

中国货币政策的预期管理研究

—— 基于中央银行沟通的视角

RESEARCH ON EXPECTATION MANAGEMENT OF MONETARY POLICY IN CHINA :
THE PERSPECTIVE OF CENTRAL BANK COMMUNICATION

李云峰◎著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

本书获得国家社科基金项目（11CJY106）资助

中国货币政策的预期管理研究 ——基于中央银行沟通的视角

RESEARCH ON EXPECTATION MANAGEMENT OF MONETARY POLICY IN CHINA :
THE PERSPECTIVE OF CENTRAL BANK COMMUNICATION

李云峰◎著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币政策的预期管理研究——基于中央银行沟通的视角/李云峰著. —北京: 经济管理出版社, 2016. 9

ISBN 978 - 7 - 5096 - 4431 - 7

I. ①中… II. ①李… III. ①货币政策—研究—中国 IV. ①F822. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 117980 号

组稿编辑: 杜 菲

责任编辑: 杜 菲

责任印制: 司东翔

责任校对: 超 凡

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京九州迅驰传媒文化有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 9.25

字 数: 186 千字

版 次: 2016 年 9 月第 1 版 2016 年 9 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 4431 - 7

定 价: 48.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

货币政策的关键在于预期管理。自金融危机以后，常规货币政策的边际效用越来越小，前瞻性指引似乎变成了各大中央银行影响市场的手段。从本质上说，前瞻性指引是中央银行通过与公众沟通来管理市场预期的工具之一。本书旨在探索我国中央银行沟通在货币政策预期管理中的有效性，比较发达国家中央银行沟通在预期管理中的实践经验，为提高我国中央银行沟通在货币政策预期管理中的效果提供经验证据与政策建议。

本书的研究意义在于：在理论方面，通过对中央银行沟通的研究，有利于中国人民银行更好地把握中央银行沟通这种新型的货币政策工具，进一步理解沟通在预期管理中的价值。在实证方面，突破以往国内只对中央银行沟通的定性分析，通过对中央银行沟通量化，实证分析沟通在管理金融市场预期及通货膨胀预期中的效果，并研究了中央银行沟通预期管理的微观基础，为经济主体利用沟通来提高货币政策的预测能力及自身的投资决策能力提供帮助。在此基础上，具体分析我国沟通策略现状和制度环境，结合国外成功的沟通实践，提出适合我国的沟通策略建议，为我国货币当局沟通策略的制定提供依据。

本书具体内容分为三个部分。第一部分包括第一章与第二章，主要介绍了中央银行沟通管理预期的研究背景、货币政策预期管理的思想演变及发展脉络，并对中央银行沟通在预期管理中的相关文献做了综述。该部分的写作主要便于读者对中央银行沟通在货币政策预期管理中研究进展有初步的认识。第二部分包括第三章至第六章，主要从理论与实证两个方面论证中央银行沟通在货币政策预期管理中的有效性与微观机理。第三章利用感知运转模型，发现中央银行沟通行为能够加速经济主体的学习过程，减少经济主体的预测误差与行为偏差，稳定预期，从而在理论上论证了中央银行沟通在货币政策预期管理中的有效性。第四章与第五章通过实证分析来验证中央银行沟通在管理通货膨胀预期与金融市场预期中的有效性。第六章以股票市场为例，分析了中央银行沟通对投资者预期及行为的影响，以此来阐明中央银行沟通管理预期的微观机理。第三部分包括第七章与第八章，探讨了我国中央银行沟通策略的构建。第七章分析了国外中央银行沟通在预期管理中的策略与效果，为我国中央银行沟通策略的构建提供了经验与启示。第



八章根据我国中央银行沟通的现状及相关制度特征，结合前面的研究成果，构建了适合我国中央银行的沟通策略，以此提升中央银行沟通在货币政策预期管理中的有效性。第四部分为附录。

本书的完成，要感谢同行学者给予的认同、鼓励和支持。他们为本书的初稿提供了有帮助的意见，在本书的准备期间一直支持和鼓励着我。我还要特别感谢江西师范大学的李似鸿教授、陈胜祥教授，中山大学的李仲飞教授、王曦教授，感谢他们在本书部分章节中提出的宝贵意见。

