
中央银行货币政策的透明与模糊

陈利平*

内容提要 本文在权重保守的中央银行框架下,讨论了中央银行目标透明度对经济的影响。本文发现,在一定条件下,货币政策目标模糊一方面可以导致公众通货膨胀预期的提高,降低社会福利;另一方面有助于稳定产出,提高社会福利。当中央银行比较保守时,后一种效应占优于前一种效应,货币政策的适度不透明提高了整个社会的福利。我们的研究可以解释为什么通货膨胀控制比较成功的国家,如美国和德国,其中央银行通常被允许保持一定程度的私密性,其货币政策存在一定程度的模糊性,而许多具有较高通货膨胀率的国家,如以色列、英国、加拿大和瑞典等,开始采用通货膨胀目标制,坚持非常公开、透明的货币政策。另外,本文还讨论了中国货币政策透明度问题。尽管中国当前在货币政策决策和操作上还缺乏足够的透明度,但近年来在透明度的建设方面已取得了很大的进步。由于人民银行近年来非常重视通货膨胀控制,可以被看成是一个“权重保守”的中央银行,因此适度货币政策模糊性的引入可能有助于提高社会福利。

关键词 货币政策透明度 通货膨胀偏差 产出稳定

一 引言

纵观近年来世界各国中央银行货币政策的制定和执行,透明度的概念正逐渐受到公众重视,越来越多的中央银行增加了其信息的披露,提高了货币政策透明度。例如,在加拿大、新西兰、英国和瑞典等实行通货膨胀目标制的国家,通过法定的政策目标和沟通机制,使货币政策具有了很强的透明度和可信性。在实行隐含中介目标法的美国,美联储在每次联邦公开市场委员会会议的当天,宣布利率是否变化以及变化的幅度,两周后公布会议纪要以及对某一项措施的投票率。同时联储主席还经常就货币政策、经济状况等发表演说,表明联储对经济的看法和货币政策取向,阐述可以影响未来政策的风险。即使一直被人们认为透明度不够的德国中央银行也非常重视向公众表达政策意愿,通过一切可能的途径向公众宣传、解释货币政策的策略。

什么叫货币政策透明度?根据国际货币基金组织1999年提出的《货币与金融政策透明度良好做法准则》,货币政策透明度是指一种环境,即在易懂、容易获取和及时的基础上,让公众了解有关政策目标及

* 陈利平:上海财经大学金融学院 200433。

其法律、制度和经济框架,政策制定及其原理,与货币和金融政策有关的数据和信息,以及机构的职责(钱小安,2002)。该准则中要求的透明度主要集中在(1)明确中央银行和金融监管机构的作用、责任和目标(2)公开中央银行制定和报告货币政策决策的过程,以及金融监管机构制定和报告金融政策的过程;(3)公众对货币和金融政策信息的可获得性(4)中央银行和金融监管机构的责任性和诚信保证。

各国中央银行和国际货币基金组织之所以要致力于透明度的建设,主要是基于政治考虑(Briault et al.,1997)。随着中央银行独立性的增加,为了防止受货币政策短期收益的驱使,中央银行应该增加其货币政策各方面的透明度,使得公众能够正确评估货币政策绩效(Buiter,1999;Geraats,2002a,b)。在2002年由人民银行和IMF联合在西安召开的“货币政策目标和操作国际研讨会”上,美联储官员Brady说:“透明度是美国货币政策的重要特征”。

但同时,各国中央银行通常有保持适度私密性(secretcy)的传统(Svensson,1996)。Goodfriend(1986)发现,以德国、美国为代表的一些国家,它们的货币制度允许中央银行保持一定程度的私密性,相应的货币政策具有一定程度的模糊性。例如,德国中央银行经常被认为是相当不透明的(至少在形式上),美联储的货币政策也存在一定程度的不透明。美联储主席格林斯潘曾说过:“当你们感觉到对我所说的已经理解得很清楚时,你们一定误解了我的意思。”他惯用的这种模糊语气,充分表明美联储在货币政策制定和执行中存在着某种程度的模糊性。

这种不透明的货币政策与自由主义的理念是不相容的,因为自由主义理念要求个体能够在一些明确的规则下参与游戏,并由此形成经济结构(Simons,1948)。不透明的货币政策通常会导致公众提高未来通货膨胀预期,从而带来福利损失。一个自然的问题是,为什么许多国家的中央银行在货币政策上还要保持一定程度的模糊?

