

货币政策前瞻性指引研究的最新进展*

聂丽 石凯

[摘要]2008年国际金融危机后,为应对金融环境恶化、突破零利率约束引发的传统货币政策瓶颈,“前瞻性指引”作为中央沟通和预期管理工具,开始被主要发达经济体的中央银行所采用。本文从内涵、作用机制、有效性三个方面对货币政策前瞻性指引的最新研究成果进行整理、评价和展望,并就基于适应性学习的作用机制和“前瞻性指引之谜”的最新文献进行了单独梳理。本文认为,我国应谨慎启用且须循序渐进实行前瞻性指引,尝试加强前瞻性指引与新型结构性货币政策工具的结合,努力建立双向多渠道沟通机制,提高货币政策透明度。

关键词:中央银行 前瞻性指引 货币政策

JEL 分类号:E52;E58;E61

一、引言

20世纪90年代后,在政策无效理论(Sargent and Wallace,1975)盛行之下,中央银行信奉的“越不透明越有效”的货币政策理念开始发生重大转变。新西兰、英国、加拿大、澳大利亚等发达经济体央行开始纷纷采取措施,主动加强与公众的沟通,提高货币政策透明度。2008年国际金融危机后,全球经济不确定性增加,资本市场和实体经济都遭受了巨大冲击,为应对金融环境恶化、突破零利率约束引发的传统货币政策瓶颈,“前瞻性指引”作为零利率限制下的货币政策预期管理工具,开始被欧美发达国家的中央银行所采用。包括前瞻性指引在内的非传统货币政策工具不断实践的背后,是货币当局对传统货币政策走到失效边缘或已然处在失效状态下的焦虑,是宏观调控手段不断创新和完善的时代需求。

为了主动适应把握引领经济“新常态”,中国宏观经济管理当局不断加快创新,完善宏观调控体系。在2015年底召开的中央经济工作会议明确提出了“实施宏观调控,要更加注重引导市场行为和社会心理预期”的指示。通过主动加强信息沟通引导公众预期,进而提高货币政策效率的预期管理开始引起货币当局的高度重视。2018年8月,国务院金融稳定委员会办公室召开预期管理专家座谈会,将预期管理推到了更重要的位置。“前瞻性指引”作为市场预期管理工具,是引导市场利率预期、提高货币政策透明度、完善货币政策和宏观审慎政策双支柱体系的新推力,是未来央行宏观调控政策实践的新领域。目前,中国虽不存在零利率下限问题,但这并不意味着货币政策前瞻性指引不适合中国使用。在新常态和利率下行背景下,货币政策正处于数量型有效性下降而价格型尚不健全的困境(郭豫媚等,2016),央行可以采用前瞻性指引有效引导市场预期(匡可和和张

* 聂丽,吉林大学管理学院,讲师,管理学博士;石凯,东北师范大学经济与管理学院,副教授,博士生导师,经济学博士。本文得到国家自然科学基金青年项目“货币政策前瞻性指引的作用机制与政策效果研究”(20CJL006)、吉林省教育厅“十三五”社会科学项目(JJKH20190242SK)、中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(2019ZZ020)的资助。本文感谢审稿人的建设性意见,文责由作者承担。

明,2015),可以通过从传统货币政策转向前瞻性货币政策达到更优的政策调控效果(张成思和计兴辰,2019)。

作为中央沟通和管理市场预期的前沿手段,前瞻性指引的重要性开始日益凸显。当前,学术界针对前瞻性指引的相关研究也随着各国实践的不断积累而更加深入。本文从内涵、作用机制、有效性三个方面对近几年关于货币政策前瞻性指引的国内外研究文献进行整理、评价及展望,并就基于适应性学习的影响机制和“前瞻性指引之谜”的相关研究文献进行了单独梳理,以期引起学术界对前瞻性指引更广泛的关注。

二、前瞻性指引的内涵及其作用机制的新拓展

前瞻性指引最初起源于 Woodford(1999)提出的“货币政策惯性”理论,是预期管理的重要方式(Carney,2013;万志宏,2015)。在经济不确定增加、流动性不足、政策利率接近零下限的特殊时期,中央银行通过发布宏观经济指标预测、未来政策调整路径或做出可信度较高的承诺等方式引导市场预期,从而提高政策实施效果。然而,各国中央银行因政策制度、宏观经济环境的不同而采取的前瞻性指引存在显著差异,导致许多学者对前瞻性指引的内涵及作用机制产生了不同理解。

(一)前瞻性指引的内涵

最初前瞻性指引多内含于政策倾向(Kohn,2005)、政策透明度(Geraats,2002)和政策展望(Blinder *et al.*,2008)等内容中,并未作为重要概念引起深刻关注。直到2008年国际金融危机后,美国、日本等主要发达经济体纷纷陷入零利率下限,或称为流动性陷阱的困境,导致调整短期利率的常规性货币政策基本已无实施空间。在这一背景下,作为预期管理的重要手段,前瞻性指引被正式隆重地推上了宏观调控的政策舞台。前瞻性指引最先由 Eggertsson and Woodford(2003)引入货币政策,随后,Woodford(2005,2012,2013,2016)从中央银行沟通与政策有效性、低利率约束下的政策调整方式、管理通胀目标下的前瞻性指引、QE与政策稳定性等方面,进一步探讨了零利率限制下包括前瞻性指引在内的预期管理工具。Woodford认为狭义的前瞻性指引是央行就未来政策立场和路径(主要是利率路径)与公众进行的沟通,但并非只是利率触及下限时的政策选择。而 Andersson and Hofmann(2009)则认为中央银行可通过新闻发布会、公告等沟通渠道发布对宏观经济目标变量的预测,从而实施前瞻性指引。IMF指出广义的前瞻性指引不仅包括未来政策立场和利率路径指引,还包括公布经济预测指标。目前,从内涵上看,前瞻性指引虽并没有形成统一的定义,但多数学者更倾向于狭义的前瞻性指引,而包含公布经济预测的更一般意义上的前瞻性指引并未得到普遍认同。