感谢国家社科基金对本书的资助，此外也要感谢国家社科基金匿名评审专家对本书提出的有益建议。

李云峰

2016年5月8日

目 录

第一章 绪论	1
一、研究背景及意义	1
二、基本概念的界定	3
三、研究思路与结构安排	4
四、研究方法	6
五、创新之处与不足	6
第二章 文献综述	8
一、货币政策预期管理的思想演变及发展脉络	8
二、国外文献研究现状	11
三、国内文献研究现状	18
四、国内外文献研究现状简评	18
第三章 中央银行沟通与货币政策的预期稳定	20
一、引言	20
二、中央银行沟通与预期稳定	20
三、中央银行沟通在货币政策中的价值	24
四、本章小结	25
第四章 中央银行沟通与通货膨胀预期管理	26
一、引言	26
二、理论模型	27
三、数据描述与分析	30
四、实证分析	34
五、中央银行沟通：清晰还是模棱两可？	39
六、本章小结	40



第五章 中央银行沟通与金融市场预期管理	41
一、中央银行沟通在预期管理中的重要性：一个简单框架	41
二、中央银行沟通与利率预期管理	42
三、中央银行沟通与汇率预期管理	57
四、中央银行沟通与股票市场预期管理	69
五、本章小结	76
第六章 中央银行沟通在预期管理中的微观基础	78
一、引言	78
二、基于微观视角的中央银行沟通模型	79
三、中央银行沟通信息对个人投资者投资行为的影响	81
四、中央银行沟通信息对机构投资者投资行为的影响	91
五、本章小结	92
第七章 国外中央银行沟通在预期管理中的策略与效果	93
一、国外中央银行沟通策略	93
二、国外中央银行沟通在预期管理中的效果	99
三、本章小结	102
第八章 我国中央银行沟通在预期管理中的策略	103
一、我国中央银行沟通现状及问题	103
二、我国中央银行沟通策略调查问卷的结果及分析	105
三、我国中央银行沟通在预期管理中的效果	114
四、我国中央银行沟通在预期管理中的策略构建	115
五、本章小结	118
附录	120
参考文献	128

第一章 绪论

一、研究背景及意义

（一）研究背景

20 世纪 90 年代以前，中央银行被裹着一层神秘面纱。各国中央银行都认为货币政策的制定者应该尽可能地保持缄默，或者含糊其词。这主要是受理性预期革命所得出的“货币政策无效论”的影响，认为货币政策“越不透明越有效”，只有“意外”的货币政策才能达到其意图。而到了 1996 年，Robbins 在伦敦经济学院的演讲中提出“中央银行沟通有助于提高货币政策有效性”的观点。他认为，中央银行沟通有助于公众预期中央银行未来几个月甚至几年的短期利率路径行为，这对其他资产价格（如长期利率、股票价格和汇率）的决定非常重要。2001 年，Woodford 在联邦储备局的一次会议上声称，货币政策的实质就是预期管理的艺术，而中央银行沟通有助于预期管理。

这些新的想法也被运用到中央银行的实践中来。如自 1994 年 2 月联邦公开市场委员会首次公布联邦基金目标利率以来，联邦公开市场委员会的透明性有了长足提高。1999 年 5 月，联邦公开市场委员会开始在陈述中公布货币政策未来变化倾向。3 年后，联邦公开市场委员会又开始在每次会议之后公布其投票结果。就连曾以“缄默是金，含糊其词”为豪的联邦储备前主席 Greenspan 在 2003 年也通过告知联邦基金利率在相当长的时期内保持低水平来引导预期。从 2005 年 2 月起，联邦公开市场委员会在下一个会议之前，发布其会议纪要。从 2007 年 11 月开始，联邦公开市场委员会又增加了公开发布预测的频率，拓展了预测的内容及视野。

其他中央银行在过去 10 ~ 15 年也变得更加透明，并且把更多权重放在沟通上，如新西兰储备银行和英格兰银行。挪威中央银行、欧洲中央银行和瑞典中央银行也是这方面的领军人物。中央银行沟通已经成为一种世界范围内的现象。



我国也不例外，中央银行在增加独立性同时，也加强了沟通。1996年，中国人民银行创办了《中国人民银行文告》。同年起，中国人民银行把货币供应量正式作为货币政策的中介目标，每年均对外公布增长率目标和货币供应量。1998年，中国人民银行开始每月召开经济金融形势分析会，与各商业银行、政策性银行、国家经济管理部门及时沟通、交流信息。1999年，开始在货币政策委员会会议后，发布会议决议。2001年，开始通过《中国人民银行年报》、中国人民银行网站、纸质媒介等多种形式，对外公布货币政策执行报告、执行过程等多种信息。2003年，为了方便经济主体及普通民众获取金融统计数据，开始对外公布《金融统计数据公布时间表》。2005年，中国人民银行为了全面评估金融体系的稳定状况，开始发布年度《中国金融稳定报告》。

