

美国货币政策预期管理经验及启示

■ 郑联盛

内容提要：全球金融危机后，预期管理成为货币政策制定的重要因素并日益成为一种政策手段。美联储是预期管理内化为货币政策因子的典型代表，其预期管理取得了较好的政策效果。美联储预期管理注重针对性、长期性和平衡性，基于其在市场体系中的核心影响力、长期的公信力以及体制上的政策主导权，通过明确的量化指标、恰当的前瞻性指引和充分的沟通机制有效地引导微观主体的经济行为以实现政策的目标。前瞻性指引是美国预期管理的核心手段，具有开放式指引、时间指引以及阈值指引等三种模式。美国预期管理实践值得中国借鉴，我国应将预期作为内生变量纳入到政策制定之中，积极构建与前瞻性指引相适应的指标体系，加强政策制定执行反馈各环节的沟通，并强化政策体系的公信力建设。

关键词：预期管理 货币政策 前瞻性指引 公信力

中图分类号：F832 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1770(2016)03-016-05

全球金融危机是大萧条以来最为严重的金融经济危机，美国出台了史无前例的政策加以应对。在美国宏观政策制定、执行和反馈的过程中，预期管理发挥了重大的作用。通过预期管理，美国货币政策整体保持市场预期之内，积极引导市场微观主体的行为向政策目标收敛。2009年以来，美国金融体系没有出现较大的市场波动，经济复苏整体稳健，已经基本摆脱了金融危机的负面冲击，且发展模式更加独立、杠杆率更低、发展动力更具持续性。美国货币政策预期管理对于我国进一步发挥政策效率、稳定金融体系、促进经济发展具有重要的启示。

一、预期管理在宏观政策体系中的作用

宏观政策有效性一个基础的条件就是其传导机制的顺畅程度，而决定传导机制效率的因素有政策公信力、行政体系效率、微观主体适应性以及反馈机制等诸多因素。在现代市场体系中，私人部门的行为对于政策有效性是具有基础性决定作用。预期管理的理论基础可以分为两个领域：一是理性预期的理论框架；二是预期管理的理论分析。基于新古典的理性预期学派是预期管理政策框架的一个根源，而预期管理是基于预期学派的一种政策实践，同时又将市场预期内化为政策制定与执行的一个因素，逐步形成了宏观政策的预期管理理论与实践。

在理性预期理论框架中，经济主体秉承理性人假设，其行为决策受预期的影响。理性预期学派最早指出，微观经济主体存在一种理性预期 (Rational Expectations) 或适应性预期 (Adaptive expectations)，这种适应性预期对于微观主体不一定是最优解，但是，由于理性预期会最大程度地利用可得的信息做出“理性”行为，将避免出现系统错误。其后，卢卡斯等坚持以新古典主义框架来分析预期在经济体系中的作用，强调理性人在应对经济变动状态时会形成一种预期，并基于理性人的利益最优化假设，根据预期做出理性的反应。更重要的是，卢卡斯等人 (Lucas 和 Rapping 1969; Lucas 和 Prescott 1971) 提出了理性预期在宏观政策框架中的作用，即宏观政策的有效性及其成功与否不仅决定于政策的制定者一方，还取决于微观经济主体的行为。为此，企业和消费者的微观行为是宏观政策决策者必须内化为政策决定与传导的变量。在政策实践中，理性预期学派 (Lucas, 1971) 核心的指标体系主要集中在货币供应、通货膨胀及经济增长 (或就业)，认为提出较为明确的通货膨胀目标水平对于稳定市场主体对于物价走势的预期是关键，也实现平稳经济增长的基础。

在理性预期与货币政策实践的开创性研究中 (Lucas, 1971; Barro, 1972, 1976) 强调了预期在货币政策决定、传导中的基础性作用，但是，实际上他们并没有明确提出预期管理的概念。Woodford (2001) 在信息经济学中的信息、预