(二)前瞻性指引作用机制研究的新拓展

中央银行基于自身宏观调控地位和信息优势,在政策公布或新闻发布会上就未来政策取向或通货膨胀、产出等宏观经济前景展望进行信息公布,帮助公众缩短信息搜集和学习时间,更准确地了解货币当局的政策意图,引导公众预期形成,有效实现政策调控目的。近年来,学者们对前瞻性指引作用机制的研究主要集中在两个方面:

1. 前瞻性指引的信号渠道研究

随着前瞻性指引等非常规货币政策的实践,部分学者开始对信息不对称假设下的信号渠道展开研究,主要集中在两个方面:一是探究信号渠道的存在性(Bauer and Rudebusch,2012;Ferrero *et al.*,2014;Tang,2013),且普遍认为货币政策前瞻性指引存在信号渠道并显著影响最优前瞻性指引策略,但在不同时期信号渠道发挥的效果可能存在差异(Melosi,2017);二是研究信号渠道作用效果的影响因素(Hoerova *et al.*,2012;Hayo and Neuenkirch,2015),研究显示央行独立性、货币政策可

信度与透明度、公众对宏观经济的信息、市场主体的利率敏感性等因素对央行信号渠道发挥作用产生了重要影响。

基于已有研究文献和新凯恩斯理论,通过图 1 本文给出了前瞻性指引主要的信号渠道及其传导机制。货币政策前瞻性指引基于中央银行自身的宏观调控地位和信息优势,主要借助短期利率预期渠道、基准利率渠道、通货膨胀预期渠道等途径就未来政策取向、宏观经济前景展望等进行信息传递,引导公众预期形成,达成政策调控目的。具体地,前瞻性指引通过发布未来政策调控信息,首先影响公众对短期利率、通货膨胀率或基准利率的预期,从而引起长期利率、金融资产价格的变动,最终作用于总需求和产出。尤其是前瞻性指引通过改变公众对货币政策反应函数的认识,达到宏观调控目的。Hubert(2017)提出,央行就未来预期通胀进行的前瞻指引有利于私人信息的处理,进而能改变其对政策决策的反应。Raskin(2013)主张,美联储的前瞻性指引既通过改变公众对货币政策反应函数的认识,也可能通过未来经济前景预测影响利率。值得注意的是,多数信号渠道研究主要集中在央行前瞻性指引公布后对公众预期的单方面影响上,无法刻画公众预期的动态形成过程,以及中央银行前瞻性指引对公众决策行为的影响机制。

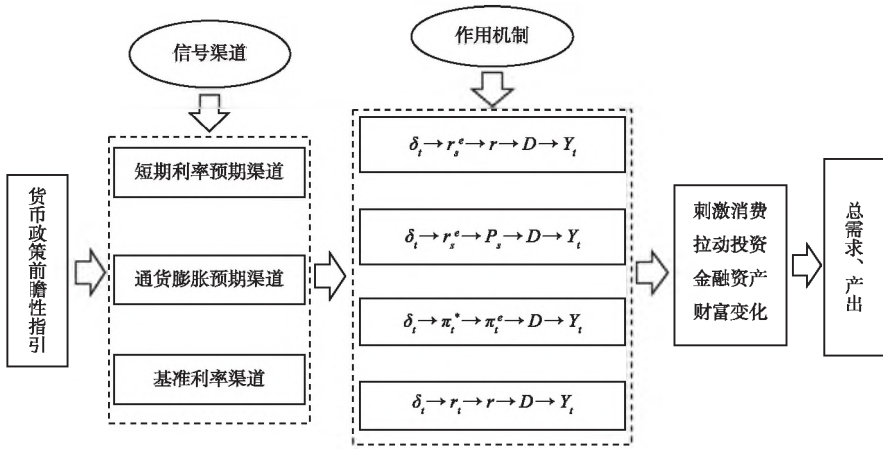


图 1 前瞻性指引信号渠道及其作用机制

2. 基于适应性学习的作用机制研究

适应性学习理论兴起于 20 世纪 80 年代后 (Bray, 1982; Evans, 1985; Evans and Honkapohja, 2001),对理性预期理论的某些严格假设条件进行了放松,假设公众最初对实际经济运作规律具有不完全认知,自身无法获知实际经济的理性预期均衡点,但可以基于不断获取的新信息并通过某种计量方法形成对实际宏观经济运行的新预期。适应性学习机制强调公众通过不断获取信息更新决策形成预期的过程,而货币政策前瞻性指引则是通过发布未来政策立场和利率调整路径信息,从而改变公众的信息集,公众通过适应性学习形成宏观经济预期,这是前瞻性指引引导公众预期的一个重要机制。相较于理性预期理论对公众具有完全认知能力的假设,适应性学习下公众预期形成机制的分析更符合现实 (Cole, 2016)。在适应性学习影响下,现实中公众预期往往具有不完全理性特征,基于理性预期理论得到的相机抉择的最优货币政策规则可能具有不确定性或不稳定性 (Evans and Honkapohja, 2005; Eusepi and Preston, 2011)。因此,作为有限理性的代表理论逐渐被引入到中央银行宏观经济预测 (Ferrero and Secchi, 2010)、相机抉择货币政策下的央行沟通 (Eusepi and Preston, 2010; Honkapohja and Mitra, 2014)、最优货币政策 (卞志村和高洁超, 2014)、通货膨胀预期形成过程 (范从来和高洁超, 2016) 等相关研究中。

多数先前信号渠道研究无法动态刻画公众预期的形成过程,所以少数学者开始将适应性学习机制引入到新凯恩斯模型中,通过对预期形成过程和调整机制的参数刻画,动态分析中央银行前瞻性指引下公众预期的形成过程,探究适应性学习对货币政策有效性的影响。Cole (2016)认为,金融摩擦的存在将增大适应性学习和理性预期对前瞻性指引冲击效应的影响差异,相较于理性预期,适应性学习下宏观经济变量总体上对前瞻性指导冲击的反应更贴近现实。刘喜和等(2017)基于适应性学习对金融机构的套利行为进行了分析,认为社会资金“脱实向虚”现象将提高公众对资产价格的反应,并影响公众适应性学习预期进而导致前瞻性指引有效性下降。在已有将适应性学习引入新凯恩斯模型的文献中,多数研究将基于理性预期的央行公共信息进行外生引入(Ferrero and Secchi, 2010; Marzioni, 2014),或是仅假设公众对宏观经济预期过程具有不完全认知(卞志村和高洁超, 2014),忽略了央行信息发布与公众预期的动态反馈过程,以及公众对外部冲击认知过程存在的偏差。