中央银行沟通增加的重要动因是在中央银行独立性增强的同时，也应该承担更多责任。他们有责任解释其行动以及这些行动背后的想法。而且货币政策透明度的提高，也是现在中央银行发展的趋势；各国中央银行也越来越愿意通过中央银行沟通这种工具来实现自身的货币政策目标。

中央银行沟通能否实现货币政策目标，关键在于中央银行沟通是否有助于货币政策的预期管理（Woodford, 2005; Svensson, 2006）。鉴于此，2009年中国中央经济工作会议将管理通货膨胀预期首次作为经济调控的一项重要任务。2010年中国《政府工作报告》重申了“管理好通货膨胀预期”的要求。那么我国中央银行沟通是否有助于货币政策预期管理、稳定经济预期，从而提高货币政策有效性？尽管我国提出的货币政策预期管理对象是通货膨胀，但金融市场上的重要变量（如利率、汇率、股票价格）与通货膨胀预期相互关联，所以要回答上述问题，货币政策预期管理的内容应考虑中央银行沟通是否能够管理金融市场预期。此外，我们不禁要问，中央银行沟通为什么能够影响金融市场预期？其微观机理是什么？又如何提高中央银行沟通在货币政策预期管理中的作用？基于此，本书首先研究了中央银行沟通对通货膨胀及金融市场中的价格（如利率、汇率、股票价格）的影响。其次，本书探讨了中央银行沟通影响通货膨胀及金融变量的微观因素，即中央银行沟通对国内社会公众的消费、储蓄、投资等行为和预期的影响。最后，通过中央银行沟通对微观因素的考察，对如何提升中央银行沟通在货币政策预期管理中的效力给出一些建议。

（二）研究意义

本书试图解决以下几个方面的问题：

第一，中央银行沟通作为一种新型货币政策工具，是否有助于货币政策预期管理？我们欲从以下几个方面来进行实证分析：中央银行沟通能否影响利率预



期、汇率预期、股票价格预期以及通货膨胀预期,使它们朝着中央银行合意的方向变化,进而有利于公众提高预测利率、汇率、股价的能力以及锚定通货膨胀预期和稳定产出的能力?

第二,中央银行沟通对宏观经济产生影响的微观机理是什么?中央银行沟通如何影响社会公众的消费、储蓄、投资等行为及预期?

第三,世界各国中央银行沟通在预期管理中具体实践的基本经验是什么?基于这些经验,结合我国中央银行沟通现状,如何提高中央银行沟通在我国货币政策预期管理中的有效性?

以上问题的研究意义在于:在理论方面,通过对中央银行沟通的研究,有利于中国人民银行更好地理解和把握中央银行沟通这种新型的货币政策工具。在实践方面,对于市场参与者来说,有助于更好地理解中央银行沟通,预测中央银行相关的货币政策为自身投资决策提供的帮助;对于中央银行来说,可以为其采取何种沟通策略引导公众预期提供具体指导,以促进经济和物价的稳定,提高货币政策预期管理的有效性。

二、基本概念的界定

2000年以后,关于中央银行沟通的文章不断涌现,但是很少有学者对中央银行沟通的定义进行清晰的界定,大部分学者把中央银行沟通等同于货币政策透明,或者认为中央银行沟通是实现货币政策透明度的过程(Poole & Robert, 2003; Cruikshank & Eijffinger, 2007)。尽管中央银行沟通与货币政策透明度存在紧密联系,但把它定义为实现透明度过程有些不妥,其原因在于中央银行沟通的目的在于引导公众预期,是主动的沟通过程,而并非是被动的信息披露过程。Amato等(2002)使用Morris和Shin(2002)的模型得出,太多的透明性实际上会减弱货币政策的有效性。这种论述基于两个前提:一是中央银行和私人信号都是“噪音”;二是中央银行信号的权重超过了私人信号。若中央银行创造的消息不能让市场参与者普遍清楚地理解,那么这种信息“噪音”就会阻碍市场参与者对信息有效的消化吸收(Kahnemann, 2003)。尤其是如果中央银行沟通自身都不能达成一致,如经济前景,这种“噪音”会更大。总之,透明性自身不是目的,它只是帮助货币当局达到其要求的一种途径(Issing, 1999; Mishkin, 2004)。

