

# 中央银行对预期的管理

作者 Michael Woodford\*

译者 程均丽 杨富彬 孙立兰 刘笑洋

(西南财经大学中国金融研究中心 610074)

让公众最大可能地了解中央银行的行动很重要。这不仅是出于民主合理性的考虑——虽然民主本身是一个极好的理由，因为中央银行的管理者们在工作中拥有很大的自主权——更是为了能最有效地执行货币政策。对货币政策的有效性来讲，公众的政策预期至关重要，而且，也很少有其他东西可以与之相提并论，至少在当前状态下是如此。现在，主要工业国的中央银行很少还大量使用信用控制或别的办法直接管理金融市场和金融机构的资金流，金融体系日益精深，因此这种控制更难以有效实施，而且，这种控制无论如何几乎都不能实现上面讲过的使那些资源在各部门间有效配置的目的，即使可以，也会不可避免地导致投向不同经济部门的资金的比较成本低效、扭曲。

相反，中央银行为了资产负债的平衡，而将自己的干预限制在控制银行同业市场的隔夜拆借利率上（如美国的联邦基金利率）。但像这样的隔夜拆借利率的当前水平对经济决策制定的影响却微乎其微，如果隔夜拆借利率的变化被认为只意味着这一夜的隔夜借款成本的变化，那么即使是它发生很大的变化（如上升足足一个百分点）也不会影响任何人的支出决策。中央银行通过改变隔夜拆借利率目标来影响支出决策（从而最终影响定价和雇用决策）的有效性，完全依赖于这些措施对其它金融市场价格的影响，如长期利率、股价和汇率，这些价格借助于套利关系与短期利率联系起来，而中央银行行为影响最直接的是短期利率，但决定这些资产价格的是短期利率的未来几个月甚至几年的预期走势而非其本身的当前水平。<sup>1</sup>

因此，央行影响支出进而定价决策的能力主要是取决于它们对隔夜拆借利率未来走势的市场预期的影响力，而不仅仅是对隔夜拆借利率当前水平的影响力。市场参与者们获得更优的关于中央银行行为和意图的信息，会提高中央银行政策实际影响预期的程度，从而提高稳健货币政策的效力。只要私人部门知道当前的经济进展状况对未来的政策走向所具有的意义，市场就能在很大程度上“为中央银行尽职”（“do the central bank's work for it”）。因为，当预期的未来利率也变化时，为实现满意的激励调整所需要的隔夜利率的实际变化可以做到更适度得多。<sup>2</sup>

因此，公众的政策知情对政策的有效性至关重要。他们不仅需要知道中央银行现在在于什么，还需要知道它未来将干什么，中央银行这些未来的行为是可以被预期的。然而，可能

---

\* 2005年8月25—27号，坎萨斯(Kansas)联邦储备银行举办了主题为“格林斯潘时代：给将来的教训”研讨会，本文是作者提交的论文“Central Bank Communication and Policy Effectiveness”第一部分的1.1节“Central Banking as Management of Expectations”——译者注。

<sup>1</sup> Gurkaynak (2005) 发现他称作“时间选择意外”(timing surprises)的东西对债券收益和股价均没有影响，而FOMC的会后声明，由于改变了对基金利率未来路径的预期而对二者都有重大影响。“时间选择意外”，即当前联邦基金利率操作目标未预期到的调整，不包括市场对下次会后的基金利率目标预期的变动，因为，其间已预期的目标调整发生得比一些人预期的要早。

<sup>2</sup> 有证据表明这种现象已经发生，其原因在于，金融市场更加精深，而中央银行更加透明化，两者相互作用共同发展。Blinder等(2001,p.8)认为在1996年初到1999年中这段时间，尽管联邦基金利率水平变动相对很小，人们还是可以观察到美国债券市场响应宏观经济发展而作的变动，这有助于稳定经济。他们因此提出，这反映了债券市场在Fed采取行动之前对它预测的能力提高了。Lange等(2001)从统计上证明市场预测Fed政策的能力在提高，他们指出，从1980年代末起，通过短期国债收益率预测联邦基金利率数月后变动情况的能力就已提高了。