为此,基于 Morris and Shin (2002)的研究,郭豫媚和周璇(2018)将适应性学习引入包含公共信息和私人信息的 DSGE 模型,假设在不完全信息市场条件下,公众既不知道宏观经济预期过程,同时对外部冲击过程的存在认知偏差,且该认知偏差会对宏观经济预期产生影响。作者构建如下形式的新凯恩斯模型和前瞻性利率规则:

$$y_t = E_t y_{t+1} - \alpha(i_t - E_t \pi_{t+1}) + \mu_t \quad (IS \text{ 曲线}) \quad (1)$$

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \omega y_t + \nu_t \quad (\text{新凯恩斯菲利普斯曲线}) \quad (2)$$

$$i_t = \varphi_\pi E_t \pi_{t+1} + \varphi_y E_t y_{t+1} \quad (\text{前瞻性利率规则}) \quad (3)$$

其中, μ_t 和 ν_t 分别为需求冲击和供给冲击,且 $\mu_t = \delta_u \mu_{t+1} + \epsilon_t^u$, $\nu_t = \delta_v \nu_{t+1} + \epsilon_t^v$, $\epsilon_t^u \sim iid(0, \sigma_\mu^2)$, $\epsilon_t^v \sim iid(0, \sigma_\nu^2)$; y_t 、 π_t 、 i_t 分别代表当期的产出缺口、通货膨胀和名义利率, $E_t y_{t+1}$ 和 $E_t \pi_{t+1}$ 为产出缺口预期和通货膨胀预期, φ_y 和 φ_π 均为非负常数,表示调整短期名义利率的货币政策对产出缺口预期和通胀预期的反应。

将上述经济模型系统简化为矩阵形式: $H_t = AE_t H_{t+1} + B\eta_t$, $\eta_t = \rho\eta_{t-1} + \varepsilon_t$ 。并假定理性预期均衡形式为: $H_t = \phi\eta_{t-1} + \tau_t$, 但公众并不知均衡解 ϕ 的具体过程,故假设公众的感知运作法则为: $H_t = \phi_{t-1}\eta_{t-1}^p + \xi_t$, 公众对外部冲击的认知 η_t^i , 会随着央行公共信息 η_t^{CB} 的获取而修正为新认知 η_t^p , 借助福利损失最小化的最优解: $\eta_t^p = [\theta\eta_t^{CB} + \gamma(1-r)\eta_t^i] / [\theta + \gamma(1-r)]$ 。其中 $\eta_t^{CB} = \eta_t + \varepsilon_t^{CB}$, $\varepsilon_t^{CB} \sim N(0, 1/\sqrt{\theta})$, $\eta_t^i = \eta_t + \varepsilon_t^i$, $\varepsilon_t^i \sim N(0, 1/\sqrt{\gamma})$, 得到如下形式的公众预期偏差:

$$E_t H_{t+1} - \phi\eta_t = (\phi_{t-1} - \phi) [\theta\eta_t^{CB} + \gamma(1-r)\eta_t^i] / [\theta + \gamma(1-r)] \quad (\text{学习偏差})$$

$$+ \phi [\theta\varepsilon_t^{CB} + \gamma(1-r)\varepsilon_t^i] / [\theta + \gamma(1-r)] \quad (\text{信息偏差})$$

央行发布信息实施货币政策前瞻性指引,公众获取信息不断学习更新认知,逐渐减少学习偏差;同时,央行通过加强信息沟通减少公共信息和私人信息的噪声,促进信息偏差的减少。学习偏差和信息偏差不断减少直到收敛于0,公众预期最终达到理性预期均衡点。

综上,中央银行所拥有的信号优势和自身的调控地位,使信号渠道成为可能。前瞻性指引借助短期利率预期渠道、基准利率渠道、通货膨胀预期渠道等途径引导公众预期形成,达成政策调控目的。近年,相较于过去主要集中于中央银行前瞻性指引公布后对公众预期的静态分析,货币政策前瞻性指引对公众预期的动态作用机制研究已开始引起广泛关注。但值得注意的是,信号渠道作用过程应是央行发布信息和公众反馈信息的动态博弈过程,关注公众预期形成过程的同时,还应就公众预期对中央银行决策的反馈作用进行深入研究。

三、货币政策前瞻性指引的有效性研究

在有效金融市场中,若央行发布前瞻性指引相关政策信息,引导利率、通货膨胀、产出等经济变

量按央行预期发展,同时市场不确定性降低、福利损失减少,则可认为中央银行前瞻性指引是有效的。在具体的研究领域,学者们对前瞻性指引有效性的研究主要集中在以下四个方面:一是实证检验货币政策前瞻性指引在引导利率预期、稳定金融市场、减少福利损失与拉动经济增长的有效性;二是理论探究“前瞻性指引之谜”;三是关注前瞻性指引有效性的类别差异与国别差异研究;四是探讨前瞻性指引有效性的影响因素研究。

(一) 前瞻性指引的预期引导与经济刺激效应研究

理论上,前瞻性指引可引导公众对未来政策取向和变化路径做出更加准确的预测。目前,多数理论研究结果显示前瞻性指引确实能提高货币政策效率(Reifschneider and Williams, 2000; Eggertsson and Woodford, 2003; Woodford, 2012)。但借用经济数据对前瞻性指引有效性进行的实证检验结果尚且存在差异。

