
中国货币政策预期指导的有效性检验*

◎ 张成思

摘要：预期指导在货币政策传导机制中扮演着重要角色。本文对前瞻性货币政策中预期指导的有效性进行研究，诊断中国央行是否具有预期指导特征，并运用预期指导有效性的量化指标对央行预期指导行为进行检验。实证结果显示，我国货币政策的预期指导具有显著效果。这暗示着预期指导作为提高央行透明度的一种预期管理方式，能够提高货币政策效力并减少市场波动。因此，央行通过加大预期指导的力度和创新指导方式，可以向市场传达更清晰的货币政策信号，以加强前瞻性货币政策效果。

关键词：货币政策 预期指导 预期管理

一、引言

近年来，在国际金融危机及欧洲债务危机的持续影响下，各国金融系统面临新的局面和挑战，金融系统潜在风险的暴露使金融环境越发动荡，造成央行沟通与市场预期之间信号的混乱。全球经济体增长普遍乏力，流动性过

作者张成思系中国人民大学财政金融学院副院长。

* 本文系中国金融四十人—青年论坛课题的阶段性研究成果。

于宽松，政策冲击引发市场预期更剧烈的波动，市场产生恐慌情绪。另外，除了外部经济金融环境问题，发达经济体自身又面临零利率约束，欧盟、日本等经济体利率水平已达到或突破零下限从而失去货币政策优化空间，货币政策难以产生宽松作用达到刺激经济增长的目的。

为应对内外部经济金融环境的恶化，发达经济体央行近年来加大对前瞻性货币政策的研究力度。尽管对于前瞻性货币政策的预期指导有效性问题仍存争议，但该政策理念在各国央行实践中已广为接受并被高度重视。前瞻性货币政策的“预期指导”在本质上是一种通过央行沟通的方式对公众进行预期管理的非常规货币政策框架，央行通过发布经济预测、远期利率信号或作出具有较高可信度的承诺等方式引导市场预期，加强政策效果。因此，预期指导的内涵和范围都高于Woodford（1999）提出的“前瞻指引”货币政策。

鉴于货币政策的预期指导对当前宏观经济和金融市场的适用性及必要性，国外学界近年来对其研究较为深入，其研究重点大致集中在概念分类、传导机制、前提条件及政策效果等方面。而我国对预期指导货币政策的研究进展较为缓慢，仅涉及对国外已有研究成果的总结以及对已实施预期指导政策国家政策效果的定性评述等。在本文中，我们突破了国内在这一领域已有研究的范式，作出了具有突破性的研究成果。

本文遵循张成思和计兴辰（2017）的研究思路，从中国人民银行《货币政策执行报告》中识别出隐性开放式的预期指导要素，并对我国央行“定性”和“定量”两种预期指导政策有效性进行评估，统计和检验结果均显示我国预期指导政策效果较为明显，对市场有较好的预期管理能力。值得注意的是，虽然本文与已有文献的研究内容类似，但核心差异在于本文界定的是“预期指导”问题，而不是简单地沿袭Woodford（1999）提出的“前瞻指引”概念。

从已有文献研究的脉络来看，“预期指导”在各国实践中的应用方式不同，其中较为流行的一种方式所谓的“前瞻指引”，学界依据政策实施严格程度或发布的信息性质等方面将其进行分类。事实上，前瞻指引的概念范畴和实践范围都略显单薄，本质上属于预期指导的一个方面。国外研究虽然多用前瞻指引的概念，但很多研究内容本质上属于预期指导而非单纯的前瞻指

引。根据 Woodford (2012) 的研究, 可以将预期指导分为模糊的预期指导和明确的预期指导; Winkelmann (2013) 将预期指导分为定性的预期指导和定量的预期指导; Carney (2013) 将预期指导分为开放式预期指导、基于时间的预期指导和基于状态的预期指导。

笔者以 Carney 的分类方式为例, 比较各种类型预期指导的特点。第一类“开放式预期指导”是指央行对未来货币政策的路径提供定性指引和预测。例如, 2008 年 12 月 FOMC 将联邦基金目标利率降低到 0~0.25% 区间, 并称“疲弱的经济可能需要联邦利率在一段时间内维持较低水平”。此类指引具有一定的灵活性, 但其信息含量较小且信号不够明确, 难以使公众形成确定性预期, 政策效果有限。第二类“基于时间的预期指导”是指央行承诺会在某个时点前保持政策不变。例如, 2012 年 1 月 FOMC 宣布将维持低利率“至少到 2014 年底”。这种指引方式向公众提供确切时间, 易于引导确定预期, 但本质上并没有使公众掌握央行政策变化的内在机理。央行僵化固定其远期政策, 并将未来经济形势的变化排除在其反应函数之外, 极易导致政策的不合时宜甚至导致央行“时间不一致”行为, 反而降低央行可信度。第三类“基于状态的预期指导”即央行承诺在经济指标达到某个水平前保持政策水平不变。例如, 美联储在 2012 年 12 月指出, “只要失业率仍在 6.5% 以上, 未来 1~2 年的通货膨胀预期不超过长期通货膨胀稳定目标 (2%) 以上 0.5 个百分点, 且长期通货膨胀预期仍在锚定范围内, 将继续维持当前的超低利率水平”。这种指引方式与具体经济指标相联系, 向公众透露了央行政策变化机理, 并使公众了解政策变动内在原因, 信息含量较大, 政策效果明显。

新西兰是率先应用预期指导货币政策的国家, 其央行早在 1997 年便发布对未来短期利率的预测, 以引导市场预期。随后, 自 1999 年至今, 日本、美国、欧盟、加拿大、瑞典、英国等经济体央行纷纷应用预期指导货币政策。尤其是美联储, 在这一领域不断探索, 自 2003 年以来分别采用了开放式的、基于时间的以及基于状态的预期指导, 不断探索更有效的指引方式以进行预期管理。

鉴于各经济体已经从实践层面对预期指导政策进行探索, 学界也对该政

策理论层面有效性的度量和评估日益重视，其研究主要集中在政策对“宏观经济”和“金融市场”两个方面的影响。根据已有研究成果可知，预期指导政策利于宏观经济的增长和稳定。首先，预期指导可稳定通货膨胀率。Rudebusch和Williams(2008)认为预期指导对稳定公众预期有着较大作用，央行通过向市场传导政策信号，使公众对货币政策及央行的通胀预期有更深刻的理解，从而稳定公众通胀预期。其次，预期指导可提高社会福利。Walsh(2008)以及Rudebusch和Williams(2014)研究发现，当央行与公众之间出现信息不对称情况时，发布远期利率预测路径可使公众对利率预期的准确度提高从而改善社会福利。另外，预期指导可促进经济增长。Woodford(2012)认为有可信度的央行预期指导政策会使市场参与者改变对远期政策利率路径的预期，进而重建其消费投资函数，在经济低迷时期起到刺激经济增长的作用。