有人会就此认为，中央银行只要系统地遵循合理的政策，而不必向公众解释，就应足矣。如果假定公众具有理性预期，则执行政策的任何系统模式都可以从被观察到的中央银行行为中正确地推断出来。但是当一项政策决定，其成功取决于它不为公众所知是不明智时——这也是要选择有一个有合意的理性预期均衡的政策规则的原因——就不要过分依赖于这个假定，不要认为公众会不管中央银行有没有努力去解释政策都会完全明白，这才是谨慎的。在理性预期假设下，对公众进行政策规则解释不但没有坏处，如果假定（这也更现实）公众对央行政策承诺的正确理解不会自动发生，还会改善结果，因此，对中央银行来说，解释它所遵循的规则显然是合意的。<sup>3</sup>

最近，Orphanides, Williams(2005)分析了将目标公开与让私人部门必须通过经验推理来预测未来的政策相比的优势。在Orphanides-Williams模型中，私人部门应用线性回归模型预测通货膨胀，其中回归系数运用最近观测到的通货膨胀数据反复重新估计。这种方法的预测假定（基于历史观测的有限时间窗口）与理性预期假定相比，它恶化了中央银行可得到的通货膨胀波动和产出缺口波动之间的替换关系。<sup>4</sup>为了产出缺口的稳定而允许通货膨胀随成本推动型冲击而波动，这比在理性预期情况下付出的代价大一些，因为，这些冲击引发的通货膨胀暂时的波动很可能被误认为是指示中央银行有不同的通货膨胀目标。因此，Orphanides, Williams指出，对长期通货膨胀目标进行可靠的承诺（私人部门因而没有必要去估算长期平均通货膨胀率，而只需估算暂时背离长期平均通货膨胀率的动态）可以显著提高稳定化效果，尽管没有私人部门充分理解中央银行政策规则所隐含的动态均衡的效果好。这给Mervyn King（2005）及其他一些具有实际通货膨胀目标制经验的人所提出的解释提供了一个很好的理论支持的例证，那就是，对公众的通货膨胀预期稳定得越紧，实体经济活动和通货膨胀二者的稳定性都有可能越大。

认为中央银行明确它想要保持的长期平均通货膨胀率就足够了，而让公众自己断定通货膨胀率暂时背离这一长期平均水平的性质，这种想法也是毫无道理的。稳定长期通货膨胀率是重要的，就其本身而言也是一项重要成就，这当然正确。但是Orphanides, Williams的分析也表明，尽管私人部门知道长期平均通货膨胀率，但必须要估算暂时背离长期通货膨胀率的动态，通货膨胀稳定性和产出缺口稳定性之间的有效替代关系就不如在理性预期条件下那样有利，即不如人们对暂时背离的动态有一个正确理解条件下那样有利。因此，原则上，对这方面的政策也给予明确的承诺，而不是简单地相信人们将能够奉行某一种行为模式，这样做，益处很多。

如果考虑到经济中人们那种寻求稳定的前瞻性行为，为何对目标或政策规则给予明确的承诺是合意的，就还有一个更深层次的在某种程度上也更微妙的原因。即使假定，不管中央银行对它采取的任何政策措施说明的程度如何，私人部门都会完全明白，但是，对政策规则的公开承诺能帮助政策制定者的政策实施达到更好的效果。因此中央银行仅有合理的目标（反映了对社会福利的正确分析）是不够的，它在政策制定上还应该采用系统方式，运用正确的经济模型，并使用在数量最优化方面训练有素的员工，所有这一切，都应该彻底向公众解释。按照相机条件下的最优化方式处理问题的中央银行，它要在每个决策周期重新决定最优行为，而不对未来行为作任何承诺，除非这些行为在可能出现的任何情况下看起来都是最优的。这类中央银行，从它本身的目标来看，它仍可能得到比承诺奉行经过适当选择的政策

