

中央银行的交流

作者 Donald L Kohn¹

译者 程均丽 西南财经大学中国金融研究中心

经济学的一则基本信条就是：市场更有效，因为，市场有更充分的信息，可以反映基本的经济力量，有效地配置资源。中央银行是金融市场的关键参与者，如果它的行为能够得到公众更透彻的理解，那么这些市场的定价机制势必会进一步完善。

在我的职业经历中，我见证了中央银行在提高公众对它们行为的理解力上花了很大工夫，那就是，不断增加它们对于政策和经济状况的“说话”（“talk”）量。中央银行说话越来越多的趋势，折射了几个密切相关的金融发展要素：随着金融市场规模扩大、复杂程度加深，对信息的需求也相应扩大；金融资产的增速远远超过 GDP，这样一来，需要定价的金融工具大大增加。同时，不断增加的财富意味着，有利害攸关的人数越来越多，而他们正是决定金融市场价格的力量。由于技术变革，包括无处不在的互联网，使信息获取越来越迅捷，而且获取成本也越来越低，因此，市场上的人们逐利也更加容易。此外，还有部分原因，那就是对这个话题的学术研究所取得的进步，促使中央银行更好地认识到，市场参与者预期的准确性提高，可以帮助它改良经济表现、实现经济目标。

中央银行周遭的政治环境变化也使得对透明度的需求提高。20 世纪 70 年代发生的大通胀(the great inflation)的教训之一，就是支持中央银行的独立性（其目标仍然通过政治程序制定）的力度加大。独立的中央银行，虽然避开了直接的政治压力，与此同时，这种政治距离也提出了对它的责任要求，要求它向民选的代表报告，这一点，许多转向通货膨胀目标制的国家最明显。美国，遵循相同的透明度模式更早，还是在 70 年代晚期，就第一次由法律确定货币政策目标，虽然这些目标不像通货膨胀目标那样具体，法律还规定中央银行强制报告制度，即以报告和证词的形式向国会进行报告。

中央银行致力于交流，如果真是出于对我上面提到的这些金融发展要素和透明度收益的考虑，那么，为什么中央银行透明度进展却如此之缓慢？为什么一些中央银行不采取更多的手段说得更多一些？在涉及将来的一些问题上，中央银行尤其说得不多。

我认为，这些问题的答案是，透明度未必越大越好。中央银行采取每一条透明度措施，都需要权衡潜在的成本和收益。

一个因素涉及信息的性质及其与市场定价的关系。实际上，经济学家并不完全知道市场是如何整合信息的。羊群行为、信息瀑、多重均衡，甚至是用于金融研究的投资量，都是市场与信息之间的谜团。如果重要的市场参与者因为投资于研究或了解自身行为，而被认为拥有超级信息，市场状况会变得更为复杂。

在这种情形下，某些类别的中央银行说话，可能实际上侵蚀了在市场定价上产生的福利改善，这或者是因为遭到误解，或者相对于私人的判断而言，它们被过于重视。我们需要特别小心人们对我们的认知限度的了解，也就是对附加在我们关于未来的发展情况的声明中的不确定性和条件的了解。而且，与我们所说的相比，我们所做的要复杂一些，隐含了对许多

¹唐纳德·科恩，美联储理事会成员。本文是作者在 2005 年 1 月 9 号召开的美国经济协会年会上的讲话。——译者注

因素的权衡，因此，不要因为交流的清晰性而加以错误的描述。有用的信息披露，会因政策由委员会集体制定这样的事实而进一步复杂化，在大多数国家，政策都是由委员会制定的，要对这样一个由不同个体组成的团队的思想进行描述不仅困难，也限制了能说的话。

限制透明度快速提高的另一类因素是它与货币政策之间可能存在的相互影响。我们的说话固然重要，但是，我们的实时行动才决定着经济结果。因此，当我们的决策最有利于实现综合经济业绩却不容易解释时，我们不应该为了想要表达清楚就偏废它们。我们还必须小心，不要让由交流产生的预期过分约束政策行动，不仅如此，我们也不能让透明度限制委员会的讨论，委员会可能会担心讨论情况对外公布后给市场和整体经济带来的影响不确定而不敢畅所欲言。

新增透明度的每项决定都要使成本收益平衡。中央银行先前的说话结构因一些特殊原因而达到某种状态，要改变，势必会打破以前的委员会建立的平衡；另一方面，如果逆透明度增加的潮流而行之的后果难以预见，则倒退起来也困难。然而，环境在变化，市场在变化，我们从我们自身和其他中央银行的行动中得到的经验是：一般来讲，信息越多越好。近数十年来，全世界都在采取措施提高透明度，而市场和中央银行治理从中获益匪浅。

针对“政策倾向”、“经济前景”的说话

中央银行针对“政策倾向”、“经济前景”的两类说话效应有所不同。政策倾向，指近期政策利率的可能路径；而经济前景，指价格、产出在中长期的变化。经验表明，与政策倾向比较，中央银行谈论起经济前景一般会自在(comfortable)得多。

