

# 货币政策透明度指数:理论 方法与实证检验\*

贾德奎

(上海立信会计学院 金融学系,上海 201620)

**摘要:**文章通过建立货币政策透明度指数,并利用我国金融市场的利率数据进行检验,认为我国中央银行在基准利率调整和准备金率改变等重大政策决策上,货币当局更倾向于采用模糊的政策操作方式,由此可能会导致市场预期的混乱,并最终对政策实施效果产生负面影响。因此,我国有必要借鉴西方国家的政策操作经验,进一步有选择地增加货币政策操作的透明度,并借以最终建立一个简单透明、效率更高的政策调控框架。

**关键词:**货币政策;透明度指数;中央银行

**中图分类号:**F822 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2006)11-0066-10

近年来,世界上许多国家的中央银行都将提高透明度作为其货币政策框架的关键要素,一些采用通货膨胀目标制的中央银行,更是不断地通过《通货膨胀报告》、公开演说和新闻发布会等形式阐明其货币政策意图,以提高货币政策的透明度,从而引导公众形成合理预期,保证政策实施效果。在理论界,对货币政策透明度的概念架构以及透明度与货币政策有效性之间的关系进行探讨,也逐渐成为学者们关注的热点;并且在已有文献中,货币政策透明度被确信会减少货币当局和公众之间的信息不对称现象,从而可以正确引导公众预期和增强中央银行信誉度,便于金融市场参与者判断货币当局的政策意图(Jarmuzek, Orłowski 和 Radziwill; 2003)。本文拟通过建立货币政策透明度指数体系,并利用我国金融市场上的相关利率数据,对我国人民银行的货币政策透明度进行实证研究。

## 一、相关文献述评

早在1998年,Fry和Julius等学者就根据国际货币基金组织对货币政策透明度的相关表述,对世界上94个国家的中央银行进行了问卷调查,其问卷中的调查指标囊括了中央银行的制度安排、政策操作等诸多方面的特征。在此基础上,Fry, Mahadeva和Roger(2000)等学者整理了问卷中与政策解释相

收稿日期:2006-02-28

作者简介:贾德奎(1978—),男,宁夏同心人,上海立信会计学院金融学系教师,管理学博士。

关的 12 个问题,将其作为衡量这些中央银行透明度的指标,并通过对这些问题进行打分赋值,以试图实现对货币政策透明度的量化。Eijffinger 和 Geraats(2002)在研究中区分了关于货币政策透明度的 5 个重要方面,即行政、经济、程序、政策及操作层面,并且对于每一个方面都设计了 3 个问题,通过对每个问题的回答进行赋值<sup>①</sup>,以最终量化货币政策透明度。Haldane 和 Read(2000)则认为,如果中央银行的信息披露准确充分,商业银行等金融机构理论上就会正确预期并据此调整交易活动,因此,如果要衡量一国中央银行的货币政策透明度,可以通过研究该市场上经济主体对中央银行政策信息的理解及其预期变化来得出。在这些研究文献中,Fry, Mahadeva 和 Roger 的问卷调查以及 Eijffinger 和 Geraats 的问题设计都主要强调了中央银行在提高政策透明度方面的实际制度安排及相应的行为(如公开出版物及与政策相关的各种新闻发布会的状况等);Haldane 和 Read 的研究则更侧重于考察公众对中央银行货币政策意图的理解和信任程度。

由于货币政策透明度是指非对称信息在政策制订者与其他经济主体之间的披露程度,它包括中央银行对政策相关信息的披露程度以及公众对政策信息的理解程度两方面内涵,通过建立指标体系并赋值的透明度量方法,并没有考虑公众对既有制度的理解以及对政策当局行为的实际反应,由此得出的量化结果无法客观地反映一国货币政策的透明度状况。相对而言,通过考察公众对货币当局政策行为的实际反应来量化透明度,则充分反映了公众对货币政策意图的理解程度,能够比较真实地展现政策的透明度状况;但遗憾的是,这种研究方法所得出的量化结果是静态的,无法展现一国货币政策透明度的动态变化过程。基于此,本文将尝试建立测度货币政策透明度的指数体系,即从中央银行的制度设定、实际政策操作及市场主体反映等几个方面入手进行量化,对中央银行的货币政策透明度进行多维考察。

