

doi:10.11835/j.issn.1008-5831.2018.04.006

欢迎按以下格式引用:胡东,冉茂盛.中央银行公信力与货币政策目标的相关关系及政策启示[J].重庆大学学报(社会科学版),2018(4):63-74.

Citation Format:HU Dong,RAN Maosheng.The relationship between central bank credibility and monetary policy objectives and policy implications [J].Journal of Chongqing University(Social Science Edition),2018(4):63-74.

# 中央银行公信力与货币政策目标的相关关系及政策启示

胡东,冉茂盛

(重庆大学经济与工商管理学院,重庆 400044)

**摘要:**公信力是中央银行最为重要的一种能力,对中央银行引导公众预期、提升对外履职效力意义重大。文章首先根据央行公信力的影响因素设计了央行公信力评价指标体系,并运用主成分分析法构建了央行公信力指数,然后运用动态面板数据 Sys-GMM 模型实证研究了 2002—2014 年 14 个发达及发展中国家和地区央行公信力与货币政策最终目标的相关关系。研究表明:央行公信力与通货膨胀率有显著的负相关关系,即公信力越强,越有利于央行控制通胀;央行公信力与金融稳定水平有显著的正相关关系,即提高央行公信力水平有助于央行实现维护金融稳定的政策目标。因此,中央银行应着力提升公信力,以提高央行货币政策操作工具的调控效力,实现稳定物价、保持金融稳定的货币政策目标。

**关键词:**中央银行;公信力;货币政策;Sys-GMM 模型

**中图分类号:**F830.31;F821.0

**文献标志码:**A

**文章编号:**1008-5831(2018)04-0063-12

中央银行公信力(credibility)在货币政策调控中的重要作用已经为理论界和实务界所公认。以往的理论研究表明,一个具有较高公信力的中央银行,能够以较低成本控制通货膨胀,货币政策也更为有效<sup>[1]</sup>。发达国家央行的实践也充分证明,通过加强政策透明度、推进央行决策独立、提高央行财务实力都有助于提升央行公信力,并进而更好地影响公众预期,使货币政策更加有效<sup>[2]</sup>。因此,在金融不断深化、资讯愈加发达、公众理性预期能力不断增强的背景下,中央银行应该更加重视其公信力建设,通过树立良好的声誉来引导公众预期,促进货币政策实现预期目标。

对中国而言,人民银行作为国家宏观调控和金融管理部门,承担着制定和实施货币政策、促进

修回日期:2017-06-05

基金项目:国家社会科学基金项目“产业结构升级过程中金融资源均衡配置机制研究”(15BJY021)

作者简介:胡东(1985—),男,重庆人,重庆大学经济与工商管理学院博士研究生,主要从事宏观金融、风险投资和商业银行治理研究,Email:306482716@qq.com;冉茂盛(1963—),男,重庆人,重庆大学经济与工商管理学院教授,博士研究生导师,主要从事金融经济、投融资理论及实证、金融学研究。

金融市场发展、维护金融稳定、提供金融服务等职责,具有很强的社会性和公共性。在市场化 and 全球化深入发展的情况下,人民银行对外履职面临更多不确定性因素的挑战,迫切需要得到公众的理解和支持,以有效应对各种内外部风险,提升货币政策履职效力。因此,研究中央银行公信力的影响因素及其与货币政策最终目标的相关关系,探索提升央行公信力的途径,对中国具有重大的现实意义。

本文在参考前人研究的基础上,系统性提出央行公信力的评价指标体系,并运用主成分分析法构建了央行公信力指数,然后以此为基础运用动态面板数据 Sys-GMM 模型进行实证检验。本文结构安排如下:首先,回顾央行公信力的相关研究文献;其次,提出央行公信力的评价指标体系,并构建央行公信力指数;再次,选取样本数据进行实证检验;最后,总结全文,得出相关政策启示。

## 一、文献回顾

对中央银行公信力,Blinder<sup>[1]</sup>给出了一个简单的定义,即如果公众相信中央银行会做到它所说的,那么中央银行就是可信的,这种公信力通过中央银行“说到做到”来体现。Huh 和 Lansing<sup>[2]</sup>认为,央行公信力是指公众对未来货币政策的预期与央行公布的政策的一致程度。这里,央行公信力强调公众对央行的信任程度以及央行遵守承诺的程度。刘峻慈<sup>[3]</sup>更进一步,认为公信力是指中央银行让公众信任的能力,包括公众对中央银行职能与形象的认知程度、公众对中央银行决策判断力的信任程度和公众对中央银行决策执行力的信任程度三个层面。由此可见,公信力是央行的一项重要能力,对央行有效对外履职至关重要,是央行进行宏观调控、稳定并引导公众预期的关键。