期与货币政策的关系研究中首次提出了预期管理 (Management of Expectation), 并认为在信息社会中, 由于信息的可得性更强, 微观主体的预期更加敏感, 其对货币政策的影响将更为显著。其后, Woodford 基于信息不完备、信息疏忽、异质性等特征对预期管理作了较为系统的研究。此类研究仍然是基于理性预期学派的框架, 主要亦是讨论预期、货币政策与增长及物价之间的关系。

关于预期管理还有另外一类研究, 主要是基于微观或市场层面的研究, 即金融风险的传导及应对处置机制分析。这类研究并没有明显提出预期管理的概念, 但是, 在其研究框架和政策建议中基本都提及了市场预期的重要性及其在风险应对中的基础作用。金融风险的传染一般是通过两个渠道, 即信息渠道和流动性渠道 (BIS, 2008)。前者指一个结点上发生金融动荡, 经过信息渠道迅速扩散和放大形成新的不稳定性预期, 甚至成为一个更大的危机, 即所谓的“蝴蝶效应”。而流动性渠道则是一个结点发生财务困难, 直接影响相关金融机构的流动性, 进而可能导致更多的金融机构破产, 即所谓的“探戈效应”。Eichengreen 和 Donald (1998) 对东亚金融危机的研究中认为, 现代金融工具及其信息的复杂性在金融风险暴露时带来了具有系统性冲击的“羊群效应”。英国金融服务局 (2008) 分析了结构化金融创新、风险的信息透明度及其对整个金融市场脆弱性的影响, 强调现代金融体系严重依赖批发性货币市场时, 金融中介流动性的负债非常之高, 同时是一个具有极强信息敏感性的市场, 其期限错配在信息冲击下往往容易形成一致的负面预期, 并迅速导致流动性危机。而预期与流动性交织的金融危机是金融市场体系最大的风险 (Ramadorai, 2011)。预期管理的实践在美国成为了一个重大的政策议题, 是美联储非常规政策施行及退出的一个重要因素 (郑联盛, 2014a)。美联储主席耶伦强调预期在政策传导效应中的实质作用, 她强调政策的制定应该“亲预期”同时引导预期向政策目标方向发展。她认为, 货币政策影响经济产出的前提假设日益弱化, 政策决策者实际上无法回答为什么基准利率调整 25 个基点经济产出就会顺风而动, 实际上这与公众对政策调整信号性特别是未来长期政策走势的预期相关, 私人部门的支出决策主要取决于收入、就业、长期利率等重要指标的长期预期。每 6 周一次的议息会议并不重要, 重要的是公众对会议决定的经济影响及其长期走势的预期 (Yelen, 2013a)。

二、美国货币政策预期管理的经验

(一) 预期管理在美国宏观政策框架中的地位不断提升

在金融危机之前, 预期管理并不是美联储货币政策的核心原则。在格林斯潘时代, 美联储与市场的沟通并不是十分顺畅, 格林斯潘主席经常以模糊表述来应对市场的关切。伯南克主席上台后注重以简单、透明和公开原则与市场保持沟通, 美联储与市场之间“猫和老鼠”的游戏基本消除, 但是, 美联储政策整体基本有效, 市场预期管理并没有成为美联储决策的核心要素。

金融危机爆发之后, 美联储将基准利率降低至零水平, 又启动了大规模的量化宽松政策, 但是, 价格型和数量型货币政策工具的边际效用逐步递减, 市场信心在较长时间内无法得到提升, 市场微观行为担心美联储会较快地回收流动性并提升基准利率, 货币政策的效力并没有发挥显性的效力。美国政府对此进行反思并发现, 私人部门的支出决策主要取决于收入、就业、长期利率等重要指标的长期预期而非短期变化, 公众对政策调整信号性的认识主要是与未来长期政策走势的预期相关, 为此, 美联储认为, 进行市场预期管理、引导微观主体对未来经济的乐观预期是政策发挥效力的基础。

