

# 前瞻性货币政策的演进逻辑\*

张成思 计兴辰

**〔摘要〕**前瞻性货币政策理念在各国央行实践中已被广为接受。本文从理论和实践两个层面对前瞻性货币政策演进的基本逻辑进行深入阐释。在理论层面,本文提出前瞻性货币政策兴起的三个彼此联系但又并不完全相同的历史背景,即卢卡斯批判、通胀目标制以及货币政策反应方程领域的研究推进。在实践层面,本文分析了市场预期引导渠道(即央行沟通和媒体报道)在前瞻性货币政策操作中的应用逻辑,并对货币政策前瞻指引的前提条件、实践种类、传导路径和有效性进行系统梳理。综合来看,虽然前瞻性货币政策理念的兴起源于不同的历史背景,但是中央银行对预期概念的认可、对预期变量的应用以及对预期引导的重视都成为前瞻性货币政策从理论走向实践的基本逻辑。

**关键词:**前瞻性 货币政策 反应方程 央行沟通

**JEL 分类号:**D84 E52 E58

## 一、引言

近年来,随着全球经济运行不断面临各种新局面和新挑战,为了能够“未雨绸缪”,提前应对未来可能发生的事件,即实现货币政策的逆周期操作,各国货币当局普遍认识到前瞻性货币政策的重要性。顾名思义,前瞻性货币政策的基本涵义是货币当局基于对未来相关经济指标的前瞻(预测)考虑,相应地制定当前的货币政策。尽管前瞻性货币政策是否最优的货币政策选择仍然存在一定争议(Woodford,2001),但是前瞻性政策理念在各国央行实践中已然被广为接受和应用,近年来以美联储为代表实施的“前瞻指引”(forward guidance)货币政策更是将前瞻性货币政策运用到极致状态(Bauer and Rudebusch,2011;Campbell et al.,2012;Woodford,2012;Filardo and Hofmann,2014)。不仅如此,学界对前瞻性货币政策相关问题的研究如火如荼,相关文献的数量呈现指数型增长,这同样反映出前瞻性货币政策问题的重要性。

不难看出,“前瞻性”已然成为现代中央银行制定和实施货币政策的关键词。从内容上看,前瞻性货币政策是一个包含政策目标、政策反应机制以及传导机制等在内的复杂政策框架体系。这样一个体系的发展演进,折射了卢卡斯批判、通胀目标制和前瞻性货币政策反应方程推出的历史背景,反映了央行沟通和央行预期管理概念的兴起,囊括了动物精神对货币政策传导效果的影响,并且突出了前瞻指引货币政策的新实践。本文深入分析以上内容的内在联系,为理解前瞻性货币政策的演进逻辑提供新的视角。

\* 张成思,中国财政金融政策研究中心研究员,中国人民大学财政金融学院货币金融系主任、房地产金融研究所所长,博士生导师;计兴辰,中国人民大学财政金融学院,博士研究生。

## 二、前瞻性货币政策理念的兴起

前瞻性货币政策这一概念(更准确地说应该是理念)的提出,大致有三个彼此联系但又并不完全相同的历史背景。第一个背景是20世纪70年代由卢卡斯(Lucas,1976)提出的著名的卢卡斯批判(Lucas Critique)。卢卡斯批判的核心内容是基于历史数据估计计量模型并进行宏观政策分析或者政策判断都是不可靠的,因为基于历史数据的时序变量所形成的模型是后顾型(backward-looking)的计量模型,模型中的参数不具有结构性,即这些参数会随样本区间变化而变化,因此基于此类模型得到的相应结论不稳健。卢卡斯批判自20世纪八九十年代以来就得到了广泛的经验证据支持(如Ball,1997;Svensson,1997;Rudebusch and Svensson,1999;Taylor,1999b;Clarida et al.,2000)。为了克服卢卡斯批判提出的问题,近年来在宏观模型的设立过程中,学界强调使用前瞻性模型进行分析,模型中的预期变量替代了传统的滞后形式变量,成为“前瞻性”的标志。

前瞻性货币政策理念提出的第二个背景是通胀目标制的日益兴盛。第二次世界大战以前也曾有过通胀目标制的提法,代表人物包括经济学界的泰斗埃尔文·费雪(Irving Fisher)和约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)。由于第二次世界大战以前的国际货币体系和经济制度与现在相去甚远,我们这里所讨论的通胀目标制是20世纪90年代最早在新西兰开始推行的现代通胀目标制(Haldane,1995),即在信用货币体系下,中央银行提前公布未来一段时间将钉住某一明确的通胀率水平或者区间。显然,通胀目标制非常明确地体现出前瞻性货币政策的思想:现行政策的制定和施行将以未来的通胀水平为目标,以确保未来目标能够基本实现。通胀目标制自推出以来在稳定物价和促进就业方面成效显著,至2010年全球已经有25个国家实行该制度,既包括工业化国家也包括新兴市场国家(Svensson,2010)。在通胀目标制的带动下,对通胀预期变量的度量以及通胀预测等内容研究至今仍是学界研究的前沿问题。

