物价稳定给出明确的界定。为使目标更具可操作性,ECB给出了物价稳定的量化定义:中期内欧元区消费物价协调指数的年增长率低于但是接近2%。

### (二)程序透明度

程序透明是指中央银行对制定货币政策的方式和过程等信息的披露。程序透明不仅包括对外公布明确的货币政策策略,也包括对货币政策讨论过程进行描述的会议记录和投票结果的信息披露。

Fed采用的是隐性的货币政策框架。在格林斯潘任美联储主席期间,联邦公开市场委员会(FOMC)货币政策决策极少出现反对意见,其货币政策决策投票结果基本上是全票通过。从2005年开始,FOMC决定在会后3个星期对会议记录予以发布。

RBNZ货币政策决策由行长个人做出,对行长货币政策决定的详尽解释取代了会议纪要。BoE则是在货币政策会议后2个星期发布详细的会议记录,包括会议的主要议题、委员的各种观点和投票结果等内容。BoE货币政策决策采用的是“多数票”原则。

ECB采用的是“两支柱”的货币政策策略:经济分析和货币分析。ECB货币政策的制定主要基于通过这两大支柱获得的大量数据和信息。ECB货币政策决策由管理委员会集体讨论并在取得一致的基础上做出。ECB不公布会议记录,也不公布投票结果。

### (三)政策透明度

政策透明不仅指迅速公布政策决定,而且包括对政策决定的解释,宣布中央银行政策倾向以及未来可能采取的政策。Fed从1994年才开始对外公布政策决定。在此之前,公众和市场只能间接通过联储在公开市场上的政策动向来判断货币政策行动的变化。现在,Fed即使政策决定没有变化,也对政策保持不变的依据进行解释和说明。自2003年8月开始,Fed在会后声明中更加注重使用描述性的前瞻性语言,向市场传递了Fed对经济前景的展望和货币政策走势方面的信息。

RBNZ货币政策决策机制比较特殊,政策决定是行长一个人做出。每次货币政策决定做出后,都会立即宣布并对货币政策决定进行详尽的解释。RBNZ每个季度提供短期名义利率预测,并尝试以图表的形式向公众和市场发布未来最有可能的政策利率路径,向公众说明其未来可能的政策行动。

BoE在货币政策会议后立即宣布政策决定,但是只在政策决定发生变化时才对其进行解释和说明。BoE每个季度发布《通货膨胀报告》,不仅给出对经济状况的详细评估,而且还包括货币政策委员会对经济增长和通货膨胀的预测,以及对所面临的不确定性和风险的剖析。值得注意的是,BoE不提供明确的政策倾向。

ECB在每次货币政策会议的当天下午,召开新闻发布会,向全球实时发布其货币政策决定。会上,ECB行长向公众阐述对当前经济形势的分析,评估影响物价稳定的风险并解释货币政策决策依据。新闻发布会后的1个星期,ECB发布《月度公报》,对货币政策决策下的经济形势进行全面评估,对货币政策决策所依据的数据给出更详细的解释。ECB不提供明确的政策倾向。

## 三、货币政策透明度实践比较及启示

通过比较四个央行货币政策透明度实践的差异,本文得出以下三方面的启示:

### (一)各国央行对目标函数普遍保持隐秘

四个央行在货币政策操作中对通胀波动和产出波动都予以关注。如RBNZ、BoE和ECB都宣布将物价稳定确立为首要目标并给出了量化标准,并且在关注通货膨胀波动的同时,也隐含地对产出波动予以关注。Fed则是将充分就业和物价稳定明确地纳入货币政策目标中。对于一个同时关注通胀波动和产出波动的央行,完全的目标透明意味着央行需要公布其目标函数,包括通货膨胀目标、产出目标、两者之间的相对权重和目标函数形式等一系列内容。比较发现,在透明度实践中四个央行都没有对外公布目标函数,而是选择了对目标函数普遍保持隐秘。其原因可以归纳为以下两个方面:

一方面,目标函数本身很难确定。一般来讲,货币政策是由货币政策委员会制定的。货币政策委员会的成员就目标函数达成一致存在着一定的难度。随着货币政策委员会的组成和经济环境的变化,委员会对目标函数的选择也会相应发生改变。因而,针对目标函数选取的讨论难免会增加决策过程的复杂性和影响决策的效率。