从以上分析可以看出,中央银行沟通不仅要对货币政策信息进行披露,更重要的是要使披露的信息能够引导公众预期。为了能够通过沟通引导公众预期,首



先,中央银行在沟通过程中所传递的信息必须被公众获得并对其真正理解,即公众信息的获取和理解过程。为此,中央银行应该运用多种沟通工具,使公众能够及时、迅速地获得中央银行所发布的信息。因为发布的信息有很多经济词汇和专业术语,公众即使获得这些信息,如果不能理解或认同这些信息,中央银行沟通也起不到作用。所以,中央银行还应向公众普及货币政策或者宏观经济知识,以此提高经济主体对于经济运行规律的认知水平,从而逐步形成一套公众和中央银行都能共同认同、理解的沟通语言。其次,在信息传递过程中,要传递经济主体重点关注信息,如货币政策目标、决策程序、经济前景展望及走势等。最后,中央银行应该加强与公众的双向信息沟通,在获取公众反馈信息的基础上不断改进和优化中央银行沟通策略。通过上述方式,中央银行通过多样的沟通工具把经济信息传递给经济主体,并被经济主体准确理解和认同,形成符合中央银行意图的预期,继而影响经济主体的投资、储蓄行为,最终使得金融市场或经济发展向中央银行合意的方向变化。

综上所述,本书给出如下中央银行沟通定义:中央银行沟通是指为了引导公众预期,中央银行通过讲话、采访、书面报告等沟通工具向社会公众传递货币政策信息(如政策目标、决策程序、经济前景展望及走势等),并被社会公众准确理解、认同的一种过程。

此外,对中央银行沟通还要做一些阐释,沟通并不等同于承诺。中央银行的沟通(如政策决定、通货膨胀目标、预测等)仅是暗示,并不是承诺将来要采取或不采取行动。因为中央银行是在一些未来变量基础上,对自己未来行为的条件预测,但预测的条件特征却很难被中央银行所传达(Issing, 2005)。

三、研究思路与结构安排

本书以中央银行沟通为研究对象,结合国内外已有的研究成果,分析、检验和评价我国中央银行沟通在货币政策预期管理中的宏观表现,继而对宏观表现下的中央银行沟通的微观基础进行探讨,并在借鉴发达国家中央银行沟通成果经验的基础上,结合我国沟通现状,建立适合我国的沟通策略,为货币当局提高货币政策有效性提供重要的参考依据。本书的逻辑框架如图1-1所示。

在结构安排上,本书共八章,具体如下:

第一章,绪论。内容涉及研究背景及意义、概念的界定、本书的逻辑框架、研究方法、创新与不足。

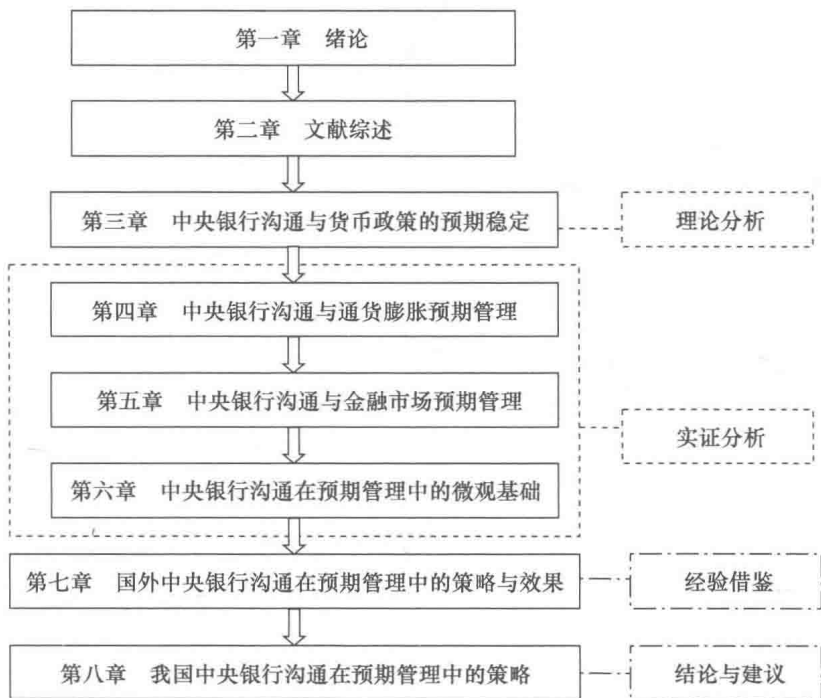


图 1-1 本书的逻辑框架

第二章，文献综述。首先，介绍货币政策预期管理研究的思想演变及发展脉络，指出从中央银行沟通视角来研究货币政策预期管理已成为研究趋势。其次，对中央银行沟通研究文献进行综述，把中央银行沟通文献归结为四类：中央银行沟通与货币政策有效性的研究、中央银行沟通对通货膨胀的影响、中央银行沟通对金融市场的影响以及中央银行沟通策略。最后，对研究现状做简单评论。

第三章，中央银行沟通与货币政策的预期稳定。在新凯恩斯模型基础上，利用感知运转模型，分析中央银行沟通能否稳定预期，以及分析中央银行沟通在货币政策中的作用。

第四章，中央银行沟通与通货膨胀预期管理。在卢卡斯总供给函数模型的基础上，引入中央银行沟通变量，构建含有沟通变量的卢卡斯总供给函数模型，讨论沟通变量对预期通货膨胀与实际通货膨胀的影响。然后，对我国中央银行沟通引导通货膨胀预期及稳定实际通货膨胀的效果进行实证分析，并比较沟通和传统货币政策工具在引导预期通货膨胀以及稳定实际通货膨胀中的效果。

第五章，中央银行沟通与金融市场预期管理。论述中央银行沟通在金融市场中的传导机制，然后分别实证分析中央银行沟通在利率预期管理、汇率预期管理以及股票市场预期管理中的作用。



第六章，中央银行沟通在预期管理中的微观基础。以股票市场为例，通过调查问卷，分析中央银行沟通影响微观主体的投资行为传导途径以及存在的问题，在此基础上分析中央银行沟通为什么能引导市场预期。

第七章，国外中央银行沟通在预期管理中的策略与效果。考察美国、英国与欧盟的中央银行沟通实践，从沟通内容、沟通方式、沟通时机与频率、沟通效果四个方面进行比较分析，归纳出中央银行沟通应该遵守的一般沟通策略。

第八章，我国中央银行沟通在预期管理中的策略。介绍我国中央银行沟通现状，对我国中央银行沟通策略进行调研，根据我国实际情况，对我国中央银行沟通在预期管理中的策略选择提出了建议。

四、研究方法

（一）比较的研究方法

在对中央银行沟通进行实证分析过程中，通过中央银行沟通信息与宏观经济信息、口头汇率干预（汇率沟通）与实际汇率干预的比较分析，论证中央银行沟通在预期管理中是一种有效的货币政策工具。此外，还对中央银行沟通策略进行了国际比较，以便得出有益的中央银行沟通经验。

（二）规范分析与实证分析相结合的研究方法

规范分析主要通过理论建模和数理推导来分析中央银行沟通在货币政策中的作用。实证研究运用事件研究法、有序概率模型方法、结构向量自回归模型（SVAR）等多种计量方法对中央银行沟通在货币政策预期管理中的有效性进行论证。

（三）问卷调查法

通过对投资者发放调查问卷，分析中央银行沟通如何影响投资者行为，继而影响金融市场；通过对中国人民银行分行、中心支行的调研，分析我国中央银行沟通应该采用何种沟通策略来管理预期。

五、创新之处与不足

本书的创新之处主要有以下几个方面：



第一,研究视角的创新性。基于一种新型的货币政策工具——中央银行沟通,系统研究其对货币政策预期管理的影响,拓宽了货币政策预期管理影响因素的范围。

第二,理论的拓展。通过构造两部门模型,论证了中央银行沟通在预期管理中的价值;在卢卡斯总供给函数中引入中央银行沟通变量,拓展了卢卡斯总供给函数。

第三,有创新意义的结论与政策建议。首次就我国中央银行沟通对金融市场(利率市场、汇率市场)、通货膨胀变化进行了实证分析,就中央银行沟通在预期管理中的微观机理展开了社会调查,并根据我国实际情况提出了如何提高中央银行沟通效力的有益建议。

在力图做到以上创新点的同时,由于客观条件的限制,本书还存在以下不足之处:

中央银行沟通本应该是中央银行与公众双向作用的过程,在研究中央银行沟通信息对公众预期产生影响时,还应研究公众预期如何影响中央银行沟通。公众预期影响中央银行沟通研究的一个必备条件就是需要公众预期数据,但是由于中国人民银行沟通刚起步,金融市场还没有完全市场化,一些公众预期的定量数据还缺乏,如中国人民银行对经济主体预期的度量主要是使用20000名城镇居民调查问卷的形式,因而得出的预期数据都是定性数据,缺乏定量的预期数据。本书只研究了中央银行沟通信息影响公众行为,继而影响利率、汇率、通货膨胀,而没有研究反向过程,即中央银行沟通又如何受到公众行为反作用的影响,不能不说这是本书的一个遗憾。随着我国预期数据的积累,中央银行沟通如何受公众预期的影响,以及由此产生的高阶预期将是中央银行沟通未来进一步的研究方向。

第二章 文献综述

本章首先阐述了货币政策预期管理研究的思想演变及发展脉络,指出从中央银行沟通视角来研究货币政策预期管理已成为研究趋势。其次,对中央银行沟通国内外研究现状进行了综述。把中央银行沟通文献归结为四类:中央银行沟通与货币政策有效性的研究、中央银行沟通对通货膨胀的影响、中央银行沟通对金融市场的影响以及中央银行沟通策略。最后,对国内外研究现状做简单评论。

一、货币政策预期管理的思想演变及发展脉络

货币政策的预期管理思想由来已久,Friedman(1968)提出附加预期的菲利普斯曲线就蕴含预期管理的思想。该曲线表明,在短期内,通货膨胀与失业率之间存在替代关系;在长期内,公众会意识到通货膨胀发生了变化,会调整通货膨胀预期,使实际通货膨胀率等于预期通货膨胀率,货币当局的相机抉择政策失效。因而货币当局在制定长期货币政策时要考虑公众对通货膨胀的预期。更有甚者,主张理性预期的卢卡斯认为,由于凯恩斯式的需求政策被公众所预期,即使在短期内相机抉择的货币政策也无效。既然不能通过牺牲通货膨胀来换取高产出与高就业,那么把控制通货膨胀作为唯一的货币政策目标就存在合理性。基于这种思想,20世纪90年代,很多欧美国家开始实行通货膨胀目标制,把稳定物价作为货币政策的首要目标,放弃政策的神秘性,逐渐增加政策的透明性与公开性,以引导公众通货膨胀预期向预定通货膨胀目标靠拢。^①

20世纪末互联网泡沫破灭所带来的危机,引起人们对通货膨胀目标制的反思,因为这次危机是在低通货膨胀且经济增长平稳的环境下发生的。这说明,中央银行的任务不仅在于通过引导通货膨胀预期,控制通货膨胀,还应发挥其在引导其他预期(如利率预期、汇率预期)中的作用。货币政策的预期管理成为代替通货膨胀目标制的一种选择,逐步引起经济学界和政策界重视。^②

①② 李拉亚.预期管理理论模式述评.经济学动态,2011(7).

那么,中央银行如何来进行货币政策预期管理?从现有文献看,中央银行主要从“言”与“行”两个方面来进行货币政策预期管理。一方面,中央银行通过渐进主义行为来管理预期,即宏观经济变量发生变化时,通常变化较小,具有渐进式倾向,如利率光滑。Sack 和 Wieland (2000) 表明,在市场参与者面临前瞻性行为、资料不确定以及经济结构参数不稳定时,这种渐进行为是适合的。他们认为很多中央银行采取渐进行为的原因是,中央银行的这种行为可以很有效地向市场参与者传递其关于政策利率的意图。此外,中央银行一般习惯于对宏观经济变量在同一个方向做出几次少量的调节,我们称这种行为为“反转厌恶”,经过一段时间后,这种逐步的、少量的变化可能累积成一个较大的变化。更重要的是,一旦该类货币政策行为建立,一个小的政策利率变化就能够影响远期政策利率的变化,从而使收益率曲线发生较大变化。中央银行的渐进主义和“反转厌恶”行为似乎就是一种启发式教育。这种行为简化了市场参与者对货币政策的思考,同时也让中央银行无须向市场参与者传递非常多的信息就能够很有效地管理市场预期。