在回答这个问题时,我们首先要对透明度的概念进行细分。货币政策透明度大致可以分为三类:目标透明度(goal transparency),即关于中央银行目标的透明程度,这种透明度的提高可以通过公布通货膨胀率目标、产出目标和中央银行在稳定通货膨胀及产出上的相对权重达到。认识透明度(knowledge transparency),即中央银行在公布其内部使用的经济数据、经济模型上的透明程度。这些数据和模型包括关于未来通货膨胀的预测值、银行监管信息、实际经济数据和用来预测通货膨胀率的经济模型等。操作透明度(operational transparency),指中央银行在诸如短期利率目标、外汇市场干预等决策公告及这些决策如何达到信息上的透明程度(Hahn,2002a,b)。

货币政策目标透明度的提高,从政治角度看,提供了评估中央银行绩效的基本条件,但从经济效果上看,目标透明度的提高并不一定能带来福利收益。Garfinkel和Seonghwan(1985)通过引入货币政策持续性和偏好随环境改变而改变的假定,发现适度目标不透明可能有助于提高社会福利。Lewis(1991)引入社会计划者对政策目标的偏好随经济环境与目标变化而变化的假定,发现中央银行货币政策保留一定程度的模糊性有助于稳定产出,从而提高社会福利。Eijffinger等(2000)通过引入中央银行偏好存在不确定性,在假定这种信息是中央银行私有信息前提下,讨论了中央银行目标透明度与社会福利的关系后发现,当中央银行的可信性问题大于对灵活性的需求时,中央银行采用开放和透明的货币政策将更优越,否则中央银行保持一定程度的私密性,在货币政策的执行中引入一定程度的模糊性,可以提高整个社会的福利。

通常人们认为,认识透明度的提高可以诱导公众形成更为精确的预期,做出更优的决策,同时提高中央银行货币政策的可信性,可带来福利收益。但理论研究已发现,这种观点存在问题。这方面开创性的

研究由 Cukierman 和 Meltzer(1986)给出,他们发现,一定程度的货币政策模糊性为货币当局提供了更强的控制能力,使得货币当局可以产生较长时期的非预期通货膨胀变动:当货币当局更关心产出增长时,可以产生一个较大的、非预期的正通货膨胀率;在希望严控通货膨胀时产生负的非预期通货膨胀,从而提高社会福利。在此基础上,Lewis(1991)、Faust 和 Svensson(2001)等做了进一步的研究。人们发现,总的说来,如果建立一个低通货膨胀声誉是重要的,则中央银行应该提高货币政策的认识透明度,否则保持适度模糊性,可以提高社会福利。

操作透明度涉及中央银行短期利率目标或货币增长率目标的决定和外汇市场干预等问题。在短期利率目标或货币增长率目标上,Goodfriend(1986)、Dotsey(1987)和 Rudin(1988)等发现,如果货币政策目标经常变化,中央银行保持一定程度的私密性,可以减少利率波动;由于较大利率波动的收益和成本并不清楚,因此还没有得到一个规范性的结论。在外汇市场干预上,许多经济学家和中央银行家认为,中央银行保持一定程度的私密性可以提高效率(Blinder et al., 2001; Ghosh, 2002)。

本文在 Rogoff(1985)权重保守的中央银行框架中,通过类似于 Eijffinger 等(2000)那样引入货币当局偏好的可变性,讨论了中央银行货币政策目标透明度对经济的影响。本文发现,在一定条件下,货币政策模糊性一方面可以提高公众的通货膨胀预期,降低社会福利;另一方面模糊性的引入有助于稳定产出,提高社会福利。当中央银行比较保守时,后一种效应占优于前一种效应,一定程度的货币政策模糊性提高了整个社会的福利。我们的研究可以解释为什么在通货膨胀控制比较成功的国家,如德国、美国,其中央银行通常习惯于保持一定程度的货币政策模糊性,而许多具有较高通货膨胀率的国家开始采用通货膨胀目标制,坚持非常透明的货币政策。

本文的结构如下,第一部分建立模型,第二部分求解模型,第三部分分析货币政策不确定性对社会福利的影响,第四部分分析中国货币政策透明度问题,最后给出结论。

二 模型的建立

为简化讨论,我们此处假定产出增长满足 Lucas 供给函数(Lucas, 1973):

$$y_t = y_n + \alpha(\pi_t - \pi_t^e) + e_t \quad (1)$$

即只有非预期的通货膨胀率才能造成产出增长,其中 y_t 为 t 期产出增长率, π_t 为通货膨胀率, y_n 为潜在经济增长率, α 为一个大于零的常数, e_t 代表产出冲击,服从一个均值为零、独立同分布的随机过程, π_t^e 为公众的通货膨胀预期。

假定中央银行不能完全控制通货膨胀,通货膨胀率与货币当局可以控制的货币增长率之间有如下关系:

$$\pi_t = \Delta m_t + v_t \quad (2)$$

此处 Δm_t 代表基础货币增长率, v_t 代表由货币流通速度变化和货币乘数变化等中央银行无法控制的货币扰动,假定 $\{v_t\}$ 是均值为零、与 $\{e_t\}$ 序列不相关的独立同分布的随机过程。

假定社会损失函数可以表示为:

$$L = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t L_t = E \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left[\frac{1}{2} \lambda (y_t - k_t y_n)^2 + \frac{1}{2} (\pi_t - \pi^*)^2 \right] \quad (3)$$

