

央行沟通的透明度研究

钟 洁

(上海大学 经济学院, 上海 200444)

摘要: 20世纪90年代以前,央行的货币政策基本是不对外公开的,公众可以获取到的信息较少。随着布雷顿森林体系的崩溃、亚洲金融危机的爆发,央行意识到货币政策的隐秘性操作失效了,开始试图提高沟通透明度来提高政策的有效性,实现预期目标。基于E&G指标体系法,对我国的央行沟通透明度进行了制度上的量化,发现我国的透明度较低;借鉴A&H动态指数法来测量我国的央行沟通透明度,结果也一样,透明度水平不高,且波动较大。我国央行要制订并完善信息披露的相关制度,采取立法的措施保障其有序进行,对公布的内容、时间、渠道等要做好备案,有明确的流程。完善信息披露渠道和传导机制,增加公众接受信息的渠道,减少公众搜集信息的成本,保证经济数据的真实、可靠性,提高沟通透明度,提升政策效率。

关键词: 央行; 货币政策; 透明度; E&G 指标体系; A&H 动态指数

中图分类号: F830.31 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2017)06-0034-06

一、引言

在很长一段时间内,许多国家的央行政策是不对外公开的,保持着隐秘性。20世纪90年代以后,央行发现隐秘性的操作不可行,传统的政策操作达不到预期的经济效果,央行沟通的透明度开始受到重视。货币政策神秘的面纱逐渐被揭开,暴露于公众的视野之中,良好的沟通可以实现央行的目标。

央行沟通作为一项新型的货币政策工具,既有货币政策的通性,也有其独特性。在全球信息时代,沟通是十分重要的。央行沟通的影响力越来越大,透明度影响着沟通的效率。与公众相比,央行在信息上占据绝对的优势,央行沟通透明度的增加,可以改善信息不对称的情况,引导市场形成理性预期,做出正确抉择^[1]。如果公众能够准确无误地接收并理解央行传达的信息,做出与央行预期一致的行为,可以加速央行目标的实现,提高市场效率、减少经济的波动。各国央行已采取了不少措施来提高沟通透明度。我国是发展中国家,经济还处于转型阶段。我国的央行沟通透明度水平落后于发达国家,采取的措施有待提高和规范。

本文用E&G指数法从制度上对我国央行沟通的透明度量,分析我国央行沟通透明度的现状;再基于我国的经济发展现状进行实证研究,对A&H模型做了调整,并测量我国央行沟通的透明度。最后,介绍了一些透明度较高的国家的具体做法,为我国提高透明度提出建议。

二、文献综述

国内外学者对透明度的度量方法可以分为四类:问卷调查法、指标体系法、市场反应法和动态指数法。

Fry(1998)等以“货币和金融政策透明度良好实践准则”为基础,设计了关于货币政策透明度的问卷向各国的央行发放并回收进行打分汇总,得到不同国家货币政策透明度的状况。1999年,国际货币基金组织(IMF)以《货币与金融政策透明度良好行为准则:原则宣言》构建的指标体系为基础,对其成员国中的160个央行和159个具有监管职权的政府机构的透明度实践情况进行了一项调查问卷,得到了135个国家的积极

收稿日期: 2017-07-07

作者简介: 钟洁(1993-),女,浙江湖州人,硕士研究生,主要研究方向为金融学。

响应。Sundararajan 等(2003)以135个IMF成员国的自我评价为基础,构建了货币政策和金融政策的透明度指标,并利用它们来识别不同政策和国家间的透明度模式。

Eijffinger 和 Geraats(2006)提出了货币政策的透明度指数,包括中央银行的政治、经济、程序、政策和操作透明度这五个方面。E&G指数法考虑了货币政策制定过程中的各个阶段和政策沟通的所有方面,指标体系较为完善,很多学者都参考和借鉴了E-G指数法。Crowe 和 Meade(2008)运用E&G指标体系的方法,对一些央行的独立性和透明性进行了研究;Dincer 和 Eichengreen(2014)运用E&G指数建立的指标体系评价了100多家中央银行的透明度和独立性的最新措施。肖崎(2006)认为E&G指数虽然有很多优点,但是也存在一些缺点,比如该方法测量的透明度指数具有局限性,只能在某种程度上反映一个国家的透明度水平,在实际测算过程中要注意国别差异,对E&G指数法进行了一定的调整。