预期指导政策同样有助于金融市场的系统稳定和高效运转。首先，预期指导可降低金融市场不确定性。Holmsen等(2008)研究发现央行公布未来利率路径预期可以降低短期利率的波动性，Andrew Filardo和Boris Hofmann(2014)认为预期指导可降低公众远期利率预期波动，由此降低长期资产的风险溢价。其次，预期指导通过引导预期进而对资产收益率产生影响。Arunima Sinha(2015)通过对SPD标准差、偏度以及峰度等高频数据的收集研究，得出预期指导政策对投资者情绪、风险重视程度以及远期资产收益率产生影响的结论。另外，预期指导对金融市场资产价格有引导作用。Campbell等(2012)通过事件研究法考察预期指导对资产价格的影响，将影响联邦基金利率变动的因素分解成目标因子和路径因子，研究发现美联储的预期指导政策提高了路径因素的重要性，预期指导政策对资产价格有着重要影响。

虽然预期指导政策在理论和实证两个方面都已被论证有效，但也有文献对其政策效力发出质疑，主要集中于该政策在不同国家实施产生的效果的差异。例如对于预期指导是否可以影响远期利率问题，Kool和Thornton(2015)通过收集新西兰、挪威、瑞典、美国等已实施预期指导政策国家的市场数据比较各国政策有效性，研究结果显示该政策在挪威、瑞典、新西兰效果较为

明显，然而在美国影响力度有限。又如 Martin Hochstein (2013) 比较了美国、日本、英国、欧盟四大经济体央行的预期指导方式以及政策效果，其结果显示美联储成功地通过预期指导政策控制短期利率，然而并不适用于远期利率。预期指导政策较好控制日本的远期利率，但对欧盟和英国远期利率的引导并不明显。

与多数发达国家不同，迄今为止我国央行尚未正式提出有关“预期指导”货币政策的实施，国内学者对这方面的关注和研究也较少。主要研究成果一方面集中在对“预期指导”货币政策的概念、理论及分类梳理。如董昀等 (2015) 对美国的非传统货币政策，即量化宽松和预期指导政策的概念内涵、演变脉络以及传导方式进行归纳总结；郭强 (2015) 对美联储预期指导理论基础、发展脉络以及潜在风险作出梳理；万志宏 (2015) 在相关研究基础上进一步探讨了预期指导影响经济和金融市场的传导渠道和政策前景。另一方面，关注发达经济体预期指导政策的实践及效果。如万志宏和曾刚 (2014) 介绍了危机后发达经济体预期指导的实践，卢蕾蕾和李良松 (2014) 在各国实践的基础上比较不同形式预期指导的效果，杨君 (2016) 总结了预期指导政策实践的效果及可能产生的限制和问题。综上所述，国内学者对“预期指导”货币政策的研究主要集中于理论层面的梳理及国外实践的总结，且以文献综述为主，缺少实证分析及契合中国实际的研究，对我国央行货币政策透明度的改进缺乏指导作用。限制我国这一领域研究深入的原因在于中国人民银行尚未正式提出预期指导货币政策的实施，学界对国内相关数据收集较为困难，并存在国外学者所用模型对中国国情的不适用现象。

考虑到已有研究存在的不足，本文试图探究中国人民银行在与市场沟通中是否存在预期指导因素，若存在，希望对其有效性进行测度。目前学界主流的对预期指导有效性的研究逻辑有两种，一种是通过事件研究法对长期利率、短期利率及远期利率受预期指导政策影响的评估，如 Karagedikli 和 Siklos (2008) 通过对高频数据的度量，发现预期指导政策对新西兰汇率市场产生较大作用，Moessner (2013) 发现 FOMC 六次预期指导公告均产生一定的“告示效应”；另一种是对公众预测能力受预期指导政策影响的度量，如 Goodhart 和

Lim (2011) 发现新西兰央行的经济预测对于市场上短期市场利率的预期有较大影响。鉴于国内相关数据的缺乏和收集的困难程度，我们决定采取第二种研究逻辑，在确认央行沟通存在预期指导因素的基础上，度量“定性”和“定量”两种预期指导政策对市场预期的引导力度，以此评价中国人民银行预期指导政策的效果。

二、预期指导的识别

虽然与美联储相比，中国人民银行与市场沟通的途径和方式似乎较为单一，但是中国人民银行发布的《货币政策执行报告》（以下简称《报告》）中包含央行与市场沟通的丰富信息。《报告》中包括“货币信贷概括”“货币政策操作”“金融市场运行”“宏观经济形势”和“货币政策趋势”等多个章节。通过仔细阅读可以看到央行在《报告》中与市场沟通政策的决议和操作等信息，向市场传递国内和国际的经济金融形势，甚至简要提及未来的货币政策趋势。对未来宏观经济走势的预测和对货币政策趋势的描述是央行预期指导政策必要条件，但这并不充分，我们需要更加严谨地采用学界主流方法对其进行识别判定。

由于央行预期指导政策实践时间较短，学界对其判定标准尚存争议。认可度较高的是 Woodford (2008) 所设定的标准，他认为预期指导政策一定要包含两个因素：一是央行直接或间接向市场传递有关远期利率的信号，二是该信号与下一阶段实际货币政策走势基本一致。我们在这一部分分别根据以上两个判定预期指导政策的标准对《报告》中出现的信息进行识别和判定。

（一）信号传递标准

笔者通览《报告》全文，发现只有“货币政策趋势”这一章包含对未来宏观经济走势的预测和对货币政策趋势的描述，该章分为两小节：“中国宏观经济展望”和“下一阶段货币政策思路”。首先考察“中国宏观经济展望”部分，虽然各期《报告》中“中国宏观经济展望”部分的框架和结构会有差异，

但核心部分固定不变，涵盖三个方面内容：“经济增长”“物价稳定”以及“调查问卷统计情况”。央行在以上三个方面不仅向市场发布其自身对当前经济的评估和预测，还额外提供了居民方面的预测数据。根据 Meade 等（2015）对美国货币政策紧缩对市场预期影响研究以及 Campbell（2012）对承诺式（Odyssean）和开放式（Delphic）两种预期指导方式的定义可知，“央行对未来经济的预测”是其间接向市场传递货币政策走向的方式。所以可以判定“中国宏观经济展望”部分中包含央行间接向市场传递有关远期利率走势的内容，符合信号传递标准。

随后考察“下一阶段货币政策思路”部分，各期《报告》中的这一部分都以“总一分”框架展开。首先阐述央行在国务院统一部署下对下一阶段货币政策的总体规划，公布下一年度广义货币供应量 M2 预期增长目标，并介绍若干具体要求和重大任务。其中，总规划部分提纲挈领，会通过细微的文字变化概括下一季度货币政策的改变，该信号作用对市场预期影响较大；而分点部分介绍诸如“进一步推动利率市场化”“进一步完善人民币汇率形成机制”等中长期重大任务或者改革方向，对当前影响较小，且变动频率较低，对市场预期影响较小。通过对这一部分内容的具体分析可知，总规划部分的文字变动对下季度货币政策方向进行明示或暗示，显然所发出的信号对利率路径有告知作用，所以可判定“下一阶段货币政策思路”部分包含央行直接向市场传递有关远期利率的信号，符合信号传递标准。综上可知，《报告》中“货币政策趋势”章节中的内容符合信号传递标准，即中国人民银行在《报告》中向市场传递有关远期利率的信号。