前瞻性货币政策理念提出的第三个背景则更加具体和集中,可以归结为前瞻性货币政策反应方程领域前沿研究的突破和与之对应的央行沟通和央行预期管理概念的兴起。因为通货膨胀是货币政策调控的最终目标变量之一,因此货币政策反应方程中的自变量(即模型等号右侧变量)天然含有通货膨胀变量,而通胀目标制的兴起自然助推了通胀预期变量在货币政策反应方程中的重要地位。不难看出,货币政策反应方程与通胀目标制存在一一对应联系。当然,货币政策反应方程中并不仅有通货膨胀目标,另外一个核心变量则是表征实体经济运行状态的真实(real)产出缺口或者真实经济增长率,二者都是基于真实国内生产总值(GDP)计算而得的平稳时间序列变量,即真实GDP序列的周期性成份。

从货币政策反应方程的研究发展脉络来看,最近30年以来最有影响力的有两个代表性规则,即以卡耐基梅隆大学的博耐特·玛卡拉姆(Bennett McCallum)教授命名的玛卡拉姆规则(McCallum Rule)和以斯坦福大学约翰·泰勒教授命名的泰勒规则(Taylor Rule)<sup>①</sup>。从基本形式上看,基于玛卡拉姆规则的货币政策反应方程可以写成:

$$\Delta b_t = \Delta \bar{y} - \Delta v_t + 0.5 * (\Delta \bar{y} - \Delta y_{t-1}) \quad (1)$$

其中, $\Delta b_t$ 表示基础货币增长率, $\Delta \bar{y}$ 表示名义GDP增长率的目标值, $\Delta v_t$ 表示基础货币流通速度的增长率(通常以过去四年平均值计算), $\Delta y_{t-1}$ 则表示上一期名义GDP增长率。不难看出,玛卡拉姆规则关注的是基础货币增长率与名义GDP增长率之间的关系。与此不同,泰勒规则的基本形式可以写成

$$\dot{i}_t = \bar{i} + 0.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5\Delta \bar{y}_t \quad (2)$$

<sup>①</sup> 这两个货币政策规则的系列研究,可以分别参阅 McCallum(1988,1993,2000,2001)和 Taylor(1993,1999a)。

其中,  $i_t$  表示  $t$  期的联邦基金利率,  $\bar{i}$  表示均衡真实利率水平,  $\pi_t$  表示  $t$  期的通胀率,  $\pi^*$  是目标通胀率水平,  $\Delta \tilde{y}_t$  是  $t$  期真实 GDP 缺口。显然, 泰勒规则关注的是利率对通胀率和真实产出缺口的反应情况。

尽管玛卡拉姆规则和泰勒规则所关注的重点不同, 但当货币流通速度是联邦基金利率的一个稳定函数时, 二者的模型表现形式可以互相转化, 本质上是等价的 (Razzak, 2008)。同时, 玛卡拉姆规则和泰勒规则都体现出一定程度的货币政策前瞻性, 这一点可以分别从等式(1)和(2)中的名义 GDP 增长率目标和通胀率目标得以体现。不仅如此, 自 20 世纪 90 年代后期以来的研究直接将模型中的  $t$  时刻变量变换成  $t+1$  时刻的预期变量, 特别是对于泰勒规则的应用研究表现得尤为明显 (因为世界诸多国家选择以利率而非基础货币作为主要货币政策工具和中介目标)。在这些研究中 (如 Batini and Haldane, 1999; Mehra, 1999; Clarida et al., 1998, 2000), Clarida et al. (1998) 的研究是前瞻性货币政策反应方程的奠基性文献, 在他们提出的前瞻性模型中, 中央银行基于可用信息集形成对未来经济运行状态的预期, 政策利率 (即联邦基金利率) 对通胀预期和真实产出缺口预期进行反应。这样, 货币政策反应方程完全表现为前瞻性。

### 三、央行沟通与预期管理概念的盛行

我们在前面提到, 与前瞻性货币政策反应方程相伴而生的是央行沟通和央行预期管理概念的兴起。由于中央银行希望能够未雨绸缪, 能够有效地进行逆周期操作, 甚至希望“不战而屈人之兵”, 主要依靠的就是对市场预期的管理或者说引导。因此, 中央银行需要与公众进行沟通。注意, 央行沟通有多种形式, 总起来可以归纳为主动型和被动型两种。第一种是通过央行公告、央行的货币政策执行报告以及央行网站上的通知等方式向公众传导信息, 这是一种主动型沟通, 是央行利用自身媒体进行沟通的形式, 特别是为管理预期而开发的货币政策工具在官方公告中得到了最简洁的诠释, 旨在辅助那些可以让经济活动节奏加快、延缓或保持不变的价格型和数量型货币政策决策; 另一种是其他媒体对货币政策相关信息或货币政策关注的指标变量 (如通货膨胀、经济增长等) 运行状况、运行趋势等的报道和评价, 受众通过阅读这些媒体新闻而了解相关信息, 这种沟通对于中央银行而言是一种被动型沟通。无论哪种沟通形式, 媒体都是连接央行与公众的重要载体和渠道, 相关内容的媒体报道频率和报道情绪都可能影响公众预期。因此, 媒体与央行的预期管理有着紧密而又微妙的联系。

