

货币政策前瞻性指引：实施原理、主要类型、国际经验及其对中国的启示*

匡可可 张明

〔摘要〕本轮全球金融危机爆发后，前瞻性指引作为零利率限制下的非常规货币政策，被各国央行广泛应用，是央行货币政策实践领域的重要新进展。本文介绍了前瞻性指引的基本原理、成功实施前瞻性指引的必要条件以及前瞻性指引的主要缺陷，总结了前瞻性指引的主要类别和国际经验，评估了前瞻性指引政策的效果，并对前瞻性指引政策的前景进行了展望。虽然目前中国并不存在利率零利率下限问题，但这并不意味着前瞻性指引不能为我所用。中国货币政策正处于从数量型调控向价格型调控转型的过渡阶段，央行可以通过前瞻性指引加强对市场预期的引导，从而有助于增强对中长期利率的控制、减少市场波动性与促进金融市场稳定。

关键词：前瞻性指引 预期管理 零利率下限

JEL 分类号：E50 E52 E58

一、引言

前瞻性指引(Forward Guidance)是中央银行提供的与未来货币政策行为(尤其是政策利率)相关的信息，是近年来主要发达国家央行与公众沟通、并管理公众预期的重要手段之一。前瞻性指引并不是一个全新的概念。自20世纪90年代起，央行货币政策理念发生了巨大转变，货币政策制定过程变得更为公开透明，与公众的沟通也不断升级，许多国家的央行开始对未来政策利率走向进行定性描述并提供经济形势预测，但只有新西兰和挪威等少数通货膨胀目标制国家会定期发布对未来政策性利率路径的量化预测。

在极端恶劣的经济形势下，前瞻性指引作为零利率限制(Zero Lower Bound on Interest Rate)下的有效宽松措施，才真正受到了广泛关注。由于日本经济在20世纪90年代后半期陷入衰退，并面临持续通缩压力，Krugman(1998)提出了日本政府应该通过制造通胀预期来摆脱困境的建议。1999年4月，日本央行首次在零利率条件下采用前瞻性指引，宣布“将在通缩压力消除之前维持零利率政策”。然而，当时面临零利率下限问题的国家还不算多。在本轮全球金融危机爆发后，主要发达国家普遍面临零利率下限的困境。在这一背景下，美联储等主要发达国家央行普遍实施了包括前瞻性指引在内的一系列非常规货币政策。前瞻性指引的实践经验不断累积，其相关理论也随之得到了进一步拓展。

本文试图通过系统梳理前瞻性指引的原理、类型、优缺点以及各国实践经验，来归纳这一国际货币政策新实践对中国货币政策的可能启示。文章剩余部分的结构安排如下：第二部分介绍前瞻性指引的实施原理并对其动态不一致性进行论述，第三部分分析成功实施前瞻性指引的必要条件，第四部分梳理前瞻性指引的主要类别，第五部分概述实施前瞻性指引的国际经验，第六部分评

* 匡可可，中国社会科学院世界经济与政治研究所，博士后研究人员；张明，中国社会科学院世界经济与政治研究所，国际投资研究室主任，研究员。

述关于前瞻性指引有效性的实证检验,第七部分展望前瞻性指引的发展前景,最后探讨前瞻性指引是否适合在中国实施。

二、前瞻性指引的基本原理与动态不一致性

当今主要发达国家央行已经很少通过信贷管理或其他方式来直接控制金融市场中的资金流动,隔夜利率成为央行进行宏观调控的主要手段。然而,短期利率变动本身对人们支出决策的影响是很小的,影响人们投资和消费决策的往往是长期利率,而根据利率期限结构假说,长期利率等于在该时期内所有短期利率预期的平均值:

$$R_t = \partial_n + \frac{1}{n} (r_t + r_{t+1}^e + r_{t+2}^e \cdots r_{t+n-1}^e) + \varepsilon_t \quad (1)$$

式(1)中 r_t 为现期隔夜利率, r_{t+1}^e 为 t 期时形成的对 $t+1$ 期隔夜利率的预期, ∂_n 为期限溢价, ε_t 为随机扰动项。由上式可以看出,长期利率在很大程度上是由市场参与者对未来短期利率路径的预期所决定的,只有加强对未来短期利率走势预期的控制,才能有效引导人们的消费和投资决策,从而对增长、就业及物价产生影响。因此,成功的货币政策不仅意味着对短期利率的有效控制,而且取决于影响市场对隔夜利率未来路径进行预期的能力。

由上可见,假设央行具备足够可信度,则能够通过前瞻性指引(如发布政策利率路径预测)来达到以下目的:一是影响公众对未来短期利率路径的预期,从而加强对中长端利率的控制,提高货币政策有效性;二是减少公众对未来政策利率路径的不确定性(∂_n 下降),平抑市场波动;三是在零利率约束下,实际利率为负,但 $r_t=0$, 央行无法进一步下调现期名义利率,假设 ∂_n 不变,长期利率完全由市场参与者对未来短期利率路径的预期决定,预期传导渠道的重要性尤为突出。假设央行承诺前维持零利率至 $t+3$ 期,公众相信央行承诺并相应地调整对未来政策利率的预期,即 $r_t, r_{t+1}^e, r_{t+2}^e, r_{t+3}^e$ 均为 0, R_t 下降,央行可在 t 期达到进一步实施刺激政策的目的。图 1 为零约束下采用前瞻性指引与不采用前瞻性指引情况下的政策利率路径对比。

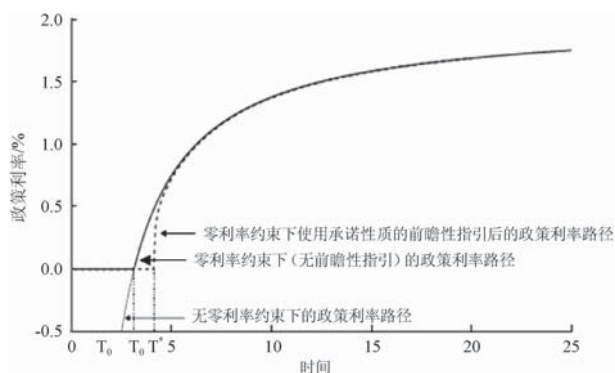


图 1 前瞻性指引下的政策利率路径

资料来源:Den Haan(2013)

前瞻性指引的最主要内在缺陷是动态

不一致性。虽然在面临零利率下限时,前瞻性指引可以通过影响公众对未来短期政策利率的预期来提高当期总需求,但在经济状况逐渐复苏后,央行将面临两难抉择:

(1) 违背承诺上调利率,央行声誉受损;

(2) 遵守承诺继续维持零利率政策。在这一情况下央行需要在摆脱零利率下限后的一段时间内容忍更高的通胀,而且货币政策正常化延迟还可能导致过度的风险承担并造成金融体系脆弱性的上升(Filardo and Hofmann, 2014)。

因此,央行需要对前瞻性指引的当期收益和未来成本进行跨期权衡,通过制定最优规则来使福利损失最小化。我们通过新凯恩斯主义货币政策分析框架来对央行在零利率约束下使用前瞻性指引的收益和成本进行分析:

$$\pi_t = \kappa \hat{y}_t + \beta \pi_{t+1} + m_t \quad (2)$$

$$\tilde{y}_t = -\frac{1}{\sigma} (i_t - \pi_{t+1} - r_t^n) + \tilde{y}_{t+1} \quad (3)$$

$$i_t \geq 0 \quad (4)$$

$$L = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \frac{1}{2} (\pi_t^2 + \lambda \tilde{y}_t^2) \quad (5)$$

公式(2)为菲利普斯曲线,其中 π_t 为当期通胀, \tilde{y}_t 为产出缺口, β 为贴现因素, m_t 为非边际成本变化因素造成的生产者价格变化;公式(3)反映了消费者的储蓄/消费决策(也即IS曲线^①),其中 i_t 为名义利率, r_t^n 为自然利率, σ 为跨期替代弹性;公式(4)为利率的零下限制;公式(5)为央行面临的损失方程,假设央行的政策目标为零通胀和零产出缺口, λ 为产出缺口目标相对于通胀目标的权重,央行通过对利率的调整来影响产出和通胀,达到损失最小化。