## 二、我国人民银行的货币政策透明度:简要回顾

近十多年以来,伴随着我国金融市场改革的进一步深化,人民银行在货币政策透明度方面也有了长足进步,这主要表现在政策信息披露方式的转变和信息披露内容的广度和深度的变化上。从表 1 可以看出,我国人民银行在提高货币政策透明度方面所做出的努力是有目共睹的,但不容忽视的是,目前政策透明度状况在确保货币政策实施效果方面仍存在一定缺陷,这主要表现在:其一,政策公告内容大多使用较原则性的语言,公众很难据此形成正确预期;其二,领导讲话或新闻发布会仍是货币政策信息披露的主要方式,且披露内容与实际操作有一定程度的背离;其三,当前货币政策决策和操作的过程还未对公众进行及时披露,并且政策操作仍具有一定随意性;其四,人民银行公布的金融统计数据仍显粗略,对公众正确判断经济、金融形势的帮助相当有限。需

要说明的是,我国正处于经济转轨的特殊时期,中央银行的货币政策制订和操作等方面都明显具有这一时期的制度烙印,诸如中央银行独立性不够、经济环境相对比较复杂等因素,都会直接或间接地影响到人民银行在提高政策透明度方面的努力。不仅如此,特定的经济发展阶

表 1 我国货币政策信息披露方式及内容的变化

时 间	信息披露方式	信息披露内容
1993 年以前	领导讲话	货币政策方针的相关内容
1993 年	政策公告	货币供应量指标
1995 年	法定制度	货币政策的最终目标
1996 年	政策公告	各层次货币供应量、存贷款及外汇储备月度统计数据
1999 年	会议公告	货币政策委员会的会议决议
2001 年	政策报告	季度货币政策执行报告
2002 年	政策报告	年度货币政策执行报告及分析
2004 年	政策公告	中央银行公布金融统计数据时间表

段也客观上需要中央银行在货币政策实施过程中保持一定的模糊性。基于此,本文对透明度的量化研究将充分考虑货币当局的相关制度设定、实际政策操作和市场主体反映等内容,并使用静态检验与动态检验相结合的方法,从而尽可能使评价指标体系所得结果既可以互为印证,又可以综合起来,以尽量客观、全面地反映我国中央银行的货币政策透明度状况。

### 三、我国人民银行的货币政策透明度:实证检验

(一)基于制度设定的透明度量化。通过考察中央银行的货币政策相关制度设定来研究其透明度状况,需要对应制度设定的不同方面对货币政策透明度进行细分。在与货币政策透明度相关的制度设定上,Eijffinger 和 Geraats (2002)的研究区分了行政、经济、程序、政策及操作等五个方面,但这五类透明度实际上存在着某种重复,因此,这里按照目标、经济、政策和操作透明度四个方面来细分,模型描述为:

$$L=(\pi-\pi^*)^2+A(y-k\bar{y})^2 \quad (1)$$

$$y=\bar{y}-a(i-\pi^E-\bar{r})+d \quad (2)$$

$$\pi=\pi^E+b(y-\bar{y})+s \quad (3)$$

$$i=f(\pi,\pi^E,y)+e \quad (4)$$

方程(1)为中央银行的损失函数, $\pi$ 和 $y$ 分别指实际通货膨胀和产出, $\pi^*$ 和 $k\bar{y}$ 分别为通货膨胀目标和产出目标, $\bar{y}$ 为潜在产出水平, $k>1$ 表示中央银行在增加产出方面有较大的行政压力, $A$ 为稳定产出的相对权重, $A$ 值决定了中央银行允许通货膨胀出现偏差的意愿程度,它表明中央银行在物价稳定和产出增长之间的权重偏好,即货币政策的目标透明度。方程(2)为总需求函数; $i$ 为名义利率, $\pi^E$ 为通货膨胀预期, $\bar{r}$ 为长期利率, $d$ 为总需求冲击,即货币政策的经济透明度。方程(3)为新凯恩斯框架下的菲利普斯曲线,其斜率为 $b$ ,供给冲击为 $s$ ,它是中央银行针对市场通胀预期和产出缺口的通货膨胀反