Haldane 和 Read(2000)构建了H&R方法,通过测市场利率对货币政策行为的反应程度,来测量货币政策透明度。贾德奎(2006)针对我国的现行经济环境,对H&R模型进行了适当的修改,对我国的货币政策透明度状况进行了度量和分析,发现指导市场形成正确、理性的预期,市场利率和政策利率目标存在着偏差。

Kia. A 和 H. Patron(2004)建立了一个动态且连续的客观的市场指数,用时间序列和横截面数据来衡量一个国家或一系列国家的货币政策的透明度。贾德奎(2006)以A&H方法为基础,采用2002年至2006年我国银行间同业拆借利率和7天回购利率进行测量,结果表明,我国的货币政策透明度水平不高。Yong Ma 等(2015)通过构造一个修正的利率期限结构并把它放入微动态随机一般均衡模型,评估分析了我国1992年至2013年的货币政策透明度,及其对经济的影响和作用。

上述四种对货币政策透明度测量的方法,运用较为广泛的是指标体系法和动态指数法。问卷调查法主观性较强,其真实性主要取决于被调查对象的主观判断。指标体系法构建了一系列指标,评价较为客观,被各国货币当局广泛接受^[2]。动态指数法基于市场反应,是市场化的科学度量方法,但其前提是金融市场是有效的,度量具有一定的局限性。

三、我国央行沟通透明度的演进与现状

(一) 政治透明度

1995年,我国通过立法,规定了货币政策的目标是“保持货币币值稳定,并以此促进经济增长”。1996年,我国正式把货币供应量确定为货币政策中介目标,并向公众公开货币供应量数据。我国货币政策的中介目标是唯一确定的,但是最终目标一直存在着争议。有人认为我国最终目标是单一确定的,即保持货币币值稳定。有人认为我国是多重目标,既稳定币值也促进经济增长。在实践中,最终目标是相机抉择的,注重两者的协调统一。

(二) 经济透明度

1996年,央行按季度公布相关经济数据;2000年,创建了中国人民银行网站,设置了多个栏目供公众查询相关信息;2001年,《货币政策执行报告》开始按季度发布,报告中记载了经济分析、预测等内容;2004年,公布金融统计数据时间表,规范数据的公布;2005年,发布《国际金融市场报告》;2007年,发布《中国金融市场发展报告》。央行披露了较多的信息,但是力度还不够大,对外公布的金融统计数据不够完整和及时。使用的经济模型也没有公布,对经济的预测分析也较少。

(三) 程序透明度

1997年,按季度召开货币政策委员会例会,开会后会召开新闻发布会公布相关决议和政策,例会的召开也会记录在货币政策大事记中;2003年,制定了货币政策委员会会议制度,让会议更加标准化、规范化,提高决策效率^[3]。但每季度会议举行的时间是不固定的,没有提前告知公众或征求公众意见,会议的记录和投票情况也没有向公众披露。

(四) 政策透明度

如果货币政策工具进行了调整,央行会及时地公布相关信息,此次调整也会记录在货币政策大事记中。在决策会议结束后,会召开新闻发布会,公布相关政策并进行解释说明,也会披露未来的政策倾向。但是央行对政策的相关解释不是很透彻,政策工具调整时没有介绍调整的原因和预期效果等。

(五) 操作透明度

在季度货币政策报告中,央行会披露可能面临的风险。对经济现状货币政策的执行效果会做出评估,分析经济现状。但是对一些量化目标并未进行评估,货币政策执行的误差也没有进行解释说明和应对的措施^[4]。对政策执行效果比较浅显,没有做出更深层次的分析。