---

<sup>3</sup> King(2005b)提出，更合理的假定是认为公众在作Gigerenzer, Selten(2001)讨论的那类决策过程中遵循简单的（但可能非常有用）启示，而不是按照最优行为这类经济理论行动。他还认为，在这种情况下，央行与公众的交流在引导公众选择正确类型的启示上起了重要的作用，这些启示能使宏观经济更稳定。

<sup>4</sup> Eusepi(2005)发现，在一个有更详细的微观基础（micro foundations）模型的背景下，需要私人部门通过估计理论回归式来学习有关通货膨胀和产出缺口波动的均衡模式，这可能引起学习动力的不稳定性和由学习动力所致的波动，相反，中央银行政策规则的透明度有利于促进学习动力的稳定性。（在透明度下，私人部门能估计一个正确的、具体的结构式，而不是简化形式的计量经济模型）。

规则坏得多的结果。正如 Kydland,Prescott (1977) 第一次提出的那样, 尽管中央银行在任一时刻面临的政策选择都有一个正确的数量模型, 同时私人部门对未来的政策实施方式也有正确的预期, 但这种更坏的结果也有可能发生。

乍一想, 相机式的最优化似乎正是人们希望开明的中央银行所做的。各种预期不到的事件不断地发生, 它们影响了对通货膨胀和实体经济活动的确定。并且, 也不难看到, 一般情况下, 在任何时点的最优利率水平都应该准确地取决于当时已经发生的事件。事实上, 安排这种复杂的状态依赖型政策是非常容易的, 仅在观测到意想不到的冲击后, 就决定在既定的时点调整工具。此外, 这种动态规划法解决跨时最优化问题, 也为一个规划问题转化成每段连续的决策时期的一系列的独立选择提供了合理性。

但是, 标准的动态规划法仅仅对系统的最优控制才是有效的, 且该系统对控制者的当前行为作机械式反应。而稳定化货币政策问题是另一种不同的类型, 原因在于, 中央银行的行为后果不仅取决于到现在为止的工具安排序列, 还取决于私人部门对未来政策的预期。在这种情况下, 每一个决策点之前的预期被视作是既定的, 不受政策影响, 所以连续的(相机的)最优化引起了次优的结果。然而, 在理性预期假说条件下, 中央银行决策的可预测性, 从这种观点来看, 才真正决定着私人部门早期的(内生的)预期。对私人部门来说, 一则可靠的承诺, 其表现形式不同, 决定这些预期的方式也可能不同。鉴于预期在决定中央银行所关心的变量中的重要性, 总的来讲, 通过对这种承诺机会加以巧妙运用, 是能改善结果的。这将在第二节我分析当政策操作方式受短期名义利率较低的限制时应该如何操作时作具体说明。

一般来讲, 最有效的政策(得到最好的结果, 这个最好的结果出自可能的理性预期均衡)要求对政策以一种历史依赖的方式进行操作, 于是任何时期的政策不仅取决于当时的条件(并且从那时开始被认为可能实现的), 还取决于过去的条件, 即使这些过去的条件已不再限制现在可能实现的结果。尽管当时从以过去为条件进行的政策操作中得不到益处, 但在早期预期政策会这样操作, 能对早期实现的政策效果产生重大的有利影响, 这些益处使随后的损失值得, 下一节将举例说明。

历史依赖型政策的合意性, 不仅在于中央银行具有这种私人动机, 而且在于对这个目标的公开承诺。首先, 公开承诺可能更易于促使中央银行的政策审议聚焦于正确的规则(这个规则的特点在于, 一丝不苟地遵守它, 就能达到最优均衡)而不受“既往不咎”诱惑。其次, 历史依赖型政策承诺的益处完全取决于政策的私人预期这一面, 不然, 陷入“既往不咎”诱惑就是理性的。对与历史依赖型规则一致的未来的政策操作作隐秘承诺是毫无意义的, 私人部门会依旧认为中央银行将完全按照前瞻性方式行动, 因此, 中央银行应尽可能将目标向公众解释清楚, 并向公众说明, 这个目标用来指导自己的决策。

(责任编辑: 王艳娇)