应函数,强调了中央银行的政策决定及其对经济的影响等相关信息,即货币政策的政策透明度。方程(4)表示中央银行在货币政策操作时所遵循的一种工具规则,它根据实际经济结构及中央银行的损失函数而确定,即为货币政策的操作透明度,其中  $e$  表示导致中央银行不能完全控制利率的金融冲击。

此处借鉴 Eijffinger 和 Geraats 的设计思路,对上述每一个方面的透明度都设计若干问题,并根据对

问题的回答及相应赋值来编纂衡量货币政策透明度的量化指数。因此可以看出,这种透明度指数设计的基础为中央银行的制度设定和实际政策行为表现,即通过考察各国中央银行的实际制度设定及其实践中的政策操作方式,得到其货币政策透明度的衡量值。在此衡量标准下,中央银行对所设计问题的回答得分

表 2 中国、美国及欧洲中央银行的货币政策透明度指数值

透明度类型		中国	美国	欧洲央行
目标透明度	1. 有政策最终目标	0.5	0.5	1
	2. 目标公布制度化	0	0.5	1
	3. 目标公布数量化	0.5	0.5	1
政策透明度	4. 及时公告信息	0.5	1	1
	5. 政策操作解释	0.5	1	0.5
	6. 政策目的说明	0.5	1	0
操作透明度	7. 政策出台过程	0	0.5	0
	8. 操作误差说明	0	0.5	1
	9. 经济预测公布	0.5	0.5	1
经济透明度	10. 公布经济数据	0.5	1	1
	11. 政策所用模型	0	0.5	1
	12. 央行机构设置	1	1	1
合计		4.5	8.5	9.5

越高,则表明其透明度越高,反之则越低。在此对中国、美国

和欧洲中央银行的货币政策透明度进行量化分析(见表 2)。从计算结果可以看出,在此衡量标准下,我国人民银行与美国、欧洲中央银行的透明度相差较大,尤其在向市场主体公告政策信息和政策操作的相关细节等方面,我国与发达国家中央银行之间还存在一定的差距。这在实践中反映为,我国中央银行在每次货币政策会议之后的新闻发布都使用比较原则的语言,公众难以从中得出正确的理解和判断。不仅如此,货币政策委员会每次会议时间也并不固定,也未提前告知市场主体和征求公众意见,而且会议上各位委员的发言没有给予公开,这样不利于公众更好地把握货币政策走向以做出正确的决策(穆良平、程均丽,2004)。

(二)基于实际政策操作的透明度检验。基于实际政策操作的透明度检验,将视角从货币政策相关制度设定转移至政策当局和市场主体的真实行为,即主要通过考察中央银行在政策实施过程中的实际行为以及金融市场参与者的预期或行为变化,来间接考察货币政策透明度状况。

根据 Haldane 和 Read(2000)的解释可以得知,中央银行的收益曲线变动状况主要取决于其政策目标值与市场值的契合程度,这一解释与上述基于市场行为检验货币政策透明度的思路不谋而合,即在理性预期假设下,货币政策公告后的市场利率与中央银行目标利率之间的偏差,可以用于间接度量一国

货币政策的透明度状况。这里根据我国的实际情况,对 Haldane 和 Read 的模型进行适应性修正,并将其用于检验我国中央银行的货币政策透明度状况。

$$x_{t+k} = \alpha x_{t+k-1} + \beta_t i_{t+m}^c + \epsilon_{t+k} \quad (5)$$

$${}_t i_{t+m}^c = \delta (x_t - x_t^*) \quad (6)$$

$$E_{t-1}({}_{t+j} i_{t+m+j}^c) = {}_{t+j} i_{t+m+j}^c / t-1 \quad \forall j \quad (7)$$