为认识这种能力,Chantapacdepong 等<sup>[4]</sup>认为,公众应重点关注中央银行的政策表现(policy performance)而非财务表现(financial performance)。因为政策表现如何直接影响中央银行能否实现其使命(mandate),而这是评估央行公信力的标准。Cukierman<sup>[5]</sup>也认为,中央银行被赋予的政策目标应远大于利润最大化的财务目标。但需要指出的是,中央银行的财务表现对实现其使命也至关重要,因为央行不能仅通过颁布法令来实现政策目标,央行更多的是作为市场参与者介入市场运作来进行宏观调控。Chantapacdepong 等就认为,财务实力应作为公信力的组成部分,财务表现会直接影响公信力水平。

对公信力的评价,现有文献都没给出一个标准方法,大多文献都只考虑其中一个方面。如一些学者就着重考虑政策透明度,认为政策透明度的高低将影响央行控制通胀的声誉,更高的政策透明度将提高央行控制通胀的成功率,并减少政策调控成本<sup>[6-11]</sup>。另一些学者从财务实力入手,考察财务表现对央行公信力的影响,以及对货币政策调控效果的影响。Stella<sup>[12-14]</sup>、Bindseil 等<sup>[15]</sup>、Klüh 和 Stella<sup>[16]</sup>等通过理论和实证研究发现,弱财务实力的中央银行往往与高通胀率相关,负资本和持续亏损极大损害了公众对央行能维持通胀稳定的信心。因此得出结论,为维护公信力,央行必须保持良好的财务状况。

关于央行公信力的作用,现有文献大多关注它与货币政策调控目标之间的关系,尤其关注物价稳定这一政策目标。Barro 和 Gordon<sup>[17]</sup>最早建立理论模型研究公信力与通胀之间的关系,他们认为中央银行和公众之间是一种博弈关系,注重长远效益的中央银行必然选择与公众建立相互信任关系,以保持物价稳定。Tanuwidjaja 和 Choy<sup>[18]</sup>利用印度尼西亚的数据建立了一个小型宏观经济模型,研究发现央行公信力是实现经济低通胀增长的重要因素,如果央行公信力水平很低,那么央行

将花费很长时间才能使通胀降至目标水平。Moreira<sup>[19]</sup>通过DSGE模型研究发现,央行公信力水平越低,其在控制通胀时会受到更多限制,同时低公信力水平的央行在应对供给冲击、刺激产出增长、增加就业方面也会面临更多束缚。Dennis<sup>[20]</sup>运用Smets-Wouters模型研究认为,央行公信力对管理公众预期、稳定经济有重要作用,数据模拟的结论也显示,对最优公信力水平的较小偏离都将极大影响货币政策效果。

从以上研究可以发现,现有文献都没有给出系统性评价央行公信力的分析框架,现有的评价方法都缺乏全面性和可比性;而且现有文献在研究公信力与货币政策最终目标之间的关系时,大都局限于物价稳定这一单一目标,对央行维护金融稳定的政策目标没有涉及,基于此本文试图在这些方面作一定的尝试。

## 二、中央银行公信力指数构建

### (一) 中央银行公信力评价指标体系

中央银行作为一类特殊的机构,其公信力不仅与自身的状况相关,与政府和外部市场环境的关系也很大。因此,本文从央行自身状况、与政府的关系和外部市场环境三方面选取指标来构建央行公信力评价指标体系。其中,透明度、财务实力和职能属于央行自身状况范畴,独立性和政府财政余额属于与政府关系范畴,制度质量和金融发展水平属于外部市场环境范畴。

#### 1. 透明度(Central Bank Transparency)

中央银行透明度是影响央行公信力的主要因素,包括政策目标透明、政策制定透明、政策运作透明等几个方面。加强央行透明度可以更好地引导公众预期,平滑货币政策冲击;同时,详细解释政策出台的过程也是对央行履行其使命的最好证明,将增强公众对央行的信任程度,使政策目标更易实现<sup>[11]</sup>。以前的研究也发现增强央行透明度有助于降低通货膨胀<sup>[10,21-22]</sup>。

#### 2. 财务实力(Central Bank Financial Strength)

学界对央行财务实力与货币政策效果之间的关系已经有了很多研究,但研究结论尚存在争议。一些学者研究认为央行财务实力与通胀之间存在显著的负相关关系<sup>[12-14,16]</sup>,但另一些学者研究后认为,这种负相关关系并不显著,而是受到研究样本、财务实力衡量指标、控制变量选择、计量方法的很大影响<sup>[5,23]</sup>。本文认为,财务实力应该作为央行公信力的组成部分,央行财务脆弱势必影响到公信力水平,并可能进而影响到货币政策目标的实现。

#### 3. 职能(Central Bank Function)

中央银行承担职能的种类和范围决定了央行在调控经济时采取的政策手段,并进而影响到央行承担的风险<sup>[24]</sup>。因此,职能范围会对央行有效对外履职产生影响,央行承担的风险也会对央行自身的财务状况和公信力产生较大影响。Cukierman的研究就认为,央行职能范围越宽,就越需要保留更多的资本作为风险缓冲,以增强央行应对风险的能力。