（二）走势一致标准

根据 Woodford（2008）对“预期指导”的定义，预期指导货币政策第二个衡量标准为走势一致标准，即该信号与下一步货币政策是否基本一致。选取 2006 年至 2014 年第二季度的样本进行分析，样本始于 2006 年的原因如下：第一，中国人民银行于 2006 年启动了我国货币市场基准利率体系建设，即上海银行间同业拆放利率（Shibor）。这一举措推进了利率市场化进程，推动我

国货币政策框架从数量型向价格型转变，一方面使央行更加重视对市场利率预期的引导，另一方面使市场更加关注央行对政策利率水平的调控。第二，自2001年中国人民银行首次发布《报告》以来至2006年间，仅有两次对政策利率进行调整，有限的数量限制对其预期引导作用的研究。自2006年起，我国政策利率进入了密集调控期，所以对这一时间样本内的数据分析可更有效对央行预期管理作用进行研究分析。

在这一时间段内，央行共调整政策利率18次，其中仅有一次在调整之前《报告》中“货币政策趋势”部分没有发出信号，而是基本沿用上期文字（2011年7月7日，央行将存款1年期利率由原来的3.25%调整到3.5%）；仅有两次在调整之前《报告》中“货币政策趋势”部分对未来发出不显著或者冲突的信号（2012年6月8日央行将存款1年期利率由原来的3.5%调整到3.25%，以及在同年7月6日调整到3%），例如既在经济展望中提及“增长的动力和潜力依然巨大”，又在下一阶段货币政策趋势中加入“把稳增长放在更加重要的位置”，该表述难以判断央行宽松或者紧缩的立场；余下15次央行调整利息之前，《报告》均有较为明显的“预期指导”表述，如加入了“防止经济由偏快转向过热”“实行适度从紧的货币政策”和“价格上涨压力持续加大”等语句，部分明示了下一步从紧的货币政策趋向，部分暗示了控制物价的艰巨任务；或者加入“实行适度宽松的货币政策”“物价涨幅总体保持回落态势”等语句，部分明示了下一步宽松的货币政策趋向，部分暗示了物价水平对于货币宽松的高容忍度。通过对历次利率变化前货币政策执行报告的追踪发现，央行在83%的利率调整次数前都给予了较为清晰的明示或暗示，且该信号与下一阶段货币政策方向基本一致，符合走势一致标准。

通过以上分析可得出结论：中国人民银行在《报告》中的“货币政策趋势”章节中的信息符合主流学界对预期指导货币政策两个识别标准，所以可以将中国人民银行在《报告》中的表述认定为预期指导的一种形式。

三、定性型预期指导的有效性检验

(一) 检验逻辑

从中央银行预期指导政策的内容来看,大致分为两类,一种是文字内容沟通,如中国人民银行《报告》中的总规划部分,其语言表达有提纲挈领作用,市场可通过对文字变化的分析预测下一季度央行货币政策的走向。另一种是数据指标的发布,如美联储在金融危机时期向市场承诺的利率水平,又如中国人民银行《报告》中发布的各类预测指标,市场各主体可凭借对所发布数量指标及历史数据的比较分析形成合理预期。这两种预期指导方式前者可被称为定性型预期指导政策,后者可被称为定量型预期指导政策。

对定性型预期指导政策有效性的研究有多种角度和方法,本部分通过检验预期指导对市场预期的引导作用度量定性型预期指导政策的有效性。因为对市场预期的管理不仅是预期指导政策的一个政策目标,而且是央行通过政策操作有效影响实体经济的一个重要前提条件,所以被学界格外关注。目前已有多篇对定性型预期指导与市场预期关系的研究,如 Andrew Filardo 和 Boris Hofmann (2014) 对预期指导与公众远期利率预期的波动及长期资产的风险溢价关系的研究, Rudebusch 和 Williams (2008) 对预期指导与公众预期稳定性关系的研究等。本部分借鉴已有研究经验并结合我国国情,检验《报告》中的文字部分对预期利率水平的指引作用。

(二) 数据说明

长期以来,宏观经济学者十分重视对预期的研究,欧美各国在近几十年也加大对公众预测数据收集整理的力度。例如在美国,相关数据库有密歇根大学调查研究中心收集的公众对宏观变量的预期集 (Surveys of Consumers)、世界大型企业联合会数据库 (The Conference Board) 以及专业预测者调查 (SPF) 等,欧洲方面也有多国公众和专家预期的数据库。这些详尽的数据为美国、欧洲研究预期指导的学者提供了深入研究的基础。然而在我国,数据质量和数量在一定程度上制约了对预期指导有效性的实证研究。

预期指导货币政策最直接的指引指标是利率水平，所以公众在接受指引之后对利率预期的变化最能反映出预期指导有效性。当前，我国市场预期数据主要源于两个主体，其一是政府，我们可以获得中国人民银行储户调查数据，主要包括储户对未来物价、收入、就业的预期，但其并不涉及对利率水平的预期；其二是社会机构，我们可获得《证券市场周刊》组织的“远见杯”中国宏观经济预测的季度预测数据（张成思和芦哲，2014）或北京大学中国经济研究中心的“朗润预测”数据（何运信等，2014）。前者起始于2001年第一季度，后者则起始于2005年第三季度。这两项预测在参与机构、预测时段、预测内容等各方面都十分相似，并且均为每季度进行一次，内容为对本季度包括通胀率、利率水平在内的多项宏观指标的定量预测，参与机构包括国内外的银行、证券公司、保险公司、高等院校及其他机构，具有相当程度的代表性和权威性，但各期参与预测的机构数目有一定的变化。鉴于政府收集的数据中缺少利率相关信息，我们选择社会机构中《证券市场周刊》组织的“远见杯”数据库，以其中市场对利率水平的预期数据作为实证研究的基础，研究《报告》中“货币政策趋势”章节对利率水平预期的指引作用。

由于当季的《报告》会延后一个季度发布，所以每年第一季度至第四季度的报告会依次在当年的5月、8月、11月以及次年的2月发布；而“远见杯”预测是季度预测，一般是在各季度首月，即1月、4月、7月、10月进行，结果会在当月下旬或更晚公布。通过《报告》发布期与预测发生期的比较可知，若存在预期指导的效用，《报告》会对发布后的下一季度预测产生指引作用，例如2006年8月发布的第二季度《报告》会对“远见杯”10月统计的第四季度预测数据产生指引作用。综上所述，若央行发布的为第 n 季度报告，则报告在第 $n+1$ 季度公布，预测发生及预测季度为第 $n+2$ 。为便于说明，对于预测数据及《报告》内容的时期一律按照《报告》公布期（第 $n+1$ 季度）来定义。

在2006年至2014年第二季度时期内，中国人民银行共发布31期《报告》，对比当季度与上季度《报告》中“货币政策趋势”部分的主要文字变动，发现所变动的文字对下一季度货币政策趋势发出明确或模糊的信号，且