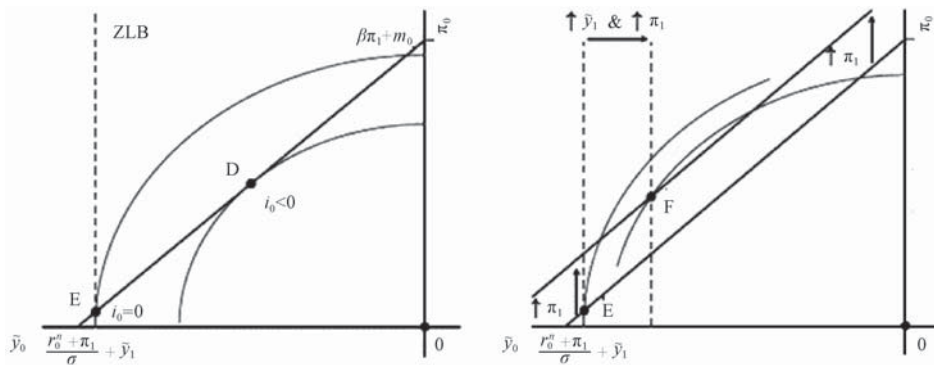


图2 前瞻性指引对福利的影响

资料来源:Campbell(2013)

上图中横轴代表产出缺口,纵轴代表通胀率。无差异曲线代表央行的损失方程,离原点越近,无差异曲线代表越低的产出缺口和通胀的组合(也即越小的福利损失),菲利普斯曲线为预算约束线。

左图显示了央行在面临零利率下限时的最优抉择。IS曲线(公式3)可改写为 $i_t = \pi_t + r_t^n - \sigma \tilde{y}_t + \sigma \tilde{y}_{t+1}$,将此式代入零利率下限(公式4)可得 $\tilde{y}_t \leq \tilde{y}_{t+1} + \frac{\pi_t + r_t^n}{\sigma}$,也就是说由于零利率限制,产出缺口将只能取图C中零利率下限(ZLB线)左侧的值。此时,央行将无法选择无差异曲线与预算约束线的切点D,常规货币政策失效。央行只能选择无差异曲线、菲利普斯曲线和ZLB线的交点(E点),导致福利损失。由于实际利率过高,此时将出现很大的产出缺口和通缩压力。

右图代表了在零利率条件下采用前瞻性指引的效果。假设央行通过在一段时期内维持零利率政策的承诺影响了公众对未来政策利率路径的预期,从而使得公众对下一期的通胀预期上升、产出缺口预期下降^②,那么零利率线将向圆心方向平移,且菲利普斯曲线将向外平移。此时零利率线

① IS曲线也可写作 $y_t = -E_t \sum_{j=0}^{T-1} (i_{t+j} - \pi_{t+j+1} - r_{t+j}^n) + E_t y_{t+T}$,从这一表达式可以清楚看出货币政策是通过管理对未来短期利率路径的预期来影响产出缺口的。

② 这只是理论上会产生效果。部分研究日本前瞻性指引有效性的文献发现,前瞻性指引能够改变公众对未来政策利率路径的预期,但是却无法传导至实体经济,既没有改变公众的通缩预期,也无法改善产出水平。Ueda(2013)指出,在经历了长期通缩后日本民众对未来的经济形势失去信心,通缩预期已经根深蒂固。在这种情况下,仅凭在经济出现复苏势头前维持零利率政策的承诺难以解决问题。

和菲利普斯曲线的交点将位于离圆心更近的无差异曲线上(F点),也就是说,采用前瞻性指引后,央行可以缩小现期产出缺口,但未来将面临高通胀风险。如果未来的通胀上升造成的福利损失小于现期产出缺口缩小带来的福利增加,那么央行就应该实施前瞻性指引政策,反之亦然。

Eggertsson and Woodford(2003)认为,如果央行遵循价格水平目标为根据产出缺口调整的价格水平(Gap Adjusted Price Level)的规则,那么央行在经济形势好转后的一段时间内继续维持零利率政策造成的福利损失就是可控的:

$$\tilde{p}_t \equiv p_t + \frac{\lambda}{\kappa} y_t$$

其中, p_t 为当期价格, y_t 为产出缺口, λ 为央行目标函数中产出缺口目标相对于通胀目标的权重, κ 为菲利普斯曲线斜率。在正常时期,央行应通过利率调整实现价格水平目标。如果将名义利率降至零却仍然无法达到价格水平目标,那么央行将根据经产出缺口调整的价格水平与目标价格水平之间的差距,进一步上调下一期的价格水平目标,以达到提高公众通胀预期的目的^①。在这一机制下,当自然利率小于零时,目标价格水平将会持续上升。而且自然利率为负的时间越长,目标价格水平就越高。自然利率由负转正后,根据产出缺口调整的价格水平与目标价格水平之间的差距会逐渐缩小(换句话说,当经济开始好转后,央行不会马上退出零利率政策,而会在一段时间内接受更高的通胀),最终价格水平目标将会稳定在一个比原目标略高的水平。Eggertsson and Woodford(2003)假设公式(2)~(5)中的 $\beta=0.99$, κ 为0.02, σ 为0.5,并且自然利率在第一期降至-2%,并将在此后的十个时期中的任意一期回升到稳态4%,其模拟发现,在经产出缺口调整的价格水平规则下,福利损失仅为盯住零通胀的十分之一。

Campell(2013)认为Eggertsson and Woodford(2003)对 κ 的取值过小,因此对平缓的菲利普斯曲线($\kappa=0.04$)和陡峭的菲利普斯曲线($\kappa=1$)这两种情况下前瞻性指引的效果进行了检验。假设 $\beta=0.04$, λ 为0.25, σ 为1,并且自然利率在第一期降至-1%,在第一期后回升到4%。在没有前瞻性指引的情况下,自然利率由正转负将造成经济负增长和通缩,且当菲利普斯曲线陡峭时通缩尤为严重。而当通过前瞻性指引成功引导公众预期后,产出缺口和价格水平都有显著改善。在第二期,就算央行兑现前瞻性指引中的承诺继续维持宽松政策,无论是在平坦或是陡峭的菲利普斯曲线下,通胀水平也处于可控状态(在菲利普斯曲线平缓时尤其如此)。

Levin et al.(2010)的研究指出,Eggertsson and Woodford(2003)提出的零利率约束下的最优货币政策规则的有效性也取决于经济受到的冲击类型和 σ (总需求的利率弹性)的取值。作者将经济受到的冲击分为比较严重且持续时间较长的“大衰退”式冲击和较温和且持续时间相对较短的“大缓和”式冲击。在大缓和式冲击下(当 σ 取值为4或6时),前瞻性指引在零利率环境下可以缩小产出缺口,在自然利率回复稳态水平后继续维持低利率政策,只会造成温和通胀,但在几年后通胀水平将回归正常水平,这意味着前瞻性指引的效果显著。在大衰退式冲击下(当 σ 取值为0.5时),使用前瞻性指引可以得到近乎完美的效果。

综上所述,Eggertsson and Woodford(2003)和Campell(2013)等文献根据美国经济的实际情况,选取了不同的参数值,从理论角度证明了前瞻性指引可以在零利率条件下起到进一步宽松的作用,且虽然在经济条件好转的情况下继续维持低利率政策会导致一定的通胀,但总的来说这种

^① Eggertsson and Woodford(2003)指出,这一机制中每期的价格目标都会随着经产出缺口调整的价格水平与目标价格水平之差而改变。这在具体实施时可能过于复杂,从而导致公众很难完全理解这一反应函数。因此,他们还提出了这一规则的简单版本,即盯住固定的经产出缺口调整的价格水平。他们认为,由于盯住价格水平(Price Level Targeting)时,所有的通缩都将被随后的通胀所抵消,这相当于一个自动稳定机制,因此优于通货膨胀目标制(Inflation Targeting)。

做法下的经济结果仍然显著优于不采取前瞻性指引。

三、零利率约束下实施前瞻性指引的必要条件

首先,央行的信誉是至关重要的。只有人们相信央行的承诺,前瞻性指引才能通过影响公众预期来发挥作用(Bernake et al., 2004)。Blinder(1999)认为,央行信誉的简单定义即“言出必行”。他的研究进一步指出,央行过往是否信守承诺、央行独立性、央行在对抗通胀方面的成绩以及央行透明度等,是建立央行信誉的主要方式。

其次,前瞻性指引应被视作央行做出的附带条件的承诺(Conditional Commitment)。从理论上来说,央行前瞻性指引的承诺性越强,对公众预期的影响也就越强,而如果前瞻性指引的承诺性质不够,那么就难以起到在零利率约束下进一步刺激经济的作用。但是,前瞻性承诺性质越强,对央行未来政策行为的限制也就越强,如果央行一味追求加强前瞻性指引的刺激作用而做出无附加条件的承诺,那么随着经济形势的不断变化,央行就会面临信誉受损或是通胀过高的两难抉择。因此,在设计前瞻性指引时,央行需要根据具体情况在承诺性和灵活性之间做出权衡。

第三,前瞻性指引应该是准确、清晰并且易懂的(Filardo and Hofmann, 2014)。如果央行可以准确地向公众解释其政策目标及反应方程,那么就能更准确地管理公众预期。但如果前瞻性指引涉及的经济概念过于复杂,又或附加条件过多,则有可能起到相反的效果。因此,央行的反应函数应尽量做到简单明了、容易被公众所了解。

