

# “公告操作”：西方国家货币政策操作的新范式

贾德奎, 胡海鸥

(上海交通大学 安泰管理学院, 上海 200052)

**摘要:** 近期西方国家的货币政策实践反映出“公告操作”正逐渐取代公开市场操作的位置,并在利率调控中发挥重要作用的发展趋势。实践表明,“公告操作”更为简单透明,有利于正确引导公众预期,并具有更好的调控效果。因此,在货币政策的未来发展中,“公告操作”极有可能成为中央银行另一个有力的政策操作工具。

**关键词:** 公告操作; 货币政策; 范式; 公开市场操作

**中图分类号:** F821.0 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2003)07-0064-05

在中央银行的货币政策实践中,公开市场操作曾被作为主要的政策工具,用来调节市场流动性以实现政策既定的利率目标。但是近十几年来,在美国、加拿大、新西兰、英国等西方发达国家的政策实践中,有证据表明,公开市场操作正逐渐失去其货币政策操作的核心地位,在更多情况下只是以辅助工具的角色出现,取而代之的是中央银行的“公告操作”——一种货币政策操作的新范式。

## 一、公告操作的实践及理论进展

上个世纪80年代以来,随着网络和通信技术的迅速发展,中央银行在货币政策执行中,不断通过媒体或其他正式渠道向公众传达政策意图,从而在很大程度上影响了政策的最终效果,由此产生的影响被称为“告示效应”(Announcement Effects);当“告示效应”被有意识地纳入货币政策操作框架时,就逐渐演变为一种相对独立的政策操作手段——公告操作(Open Mouth Operations)。

### (一)公告操作的实践

公告操作被作为政策操作手段始于1989年的新西兰储备银行。在1970年代的石油危机后,新西兰面临高达二位数的通货膨胀,为降低通胀率,其率先采用了通胀定标(Inflation Targeting)的货币政策。除此之外,新西兰储备银行还实行了零准备金制度,并以银行隔夜拆借利率作为操作目标,通过调控商业银行的结算资金需求来实现目标利率乃至通胀目标<sup>①</sup>。在具体操作中,新西兰储备银行发现,只要保证政策的可靠性和透明度,目标利率的实现很少需要央行的公开市场干预。更多情况下,只要央行一公布其目标拆借利率,市场上的实际利率就会迅速地靠近并实现这一利率目标。因此,新西兰储备银行通过出版《通货膨胀报告》和《货币政策委员会会议纪要》等方式向公众及时透露政策信息,并有意识地将公告操作纳入其货币政策框架内。

在此之后,英国、加拿大、澳大利亚等国也相继开始重视公告操作的作用,甚至在货币政策的设计中将其作为独立的操作工具。其中,加拿大采用了与新西兰基本相同的利率调控方法,从1999—2001年这段时间,加拿大央行的公开市场操作规模迅速下降,近期数据则表明加拿大银行已经很少通过市场干预来进行利率调控(Woodford, 2001)。

收稿日期:2003-04-21

作者简介:贾德奎(1978—),男,宁夏同心人,上海交通大学安泰管理学院博士生;

胡海鸥(1952—),男,上海人,上海交通大学安泰管理学院教授,博士生导师。

美联储虽然没有明确地提出执行公告操作,但有研究表明,从1989年以来,联邦基金利率的实际变动与借入或非借入准备金量的变化并不具有明显联系,也就是说,市场利率变动并非由美联储的公开市场操作所引致。实际情况是,每当美联储宣布联邦基金利率目标后,商业银行就会在市场上按这一目标利率进行交易,从而无须美联储的直接干预(Garett, 2001)。由此可以看出,公告操作在美国的货币政策操作中无疑已经发挥了重要作用;与此相类似,许多国家的中央银行在进行利率调控时,也都已经有意或无意地利用了公告操作的作用。