其中 E 是无条件期望, π^* 和 $k_t y_n$ 为目标通货膨胀率和目标产出增长率, λ 表示社会在稳定产出与稳

定通货膨胀上的相对权重 $\rho < \beta < 1$ 是贴现因子。此处 k_t 是外生给定的参数,考虑到税收、垄断和其他外部效应可能导致劳动力市场扭曲,使得潜在产出增长率过低,我们假定 $k_t > 1$,即目标产出增长率要高于潜在产出增长率。

假定中央银行的损失函数不同于社会公众的损失函数,一方面在通货膨胀上中央银行的权重要高于社会公众,即 Rogoff(1985)所谓的权重保守的中央银行;另一方面中央银行货币政策具有一定的可变性。中央银行的损失函数可以表示为:

$$L^{cb} = \sum_{t=0}^{\infty} L_t^{cb} = E \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left[\frac{1}{2} \lambda (y_t - k_t y_n)^2 + \frac{1}{2} (1 + \tilde{\delta}_t) (\pi_t - \pi^*)^2 \right] \quad (4)$$

其中 $\tilde{\delta}_t \geq 0$ 是一个随机变量,用以刻画中央银行偏好的可变性。这种可变性可能源于中央银行内部决策者的人员变动或权利变动,也可能源于各种外界压力。 $\tilde{\delta}_t$ 越大,表示中央银行在通货膨胀上的权重越大,中央银行越保守;当 $\tilde{\delta}_t$ 是常数时,我们的模型退化到 Rogoff(1985)的标准模型。

假定 $\tilde{\delta}_t = \bar{\delta}_t + \tilde{x}_t$, $\{\tilde{x}_t\}$ 是一个均值为零,方差为 σ_{xt} 的独立随机过程。我们假定 $\bar{\delta}$ 是中央银行和公众都知道的公共信息, \tilde{x}_t 是中央银行的私人信息,公众在做决策和预期时并不知晓。为简化讨论,我们假定 \tilde{x}_t 服从 $[-\sqrt{3}\sigma_{xt}, \sqrt{3}\sigma_{xt}]$ 上的均匀分布。

假定经济中的事件按如下顺序发生: t 期开始时私人部门利用已有的所有信息形成通货膨胀预期 π_t^e ,同时设定名义工资;接着中央银行观察到产出冲击 e_t 和自己的偏好扰动 \tilde{x}_t ,并进行货币政策操作;最后是货币扰动 v_t 出现,产出和通货膨胀率被决定。

三 模型的求解

上述中央银行的最优化问题可以表示为:

$$\begin{aligned} \text{Max}_{\{\Delta m_t\}} E \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t & \left[\frac{1}{2} \lambda (y_t - k_t y_n)^2 + \frac{1}{2} (1 + \tilde{\delta}_t) (\pi_t - \pi^*)^2 \right] \\ \pi_t &= \Delta m_t + v_t, y_t = y_n + \alpha (\pi_t - \pi_t^e) + e_t \end{aligned}$$

由于公众和中央银行的动态博弈,固定法则(rules)货币政策是激励不相容的,中央银行有偏离其最先承诺的动机(Kydland and Prescott, 1977; Barro and Gordon, 1983),因此下面我们求解的是相机抉择下的中央银行最优决策。在给定公众预期下,求解上述最大化问题,由一阶条件得最优货币增长率为:

$$\Delta m_t = \frac{\pi^* (1 + \tilde{\delta}_t) + \lambda a^2 \pi_t^e}{1 + \tilde{\delta}_t + \lambda a^2} - \frac{\lambda a}{1 + \tilde{\delta}_t + \lambda a^2} e_t + \frac{\lambda \alpha (k_t - 1)}{1 + \tilde{\delta}_t + \lambda a^2} y_n \quad (5)$$

因此最优通货膨胀率必须满足:

$$\pi_t = \frac{(1 + \tilde{\delta}_t) \pi^* + \lambda a^2 \pi_t^e}{1 + \tilde{\delta}_t + \lambda a^2} - \frac{\lambda a}{1 + \tilde{\delta}_t + \lambda a^2} e_t + \frac{\lambda \alpha (k_t - 1)}{1 + \tilde{\delta}_t + \lambda a^2} y_n + v_t \quad (6)$$

由于公众是理性的,在理性预期假定下对(6)式两边求期望,整理后得公众的通货膨胀预期为:

$$\pi_t^e = \pi^* + E \left[\frac{\lambda \alpha (k_t - 1) y_n}{1 + \tilde{\delta}_t + \lambda a^2} \right] / E \left[\frac{1 + \tilde{\delta}_t}{1 + \tilde{\delta}_t + \lambda a^2} \right] \quad (7)$$