值得一提的是,就算央行满足了以上三个条件,前瞻性指引的有效性最终还取决于公众能否准确地理解央行的意图。Woodford(2012)和IMF(2013)指出,在面临零利率约束时,央行在一段时间内维持低利率的承诺可能造成两种结果:如果公众将前瞻性指引解读为央行反应方程的改变,即央行为了改善现期经济形势而刻意制造更高的未来通胀,那么人们的通胀和产出预期将会上升,从而调高现期支出;相反,如果公众认为央行做出这一承诺是基于对未来经济走势的悲观预期,公众对未来经济走势的预期也会随之恶化,那么前瞻性指引反而会造成现期支出的下降。因此,即使在前瞻性指引发布后,市场预期出现了变化,也还需要进行如下判断,即预期的改变究竟是由于公众认为央行在面对同一经济状况时做出了不同反应(也即央行的反应函数发生了改变),还是由于公众认为央行在基于其信息优势发现未来的经济形势发生改变之后而做出的反应。只有在前一种情况下,才能证明前瞻性指引有效地发挥了作用。

四、前瞻性指引的主要分类

(一)基于前瞻性指引承诺性质的分类

Campbell(2012)根据前瞻性指引的承诺性质将前瞻性指引分为德尔菲(Delphic)指引和奥德赛(Odyssean)指引。德尔菲(Delphic)指引是央行基于货币政策目标和宏观经济基本面,给出的对未来经济走势的预测以及可能采取的政策行为的说明,但并不构成央行对未来货币政策走势的承诺。央行对未来政策利率走势的隐性说明、宏观经济前景预测以及对未来政策利率路径的量化预测等都属于德尔菲(Delphic)指引。奥德赛(Odyssean)指引为央行就未来货币政策行为所做出的公开承诺。

在常规时期,央行可以通过政策利率等常规手段进行调控,也没有必要承担做出承诺可能面临的信誉风险,因此大多采用德尔菲指引,在发布宏观经济预测和政策利率路径预测时均强调只是基于目前信息做出的预测,可能随着经济形势的变化发生改变,不具备任何承诺性质。金融危机

后,常规货币政策失效,央行需要使市场参与者相信经济形势好转后央行仍将在一段时间内维持宽松政策,因此才开始使用带有承诺性质的奥德赛指引。

(二) 英格兰银行的定义

英格兰银行(2013)将前瞻性指引分为三类^①:

第一类是开放式(open-ended)指引,即对未来政策路径做出的定性描述。此类指引的缺陷包括:第一,信息含量较小,既没有给出退出零利率政策的明确时间也没有给出任何决定政策退出时点的因素,公众对开放式指引可能有多种不同解读,容易引起误解;第二,措辞隐晦含糊,因此承诺性质较低,在零利率约束下能起到的刺激作用也相对较小。开放式指引的优势在于灵活性较高,由于给出的信息量少且用词谨慎,因此对央行未来政策行为的约束很小。各国央行在刚开始使用前瞻性指引时出于信誉风险考虑,多使用此类指引。此外,强调通胀的国家往往不愿意给出长期维持低利率政策的明确承诺,因此也较为偏好开放式指引。

第二类是时间(time-contingent)指引,即明确给出货币政策可能发生变化的时间节点。时间指引的优势是简单明了、易于理解,承诺性质较高,但不附带任何条件地承诺在固定日期前维持货币政策不变是存在风险的。一旦经济状况发生意外改变,央行很可能需要改变政策,而此时公众将认为央行背弃了此前的承诺,导致央行声誉受损。纵使公众并没有将时间指引当作央行的承诺,时间指引也没有提供央行反应函数的相关信息,这将使得人们不了解哪些因素会导致货币政策发生怎样的具体变化,也就无助于央行对公众预期的管理。如果央行选择在零利率约束下采取时间指引刺激经济,那么指引的期限也不宜过长。指引的有效期限越长,经济形势发生重要变化的可能性就越大,央行面临的动态不一致问题也就越严重。

第三类是状态(state-contingent)指引,即明确指出可能引发货币政策变化的经济状态指标门槛。状态指引的承诺性和灵活性均处于开放式指引和时间指引之间。相对于开放式指引来说,状态指引更为明确,也就是承诺性质更强,而且公众也有借以判断央行将何时退出零利率政策的依据;而相对于时间指引来说,状态指引又是一个带有附加条件的承诺,对央行未来政策行为的约束较小。此外,状态指引还可以帮助公众理解央行的反应函数,在央行改变货币政策时,了解政策变动的潜在原因,并对此前预期做出相应调整。因此,Woodford(2013)和英格兰银行(2013)在内的大多数文献均认为状态指引优于开放式指引和时间指引。状态指引的缺陷在于其复杂性。要将央行在制定货币政策这一复杂过程中考虑的各类因素用简洁易懂的语言表达出来是相当困难的,日本和英国央行的状态式指引动辄数百字,可能引起公众的困惑。

状态指引的有效性在很大程度上取决于经济指标和阈值的选取,相关经济指标不但需要较好地反映央行的反应函数或货币政策规则,但又不能过于复杂难懂,还需要具备一定的可操作性。在这一问题上,各国央行仍在不断实践的过程中,许多文献也就前瞻性指引应选取何种指标作为货币政策调整的依据进行了探讨(表1)。

五、零利率约束下的前瞻性指引实践

(一) 美国

美国的前瞻性指引实践先后经历了开放式指引、时间指引和状态指引三个阶段(表2)。美联储对前瞻性指引的使用始于2003年。在互联网泡沫破灭后,美国经济复苏疲软、失业率高企,在将

^① 欧洲央行(2014)的定义与英格兰银行的定义基本一致,只是又将开放式指引进一步细分为纯定性指引和附带描述性条件的定性指引。

表 1 状态指引经济指标对比

	指标	优势	缺陷
Eggertsson and Woodford(2003)	根据产出缺口调整的价格水平	福利损失小	过于复杂,公众难以理解,且需要对潜在产出进行估算
Evans (2011)	失业率高于 7% 且通胀率低于 3%	在一定程度上反映了联储的反应方程,且不会造成严重通胀	纯粹的前瞻型政策,只短暂偏离原有政策规则
Woodford (2012)	名义 GDP 目标路径	比较易于理解,且福利损失小于纯粹前瞻型政策	需要对真实产出的潜在增长率进行估算;数据不及时且修正幅度大;衡量价格水平变化的标准与 CPI 不符
英格兰银行 (2013)	失业率	易于沟通、能有效衡量劳动力市场闲置资源、数据时效性和准确性高	没有反映央行通胀目标,因此英国央行又引入两个通胀指标和一个金融稳定指标,附加条件过多

表 2 美联储前瞻性指引的演变

时间	具体内容	指引类型
2003 年 8 月	“委员会相信宽松货币政策将维持很长一段时间”。	开放式指引
2004 年 1 月	“委员会在退出宽松政策时可以是很有耐心的”。	
2008 年 12 月	“联邦基金利率将在一段时间内维持在极低的水平”。	
2009 年 3 月	“联邦基金利率将在很长一段时间内维持在极低的水平”。	时间指引
2011 年 8 月	联邦利率将“至少在 2013 年年中之前维持在极低的水平”。	
2012 年 1 月	联邦利率将“至少在 2014 年年底之前维持在极低的水平”。	
2012 年 9 月	联邦利率将“至少在 2015 年年中之前维持在极低的水平”,同时美联储还宣布“将在经济复苏后的相当一段时间内维持高度宽松的货币政策”。	状态指引
2012 年 12 月	“将至少在三个条件得到满足时维持低利率政策:(1)失业率降高于 6.5%;(2)未来一至两年的通胀预期不超过 2.5%;(3)长期通胀预期保持稳定”。	
2014 年 3 月	“联邦基金利率将在资产购买计划结束后的相当一段时间内维持极低水平,尤其是在未来一至两年的通胀预期持续低于 2%,且长期通胀预期保持稳定的情况下”。	
2015 年 1 月	“在启动货币政策正常化问题上可以是很有耐心的”。	开放式指引
2015 年 3 月	“委员会不太可能在 4 月议息会议上启动加息”且“预计在劳动力市场出现进一步改善,且委员会对通胀率在中期内回到 2%较有信心时启动加息是比较合适的”。	状态指引
2015 年 4 月至今	“预计在劳动力市场出现进一步改善,且委员会对通胀率在中期内将回到 2%较有信心时启动加息是比较合适的”。	状态指引