在上述方程组中,方程(5)描述了货币政策的传导机制, $x_t$  为中央银行反应方程中变量集合里的任意向量(如通货膨胀、产出等,假定其遵循单位根为  $\alpha$  的一阶自回归过程), $k$  为货币政策的平均传导时滞(一般为 12~24 个月), $\beta$  为货币政策传导机制的解释参数(假定中央银行和私人部门之间关于这一参数的信息是完全对称的), ${}_t i_{t+m}^c$  为中央银行在  $t$  时刻的期限为  $m$  的政策目标利率, $\epsilon_{t+k}$  ( $k \geq 0$ ) 为因信息占有不同而产生的扰动因子。方程(6)定义了货币当局的反应函数,即中央银行按照既定的操作规则来改变作为政策工具的短期名义利率,从而消除  $x_t^*$  与  $x_t$  之间出现的偏差,其中  $\delta$  为反应系数(假定这一信息也为公众所熟知)。方程(7)表示基于预期期限结构理论的私人部门的利率预期曲线; $E_{t-1}(\cdot)$  表示私人部门基于时间  $t-1$  的预期的数学期望算子,利率  $i$  如果去掉上标  $c$ ,则表示区别于政策利率的市场利率,其期限结构可表示为  $\{ {}_{t+1} i_{t+m+1} | {}_t, {}_{t+2} i_{t+m+2} | {}_t, \dots, {}_{t+j} i_{t+m+j} | {}_t \}$ ,即远期利率曲线随时间延长而向上倾斜。在理性预期假设下,市场利率在形成过程中,将主要受私人部门对中央银行利率目标预期的影响。

上述模型的经济意义在于,中央银行按照方程(5)所表述的货币政策传导机制,在每一个  $t-1$  时刻,根据可能出现的经济冲击  $\epsilon_t$  来推断  $x_t$  的变化,并随后设定政策目标  $x_t^*$ 。由于私人部门并不了解这一过程,因此其对政策利率的预测,只能基于自己对  $x_t$  的判断和对  $x_t^*$  的预期来进行,上述过程体现在方程(5)和方程(6)中。如果中央银行政策利率目标的告示效应使得市场主体在  $t-1$  时刻形成了对  $t$  时刻的利率预期<sup>②</sup>,并且由此导致市场利率发生了变动,此时如果市场实际利率  $x_t$  和政策利率目标  $x_t^*$  之间出现了较大的背离,则意味着较差的货币政策透明度,因为中央银行没有提供足够的信息来正确引导私人部门的预期,促使市场利率和政策利率目标趋于一致。在以短期名义利率为调控工具的货币政策操作框架下,如果中央银行根据对经济状况的判断,确定新的政策利率目标并向市场公布相关信息,则通过对实际市场利率与政策利率目标之间的计量分析,即可有效地间接度量中央银行的货币政策透明状况。

具体而言,通过检验中央银行改变基准利率后金融市场利率的变化趋势,然后判断市场利率的变动是否与政策利率相一致,这种一致性反映为检验所得的相应参数值的大小,最后,根据检验值来得出货币政策透明度的基本结论。Haldane 和 Read(2000)所提出的计量检验模型如公式(8)所示;其中, $j$  表示远期利率的期限(以月单位), $\beta(L)$  为关于滞后算子( $L$ )的向量多项式<sup>③</sup>,



该滞后因变量主要用于消除残差可能留有的移动自相关,  $D$  为虚拟制度变化变量, 用于检验在引入通货膨胀目标制前后的不同透明度状况。

$$\Delta_{t+j}i_{t+m+j} = \alpha_j + \beta_j(L)\Delta_{t+j}i_{t+m+j} + \gamma_j\Delta_{t+j}i_{t+m}^c + \delta_j D_j \Delta_{t+j}i_{t+m}^c + e_{t+m+j} \quad (8)$$