#### 4. 独立性(Central Bank Independence)

央行独立性程度越高,其政策操作与法定使命发生冲突的可能性就越小,央行就能够将政策操作集中于实现自身的职责上。众多学者对拉丁美洲国家的研究已经表明,货币政策调控的成功与否很大程度上依赖于央行维持货币政策制定规则和履行自身使命的能力<sup>[5,25-26]</sup>。如果央行在政策制定和执行中受到外界过多的干预,将降低货币政策有效性并恶化央行财务状况。Arnone等<sup>[27]</sup>对

163 个国家的实证研究也表明,央行独立性程度越高,越有助于央行实现通胀控制的政策目标。

### 5. 政府财政余额 (Government Balance)

在实践中,一些央行(如智利央行)<sup>[5]</sup> 尽管资本为负,但依然不影响其实现物价稳定的政策目标。这是因为,这些央行得到了持续的财政盈余支持,帮助这些央行在资本为负的情况下仍能控制通胀水平。因此,政府财政状况会对央行能否实现政策调控目标产生影响,持续向好的财政状况将增强公众对央行的信任程度,从而帮助央行实现其政策调控目标。

### 6. 制度质量 (Institutional Quality)

制度质量可以很好反映政治力量干预央行政策的可能性,以及央行与政府进行政策合作的机会。以往的研究也表明,制度质量是影响央行有效实现货币政策目标的显著因素<sup>[23]</sup>。我们采用《全球治理指标》中的政府效率和监管质量两个指标来反映制度质量。

### 7. 金融发展水平 (Financial Development)

发达的金融体系将促进货币政策有效传导,同时增强央行与公众沟通的有效性。Woodford<sup>[28]</sup> 的研究认为,提高金融体系的发展水平,将增强政策利率和货币市场利率的联系,促进货币政策实现预期目标。因此,金融体系的发展水平将影响央行政策的实施效果,并影响公众对央行的预期和信任度。

表 1 央行公信力评价指标体系

指标名称	指标符号	衡量方法	数据来源
透明度	CBT	央行透明度指数	Dincer 和 Eichengreen <sup>[22]</sup>
财务实力	CBFS	央行权益加上无息负债净值除以总资产	BankScope
职能	CBF	央行职能指数	BIS
独立性	CBI	央行独立性指数	Arnone 等 <sup>[27]</sup>
政府财政余额	GB	政府财政余额占 GDP 的比重	IMF, World Economic Outlook Database
制度质量	IQ	政府效率和监管质量指数	世界银行, Worldwide Governance Indicators (WGI)
金融发展水平	FD	上市公司市值和银行提供的国内信贷占 GDP 的比重	世界银行

## (二) 中央银行公信力指数

选取影响央行公信力的指标后,本文运用主成分分析法 (principal component analysis, PCA) 将这 7 个指标转化为少数几个综合指标,并加权得到央行公信力指数 (Credibility Index, CI), 以此来准确衡量央行公信力水平。

### 1. 选择主成分

将原始数据<sup>①</sup>标准化后进行主成分分析,得到特征值和方差分解表(表 2)。根据特征值大于 1,且累计贡献率大于 85%的选取原则,从表 2 中可以看出,虽然前五个主成分的累计贡献率达到 96.29%,但第五个主成分的特征值仅为

表 2 特征值和方差分解

主成分	特征值	贡献率	累计贡献率
Comp1	2.609 0	0.372 7	0.372 7
Comp2	1.500 1	0.214 3	0.587 0
Comp3	1.003 7	0.143 4	0.730 4
Comp4	0.925 0	0.132 1	0.862 5
Comp5	0.702 2	0.100 3	0.962 9
Comp6	0.149 6	0.021 4	0.984 2
Comp7	0.110 2	0.015 8	1.000 0

①数据样本选择 14 个发达及发展中国家和地区的央行,时间范围为 2002 年至 2014 年,与后文样本选择一致。

0.7 022,而前四个主成分的累计贡献率已经高达 86.25%,第四个主成分的特征值为 0.925,且前三个主成分的特征值均大于 1,因此前四个主成分已经包含了原始数据的绝大部分信息,只需选取前四个主成分进行分析。

## 2. 计算主成分得分

我们进一步得到主成分载荷表,来反映主成分与原始变量之间的相互关联程度。以表 3 中的数据,我们可以得到四个主成分的得分,  $F_i = \sum_{j=1}^7 a_{ij}x_j$ ,  $i = 1, \dots, 4$ ,  $a_{ij}$  为主成分载荷,  $x_j$  为原始变量的值。

表 3 主成分载荷表

Variable	Comp1	Comp2	Comp3	Comp4
<i>CBT</i>	0.586 3	-0.088 7	0.100 3	0.033 8
<i>CBFS</i>	-0.026 0	0.605 6	0.128 0	-0.084 9
<i>CBF</i>	0.068 5	-0.537 8	0.132 7	0.630 6
<i>CBI</i>	0.388 7	-0.092 1	0.705 8	-0.232 0
<i>GB</i>	-0.072 6	0.489 0	0.227 2	0.724 2
<i>IQ</i>	0.544 4	0.295 7	-0.074 8	0.047 8
<i>FD</i>	0.445 1	0.033 5	-0.632 9	0.115 9