资料来源:美联储历次新闻发布会通稿。

联邦利率降至历史新低(1%)后,美联储于 2003 年 8 月首次发布了开放式前瞻性指引。2008 年底,次贷危机的爆发迫使美联储再次采用前瞻性指引,美联储将联邦基金利率降至最低点(0~

0.25%),同时宣布联邦利率将在“一段时间内维持在极低的水平”。2009年3月,美联储重复了以上指引,但将“一段时间”改为“很长一段时间”。在这一阶段美联储采用的前瞻性指引均属于开放式指引,措辞比较模糊,外界对“很长一段时间”等措辞的确切含义的猜测可谓众说纷纭。

由于经济形势的持续疲软,美联储对前瞻性指引的使用开始升级。2011年8月~2012年9月,美联储连续三次使用时间指引,确切地给出了维持低利率政策的最短时间。这些指引对公众预期的影响力度显著强于开放式指引,但却无法反映与美联储反应函数相关的信息。

2012年12月,美联储再一次对前瞻性指引进行了修正,开始采用基于失业率和通胀的状态指引,这一转变较好地反映了美联储的货币政策目标,附加条件又不过多,因而优于此前采用的开放式指引和时间指引。

2015年1月,美联储一度开始采用开放式指引,2015年3月起又转回基于失业率和通胀的状态类指引,但由于美国失业率已经降至此前指引给出的6.5%水平以下,此时在状态指引中采用不同的失业率水平可能导致公众认为前后指引间自相矛盾,因此联储采用了“劳动力市场进一步改善”的措辞。

总体来看,美联储对前瞻性指引的使用日趋成熟,基本符合前瞻性指引相关理论研究结论。

(二)日本

日本央行对前瞻性指引的使用大致可以分为四个阶段:

第一阶段(1999~2000年):日本央行是前瞻性指引的先驱者。1999年4月,日本央行在采用零利率政策两个月以后,宣布将“在通缩压力消除之前维持零利率政策”。由于央行没有对“通缩压力”进行明确定义,市场上对央行声明的解读众说纷纭。声明发布后,日本工业生产和出口数据有所改善,但CPI仍呈负增长趋势。2000年8月,日本央行宣布,由于通缩压力显著减小,因此将会退出零利率政策。在这一阶段,日本央行的前瞻性指引仅停留在开放式指引阶段,措辞较为模糊。

第二阶段(2001~2006年):2001年3月,由于受互联网泡沫破灭影响带来的通缩风险,日本开始实行量化宽松政策。央行宣布“在核心CPI稳定在零水平附近或CPI年率出现上升前将维持宽松政策”。2003年10月,日本央行又对退出量化宽松的条件进行了进一步解释。此轮量化宽松和前瞻性指引收到了一定成效,从2005年11月起,核心CPI增速由负转正,日本央行于2006年3月退出了宽松政策。在这一阶段,日本央行开始采用状态类前瞻性指引,与美联储有所不同的是,日本虽然长时间面临通缩压力,就业率却一直保持着较好的表现,因此日央行仅选取了通胀作为相关经济状态指标。

第三阶段(2010~2012年):2010年10月,日本再次启动零利率政策和资产购买计划。央行宣布在没有严重风险因素(包括金融失衡的累积)的前提下,在“有望达到价格稳定前维持接近于零的利率政策”,其中价格稳定指的是“中期到长期物价稳定的共识”。2012年2月,日本央行宣布将维持超宽松政策直至央行认为有望达到1%的通胀目标,并指出虽然1%的通胀率是其当前目标,中期到长期目标仍为通胀率大于零但小于或等于2%。这一前瞻性指引用“目标”取代了“共识”,因此更为明确有力,但对日本央行具体通胀目标水平的描述仍不够清晰,容易使公众产生误解。在这一阶段,日本央行采用的仍是基于通胀水平的状态类前瞻性指引,但首次引入了与金融稳定相关的附加条件。

第四阶段(2013年至今):2013年1月,日本央行正式将通胀目标定为2%,并发布了以下前瞻性指引:“为了达到2%的通胀目标,央行将通过接近于零的利率以及对金融资产的购买强力推行货币宽松政策。”日本央行没有给出此轮宽松政策的具体时间限制,指出“只要央行认为继续实施这一政策是适合的”,就不会退出宽松政策。2013年4月,日本央行启动“质化量化宽松货币

宽松政策”(QQE)。在央行发布的声明中包含了以下两组前瞻性指引：第一，央行将在约两年的时间范围内尽早达到2%的价格稳定目标；第二，只要有必要，央行就将持续实施QQE来达到2%的物价稳定目标，并使其稳定在这一水平。央行将对经济活动和物价水平面临的风险进行全面考察，并做出适当调整。英格兰银行(2013)将日本央行2013年4月发布的前瞻性指引归为开放式前瞻性指引。Shirai(2013)提出了不同意见，认为此轮前瞻性指引代表了央行在通胀稳定在2%之前维持量宽政策的承诺，应被归类为状态型指引。目前，日本央行仍在使用2013年4月指引中的第二部分。

(三)英国

2013年8月，英格兰银行的货币政策委员会首次发布了前瞻性指引。指引的主要内容包括以下几点。第一，在没有对价格稳定或金融稳定造成显著影响的前提下，央行在失业率下降至7%以前不会加息。第二，如果失业率高于7%，那么央行会考虑扩大资产购买计划，且在失业率降至7%以前，央行并不打算缩减资产购买规模。第三，在以下三种情况下，上述两条指引将会失效：首先，货币政策委员会认为在未来的18~24个月内，CPI指数将超出央行2%的通胀目标0.5%或更多；其次，中期通胀预期不再稳定；再次，金融政策委员会(FPC)认为宽松货币政策对金融稳定造成了重大威胁，且这一风险无法通过金融政策委员会、金融行为监管局或审慎监管局的其他政策手段得到缓解。第四，就算以上三种情况发生，也并不意味着央行就将马上加息或缩减资产购买规模，央行将根据具体情况制定对应政策。2014年2月，英国失业率降至7%，但由于“仍需进一步吸收经济中的闲置产能”，英国央行并没有启动加息。从指引类型来看，英央行的前瞻性指引属于状态类指引，但与其他国家的指引相比，英央行指引更为复杂、附加条件也更多。

(四)欧元区

促使欧洲央行采用前瞻性指引的主要原因，是货币市场利率水平和波动性的上升。这一现象表明，市场对欧央行主要利率未来走势的预期过多地受到欧元区经济基本面之外的因素的影响。货币市场利率水平和波动性的上升与欧元区依然疲软的经济状况和欧洲央行的货币政策立场不符，这就需要欧洲央行进一步明确其货币政策倾向，从而使得市场对未来利率走势的预期更为贴近欧洲央行根据未来通胀走势制定的利率路径。在这一背景下，为了增强货币政策的有效性，欧央行在2013年7月4日议息会议后发布的声明中，首次使用了前瞻性指引：“管理委员会预计欧央行主要利率将在很长一段时期内保持在现有或更低水平。这一预期是基于整体疲弱的实体经济和低迷货币动态背景下低迷的中期通胀前景。”目前，欧央行仍在持续使用这一指引。从前瞻性指引的类别来看，欧央行的指引属于开放式/定性型前瞻性指引。

(五)加拿大

加拿大在2009年4月~2010年4月期间实施了前瞻性指引，历时仅一年，与美国和日本相比是非常短暂的，但加拿大前瞻性指引的明确性与简洁性却远远超过其他国家。2009年4月，在全球金融危机的影响下，加拿大也陷入严重经济衰退并面临通缩风险，加拿大央行将目标隔夜利率降至0.25%，并宣布“在通胀前景的前提下，可以预计目标隔夜利率将在2010年二季度结束前维持在现有水平”。加拿大央行将这一前瞻性指引称为央行的“条件性承诺(Conditional Commitment)，并在此后的每次发布会上都重复强调这一指引。2010年4月，加拿大央行宣布由于经济前景优于预期，将退出这一条件性承诺，但并没有立即上调政策利率。加拿大央行在声明中指出，金融危机爆发后加拿大央行迅速将政策利率降至最低点，并对利率的未来走势提供了有力指引，这一非常规政策为加拿大经济起到了较强的刺激作用。2010年6月，加拿大央行遵守了前瞻性指引中做出的承诺，结束了低利率政策。

综上所述,从指引类型来看,国际前瞻性指引实践的发展方向还是与前瞻性指引相关理论基本相符的。日本和美国最初采用的均为开放式指引,但最终都转为使用状态类前瞻性指引,英国采用的也是状态类指引。加拿大采用的是时间指引,从理论角度来看使用时间指引简洁有余而灵活性欠缺,但由于加拿大时间指引的持续时间较短,只有一年,且引入了通胀的附加条件,在很大程度上弥补了一般时间指引的缺陷。总的来看,只有欧央行仍在采用从理论角度来说效果最弱的开放式指引,这与欧央行的政治体制以及欧央行的政策制定机制有很大关系。欧洲央行委员会由执行董事会和12个欧元国的央行行长共同组成,各国利益的冲突难以避免,在货币政策问题上的立场往往存在分歧,尤其重视通胀的德国更不会赞成欧央行许下长期维持低利率政策的承诺,因此欧央行只能采用灵活度最高的开放式指引。