对于主动型沟通研究, 芝加哥大学出版社新近出版的一本专著《语控经济——中央银行沟通规则》(Holmes, 2014) 用近乎文学的笔法阐释了中央银行沟通在货币政策传导机制中的重要性, 形象地刻画了中央银行怎样使未来变得清晰可见以及怎样才能使公众对未来的信念和对央行的信任成为可能。作者通过实验来研究央行沟通对公众未来情绪的影响, 这些情绪形成了推动市场经济动态变化最根本的预期动力, 而将央行行为投射到未来的先行政策将变成影响这些预期的手段 (Woodford, 2001, 2003)。

由于多数国家的货币政策只有一个可以直接操作的工具, 即隔夜拆借利率。因此政策制定者对于诸如长期利率、股票价格以及汇率价格等经济体重要指标只能实施间接影响 (Blinder, 1998)。因此, 央行沟通作为可以影响这些资产价格的方法逐渐被各国央行采用。

央行沟通目的在于提高透明度, 消除政策制定者和公众之间的信息不对称, Blinder (1998) 以及 Woodford (2003) 认为此种透明度会加强政策效力。但是也存在潜在矛盾, Kahneman (2003) 认为央行向公众提供的信息越多反而降低了清晰度和公众认知, 因为存在信息消化效率递减的约束。另外, 过多信息很可能对市场私人信心的形成产生挤出效应, 而因为市场信心又是央行信息的重要来源, 所以这将严重影响政策效力。

央行沟通基本分为两种方式,一种是以委员会整体名义定期发表一份统一的公告,代表委员会整体的意见和观点。另一种是以委员个人名义发表观点,这种独立且自由的意见的发表一方面可使公众通过了解多样化的观点和信息而受益(Bernanke,2004),另一方面多种观点的发布也面临降低清晰度和减弱公众理解的风险(Issing,1999)。

对央行沟通的研究可大致分为三个维度:内容、时间和一致性(Ehrmann and Fratzscher,2005)。内容基本包括对未来的政策预测以及对未来经济指标的预测两个部分;沟通时间分为货币政策决定会议之前或在会议期间,因为沟通的目的之一是让市场对即将到来的政策决定做好准备;一致性问题主要研究所有沟通内容的离散程度,然而研究表明这种离散程度与央行沟通效力的相关性不明显(Ehrmann and Fratzscher,2005)。

成功的央行沟通需要央行以及整体经济环境满足三个前提。一是央行的独立性和可信度,指的是央行可以根据自身对经济的判断以及其使命和目标实施货币政策,而不必完全听从政府的指令。反之,若央行独立性弱,其关于政策调整预期的沟通会被政府干预,从而丧失了央行的可信度,对公众预期影响小。二是央行政策实施的路径记录。如果央行曾经实施的公众沟通与随后实行的货币政策路径一致程度较高,即有很强路径记录,这会提高央行在未来沟通的效力。三是央行沟通内容本身的质量。LeRoy and Porter(1981)和Geraats(2002)研究得出低质量的或者带有足够噪音的央行沟通内容不仅不会降低市场的波动性,反而还会放大其波动性。

Ehrmann and Fratzscher(2005)通过两个角度度量央行沟通的有效性,其一是金融市场对未来货币政策的预测能力,其二是政策制定者通过预期引导改变资产价格进而影响金融市场的力量。Sicilia and Quiros(2002)通过对货币政策对当天的短期利率、EONIA 掉期利率、以及 LIBOR 利率的影响程度进行观测,度量金融市场的预测能力。而 Ehrmann and Fratzscher(2005)通过对国债收益率曲线、股票价格、汇率价格以及通胀预期的观测,度量市场的反应,即政策制定者改变资产价格的能力。

通过对以上两种渠道的度量,有诸多研究证明央行沟通的有效性。Guthrie and Wright(2000)通过美联储和新西兰央行的数据观测,发现央行沟通对控制短期利率有积极作用。Kohn and Sack(2003)研究得出美联储主席格林斯潘关于货币政策预期的声明对短期利率有显著影响,而对经济前景的展望显著影响了长期利率。Demiralp and Jorda(2004)研究得出短期利率变动的影响因素主要是央行沟通而不是公开市场操作的流动性渠道。

美联储、英格兰银行和欧洲央行在近年来都有在央行沟通领域进行实践的经验,其方式选择的差异直接影响到政策效力的不同。首先,关于货币政策委员会委员对政策表达个人预期的离散程度。美联储委员在观点表达上出现高度离散化,分布在“宽松”或“紧缩”两极,愿意更为直率地表达观点,尽管很有可能与未来政策背道而驰。而欧洲央行和英格兰银行委员观点表达相对趋同,且更愿意表达中性观点。

其次,在货币政策的投票决定程序中各央行表现出较大差异。FOMC 在投票过程中的分歧远小于沟通时的表现,ECB 在投票时基本保持和沟通时相同的集中程度,而 MCB 在投票时的分歧程度却远远大于沟通时的表现。