## 3. 计算综合得分

对四个主成分加权求和,就得到综合得分值,也即央行的公信力指数,  $F = \sum_{i=1}^4 w_i F_i$ ,其中  $w_i$  为第  $i$  个主成分的贡献率占累计贡献率的比重。2014 年各样本央行的公信力指数如表 4 所示。从表中数据可以看出,发达国家央行公信力水平普遍高于发展中国家,这主要是因为发达国家央行的政策透明度、财务实力、独立程度、监管质量、金融市场发展水平都较发展中国家要高。

表 4 2014 年样本央行公信力指数

央行	公信力指数	公信力排名
美国	0.545 4	3
欧洲央行	0.489 7	4
英国	0.301 0	5
日本	-0.485 7	9
巴西	-0.643 4	10
俄罗斯	-1.077 8	13
印度	-1.442 1	14
中国	-0.649 2	12
南非	-0.647 3	11
澳大利亚	0.602 5	2
加拿大	0.200 5	8
韩国	0.237 2	7
新加坡	0.253 3	6
瑞典	1.476 2	1

### 三、中央银行公信力与货币政策目标的相关关系:实证检验

#### (一) 货币政策体系

货币政策作为国家进行宏观调控的重要手段,其内容涉及操作工具、中介指标和最终目标三个方面,中央银行通过运用政策操作工具,影响中介指标,进而经由各种传导路径实现既定的最终目标。具体而言,操作工具主要包括公开市场操作、准备金率和再贴现率,这是中央银行可以直接运用的政策手段;中介指标主要包括货币供应量和市场利率,这是中央银行运用货币政策操作工具直接影响的指标,并进而影响最终目标的实现;最终目标主要包括物价稳定、充分就业、经济增长等,这是中央银行进行货币政策调控希望达到的最终目的,也是衡量货币政策调控效果的观测指标。中央银行公信力体现央行作为货币政策制定者和执行者的对外声誉,能够引导公众对政策效果的预期,会影响央行货币政策操作工具的执行效力,进而影响货币政策最终目标的顺利实现。基于此,本文通过建立实证模型检验中央银行公信力与货币政策最终目标的相关关系,揭示央行公信力对货币政策最终目标实现的影响程度,以期为中心银行制定和执行货币政策提供有益参考。

#### (二) 变量与样本选择

##### 1. 变量选择

##### (1) 被解释变量。

本文的解释变量采用前文构造的央行公信力指数。对被解释变量,目前国际上通行的是以通货膨胀率作为货币政策最终目标的指代指标,如 Klüh 和 Stella<sup>[16]</sup>以居民购买力变动情况计算的通货膨胀率来衡量货币政策最终目标。自 2008 年全球发生金融危机以来,各国央行愈加重视宏观审慎监管,维护金融稳定也被各国央行纳入货币政策调控框架内,央行公信力必然会对其金融稳定目标的实现。基于此,本文除通货膨胀率之外,设计了金融稳定指数作为货币政策最终目标的另一个指标。因此本文被解释变量有两个。

一是经调整的通货膨胀率  $d$ 。参考 Klüh 和 Stella 的做法<sup>[16]</sup>,为避免某些年份恶性通货膨胀对结果的影响,本文构建了一个调整的通货膨胀率,计算公式为  $d_t = \pi_t / (1 + \pi_t)$ 。

二是金融稳定指数  $FSI$ 。基于国际货币基金组织(IMF)构建的金融稳健指标体系<sup>[29]</sup>,本文选取资本充足性作为金融稳定程度的代理指标,计算公式为监管资本占风险加权资产的比重。

##### (2) 控制变量。

根据影响货币政策最终目标的其他因素,本文选择控制变量如下。

一是国际原油价格指数(Oil)。企业生产成本中原油价格占有较高比重,对企业有显著的影响,同时国际原油价格指数的波动可以用来代表经济周期的变化。

二是经济发展(GDP)。本文没有采用 GDP 增长率,而是采用人均 GDP 这一指标,以反映一国居民的财富水平与货币政策的关系,我们预期它与通货膨胀率呈负相关关系,同时人均 GDP 也可以间接反映一国实体经济的发展水平。

三是贸易开放水平(Trade Openness)。Romer<sup>[30]</sup>最早开始研究贸易开放与通货膨胀之间的关系,发现它们之间存在明显的负相关关系,贸易开放程度越高可以更多地减少通货膨胀对居民收入的侵蚀。本文采用进出口贸易占 GDP 比重来衡量。

四是金融开放水平(Financial Openness)。在经济全球化的进程中,一国的金融开放水平对央行

实现货币政策最终目标有重要影响,本文参考 Chinn 和 Ito<sup>[31]</sup>的研究成果,采用 KAOPEN 指数来衡量一国的金融开放水平,数值越大表明金融开发水平越高,央行对跨境资本流动的管制越松。

五是汇率制度(Exchange Rate Regime)。一般而言,一个国家采用固定汇率制更容易避免过高的通货膨胀率,同时保护本国金融市场,本文以虚拟变量来指代各国采用的汇率制度。