政策倾向

中央银行在两类说话中感到的自在水平不同，部分原因是我们对每类说话与市场价格之间相互作用的评价不同。市场是过分看重我们关于政策利率可能路径的讨论还是经济前景的讨论，这两种情况产生的风险大小不同，前一种的风险似乎要大得多。毕竟，如果说我们占有私人信息，则最可能的就是我们即将采取的政策举措。但是，我们不得不担心，市场会看不到我们所作的政策预想背后的条件性，而与我们的期望相反，将这些预想看作是更坚定的提前承诺。

市场对我们说话的反应还会由于市场分析师不负责任的行为而变得更为强烈。市场分析师对我们接下来的会议中的举动的预测，往往不加以任何或然性，相反，他们总是兜售一些“完全不会”、“百分之百”这样的狂言(make “zero/one” calls)。无论如何，中央银行谈论政策利率，导致的羊群行为、过度反应及私人对经济发展作的判断没有施展作用的余地诸如此类的风险似乎不小。

由于担心市场解释错误，政策制定者也常常认为，与政策倾向有关的说话有可能造成政策干扰，反而不能最有效地实现政策目标，因此会限制未来的决策。市场对近期的政策举动预期越强，如果决策出乎意料，则造成市场混乱的风险就会越大。讨论未来的政策，即使不具体，也可能会引起市场对一系列政策措施的猜测。因此，难以发现在谈及未来的利率时，各个政策制定者意见一致的现象，而相比之下，在讨论当前的政策时，他们的意见相对容易统一一些。在这方面，新西兰储备银行备受关注并非偶然，它是发布这种政策路径的惟一一家中央银行，也是为数不多的决策仅由一个人负责的中央银行。

从2003年的夏季开始，美联储对未来的政策利率的意向也开始表白得更为明确了。那时，不寻常的形势改变了我们对成本收益平衡的看法²，转而赞成公开说明我们对近期政策路径的设想。在扩张得到拉动之后不久，市场似乎开始预期，通货膨胀将要恢复，利率因而

² 我们，是指作者和P.Sack。2003年夏季前，二人认为，是行动而不是语言支配着政策倾向。——译者注

将要急剧上升。这种预期与我们自己的观点相反。我们认为，由于经济停滞，快速的生产增长会将通货膨胀维持在低水平一段时间。我们的政策预想也考虑到了这样的事实：通货膨胀水平已经很低，处于数十年来的最低水平。因此，我们想，我们这一次对正在走强的经济的反应，将不同于过去多次对经济扩张所作的反应，也不同于市场的预期。

在大多数情况下，中央银行与市场之间的这类脱节不会是个大问题。我们可以通过让长期政策更松一些，来弥补市场不适当提高中长期利率的趋势。但是，联邦基金利率已处于1%的水平，下降的余地有限；另一方面，如果经济遭受向下的冲击，政策可能会抵达联邦基金利率绝地，引来不确定的后果。在这些情形下，向市场披露更多关于我们政策倾向的信息，由此制止长期利率的上涨，是一种风险更小的办法，既将通货膨胀稳定在了合理水平又鼓励了经济的健壮扩张。

我认为，我们这样做是卓有成效的。我们确实影响利率到它们更好地反映实际政策路径的境界了；经济结果是一片大好；而且，到目前为止，我们对利率路径的讨论并没有束缚我们的行动。这部分是因为，我们能够做到以与新生数据相符、不惊扰市场的方式，渐渐回复到对近期行为的承诺水平。然而，正如 FOMC（联邦公开市场委员会）的会议记录显示的那样，我们的经历也足以说明，一个意见庞杂的委员会谈论起未来的利率方向是如何的困难。

我从这一经历中得到的经验是，中央银行发布的关于近期政策方向的条件声明，尽管大部分时间产生不利影响，但在某些特殊情况下可以发挥作用。这些情况包括：政策制定者与市场在对经济和政策路径的预测上差距大；尽管中央银行尽力解释它的观点，却依然无法消除这些差距；对金融状况的看法分歧大，以至于威胁到经济。

经济前景

货币政策委员会一般认为，讨论经济前景的成本收益比讨论利率路径令人满意得多。当然，市场常常会从经济讨论中推断中央银行对利率将如何调整的想法。但是，如果限制对经济前景进行交流，则市场可以结合中央银行对经济的判断、它自身的判断及其对中央银行反应函数的理解，琢磨出预期的利率路径，这样，私人判断可以折射入（show through to）市场价格的程度更大，这本身也可以帮助中央银行尝试评估公众的态度与预期。

就我个人看来，在经济前景领域，中央银行能够提供的最有用的服务是它对各种前景影响因素的分析——总需求、潜在产出和通货膨胀的决定因素。这类讨论能够帮助公众诠释各种各样相关的变化，让市场对数据中的意外成分作出有建设意义的反应。预测可以用作这类讨论的框架，只是公众应该觉察出数字化预测的局限性，预测与政策决策的关系是松散的。虽然，在某些情况下，小概率结果可能在政策决策中很重要，但是，由于各种可能的结果形成了一个宽泛的分布，因此不可避免地，各个点预测会是错误的，它们应该被视为这个分布的中心。另外，通常，FOMC 能够在政策上达成统一意见，在具体的预测上却意见分歧大——仅仅一般性的同意经济活动强度的大概水平，以及如果选择不同的政策路径通货膨胀的可能倾向。