(二) 美联储预期管理的核心要素

1. 微观主体行为的预期引导是预期管理的出发点

美联储在全球金融危机的应对及经济复苏进程中认为, 预期管理将在货币政策的制定和执行中发挥基础作用, 通过货币政策工具的清晰界定, 对政策调整时机所需具备条件的明确揭示, 以定期议息会议及纪要为渠道, 以美联储官员讲话为补充, 使得美联储货币政策在很大程度上能够成为微观主体可预期、较稳定和可决策的内在因素, 从而有效引导市场预期和微观主体行为, 以实现货币政策的整体目标。

2. 前瞻性指引是预期管理的核心手段

金融危机之前, 隔夜利率及相关的公开市场操作是美联储进行宏观调控的主要手段, 美国不通过信贷管理或其他行政方式来直接控制金融市场中的资金流。但是, 当基准利率降至零下限后, 基于隔离拆借利率的调整和公开市场操作这一常规货币政策框架就失效了。此时, 前瞻性指引通过央行与市场的沟通来管理公众预期, 能够发挥再宽松作用, 发挥非常规货币政策的需求扩张功能。在零利率下限的环境中, 预期传导渠道的重要性尤为突出。根据美国的经验, 前瞻性

指引的成功实施应具备三个条件(匡可可等, 2015): 第一, 前瞻性指引的有效性取决于央行的信誉。只有人们相信中央银行的承诺, 前瞻性指引才能通过影响公众预期来发挥作用。第二, 前瞻性指引应被视作央行的承诺。前瞻性指引的承诺性质越强, 对公众预期的影响也就越强。第三, 前瞻性指引应该是准确、简单和易懂的。但是, 亦有研究认为, 前瞻性指引作为引导市场预期变化的政策工具却不是一种严格的政策承诺, 而是一种条件预测与政策准备(曾刚等, 2014)。

3. 明确的量化指标是预期管理成功的重要依托

美联储在预期管理中注重明确界定预期管理所依托的量化经济指标。整体而言, 通货膨胀指标、就业指标以及产能利用率等是美联储预期管理的三类重要指标, 特别是通胀和就业是两大核心的指标。2012年12月美联储前瞻性指引从时间指引转变为阈值指引后, 通胀和就业就成为两个最为准确、简单和易懂的观察目标, 即2.5%和6.5%两个阈值。

4. 开放的沟通机制是预期管理取得成功的基础渠道

货币政策的传导成效与金融市场的理性预期是紧密相关的, 货币当局应该密切关注市场所释放的信息, 这对于政策的理解、预期的形成和政策效果的达成具有实质性作用, 而建立不同渠道的沟通机制是打通政策与市场的关键。一是联储在理念上进行一场从“不解释原则”(Never Explain)到透明公开的“沟通革命”(Communication Revolution), 建立了与市场沟通的良好机制(Yelen, 2013b)。二是官方的信息披露机制。美联储通过简单、明确、易懂的议息会议声明在很多时间内就让市场较好地捕捉政策的意图与趋势, 这是政策有效传导的首要环节。三是联储官员的公开演讲与互动。通过官员与金融市场、实体经济部门的参与者进行沟通和互动, 使得联储更加了解市场的预期、支出决策的约束以及消费扩张的因素等, 这对于进一步完善政策框架是有利的, 将进一步提升投资或消费水平(郑联盛, 2014a)。

(三) 美联储预期管理的体制机制基础

1. 美联储在市场体系中具有核心影响力

美联储作为全球最为重要的中央银行, 其政策具有极强的引导性和外溢效应, 是国际金融市场核心关注的对象。这决定了美联储及其政策能够获得极为广泛的关注, 能够引起市场内部及行为主体的内在反应。美联储在市场体系中的核心作用决定了它的政策变化必然会引发市场的关注及预期的变化。

2. 美联储政策体系具有持续的公信力

美联储政策及预期管理能够有效地实行, 根源之一在于美联储在过去长期的政策制定和执行中遵守了较为严格的行为准则和市场化的规律, 在国内市场和国际市场上具有很高的公信力。美联储一般的政策方式是“逆风而动”, 但是, 美联储基本根据市场预期变化“顺势而为”, 市场相信美联储且对美联储的政策有信心。