四、我国央行沟通透明度的度量

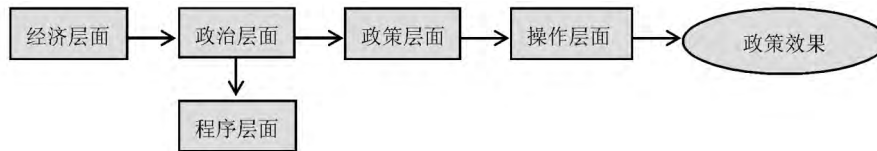


图1 E&G 指标体系框架

(一) E&G 指标法

E&G 指标体系既可以进行横向比较,也可以进行纵向比较,受到了很多学者的借鉴。

表1 E&G 指标体系

透明度	含义	指标
政治透明度	政策目标的公开性	货币政策的正式目标 多重目标有明确的优先次序 定量目标
经济透明度	政策的经济信息政策	经济数据 经济模型 内部预测
程序透明度	政策决策的方式	明确的货币政策规则 政策的实际决策过程 会议记录和投票记录
政策透明度	政策决策迅速的公布	政策的解释 政策倾向 及时公布政策
操作透明度	政策的执行	自我评估 控制错误 扰动因素

数据来源: 根据 Eijffinger 和 Geraats(2006) 整理得到

由于我国的央行沟通透明度起步较晚, E&G 指标不完全适用于我国, 因此本文在 Eijffinger 和 Geraats 设计的基础上, 做了一些修改, 更适合我国的实际情况。一共分为 5 个项目, 每个项目又分为 3 个子项目, 每个子项目的得分从 0 到 1, 所以透明度最高为 15 分^[5]。

表2 修正的 E&G 指标体系

透明度	指标	得分
政治透明度	1. 是否有明确的最终目标	0.5
	2. 存在多重目标时, 是否有明确的优先目标	0
	3. 主要目标是否可以量化	0
经济透明度	1. 是否公布相关经济信息数据	1
	2. 是否公布进行政策分析的宏观经济模型	0
	3. 是否公布其对宏观经济的预测	0.5
程序透明度	1. 是否有明确的政策战略来描述政策框架	1
	2. 是否披露决策制定过程的记录	0
	3. 是否对外公布投票记录	0
政策透明度	1. 调整政策是否进行及时的公布	1
	2. 宣布政策决定时, 是否有相关的解释	0.5
	3. 是否表明未来的政策倾向	1
操作透明度	1. 是否对主要政策操作目标达到的水平进行评估	1
	2. 政策目标与实际情况有偏差时, 是否对操作误差进行解释说明	0
	3. 是否公布对市场调控的政策工具	1

数据来源: 根据 Eijffinger 和 Geraats(2006) 和中国人民银行官网相关资料整理得到

由表2可知,我国央行沟通透明度得分为7.5分,透明度水平较低。在透明度的五个方面,政策透明度最高,政治透明度最低。

(二) A&H 动态指数法

A&H 动态指数法基于有效市场理论,通过选取事件日及其前后的市场利率水平与其长期稳定状况下的平均变动值之间的偏差,来间接的衡量一个国家在某段时期内的央行沟通透明度状况。事件日是指会对市场利率产生波动的日子,比如货币政策会议的召开日,货币政策报告的发布日等。

首先,假设市场处于均衡状态,同业拆借利率与债券市场短期利率之间的利差为:

$$D_t = i_t - i_t^{TB} \quad (1)$$

其中 i_t 为 t 时刻的同业拆借利率, i_t^{TB} 为短期债券利率;公众可以充分准确地接受并理解央行传达的信息,央行沟通的透明度为 0% - 100%。

然后,将一些重大事件发生日选作“事件日”,如货币政策报告发行日、政策工具调整日等。对于每一个事件日,计算 $|\Delta D_t|$ 将其作为央行沟通透明度的一个近似度量,且与透明度成反比。

$$|\Delta D_t| = D_t - \overline{D_{t-1}} \quad (2)$$

其中 $\overline{D_{t-1}}$ 为前后两个事件日之间,同业拆借利率与短期债券利率每日差值的算术平均值。

最后,确定计算透明度指数的公式为:

$$T_t = \frac{1}{e^{|\Delta D_t|}} \quad (3)$$

如果 $|\Delta D_t| = 0\%$, 则 $T_t = 100\%$, 即央行沟通完全透明;如果 $|\Delta D_t| = 10\%$, $T_t = 0.0045\%$, 则央行沟通透明度可近似为 0。