注意到 $E \left[\frac{1}{1 + \lambda a^2 + \tilde{\delta}_t} \right] = \int_{-\sqrt{3}\sigma_{xt}}^{\sqrt{3}\sigma_{xt}} \frac{1}{1 + \lambda a^2 + \delta + x} \times \frac{1}{\sqrt{3}\sigma_{xt} 2} dx$

$$= \frac{1}{2\sqrt{3}\sigma_{xt}} [\ln(1 + \lambda a^2 + \bar{\delta} + \sqrt{3}\sigma_{xt}) - \ln(1 + \lambda a^2 + \bar{\delta} - \sqrt{3}\sigma_{xt})]$$

假定 $z_t = (\frac{\sigma_{xt}}{1 + \lambda a^2 + \bar{\delta}})^2$ 比较小, 从而上式可以简化为:

$$E\left[\frac{1}{1 + \lambda a^2 + \bar{\delta}_t}\right] \approx \frac{1 + z_t}{1 + \lambda a^2 + \bar{\delta}} \quad (8)$$

$$\text{类似地我们有 } E\left[\frac{1 + \bar{\delta}}{1 + \lambda a^2 + \bar{\delta}_t}\right] \approx \frac{1 + \bar{\delta} - \lambda a^2 z_t}{1 + \lambda a^2 + \bar{\delta}} \quad (9)$$

$$E\left[\frac{1}{(1 + \lambda a^2 + \bar{\delta}_t)^2}\right] \approx \frac{1 + 3z_t}{(1 + \lambda a^2 + \bar{\delta})^2} \quad (10)$$

$$E\left[\left(\frac{1 + \bar{\delta}}{1 + \lambda a^2 + \bar{\delta}_t}\right)^2\right] \approx \frac{(1 + \bar{\delta}_t)^2 + \lambda a^2(\lambda a^2 - 2 - 2\bar{\delta})z_t}{(1 + \lambda a^2 + \bar{\delta})^2} \quad (11)$$

$$\text{将(8)和(9)代入(7), 整理得 } \pi_t^e = \pi^* + \frac{\lambda a A_t}{1 + \bar{\delta}} \left(1 + \frac{1 + \bar{\delta} + \lambda a^2}{1 + \bar{\delta}} z_t\right) \quad (12)$$

其中 $A_t = (k_t - 1)y_n$, 因此中央银行货币政策的不确定性导致了预期通货膨胀率的提高。

将(12)代入(6)式, 整理后得:

$$\pi_t = \pi^* - \frac{\lambda a}{1 + \bar{\delta}_t + \lambda a^2} e_t + \frac{1 + \bar{\delta}_t + \lambda a^2}{1 + \bar{\delta}_t + \lambda a^2} \times \frac{\lambda a A_t}{1 + \bar{\delta}} \times \left(1 + \frac{\lambda a^2}{1 + \bar{\delta}} z_t\right) + v_t \quad (13)$$

上式右边第二项代表中央银行对产出冲击的响应, 从中可以看出, 偏好扰动的效应是不对称的, 在正的偏好扰动下中央银行对产出冲击的响应要比在负的扰动下来得小。上式第三项代表相机抉择 (discretion) 货币政策导致的通货膨胀偏差 (inflation bias) (Walsh, 1998)。其无条件期望为(12)式右边第二项, 因此平均来看, 产出目标与自然产出增长率间的差距越大, 通货膨胀偏差也越大, 中央银行在通货膨胀上的相对权重 $(1 + \bar{\delta})/\lambda$ 越大, 通货膨胀偏差越小; 中央银行偏好的不确定性越少, 通货膨胀偏差也越小。Rogoff (1985) 指出, 选择比较保守的中央银行, 即中央银行偏好在通货膨胀上的相对权重高于社会公众, 可以降低通货膨胀偏差, 这一点在我们的讨论中也同样成立。

将(12)和(13)代入(1)式, 产出增长率满足:

$$y_t = y_n + a v_t + \frac{(1 + \bar{\delta}_t) e_t}{1 + \lambda a^2 + \bar{\delta}_t} + \frac{\lambda a^2 A_t}{1 + \bar{\delta}} \left[\frac{\bar{\delta} - \bar{\delta}_t}{1 + \bar{\delta}_t + \lambda a^2} - \frac{1 + \bar{\delta} + \lambda a^2}{1 + \bar{\delta}_t + \lambda a^2} \times \frac{1 + \bar{\delta}_t}{1 + \bar{\delta}} z_t \right] \quad (14)$$

对(14)取无条件期望, 略去 z_t 的高于二阶的量, 整理得:

$$E[y_t] = \bar{y} = y_n$$

因此平均产出增长率等于潜在产出增长率。

四 货币政策不确定性对社会福利的影响

下面我们来分析货币政策的模糊性对社会福利的影响。根据(14)式, 我们有:

$$E_t \left[\frac{1}{2} \lambda (y_t - k_t y_n)^2 \right] = \frac{\lambda}{2} \left\{ a^2 \sigma_v^2 + \frac{(1 + \bar{\delta})^2 + (\lambda a^2 - 2 - 2\bar{\delta}) \lambda a^2 z_t}{(1 + \lambda a^2 + \bar{\delta})^2} \sigma_e^2 + A_t^2 \left[1 + \left(\frac{\lambda a^2}{1 + \bar{\delta}} \right)^2 z_t \right] \right\} \quad (15)$$