尽管如此,各国的前瞻性指引实践与前瞻性指引相关理论之间仍然存在不同程度的偏离。虽然从理论上来说前瞻性指引的承诺性质越强其效果就会越明显,但目前除了加拿大央行曾在指引中明确用到“承诺(Commitment)”一词,各国在前瞻指引的措辞上仍然偏向谨慎。美联储发布的前瞻性指引中常常用到“目前预计”或是“很长一段时间”等含义较为模糊的字眼,英国和日本的前瞻性指引也都指出央行可能会根据具体情况对货币政策进行调整。其次,各国的前瞻性指引中均引入了两个或两个以上的附加条件。以英国为例,英格兰银行的前瞻性指引的状态指标是失业率,但同时又包括了CPI、中期通胀、金融稳定三个附加条件,这不但使前瞻性指引更为难于理解,也意味着可能导致央行降息的因素更多,将对前瞻性指引有效性起到负面影响。

各国央行之所以在前瞻性指引的措辞上如此谨慎并且引入附加条件,主要是出于保护央行信誉的考虑。全球金融危机爆发后,各国经济面临诸多不稳定因素,随着经济形势的变化,央行很有可能需要对前瞻性指引进行修正,如果在此前的指引中并未留有余地,那么公众很有可能认为央行违背了此前的承诺,对央行的信誉产生负面影响。对于多以通货膨胀作为货币政策目标的主要发达国家来说,信誉的损失将减弱央行稳定通胀预期的能力,因此前瞻性指引在明确性与简洁性等方面往往难以完全与理论基础相符。

六、关于前瞻性指引有效性的实证检验

(一)前瞻性指引发布后的即时市场反应

检验前瞻性指引有效性的最直接办法,就是观察央行发布声明后市场是否立即有所反应。Filardo and Hofmann(2014)认为,前瞻性指引对金融市场和经济的影响主要体现在三个方面:第一,前瞻性指引(在零利率情况下)意味着未来的货币政策将会更为宽松,因此将对短期利率预期和长期债券收益率产生影响;第二,前瞻性指引意味着未来的政策利率走势变得更为清晰,因此市场对未来政策利率走势的预期的波动性应会减少;第三,基于经济状态指标的前瞻性指引发布后,市场对与前瞻性指引中经济指标相关的信息的敏感度将会上升,而对其他相关信息的敏感度将会下降。他们的主要结论包括:首先,前瞻性指引发布后,一般会立即引起利率预期和长期债券收益率的变化,但其影响随着时间的推移逐渐减小;其次,通过对三个月银行间利率远期价格的分析,发现前瞻性指引在短期(1年)内也有助于减少短期预期利率的波动性;再次,前瞻性指引发布后,欧洲美元期货价格、十年期美国国债收益率和股市价格对相关经济指标的敏感度的确有所改变,而且在欧元区和英国发布前瞻性指引后,金融市场对美国退出量宽消息的反应显著削弱。作者进一步指出,事件研究方法(Event Studies)的缺陷是没有考虑到事前预期和延迟反应的因素,并且也没有剔除与前瞻性指引同时发布的其他货币政策行为的影响,因此只能作为前瞻性指引有效性的

初步证据。

(二)日本前瞻性指引有效性

1999年日本开始实施前瞻性指引后,日本央行针对前瞻性指引的有效性进行了大量的实证研究,其中大部分文献均发现前瞻性指引^①成功地影响了市场预期,但仅对收益率曲线的短端效果显著(Fujiki and Shiatsuka,2002;Takeda and Yajima,2002等)。Marumo et al.(2003)利用期限结构模型考察了市场对零利率政策维持时间的预期的变化,发现1999~2000年日本第一次实施前瞻性指引时,市场预期零利率政策将保持几个月到两年,但当2001年日本第二次实行前瞻性指引政策时,这一预期上升至两年至三年。Okina and Shiratsuka(2004)的研究发现前瞻性指引发布后长期利率出现下降、收益曲线扁平化,表明前瞻性指引在稳定市场短期利率路径预期方面成效显著,但是这一宽松效应却无法从金融系统传导至实体经济。Bernake(2004)认为,这些研究的主要缺陷在于缺乏一个基准期限结构,也就是说,这些文献没有考虑在没有零利率政策和前瞻性指引的情况下,收益率曲线应当是怎样的,因此也就无法判断超低的日本长期债券收益率究竟是反映了市场对未来低利率政策的预期,还是反映了日本将会长期面临通缩的预期。Baba(2004)针对这一问题构建了一个宏观金融无套利期限结构模型,得出了日本的基准期限结构,并将其与实际期限结构相对比。他发现前瞻性指引的确对未来政策利率预期产生了显著影响,但收益率曲线的变化却并没有带来价格水平和产出的改善。Nakajima et al.(2010)通过结构向量自回归模型对日本前瞻性指引的有效性进行了检验,并得到了类似结果。

(三)美国前瞻性指引有效性

Gurkaynak et al.(2005)考察了1991~2004年期间美联储政策声明对联邦基金利率路径预期的影响。他们运用期限在一年以内的联邦基金利率期货合约和欧洲美元期货合约数据,将货币政策对资产价格的影响分解为“目标因素”(即对现期联邦基金利率预测的变化)以及“路径因素”(即美联储声明中与当期目标联邦基金利率变化无关,但却会影响未来利率路径预期的信息),发现路径因素是影响中长期美国国债利率变动的主要因素。他们的研究表明,在联邦基金政策利率可预测性越来越高的情况下,当期政策利率变动对资产价格的影响有限,但美联储可以通过改变市场对未来政策利率路径的预期来提高货币政策的有效性。

Bernake et al.(2004)沿用了Gurkaynak et al.(2005)的研究方法,将美联储和日本央行政策声明对联邦基金利率路径预期的影响分解为目标因素、利率因素和剩余因素,发现美联储政策声明中与当期政策行为(即实际政策利率变动)无关、却会影响未来利率路径的信息,对未来利率路径预期的影响最大。此外,当此信息出乎市场意料之外时,其影响尤为显著。然而,日本央行的前瞻性指引却没有收到类似成效。同时,Bernake et al.(2004)也指出,事件研究方法存在一定缺陷,如果收益率在联储发表声明时的即时反应过度,那么联储声明的长期影响会被高估。而由于事件研究方法没有包括联储声明外的其他央行沟通形式,前瞻性指引的有效性又会被低估。因此,他们建立了一个基准宏观金融利率期限结构模型来测算在当时经济状况和货币政策下期限结构的原本状态,再与实际利率期限结构进行比较,验证了美联储央行沟通的有效性,且发现日本的前瞻性指引也使长端收益率有所下降。

Campbell et al.(2012)将Gurkaynak et al.(2005)的研究方法拓展至更长的时间段,发现无论在危机前还是在危机后美联储都具备通过市场沟通向公众有效传达其政策意图的能力。Woodford

^① 当时前瞻性指引这一概念还并不存在,日本多数文献采用的概念是零利率政策(ZIRP)或政策惯性作用(Policy Duration Effect)。

(2012)也指出,在美联储2011年8月和2012年1月发布的政策声明中,并没有实际的政策变动,但仍对联邦基金利率路径预期产生了显著影响,表明仅凭前瞻性指引是可以影响市场对未来利率路径的预期的。

(四)加拿大前瞻性指引有效性

Chehal and Trehan(2009)对加拿大2009年的时间前瞻性指引与美国2008年的开放式前瞻性指引进行了对比分析。通过对实施前瞻性指引后利率预期变动的考察,作者发现加拿大央行的前瞻性指引的效应持续时间有限。此外,美国和加拿大实施前瞻性指引期间两国远期利率的关联度较高,表明时间前瞻性指引的有效性并没有明显高于开放式前瞻性指引。这可能是由于公众并没有百分之百地相信前瞻性指引,而是认为不管采用的是哪种类型的前瞻性指引,央行都会根据经济形势的改变对前瞻性指引进行调整。