由于我国的银行间同业债券利率和债券交易利率的市场化程度相对较高,对市场利率的变化敏感,而且 7 天回购利率的每日交易量很大,因此采用银行间隔夜拆借利率和 7 天回购利率的数据,研究了 2010 年至 2015 年中国央行沟通透明度的状况。通过对数据的处理获得如下的结果:

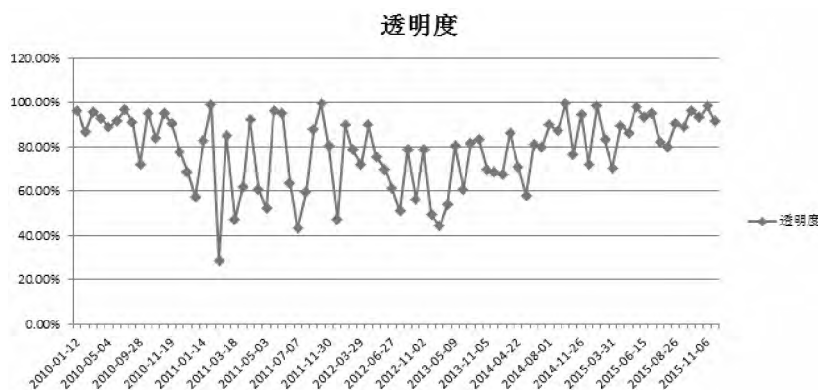


图2 2010 - 2015 年中国央行沟通透明度水平

从上图我们可以看出,央行沟通的透明度整体水平不高,波动幅度较大,市场主体没有充分理解央行传达的信息,央行没能正确的引导市场的行为,这也和我国的实际情况相符。

五、国外提高央行沟通透明度的实践

(一) 新西兰

1990 年,新西兰开始执行以通货膨胀为目标的货币政策。随后又颁布了《新西兰储备银行法》,确定新西兰储备银行为货币政策的唯一执行者。新西兰央行每六周对经济环境、财政数据、经济走势等进行观察,并评估目前的货币政策是否达到目标。货币政策的制定、实施、效果等都会向公众公开。如果政策目标无法达到,则考虑如何进行调节并向公众公布。新西兰央行每 6 周发布一次政策决定,每季度发布一次货币政策声明。新西兰央行是第一个宣布采用通货膨胀目标制的国家,其透明度水平较高。

(二) 美联储

美国联邦公开市场委员会(FOMC)每年召开8次例会,回顾经济发展、展望未来,会议上尤其强调经济增长和通货膨胀。在例会召开前,会公布“棕皮书”,提供美国联邦储备区经济发展现状和统计分析报告,为会议提供数据支持。在会议结束后,会立即发布新闻公告,向公众及时地发布会议的决策结果,并对相关政策进行解释,帮助公众理解政策。会议当天,会对联邦基金利率变动的幅度、原因等进行说明。2个月后,还会发布会议记录,与会人员名单和投票人员对问题的赞成与否等。FOMC也会定期发布经济形势的情况和风险评估报告。

(三) 欧洲央行

欧洲中央银行(ECB)执行单一的货币政策目标,即物价稳定。ECB管理委员会每年召开不少于10次会议。ECB是最先采用召开新闻发布会的方式向公众披露相关信息的央行,会分析现行的经济状况、会议上讨论的决策等,在发布会上也会与观众进行交流互动,解答公众的疑难困惑^[6]。相关的文字材料也会稍后放在 ECB 的网站上。每个月发布报告,公开相关经济数据,为政策提供强有力的支持证据。ECB 行长每季度向欧洲议会解释管理委员会近期的政策决定,每年向欧洲议会、欧洲理事会等报告当年和上年的货币政策及执行情况。

六、我国提高央行沟通透明度的建议

制订并完善信息披露的相关制度,采取立法的措施保障其有序进行,对公布的内容、时间、渠道等要做好备案,有明确的流程。完善信息披露渠道和传导机制,增加公众接受信息的渠道,减少公众搜集信息的成本,防止信息在传递过程中被扭曲。保证信息的质量。央行公布的信息必须准确、及时,不能作假,不能有延迟,不然会损害央行的信誉。