最后,对各国沟通效率进行考察。欧洲央行在沟通和投票阶段保持一致口径增大了政策的可预测性;尽管美联储离散的沟通阶段和统一的投票阶段形成较大反差,但美国市场通过判断和跟随对最终货币政策有较大影响力的委员,结果也增加了沟通的效力。但是英格兰银行统一的沟通阶段和离散的投票导致市场对沟通产生微弱反应,使市场难以形成对政策的预期,所以并没有增强政策的可预测性。由此可得,通过采取不同方式的央行沟通,美联储和欧洲央行都成功提升了货币政策的效力,而英格兰银行效果微弱,所以并没有一个最好的方法去设计央行沟通策略。

央行沟通在被部分国家的央行成功实施的同时,也存在诸多难题和困境有待解决。首先是时

间不一致性的权衡问题。由于沟通行为并不是一个保证性的承诺,政策当局在初期按最优化原则制定将要远期执行的政策,随即进行公众沟通引导市场预期,但这项政策在远期到来时已非最优选择,央行存在改变政策的动机(Kydland and Prescott,1977)。Goodfriend(1986)和 Stein(1989)提出,央行在解决保持可信用与选择最有效率政策的平衡问题时,应该提供更为模糊的信息和观点,降低透明度,进而达到效率最优。其次,央行和市场双向信息交换的平衡问题。曾经的央行沟通片面地重视了央行向市场的信息披露,而忽视了收集市场的信息,但是这些信息也是央行在制定货币政策时重要的依据。所以应该加强信息在央行和市场之间的互动和交换。最后,央行在沟通方面对政策制定以及投票策略的选择上有继续改革的空间。通过对沟通、投票程序以及机构设置的完善,可以提高央行沟通的效力。

#### 四、动物精神、媒体情绪与央行“被动型”沟通范式

尽管《语控经济》这本专著的研究重点是央行沟通过程中语言表达方面的艺术和技术问题,但同样折射出现代货币政策传导机制中的一个重要事实,即要实现既定的货币政策目标,需要通过媒体或媒介传递中央银行行为取向的信号,用以影响公众预期(或者说市场预期),进而调控经济增长和通货膨胀等最终目标。

动物精神、媒体情绪与预期传染,对于央行被动型沟通,主要研究集中于媒体报道与预期变量的关系方面。不过值得注意的是,前瞻性货币政策体系下的媒体与预期关系研究与微观金融领域中的媒体与预期关系研究两者基本思路是一致的,但是宏微观金融框架下对这一问题的基础学理的来源却存在着截然不同的认识,这种不同认识深刻又微妙地反应了当前宏观金融与微观金融领域的割裂状态。在宏观金融领域,研究媒体报道与预期变量的关系,是以流行病学领域关于公众疾病传播的 Kermack and McKendrick(1927)流行病学模型为理论基础。Carroll(2003)将流行病学模型引入到宏观经济变量的预期形成机制研究中,提出公众预期的形成会受到新闻媒体报道的传染,这种传染性影响与流行病的传播模式类似:在疾病流行期,易感人群在给定期间内存在一定染病概率,随着染病人数的增加,疾病就会通过人传染人的方式加速扩散开来。在现代社会中,媒体报道是“传染”公众的信息传播源,公众预期的形成迟早会受到媒体报道的影响和传染。

宏观领域中媒体与预期关系的研究与微观金融领域中媒体报道对微观金融市场定价的影响研究(如游家兴和吴静,2012)在分析思路和逻辑上非常类似,二者研究的都是媒体报道与价格之间的关系,只不过前者分析的是宏观总体价格而后者是微观市场价格。有意思的是,这两个领域中的研究几乎从未彼此提及,更不相互引用,而且在理论基础方面各自回溯的跨学科文献完全不同。微观金融领域中媒体与预期(微观价格的预期)的文献所主张的理论框架是传播学领域 Noelle-Neumann(1974;1984)提出的“沉默的螺旋”理论(The Spiral of Silence)。该理论认为,社会舆论中少数派会因为害怕受到孤立而保持沉默,多数派则大胆发声而愈加得势。这样,一方表述而另一方沉默的倾向便开始形成一个螺旋过程,这个过程不断把一种意见确立为主要意见,而且在大众媒介参与下,螺旋往往形成得更快、更明显。从本质上看,虽然“沉默的螺旋”理论与流行病学理论的应用横跨传播学和医学两大领域,但其基本思想互相交融,在金融领域的应用逻辑更是如出一辙,只不过前者被用于分析微观金融的价格变化(资产定价),而后者则主要被应用于分析宏观金融的价格变化(通胀预期)。

#### 五、前瞻性货币政策的新实践:“前瞻指引”

“前瞻指引”在本质上是一种通过央行沟通的方式对公众进行预期管理的非常规货币政策框

架(Woodford,1999)。新西兰是符合此种定义并首先应用该政策的国家,其在1997年发布对未来短期利率的预测,引导市场预期。随后在1999-2013年间日本、美国、欧洲、加拿大、瑞典、英国纷纷采取前瞻指引货币政策。

然而,前瞻性指引在近年来受到各大央行关注并被实践的主要原因,是当该国在利率降至零下限从而失去货币政策优化空间时,能够发挥再宽松作用,继续刺激经济增长。由于名义利率降低到零利率水平,公众预期利率会有潜在上升趋势,该预期减少了预期消费和投资量,压抑了总需求,无助于经济增长。此时央行通过一个可信的承诺——“保证维持在零利率水平的期限长于经济条件本应需要的时间”,可以刺激经济总需求以至创造经济增长。