He(2010)通过基于历史数据的向量自回归模型对时间前瞻性指引发布后加拿大和美国的月度利率、通胀率和失业率进行了预测,并与实际数据进行对比。结果表明,2009年4月之后,加拿大1年期国债收益率低于模型预测利率,而同期美国市场利率与模型预测差别不大。另外,He(2010)还发现,加拿大实际2年期、5年期和10年期国债收益率低于模型预测值,表明前瞻性指引有效降低了市场利率预期。Chang and Feunou(2013)发现,在加拿大央行发布时间前瞻性指引后,利用利率期货期权计算得出的隐含波动率和利用利率期货当日价格计算所得的实际波动率都有所下降,表明前瞻性指引在降低市场波动及不确定性方面发挥了作用。

Woodford(2012)指出,在加拿大央行发布前瞻性指引后,反映市场对未来政策利率预期的隔夜指数掉期收益率曲线整体下移且更加平坦,说明在前瞻性指引的影响下,由于未来利率路径走势的不确定性下降,造成期限溢价下降,也即长期利率预期比短期利率预期下降幅度更大。此外,尽管加拿大央行宣布在2010年二季度前将政策利率保持在0.25%水平,但10~12个月远期利率的下降幅度小于加拿大央行承诺水平,美联储的时间前瞻性指引对市场预期的影响也与此类似,表明市场明白央行会随着经济形势的变化重新评估前瞻性指引,因此随着时间的推移,前瞻性指引的可信度也会随之下降。

(五)区分央行声明的反应函数效应与经济状况效应

对前瞻性指引的有效性进行衡量的主要难点,在于前瞻性指引同时包括了有关央行未来政策行为的信息,以及央行对产出和通胀的看法的信息,而只有前者与前瞻性指引的有效性相关(IMF,2013)。仅通过事件研究法,无法分析公众利率预期的改变究竟是由对央行反应函数的认知的改变造成的,还是由对经济状况的预期的改变造成的。这一问题在面临零利率下限时尤为突出,因为央行在宣布长时间维持低利率政策的同时,也很有可能会谈到对经济前景的展望。Campbell et al.(2012)发现,美联储宣布将会收紧货币政策后,联邦基金远期利率出现上升,但市场失业率预期反而出现了下降(通胀预期出现上升)。这与理论上政策趋紧会产生的结果相反,表明利率预期变化是由于公众认为在未来经济走势方面具有独特信息优势的央行预期未来经济状况好转,而不是因为公众对联储货币政策制定规则的认知有所改变。

Woodford(2012)对加拿大央行2009年4月发布的前瞻性指引进行了分析,发现加拿大发布前瞻性指引后,远期利率出现了清晰的即时反应,但同时美国的远期利率并没有发生类似变化。由于美国和加拿大的经济前景相关度相当高,这一现象表明市场预期的变化是由对加拿大央行未来货币政策变化的预期造成的,而与市场对经济前景的预测无关。

Swanson and Williams(2012)考察了蓝筹经济指标公司对专业预测机构的调查结果和利率期权交易数据,发现美联储发布时间前瞻性指引后市场普遍延长了对低利率政策持续时间的预期。

Swanson and Williams(2012)针对不同期限的国债收益率对宏观新闻的敏感度进行了分析,发现美联储采用时间前瞻性指引后期限较短的国债收益率对宏观经济新闻的敏感度明显降低,但期限较长的国债收益率受宏观经济新闻信息影响的程度没有显著改变。除此之外,Swanson and Williams(2012)还针对欧洲美元期货价格对宏观新闻的敏感度进行了分析,发现前瞻性指引发布后,期货价格对宏观新闻的敏感度大幅下降。其中,早期的前瞻性指引对期限较长的期货合约对宏观信息的敏感度的影响不大,但在2011年前瞻性指引变得更为明确后,期限较长的期货合约对宏观信息的敏感度也出现较大下降。作者认为,2011年年底1年期和2年期美国国债收益率对信息冲击的敏感度显著低于基准期的现象,可能由以下两个原因造成:一是公众基于疲软的经济形势,判断央行将在很长一段时间内保持接近于零的利率政策;二是美联储前瞻性指引的可信度较高,从而成功地影响了市场对未来利率路径的预期,而使其不受其他信息干扰。

Raskin(2013)对Swanson and Williams(2012)的研究方法进行了改善。前者认为,一般来说,如果市场的未来政策利率预期对其他宏观经济新闻的敏感程度下降,那么可以说前瞻性指引成功地影响了预期,但是,如果人们认为零利率限制已经趋近,那么期货利率对宏观新闻的敏感度本身就会下降,因此这一研究方法得出的结论可能出现误差。为了剔除零利率下限的影响,Raskin选择采用根据利率期权推算出的短期利率预期分布的高分位数据来考察宏观经济新闻对短期利率预期的影响,发现美联储的时间前瞻性指引2011年8月的前瞻性指引的确改变了市场对央行政策利率反应函数的认识,而不仅仅是通过其中表露出的有关经济前景的信息来影响市场利率预期路径。

总体而言,以上研究表明,央行通过前瞻性指引,能够在一定程度上影响公众对未来政策利率路径的预期。前瞻性指引的性质越明确,承诺性质越强,效果也就越明显。然而,前瞻性指引的整体效果会随着时间的推移而减弱。此外,前瞻性指引可以起到降低金融市场波动与期限溢价的作用。最后,目前的实证研究结论也证实,前瞻性指引具备在一定程度上改变公众对央行反应函数的认知的能力。

七、前瞻性指引的前景展望

如上所述,大多数国家是在面临零利率约束的情况下才开始在政策声明中给出对未来政策利率的明确指引。随着全球经济形势的逐渐恢复,各国逐渐开始退出这种具有承诺性质的前瞻性指引,但这并不意味着各国央行将停止使用前瞻性指引。在常规时期,前瞻性指引仍将是重要的央行沟通工具(Mester,2015)。目前,关于未来政策行为的隐性指引和宏观经济预测已成为常态,但是,关于前瞻性指引是否应该向在常规时期发布利率路径预测的方向发展,学界仍存在较大争议。

(一)政策利率路径预测的益处

政策利率路径预测意味着央行将公开发布对自身未来政策行为的量化预测,是央行透明度领域的前沿问题。在前瞻性指引由于零利率约束被广泛使用之前就有一些国家将对未来政策利率路径的量化指引作为其常规货币政策的一部分。新西兰央行、挪威央行、瑞典央行和捷克央行分别于1997、2005、2007和2008年开始公布政策利率路径预测。自2012年起,美联储也开始公布联邦公开市场委员会各成员对未来政策利率路径判断的分布图。

学界对政策利率路径预测的益处并无争议。Rudebusch and Williams(2008)构建了一个新凯恩斯模型,其中央行与公众都掌握了关于经济状况和前景的完全信息,仅在央行政策动机上存在信息不对称,并假设央行总是能兑现其承诺(即不存在动态不一致问题)且央行提供的信息将不会影响公众对异质信息的收集和使用,发现在央行发布政策利率预测的情况下,公众能够更好地了解

央行采用的政策规则,因此公众预期将更为贴合政策意图,有助于提升宏观经济表现。Svensson(2014)认为发布政策利率路径预测的益处包括:第一,有助于加强央行对长期利率的控制,提高货币政策有效性;第二,政策利率路径预测可以为市场提供有效信息,帮助公众更为有效地进行资产定价;第三,有助于进一步加强央行问责制度;第四,灵活通货膨胀制国家的央行在进行宏观经济形势预测时本来就需要对未来政策利率路径进行预测,基于货币政策透明度原则,央行应在发布宏观经济预测时同时发布相应的政策利率路径预测。

(二)关于政策利率路径预测的主要争议

第一,央行是否具备准确预测未来政策利率路径的能力。Kahn(2007)指出,由于经济环境的不确定性和复杂性(如地缘政治事件和科技带来的结构性改变),通过经济模型得出的预测可能并不准确,而央行目标方程也是相当复杂的,因此对未来政策利率路径进行预测可能并不现实。Archer(2005)、Issing(2005)和 Bergo(2007)也表达了类似担忧。Goodhart and Lim(2011)对新西兰央行利率路径预测的精确度进行了分析,发现新西兰央行的预测在第一个季度精确度很高,第二个季度仍能维持合理的精确度,但在此后是完全不准确的。Svensson(2014)提出了反对观点,认为央行在对未来经济形势进行预测时不可避免地需要对未来政策利率走势做出假设或预测。假设利率不变显然是不合理的,而采用市场利率预期的最大缺陷则是央行应引导和影响市场预期而不是被市场预期主宰,因此央行在预测经济形势的过程中本来就需要对政策利率路径进行预测,对已经在定期发布宏观经济形势预测的央行来说,利率路径预测不会带来额外的难度。