## (二)公告操作的理论进展

Graeme 和 Julian(1998)首先提出了公告操作的概念,并利用宏观经济模型对其作用机制进行了理论解释;而且,他们用新西兰储备银行的历史数据(1989.1—1997.9)作为样本,用经济计量学的方法对公告操作进行了研究。研究结果表明,央行的良好信誉及其政策的高透明度有利于公众形成稳定的预期,因此是公告操作成功的重要保证。而且,利用公告操作所建立的更为简单的货币政策框架,一方面可以对短期、甚至是长期利率进行更为直接有效的调控;另一方面则有利于减小政策操作(或保持物价稳定)的成本。Demiralp 和 Jorda(1999)利用联邦基金利率的历史数据进行了自回归分析,研究结果证实了自1989年以来,公告操作已逐渐取代了美联储的公开市场操作,从而在联邦基金利率的调控中发挥重要作用;与此相类似的研究还有 Garett Jones(2001)的论文。Malin Andersson(2001)等则利用瑞典中央银行历年发布的货币政策报告及相关新闻报道(1996.4—2001.6)进行了实证研究,所得出的结论表明,中央银行及时的信息透露在市场短期名义利率的决定上起着关键性作用,而且,如果央行有良好的政策信誉,那么,一个简短的货币政策新闻发布会将比频繁的公开市场操作更为有效。

## 二、公告操作的基本作用机制

### (一)基本假定

对公告操作作用机制的讨论需要下面几个基本假设:

1. 假定中央银行把短期名义利率作为货币政策的操作目标;而且在给定的约束下,央行可以决定这一名义利率并以此影响其他利率水平进而达到通胀和产出目标;
2. 假定所有商业银行的偏好都相同,并追求利润最大化,而且其成本收益函数是公开信息;
3. 以这一短期名义利率为基础,相应形成的利率期限结构以既定的形式给出。

### (二)基本作用机制

在公告操作中,央行是通过对短期名义利率目标的公布来向市场主体传达政策信号的,若市场上的实际利率背离了央行的目标水平,则央行将威胁使用公开市场操作以调整利率到意愿水平上。因此,公告操作对市场利率水平的影响将主要取决于央行威胁的可信度,下面用一个以央行威胁可信度为基础的经济模型来进行说明。

将时间视作单位为“天”的离散变量,用  $R_{t,t+m}$  表示在指定的第  $t$  天,以连续复利计算的第  $t+m$  天的名义利率值,则相应的利率期限结构可用下面考虑了预期的公式来表示:

$$R_{t,t+m} = \frac{1}{m} \sum_{k=0}^{m-1} E_t |R_{t+k,t+k+1}|, m \geq 1 \quad (1)$$

假定在第  $t$  天,央行根据实际经济运行状况设定第  $t+T$  天的利率目标为  $\hat{R}_{t,t+T}$ ,而且,央行完全能够通过公开市场操作来实现这一利率目标,因此对所有的  $t$  下式可成立:

$$\frac{1}{T} \sum_{K=0}^{T-1} E_t |\hat{R}_{t+K,t+K+1}| = \hat{R}_{t,t+T}, T \geq 1 \quad (2)$$

而且,对于任意  $T \geq 1$ ,如果公众对央行利率目标的预期随着所用信息的不断完备而收敛于某一定值,则市场上的实际利率值也必将收敛于一点(详细的数字证明从略),即有下式成立:

$$R_{t,t+T} = \frac{1}{T} \sum_{K=0}^{T-1} E_t |\hat{R}_{t+k,t+k+1}| = \hat{R}_{t,t+T}, T \geq 1 \quad (3)$$

由于只要市场利率偏离了央行的目标水平,央行就一定会利用公开市场操作将利率调整到目标水平,如此行事的决心使得这一利率目标往往能由市场自发实现,而无须央行亲自进行干预。假定若第  $t$  天的市场利率与央行目标不一致,则央行一定会在第  $t+1$  天利用公开市场操作将利率调控至  $R_{t+1,t+2}^* = 2R_{t,t+2} - \hat{R}_{t,t+1}$ ,如果有银行在第  $t$  天购买了两天期的债券,就会据此知道隔夜持有的回报为  $2R_{t,t+2} - R_{t+1,t+2}^* = \hat{R}_{t,t+1}$ ,那么在第  $t$  天,就不会有银行以低于  $\hat{R}_{t,t+1}$  的利率拆出资金,因为,通过继续持有两天期的债券可以有更高的回报;同理也不会有银行以高于  $\hat{R}_{t,t+1}$  的利率拆入。

可以看出,当央行公布目标拆借利率后,市场行为会使得实际拆借利率与目标水平趋于一致。也就是说,央行仅靠要进行市场干预的信号就可以决定短期名义利率水平,根据利率期限结构的预期假说,长期名义利率是由短期名义利率的预期平均值决定的,因此,公告操作与公开市场操作一样,可以通过调控短期名义利率来最终影响长期利率乃至通胀和产出水平。