1. 前瞻性指引对于引导市场预期与减少金融市场波动的有效性研究

虽然前瞻性指引实践时间不长,但基于美联储、欧央行、英格兰银行、日本央行等发达经济体实践的有限实证分析显示,货币政策前瞻性指引在引导市场利率、减少金融市场不确定性方面发挥了一定作用。首先,在引导市场利率预期方面,Swanson and Williams (2014)通过比较分析低利率下不同到期日国债收益率对宏观经济新闻的敏感度发现,2011年后美联储前瞻性指引能通过引导公众预期削弱零利率对中长期利率的影响。Cœuré (2017)研究发现,欧洲央行的前瞻性指引能有效降低预期利率对宏观经济信息的敏感性。Andrade *et al.* (2019)分析 SPF 调查结果显示,美联储在2011Q3-2012Q4期间发布前瞻性指引后,受访者预期两年后利率会下降到极低,并指出当对未来通胀和经济增长持乐观情绪的公众增多时,前瞻性指引货币政策有效性会加强。Swanson (2017)比较分析了美联储前瞻指引和大量购买长期国债、资产抵押证券政策的经济效应;研究结果显示,前瞻性指引对短期国债收益率的作用较大,而大量资产购买对长期国债收益率、公司债券及利率不确定性的影响较大。此外,Jain and Sutherland (2018)基于中央银行预测和前瞻性指引对私人部门预测分歧的影响分析,认为相较于私人部门的宏观经济预测,私人部门对未来政策利率的预测分歧更易受前瞻性指引的影响。其次,在金融市场影响的有效性方面,Filardo and Hofmann (2014)通过对美国、日本、英国、欧洲的一年期、两年期、五年期银行间利率期货价格研究发现,前瞻性指引可有效降低期货价格波动性。Sinha (2015)研究显示,前瞻性指引可影响投资者情绪、风险认知及远期资产收益率,并引导着金融市场资产价格。

国内学者程均丽和林峰(2018)通过EGARCH模型实证检验认为,我国央行基于交流沟通展开的弱式前瞻性指引对中短期债券市场影响效果显著。张成思和计兴辰(2017)发现我国中央银行公布的《货币政策执行报告》具有隐性开放式前瞻性指引特征,而且该隐性前瞻性指引具有明显的政策效果,能有效减少市场波动。田光宁和范肖洁(2016)基于浙江省货币政策操作与民间借贷案例,认为前瞻性货币政策可有效降低影子信贷市场的风险。

2. 前瞻性指引减少福利损失与拉动经济增长的有效性研究

多数研究认为,前瞻性指引作为预期管理的前沿工具之一,在引导公众预期,提高公众的货币政策预测能力,拉动经济增长方面具有重要作用。Gavin *et al.* (2015)借助非线性研究方法将流动性陷阱事件的发生内生化的,基于新凯恩斯模型对美联储前瞻性指引的宏观经济效应进行了分析。研究认为,在信息冲击波动不增加条件下,通过延长信息扩散时间,前瞻性指引具有产出刺激效应;在经济深度萎缩或公众预期经济复苏放缓的情况下,前瞻性指引的促进作用非常小。Bundick and Smith (2016)借助递归货币VAR模型识别出2008年12月到2014年12月期间的前瞻性指引冲击;研究发现通过政策利率预期路径,前瞻性指引能够对经济活动和通胀水平产生影响,并认为宏观经济信息对于美联储利率公告的影响有限。Katagiri (2016)基于非线性的新凯恩斯模型研究显示,基

于规则的前瞻性指引可有效缓解危机时期通胀水平和经济增长的下降。

国内学者郝晓辉和许玥(2015)在新凯恩斯 DSGE 模型的研究框架下,运用贝叶斯分析方法,从预期视角对前瞻性指引政策实施对象展开探究,认为应针对通胀和就业目标实施前瞻性指引。同样基于凯恩斯 DSGE 模型,耿亚莹等(2019)运用方差分解和脉冲响应对美联储前瞻性指引的宏观经济效应进行了分析,结果显示,经济正常时期的前瞻性指引能有效引导公众对通货膨胀的预期,影响经济增长,而经济衰退时期的前瞻性指引可以加速经济复苏。

(二)“前瞻性指引之谜”及其解释研究

有限的实证检验证明了货币政策前瞻性指引在预期引导与经济刺激效应的有效性,但也有部分学者提出了不同意见。Moessler(2015a,2015b)对美联储前瞻性指引进行了实证检验,结果显示零利率下限时的 FOMC 政策利率指引公告会导致其他发达国家和新兴市场国家的股票价格上涨,明确的 FOMC 政策利率前瞻性指引对实体经济具有显著的负向影响,对通货膨胀的影响可以忽略不计。Lustenberger and Rossi(2017)则指出,中央银行官员过多的演讲将会降低公众对金融经济预测的准确性。Bulir *et al.*(2018)主张更清晰的货币政策报告并不能显著减少危机时期的市场波动。甚至有学者主张,理论上前瞻性指引对宏观经济的巨大影响并不符合现实。Del Negro *et al.*(2012)提出了“前瞻性指引之谜”,认为基于经典凯恩斯模型进行的前瞻性指引政策有效性的研究结果,与实际政策效果存在较大偏离,即模型估计的政策效果高于实际和直觉上的影响。

针对“前瞻性指引之谜”,Bodenstein *et al.*(2012)利用新凯恩斯模型研究认为,中央银行信誉度低导致前瞻性指引的可信性受到质疑,进而导致货币政策前瞻性指引失效。Harrison(2015)研究认为,当将前瞻性指引限制为适度政策干预时,“前瞻性指引之谜”就会消失。而另一种可能解释是,前瞻性指引有效性对限制一般均衡效应的某些相关假设高度敏感,如信贷约束(Mckay *et al.*, 2016)、有限理性(Gabaix, 2016; Gertler, 2017; Garcia-Schmidt and Woodford, 2019)、完全市场(Angelatos and Lian, 2016; Hagedorn *et al.*, 2018)等。具体地,Mckay *et al.*(2016)研究认为,基于不完全市场假设下的前瞻性指引,会因预防性储蓄需求而导致政策的宏观经济效应减弱。Gabaix(2016)对基于有限理性假设的货币政策和财政政策进行研究显示,相较于传统的新凯恩斯模型,当假设代理人对特殊或远期事件缺乏远见时,前瞻性指引的有效性明显下降。Gertler(2017)指出消费者预期并非理性预期,在基于适应性预期产出缺口和通胀预期反应函数而建立的 IS 曲线的预期形式中,前瞻性指引之谜将不复存在。Hagedorn *et al.*(2018)在不完全市场的研究框架下,定量分析显示前瞻性指引对产出、就业等宏观经济的影响几乎可以忽略不计。然而,Werning(2015)研究显示,完全市场和不完全市场假设下的前瞻性指引具有相同的宏观经济效应。此外,Farhi and Werning(2017)研究认为,有限理性和不完全市场这两种摩擦形式之间的强烈互动,可以为“前瞻性指引之谜”提供另一种可能解释。由此可见,将信贷约束、主观信念、有限理性与完全市场等假设引入经典理论分析框架进行模型改进,是当前学术界解决前瞻性指引之谜的关键所在,但相关解释仍存在一定争议,有待进一步深入研究。