第二,过度的公共信息(比如说央行政策利率路径预测)可能导致人们对其过于依赖而忽视其他有价值的私人信息,扰乱市场机制聚集和传播经济基本面信息的渠道,使市场预期偏离基本面,影响金融市场的正常运作(Morris and Shin,2003)。Svensson(2006)认为 Morris and Shin(2003)得出的结论是基于一系列不实际的假设上的。比如说,在 Morris and Shin(2003)的模型中,只有在公共信息噪音含量高于私人信息噪音含量8倍的情况下,公共信息的提供才会导致社会福利的下降。Woodford(2005)指出, Morris and Shin(2003)假设相对于经济基本面,市场参与者更为注重自身行为是否与其他市场参与者一致,这一假设并不合理。迄今为止的实证研究也表明,市场参与者并不会盲从央行利率路径预测。

第三,动态不一致性问题。公众可能将央行的政策利率路径看作无条件的承诺,从而对新的经济形势变化反应不足,一旦央行根据新的经济形势变化改变政策利率路径,公众会认为被央行误导,对央行信誉产生负面影响;而另一方面,由于担忧信誉受损,央行改变政策利率路径的意愿可能会减弱,无法针对经济形势的变化及时调整(Issing,2005;Goodhart,2005等)。基于这一考虑,挪威及新西兰等国家均强调政策利率路径预测只是央行基于目前信息做出的预测,一旦经济形势发生改变,央行会再根据当时的具体情况制定最佳政策,政策性利率路径不带有任何承诺性质。

第四,目前各国货币政策透明度已经有很大改善,不仅提供对未来政策利率路径的定性描述,也提供宏观经济形势预测,在此基础上提供政策利率路径量化预测的附加收益可能相对较小(Kahn,2007)。Kot and Brzoza-Brzezina(2008)发现与发布未来政策利率路径预测相比,发布宏观经济形势预测能达到更好的效果,这是因为对公众来说预测经济形势是相对困难的,而在央行发布经济形势预测后再对利率走势进行预测就变得相对简单。

(三)关于政策利率路径预测的实证研究

针对政策利率路径预测有效性的实证研究大多集中分析两个问题:一是可预测性(Predictability),即央行发布政策利率路径后公众对货币政策行为的预测能力是否有所提高,主要通过预测或政策发布时点的“政策意外”程度来衡量;二是信誉度(Credibility),即在央行发布政策利率路

径预测后公众预期是否根据预测改变,主要通过分析政策意外对各种期限的市场利率的影响来衡量。

Andersson and Hofmann(2010)对新西兰、挪威和瑞典的政策利率路径预测有效性进行了比较分析。首先,他们将货币政策意外分解为目标意外(Target Surprises)和路径意外(Path Surprises),发现三个国家政策意外水平均较低,表明三个国家的央行都能够较好地将其政策意图传达给公众,但同时也发现在新西兰央行发布利率路径预测而瑞典央行尚未发布预测期间,其目标意外值与瑞典央行相仿,且目标意外值略高于瑞典央行,表明其利率路径预测的发布并没有带来可预测性方面的改善。其次,他们通过EGARCH模型对货币政策意外对5年和10年期国债收益率的影响进行了分析,并未发现新西兰的长期通胀预期比瑞典稳定。作者认为,这一结果意味着在一个国家已经有明确的通胀目标和较高的货币政策透明度的情况下,政策利率路径预测的发布并不能进一步改善货币政策的短期可预测性和长期通胀预期的稳定性。最后,他们在EGARCH模型中加入了代表政策利率路径预测发布的虚拟变量,发现发布政策利率路径预测在一定程度上改善了新西兰央行对中期利率的控制。

Moessner and Nelson(2008)采用类似方式考察了新西兰利率路径预测中的预期外信息对90天银行票据期货价格的影响,发现新西兰央行政策利率路径预测中含有的预期外信息对未来二到六个季度的市场利率有一定影响,但系数仅为0.17~0.22,并未主宰市场预期。这与Archer(2005)得出的结论相符。作者还发现新西兰央行和公众的利率预期呈现趋同趋势,认为这意味着在利率路径预测发布间隔期间两者都在随着除利率路径预测以外的信息调整,表明公众仍然关注政策利率路径预测以外的其他信息。

Ferrero and Secchi(2009)考察了美国、欧元区、挪威以及新西兰在1999~2006年期间政策发布时点前后的市场利率变化,发现各国使用的前瞻性指引都有助于改善货币政策的可预测性。他们还发现新西兰的利率路径预测中含有的意外信息对短期和中期内市场利率预期变动有较大的影响,影响程度分别为25%和50%。

Svensson(2014)对瑞典和新西兰利率路径预测的可预测性和可信性进行了案例分析,发现在大部分时间内两国的利率路径预测都保持了较好的可预测性和可信性,但是在2009年秋季和2011年9月市场完全忽视了瑞典央行发布的利率路径预测,市场预期与央行预测背道而驰。Woodford(2012)认为瑞典央行利率路径预测可信性明显出现下降的原因可能是瑞典央行在面临经济萧条时想利用长时间低利率预测来达到刺激经济的作用,但是由于央行以往均明确表示经济预测是纯前瞻性的,因此公众并不相信央行在经济好转后会继续维持低利率。

Kool and Thornton(2012)对新西兰、挪威、瑞典和美国的前瞻性指引有效性进行了实证检验。首先,他们发现挪威和瑞典的政策利率路径预测都优于随机游走模型预测,但是新西兰的利率路径预测质量与随机游走模型预测几乎没有区别。通过比较前瞻性指引时期和非前瞻性指引时期这些国家的Consensus Economics预测误差与基准预测误差之差的变化,他们发现只有挪威和瑞典的短期利率的短期可预测性相对随机游走模型预测有所改善,而在其他所有情况下前瞻性指引都没有改善货币政策行为的可预测性。

总的来看,迄今为止的大多数实证研究表明利率路径预测的确可以在一定程度上加强央行对市场预期的管理,但是在现有央行沟通的基础上,利率路径预测带来的改善幅度似乎并不大,且在部分情况下公众预期甚至与央行利率路径预测截然相反,对央行信誉度产生了一定负面影响,这也是目前仅有少数央行采用政策利率路径预测的原因。展望未来,各国发布政策利率路径量化预测的可能性较小,大部分国家的前瞻性指引仍将以隐性指引和宏观经济形势预测为主。

八、前瞻性指引适合在中国使用吗？

虽然目前中国并不存在零利率下限问题,但这并不意味着前瞻性指引不能为我所用。随着国际收支双顺差的缩小乃至逆转,中国外汇占款增量已经显著放缓,中国过去10年的基础货币投放机制将出现重大转变。与此同时,影子银行体系的蓬勃发展以及商业银行表外业务的急剧扩张,也导致传统意义上数量型调控手段的有效性明显降低。随着利率市场化进程的不断深入,建立健全基准利率调控框架、强化价格型调控和货币政策传导机制,已成为必然趋势。而在价格型货币政策调控模式下,前瞻性指引作为被发达国家广泛运用的管理市场预期的有效工具,值得中国央行借鉴。

首先,中国央行可以考虑通过前瞻性指引来增强对中长期利率的控制。目前,由国内货币市场利率向金融机构定价和实体融资成本的传导机制尚未成熟,央行的短期利率调控意图难以有效传导至中长期利率。近期央行通过常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)和公开市场正回购操作等手段,虽然成功降低了货币市场短端利率,但企业融资成本过高问题并未得到显著改善。为此,央行推出了抵押补充贷款(PSL),其目的之一也是为了打造中长端政策利率指引,从而加强对中长期利率水平的引导和掌控。然而,PSL的操作却又不夠公开透明,难以有效引导市场预期。美日等发达国家的前瞻性指引实践证明,无论是口头干预形式的前瞻性指引,还是定期发布央行政策利率路径预测,都可以帮助央行更为有效地引导公众对政策利率路径的预期,从而在短期利率和中期利率脱节时起到指引和弥合作用。在现行货币政策的基础上实施前瞻性指引,可以使得央行的政策意图变得更为清晰,减少未来政策走向的不确定性,从而降低风险溢价,进而有效缓解社会融资成本高企的问题。

其次,对前瞻性指引的使用有助于降低金融市场波动性。随着利率市场化的不断深化和经济增长不确定性的上升,中国货币市场利率的波动性显著上升,这凸显了加强公众沟通与政策透明度的重要性。2013年6月的钱荒事件中,央行的沉默加剧了市场恐慌,继而引发市场动荡,险些造成系统性风险事件。而欧央行的实践表明,通过前瞻性指引明确了货币政策倾向,有助于减少与欧元区经济基本面无关的因素造成的市场波动,使得市场对未来利率走势的预期更为贴近央行根据未来通胀走势制定的利率路径,其经验值得中国央行借鉴。如果中国央行也能够通过前瞻性指引对政策利率的未来走势进行更为清晰的描述,就可以避免市场再次陷入众说纷纭、举棋不定的境地,达到稳定公众信心、促进金融稳定的作用。