美国的货币政策框架实际上是一种柔性通胀目标制(Flexible Inflation Targeting), 联储此前通过透明公开的沟通、独立可信的政策工具和原则(比如泰勒规则), 保障了物价稳定且长期处在较低水平, 锚定的通胀预期是美联储货币政策框架最巨大的财富或“信用”(郑联盛, 2014b)。

3. 美联储在美国宏观政策决定机制中具有重要的主导力

一是美联储宏观预测能力强。美联储在经济增长预测方面的专业水平处于市场领先地位, 且其经济模型向全市场公开, 市场可以据此获得美联储决策的预期数据。虽然, 美国财政部在行政体系上高于美联储, 但是, 财政部缺乏对经济增长、就业市场以及金融市场等的前瞻性预测能力及公信力。二是美联储专业研究水平高。在就业增长和物价稳定方面的研究能力极强且较为全面地映射到政策实践之中, 伯南克主席是大萧条危机研究的顶尖学者, 市场昵称为“直升机本”, 意为在危机时刻可无限地为市场注入流动性。耶伦主席则是劳动力市场领域的顶级专家, 被市场称为“厨房阿姨”。以研究主导政策制定的思维模式在美国宏观决策体系中得到很好的贯彻, 而美联储则是典型代表。三是美联储政策主导强。在宏观政策组合方面具有主导权, 虽然美财政部权力整体大于美联储, 但在危机应对、流动性供给以及政策基调确立上, 美联储具有更大的发言权。

(四) 美联储预期管理的基本原则

注重针对性是预期管理的第一原则。金融危机之后, 经济陷入衰退、失业率屡创新高。在预期管理中, 美国政府注重提升政策的针对性和系统性, 通过政策刺激、投资扩张、消费提振和出口振兴等一揽子政策组合来解决衰退和失业问题, 亦针对性夯实了微观主体的政策预期基础。不同部门的政策措施都是针对衰退和失业难题的, 这使得整个政策框架是统一化的, 这对于提高预期的针对性发挥了集聚效应。

注重长期性是预期管理的第二原则。在预期管理中, 美联储一直强调政策框架应该注重政策长期性。联储非常规货币政策框架通过预期管理实现了三个目标: 一是降低长期利率, 二是提高资产价格, 三是促使就业市场改善。美联储提出,

公众对政策调整信号性主要是与未来长期政策走势的预期相关，当局应该给予私人部门一个长期的视野。因为私人部门的消费与投资行为的决定主要看长期预期及其稳定性，而货币政策的决策从机制上看又是一个短期的行为，为此需要将美联储议息会议的视角放至长期性，公众对会议决定的经济影响及其长期走势的预期才会被实质性地引导。美联储的能力不能只体现在对各次政策节奏和力度的把控上，更主要的是需要对未来预期进行长期性的“塑造”，引导公众对长期政策趋势的准确理解并理性应对。

注重平衡性是预期管理的第三原则。预期管理中，美联储政策平衡性主要体现在三个方面：一是充分就业与物价稳定的平衡。在危机之后，美联储十分强调美联储政策的就业目标，但是，美联储官员一直强调没有将就业目标凌驾于物价稳定之上，且将物价稳定作为零利率和量化宽松政策维持的前提。在充分就业与物价稳定的平衡上，联储不承认就业目标比物价目标更具优先性，物价稳定仍然是重要的（郑耿盛，2014a）。在政策沟通中，联储一直将物价稳定作为宽松政策的前提。二是非常规政策的收益与风险的平衡。联储时常向市场释放信息提出，量化宽松政策下资产负债表的大规模扩张对于市场是有副作用的，市场未来需要为此承担部分成本。这利于市场主体通过预期形成能动的反应，提前释放政策转向的负面冲击。三是就业增长、通货膨胀和金融稳定三大目标的平衡。在金融稳定成为美联储第三大职能后，联储注重三个目标的平衡。伯南克主席在2014年1月离任前警示，宽松政策实施已经有5年，在物价近期锚定的状态下，就业形势逐步改善，但是，市场迷恋于追逐高收益率，可能造成资产高估，宽松货币政策框架对金融稳定的负面冲击是“最明确的风险”。