### 三、公告操作所具备的优点

#### (一) 调控更加直接有效

相对于公开市场操作,公告操作对短期名义利率(例如,隔夜拆借利率)的调控更为直接有效。因为,在影响同业拆借利率的货币变量中,最为直接的是商业银行的结算资金需求,其次是非借入准备,最后才是货币供给量。对于公开市场操作而言,即便通过对商业银行结算资金的调控来实现拆借利率目标,也面临着结算需求预测的误差甚至是错误,对于非借入准备或货币供给量就更是如此,这样势必会导致利率以及货币供给量的外生性波动。而公告操作对利率的调控依赖于经济主体的市场化行为,较货币当局而言,在知道政策利率目标之后,市场产生全局性错误的概率将低得多,因此,这种调控方法不仅直接,而且更为可靠。

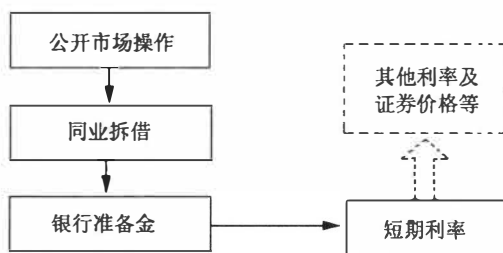


图1 公开市场操作的政策传导机制

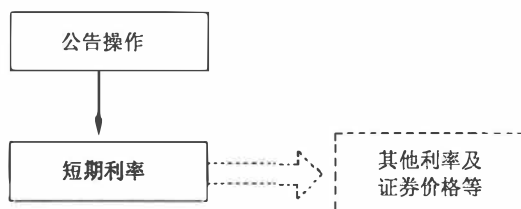


图2 公告操作的政策传导机制

#### (二) 公告操作的简单透明有利于公众形成合理稳定的预期

由于在利率调控中,公众预期既是稳定利率的保障,又是导致利率波动的原因,因此需要易于为公众所理解的调控方式,以避免预期错误对利率的扰动。通过调节货币供给量来控制利率

的公开市场操作,不利于提高商业银行预期的准确性。譬如,央行为抵御市场的异常变动而采取的防卫性动作,很容易被商业银行看做是主动性政策意图的变化,如果商业银行据此采取行动,就会违背央行想保持利率稳定的初衷,从而造成利率不适当的波动。与此相比,公告操作简单直接、一目了然,几乎不会误导商业银行的预期,并且在此基础上,商业银行的投机性行为会有利于实现利率的稳定。

### (三)有利于低成本、高效率的货币政策框架体系的形成

公告操作的应用将引致一个操作成本更低、效率更高的货币政策框架。在传统的政策框架中,货币当局需要通过公开市场干预来平抑短期名义利率的波动,然后由公众的预期将长期与短期名义利率联系起来;而在采用公告操作的货币政策框架里(例如,新西兰储备银行的政策操作)则无须这种迂回的过程,央行在必要时,可以用公告操作来直接调控较长的名义利率;并且,该政策框架需要央行具备良好的信誉度,这也就意味着央行会为提高政策的效果而竭力保持决策的连续、公开以及可信度,从而会避免利率的“政治敏感性变动”(Politically Sensitive Changes),这无疑会减小政府保持价格水平稳定的成本。

### (四)市场利率决定上的主动性

在公告操作下,市场在利率的决定上将具有更多的主动性。因为,在这样的操作范式下,虽然从政策的传导机制来看,更像是央行在直接决定利率。但在实际过程中,央行只是通过威胁、而并未真正地进行市场干预;而在公开市场操作下,虽然表面上看,通过影响市场流动性来调控利率是一种间接手段,但央行的“大有作为”在很大程度上限制了商业银行等其他经济主体在利率决定上的作用,从而实际上削弱了市场应有的主导作用。

## 四、公告操作对我国货币政策操作的现实意义

虽然公告操作尚没有被大多数国家明确作为独立的政策工具使用,但其影响却极具普遍性,所以也理应为我国货币当局所参考和汲取。我国央行目前主要以货币量作为政策操作目标,通过间接利率调控来影响经济水平的条件还未完全具备,但这并不影响公告操作在我国货币政策的实施中发挥重要作用。