另一方面,中央银行也可以通过沟通来管理预期。中央银行通过沟通来实现预期管理主要基于四个渠道:联系长短期金融资产价格、促进经济主体学习、让中央银行沟通信息充当信息“聚点”以及部分充当货币政策承诺的角色(谢杰斌,2009)。具体表现在:①通过沟通把长短期金融资产价格联系起来,并以此来管理预期。中央银行能控制的一般是银行拆借利率,但银行拆借利率对经济的决策起不到什么作用。但通过套利,中央银行决定的拆借利率可以影响未来几个月甚至是几年的短期利率路径预期。这对其他资产价格(如长期利率、股票价格和汇率)的决定非常重要。根据利率平价公式推演证明,实际汇率不仅受即期利率影响,而且还受远期利率影响。^①中央银行可以通过对未来经济发展做出评论或者给出暗示,引导公众对未来利率决定预期,这对于货币政策的有效性至关重要。^②不管采取何种形式,中央银行沟通都能实现对未来短期利率走势的预期管理,从而引导长期金融资产价格(长期利率或汇率等)发生变化,进而影响货币政策的有效性。^③中央银行沟通有利于促进经济主体学习过程,减少经济运行的不确定性。在现实生活中,经济主体只拥有有限的经济知识,对于宏观经济运行缺乏足够的认识,而中央银行却拥有众多著名专家学者,并具有强大的研究能力,能够根据宏观经济资料做出好于公众的经济分析。更何况一些货币政策自身

① Woodford, Michael. Monetary Policy in the Information Economy. In *Economic Policy for the Information Economy*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 2001.

② Ehrmann, Michael, Marcel Fratzscher. Explaining Monetary Policy Decisions in Press Conferences. ECB Working Paper, 2007.



就来自中央银行，所以中央银行拥有的信息数量和质量明显要好于公众。在这种信息不对称情况下，增加中央银行沟通，可以降低经济主体信息获取成本，加速经济主体的学习过程，减少经济主体的预测误差与行为偏误。Orphanides 和 Williams (2006) 构建了一个非完美信息与学习模型，用以讨论中央银行沟通潜在的收益与局限。他们的研究表明，如果经济主体能够正确学习中央银行沟通所提供的精确信息，则这种沟通能够提高公众的决策能力及其预期能力。因此，中央银行沟通更多确定性的信息从某种程度上可以挤出一些不完备的信息，从而提高公众对经济的理解。Eusepi (2008) 也发现经济主体通过学习中央银行沟通信息，使国民经济围绕在理性均衡附近，避免国民经济大幅波动。③中央银行沟通信息充当信息“聚点”，协调经济主体预期。由于中央银行是货币政策的决策者以及拥有信息优势，故其所披露的相关信息自然而然成为经济主体所关注的焦点，进而使得经济主体之间的预期趋同。Morris 和 Shin (2002) 最早对这一问题进行了研究，而后 Demertzis 和 Hoeberichts (2007)、Demertzis 和 Viegi (2007, 2008) 研究了利用通货膨胀目标作为经济主体行为决策的“聚点”问题。他们通过研究表明，通货膨胀目标作为一个名义锚，可以协调经济主体行为，并让经济主体锚定通货膨胀预期。④中央银行沟通可以部分充当货币政策承诺角色，有助于实现历史依存^①。历史依存的难点在于如何克服货币政策的时间不一致问题。而中央银行可以通过保持沟通的前后一致以及中央银行沟通与以后的货币政策行为保持“言行一致”来部分缓解历史依存货币政策所面临的时间不一致问题。因为如果中央银行沟通与其后的货币政策行为不一致，那么经济主体将降低对中央银行行为的关注，中央银行将失去中央银行沟通这个有效的货币政策工具。鉴于此，中央银行沟通可以缓解时间不一致问题，以此实现历史依存的特性 (Blinder et al., 2008)。

从上面的论述中可看出，中央银行通过“行动”来管理预期，渠道单一，而中央银行沟通则可以通过多渠道来管理预期，只要不存在严重动态不一致的情况，通过适当的中央银行沟通都可以很好地引导公众预期，并以此促进货币政策的有效性。因此，国外学者主要围绕中央银行沟通在预期管理中的作用展开了一系列的研究，并取得了理论与实证方面的成果。而国内学者则在最近几年才开始研究该领域。

① 历史依存是指不管环境是否发生变化，中央银行都仍然对以往的经济冲击做出反应，如利率平滑。这种利率平滑特征能够让公众正确地预期利率的调整方向，从而引导经济主体的经济行为。