六是货币政策制度(Monetary Policy Regime)。过往的研究文献发现,采用通胀目标制的央行更容易控制通货膨胀,本文以虚拟变量来指代各国采用的货币政策制度。

七是资本市场波动(Stock)。过去的全球金融危机表明,资本市场波动越大,全球金融市场就越容易陷入动荡。我们预期资本市场波动对金融稳定将产生负面影响,以股价指数的波动率作为代理指标。

表 5 控制变量

变量名称	变量符号	度量方法	数据来源
国际原油价格指数	<i>Oil</i>	原油价格指数	IMF
经济发展	<i>GDP</i>	人均 GDP	世界银行
贸易开放水平	<i>TO</i>	进出口贸易/GDP	世界银行
金融开放水平	<i>FO</i>	KAOPEN 指数	Chinn and Ito <sup>[31]</sup>
汇率制度	<i>ERR</i>	固定汇率制为 0,浮动汇率制为 1	IMF AREAER
货币政策制度	<i>MPR</i>	通胀目标制为 1,其他为 0	Mishkin 和 Schmidt-Hebbel <sup>[32]</sup>
资本市场波动	<i>Stock</i>	股价指数波动率	IMF

## 2. 样本及数据来源

根据样本代表性和数据可得性,本文选择国际上有代表性的 14 个发达及发展中国家和地区央行<sup>②</sup>作为研究对象。样本时间从 2002 年至 2014 年,涵盖最近的全球金融危机期间,能全面反映中央银行公信力强弱在应对金融危机时的效果。数据来源于 BankScope 数据库、IMF、Wind 数据库、BIS 以及世界银行。

### (三) 实证结果与分析

#### 1. 实证模型

本文构建两个实证模型,分别考察央行公信力与通胀控制和金融稳定这两个货币政策最终目标的相关关系。根据所选数据和模式特征,本文选择动态面板数据 GMM 估计方法进行实证分析,模型求解都通过 STATA12.0 软件实现。

模型一:

$$d_{i,t} = \alpha + \beta_1 CI_{i,t} + \beta_2 Oil_{i,t} + \beta_3 GDP_{i,t} + \beta_4 TO_{i,t} + \beta_5 FO_{i,t} + \beta_6 ERR_{i,t} + \beta_7 MPR_{i,t} + \beta_8 Stock_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

用于检验中央银行公信力与通货膨胀的关系。

模型二:

$$FSI_{i,t} = \alpha + \beta_1 CI_{i,t} + \beta_2 Oil_{i,t} + \beta_3 GDP_{i,t} + \beta_4 TO_{i,t} + \beta_5 FO_{i,t} + \beta_6 ERR_{i,t} + \beta_7 MPR_{i,t} + \beta_8 Stock_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

②14 个国家和地区包括美国、欧洲央行、英国、日本、巴西、俄罗斯、印度、中国、南非、澳大利亚、加拿大、韩国、新加坡、瑞典。

用于检验中央银行公信力与金融稳定的关系。

## 2.实证结果分析

### (1)中央银行公信力与通货膨胀。

实证结果显示,央行公信力与通胀控制有显著的相关关系,达到1%的显著性水平,并且影响系数呈现预期中的反向关系,表明央行拥有越高的公信力水平,越有利于央行控制通胀,实现物价稳定的政策目标。这主要是因为,央行公信力越强,公众对央行的信任程度就越高,越有利于货币政策有效传导,并促进政策沿着预期的方向发展,最大限度发挥货币政策的调控效力。对控制变量,原油价格、经济发展水平、汇率制度、货币政策制度是通货膨胀的重要影响因素。其中,原油价格显示出预期中的正值,并且在1%的显著水平,表明原油价格对通货膨胀有显著的正向影响;以人均GDP衡量的经济发展水平显示出预期中的负值,但显著性水平不是太高,表明经济发展水平对通胀控制有一定的影响;汇率制度的统计结果表明央行采用固定汇率制对控制通胀有一定影响,但显著性水平不是太高;货币政策制度的统计结果与预期相符,显著性达到1%的水平,表明通胀目标制的央行能显著降低通胀水平,对通胀控制的效果更好,与以往的研究结论一致<sup>[32]</sup>。其他几个因素对通胀控制的影响不显著。

表6 中央银行公信力与通货膨胀实证结果

	系数	标准差	T 值
<i>CI</i>	-1.076 4	0.325 2	-3.31 ***
<i>Oil</i>	0.182 5	0.219 2	2.83 ***
<i>GDP</i>	-0.593 5	0.354 6	-1.67 *
<i>TO</i>	-0.835 3	0.596 2	-1.40
<i>FO</i>	-0.023 5	0.448 8	-0.05
<i>ERR</i>	2.855 6	1.655 7	1.72 *
<i>MPR</i>	-1.390 4	1.142 1	-2.22 ***
<i>Stock</i>	0.275 1	0.192 8	1.43
<i>Constant</i>	-0.156 8	3.474 1	-0.05
<i>Hansen test(p-value)</i>		0.004 9	
<i>Maximum lag for GMM-type instruments</i>		2	

