

匡可可

kekekuang@163.com

张明

zhangming@cass.org.cn

货币政策前瞻性指引的国际实践及对中国的启示*

一、什么是前瞻性指引？

美国次贷危机爆发后，前瞻性指引（Forward Guidance）作为美联储非常规货币政策的重要组成部分，受到了各方的广泛关注。从本质上来说，前瞻性指引是央行通过与公众的沟通来管理市场预期的一种工具。狭义的前瞻性指引是指央行声明中有关未来政策利率走势的承诺。广义的前瞻性指引则包括了中央银行提供的与未来货币政策行为（主要是政策利率）相关的所有信息，例如央行发布的未来政策利率预测。

前瞻性指引不是一个全新概念。自上世纪 90 年代起，有些发达国家央行就开始通过对利率政策进行定性描述的方式来与公众沟通。新西兰和挪威等实施通货膨胀目标制的国家还会定期发布对未来政策利率路径的预测。但前瞻性指引受到关注的主要原因，是它在利率降至零下限从而导致常规货币政策失效时，能够发挥的再宽松作用。上世纪 90 年代后期，日本经济陷入衰退并面临持续通缩压力，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。直到本轮全球金融危机爆发后，主要发达国

* 本文的写作是笔者关于货币政策前瞻性指引的长篇学术论文的一个简明版本，并已经发表于《中国金融》2015 年第 5 期。关于更详细的分析，请参见：匡可可、张明（2014）：“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”，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心工作论文，2014 年 11 月。

家普遍面临零利率下限困境，美联储和欧央行等主要发达国家央行都纷纷将前瞻性指引正式纳入其货币政策框架。

二、前瞻性指引的作用原理

前瞻性指引的概念源于美国经济学家 Woodford 在 1999 年提出的货币政策惯性概念，其基本原理是通过央行沟通来管理公众预期。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，隔夜利率于是成为央行进行宏观调控的主要手段。然而，短期利率本身对人们支出决策的影响相对较小，人们支出决策主要取决于长期利率。根据利率期限结构假说，长期利率等于在该期限内所有短期利率预期的均值。因此，如果央行承诺维持政策利率不变的时间越长，那么（在央行公信力较好的情况下）央行对长期利率的控制也就越强。

在零利率下限的环境中，预期传导渠道的重要性尤为突出。假设央行通过前瞻性指引，做出在一段时期内维持零利率政策的承诺，从而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。换言之，在名义利率降无可降的情况下，央行还可以通过前瞻性指引来进一步刺激经济。

从上述分析中不难看出，前瞻性指引的成功实施应具备以下三个条件：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；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、清晰和易懂的。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，那么央行就难以准确地向公众解释其政策目标及反应方程，从而也就无法有效地管理公众预期。

三、前瞻性指引的主要类别

前瞻性指引主要分为三类：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。此类指引虽然灵活性较高，但同时信息含量较小。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，

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，这种做法明显存在风险。一旦经济状况发生意外改变，央行很可能需要改变货币政策。而此时人们将认为央行背弃了此前的承诺，这将导致央行声誉受到负面影响。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将会导致货币政策发生怎样的变化，从而无助于央行对公众预期的管理；第三类是状态(state-contigent)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，状态指引最适合目前不确定性较高的经济形势。

四、实施前瞻性指引的国际经验

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。美联储对前瞻性指引的使用始于 2003 年。互联网泡沫破灭后，美国经济复苏疲软、失业率高企，在将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，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，各界对“很长一段时间”等措辞的确切含义莫衷一是。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 月到 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，但却没有反映任何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，这一改变较好地反映了美联储货币政策的双重目标，附件条件又不过多，从而在效果上优于此前采用的开放式指引和时间指引。

日本是首个采用前瞻性指引的国家。为了缓解持续的通缩压力，1999 年 4 月，日本央行首次为零利率条件下采用开放式前瞻性指引，宣布“将在通缩压力消除之前维持零利率政策”。此后，日本由开放式前瞻性指引转向了状态式前瞻性指引。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。2001 年至今，日本共实施了三轮量宽政策，每轮量化宽松政策都伴随着与通胀指标挂钩的状态型前瞻性指引。自 2010 年 10 月起，日央行还在前瞻性指引中加入了与金融稳定相关的附加条件，宣布“将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”。

除了美国和日本之外，欧元区、英国、加拿大和挪威等国家在危机后也相继实施了前瞻性指引。其中欧央行采用的是开放式指引，英央行使用的是基于失业率的状态类指引。总体而言，美、日、英等国采用的多为状态式前瞻性指引，指引内容越来越清晰，力度也有逐渐加强的趋势。在状态式指引中，美国和英国选取的经济状态指标均为失业率和通胀，而日本和英国则都引入了金融稳定作为附加条件。

从政策效果来看，关于前瞻性指引有效性的实证研究表明，各国央行通过实施前瞻性指引，的确能够在一定程度上影响公众对未来政策利率路径的预期，从而降低长期利率。此外，前瞻性指引越明确，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逐渐减弱。最后，前瞻性指引也成功地起到了减低金融市场波动与期限溢价的作用。

五、对中国货币政策的启示

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。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，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。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长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，央行与市场的沟通不畅是引发市场动荡的重要因素。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。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，起到稳定公众信心、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。目前，中国货币政策在决策依据透明性、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，以增进公众对央行的信任。在政策透明度不足、央行独立性仍有待提高的情况下，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，又能为未来实施更成熟的前瞻性指引积累经验。

（作者单位：中国社会科学院世界经济与政治研究所）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。