主要分成三种类型：政策趋紧、政策宽松、政策稳定，我们会对这三种类型一一进行梳理。

（三）统计分析

1. 政策趋紧

在31期《报告》的“货币政策趋势”部分中，中国人民银行共有9次传递政策趋紧信号。其中较为明确的信号包括明确表示改变货币政策方向，如新加入“实施适度从紧的货币政策”（2007Q4）、“引导货币条件逐步从反危机状态向常态水平回归”（2010Q4）等语句；也包括将控制通胀作为主要任务和关键的意图，如新加入“坚持把遏制经济增长由偏快转向过热作为当前宏观调控的首要任务”（2007Q3）、“稳定物价和管好通胀预期是关键，也是宏观调控的首要任务”（2011Q2）等语句；还包括着重笔墨强调当前物价上涨以及经济增长过快的严重程度，如新加入“价格上行风险不容忽视，大量资金向经济增长较快的新兴经济体流入，随着经济逐步企稳回升，容易形成持续的通胀预期，居民对物价满意度为1999年第四季度以来的最低”（2011Q1）、“总体看经济持续增长的动能依然充足，价格较快上涨成为经济运行中面临的最突出问题”（2011Q2）等语句。

同时，也有相对模糊的信号表达，其中包括细微的文字变动，如对于信贷增长的要求由“保持”改为“合理控制”（2006Q3），对于物价的描述由“仍存在不确定因素”改为“上行风险大于下行风险”（2006Q3）；也包括对经济增长速度和物价水平作出警告，如新加入“经济增长速度偏快的趋势有所加剧”（2007Q2）、“未来价格上行风险有所加大，价格稳定面临潜在压力，居民对物价预期不乐观，未来物价预期指数继续上升”（2007Q3）等语句。

表1总结的统计结果表明，这9次无论明确或模糊的信号表达都作用于市场对利率水平的平均预期水平，引导其上升。历次指引中，最大上升值为0.693，最小上升值为0.116，上升均值为0.335，统计结果可以体现政策趋紧的预期指导信号对预期的有效引导。

表1 政策趋紧预期指导及对预期的影响

报告公布期	预测均值(%)	预测变化值(%)	中国宏观经济展望内容变化	下一阶段主要政策思路内容变化
2006Q2	2.404			
2006Q3	2.520	0.116	(1)由“我国价格走势仍存在不确定因素”,改为“价格上行风险大于下行风险,通货膨胀压力有所加大”。 (2)增加“要高度关注固定资产投资增长过快、货币信贷投放过多以及潜在通胀压力上升可能对我国经济带来的风险”。	由“保持货币信贷平稳增长”改为“合理控制货币信贷增长,维护总量平衡”。
2007Q1	2.838	0.150	增加“未来价格上行风险有所加大,价格稳定面临潜在压力,居民对物价预期不乐观,未来物价预期指数继续上升,是1999年开展调查以来的最高点”。	增加“加强数量型调控与价格型调控的协调配合”。
2007Q2	3.474	0.636	增加“经济增长速度偏快的趋势有所加剧”。	增加“防止经济由偏快转向过热”。
2007Q3	4.167	0.693	(1)增加“我国经济增长由偏快转为过热的趋势更为明显;贸易顺差过大、信贷投放过多、投资增长过快问题仍然突出”。 (2)增加“价格上涨压力持续加大,特别是一些涉及群众切身利益的食品价格和住房价格上涨较快”。	增加“坚持把遏制经济增长由偏快转向过热作为当前宏观调控的首要任务,坚持稳中适度从紧,控制通货膨胀预期”。
2007Q4	4.309	0.142	(1)增加“在内外经济继续较快增长,国际收支顺差及经济结构性矛盾持续累积的背景下,未来价格上行压力依然较大,整体价格很可能继续保持在相对较高的水平”。 (2)增加“还出现了通货膨胀压力加大和资产价格持续上升等问题”。	增加“实行适度从紧的货币政策”。
2010Q1	2.520	0.212	增加“未来我国经济面临的有利基本态势,外部环境好转,国内经济活力和信心也逐步增强,存在价格走势趋升的可能性”。	增加“根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性”。
2010Q4	3.008	0.466	增加“下一阶段国民经济有望继续保持平稳较快发展的态势,整体仍将延续缓慢复苏的态势,通胀预期和价格上行压力不容忽视”。	增加“引导货币条件逐步从反危机状态向常态水平回归,对保持经济平稳较快发展、管理好通货膨胀预期发挥了重要作用”。
2011Q1	3.450	0.442	(1)增加“经济平稳较快发展的态势进一步巩固,预计2011年仍将保持相对稳定的外需环境”。 (2)增加“价格上行风险不容忽视,大量资金向经济增长较快的新兴经济体流入,随着经济逐步企稳回升,容易形成持续的通胀预期,居民对物价满意度为1999年第四季度以来的最低”。	增加“实施稳健的货币政策”。
2011Q2	3.607	0.157	增加“总体看经济持续增长的动能依然充足,价格较快上涨成为经济运行中面临的最突出问题”。	增加“当前增长速度和就业都处在合理水平,稳定物价和管好通胀预期是关键,也是宏观调控的首要任务”。
预期变化均值	0.335			

资料来源:笔者根据《货币政策执行报告》以及《证券市场周刊》组织的“远见杯”的数据库整理编制。

2. 政策宽松

在31期《报告》的“货币政策趋势”部分中，中国人民银行共有4次传递政策宽松信号。其中较为明确的信号包括表达改变货币政策方向的意图，如新加入“实施适度宽松的货币政策”（2008Q4）；也包括通过对任务表述先后位置的调整表明任务的重要程度，如将原本居于首位的“控制物价过快上涨”任务调整为“保持经济平稳较快发展”（2008Q3）等。同时，也有相对模糊的信号表达，主要方式为预测经济增长放缓以及物价水平回落，暗示存在货币政策宽松的动力和条件，如新加入“经济增长可能高位趋稳并适度放缓”（2008Q1）、“物价涨幅总体保持回落态势”（2012Q2）等语句。无论是较为明确的信号表达还是相对模糊的信号表达，都体现出中国人民银行对经济下滑趋势的担忧和顾虑。此时，中国人民银行通过向市场传达物价约束降低以及不同幅度物价回落的信号，告知市场政策具有较大的调控空间。并向市场传达经济下滑压力增加的信号，告知市场政策具有较大的调控动力。综上所述，通过这两个方面的合力表述，充分传达宽松的信号，指引了市场预期的方向。

表2为相关统计结果，可以看到，这4次无论明确或模糊的信号都对利率水平的市场预期产生影响，引导其下降。下降最大值为1.635，最小值为0.056，下降均值为0.734，统计结果可以体现政策宽松的预期指导信号有效引导预期的作用。

表2 政策宽松预期指导及对预期的影响

报告公布期	预测均值 (%)	预测变化值 (%)	中国宏观经济展望内容变化	下一阶段主要政策思路内容变化
2008Q1	4.253	-0.056	增加“经济增长可能高位趋稳并适度放缓，投资增长过快势头有望缓解，国内经济运行长期累积的一些深层次矛盾也呈现加快调整和释放的态势”。	增加“适时适度微调”。
2008Q3	3.563	-0.614	(1) 增加“国内外需求增长由高位回调”。 (2) 增加“通货膨胀风险不可忽视”。 (3) 增加“宏观调控面临较为复杂的局面”。	增加“把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务”。
2008Q4	1.928	-1.635	增加“经济下行风险增大，房地产等领域面临回调压力，可能影响诸多行业”。	增加“实行适度宽松的货币政策”。
2012Q2	2.854	-0.632	增加“物价涨幅总体保持回落态势，经济增长、就业相对平稳”。	增加“把握好‘稳中求进’的工作总基调”。
预期变化均值	-0.734			