(三)前瞻性指引有效性的类别与国别差异研究

在前瞻性指引的实践过程中,西方发达经济体央行根据本国各自经济、政治等情况采取了不同的前瞻性指引策略。对此,经济学者根据各国实践过程、承诺性质、具体内容等对前瞻性指引进行了分类。Filardo and Hofmann(2014)根据前瞻性指引的具体内容,将其分为利率前瞻性指引和资产负债表前瞻性指引。Winkelmann(2016)根据是否定量,将前瞻性指引分为定量前瞻性指引(Quantitative Forward Guidance)和定性前瞻性指引(Qualitative Forward Guidance)。然而,在研究中经常涉及的则是奥德赛式指引(Odyssean Forward Guidance)和德尔斐式指引(Delphic Forward Guidance),由 Campbell *et al.*(2012)根据央行是否做出明确承诺进行的分类。前者包含了央行对

未来利率调整路径的承诺,而后者央行不会对任何目标做出承诺。此外,在国际实践和学术研究上被采用较多的还有 Carney(2013)基于各国政策实践过程进行的分类,即开放式指引(Open-ended Guidance)、基于时间的指引(Time-contingent Guidance)和基于状态的指引(State-contingent Guidance)。开放式指引是央行对未来政策调整路径仅提供定性描述,不进行时间或条件上的明确承诺;基于时间的指引下央行会向公众有条件承诺货币政策可能在何时发生变化;若央行承诺当经济条件达到某个阈值时,货币政策才会发生改变,表明央行实施了基于状态的指引。

哪类前瞻指引更有效?针对不同前瞻性指引有效性的比较研究还相对较少。Chang and Feunou(2013)对加拿大央行基于时间的指引进行实证检验表明,前瞻性指引可明显降低市场不确定性。Campbell *et al.*(2017)研究认为,在2011年末采用基于时间的指引后,美联储实施的奥德赛式指引能有效引导通胀预期,刺激实体经济。Goy *et al.*(2018)将央行可信度内生化,在新凯恩斯模型研究框架下,对中央银行前瞻性指引的宏观经济效应进行了理论与数值模拟分析,研究显示,德尔斐式指引和奥德赛式指引都能增加经济从流动性陷阱中恢复的可能性,而且奥德赛式指引在刺激经济复苏上更为有效,但会增加复苏后的宏观经济不确定性,进而降低社会福利。Winkelmann(2016)通过基于小波变换的跳变检测方法对挪威中央银行前瞻性指引进行研究认为,定量的前瞻性指引强化了央行决策过程的透明度,从而显著提高货币政策可预测性。

在不同国家前瞻性指引的实施效果方面,Kool and Thornton(2015)通过对不同国家前瞻性指引有效性的比较分析,指出挪威、瑞典和新西兰的政策效果更显著,美国的政策效果有限。Kawamura *et al.*(2019)根据对日本经济衰退和乐观时央行所采取的政策信号表达方式的研究,认为日本央行在进行负面经济信息传达时,更加深思熟虑。此外,国内学者姜富伟等(2019)通过事件分析法研究了美联储货币政策对我国资产价格的影响,并认为美联储前瞻性指引主要通过风险溢价的渠道对我国债券市场产生显著影响,并会增加经济金融活动的不确定性。

(四)前瞻性指引有效性的影响因素研究

金融危机时期,经济金融环境复杂,公众对央行货币政策取向预测及理解变得困难。此时,中央银行能否掌握足够且准确的公共信息,是否具有引导公众预期的能力成为政策效果实现的关键。Bassetto(2019)研究认为,当中央银行掌握公众私人信息,且私人信息关注中央银行偏好或观点时,前瞻性指引会成为一种有价值的货币政策工具。Lakdawala(2019)运用SVAR模型实证分析认为,美联储和公众之间的信息不对称导致了前瞻性指引与传统货币政策的经济效应差异。Morris and Shin(2018)则认为货币政策有效性与央行信息准确性之间具有内生关系。中央银行既要通过分析经济基本面了解市场,又要通过实施货币政策影响经济基本面、塑造市场,中央银行的双重角色导致央行越依赖市场信号制定货币政策,市场信号中反映的经济基本面信息越少。此外,Illing and Siemsen(2016)在可追踪三期模型的研究框架下,将价格型货币政策内生于福利函数中,从而考察最优的价格型前瞻性指引;研究认为在完全灵活的价格下,潜在的非单调可支配福利函数损失最小。

国内学者郭豫媚和周璇(2018)研究认为,相较于私人信息,当央行公共信息准确性更高时,央行沟通(主要是前瞻性指引)能加速公众的学习过程,使公众预期快速收敛到理性预期均衡,提高货币政策效果。此外,尹继志(2015)提出,前瞻性指引有效性会受央行独立性、货币政策可信度与透明度、市场主体的利率敏感性等因素的制约。耿亚莹等(2019)则认为,前瞻性指引有效性会受通胀缺口与产出缺口的反应系数和价格粘性大小的影响。

综上所述,相较于过去集中于前瞻性指引相关概念、分类、传导机制及国际实践等内容的文献综述研究,近两年,少数学者开始尝试选用合理有效的计量方法对国内外货币政策前瞻性指引进行实证检验,虽然在诸多方面仍有争议,但相关研究深化了学术界对于前瞻性指引的认识,为前瞻性

指引实践提供了理论基础和现实指导。货币政策前瞻性指引对引导预期、稳定金融市场、拉动经济增长的有效性研究是学者们广泛关注的重点。但从实证结果看,并未对前瞻性指引的有效性形成统一的认识。究其原因,首先,中央银行在实施前瞻性指引过程中,受全球化、信息化等各种因素影响而存在各种不确定性,进而导致前瞻性指引的政策效果无法被准确预测。其次,实证结果因样本选取和实证模型的选择差异而不同。实证检验时,应将前瞻性指引和其他因素分离后进行有效性分析。此外,前瞻性指引的各国实践积累不足,实证检验比较有限,关于前瞻性指引的有效性研究有待进一步深入。