（五）前瞻性指引的政策经验

前瞻性指引（Forward Guidance）是美联储进行预期管理、引导市场行为、实现政策目标的核心手段，是美国在预期管理中的重大创新，亦是美联储政策能够取得较大成功的关键因素。值得注意的是，美联储前瞻性指引亦是一个不断实践、不断完善的过程。美国前瞻性指引主要经历了三个发展阶段：

一是开放式指引（Open-ended Guidance），即只确定政策方向不设置政策实行的时间和指标。2008年底美联储降低基准利率至零水平并宣布将“在一段时间内维持极低利率水平”，2009年3月美联储再次使用开放式指引强调“在很长一段时间内维持极低利率水平”。美国通过政策基调的开放式指引来

引导微观主体进行消费和投资。

二是时间指引（Calendar Guidance），即确定政策实行的时间阶段。2011年8月至2012年9月，美联储连续三次使用时间指引。2012年9月美联储宣布将出台新一轮量化宽松政策，并将超低利率期限延长至2015年中期。美联储利用时间指引来明确政策的执行阶段，一方面明确了政策的相对长期性，同时亦隐含了政策潜在的调整时点。

三是阈值指引（Threshold Guidance）（或状态指引），即设定明确的量化政策目标。2012年12月美联储预期管理的主要手段由时间指引修正为阈值指引，失业率和通胀率就成为美联储政策维持或退出的两大“阈值”指标。如果通胀在未来1-2年内预期不会超过政策中枢2%水平0.5个百分点（即不高于2.5%），且长期通胀预期保持稳定，同时失业率保持在6.5%以上，那么美联储仍将维持宽松的政策框架。但是，美联储对于失业这个阈值的明确关注在于2012年初，美联储致力于缔造一个长期目标与货币政策的策略，并认为可持续的就业是可以与长期通胀目标政策框架相互匹配的。这是美联储首次明确最大就业目标（吴培新，2014）。美联储对潜在行动设定门槛是对前瞻指引的重大改进，阈值指引使得市场消除了不确定性，提升了政策的公信力，同时也为政策退出提供了更为明确的市场预期与准备，私人部门可以根据两个指标与阈值的走势进行行为决策。

三、美联储预期管理对中国的启示

全球金融危机后，美国能够成为一枝独秀的经济体，且基本摆脱了危机的冲击，形成了一个相对独立、注重内需和可持续发展的新模式，宏观政策的有效性是基础，而预期管理是政策发力的重要基础。2013年“620”钱荒事件以来，我国金融市场的波动加大，特别是2015年6-8月的股票市场波动、“811”汇改后的汇率市场波动以及2016年初熔断机制引发的资本市场流动性枯竭等，充分体现了市场预期的重要性以及金融管理部门在预期管理上具有较大的完善空间。

一是将市场预期作为内化因子纳入到政策决策之中。第一，解决“要不要”市场预期的问题。改变政策决策的路径依赖，警惕闭门造车、“本本主义”和机械照搬国外经验，建立健全囊括预期管理的思维模式和政策决策机制。第二，解决市场预期“是什么”的问题。通过多种方式、渠道和机制对市场参与者的预期进行调研，认清市场预期及其对政策意图的偏

离程度。第三，解决市场预期“如何应对”问题。明确市场预期及其相对应的政策应对工具、组合与边界，并评估潜在政策的负面风险。

二是构建政策目标体系及相关的前瞻性指引。第一，以简单、明确和易懂的原则来遴选政策目标的相关指标。目前看，以经济增长、通货膨胀以及就业促进等三个宏观指标是较为符合预期管理的指标。第二，以经济增长模型为参考、以中国经济运行的现实状况为依托，以增长、物价和就业为基础设置符合中国国情的宏观政策前瞻性指引阈值指标。第三，可以参考美国经验在特定领域或市场设置政策目标及相关的前瞻性指引，比如股票市场、外汇市场等与预期紧密相关的领域。