资料来源：笔者根据《货币政策执行报告》以及《证券市场周刊》组织的“远见杯”的数据库整理编制。

3. 政策稳定

在31期《报告》的“货币政策趋势”部分中，中国人民银行共有7次传递政策稳定信号。其中较为明确的信号主要表现为改变货币政策方向，如新加入“重在保持货币环境的稳定”（2012Q4）、“为经济结构调整与转型升级创造稳定的金融环境和货币条件”（2013Q3）等语句。同时，也有相对模糊的信号表达，通过对经济增长和物价水平综合评论与预测暗示未来货币政策趋势。包括中国人民银行认为经济增长稳定、物价增长趋稳，无改变货币政策方向的必要，如加入“经济有望继续保持平稳较快的发展趋势，物价形势相对稳定”（2013Q1）；也包括中国人民银行预测到经济增长有下滑趋势，然而物价水平对刺激政策容忍度极低，客观因素要求只能保持当前货币政策，如加入“中国的潜在增长水平可能会有一个阶段性放缓的过程，物价对需求扩张和政策刺激仍比较敏感”（2013Q2）。

根据表3归纳的统计结果，这7次无论明确或模糊的信号表达都对市场利

表3 政策稳定预期指导及对预期的影响

报告公布期	预测均值 (%)	预测变化值 (%)	中国宏观经济展望内容变化	下一阶段主要政策思路内容变化
2012Q1	3.486	0.005	增加“物价涨幅总体保持回稳态势，但对未来通胀风险仍不可掉以轻心”。	增加“促进物价总水平基本稳定和经济平稳较快发展”。
2012Q4	3.021	0.042	增加“中国的潜在增长水平可能会有一个阶段性放缓的过程，物价对需求扩张和政策刺激仍比较敏感”。	增加“重在保持货币环境的稳定”。
2013Q1	2.999	-0.022	增加“有望继续保持平稳较快的发展趋势，物价形势相对稳定”。	增加“保持物价水平基本稳定”。
2013Q2	3.006	0.007	(1) 增加“各方面发展热情依然较高，投资需求较大，消费率已开始有所回升，企业家信心指数连续两个季度上升。” (2) 增加“对下一阶段的物价形势还不可盲目乐观，要注意预先防范通胀风险”。	增加“维持货币环境的稳定”。
2013Q3	3.019	0.013	(1) 增加“与以往高增长相匹配的传统制造业产能过剩问题比较突出，经济增长较大程度上仍依靠基础设施投资。” (2) 增加“CPI对总需求变化比较敏感，通胀预期比较容易被激发”。	增加“为经济结构调整与转型升级创造稳定的金融环境和货币条件”。
2013Q4	3.095	0.076	(1) 增加“几年较大幅度加杠杆后，经济可能将在较长时期内经历一个降杠杆和去产能的过程。” (2) 增加“价格形势基本稳定，但对不确定变化需密切关注”。	增加“货币政策总量稳定、结构优化，促使市场主体形成合理和稳定的预期”。
2014Q2	3.001	0.005	增加“未来一段时间中国经济有望保持平稳运行”。	增加“保持定力，主动作为”。
预期变化均值	0.018			

资料来源：笔者根据《货币政策执行报告》以及《证券市场周刊》组织的“远见杯”的数据库整理编制。

率水平的预期产生影响,引导预期保持稳定。变化最大值为0.076,最小值为0.005,变化均值仅为0.018,统计数据可以体现政策稳定的预期指导信号有效引导预期的作用。其中要强调的是,为得出稳健结论,以上历次政策紧缩、宽松以及稳定的预期指导判定标准皆为“货币政策趋势”部分出现两次或两次以上相同方向的文字表述,以此排除文字指引的偶然性。

4. 其他情况

在31期《报告》中,除以上20期传达的政策信号外,其余11期中国人民银行并没有传递货币政策走向的信号。包括两种情况,一种为当期《报告》的“货币政策趋势”章节与前期并无实质性的语句改变,即使新增加些许文字,但对未来货币政策倾向无指引作用,如给出“密切关注经济和金融市场的动态变化”“加强数量型调控与价格型调控的协调配合”等与短期政策关系较小的信号。第二种为“信号冲突”,即同期《报告》的“货币政策趋势”章节同时存在政策宽松和趋紧的信号,如2008年第一季度,中国人民银行一方面在“中国宏观经济展望”中加入“经济增长可能呈适度放缓态势”,另一方面在“下一阶段主要政策思路”中加入“把抑制通货膨胀放在突出位置”。两种信号同时存在使市场难以把握中国人民银行对未来政策发出的准确信号,导致市场预期的离散和混乱,同时也在一定程度上反映出中国人民银行难以对自身所处经济环境作出准确判断,以及对下一阶段政策安排的犹豫不决。

总体而言,中国人民银行向市场发布的多数有关政策趋紧、宽松以及稳定的信号都可以被市场理解和掌握,所作出的预期指导有效地引导了市场的预期。少数市场预期混乱的原因主要是中国人民银行预期指导本身信号的不确定性,而不是引导市场能力方面的欠缺。综上可知,中国人民银行定性型预期指导能够对预期进行有效引导,可以得出政策有效的结论。

四、定量型预期指导的有效性检验

(一) 检验逻辑

在定性型预期指导政策的研究基础上,本部分通过统计和实证分析方法

对定量型预期指导政策进行有效性分析，即检验央行通过数据指标的发布引导市场预期的效果。在研究政策有效性之前，我们首先对央行可信度进行研究，因为预期指导货币政策能够引导市场预期、增强货币政策效力的重要前提就是央行具备可信度，央行承诺的可信程度直接决定了政策效力。央行需要在预期指导和行动上保持一致，信用程度越高，预期指导成功概率越大（Martin Hochstein，2013）。所以下文首先会参照Kool和Thornton（2015）比较央行预测与随机游走模型预测能力的方法，探索研究中国央行的可信程度。

在完成对央行可信度水平的测度之后，笔者着手对定量型预期指导政策有效性进行分析。第一个分析指标即为“个体预期差异”。当市场参与者对经济的运行趋势有不同预期时便产生市场参与个体间预期的差异，预期差异如果过大势必影响金融运行的稳定，加大金融系统风险，而缩小差异的方法之一就是央行预期指导政策的实施。我们通过对比个体预期数据的离散程度在货币量预期指导存在和缺失情形下的差异，研究中国央行预期指导政策对市场预期稳定的促进作用。