中央银行对经济前景的说话即使是不具体的，也会对中长期利率的预期产生巨大的影响力。中央银行针对经济发布的讲话是否挤出了其他合理的观点？

这是一个经验式的问题。我想，我们还没有进行这个问题的研究。一种研究方法是问市场中长期预测是随中央银行说话蔓延而改善还是恶化？我想，中央银行对信息含量大的分析提供越多，最终是改善了市场预测的。

在美国，我们有一些间接性的证据说明，即使联储越来越喋喋不休，对私人观点的挤出也并没有增加。市场利率对意外的经济数据依然反应明显，对各个指标的反应程度是上升

还是下降，取决于经济形势和政策制定者们关注的焦点。例如，近年来，随着低的、稳定的通货膨胀局面更坚定地确立，对价格数据的反应下降了；另一方面，随着“失业式复苏”（jobless recovery）越来越成为关注的焦点，对劳动市场数据的反应上升了。但是，我们没有看到像一些人想的那样，如果市场信任中央银行对数据的看法更多，而对自己的诠释信任更少，反应强度会普遍下降。

市场对新数据反应依然强烈并不奇怪。未来并不是立马就到来，还够远，因此利率预测不只涉及他人——包括中央银行——是如何想的，还应将这些利率与该时期内的一些客观因素联系起来，如生产率、储蓄率，对这些因素看法各异，使得大有机会从独立的研究中获利，赌赢众人。

会议记录的及时公布

事实表明，我们的交流政策是一项在不断进步的工作，FOMC近来改变了看法，赞成迅速公布它的会议记录³。FOMC的会议记录内容必然是既包含政策倾向又包含经济前景。在披露政策决策情况上，与采取发布声明的方式比较，对决策解释进行更及时、更完整的披露会引致许多收益。委员会的决策解释虽然存在比较细微的差异，但其讨论情况及相关的记录有助于细致地说明它对政策倾向与其经济展望之间的关联性的领会。这类解释可以传递委员会所思考的条件性，以及它所考虑的小概率事件对它当前和预想的政策行动的含义所在。不奇怪的是，Sack和我发现，说话量和它的预期效应存在相关性。对会议记录的反应可能大，像上个星期四，但由于记录详尽地描述了委员会的决策逻辑和观点，这些反应应该有助于市场预期政策举措和资产价格，促进经济的稳定。

另外，会议记录为委员会提供又一个它作为一个整体说话的机会。一个好处是，对公众来说，这些记录可以解释个别委员在休会期间所作的许多声明，从而提供更广阔的（政策）背景。在这一点上，记录传递委员们的一系列观点这个实际应该是有益的，但它不是一种明白的表达尝试，即对我们的行动和观点给以单一的、一致的解释，而是反映FOMC的力量，概括委员会在就一些政策难题的评议中因意见分歧而相互妥协的情况。

如果委员们出于担心自己的发言被报导而在讨论中更加小心谨慎，或者随着时间的流逝，会议记录本身涉及的内容不再全面，则及早公布会议记录可能会有成本。就我看来，这两个问题都不是新计划不可避免的，我确信委员会会抵制诱惑，不让它们发生。

以前考虑过及早公布会议记录，而近来的经历使委员们相信天平已经偏向了它的支持方。成功的演习，减轻了对来自不同地区的19个委员会成员就会议记录取得适时的一致意见这些实际问题的担心。近年来，有一两次场合，会议记录的披露时间拖延得比较长，结果导致了市场骚动，因为，记录被解释为属于最近的而不是所作记录的前一次会议的决策。最后，从组织关于未来形势的说话这一点来看，采取会后立即发布简约的声明的方式来达到目的具有一定难度，这也使人们不断认识到公布会议记录的价值。

迅速披露会议记录是一项渐进的措施。市场将不会得到它以前最终得不到的信息，但是却将会得到得更快。

结论

在过去的几十年里，中央银行在它们的决策及决策逻辑上变得颇为开放。进展是渐进的——从某种程度上看，似乎有些慢——但我们一直在适应民主社会中不断变化的金融市场

³ 12月14号，委员会全体一致决定，迅速在每次例会的政策决定满3周后的当天公布会议记录。新计划从2005年1月4号下午美国东部标准时间2点公布2004年12月14号的会议记录起开始实施。以前的做法一直是，在下次例会之后的那个星期四公布上一次例会的会议记录。

环境和中央银行治理。此外，我们一直努力，小心不让提高透明度的措施影响讨论，或者使我们偏离了要达到的可能的最优决策制定。最后，我们意识到我们知识的局限性，因而希望让资产价格也并入其他观点。我们已经做了很多，但我相信还可以完成更多，而委员会要对提出来的一些建议作慎密的考虑。虽然我随时都期待采取进一步的措施解释我们的观点，但还是认为要以一种适当的、经仔细考虑的速度进行。

（责任编辑：王艳娇）