鉴于我国目前并未引入通货膨胀目标制的政策操作框架, 并且由于我国目前的金融市场尚不完善, 利率市场化也还没有完成, 因此还无法形成合理的、市场化的利率期限结构; 所以, 在对我国货币政策透明度进行实证检验时, 需要对上述计量模型进行相应的修正, 修正后的模型可表示为:

$$\Delta i_{t,j} = \alpha + \beta_j(L)\Delta i_{t,j} + \gamma_j \Delta i_{t,j}^c + \varepsilon_t \quad (9)$$

式(9)中的关键参数为  $\gamma$ , 主要用于衡量整个样本区间的平均利率偏差; 如果  $\gamma_0 = 0$ , 则意味着政策利率改变被市场完全预期到, 即市场利率不会因中央银行改变目标利率而受到意外冲击, 可知  $\gamma$  值 ( $0 \leq \gamma \leq 1$ ) 越小, 表明中央银行的政策透明度越高, 反之则相反。

在数据选取上, 由于我国同业拆借利率是最早市场化的利率品种, 因此银行间的隔夜拆借利率将作为计量检验的数据选取目标。另外, 我国目前的官方基准利率包括对金融机构再贷款利率、再贴现利率、法定存款准备金利率和超额存款准备金利率, 这些利率品种中, 对金融机构同业拆借利率影响较大的当属中央银行对商业银行 20 天以内的再贷款利率, 因此下面的检验所选的基准利率为中央银行 20 天以内的再贷款利率。由于所选数据样本<sup>④</sup>的期限(自 2002 年 11 月 12 日到 2006 年 2 月 12 日)较短, 并且上述计量模型采用了一阶差分变换, 所以, 下面将省略对数据的平稳性检验和模型的序列相关性检验等步骤, 通过利用最小二乘法 and 软件 Eviews4.1 进行实证检验, 结果如表 3 和表 4 所示。

根据检验值可知,  $\gamma$

表 3 计量检验结果

参 数	系数估计值	标准误差	t-统计值	p 值
$\alpha$	-0.001362	0.005114	-0.266231	0.7901
$\beta$	-0.239203	0.073537	-3.252834	0.0012
$\gamma$	0.568322	0.015682	10.73357	0.0000
$R^2$	0.057587	回归标准误	0.142768	
$\bar{R}^2$	0.055182	对数似然值	416.7187	
残差平方和	15.98012	D-W 统计	2.089891	

表 4 各国透明度检验状况  $\gamma$  值比较<sup>⑤</sup>

国家(地区)	中国	欧元区	波兰	捷克	匈牙利
$\gamma$ 值	0.5683	0.2718	0.3199	0.4740	0.5667

值显著大于 0, 因而可以

据此得出我国目前的货币政策透明度较差, 通过与其他国家相应检验值的比较也可以看出, 我国人民

银行在货币政策实施过程中, 仍然没有通过提供足够、有效的信息来正确引导私人部门的预期, 以促使市场利率和政策利率目标趋于一致。不仅如此, 与一些东欧的新兴市场经济国家相比较, 我国的货币政策透明度也相对较低。

(三) 基于市场主体反映的时间序列检验。在有效市场理论假设下, 选取

货币政策制订者可能会对市场利率产生影响的货币政策会议、新闻发布会等重要事件, 通过研究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, 来间接衡量货币政策的透明度, 将是一种较为理想的研究思

路(Amir Kia, Hilde Patron; 2004)。由于这种研究方法是基于时间序列的动态研究,而且,这种量化也是基于市场上的真实行为所进行的,因此可以用来衡量一国或不同国家在不同时段的政策透明度状况。下面在借鉴 Amir Kia 和 Hilde Patron 度量模型的基础上,利用我国同业拆借利率和债券交易利率数据,对中国人民银行的货币政策透明度进行量化研究。