另一方面,即使货币政策委员会能够确定一个目标函数,与公众就这一函数进行有效的沟通也是非常困难的。公众期望中央银行沟通的方式尽可能的简单和清楚,但是央行宣布目标函数,就意味着向外宣布央行有最小化通胀波动和产出波动两个目标,容易导致央行与公众的沟通过程变得复杂。央行宣布目标函数后,一个很有可能的结果就是工人和企业会提出提高工资和价格的要求。因为他们预期到货币当局会采取扩张性的政策来阻止产出缺口的增大,因而会满足其提高工资和价格的要求,从而导致一种自我实现的均衡:即工资和价格上涨,扩张性的货币政策满足这种上涨要求,导致进一步的工资和价格上升……,值得注意的是,这一过程并不能有效地减少产出的波动,而是造成了更高的通货膨胀。因此,宣布目标函数,不仅使得公众与央行的沟通更加困难,而且容易导致央行丧失反通货膨胀的信誉。

尽管各国央行没有宣布目标函数,但RBNZ、BoE和ECB都选择了对外公布量化的通货膨胀目标。宣布这一目标,可以有效地引导公众的通货膨胀预期,是有益于物价稳定目标实现的。但如果也宣布产

出目标,容易影响通货膨胀预期,不仅导致产出目标实现更加困难,而且由此导致的通货膨胀预期波动不利于物价稳定。因此,在央行目标透明的实践中,多数央行选择对外公布通货膨胀目标,但是对目标函数却都保持隐秘。

### (二)透明度与货币政策框架没有必然的对应关系

本文所选取的四个央行代表了不同的货币政策框架。美联储采用了隐含中介目标制,新西兰储备银行、英格兰银行采用的是通货膨胀目标制,欧洲中央银行则采用了“两支柱”的货币政策框架。通过对四个央行在以上三个方面透明度的比较,可以看出,透明度与货币政策框架并没有必然的对应关系。

采取通货膨胀目标制的 RBNZ 货币政策决策由行长一个人做出,不存在会议记录和投票结果的发布,而是用对政策决定的详尽解释取代了会议记录;同样采取通货膨胀目标制的 BoE 和采用隐含中介目标制的 Fed 都对外公布会议记录和投票结果。采用“两支柱”框架的欧洲中央银行选择不发布投票结果和会议记录。而就政策透明来看, Fed、ECB 和 RBNZ 都在发布政策决定时对决定进行说明和解释,而英格兰银行是一个例外。它并不是每次货币政策决定后都提供对货币政策决定的解释,仅仅是在对政策做出调整时才进行解释。

可见,通货膨胀目标制既不是透明度的必要条件,也不是充分条件。通货膨胀目标制仅仅表明目标透明度较高,而并不意味着货币政策决策过程的所有方面都高度透明。在中央银行宏观经济预测、政策决定解释、政策意向说明等环节的透明度方面,采取通货膨胀目标制框架的央行并不一定高于采用其他货币政策框架的央行。归根到底,透明度并不是货币政策策略固有的特征,而是描述和衡量中央银行对外信息发布和沟通政策有效性的指标。任何一种框架都可以通过加强与公众的沟通来提高透明度。透明度的高低与货币政策框架的选取并没有直接或是简单的对应关系。

进一步而言,央行透明度实践具体环节透明度的确定,是与一个国家的政治、文化和经济背景密切相关的。相比其他三个央行, ECB 不发布会议记录和投票结果的原因何在? ECB 的沟通面临的是一个多元文化的环境。欧元区 12 个不同的国家, 10 种不同的语言,无疑给 ECB 的货币政策沟通提供了挑战。ECB 认为如果宣布详细的会议记录和具体的投票结果,其管理委员会成员在货币政策会议上的讨论就不大可能在一种开放和坦率的气氛中进行。委员会成员可能受到来自自身所在国的压力,而无法从整个欧元区的角度客观、公正地发表观点。因此, ECB 不公开会议记录,也不宣布投票结果,而是通过新闻发布会的形式与公众进行货币政策沟通。