因此当 $\lambda a^2 - 2 - 2\bar{\delta} < 0$, 即 $\bar{\delta} > 1 - \frac{1}{2}\lambda a^2$ 时, 即平均来看中央银行比较保守时, 由于偏好扰动效果的不对称性, 货币政策的模糊性可以提高产出稳定性, 从而提高整个社会的福利。

根据(13)式, 我们有:

$$E_t \left[\frac{1}{2} (\pi_t - \pi^*)^2 \right] = \frac{1}{2} \left\{ \frac{\lambda^2 a^2 (1 + 3z_t)}{(1 + \lambda a^2 + \bar{\delta})^2} \sigma_e^2 + \sigma_v^2 + \frac{\lambda^2 a^2 A_t^2}{(1 + \bar{\delta})^2} \left(1 + \left(3 + \frac{2\lambda a^2}{1 + \bar{\delta}} \right) z_t \right) \right\} \quad (16)$$

因此货币政策模糊性导致了通货膨胀波动的增加, 降低了社会福利。

将(15)和(16)式代入 t 期的即期社会损失函数 L_t , 我们有:

$$\begin{aligned} L_t &= E_t \left[\frac{1}{2} \lambda (y_t - k_t y_n)^2 + \frac{1}{2} (\pi_t - \pi^*)^2 \right] \\ &= \frac{1}{2} \left[(1 + \lambda a^2) \sigma_v^2 + \frac{\lambda (1 + \bar{\delta})^2 + \lambda^2 a^2}{(1 + \bar{\delta} + \lambda a^2)^2} \sigma_e^2 + \frac{\lambda (1 + \bar{\delta})^2 + \lambda^2 a^2}{(1 + \bar{\delta})^2} (k - 1)^2 y_n^2 \right] + \\ &\quad \frac{1}{2} z_t \left[\frac{\lambda^2 a^2 (\lambda a^2 + 1 - 2\bar{\delta})}{(1 + \lambda a^2 + \bar{\delta})^2} \sigma_e^2 + \frac{\lambda^2 a^2 A_t^2}{(1 + \bar{\delta})^2} \left(3 + \lambda a^2 + \frac{2\lambda a^2}{1 + \bar{\delta}} \right) \right] \end{aligned} \quad (17)$$

$$\text{从上式可以看出, 如果 } \frac{\lambda^2 a^2 (\lambda a^2 + 1 - 2\bar{\delta})}{(1 + \lambda a^2 + \bar{\delta})^2} \sigma_e^2 + \frac{\lambda^2 a^2 A_t^2}{(1 + \bar{\delta})^2} \left(3 + \lambda a^2 + \frac{2\lambda a^2}{1 + \bar{\delta}} \right) < 0 \quad (18)$$

则 $z_t = \left(\frac{\sigma_{xt}}{1 + \lambda a^2 + \bar{\delta}} \right)^2$ 的增加将提高整个社会的福利。(18)式可以被改写为:

$$\bar{\delta} > \frac{1}{2} \left[1 + \lambda a^2 + \left(1 + \frac{\lambda a^2}{1 + \bar{\delta}} \right)^2 \frac{A_t^2}{\sigma_e^2} \left(3 + \lambda a^2 + \frac{2\lambda a^2}{1 + \bar{\delta}} \right) \right] \quad (19)$$

我们看到(19)式的左边是关于 $\bar{\delta}$ 的增函数, 右边是关于 $\bar{\delta}$ 的减函数, 因此存在一个 $\bar{\delta}^*$ 满足:

$$\bar{\delta}^* = \frac{1}{2} \left[1 + \lambda a^2 + \left(1 + \frac{\lambda a^2}{1 + \bar{\delta}^*} \right)^2 \frac{A_t^2}{\sigma_e^2} \left(3 + \lambda a^2 + \frac{2\lambda a^2}{1 + \bar{\delta}^*} \right) \right] \quad (20)$$

当 $\bar{\delta} > \bar{\delta}^*$ 时(19)式成立, 此时 $z_t = \left(\frac{\sigma_{xt}}{1 + \lambda a^2 + \bar{\delta}} \right)^2$ 的增加, 即货币政策模糊性的增加有助于提高整个社会的福利。