对政策有效性的第二个分析指标为“预测精确度”。在本文第三部分我们通过观察央行《报告》发布信号前后政策利率与市场预测利率水平的变化，得出“信号、政策利率、市场预测利率”三者同向变化的结论，然而关于我国央行预期指导是否可以促进市场更加准确预测央行对政策利率的调控路径，尚未得出确定性观点。由于货币政策的有效性很大程度上取决于央行与市场未来政策路径预期的一致程度，所以此项研究对于度量央行预期指导政策的效用有着重要意义。对美国的研究表明，远期利率预测路径的发布可使公众对利率预期的准确度提高（Rudebusch和Williams，2014），但当下中国央行并无远期利率预测路径的发布，我们采用M2预测值作为替代，研究公众利率预期的准确度。本部分试图通过对比货币量预期指导方式存在与缺失的两个时期中市场预期与实际利率的趋近程度，探究我国央行实施预期指导对预测精确度产生的影响。

对政策有效性的第三个分析指标为“长短期利率传导”。当前各国央行的货币政策工具对短期利率水平影响较为明显，但随着利率期限的拉长，政策

变动对市场利率的影响力逐渐减弱，而长期利率具有重要的宏观经济效应。根据利率期限结构的预期理论，市场对未来货币政策走势的预期是短期政策利率与市场长期利率之间联系的重要纽带。因此，我们通过检验短期国债收益率向长期国债收益率传导过程中预期指导政策起到的作用，分析我国央行定量型预期指导政策对形成长短期利率传导机制的促进作用。综上可知，笔者通过对央行可信度的测度以及对三个指标的分析检验完成我国央行定量型预期指导政策的有效性分析。

(二) 央行可信度检验

对央行可信度研究的样本区间为2006年1月至2014年12月。第一组数据为各月M2（广义货币）的增长率，受相关数据频率约束，将其加总求平均值处理成各年份M2平均增长率，记为 M_i ；第二组数据为在国务院领导下中国人民银行在每年年初预计的年M2增长率，此数据在当年《政府工作报告》以及中国人民银行上一年度第四季度《报告》中发布，记为 M_f ；第三组数据为随机游走数据，参照Kool和Thornton（2015）等多篇文献，取上一年度最后5个月的M2增长率的平均值，作为M2的随机游走预测增长率，记为 M_r 。由于2008年中国人民银行在年初没有公布预计的当年M2增长率，所以以上数据均不包含当年相关数据。我们将 e_i 设为预测误差项，即预测值与实际值差的绝对值，则中国人民银行的预测误差 $e_{i1} = |M_i - M_f|$ ，随机游走模型的预测误差 $e_{i2} = |M_i - M_r|$ 。

采用学界常用的两个衡量预测准确度的度量指标：均方误差（MSE）和平均绝对误差（MAE）。MSE定义为“各测量值误差平方和的平均值的平方根”，MSE的值越小，说明预测模型描述实验数据具有更好的精确度，公式为 $\sqrt{\sum \frac{e_i^2}{n}}$ ，其中 e_i 表示各测量值误差， n 为测量值个数。MAE定义为“所有单个观测值与实际值的偏差绝对值的平均”，与MSE类似，MAE的值越小，说明预测模型描述实验数据具有更好的精确度。公式为 $100 \sum \left| \frac{e_i}{y_i} \right| / n$ ，其中 e_i 表示各测量值误差， n 为测量值个数， y_i 为实际值。

按照上述方法进行计算，相关结果见表4。可观察到央行预测MSE值为2.05，随机游走MSE值为3.68；央行预测MAE值为11.44，随机游走MAE值为18.65。两个统计指标均显示央行预测的精确度要高于随机游走。为验证央行预测与随机游走的精确度是否有显著差异，仍需进一步对两组MSE、MAE值进行t检验。在MSE的t检验中，其检验原假设H₀为两组MSE值无显著差异，备择假设H₁为有显著差异。P值为0.26，远大于0.05，无法拒绝原假设，检验结果为央行预测与随机游走两组数据的MSE均值无显著差异。同理可得，在MAE的t检验中，其p值为0.24，也大于0.05，无法拒绝原假设，检验结果为央行预测与随机游走两组数据的MAE均值无显著差异。

表4 央行预测可信度检验

双样本异方差假设				
MSE			MAE	
	变量 1	变量 2	变量 1	变量 2
平均值	2.05	3.68	11.44	18.65
观测值	8	8	8	8
P 值	0.26		0.24	
t 值	2.16		2.14	

资料来源：笔者根据《政府工作报告》《货币政策执行报告》以及Wind数据库整理编制。

以上统计数据和检验结果表明，相比于随机游走模型，我国央行对广义货币M₂的预测具较有较高的可信度，这种可信度会确保央行具备一定的声誉以有效地实施预期指导货币政策。但检验结果显示没有显著差异，说明其可信度水平仍有一定提升空间，央行应提高年初货币增量的预测规划与年内的货币投放实施这两个环节的契合程度，减少时间不一致性，获得市场更多的信任。

（三）个体间预期差异的检验

对个体间预期差异层面的检验沿用“远见杯”数据库中各季度初市场预测的本季度利率水平。研究的样本区间为2006年第一季度至2014年第三季度（受市场预期数据约束），在此样本期间内，中国人民银行在2008年没有设立全年M₂增速目标，不存在货币量预期指导；其余逐年皆设立该目标，存在货币量预期指导。根据以上分析将数据分为两组。第一组数据为2006年、2007年以及2009年第一季度至2014年第三季度每季度各机构预测的一年期存款利率，

记为 R_1 ；第二组数据为 2008 年每季度各机构预测的一年期存款利率，记为 R_2 。

为了更科学客观地检验个体间预测差异性，笔者对利率预测值 R_1 、 R_2 根据实际利率水平进行标准化处理，将绝对水平的预测值转化为相对水平的预测值，记为 $f_{1t} = R_1/X_t$ ， $f_{2t} = R_2/X_t$ ，其中 X_t 为预测期存款利率实际值，由此得到标准化预测值 f_{1t} 和 f_{2t} 。经标准化处理后，预测值 f_{1t} 与 f_{2t} 预测的误差根据当期实际利率水平进行调整，从而使笔者对预测值方差差异的研究科学合理。在利率标准化处理的基础上，笔者根据数据库数据分别求出两个时期中各机构每季度预测均值 \bar{f}_{1t} 和 \bar{f}_{2t} ， $\bar{f}_i = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N f_{i,t}$ ，其中 $f_{i,t}$ 代表各机构的预测值， N 是机构数量。计算得出两个时期中市场主体在每季度的预测方差 CS_t ，即 $CS_t = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (f_{i,t} - \bar{f}_i)^2}$ ，与均值计算相同，其中 $f_{i,t}$ 代表各机构的预测值， N 是机构的数量， \bar{f}_i 为每季度各机构预测均值。

为论证预期指导的存在是否显著减小了个体间预测值的离散程度，利用 F 检验，判断两个样本方差是否存在显著差异。原假设 H_0 为无显著差异，备择假设 H_1 为有显著差异。根据表 5 的结果，在显著水平 0.05 以及 0.01 的情况下，F 值均小于临界值，且 P 值远小于显著水平 0.05 以及 0.01，所以拒绝原假设，可以认为两个总体的方差有显著差异。样本期 2008 年的预测方差远大于样本期 2006 年、2007 年及 2009 年至 2014 年，说明前者的预期离散程度远大于后者，可以得出结论：预期指导的存在显著缩小了个体间预测值的离散程度，我国央行货币量预期指导可以达到稳定公众预期、减小预测个体差异的效果。