前瞻指引在各国实践中应用方式不同,有诸多专家依据不同严格程度以及信息性质对其进行分类。Woodford(2012)将前瞻指引分为模糊的前瞻性指引和明确的前瞻性指引;Winkelmann(2013)将前瞻指引分为定性的前瞻性指引和定量的前瞻性指引;Carney(2013)将前瞻指引分为开放式前瞻性指引、基于时间的前瞻性指引和基于状态的前瞻性指引;Campbell(2012)根据央行是否做出明确承诺,将前瞻指引分为奥德赛式前瞻指引和德尔斐式前瞻指引。

以Carney的分类方式为例,比较各种类型前瞻指引的特点。开放式前瞻指引是指央行对未来货币政策的路径提供定性指引和预测。例如,2008年12月,FOMC将联邦基金目标利率降低到0-0.25%区间,并称“经济疲弱可能需要联邦利率在一段时间内维持较低水平”。此类指引具备灵活性,但信息含量较小,释放的预期信号不够明确,难以使公众形成确定的预期作用于当期经济指标,从而削弱政策效果。基于时间的前瞻指引,即央行承诺会在某个时间点前保持政策不变。例如,2012年1月,FOMC宣布将维持低利率的时期延长“至少到2014年底”。该种指引方式向公众提供确切时间,易于引导确定预期,形成平坦的收益率曲线。但本质上并没有透露央行本身的反应函数,使公众无法掌握央行政策变化的机理,并没有真正的实现央行沟通的透明度。并且将未来的政策变化死板地固定在某一时间点而不考虑经济形势的变化,可能会导致政策的不合理性或者促使央行做出“时间不一致”行为,从而降低了可信度。基于状态指标的前瞻指引,即央行承诺在经济状况达到某个水平前保持政策水平不变。例如,美联储在2012年12月指出,“只要失业率仍在6.5%以上,未来1到2年的预期通货膨胀不超过公开市场委员会认定的2%的长期通货膨胀稳定目标以上0.5个百分点,且长期通货膨胀预期仍在锚定范围内,将继续维持当前的超低利率水平”。该种指引方式与具体经济指标相联系,向公众透露了央行反应方程,公众了解政策变动的内在原因。但是阈值的选择是其最大挑战,并且复杂的参考变量会降低政策效力。

自新西兰央行首先开创前瞻指引的货币政策以来,多国对该政策进行实践。美国曾在2003年进行首次开放式的前瞻指引,引导公众对宽松货币的预期,随后又在2007-2011年间多次采取定性式预期管理。而在2011-2012年间,美联储开始实践以时间为参照的前瞻指引,又在2012-2014年间开始实践以经济变量为参照的前瞻指引,2014年至今,美联储的前瞻指引综合了第一类和第三类的特点,即提出了最大化就业和2%通货膨胀的经济指标,但没有提出一个承诺,而是由“委员对整体经济形势、劳动力市场、金融市场等指标进行综合评估确定是否具有加息可能”来代替。

欧洲央行在2013年和2015年分别进行了两次开放式前瞻指引将利率维持在低位。日本央行在2010年实施开放式前瞻指引,并在2013年实施以2%通胀率以及其他相关指标为参照的第三类前瞻指引。英格兰银行在2013年推出以7%失业率和2.5%通胀率为参照指标的前瞻指引。另外,诸如加拿大、瑞典、挪威等国也多次进行实践尝试,通过前瞻指引对预期进行管理进而影响实际经济增长。

前瞻指引的积极作用至少表现在三个方面。首先,前瞻指引可以减少市场的不确定性。Holmsen et al.(2008)通过研究发现央行公布未来利率路径预期可以减少短期利率的波动性,

Filardo and Hofmann(2014)研究发现,前瞻指引可以减少公众远期利率预期的波动并减少长期资产的风险溢价。其次,前瞻指引可以稳定通货膨胀率。央行通过传递信号的方式引导预期,使公众对货币政策及央行的通胀预期有更深刻的理解,从而使公众的通胀预期稳定。Kool and Thornton(2012)认为前瞻指引对稳定公众预期有着较大效力。所以前瞻指引实践国家的通货膨胀率会趋于稳定。最后,前瞻指引可以提高社会福利。Walsh(2008)认为当央行和公众出现信息不对称情况时,前瞻指引可带来社会福利的提升。Rudebusch and Williams(2014)研究发现,发布远期利率预测路径可使公众对利率预期的准确度提高从而改善社会福利。