当中央银行在通货膨胀上的平均权重较高时, 经济中的平均通货膨胀率较低, 同时引入适度的货币政策模糊性有助于提高整个社会福利, 这可以用来解释为什么德国、美国等国中央银行要坚持适度的货币政策模糊性。由于德国曾经经历过恶性通货膨胀, 使经济遭受过惨重的损失, 战后德国中央银行的首要任务是控制物价, 其目标函数中在通货膨胀上的权重非常高, 相应地在物价控制方面也相当成功, 根据我们的讨论, 德国中央银行保持一定程度的货币政策模糊性, 可以有助于稳定产出, 提高整个社会的福利。自20世纪80年代以来, 美联储认识到货币的长期中性的重要性, 同时中央银行在目标透明度上保持了一定程度的私密性, 促成了美国经济连续十几年的繁荣。

从(20)式可以看出 $\bar{\delta}^*$ 的值依赖于参数 λ 、 a 、 $(k_t - 1)y_n$ 和 σ_e^2 。当参数 λ 、 a 和目标产出与潜在产出的缺口 $|(k_t - 1)y_n|$ 比较小、产出冲击的方差比较大时 $\bar{\delta}^*$ 也比较小, 在上述条件下, 即使中央银行具有较低的保守性, 货币政策模糊性也能提高社会福利; 反之则对中央银行保守性的要求将较高。

需要说明的是, 我们此处仅考虑了产出冲击和货币需求冲击, 当模型中引入总需求冲击或采用前向模型时, 结论是否仍然成立有待进一步研究。

五 中国的货币政策透明度

中国当前货币政策决策和操作还缺乏足够的透明度,随意性很大,但同时中国近年来在货币政策透明度的建设方面已取得了很大的进步。

1993年以前中国人民银行主要采用领导发表讲话的方式披露货币政策方针,表1给出了1985~1993年中国货币政策的指导方针及政策制定背景。从表1中可以看出,在这段时间,人民银行的货币政策是相机抉择的、反馈型的货币政策,即当经济过热、通货膨胀率较高时,人民银行实施紧缩的货币政策,反之实行扩张型的货币政策。1993年以前中国货币当局的政策目标是双重的,既要稳定货币,又要发展经济。货币政策目标的多重性,导致了货币当局政策的随意性,并且当时经济中供不应求的格局尚没有改变,因此在货币当局偏好中产出增长权重较大,相应地相机抉择下的通货膨胀偏差较大,平均通货膨胀率也较高。

表1 1985~1993年中国货币政策实践回顾和主要经济数据

年度	政策制定背景	货币政策 指导方针	通货膨胀率, %	GDP 增长 率, %
1985	国民经济全面过热	紧缩银根	8.8	13.5
1986	宏观经济逐步走向平稳,供不应求总格局没有完全改变	稳中求松	6.0	8.8
1987	经济出现回热趋势	紧中有活	7.3	11.6
1988	经济逐渐升温,第四季度出现经济过热和明显的通货膨胀	从松到紧	18.5	11.3
1989	经济全面过热	紧缩银根	17.8	4.1
1990	市场疲软,产品积压严重,工业生产率下降,停产企业增加	适时调整	2.1	3.8
1991	经济回升,信贷缺口加大,企业效益低下,财政状况不好,使得银行信贷资金出现困难	优化信贷结构,盘活资金存量	2.9	9.2
1992	第二季度开始经济增长速度加快,银行贷款需求旺盛,加大了调控难度	从严控制货币、信贷总量,加强调控	5.4	14.2
1993	存在通货膨胀趋势	适度从紧	13.2	13.5

资料来源:根据历年《中国金融年鉴》和人民银行网站上《货币政策执行报告》和国家统计局数据整理得出。

由于通过领导讲话进行信息披露的透明度较低,公众很难在此基础上形成准确的预期,导致产出增长率和通货膨胀率的波动性较大,也给货币政策的制订和执行带来了困难,出现了所谓“一抓就死、一放就乱”的现象。例如1985年紧缩银根,产出增长率一下从13.5%下降到8.8%,下降了4.7个百分点。

1993年起人民银行开始向社会公布货币供应量指标。1995年《中国人民银行法》颁布,其中明确规定,“货币政策目标是保持货币币值稳定,并以此促进经济增长。”1996年起正式采用货币供应量 M_1 和 M_2 作为货币政策的调控目标,每月中旬人民银行还公布上月 M_0 、 M_1 和 M_2 的实际增长率、金融机构短期和中长期贷款、企业贷款、储蓄存款和外汇储备情况等月度金融统计数据。1999年人民银行成立货币政策委员会,对有关货币政策的重要措施、货币政策与其他宏观经济政策的协调等方面进行讨论并提出建议,并于当年6月开始每个季度召开货币政策委员会会议,会后公布会议决议。自2001

年第一季度起人民银行货币政策司开始在每一季度结束后对外公布季度货币政策执行报告。2002年2月27日起人民银行首次对外公布了货币政策司撰写的稳健货币政策有关问题的分析报告,报告说明了实施稳健货币政策的由来、内涵、实施效果,并对2002年以来中国的货币政策目标和所要采取的措施等问题进行分析。