三是建立健全金融市场体系的预期管理机制。针对国内金融市场波动性较大的特点，以美国等经验为借鉴，建立适应国内金融市场体系的预期管理机制：第一，建立金融市场体系的预期调查机制，厘清市场预期及其方向性，尤其需要甄别恐慌性、逆向性和系统性的市场预期。第二，完善金融子市场预期的应对机制，特别是银行间市场、股票市场、外汇市场等的预期管理。第三，建立金融市场体系重要指标的跟踪及引导机制，对于市场流动性、银行间拆解利率、债券市场收益率、股票市场估值以及外汇市场双边汇率（特别是人民币兑美元）等核心指标建立预期跟踪、管理及引导机制。

四是注重政策施行前、中、后的沟通机制建设。在政策出台前，注重政策出台的必要性、有效性及副作用的研究与分析；注重国内外的政策及经验沟通，通过国际经验的调研、讨论、总结和借鉴，应该结合中国的实际，做实政策制定前的充分沟通。在政策制定的过程中，以征求意见稿、研讨会、实地调研、补充调研等多种方式来完善政策。在政策执行的过程中，强调试点的重要性，加强试点经验及失败的总结。在政策执行之后，注重政策有效性的调研，注重微观主体的意见及建议，通过公开的沟通和交流进一步引导市场预期；注重第三方评估的作用和参考价值，重大的政策应该建立健全第三方评估的相关机制，以形成一种正向反馈的政策制定与评估过程。最后是鼓励政府部门官员多参与市场讨论，将政策制定做作为市场预期形成的一个分子，通过多种方式释放更加客观、全面、积极以及具有针对性的政策信息，以更加深入地引导预期。

最后是注重政策体系公信力建设。第一，尽量维持政策的稳定性。虽然，国内处在金融改革的深化期，政策存在经

常调整的可能性，但是，过度频繁的政策调整将使得市场主体疲于应对同时无法形成对政策的稳定预期，尽量避免朝令夕改。第二，尽量保证政策的一致性。尽量保证宏观政策的前后一致性，这是稳定市场预期、提升政策体系的公信力是基础要件，坚决避免政策前后矛盾。第三，有力提升政策的针对性。通过政策前期深入调研、政策讨论全面深入、政策执行坚决贯彻等方式来提高政策的针对性，避免政策上下堵塞。最后，提升监管体系的有效性。注重金融监管能力建设，通过基础设施完善、专业队伍建设、宏观审慎框架和微观监管标准等来强化监管能力，提升监管有效性，避免出现监管空白及漏洞，防止出现监管套利预期。

参考文献：

- [1] 匡可可,张明. 货币政策前瞻性指引的国际实践[J]. 中国金融, 2015(5).
- [2] 吴培新. 美联储非常规货币政策框架[J]. 国际金融研究, 2014(9).
- [3] 曾刚, 万志宏. 中央银行沟通与货币政策: 最新实践与启示[J]. 国际金融研究, 2014(2).
- [4] 郑联盛 (2014a). 耶伦的学术思想、政策取向及对经济的影响[J]. 国际金融, 2014(1).
- [5] 郑联盛 (2014b). 耶伦时代下的美联储退出之路[J]. 中国金融, 2014(3).
- [6] Janet L. Yellen(2013a). Rethinking Macro Policy[R]. Speech at a conference of IMF, Washington DC, April 16, 2013.
- [7] Janet L. Yellen(2013b). Communication in Monetary Policy[R]. Speech at the Society of American Business Editors and Writers 50 Anniversary Conference, Washington DC, April 4, 2013.
- [8] Lucas, Robert E, Jr & Rapping, Leonard A(1969). Price Expectations and the Philips Curve[R]. American.

作者简介：

郑联盛 经济学博士 中国社会科学院金融研究所副研究员、中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地副主任