1. 理论解释。假定在初始均衡条件下,市场同业拆借利率与债券市场交易利率之间的利差  $D_t = i_t - i_t^{TB}$ , 其中  $i_t$  为  $t$  时刻的市场拆借利率,  $i_t^{TB}$  为短期债券利率;并且存在完全透明(亦即数量化后透明度为 100%)的货币政策,即中央银行向公众充分准确地公布其政策决定及意图等重要信息,公众也对这些信息及中央银行的政策目标完全理解。此时,理论上债券利率与市场同业拆借利率在  $t$  时刻的利差  $D_t = i_t - i_t^{TB}$  和市场重新均衡后的利差  $D_{t+1} = i_{t+1} - i_{t+1}^{TB}$  应当趋于一致(此处假定利率期限结构既定并且稳定);而且,即使  $D_t$  与市场上长期形成的隔夜拆借和短期债券的利差均值  $\bar{D}$  之间存在偏差,这种偏差在货币政策完全透明的情况下也只是暂时性的。

进一步放松假设,如果货币政策并不完全透明(亦即透明度小于 100%),则上述偏差将不再是暂时的,因为在货币政策不完全透明的情况下,市场参与者所得到的政策信息是不完全的,这有可能使市场主体误解中央银行的意图并形成错误预期,致使市场利率的变动与政策目标利率背道而驰。例如,如果中央银行卖出债券,市场主体可能会认为这只是中央银行的防御性操作,用以平抑利率波动,因此商业银行等金融机构就会在市场上购入债券以便在央行回购时进行套利,市场的这一套利行为会直接加大  $D_t$  与  $\bar{D}$  之间的偏差,就此而言,  $|\Delta D_t|$  ( $\Delta D_t = D_t - \bar{D}_{t-1}$ ) 的值就可以作为货币政策透明度的一个近似度量,其值与透明度成反比关系。

2. 检验模型。下面分三步建立货币政策动态透明度指数。(1)首先将中央银行改变利率(或准备金率)的货币政策例会、央行官员的重要讲话及其他可能对市场产生重要影响的新闻发布会时间选作“事件日”,对于每一个事件日,计算  $\Delta D_t = D_t - \bar{D}_{t-1}$ , 其中  $\bar{D}_{t-1}$  为两个事件日之间每一天同业拆借利率与短期债券利率差值的算术平均值。(2)确定计算透明度指数的公式为:  $T_t = 100/e^{|\Delta D_t|}$ 。可以看出,如果  $|\Delta D_t| = 0\%$ , 则  $T = 100\%$ , 即货币政策具有完全透明度;如果  $|\Delta D_t| = 10\%$ , 则  $T = 0.0045\%$ , 则可将货币政策近似定义为零透明度。(3)对于非事件日的其他时间,通过计算一个  $\Delta D$  的预测值或估计值  $\Delta \hat{D}$ :  $\Delta \hat{D} = \left| D_t - \sum_{i=1}^j D_{t-i}/n \right|$ , 其中,  $j$  为最近一个事件日,  $n$  为从上一个事件日到最近一个事件日之间的天数,在给定了  $\Delta \hat{D}$  后,货币政策透明度指数可用下式计算:  $T_t = 100/e^{|\Delta \hat{D}|}$ 。

3. 数据、事件选取及检验结果。由于在我国的各种利率品种中,银行间

同业拆借利率和债券交易利率的市场化程度相对最高,并且作为商业银行等金融机构的主要流动性来源,同业拆借和债券交易对市场利率的变化都极为敏感,二者不但在满足金融机构的流动性方面有着很高的替代性,而且利率水平之间有着相对稳定的期限结构关系。另外,在近三年所有期限的银行间债券交易中,R007 的每日交易量几乎占了银行间各种期限债券交易总量的 80% 以上,因此,期限为 7 天的银行间债券交易利率和银行间隔夜拆借利率将作为计算透明度指数的基础数据来源<sup>⑥</sup>。