前瞻指引的前提条件包括央行的可信度、透明度和预测能力。首先是央行的可信度,央行承诺的可信程度直接决定了政策效力。央行需要在前瞻指引和行动上保持一致,信用程度越高,前瞻指引成功可能性越大(Hochstein,2013)。其次是透明度,即央行能使公众了解其政策预期、执行情况、预测细节以及反应方程等内容的程度。高透明度统一了公众与央行的预期,消除公众误解,有利于实现政策目的。美联储在1999年后,会用明晰的语言公布会议内容以及对未来政策的预期,不断使自身透明化,减少对市场的误导(Campbell et al.,2012)。再次是央行对未来的预测能力,若央行在过去证明了自己对未来的预测能力,前瞻指引的成功概率会更高(Hochstein,2013)。瑞典央行在2011年9月对再回购率的预测失误使前瞻指引失效(Svensson,2015)。最后是完全市场条件,McKay et al.(2015)的研究发现,前瞻指引的效力对完全市场的假设极其敏感。考虑到机构在面对无法保证的收入风险与借贷约束时会增加预防性的储蓄,用以对未来可能出现的利率变化做准备,那么这种谨慎性储蓄就会减弱中央银行通过对未来政策利率的承诺试图实现的效果。完全市场的程度影响了政策效力。

前瞻指引的传导路径和作用机制更加微妙。常规的货币政策多为央行通过价格或数量手段调控短期利率,根据利率期限结构假说,在金融市场运行良好且传导机制通畅的条件下,长期利率与短期利率有密切联系,所以央行控制短期利率即控制了长期利率。而长期利率才是决定市场消费、投资以及真实经济产出的变量。但是,当金融市场受到冲击,加剧了公众的恐惧,改变了家庭、公司和劳动力市场的反应函数(Rosengren,2014),传导机制就会被破坏。并且由于零利率下限限制了央行货币政策调控行为,央行只能通过对长期资产的购买,以及对公众的预期来引导达到长期利率下降的效果。央行根据对经济的判断,发布对利率以及经济指标的预期,例如其通过前瞻指引做出在一段时期内维持零利率政策的承诺,使得公众对未来通胀的预期上升、产出缺口的预期下降,那么由于私人部门的行为具有前瞻性,这一预期将造成当期私人部门支出增加、总需求上升。

前瞻指引的作用机制分成两种。首先,公众通过对央行反应函数的学习改变了利率预期。Gagnon et al.(2011)利用根据利率期权推算出的短期利率预期分布,研究市场对央行反应函数的认识程度得出以下结论,以时间为参照的第二类前瞻指引的实施可以显著改变公众对央行反应函数的认识。其次,公众通过前瞻指引中央行对未来经济指标的预测改变预期。Campbell et al.(2012)考察了美联储发布前瞻指引时远期利率的变动情况得出结论,联邦基金远期利率的变动是与前瞻指引发布后失业率和通胀预期的调整联系在一起的,是市场相信美联储的预期,即未来经济将会改善,从而调整失业和通胀预期,影响了远期利率。由此可知,公众根据央行对未来预期的变化而调整了自身的预期。以上两种作用机制并不矛盾,只不过在不同的时间、环境和国家前瞻指引的作用机制不同而已。

最后,关于前瞻指引的有效性,还存在一定的争论。自前瞻指引概念问世以来,对其有效性的研究层出不穷,由于方法选择及参考变量的不同,得到的结果也不尽相同。部分研究得出了前瞻指引有效的结论。首先,当市场私人部门与央行产生信息不对称时,前瞻指引很有必要,例如2003年,市场预测美联储要加息,该预期导致长期利率上升,有通缩趋势,然而美联储立刻公布相关经济

指标以及对经济前景的预测,并表态低利率将会持续,利率市场随即回稳(Woodford,2008)。其次,前瞻指引通过引导预期进而对资产收益率和价格产生影响。Sinha(2015)通过高频数据的收集,考察投资者信心对远期资产价格的判断。通过SPD的标准差、偏度以及峰度分别考察投资者对资产价格不确定性和危机风险的重视程度,以及资产价格与市场情绪之间的相关关系,研究最终得出结论,前瞻指引对长期资产收益率产生了影响。Campbell et al.(2012)通过事件研究法考察前瞻指引对资产价格的影响。他们在使用联邦基金期货价格和欧洲美元期货合约的高频数据基础上,加入GSS(显示长期国债以及公司债券的收益率),使用在公告发布前后对称的狭窄时间窗口,剥离其他变量对公众行为的影响,并将联邦基金利率的变化量分解成目标因子和路径因子,前者与联邦基金利率目标相关,后者与未来利率预期变动相关,结果发现无论危机前还是危机后,FOMC的前瞻指引都提高了路径因素的重要性,路径因子解释了大部分联邦基金利率预期的变动量。由此可知,前瞻指引政策对资产价格有着重要影响。

当然,也有研究对前瞻指引的有效性提出质疑。例如,对于前瞻指引是否可以影响长、短期利率这个命题,Kool and Thornton(2012)通过收集新西兰、挪威、瑞典、美国的预测误差和基准利率(来自随机游走模型估计以及根据各国经济情况设立的参照国),研究前瞻指引的有效性,最终得出结论:只有挪威和瑞典短期利率的预测显著好于随机游走的预测,但并没有好过参照国;而且没有证据显示长期收益率由于前瞻指引而改善;有证据显示新西兰、挪威和瑞典央行的前瞻指引减小了市场主体间预测的差异,然而美联储的政策没有此种效力。所以只有微弱证据表明前瞻指引会提高公众对短期利率的预测能力,而没有证据显示其对长期利率的预测能力的提高。另外,还存在对政策效力评估准确度的质疑。标准中级规模DSGE模型倾向于高估宏观经济中前瞻指引的影响,该模型传达了一个利率对于宏观经济变量不可信的反馈(Marco et al.,2013)。不过,随着前瞻指引政策实践的增多,我们可以从实践效果来概括和判断其有效性。