公布更多的数据和模型。我国央行披露的经济数据还不够全面,对经济的预测也没有公布其预测的模型,公众很难判断预测是否可靠。预测与实际偏差的原因也应向公众解释说明,有利于提高央行预测水平。与数据相比,对经济状况分析的文字内容显得苍白无力,经济数据是对央行政策效果评估的最有利证据,央行要保证经济数据的真实、可靠性。扩大数据的覆盖内容,提高公布频率。

货币政策委员会的会议时间应提前公布,在会议召开前可以向公众征集热点问题,并在会议上讨论。会议记录应及时地向公众公布,记录的披露要注意规范化,一字不漏地披露也可能影响会议上的畅所欲言。同时提供决策的投票情况,投票的支持和反对意见也应公布于众,使委员会成员能更有效地制定政策,对投票更加慎重^[7]。央行应加强与公众的交流互动,传递信息之后,要获得公众的反馈,加强信息的有效沟通。

公众的金融知识有限,对一些政策和经济术语无法理解透彻,可能会歪曲央行的意图,央行应普及金融知识,提高公众对政策的理解能力。信息化的时代获取信息的渠道有很多种,央行可以创建官方微信号或微博,通过互联网媒体发布金融知识、与公众互动,举办金融知识讲座,或召开新闻发布会解释相关政策,拓展公众获取金融知识的渠道。

央行沟通透明度的提升,可以指导市场行为,引导经济又好又快地健康发展。我国的经济还处于发展阶段,沟通透明度水平远落后于发达国家,央行应结合我国的国情,摸索出符合我国的沟通策略,提升沟通艺术,提高沟通透明度,从而提升政策效率,达到预期目标,实现经济的腾飞。

参考文献:

- [1]徐平.我国货币政策透明度问题研究[D].广州:暨南大学,2011.
- [2]王少林,林建浩,李仲达.中国货币政策透明化的宏观经济效益——基于PTVP-SV-FAVAR模型的实证研究[J].财贸经济,2014(12):64-74.
- [3]贾德奎.货币政策透明度指数:理论与实证检验[J].财经研究,2006(11):66-75.
- [4]肖崎.关于货币政策透明度评估指标体系的研究[J].财贸研究,2006(5):78-75.

- [5] Sylvester C. W. Eijffinger ,Petra M. Geraats. How transparent are central banks? [J]. European Journal of Political Economy 2006(1) : 1 – 21.
- [6] Rodrigo Taborda. Procedural transparency in Latin American central banks under inflation targeting schemes. A text analysis of the minutes of the Boards of Directors. Ensayos Sobre Politica Economica [J]. 2015(76) : 76 – 92.
- [7] 谢平 程均丽. 货币政策透明度的基础理论分析 [J]. 金融研究 2005(1) : 24 – 31.

Research on Transparency of Central Bank Communication

ZHONG Jie

(Shanghai University School of Economics ,Shanghai 200444 ,China)

Abstract: Before 1990s ,monetary policy of central bank was not open to the public basically. Therefore ,the public was only available to little information. With the collapse of the Bretton Woods system and the outbreak of the Asian financial crisis ,central bank realized that covert operation on monetary policy has become invalid. Thus ,in order to achieve expected goals ,central bank began to raise the effectiveness of policy by improving its transparency of communication. Based on E&G index system method ,this paper makes a systematic quantification of China's central bank communication transparency and finds that our country's communication transparency is low. Moreover ,this paper uses the A&H dynamic index method to measure the communication transparency of our country. It turns out the same result that our communication transparency is low and fluctuates greatly. China's central bank should formulate and improve the relevant systems of information disclosure and then ,adopt legislative measures to ensure its order conduction. Announced contents ,time ,as well as channels should be kept on record and have explicit process. Besides ,central bank is supposed to improve information disclosure channels and transmission mechanisms ,increase channels for the public to get information ,reduce the cost of the public gathering of information and ensure the authenticity and reliability of economic data. Eventually ,it will improve communication transparency and policy effectiveness.

Key words: central bank; monetary policy; transparency; E&Gindex system; A&H dynamic index

(责任编辑: 黎 芳)