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在1%、5%、10%的统计水平上显著

### (2)中央银行公信力与金融稳定。

维护金融稳定是金融危机之后才逐步受到各国中央银行重视的调控目标。本文的实证研究表明,央行公信力水平与金融稳定有显著的正相关关系,即央行公信力水平越高,该国金融稳定水平也越高。这可能是因为,央行公信力水平越高,社会公众对央行将致力于维护金融稳定的信心越强,这会增强央行维护金融稳定政策的执行效力,通过政策传导,维护金融稳定的政策目标也越容易实现。对控制变量,资本市场波动与金融稳定呈现显著的负向关系,显著性水平达到1%,说明资产价格大幅波动会显著降低金融体系的稳定性,这个结论也得到现实世界的充分验证。金融开放水平对金融稳定的影响为正,显著性水平达到10%,表明一国金融体系越开放,央行对资本账户的管制越松,越有利于金融体系的稳定。放松资本管制,虽然在短期内可能会带来波动,但长期看,资本的自由流动有利于央行通过市场化的手段消化风险,充分发挥市场机制的作用,实际上有助于金融体系的稳定。其他控制变量对金融稳定的影响均不显著。



表7 中央银行公信力与金融稳定实证结果

	系数	标准差	T 值
<i>CI</i>	0.087 3	0.047 9	1.92 **
<i>Oil</i>	0.038 8	0.023 4	0.65
<i>GDP</i>	-0.028 1	0.044 1	-0.64
<i>TO</i>	0.040 6	0.069 4	0.59
<i>FO</i>	0.048 8	0.030 2	1.62 *
<i>ERR</i>	-0.029 7	0.102 1	-0.29
<i>MPR</i>	-0.016 2	0.118 7	-0.14
<i>Stock</i>	-0.075 9	0.023 6	-3.21 ***
<i>Constant</i>	0.749 2	0.360 2	2.08 **
<i>Hansen test(p-value)</i>		0.000 0	
<i>Maximum lag for GMM-type instruments</i>		2	

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的统计水平上显著

#### (四) 稳健性检验

其一,我们考虑一国发展阶段差异对本文实证的影响,将样本国家分为发达国家和发展中国家两类,分别进行回归,得到的结果如表 8 所示。可以发现,虽然系数有差异,但显著性水平与之前的检验结果基本一致。其二,为避免指标选择对回归结果的影响,本文采用替代指标进行重新检验。我们用实际通货膨胀率 *CPI* 代替调整的通货膨胀率 *d*,用流动性代替资本充足性作为金融稳定指数 *FSI* 的衡量指标,流动性的计算为流动资产对短期负债的比率,可以发现相关回归结果和之前的结果基本一致。

表8 稳健性检验结果

		<i>CI</i>	<i>Oil</i>	<i>GDP</i>	<i>TO</i>	<i>FO</i>	<i>ERR</i>	<i>MPR</i>	<i>Stock</i>
发达国家	<i>d</i>	-1.777 ***	0.010 *	-0.563 *	-0.989	-0.760	2.880	-0.669 **	0.701 ***
	<i>FSI</i>	0.112 ***	0.092	-0.165	-0.062	0.115 ***	-0.379 *	0.219 **	-0.062 ***
发展中国家	<i>d</i>	-0.542 ***	0.024 ***	-0.058 *	-1.858 ***	-0.371	0.037	-0.844	-0.577
	<i>FSI</i>	0.246 **	0.029	0.024	0.047	0.004 *	0.001	-0.087	-0.202 ***
	<i>CPI</i>	-0.886 ***	1.705 ***	-1.697 **	-2.059 *	-3.004 ***	3.486 **	-3.260	-0.304
	<i>FSI</i>	0.282 ***	0.020	-0.047	-0.030	0.044 *	-2.052 ***	1.108 ***	0.001

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的统计水平上显著

## 四、结论及政策启示

### (一) 结论

中央银行公信力的重要性已经得到全球中央银行的普遍认可,它对于央行有效引导公众预期、实现货币政策最终目标意义重大。本文运用主成分分析法构建了央行公信力指数,并运用动态面板数据 Sys-GMM 模型对 14 家发达及发展中国家和地区央行的数据进行了实证研究,揭示了央行

公信力与货币政策最终目标之间的相关关系。我们的研究表明:(1)央行公信力与通货膨胀率之间有显著的负相关关系,公信力水平越高的央行,越容易实现物价稳定的政策目标。央行采用固定汇率制也对通货膨胀有一定的控制作用,而采用通胀目标制的央行,能显著实现控制通胀的政策目标。(2)央行公信力与金融稳定水平之间有显著的正相关关系,即提高央行公信力水平有助于增强金融稳定政策的执行效力,提高金融体系的稳定性。央行对资本账户的管制越松,一国金融体系越开放,也有利于央行实现维护金融稳定的政策目标。