## 六、结论

基于以上对前瞻性货币政策演进逻辑的讨论,前瞻性货币政策可以理解为一套系统的政策框架,涵盖政策目标变量的选择、政策反应形式以及政策传导体系的构建。从政策目标变量的选择上看,预期变量(例如通胀预期)是前瞻性货币政策的核心变量。从政策反应形式来看,涉及前瞻性货币政策反应方程的研究内容。从政策传导体系的构建来看,前瞻性货币政策强调政策信息传导的载体和信息沟通的方式,以及货币当局秉承的传导理念和传导机制设计。

尽管相关文献的研究角度、研究方法和研究重点有所不同,但是存在一致的逻辑,即媒体报道会影响市场预期,而市场预期又是前瞻性货币政策框架的基础变量。因此,媒体是信号和信息载体,预期是信号和信息作用的微观主体,前瞻性货币政策则是基于预期的现代货币政策分析框架,三者彼此依存、共生于一个逻辑主线之上,彼此交融,互相联系。

在这样一个共生、互联的逻辑主线下,前瞻性货币政策的制定和施行需要充分重视信息和舆论载体(即媒体)对公众预期的影响和引导作用。特别是在宏观政策调控发生微妙变化的时期,可以考虑通过自媒体主动沟通和他媒体充分合作的方式,通过合作、协作提高相关信息的传递效率和透明度的透明性,进而实现对公众预期和现实目标的有效管理。当然,未来的研究值得对媒体、预期与宏观政策的联系进行更深入的实证分析。这些分析将为前瞻性货币政策的科学制定与有效施行提供更多的参考依据。

## 参考文献

- 游家兴、吴静(2012):《沉默的螺旋:媒体报道与资产误定价》,《经济研究》,第7期。
- 曾刚、万志宏(2014):《中央银行沟通与货币政策:最新实践与启示》,《金融理论与政策》,第2期。
- 张强、胡荣尚(2014):《中央银行前瞻性指引研究最新进展》,《经济学动态》,第8期。
- Ball, L. (1999): “Efficient Rules for Monetary Policy”, *International Finance*, 2, 63–83.
- Batini, N. and A. Haldane (1999): “Forward-Looking Rules for Monetary Policy”, in *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press.
- Bauer, M. and G. Rudebusch (2011): “The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases”, *Social Science Electronic Publishing*, 10, 233–289.
- Bernanke, B. (2004): “Central Bank Talk and Monetary Policy”, Statements and Speeches of Ben S. Bernanke.
- Blinder, A. and S. Alan (1998): “Asking about Prices: A New Approach to Understand Price Stickiness”, *Southern Economic Journal*, 15, 424–427.
- Campbell, J., C. Evans, J. Fisher and A. Justiniano (2012): “Macroeconomic Effects of FOMC Forward Guidance”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring.
- Carney, M. (2013): “Monetary Policy after the Fall”, Remarks at Eric J. Hanson Memorial Lecture, University of Alberta, Edmonton, Alberta.
- Carroll, C. (2003): “Macroeconomic Expectations of Households and Professional Forecasters”, *Quarterly Journal of Economics*, 118, 269–298.
- Christiano, L., R. Motto and M. Rostagno (2010): “Financial Factors in Economic Fluctuations”, Working Paper.
- Clarida, R., J. Gali and M. Gertler (1998): “Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence”, *European Economic Review*, 42, 1033–1067.
- Clarida, R., J. Gali and M. Gertler (2000): “Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory”, *Quarterly Journal of Economics*, 115, 147–180.
- Demiralp, S. and O. Jorda (2004): “The Response of Term Rates to Fed Announcements”, *Journal of Money Credit & Banking*, 36, 387–405.
- Edge, R. and G. Refet (2010): “How Useful are Estimated DSGE Model Forecasts for Central Bankers”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 41, 209–259.
- Ehrmann, M. and M. Fratzscher (2005): “Central Bank Communication: Different Strategies, Same Effectiveness”, ECB Working Paper.
- Filardo, A. and B. Hofmann (2014): “Forward Guidance at the Zero Lower Bound”, *BIS Quarterly Review*, 3, 37–53.
- Gagnon, J., M. Raskin and J. Remache (2011): “Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?”, *Social Science Electronic Publishing*, 17, 41–59.
- Gaus, E. and A. Sinha (2014): “What does the Yield Curve Imply about Investor Expectations?”, Working Papers.
- Geraats, P. (2002): “Central Bank Transparency”, *Economic Journal*, 112, 532–565.
- Goodfriend, M. (1986): “Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking”, *Journal of Monetary Economics*, 17, 63–92.
- Guthrie, G. and J. Wright (2000): “Open Mouth Operations”, *Journal of Monetary Economics*, 46, 400–422.
- Haldane, A. (1995): “Targeting Inflation”, A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organised by the Bank of England, 3, 9–10.
- Holmsen, A. and J. Qvigstad (2008): “Communicating Monetary Policy Intentions: The Case of Norges Bank”, *Norges Bank Working Paper*, 01.
- Holmes, D. (2014): *Economy of Words*, University of Chicago Press.
- Issing, O. (1999): “The Eurosystem: Transparent and Accountable or Willem in Euroland”, *Journal of Common Market Studies*, 37, 503–519.
- Kahneman, D. (2003): “Maps of Bounded Rationality: A Perspective on Intuitive Judgment and Choice”, *American Economic Review*, 93, 1449–1475.
- Kermack, W. and A. McKendrick (1927): “Contributions to the Mathematical Theory of Epidemics”, *Proceedings of the Royal Academy of Sciences A*, 115, 700–721.
- Kohn, D. and B. Sack (2003): “Central Bank Talk: Does it Matter and Why?”, *FEDS Working Paper No. 2003–55*.
- Kool, C. and D. Thornton (2012): “How Effective is Central Bank Forward Guidance?”, Working Papers CASMEF, 12–05.
- Kydland, F. and E. Prescott (1977): “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy*, 85, 473–491.
- LeRoy, S. and R. Porter (1981): “The Present-Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds”, *Econometrica*, 49, 555–574.
- Lucas, R. (1976): “Econometric Policy Evaluation: A Critique”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, 19–46.
- Marco, D., G. Marc and P. Christina (2013): “The Forward Guidance Puzzle”, Staff Reports.