表 5 个体预测离散程度检验

F-检验双样本方差分析				
显著性水平	0.05		0.025	
	变量 1	变量 2	变量 1	变量 2
平均值	1.07	1.24	1.07	1.24
观测值	827	92	827	92
F 值	0.45		0.45	
P 值	0.00		0.00	

资料来源：笔者根据《政府工作报告》《货币政策执行报告》以及《证券市场周刊》组织的“远见杯”的数据库整理编制。

(四) 预测精确度的检验

对预测精确度的研究沿用“远见杯”数据库中各季度初市场预测的本季度利率水平。研究的样本区间为2006年第一季度至2014年第三季度（受数据库数据约束）。在此期间内，中国人民银行在2008年没有设立全年M2增速目标，不存在货币量预期指导；其余年份设立该目标，存在货币量预期指导。

研究中将各季度末一年期存款利率实际值记为 R_t ，将各机构在每季度初对当季度末一年期存款利率的预测均值记为 R_f ，以上两组数据数量均为34个。在此基础上求出季度末一年期存款利率实际值与预测均值的预测误差项，即预测均值与实际值差的绝对值 e_t ， $e_t = |R_t - R_f|$ 。根据年份内是否存在预期指导操作将数据分类，定义2008年 e_t 数据为 e_{t1} ，区间内其他年份 e_t 数据为 e_{t2} 。

建立含有虚拟变量的回归方程 $e_t = \alpha + \beta Dum + \varepsilon_t$ ，检验市场关于利率的预测值是否会由于预期指导的存在与利率实际值趋近。其中 α 为常数项， ε_t 为残差，服从标准正态分布；因变量 e_t 为季度末一年期存款利率实际值与预测均值的预测误差项；自变量 Dum 是一个衡量是否存在预期指导政策的虚拟变量，存在央行货币量目标的年份中令 $Dum=1$ ，不存在央行货币量目标的年份中令 $Dum=0$ ；系数 β 即为存在预期指导年份的预测误差变动值，若 β 值为负，即表明预期指导年份中预测值与真实值间的预测误差低于不存在预期指导的年份，表明预期指导促进预测精确度的提升。

表6 预测精确度检验

	参数估计值	t 值	P 值
	0.27	3.50	0.00
β	-0.19	-2.15	0.04
观测值	34		

资料来源：笔者根据《政府工作报告》《货币政策执行报告》《证券市场周刊》组织的“远见杯”的数据库以及Wind数据库整理编制。

根据以上变量设置及模型构造，回归结果归纳在表6中，得到虚拟变量 Dum 相关系数为负（即-0.19），且P值为0.04，表明在5%的显著性水平下，参数估计系数有效，说明预期指导有效提升市场对利率值的预测水平，利率

的预测均值会由于预期指导的存在向利率实际值趋近，中国央行预期指导能够促进预测精确度的提升。

（五）利率传导机制检验

对长短期利率传导机制的研究样本区间为2006年至2014年第三季度。在此期间内，中国人民银行在2008年没有设立全年M2增速目标，不存在货币量预期指导；其余年份设立该目标，存在货币量预期指导。笔者选择两组数据分别反映中国金融市场长短期利率水平，第一组数据为1个月期限的国债到期收益率的日数值，反映市场短期利率水平，其中2008年数据量有246个，记为 X_1 ，2006年至2007年及2009年至2014年第三季度数据量有1940个，记为 X_2 ；第二组数据为一年期限的国债到期收益率的日数值，反映中长期利率水平，其中2008年数据量有246个，记为 Y_1 ，2006年至2007年及2009年至2014年第三季度数据量有1940个，记为 Y_2 。

建立回归方程 $Y = a + bX + u_i$ 研究不同时期的长短期利率传导水平，针对所截取的两个时间段，设立 $Y_1 = a + bX_1 + u_i$ 与 $Y_2 = a + bX_2 + u_i$ 两个方程， a 为常数项， b 为待估计参数， u 为残差，服从标准正态分布。参照Kool和Thornton（2015）研究利率传导水平的方法，截取同一模型的两个时期，通过比较其 R^2 值的方式大体评估两个时期模型的拟合程度。分别对已截取的两个时间段作出回归结果（见表7），得到2008年样本区间内的模型 $R^2=0.76$ ，而2006—2007、2009—2014年样本区间内的模型 $R^2=0.82$ 。显然，存在预期指导政策时期的 R^2 值较大，模型有较好的拟合程度，在一定程度上反映了预期指导政策对于长短期利率传导机制的完善和促进作用。

表7 利率传导机制检验

样本区间	政策	R^2
2008年	不存在预期指导	0.76
2006—2007年、2009—2014年	存在预期指导	0.82
观测值	2186	

资料来源：笔者根据《政府工作报告》《货币政策执行报告》以及Wind数据库整理编制。

除对两时期回归方程 R^2 值比较之外, 笔者还通过 Z 检验, 即“相关系数显著性检验”, 考察两个时期内短期利率向长期利率的传导水平是否存在显著差异。其原假设 H_0 为两个相关系数无显著差异, 备择假设 H_1 为两个相关系数存在显著差异。通过 2008 年时期内 1 个月期限的国债到期收益率的日数值 X_1 与一年期限的国债到期收益率的日数值 Y_1 , 求出相关系数 ρ_1 值为 0.87; 通过 2006 年至 2007 年及 2009 年至 2014 年第三季度内 1 个月期限的国债到期收益率的日数值 X_2 与一年期限的国债到期收益率的日数值 Y_2 , 求出相关系数 ρ_2 值为 0.91。对 ρ_1 、 ρ_2 进行 Z 检验, 求出 $Z_{\rho_1}=1.33$, $Z_{\rho_2}=1.51$, 进而求出 Z 值为 3.67, 相对应的 P 值为 0, 检验结果拒绝原假设, 得出两个时期的相关系数存在显著差异的结论 (见表 8)。

表 8 利率传导机制检验

样本区间	政策	相关系数	Zr 值	Z 值	P 值
2008 年	不存在预期指导	0.87	1.33	3.67	0
2006—2007 年、2009—2014 年	存在预期指导	0.91	1.51		
观测值	2510				

资料来源: 笔者根据《政府工作报告》《货币政策执行报告》以及 wind 数据库整理编制。

相关系数的研究进一步说明了存在预期指导政策时期的短期利率对长期利率水平的传导作用要强于无预期指导政策时期, 且有较为显著的提高, 佐证了中国央行货币量的指引对市场预期引导的有效性, 进而具备长短期市场纽带的作用。

五、结 论

预期指导是前瞻性货币政策的重要内容之一, 虽然中国人民银行尚未正式提出有关“预期指导”货币政策的实施, 但在实践中却能够或明或暗地显示出预期指导的特征。例如, 中国人民银行自 2001 年开始发布《货币政策执行报告》, 自 2002 年第二季度起, 《报告》中都会特设一个章节, 通过预测经济或发出政策信号等方式作出预期指导, 并且在 2001 年第一季度至 2007 年第