## (二)政策启示

本文得出政策启示:中央银行应重视公信力建设,从提高货币政策透明度、增强央行财务实力、厘清职责范围、加强政策连贯性等方面增强中央银行公信力,通过树立良好的政策操作声誉来合理引导公众预期,实现货币政策调控目标,这一点在金融改革不断深化、公众理性预期能力不断增强的背景下显得尤为重要。

### 1.提高货币政策透明度,推进政策决策公开

货币政策透明度的重要性已经得到全球中央银行的普遍认可,推进央行货币政策公开和提高政策透明度既是保持央行公信力的重要因素,也是中央银行调控资产价格和利率的关键。当中央银行缺乏公信力时,较高的政策透明度有利于提高货币政策有效性,使通货膨胀保持稳定,并逐步提高中央银行公信力。

### 2.增强中央银行财务实力,实现稳健的资产负债水平

#### (1)提高资产收益率,控制运营成本。

央行盈利能力是财务实力的重要部分,对央行维护金融稳定、优化调控手段意义重大。因此,央行应着力提升资产收益率,如增加央行低成本负债,包括提高法定准备金率获取稳定的资金、谨慎利用发行货币获得铸币税收入等。同时,大力控制央行运营成本,减少不必要的成本支出。在增收控支的基础上,提升央行资本的收益水平,增强央行财务实力。

#### (2)完善利润分配制度,建立资本补充机制。

保留一定比例的资本对央行有效对外履职、维护公信力意义重大。当央行大部分利润都上缴财政时,通过利润留存来补充资本的过程就较为缓慢,不利于央行财务实力的有效提升。因此,需要完善利润分配机制,提高利润留存的比例,通过增加利润分配增强央行的财务实力。同时,还需要建立一套资本补充机制,这一机制同时也会对货币政策执行及其效果产生影响。

#### (3)实施审慎会计制度,健全财务缓冲机制。

会计政策并不能减少损失的可能性,只能改变确认损失的时间,从而改变中央银行分配利润给股东或政府的时间。中央银行应实施审慎会计政策,要及时反映潜在的资产损失,尽量将公允价值变动产生的收益留在资产负债表,避免转移未实现的收益。同时,健全财务缓冲机制,加强对风险资产的评估分类管理,并在此基础上建立专项准备金和动态准备金制度。专项准备金用于弥补各种风险带来的损失,动态准备金的主要目的是在经济繁荣期多计提准备,在经济不景气时释放,以缓解顺周期效应。

### 3.厘清职责范围,明确央行权责

厘清中央银行职责范围,最重要的就是厘清与财政的政策关系,核心问题是如何在中央银行和社会公众之间平衡资源需求。中央银行需要获得与承担责任相匹配的财务实力,因此,应从制度上

界定到底是中央银行还是政府承担相应政策的财务后果。在此基础上,通过资产负债表分部类核算,或设立特殊目标工具(SPV)和特殊账户,将持有外汇储备的未实现汇兑损失、履行准财政职能形成的损失、危机时期救助金融机构的成本收益等财务风险从中央银行资产负债表剥离,实质是将中央银行的资产负债表分为有担保部分和无担保部分,有担保部分的风险收益由政府承担。同时,要加强央行独立性程度,避免政府不必要的干预,使央行决策符合调控要求,减少决策扭曲带来的财务风险和损失。

#### 4.加强央行政策连贯性,合理引导公众预期

如果政策朝令夕改,会让公众怀疑其决策判断力和决策执行力,削弱中央银行公信力。央行的公信力总是在重复博弈中建立的,政策连贯性有助于引导公众预期,形成央行与公众间的良性互动,提高中央银行公信力。当中央银行有能力维持政策目标的边界时,市场参与者的预期是稳定的,同时也减少了破坏政策效果的“噪音交易者”,最大程度发挥中央银行公信力。但是一旦市场预期中央银行维持政策目标的承诺不够时,预期的改变将会导致政策目标快速失效。