四、结论与未来研究方向

2008年国际金融危机后,前瞻性指引成为发达国家摆脱零利率下限、减少金融市场波动、复苏经济的重要货币政策工具。近几年,美国和日本等甚至尝试将前瞻性指引引入到量化宽松退出机制中。通过对近年来研究文献的梳理和归纳可见,多数实证检验结果证明前瞻性指引在一定程度上可有效引导市场预期、提高政策可预测性、减少金融市场波动、拉动经济增长。我国进入经济“新常态”后,预期管理和政策前瞻性开始引起货币当局的高度重视,在我国货币政策由数量型向价格型转型的过渡时期,前瞻性指引会是提高货币政策透明度、完善货币政策和宏观审慎政策双支柱体系的重要推力之一。作为中央沟通和预期管理工具,前瞻性指引值得中国央行借鉴。

第一,谨慎启用,循序渐进实行前瞻性指引。目前,我国尚未出现零利率下限问题,中国人民银行行长易纲在庆祝中华人民共和国成立70周年第一场新闻发布会上表示,中国货币政策“施展拳脚”的空间依然较大。因此,我国应该谨慎开启前瞻性指引。然而,随着全球经济进入深度调整期,国际市场不确定性加大,经济增长速度放缓。因此,我国货币当局应持续关注前瞻性指引和预期管理,适时择机调整货币政策,结合我国国情,稳健的、循序渐进的实施前瞻性指引。从前瞻性指引的国际实践看,多数发达国家都是渐进式地从开放式指引向基于时间和状态的指引过渡,从模糊、隐晦的弱承诺转为清晰、明确的强承诺。因此,我国应谨慎启用,并循序渐进实行前瞻性指引。

第二,加强前瞻性指引与其他政策工具的结合。我国应尝试加强直接经济干预与前瞻性指引的相互配合。直接经济干预是一种主观性较强的宏观调控手段,可能造成价格预期与市场均衡水平更大的偏差,并加剧市场的不确定性;前瞻性指引是中央银行就未来政策调整立场和路径与公众进行信息沟通,引导公众预期,进而提高货币政策效率。二者相互配合可以更好地实现引导利率预期、稳定金融市场波动、拉动经济发展的政策目标。此外,在实施抵押补充贷款、常备借贷便利等新型结构性货币政策的同时,可以考虑通过前瞻性指引引导公众对政策利率路径的预期,进而增强对短期和中长期利率的控制。

第三,建立双向多渠道沟通机制,提高公众预期管理水平。当前,我国并未建立长期性、系统性、权威性的预期调查机制,货币政策透明度较低。近年来,我国中央银行虽对货币政策目标进行了沟通,但多重目标的政策引导无法有效促进公众预期形成。因此,可以尝试通过多种渠道将货币政策意图传达给市场,强化货币政策传导机制,提高政策透明度,提高公众信任度。

针对现有研究内容,未来可从以下几方面展开深入研究:

首先,从作用机制看,应加强对中央银行发布信息和公众反馈信息的动态互动作用机制的分析。关于信号渠道,以往研究多集中于中央银行对公众预期影响的单方面静态传导分析上,但信号渠道作用过程并非央行单方面传递政策信号的过程,应是央行发布信息和公众反馈信息的动态博弈过程。作为央行政策的信息接收者,公众对信息的接收、解读、反馈,必然会对政策有效性产生一定程度上的影响。关注公众预期形成过程的同时,应就公众预期对中央银行决策的反馈作用进行

深入研究。

其次,从风险防范看,应重视探究前瞻性指引实施带来的潜在风险。从现有理论研究及有限的实证检验看,多数学者认为前瞻性指引在短期内是有益的。但作为中央沟通和预期管理的前沿工具,前瞻性指引的作用机制及其所面临的不确定性要比传统货币政策工具更为复杂,可能会增加社会成本,加大经济不稳定性,带来社会福利的减少。因此,探究前瞻性指引存在的潜在风险及其防范策略,具有重要的现实意义。

再次,从研究对象看,应加强探究发展中国家货币政策前瞻性指引。基于政策实践的前瞻性指引研究多集中于西方发达国家,缺少对于发展中国家货币政策前瞻性指引的相关研究。当前,在新常态下,预期管理必将成为我国宏观经济调控的重要组成部分。作为预期管理工具,针对前瞻性指引的传导机制、政策效果及风险防范等问题的研究必将成为未来我国非传统货币政策工具实践与研究领域的重点,为我国货币政策工具的创新和完善提供指导。

最后,应关注媒体在货币政策前瞻性指引信息传递过程中的作用。随着互联网技术和大数据的飞速发展,可以通过电视、广播、网络、手机等各种渠道解读各类货币政策信息。在研究货币政策报告、新闻发布会、央行声明等传递的前瞻性指引的同时,应重视其他媒体途径对前瞻性指引信息的解读及其对公众预期形成的影响。