首先,公告操作在我国有着较为强烈的现实需求,而且,这一趋势也必将延伸到未来的货币政策操作中。因为,根据国际上货币政策操作的经验可知,随着一国经济金融的发展,货币量会逐渐不适合作为政策操作目标,而进行金融改革的目的之一也正是在于增强利率在经济调控中的作用。但是,目前我国的改革仍沿着如下思路进行,即通过公开市场操作来影响市场流动性,进而实现利率的调控。其问题在于:其一,我国的国债市场尚未具备调控利率所需的深度和广度,培育符合利率调控要求的公开市场还需要相当长的时日;其二,即便我国通过努力将公开市场培育到可以调控利率的程度,但金融工具及支付系统等方面的创新极有可能使得商业银行获得流动性的渠道增多,从而抵消了公开市场操作的效果。因此,通过货币量变动调控利率的模式将不那么有效。在此情况下,公告操作理应被用以弥补利率调控方式的缺失。

其次,我国已经基本具备了进行公告操作的条件。因为,在长期的计划经济影响下,我国管理层和央行历来就有制定和传达告示(指令)的传统,基层金融机构和公众也习惯于接受或预期政策当局的告示(指令),这种心理惯性对计划指令转变为公告操作时公众理性预期的形成十分重要;另外,从1997年亚洲金融危机以来,我国央行执行货币政策的信誉度和透明度都有了极大的提高;尤其重要的是,目前,我国同业折借利率已经由市场决定,金融机构运作的其他限制正在逐步解除,商业银行的市场化经营水平也在迅速提高,这都为公告操作在我国的运用奠定了制度或微观上的基础。当然,在公告操作的具体实施中,还需要细致的制度设计和相应的配套政策,限于篇幅,笔者在此不再展开讨论。

最后,电子货币的迅速发展正在改变着人们的行为方式和商业机构的运作模式,也许在将来,商业银行及公众不再需要央行的基础货币进行日常结算,则传统的通过货币量变动来调控利率的方法几乎会完全失去作用,公开市场操作也将“无用武之地”,但公告操作并不会因此而受到大的影响。就此意义而言,这种新的货币政策操作范式,极有可能取代公开市场操作而成为央行“第四个”有力的货币政策工具,因此,我国也应该未雨绸缪,在理论和实践上做好相应的准备,以确保利用货币政策进行经济调控的有效性。

注释:

①关于新西兰储备银行的利率调控方法的具体细节,英文资料参见本文参考文献[6],中文资料参见:胡海鸥,贾德奎:无货币供给量变动的利率调控,上海金融,2003年第1期,第19页至第20页。

参考文献:

- [1]钱小安. 货币政策规则[M]. 北京:商务印书馆,2002.
- [2]胡海鸥,贾德奎. 再论无货币供给量变动调控我国利率[J]. 上海金融,2003,(4).
- [3]Daniel L. Thornton. (2000) The Relationship Between the Federal Funds Rate and the Fed's Federal Funds Rate Target: Is Open Market of Open Mouth Operations? [R]. Working Paper.
- [4]Garett Jones. (2001) Some Tests for the Existence of "Open Mouth Operations"[R]. Southern Illinois University Edwardsville.
- [5]Graeme Guthrie, and Julian Wright. (1998) Market-Implemented Monetary Policy with Open Mouth Operations[R]. Discussion Papers.
- [6]Graeme Guthrie, and Julian Wright. (2000) Open Mouth Operations[J]. Journal of Monetary Economics.
- [7]Michael Woodford. (2001) Monetary Policy in the Information Economy[R]. NBER Working Paper No. 8674.
- [8]Selva Demiralp, and Oscar Jorda. (1999) The Transmission of Monetary Policy Via Announcement Effects[R]. Working Paper No. 99-06, University of California.

## “Open Mouth Operation”: A New Paradigm of Monetary Policy Implement of Western Countries

JIA De-kui, HU Hai-ou

(Antai School of Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200052, China)

**Abstract:** Recently it has been reflected in the practice of monetary policy in western countries that the “open-mouth operation” has gradually replaced the open-market operation, thus playing an important role in the control of interest rate. It has been proved that the “open-mouth operation” is simpler and more transparent, beneficial to correctly guiding the expectation of the public, thus achieving better controlling effects. Therefore, in the future development of monetary policy, the “open-mouth operation” is quite likely to become a powerful monetary policy implement.

**Key words:** open-mouth operation; monetary policy; paradigm; open-market operation