表2 1994~2004年中介目标 M_1 和 M_2 的目标值和实际值、
物价调控目标和实际物价值及实际 GDP 增长率 %

年份	M_1		M_2		物价调控目标 CPI 或 RPI	实际的物价指数 (CPI 或 RPI)	实际 GDP 增长率
	目标	实际	目标	实际			
1994	21	26.2	24	34.5	10 (RPI)	21.7	12.7
1995	21-23	16.8	23-25	29.5	15 (RPI)	14.8	10.5
1996	18	18.9	25	25.3	10 (RPI)	6.1	9.6
1997	18	16.5	23	17.3	6 (RPI)	0.8	8.8
1998	17	11.9	16-18	15.3	3 (RPI), 5 (CPI)	-0.2	7.8
1999	14	17.7	14-15	14.7	2 (RPI), 4 (CPI)	-0.4	7.1
2000	14	16	14	12.3	2 (RPI), 4 (CPI)	1.1	8.0
2001	15-16	12.7	13-14	14.4	1-2 (CPI)	0.4	7.3
2002	13	16.8	13	16.8	1-2 (CPI)	0.2	8
2003	16	18.7	16	19.6	1 (CPI)	0.8	9.1
2004	17		17		3 (CPI)		

资料来源:根据历年《中国金融年鉴》和人民银行网站上《货币政策执行报告》和国家统计局数据整理得出。

表2给出了1994~2004年中国货币政策中介目标 M_1 和 M_2 的目标值和实际值、物价的调控目标和实际值以及实际 GDP 增长率。从中我们可以看出,《中国人民银行法》颁布后,币值稳定成为货币政策的首要目标,这蕴涵了中央银行偏好中稳定通货膨胀的权重增加,即中央银行成为一个较保守的货币当局。这期间尽管货币当局的政策仍是相机抉择的,但由于中央银行稳定通货膨胀上的权重的增加,通货膨胀偏差下降,兼之大多数商品的供过于求,因此平均通货膨胀率下降。另外,随着中国货币政策透明度的不断提高、保守性的增加和操作技术的提高,近几年中国的产出波动和通货膨胀波动显著下降。

为提高中国金融统计的透明度,方便公众获取金融统计数据,2004年人民银行进一步公布了《中国人民银行2004年公布金融统计数据时间表》(见表3)。

从上面的讨论中我们可以知道,在法律上稳定物价已经成为中国货币政策的主要目标,因此中国中央银行在稳定通货膨胀上的权重近年来已经有了较大的提高,这也可以部分地从近年来中国较低的通货膨胀率和中央银行在这次宏观调控中的言行中反映出来,因此我们可以近似地把当前的人民银行看做是权重比较保守的中央银行,从而引入货币政策适度的不透明可能有助于提高社会福利。

近年来中国在货币政策透明度的建设上已取得了很大的进步,但仍存在着很多需要改进的地方,例如货币政策的分析框架、对未来经济金融形势的预测等信息人民银行公布得很少。一个自然的问题是,中国是否需要采用像通货膨胀目标制那样完全公开、透明的货币制度?本文的研究表明,由于中国近年

来中央银行在通货膨胀上的权重的增加,平均通货膨胀率明显下降,由此允许中央银行保持适度的货币政策模糊性可能有助于提高社会福利,所以至少从货币政策透明度的角度来看,中国是否应该采用通货膨胀目标制,仍需要进一步商榷。

表 3

中国人民银行 2004 年公布金融统计数据时间表

披露方式 时间	中国人民银 行网页	《金融时报》	《中国人民 银行季报》	《中国人民 银行年报》	《金融年鉴》
金融机构信贷收支表	月后 15 日	月后 15 日左右, 以新闻稿公布上 月主要指标。季 后 15 日左右公布 上季报表。	季后 8 周	年后 5 月	年后 10 月
国家银行信贷收支表		同上			同上
其他商业银行信贷收支表		同上			同上
货币供应量统计表	月后 15 日	同上	季后 8 周	年后 5 月	年后 10 月
黄金储备统计表	季后 15 日	同上		同上	同上
外汇储备统计表	同上	同上	季后 8 周	同上	同上
汇率统计表	同上	同上		同上	同上
货币当局资产负债表	月后 4 周		季后 8 周	同上	同上
货币概览	同上		同上	同上	同上
银行概览	同上		同上	同上	同上
存款货币银行资产负债表			同上	同上	同上
特定存款机构资产负债表			同上	同上	同上
国有商业银行资产负债表			同上	同上	同上
其他商业银行资产负债表			同上	同上	同上
城市商业银行资产负债			同上	同上	同上
外资银行资产负债表			同上	同上	同上
城市信用社资产负债表			同上	同上	同上
农村信用社资产负债表			同上	同上	同上
财务公司资产负债表			同上	同上	同上
国际流动性报表				同上	同上
金融机构现金收入支出统计表					同上
全国城乡储蓄存款(余额、增减 额、人均、分地区)报表					同上