参考文献

- 卜志村、高洁超(2014):《适应性学习、宏观经济预期和中国最优货币政策》,《经济研究》,第4期。
- 程均丽、林峰(2018):《中国货币政策前瞻性指引的有效性分析——基于债券市场的证据》,《财经科学》,第12期。
- 范从来、高洁超(2016):《适应性学习与中国通货膨胀非均衡分析》,《经济研究》,第9期。
- 耿莹莹、徐慧伦、谭小芬(2019):《美联储前瞻性指引的宏观经济效果——基于DSGE模型的研究》,《国际金融研究》,第5期。
- 郭豫媚、陈伟泽、陈彦斌(2016):《中国货币政策有效性下降与预期管理研究》,《经济研究》,第1期。
- 郭豫媚、周璇(2018):《央行沟通、适应性学习和货币政策有效性》,《经济研究》,第4期。
- 郝晓辉、许玥(2015):《货币政策前瞻性指引有助于稳定经济——基于预期视角的数量分析》,《广义虚拟经济研究》,第1期。
- 姜富伟、郭鹏、郭豫媚(2019):《美联储货币政策对我国资产价格的影响》,《金融研究》,第5期。
- 匡可可、张明(2015):《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》,《金融评论》,第4期。
- 刘喜和、穆圆媛、周扬(2017):《金融机构套利、适应性学习与中央银行前瞻性指引的有效性》,《金融经济研究》,第4期。
- 万志宏(2015):《货币政策前瞻指引:理论、政策与前景》,《世界经济》,第2期。
- 田光宁、范肖洁(2016):《前瞻性货币政策与影子信贷市场融资风险——基于2008-2014年货币政策操作与浙江省案例数据分析》,《中央财经大学学报》,第2期。
- 尹继志(2015):《中央银行前瞻性指引:国际实践与作用机制》,《南方金融》,第6期。
- 张成思、计兴辰(2017):《善言为贤:货币政策前瞻性指引的中国实践》,《国际金融研究》,第12期。
- 张成思、计兴辰(2019):《前瞻性货币政策转型与资产价格预期管理效果评估》,《国际金融研究》,第5期。
- Andrade, P., G. Gaetano, E. Mengus and B. Mojon (2019): "Forward Guidance and Heterogeneous Beliefs", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11, 1-29.
- Andersson, M. and B. Hofmann (2009): "Gauging the Effectiveness of Quantitative Forward Guidance: Evidence from Three Inflation Targeters", ECB Working Paper Series, No. 1098.
- Angeletos G. and C. Lian (2016): "Forward Guidance Without Common Knowledge", NBER Working Paper, No. 22785.
- Bassetto, M.(2019): "Forward Guidance: Communication, Commitment, or Both?", Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper Series, No. WP-2019-5.
- Bauer, M. and G. Rudebusch (2012): "The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper, No. 2011-21.
- Blinder, A., M. Ehrmann and M. Fratzscher (2008): "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence", *Journal of Economic Literature*, 46, 910-945.
- Bodenstein, M., J. Hebden and R. Nunes (2012): "Imperfect Credibility and the Zero Lower Bound", *Journal of Monetary Economics*, 59, 135-149.

- Bray, M.(1982): "Learning, Estimation and the Stability of Rational Expectations", *Journal of Economic Theory*, 26, 318-339.
- Bulir, A., M. Cihak and D. Jansen (2018): "Does the Clarity of Monetary Policy Reports Reduce Volatility in Financial Markets?", *Czech Journal of Economics and Finance*, 4, 1-16.
- Bundick, B. and A. Smith (2016): "The Dynamic Effects of Forward Guidance Shocks", Federal Reserve Bank of Kansas City Working Paper, No. 16-02.
- Campbell, J., C. Evans, J. Fisher and A. Justiniano (2012): "Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance with Comments and Discussion", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1-80.
- Campbell, J., J. Fisher, A. Justiniano and L. Melosi (2017): "Forward Guidance and Macroeconomic Outcomes since the Financial Crisis", *NBER Macroeconomics Annual*, 31, 283-357.
- Carney, M.(2013): *Monetary Policy after the Fall*, University of Alberta.
- Chang, B. and B. Feunou (2013): "Measuring Uncertainty in Monetary Policy Using Implied Volatility and Realized Volatility", Staff Working Papers, Bank of Canada, 13-37.
- Cole, S.(2016): "The Limits of Central Bank Forward Guidance under Learning", Economics Working Papers, No. 52.
- Cœuré, B.(2017): "Central Bank Communication in A Low Interest Rate Environment", *Open Economies Review*, 28, 813-822.
- Del Negro, M., M. Giannoni and C. Patterson (2012): "The Forward Guidance Puzzle", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 574.
- Eggertsson, G. and M. Woodford (2003): "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy" *Brookings Papers on Economic Activity*, 34, 139-235.
- Eusepi, S. and B. Preston (2010): "Central Bank Communication and Expectations Stabilization", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2, 235-271.
- Eusepi, S. and B. Preston (2011): "Expectations, Learning, and Business Cycle Fluctuations", *American Economic Review*, 101, 2844-2872.
- Evans, G. (1985): "Expectational Stability and the Multiple Equilibria Problem in Linear Rational Expectations Models", *Quarterly Journal of Economics*, 100, 1217-1233.
- Evans, G. and S. Honkapohja (2001): *Learning and Expectations in Macroeconomics*, Princeton University Press.
- Evans, G. and S. Honkapohja (2005): "Policy Interaction, Expectations and the Liquidity Trap", *Review of Economic Dynamics*, 8, 303-323.
- Farhi, E. and I. Werning (2017): "Monetary Policy, Bounded Rationality, and Incomplete Markets", NBER Working Paper, No. 23281.
- Ferrero, G. and A. Secchi (2010): "Central Bank's Macroeconomic Projections and Learning", National Bank of Poland Working Paper, No. 72.
- Ferrero, G., M. Miccoli and S. Santoro (2014): "Informational Effects of Monetary Policy." unpublished paper.
- Filardo, A. and B. Hofmann (2014): "Forward Guidance at the Zero Lower Bound", *BIS Quarterly Review*, 3, 337-353.
- Gabaix, X.(2016): "A Behavioral New Keynesian Model", NBER Working Paper, No. 22954.
- García-Schmidt, M. and M. Woodford (2019): "Are Low Interest Rates Deflationary? A Paradox of Perfect-Foresight Analysis", *American Economic Review*, 109, 86-120.
- Gavin, W., B. Keen and A. Richter (2015): "The Limitations of Forward Guidance", Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series.
- Geraats, P.(2002): "Central Bank Transparency", *Economic Journal*, 112, 532-565.
- Gertler, M.(2017): "Rethinking the Power of Forward Guidance: Lessons from Japan", NBER Working Papers, No. 23707.
- Goy, G., C. Homme and K. Mavromatis (2018): "Forward Guidance and the Role of Central Bank Credibility", DNB Working Papers.
- Hagedorn, M., J. Luo, I. Manovskii and K. Mitman (2018): "Forward Guidance", CEPR Discussion Paper, No. DP12858.
- Hayo, B. and M. Neuenkirch (2015): "Central Bank Communication in the Financial Crisis: Evidence from a Survey of Financial Market Participants", *Journal of International Money and Finance*, 59, 166-181.
- Harrison, R.(2015): "Estimating the Effects of Forward Guidance in Rational Expectations Models", *European Economic Review*, 79, 196-213.
- Hoerova, M., C. Monnet and T. Temzelides (2012): "Money Talks", Economics Letters, 116, 617-621.
- Honkapohja, S. and K. Mitra (2014): "Targeting Nominal GDP or Prices: Guidance and Expectation Dynamics", CEPR Discussion

Papers, No. DP9857.