与美国、加拿大等西方发达国家不同,我国中央银行并不向市场宣布隔夜拆借利率目标,因此,事件选取在原则上尽可能重点考虑对市场拆借利率有较大影响的事件,在这一指导原则下,我国人民银行货币政策例会时间、宣布改变法定准备金率、超额准备金利率的日期、宣布改变商业银行存贷款利率的日期以及人民银行领导进行重要讲话的日期等都将作为主要事件日,具体整理结果此处刊略<sup>⑦</sup>。利用上述检验公式,最后计算得出我国近年来的货币政策透明度指数(见图 1)。由图 1 可知,近年来我国中央银行的货币政策透明度呈现出稳步提升的趋势,但在中央银行调整基准利率或准备金率的重大政策出台或宣布前后,透明度指数的波动幅度相当之大,如 2002 年 11 月 27 日的美元利率调整、2004 年 4 月 25 日的准备金率提高、2004 年 10 月 29 日的利率调整和 2005 年 5 月 20 日及其之后的几次港币、美元利率调整等,说明我国中央银行在一些重大的货币政策决策上,并没有及时进行充分准确的信息披露,因此商业银行等金融机构无法据此形成正确的预期,从而导致市场利率偏离了正常的运行轨道。

通过实证检验可知,与一些西方发达国家相比,我国人民银行的货币政策透明度仍相对较低:其一,在制度设定上,人民银行在货币政策的出台过程、所用经济模型及政策操作误差说明等方面,仍没有形成向市场主体公告的制度化;其二,在实际政策操作过程中,人民银行无法做到向市场主体及时、准确地

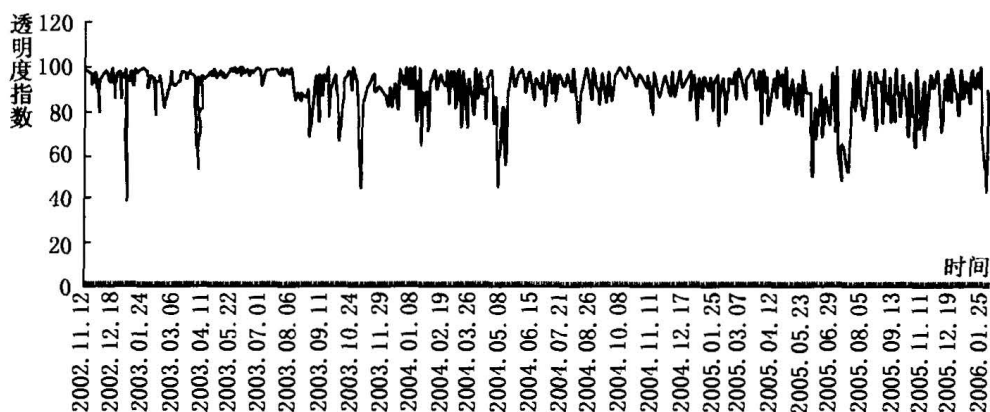


图 1 我国货币政策动态透明度指数



进行公告和政策意图解释,因此我国金融市场利率等经济变量在形成过程中还不能得到人民银行明确和有效的引导;其三,从市场主体反映来看,在人民银行有限的信息披露下,市场还很难准确理解和把握政策当局的调控方向及意图,由此往往会导致市场利率等变量偏离了正常运行状态。

#### 四、研究结论和意义

通过上述研究,可以得知,与西方发达国家或其他一些新兴市场经济国家相比较,我国货币政策的透明度现状还不容乐观。从世界各国近年来的货币政策实践可以看出,未来的中央银行对宏观经济的调控,将较少使用直接控制货币供应量或利率水平的方式,而更多地通过引导和管理公众的市场预期来实现。如果中央银行不能通过及时准确的政策信息披露来正确引导公众预期,就将会增加公众预期错误对宏观经济的扰动,致使货币政策操作滞后于公众预期,最终必然加大调控的试错成本。考虑到我国人民银行的独立性不高以及在政策工具选择上的限制等现实问题,短期内我国还无法建立类似加拿大、新西兰等国的通货膨胀目标制度框架,因此,要通过对货币政策框架进行根本性变革来提高透明度,这在一定时期内还不太现实。因此,我国人民银行着重需要在货币政策的操作或运行上提高透明度,即解决中央银行与公众之间的信息不对称现象,坚持实际政策操作和向公众告示的内容相一致,以建立货币政策操作的信誉度。另外,人民银行应当通过各种方式来确保市场能准确理解货币政策操作的意图,促使私人部门对经济变量的预期与中央银行的预测尽可能保持一致,从而降低经济波动,给货币当局提供一个宽松的政策操作环境,并进而利用良好的透明度来提高货币政策通过预期传导的效率,最终建立一个简单透明、效率更高的政策调控框架。