再次,从短期来看,中国央行可以首先实施一些较短期限的开放式指引或状态类指引。央行信誉是成功实施前瞻性指引的必备条件,而央行信誉反过来又取决于货币政策透明度与央行独立性等因素。在央行能够独立制定货币政策,且公众充分了解央行政策制定过程的情况下,央行做出的口头指引才更具可信度。目前,中国货币政策的透明度还处于较低水平,在决策依据透明性、决策程序透明性、政策决议透明性和政策效果评估等方面均存在很大的改善空间。中国央行应公布货币政策委员会会议记录、对货币政策制订过程进行及时、详细的解释,并针对实际情况,对目标的偏离做出说明,以增进公众对央行的信任。从央行独立性角度来看,《中国人民银行法》规定央行在国务院领导下执行货币政策。虽然近年来中国央行在决策制定过程中的地位有所上升,但短期内其独立性难有实质性提高。在政策透明度不足、央行独立性欠缺的情况下,中国央行要实施类似于美联储的期限长达两年多的时间指引具有很大难度。但是,央行在短期政策走势方面仍具有显著的信息优势,可以考虑实施一些较短期限的开放式指引或状态类指引。这样既可以加强对

公众预期的管理，在出现突发事件时稳定住市场信心，又能为未来实施更成熟的前瞻性指引积累经验。

参考文献

- Andersson, M. and B. Hofmann (2009): “Gauging the Effectiveness of Quantitative Forward Guidance: Evidence from Three Inflation Targeters”, European Central Bank.
- Archer, D. (2005): “Central Bank Communication and The Publication Of Interest Rate Projections”, Sveriges Riksbank Conference, Inflation Targeting: Implementation, Communication, and Effectiveness, Stockholm.
- Bergo, D. (2006): “Projections, Uncertainty And Choice Of Interest Rate Assumption In Monetary Policy”, *Economic Bulletin*, April, 1–8.
- Bernanke, B., V. Reinhart and B. Sack (2004): “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment”, Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, 2.
- Blinder, A. (1999): “Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?”, National Bureau of Economic Research, No.w7161.
- Campbell, J. (2013): “Forward Guidance In Monetary Policy: A Primer”, *Forward Guidance: Perspectives from Central Bankers, Scholars and Market Participants*, Vox eBook.
- Campbell, J., C. Evans, J. Fisher and A. Justiniano (2012): “Macroeconomics Effects of Federal Reserve Forward Guidance”, Brookings Papers on Economic Activity.
- Chang, B. and B. Feunou (2013): “Measuring Uncertainty in Monetary Policy Using Implied Volatility and Realized Volatility”, Bank of Canada Mimeo.
- Chehal, P. and B. Trehan (2009): “Talking about Tomorrow’s Monetary Policy Today”, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, No. 2009–35.
- Den Haan, W. (2013): “Forward Guidance: Perspectives From Central Bankers, Scholars And Market Participants”, Center for Economic Policy Research.
- Eggertsson, G. and M. Woodford (2003): “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy”, Brookings Papers on Economic Activity.
- European Central Bank (2014): “The ECB’s Forward Guidance”, *Monthly Bulletin*, April, 75–91.
- Evans, C. (2011): “The Fed’s Dual Mandate Responsibilities and Challenges Facing U.S. Monetary Policy”, Remarks Delivered at the European Economics and Financial Centre Distinguished Speaker Seminar.
- Ferrero, G. and A. Secchi (2009): “The Announcement of Monetary Policy Intentions”, Bank of Italy Temi di Discussione, Working Paper, No.2009. 720.
- Filardo, A. and B. Hofmann (2014): “Forward Guidance at the Zero Lower Bound”, *International Banking and Financial Market Developments*.
- Fujiki, H. and S. Shiratsuka (2002): “Policy Duration Effect under the Zero Interest Rate Policy in 1999–2000: Evidence from Japan’s Money Market Data”, *Monetary and Economic Studies*, 20, 1–31.
- Goodhart, C. (2005): “The Monetary Policy Committee’s Reaction Function: An Exercise in Estimation”, *BE Journal of Macroeconomics*, 5, 1–42.
- Goodhart, C. and C. Lim (2011): “Interest Rate Forecasts: A Pathology”, *International Journal of Central Banking*, 7, 135–171.
- Gurkaynak, R., B. Sack and E. Swanson (2005): “Do Actions Speak Louder than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements”, *International Journal of Central Banking*, 1, 55–93.
- He, Z. (2010): “Evaluating the Effect of the Bank of Canada’s Conditional Commitment Policy”, Bank of Canada Discussion Paper, 2010–11.
- International Monetary Fund (2014): “Unconventional Monetary Policies—Recent Experience and Prospects, April 2014”, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf>.
- Issing, O. (2005): “Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy In The Twenty-First Century”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Mar, 65–83.
- Kahn, G. (2007): “Communicating a Policy Path: The Next Frontier in Central Bank Transparency?”, *Economic Review—Federal Re-*

serve Bank of Kansas City, 92, 25–51.

Kohn, D. (2009): “Central Bank Exit Policies. At the Cato Institute’s 2009 Shadow Open Market Committee Meeting”, Washington, D.C. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20090930a.htm>.

Kohn, D. (2009): “Monetary Policy Research and the Financial Crisis: Strengths and shortcomings”, at the 2009 Federal Reserve Conference on Key Developments in Monetary Policy, Washington, D.C. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20091009a.htm>.

Kool, C. and D. Thornton (2012): “How Effective is Central Bank Forward Guidance?”, FRB of St. Louis Working Paper, No 2012–063A.

Kot, A. and M. Brzoza–Brzezina (2008): “The Relativity Theory Revisited: Is Publishing Interest Rate Forecasts Really so Valuable?”, National Bank of Poland, Economic Institute.

Krugman, P., K. Dominguez and K. Rogoff (1998): “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 29, 137–206.

Levin, A., D. López–Salido, E. Nelson et al. (2010): “Limitations On The Effectiveness Of Forward Guidance At The Zero Lower Bound”, *International Journal of Central Banking*, 6, 143–189.

Marumo, K., T. Nakayama, S. Nishioka, et al. (2003): “Extracting Market Expectations On The Duration Of The Zero Interest Rate Policy From Japan’s Bond Prices”, Bank of Japan.

Mester, L. (2015): “Forward Guidance and Communications in US Monetary Policy”, No. 49, Federal Reserve Bank of Cleveland.

Moessner, R. and W. Nelson (2008): “Central Bank Policy Rate Guidance and Financial Market Functioning”, *International Journal of Central Banking*, 4, 193–226.

Monetary Policy Committee (2013): “Monetary Policy Trade–offs and Forward Guidance”, Bank of England.

Morris, S. and H. Shin (2002): “Social Value Of Public Information”, *American Economic Review*, 92, 1521–1534.

Nakajima, J., S. Shiratsuka and Y. Teranishi (2010): “The Effects of Monetary Policy Commitment: Evidence From Time–Varying Parameter VAR Analysis”, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.

Okina, K. and S. Shiratsuka (2004): “Policy Commitment and Expectations Formation: Japan’s Experience under Zero Interest Rates”, *North American Journal of Economics and Finance*, 15, 75–100.

Raskin, M. (2013): “The Effects of the Federal Reserve’s Date–based Forward Guidance”, Federal Reserve Board.

Rudebusch, G. and J. Williams (2008): “Revealing The Secrets Of The Temple: The Value of Publishing Central Bank Interest Rate Projections”, *Asset Prices and Monetary Policy*, University of Chicago Press.

Shirai, S. (2013): “Monetary Policy And Forward Guidance In Japan”, Speech at the International Monetary Fund, Washington DC.

Svensson, L. (2006): “Social Value of Public Information: Comment: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro–Transparency, Not Con”, *American Economic Review*, 96, 448.

Svensson, L. (2014): “Forward Guidance”, National Bureau of Economic Research, No.w20796.

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, 2013–2.

Takeda, Y. and Y. Yajima (2002): “How the Japanese Government Bond Market Has Responded to the Zero Interest Rate Policy”, NLI Research.

Ueda, K. (2013): “A Long and Bumpy Road ahead for Forward Guidance”, *Forward Guidance: Perspectives from Central Bankers, Scholars and Market Participants*, Vox eBook.

Woodford, M. (2005): “Central Bank Communication and Policy Effectiveness”, National Bureau of Economic Research, No. w11898.

Woodford, M. (2012): “Methods of Policy Accommodation at the Interest Rate Lower Bound”, Symposium, Jackson Hole, Wyoming.

Woodford, M. (2013): “Forward Guidance by Inflation–Targeting Central Banks.” Working Paper, Columbia University, <http://www.columbia.edu/~mw2230/RiksbankIT.pdf>.

(责任编辑:马辰)