Hubert, P.(2017): “Central Bank Information and the Effects of Monetary Shocks”, Bank of England Working Papers.

Illing, G. and T. Siemsen (2016): “Forward Guidance at the Zero Lower Bound in A Model of Price-level Targeting”, *CESifo Economic Studies*, 47–67.

Jain, M. and C. Sutherland (2018): “How Do Central Bank Projections and Forward Guidance Influence Private-Sector Forecasts?”, Bank of Canada Staff Working Paper.

Katagiri, M.(2016) “Forward Guidance as A Monetary Policy Rule”, Bank of Japan Working Paper, No. 16 – E–6.

Kawamura, K., Y. Kobashi, M. Shizume and K. Ueda (2019): “Strategic Central Bank Communication: Discourse Analysis of the Bank of Japan’s Monthly Report”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 100, 230–250.

Kohn, D.(2005): “Central Bank Communication: A Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Philadelphia, Pennsylvania”, Speech 87, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Kool, A. and D. Thornton (2015): “How Effective is Central Bank Forward Guidance?”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 97, 303–323.

Lakdawala, A.(2019): “Decomposing the Effects of Monetary Policy Using an External Instruments SVAR”, *Journal of Applied Econometrics*, 3, 1–17.

Lustenberger, T. and E. Rossi (2017): “Does Central Bank Transparency and Communication Affect Financial and Macroeconomic Forecasts?”, Schweizerische National Bank Working Paper.

Marzioni, S.(2014): “Learning and Signals under Discretionary Monetary Policy”, *Economic Notes*, 43, 211–231.

Mckay, A., E. Nakamura and J. Steinsson (2016): “The Power of Forward Guidance Revisited”, *American Economic Review*, 106, 3133–3158.

Melosi, L.(2017): “Signaling Effects of Monetary Policy”, *Review of Economic Studies*, 84, 853–884.

Moessner, R.(2015a): “International Spillovers from US Forward Guidance to Equity Markets”, *Applied Economics*, 47, 4549–4560.

Moessner, R.(2015b): “Reactions of Real Yields and Inflation Expectations to Forward Guidance in the United States”, *Applied Economics*, 47, 2671–2682.

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

Morris, S. and H. Shin (2018): “Central Bank Forward Guidance and the Signal Value of Market Prices”, *American Economic Review*, 108, 572–577.

Raskin, M.(2013): “The Effects of the Federal Reserve’s Data-based Forward Guidance”, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, No. 2013–37.

Reifschneider, D. and J. Williams (2000): “Three Lessons for Monetary Policy in A Low Inflation Era”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 32, 936–966.

Sargent, T. and N. Wallace (1975): “Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule”, *Journal of Political Economy*, 83, 241–254.

Sinha, A.(2015): “FOMC Forward Guidance and Investor Beliefs”, *American Economic Review*, 105, 656–661.

Swanson, E.(2017): “Measuring the Effects of Federal Reserve Forward Guidance and Asset Purchases on Financial Markets”, NBER Working Paper, No. 23311.

Swanson, E. and J. Williams (2014): “Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium-and Longer-term Interest Rates”, *American Economic Review*, 104, 3154–3185.

Tang, J.(2013): “Uncertainty and the Signaling Channel of Monetary Policy”, Federal Reserve Bank of Boston Working Paper, No. 15–8.

Werning, I.(2015): “Incomplete Markets and Aggregate Demand”, NBER Working Paper, No. 21448.

Winkelmann, L.(2016): “Forward Guidance and the Predictability of Monetary Policy: A Wavelet-based Jump Detection Approach”, *Journal of the Royal Statistical Society, Series C (Applied statistics)*, 65, 299–315.

Woodford, M.(1999): “Optimal Monetary Policy Inertia”, *Manchester School, University of Manchester*, 67, 1–35.

Woodford, M.(2005): “Central Bank Communication and Policy Effectiveness”, NBER Working Paper, No. W11898.

Woodford, M.(2012): “Methods of Policy Accommodation at the Interest-rate Lower Bound”, *Changing Policy Landscape*, 185–288.

Woodford, M.(2013): “Forward Guidance by Inflation-Targeting Central Banks”, CEPR Discussion Papers 9722.

Woodford, M.(2016): “Quantitative Easing and Financial Stability”, *Journal Economía Chilena*, 19, 151–233.

Regional Industrial Structure and Asset Quality of Commercial Banks ——An Analysis Based on Provincial Dynamic Panel Data

WU Pengfei DAI Guoqiang

(School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200433, China)

Abstract: This paper studies the effects of regional industrial structure on regional non-performing loan ratio (NPL) based on the provincial balanced panel data in China from 2009 to 2017. The results show that the process of industrialization has a significant inhibitory effect on the regional NPL and there is a reverse J-shaped relationship between them, which means that the impact of industrialization on NPL has a marginal diminishing effect. The relationship between the industrial structure upgrading measured by the employment indicator and the regional NPL is inverted U-shaped. The development of high-tech industries and regional NPL changes in the same direction, which might be due to the highly risky nature of high-tech industries.

Key Words: Non-performing Loans; Commercial Bank; Industrial Structure

JEL Classification: G21; L16; R11

Forward Guidance in Monetary Policy: The Latest Development

NIE Li SHI Kai

(School of Management, Jilin University, Changchun 130061, China;

School of Economy and Management, Northeast Normal University, Changchun 130024, China)

Abstract: After the global financial crisis, as an important tool for central bank communication and expectation management, forward guidance has been adopted by many central banks to cope with the deterioration of financial environment and break through the bottleneck of traditional monetary policy caused by zero lower bound on interest rate. This paper reviews the latest studies on forward guidance. It argues that the PBoC should implement forward-looking guidance cautiously and gradually. Moreover, the PBoC should try to strengthen the combination of forward guidance and other monetary policy instruments, and pay attention to the establishment of multi-channel communication mechanism.

Key Words: Central Bank; Forward Guidance; Monetary Policy

JEL Classification: E52; E58; E61