\* 本文为上海市重点学科建设项目立项资助(P1601)以及中国立信风险管理研究院立项资助(06FX1-05)的部分研究成果之一。

#### 注释:

- ①对问题完全肯定的回答得1分,完全否定的回答得0分,其他情况则得0.5分。
- ②关于告示效应的具体理论解释,可参见贾德奎、胡海鸥:公告操作:西方国家货币政策操作的新范式,《财经研究》,2003年第7期,第15~17页。
- ③即有: $\beta_1(L) = \beta_1 L + \beta_2 L^2 + \beta_3 L^3 + \beta_4 L^4 + \dots + \beta_n L^n$ 。
- ④检验所用数据系笔者整理自中国货币网同业拆借及银行间债券市场交易日评和中国人民银行网站,网址分别为 <http://www.chinamoney.com.cn/> 和 <http://www.pbc.gov.cn>。
- ⑤除中国之外的其他检验值来自本文的参考文献[6],第19~21页。
- ⑥数据系笔者整理自中国货币网同业拆借及银行间债券市场交易日评,网址:<http://www.chinamoney.com.cn/>。
- ⑦这里共选取了2002~2006年中39个主要事件,有需要者请与笔者联系。

参考文献:

- [1]Andrew G Haldane, Vicky Read . Monetary policy surprises and the yield curve [R]. Bank of England Working Paper, 2000, (10): 10~20.
- [2]Amir Kia, Hilde Patron. Market-based monetary policy transparency index, risk and volatility——The case of the United States[R]. Working Paper, 2004, (4): 3~20.
- [3]Eijffinger, Sylvester, Petra Geraats. How transparent are central banks? [R]. Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper, No. 3188, 2002, (2): 2~20.
- [4]Fry, D Julius, L Mahadeva, S Roger, G Sterne. Key issues in the choice of monetary policy framework in a global context[M]. London: Routledge, 2000: 12~28.
- [5]Maria Demertzisy, Andrew Hughes Hallettz. Central bank transparency in theory and practice[R]. CEPR Paper, 2003, (5): 10~12.
- [6]Mariusz Jarmuzek, Lucjan T Orlowski, Artur Radziwill . Monetary policy transparency in the inflation targeting countries; The czech republic, hungary and poland [R]. Working Paper, 2003, (6): 2~26.
- [7]Stefano Eusepi . Central bank transparency under model uncertainty[R]. Working Paper, 2005, (1): 2~33.
- [8]Sylvester Eijffingery, Petra Geraatsz. How transparent are central banks? [R]. Working Paper, 2005, (1): 2~27.
- [9]穆良平, 程均丽. 货币政策透明度制度兴起的背景分析[J]. 金融研究, 2004, (5): 46~51.

## Index of Monetary Policy Transparency: Academic Methods and Empirical Test

JIA De-kui

(Department of Finance, Shanghai LiXin University of Commerce,  
Shanghai 201620, China)

**Abstract:** This paper tests the monetary policy transparency by using Chinese financial data. The result shows that the central bank of China is becoming more and more transparent in recent years. But in some important aspects such as the change of interest rate and ratio of reserve requirement, the central bank of China tends to be ambiguous, which may misguide the market expectation and lead to a negative effect on monetary policy implementation. Therefore, it is necessary to increase implement transparency and establish a simpler and more transparent framework of monetary policy implementation in the future.

**Key words:** monetary policy; transparency index; Central Bank

(责任编辑 喜 雯)