### (三)注重透明度限度的把握

在政策透明环节上,四个银行都在货币政策决定做出后及时地予以发布,也都向外公布其操作目标是短期名义利率。但四个央行在宣布未来政策意向或政策行动方面存在着较大差异。Fed 发布了政策意向, RBNZ 提供了政策利率预测,而 ECB 和 BoE 都未提供明确的政策意向。

发布政策意向或未来政策利率路径,不仅有利于公众预测未来的利率水平,而且对于分析货币政策可能对宏观经济造成的影响非常重要。政策利率变化预期持续的时间越长,政策利率变化对长期利率的影响就越大,从而对宏观经济的影响就越有效。鉴于货币政策传导过程存在较长的时滞,货币政策决策应该具有前瞻性。从理论上讲,未来政策利率路径的发布是非常有意义的。但是在透明度的实践中,为什么有些中央银行如 ECB 和 BoE 对宣布未来货币政策意向持谨慎态度呢?

一方面,央行发布未来政策意向或路径可能会造成公共信息对私人信息的挤出,当公共信息是噪音时,将会导致金融市场更大的波动。尽管中央银行相对私人部门而言,拥有更丰富的经济信息或能做出更好的预测,但是中央银行所掌握的也是不完全的信息。如果金融市场参与者过分依赖中央银行发布的政策路径等公共信息,而忽视个体所掌握的私人信息,当公共信息是噪音时,将会直接导致金融市场波动的加剧<sup>[4]</sup>。

另一方面,宣布未来政策意向或政策路径会使央行与公众的交流变得更加复杂。宣布的未来政策路径是基于现在所能获得的经济信息所做出的预测,它无法对未来可能发生的经济事件做出完全准确

的描述。然而, 公众往往会低估中央银行预测所面临的不确定性, 把未来政策路径当作央行的一个“准承诺”, 而忽视了央行发布这些信息时强调的前提。当经济状况发生变化, 新的经济信息出现, 中央银行就会调整政策利率, 这难免就会偏离已经宣布的政策路径。在这种情况下公众往往认为, 政策利率水平偏离宣布的路径就意味着央行以前预测的信息错误, 间接地使央行的信誉受到了影响。

正如 Mishkin (2004) 所指出的, 透明度太高可能会违反 KISS (Keep it simple stupid) 原则, 像央行宣布目标函数或者其政策利率的路径等会使中央银行与公众的交流更加复杂, 会削弱中央银行对长期目标的关注。只有当透明度可以有助于简化与公众的交流, 并且可以使货币政策在适当关注长期目标的情况下更好地得以执行的时候, 透明度才是有益的。

### [参 考 文 献]

- [1] Eijffinger, S. C. W. & P. M. Geraats. How Transparent are Central Banks? [J]. *European Journal of Political Economy*, 2006, 22(1): 1-21.
- [2] Mishkin, F. S. Can Central Bank Transparency Go Too Far? [J]. *National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 10829*, 2004.
- [3] Geraats, P. M. Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice [J]. *CESifo Economic Studies*, 2006, 52(1): 111-152.
- [4] Morris, S. & H. S. Shin. Social Value of Public Information [J]. *American Economic Review*, 2002, 92(5): 1521-1534.

(责任编辑 邹惠卿)

## Monetary Policy Transparency Practice: Comparison & Implication

PENG Yun

(School of Economics & Management, Wuhan University, Wuhan 430072, Hubei, China)

**Biography:** PENG Yun (1977-), female, Doctoral candidate, School of Economics & Management, Wuhan University, majoring in monetary policy.

**Abstract:** How to improve the transparency of monetary policy and hence enhance the credibility and effectiveness of monetary policy, has become the focus of many central banks over the world. This paper mainly focuses on the following four central banks: Federal Reserve, Reserve Bank of New Zealand, Bank of England and European Central Bank, which are representative of other countries regarding monetary policy transparency practice. Their practices are summarized, and the similarities and the differences are compared in terms of goal transparency, procedure transparency and policy transparency. Finally, several implications relevant to China's monetary policy transparency improvement are discussed.

**Key words:** monetary policy; transparency practice; monetary policy framework