六 结论

本文在 Rogoff(1985)权重保守的中央银行框架下,通过引入中央银行偏好的可变性,讨论了中央银行货币政策目标透明度对经济的影响。我们发现,货币政策模糊性的引入一方面可以导致公众通货膨胀预期的提高,降低社会福利;另一方面在一定条件下有助于稳定产出,提高社会福利。进一步的研究表明,当中央银行在通货膨胀上的权重较高,即中央银行比较保守时,后一种效应要占优于前一种效应,从而货币政策不确定性的引入可以提高整个社会的福利。

我们的研究可以解释为什么那些在通货膨胀控制上比较成功的国家,例如德国、美国等,通常允许中央银行保持一定程度的私密性,使得其货币政策操作存在较高的模糊性;另外一些国家的中央银行则采用非常透明的货币政策。我们的研究表明,货币政策并非越透明越好,而是要根据具体国情出发来决定

是否允许中央银行保留一定程度的私密性。

中国当前在货币政策透明度建设方面已取得了较大的进展 我们的研究表明 由于近年来人民银行在通货膨胀上的权重较高 因此允许人民银行保持一定程度的货币政策模糊性可能有助于提高整个社会的福利。

参考文献：

- 钱小安(2002)《货币政策规则》,商务印书馆。
- Barro, R. and Gordon, D. B. "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy." *Journal of Monetary Economics*, 1983, 12(1), pp. 101 - 121.
- Blinder, A., Goodhart, C., Hilderbrand, P., Lipton, D. and Wyplosz, C. "How Do Central Bankers Talk?" ICMB and CEPR, Geneva Reports on the World Economy 3, 2001.
- Briault, C. B., Haldane, A. G. and King, M. A. "Independence and Accountability," in I. Kuroda ed., *Towards More Effective Monetary Policy*, 1997, MacMillan, pp. 299 - 326.
- Buiter, W. H. "Alice in Euro land." *Journal of Common Market Studies*, 1999, 73(2), pp. 181 - 209.
- Cukierman, A. and Meltzer, A. "A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information." *Econometrica* 54, 1986, pp. 1099 - 1128.
- Dotsey, M. "Monetary Policy, Secrecy, and Federal Funds Rate Behavior." *Journal of Monetary Economics*, 1987, 20(3), pp. 463 - 474.
- Eijffinger, S. C. W.; Hoerberichts, M. and Schaling, E. "Why Money Talks and Wealth Whispers: Monetary Uncertainty and Mystique." *Journal of Money, Credit, and Banking*, 2000, 32(2), pp. 218 - 235.
- Faust, J. and Svensson, L. E. O. "Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals." *International Economic Review* 42, 2001, pp. 369 - 397.
- Garfinkel, M. R. and Seonghwan, O. "When and How much to Talk: Credibility and Flexibility in Monetary Policy with Private Information." *Journal of Monetary Economics* 16, 1985, pp. 341 - 357.
- Geraats, P. M. "Central Bank Transparency." Mimeo, 2002a.
- . "Transparency of Monetary Policy: Does the Institutional Framework Matter? Yes." Mimeo, 2002b.
- Ghosh, A. R. "Central Bank Secrecy in the Foreign Exchange Market." *European Economic Review*, 2002, 46(2), pp. 253 - 272.
- Goodfriend, M. "Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking." *Journal of Monetary Economics* 17, 1986, pp. 63 - 92.
- Hahn, V. "Transparency in Monetary Policy: A Survey." Mimeo, 2002a.
- . "The Transparency of Central - Banks Objectives." Mimeo, 2002b.
- Kydland, F. E. and Prescott, E. C. "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." *Journal of Political Economy*, 1977, 85(6), pp. 1345 - 1370.
- Lewis, K. K. "Why Doesn't Society Minimize Central Bank Secrecy?" *Economic Inquiry* 29, 1991, pp. 403 - 425.
- Lucas, Robert E. Jr. "Some International Evidence on Output-Inflation Trade-offs." *American Economic Review*, 1973, 63(3), pp. 326 - 334.
- Rogoff, K. "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target." *Quarterly Journal of Economics* 100, 1985, pp. 1169 - 1190.
- Rudin, J. R. "Central Bank Secrecy, 'Fed Watching', and the Predictability of Interest Rates." *Journal of Monetary Economics*, 1988, 22(2), pp. 317 - 334.
- Simons, H. C. *Economic Policy for a Free Society*. Chicago: University of Chicago Press, 1948.
- Svensson, L. E. O. "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets." *NBER Working Paper* 5797, 1996.
- Walsh, C. E. *Monetary Theory and Policy*. MIT Press, 1998.

(截稿 2004 年 10 月 责任编辑 宋志刚)

中国社会科学院世界经济与政治研究所网站 <http://www.iwep.org.cn/> 制作