- Martin, H. (2013): "Forward Guidance", Allianz Global Investors Report, 2013-08.
- Mehra, Y. (1999): "A Forward-Looking Monetary Policy Reaction Function", *Economic Quarterly*, 24, 33-54.
- McCallum, B. (1988): "Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 29, 173-203.
- McCallum, B. (1993): "Specification and Analysis of a Policy Rule for Japan", *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 11, 1-45.
- McCallum, B. (2000): "Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 86, 49-79.
- McCallum, B. (2001): "Should Monetary Policy Respond Strongly to Output Gaps", *American Economic Review*, 91, 258-262.
- McKay, A., E. Nakamura and J. Steinsson (2015): "The Power of Forward Guidance Revisited", National Bureau of Economic Research.
- Noelle-Neumann, E. (1974): "The Spiral of Silence: A Theory of Public Opinion", *Journal of Communication*, 24, 43-51.
- Noelle-Neumann, E. (1984): *The Spiral of Silence: Public Opinion-Our Social Skin*, The University of Chicago Press.
- Razzak, W. (2008): "Is the Taylor Rule Really Different from the McCallum?", *Contemporary Economic Policy*, 21, 445-457.
- Rudebusch, G. and L. Svensson (1999): "Policy Rules for Inflation Targeting", National Bureau of Economic Research.
- Rudebusch, G. and J. Williams (2014): "A Wedge in the Dual Mandate: Monetary Policy and Long - Term Unemployment", Working Paper.
- Rosengren, E. (2014): "Our Financial Structures—Are They Prepared for Financial Instability?", *Journal of Money Credit & Banking*, 46, 143-156.
- Shirai, S. (2013): "Monetary Policy and Forward Guidance in Japan", Speech at the International Monetary Fund, Washington DC, 19 September.
- Sicilia, J. and G. Quiros (2002): "Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) Predictable?", *General Information*, 1, 1-60.
- Sinha, A. (2015): "FOMC Forward Guidance and Investor Beliefs", *American Economic Review*, 105, 656-661.
- Staub, K. and R. Winkelmann (2013): "Consistent Estimation of Zero Inflated Count Models", *Health Economics*, 22, 673-686.
- Stein, J. (1989): "Cheap Talk and the Fed: A Theory of Imprecise Policy Announcements", *American Economic Review*, 79, 32-42.
- Svensson, L. (1997): "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, 41, 1111-1146.
- Svensson, L. (2010): "Inflation Targeting", NBER Working Papers.
- Svensson, L. (2015): "Forward Guidance", *International Journal of Central Banking*, Supplement 1, 19-64.
- Swanson, E. and J. Williams (2013): "Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium - and Longer - Term Interest Rates", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper, 02.
- Taylor, J. (1993): "Discretion Versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Taylor, J. (1999a): "The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank", *Journal of Monetary Economics*, 43, 655-679.
- Taylor, J. (1999b): "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules", NBER Working Papers.
- Walsh, C. (2008): "Announcements and the Role of Policy Guidance", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90, 421-442.
- Winkelmann, L. (2013): "Quantitative Forward Guidance and the Predictability of Monetary Policy - A Wavelet Based Jump Detection Approach", *SFB Discussion Papers*, 16, 21-44.
- Woodford, M. (1999): "Optimal Monetary Policy Inertia", *Manchester School*, 67, 1-35.
- Woodford, M. (2001): "Imperfect Common Knowledge and the Effects of Monetary Policy", NBER Working Papers.
- Woodford, M. (2003): *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.
- Woodford, M. (2008): "Forward Guidance for Monetary Policy: Is it Still Possible?", Comments at the American Economic Association Meeting in New Orleans in January 2008.
- Woodford, M. (2012): "Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound", Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City.

(责任编辑:周莉萍)