三季度期间,中国人民银行还在《报告》中逐渐加入量化经济预测数据,更加清晰地向市场表达自身观点。而世界发达经济体实施预期指导政策时间同样较短,如美联储也仅仅在1999年开始在报告中加入该部分,由此可知,即使与发达国家央行相比,中国人民银行预期指导政策的起步也并不算落后。

本文通过对中国人民银行发布的《货币政策执行报告》的梳理研究,创新性地发现了中国人民银行的隐性预期指导表达,并在“远见杯”数据库基础上,运用统计分析和实证方法测度我国央行可信程度以及预期指导对市场个体预测值离散度、市场预测值精确度、长短期利率传导机制的引导作用。通过以上研究,考察我国央行预期指导政策对预期的引导作用,量化其政策效果,笔者发现,中国人民银行实质上已经实施隐性的开放式预期指导政策。虽然官方没有对该政策作出正式表述,但自2001年第一季度以来,中国人民银行发布的每一期《货币政策执行报告》均含有定性或定量、明确或隐晦的“预期指导”要素。虽然在2007年后,《报告》中出现的“预期指导”要素不断减少,但所保留的要素依旧满足“信号内容与远期利率相关”和“信号方向与下一阶段货币政策方向基本一致”这两个定义标准。所以可以判断,我国央行实质上已经实施预期指导政策。

同时,研究结果表明,预期指导货币政策在中国的实施产生了明显的效果。无论是定性还是定量的指引方式,经统计分析和实证检验,所显示的政策效果都较为显著。通过历史数据可知,我国央行发布的预期指导信息减小了市场个体预测值离散程度,提高了市场预测值的精确度,并较好地完善了长短期利率传导机制。我国央行的预期指导有效地提升了市场预测能力,实现了较有效率的沟通,体现其政策效用。

参考文献

- [1] 董昀,郭强,李向前.美国的非传统货币政策:文献述评[J].金融评论,2015(5):100-126.
- [2] 郭强.美联储预期指导:理论基础、发展脉络与潜在风险[J].新金融,2015(4):26-31.
- [3] 何运信.货币政策透明性制度的国际比较:以央行沟通方式为基调[J].改革,2012(4):74-83.
- [4] 何运信,沈宏.耿中元.居民与专家通货膨胀预期的差异及两者间关系——流行病学模型在中国的检验[J].金融研究,2014(5):17-33.
- [5] 卢蕾蕾,李良松.中央银行预期指导的理论与经验:文献综述[J].国际金融研究,2014(1):25-33.
- [6] 王志宏.货币政策预期指导:理论、政策与前景[J].世界经济,2015(9):166-192.
- [7] 杨君.预期指导的政策效果及限制与问题[J].北方金融,2016(1):28-31.
- [8] 曾刚,王志宏.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):11-18.
- [9] 张成思,芦哲.媒体舆论、公众预期与通货膨胀[J].金融研究,2014(1):29-43.
- [10] 张成思,计兴辰.善言为贤:货币政策前瞻性指引的中国实践[J].国际金融研究,2017(12):1-16.
- [11] Campbell, J., Evans, C., Fisher, J., Justiniano, A. Macroeconomic Effects of FOMC Forward Guidance[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 2012, 44(1): 1-80.
- [12] Carney, M. Monetary Policy After the Fall[J]. Remarks at Eric J. Hanson Memorial Lecture, University of Alberta, Edmonton, Alberta, 2013.
- [13] Filardo, A., Hofmann, B. Forward Guidance at the Zero Lower Bound[J]. BIS Quarterly Review, 2014(3): 37-53.
- [14] Goodhart, C., Lim, W. Interest Rate Forecasts: A Pathology[J]. International Journal of Central Banking, 2011, 75(7): 135-172.
- [15] Hochstein, M. Forward Guidance: Comparison of G-4 Central Banks' Latest Communication Policy Innovations[J]. Allianz Global Investors, Strategy and Investment: Bonds, 2013.
- [16] Holmsen, A., Qvigstad, J. Communicating Monetary Policy Intentions: The Case of

Norges Bank[J]. Norges Bank, Working Paper, 2008, No.20.

[17] Karagedikli, Ö., Siklos, P. Explaining Movements in the NZ Dollar: Central Bank Communication and the Surprise Element in Monetary Policy? [J]. Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper, Series 2, 2008.

[18] Kool, C., Thornton, D. How Effective Is Central Bank Forward Guidance? [J]. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Fourth Quarter, 2015, 97(4): 303–22.

[19] Meade, E., Nozawa, Y., Petrasek, L., Zickler J. The Effects of FOMC Communications before Policy Tightening in 1994 and 2004[J]. Feds Notes, 2015, No.924.

[20] Moessner, R. Effects of Explicit FOMC Policy Rate Guidance on Market Interest Rates [J]. DNB Working Paper No. 384, De Nederlandsche Bank, July, 2013.

[21] Morris, S., Shin, H. The Social Value of Public Information[J]. American Economic Review, 2002, 92(5): 1521–1534.

[22] Rudebusch, G., Williams, J. Revealing the Secrets of the Temple: The Value of Publishing Central Bank Interest Rate Projections[J]. Asset Prices and Monetary Policy. Chicago: University of Chicago Press, 2008, 86(9): 247–289.

[23] Rudebusch, G., Williams J. A Wedge in the Dual Mandate: Monetary Policy and Long-Term Unemployment[J]. Journal of Macroeconomics, 2014, 47(2): 5–18 .

[24] Sinha, A. FOMC Forward Guidance and Investor Beliefs[J]. American Economic Review, 2015, 105(5), 656–661.

[25] Walsh, C. 2008, Announcements and the Role of Policy Guidance[J]. Federal Reserve Bank of St. Louis Review 90(4): 421–442.

[26] Winkelmann, L. Quantitative Forward Guidance and the Predictability of Monetary Policy – A wavelet Based Jump Detection Approach[J]. Sfb Discussion Papers, 2013, 16(4): 21–44.

[27] Woodford, M. Optimal Monetary Policy Inertia[J]. Manchester School, 1999, 67(1): 1–35.

[28] Woodford, M. Forward Guidance for Monetary Policy: Is it Still Possible? [J]. Comments at the American Economic Association meeting in New Orleans, January, 2008.

[29] Woodford, M. Methods of Policy Accommodation at the Interest-rate Lower Bound[J]. Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole. Federal Reserve Bank of Kansas City, 2012, 57(2): 185–288.

The Effectiveness of Expectations Guidance in China Monetary Policy

ZHANG Chengsi

(Renmin University of China)

Abstract: Expectations guidance plays an important role in monetary policy transmission mechanism. This paper examine the effectiveness of expectations guidance in forward-looking monetary policy of China and check whether China central bank has features of expectations guidance. We utilize quantitative measures to test the effectiveness of expectations guidance. Empirical results show that expectations guidance has significant effect in monetary policy. This implies that expectations guidance can enhance monetary policy effectiveness and reduce market volatility. Therefore, the central bank should increase the power of expectations guidance and create new ways of guidance to deliver clearer signal of monetary policy and increase the effect of forward-looking monetary policy.

Key words : Monetary Policy, Expectations Guidance, Expectations Management