#### 参考文献:

- [1]BLINDER A S.Central-bank credibility: Why do we care? How do we build it? [J].American Economic Review,2000,90(5):1421-1431.
- [2]HUH C G,LANSING K L.Expectations,credibility and disinflation in a small microeconomic model[J].Journal of Economics and Business,2000,52(1/2):51-86.
- [3]刘峻慈.中央银行公信力的影响因素与通胀治理[J].南方金融,2011(10):22-25.
- [4]CHANTAPACDEPONG P,CHUTASRIPANICH N,JINDARAK B.Central bank balance sheet and policy implications[R].BOT Discussion Paper,2012(7):219-224.
- [5]CUKIERMAN A. Central bank finances and independence - how much capital should a CB have? [R].Telaviv University,2006.
- [6]ISSING O.The Euro area and the single monetary policy[R].Österreichische National bank Working Paper,2001(44):134-147.
- [7]GERAATS P M.Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts[R].CEPR Discussion Paper,2000(25):34-60.
- [8]FAUST J,SVENSSON L E O.Transparency and credibility: Monetary policy with unobservable goals[J].International Economic Review,2001,42(2):369-397.
- [9]CECHETTI S G,KRAUSE S.Central bank structure, policy efficiency, and macroeconomic performance: Exploring empirical relationships[R].Federal Reserve Bank of St.Louis Review,2002,84(4):47-59.
- [10]CHORTAREAS G, STASAVAGE D, STERNE G.Does it pay to be transparent? International evidence from central bank forecasts[R].Federal Reserve Bank of St.Louis Review,2002,84(4):99-118.
- [11]秦凤鸣.货币政策透明度研究前沿[J].经济学动态,2009(6):109-114.
- [12]STELLA P.Why central banks need financial strength[J].Central Banking,2003(14):21-32.
- [13]STELLA P.Central bank financial strength, policy constraints and inflation[R].IMF Working Paper,2008(49):12-26.
- [14]STELLA P.Central bank financial strength and macroeconomic policy performance[R].IMF Working Paper,2011:341-350.
- [15]BINDSEIL U, MANZANARES A ,WELLER B.The role of central bank capital revisited[R].ECB Working Paper Series,2004(392):167-180.
- [16]KLÜH U,STELLA P.Central bank financial strength and policy performance: An econometric evaluation[R].IMF Working Paper,2008(176):47-64.
- [17]BARRO R J,GORDON D B.A positive theory of monetary policy in a natural rate model[J].Journal of Political Economy,1983,91(4):589-610.
- [18]TANUWIDJAJA E, CHOY K M. Central bank credibility and monetary policy: Evidence from small scale macroeconomic model of Indonesia[R].SCAPE Working Paper Series,2005(14):155-178.
- [19]MOREIRA R R.The central bank's endogenous and non-linear credibility in a dynamic stochastic general equilibrium model: Theory and a small computational simulation[J].International Journal of Computational Economics and Econometrics,2013,3

(1/2);2-13.

- [20] DENNIS R. Imperfect credibility and robust monetary policy [R]. SIRE discussion paper, 2013(78):59-70.
- [21] DINCER N, EICHENGREEN B. Central bank transparency: Where, why, and with what effects? [R]. NBER Working Paper, 2007;29-38.
- [22] DINCER N, EICHENGREEN B. Central bank transparency and independence: Updates and new measures [J]. International Journal of Central Banking, 2014, 10(1):189-253.
- [23] BIS. Central bank finances: How have they changed? Are they relevant for policy? [R]. Report by a Study Group chaired by Philipp Hildebrand, 2011;142-164.
- [24] BIS. Central bank capital [R]. Report by the Study Group on Central Bank Capital, 2005;329-352.
- [25] CINCIBUCH M, HOLUB T, HURNÍK J. Central bank losses and economic convergence [J]. Czech Journal of Economics and Finance, 2009, 59(3):190-215.
- [26] FRAIT J, HOLUB T. Exchange rate appreciation and negative central bank capital: Is there a problem [R]. IMF Working Paper, 2011;350-421.
- [27] ARNONE M, LAURENS B J, SEGALOTTO J F, et al. Central bank autonomy: Lessons from global trends [R]. IMF Staff Papers, 2009, 56(2):263-296.
- [28] WOODFORD M. Imperfect common knowledge and the effects of monetary policy [M]. Princeton: Princeton University Press, 2002;369-387.
- [29] IMF. Financial soundness indicators: Compilation guide [R]. International Monetary Fund, 2006;298-326.
- [30] ROMER D. Openness and inflation: Theory and evidence [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1993, 108(4):869-903.
- [31] CHINN M D, ITO H. A new measure of financial openness [J]. Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice, 2008, 10(3):309-322.
- [32] MISHKIN F, SCHMIDT-HEBBEL K. Does inflation targeting make a difference? [R]. NBER Working Paper, 2007;172-198.
- [33] 李雪松. 中国式分权、标尺竞争与财政农业支出——基于动态面板数据模型的系统GMM实证[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2013, 19(4):38-43.

## The relationship between central bank credibility and monetary policy objectives and policy implications

HU Dong, RAN Maosheng

(School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, P.R. China)

**Abstract:** Credibility is the most important ability of central bank, which has a great significance for central bank to guide the public expectations and to promote the effectiveness of performing their duties. This paper designs an evaluation index system of central bank's credibility according to the influencing factors firstly, and makes use of principal component analysis to build the central bank's credibility index. Then, this article uses Sys-GMM dynamic panel data model to make empirical studies on the relationship between credibility and the ultimate goals of monetary policy for 14 developed and developing countries and regions' central banks. Research shows that the central bank credibility has significant negative correlation relationship with the inflation rate, which means that the more credibility, the more conducive for the central bank to control inflation; central bank credibility has significant positive correlation relationship with the financial stability, which means that improving the central bank's credibility will help the central bank achieve the policy objectives of maintaining financial stability. Therefore, central bank should focus on improving the credibility to improve the effectiveness of monetary policy tools, and to achieve the policy objectives of stabilizing prices and maintaining financial stability.

**Key words:** central bank; credibility; monetary policy; Sys-GMM model

(责任编辑 傅旭东)