

[文章编号] 1672-7320(2010)05-0795-05

# 试论中央银行政策意向的沟通

彭 芸

[摘 要] 中央银行政策意向沟通,在管理市场预期方面具有重要的工具价值。在其发挥积极效应的过程中,却受到诸多因素的制约,面临一些潜在风险。大多央行对于政策意向沟通的态度甚为谨慎。对相关央行政策意向沟通的实践进行比较,不难发现其间存在不同程度的差异。政策意向沟通,成为了当前央行沟通研究的热点课题之一。

[关键词] 中央银行;政策意向;沟通

[中图分类号] F831.0 [文献标识码] A

## 一、引言

保持币值稳定和维护金融稳定,是现代央行肩负的重要职责。在实施金融宏观调控的过程中,央行如何履行这两项职责,为经济发展营造良好的金融环境,更有效地推动经济增长,是现代央行面临的一项重要课题。“沟通”是央行履职的一项重要政策工具,其工具价值日益受到学界、业界的普遍关注。

近 20 多年来,货币政策操作的理念逐步趋向开放和透明。中央银行高度重视与公众、市场之间的有效沟通,主要基于下述两方面的动因:一方面,随着中央银行独立性的提升,对央行责任感的要求相应提高,强化沟通是完善央行问责制的必然要求;另一方面,货币政策的有效性在很大程度上取决于预期的有效管理,而强化沟通正是管理预期的重要工具。

长时期以来,对中央银行沟通并没有一个普遍认同的定义。Blinder et al. (2008)<sup>[1]</sup> (第 11 页)从沟通内容选择的视角,将沟通界定为“中央银行向公众提供货币政策目标、货币政策策略、货币政策决定、经济预测以及政策意向等方面的信息”。对于货币政策目标、策略、决定等方面的沟通,大多数的央行基本上形成了共识。一些央行定期发布通货膨胀、产出等重要宏观经济变量的预测,但直至目前,对央行是否应该发布政策意向、不同政策意向沟通方式的选择等问题,学界和业界存在仁智之见,争议较大。政策意向的沟通,成为了当前中央银行沟通研究的热点问题之一。

## 二、央行政策意向沟通的方式

政策意向,即央行未来政策变动的倾向。货币政策传导存在一定的时滞,央行通过政策意向沟通,向市场传递其未来货币政策走势的某些信号,有利于缩短传导时滞,提高货币政策的有效性。就政策意向沟通方式而言,主要有以下三类:

### (一)通货膨胀及产出预测

央行基于某种利率假定向市场发布通货膨胀、产出等宏观经济变量的预测,让市场去估测未来政策的可能走势。比如,瑞士央行基于“利率不变假定”发布未来一段时间内的通货膨胀预测,若预测值高于

目标值,市场就会推测央行将提高利率。英格兰银行基于“市场利率假定”发布通货膨胀预测,若预测值高于目标值,市场就会推测“央行提高利率的幅度将会高于市场预期”。反之亦然。

## (二)前瞻性文字指导

在政策利率已降至极低水平,但通货紧缩的风险依然存在时,美联储和日本央行都曾在货币政策委员会发布的会后声明中,运用一些导向性的字眼和语句,给出政策走势的前瞻性指导(forward guidance)。比如,2001年5月,日本央行会后声明中指出,“在通货紧缩的担忧消除前,政策利率将一直保持在零利率的水平”;2003年8月,美联储在会后声明中通过“适应性的货币政策将保持相当一段时间”的措辞引导市场预期。

## (三)政策路径

Kahn(2007)<sup>[2]</sup>(第3页)用“政策路径(policy path)”一词概指央行对未来一段时间政策利率走势的量化预测。基于对当前及未来经济走势的分析和预测,沿着央行发布的政策路径,利率可能上升,也可能下降。如果出现预料之外的事件,改变了央行事先对经济前景和通货膨胀的预测,将会出现政策路径的位移。目前,发布政策路径的央行并不多。新西兰储备银行1997年率先发布政策路径,随后,挪威央行(2005)、瑞典央行(2007)等相继采用。

从狭义的角度看,通货膨胀及产出预测的沟通不在政策意向沟通的外延中,政策意向沟通仅指央行给出的“前瞻性文字指导”和“量化的政策路径”。下文的论述将重点围绕后两者进行探讨。

# 三、央行政策意向沟通的效应与风险

央行政策意向沟通,有利于增强货币政策操作对中长期利率的影响力,有利于央行更好地实现宏观调控的目标,在管理市场预期方面的积极效应,得到了充分的肯定;但是,在实践中,特别是发布政策路径,存在诸多制约因素,面临一些潜在风险。

## (一)政策意向沟通的积极效应

能否对预期进行有效管理,是提高货币政策有效性的一个关键要素。Woodford(2005)<sup>[3]</sup>(第5页)指出,“成功的货币政策不能只是有效管理隔夜利率,而且要有效引导市场对未来隔夜利率路径的预期。”央行发布政策路径,可谓引导市场预期与央行协调一致的理想途径。关于央行未来货币政策走势,有谁比中央银行更了解自身的意图呢?

在政策利率处于或接近零的特殊背景下,中央银行的“前瞻性文字指导”,在加强预期管理上具有的积极作用备受关注,它被提升至重要的货币政策工具的地位。此次全球金融危机爆发后,美联储、加拿大央行都采用了“低利率承诺”这一未来政策意向沟通工具,“低利率承诺”被认为是央行应对金融危机的一项非常规性货币政策工具。一个可信性被认可的央行,可以通过“未来较长一段时间内政策利率将保持在低水平”的承诺,引导市场预期,从而压低长期利率,刺激经济复苏。

目前,关于央行是否应该发布政策路径的理论研究尚不多见。Rudebusch and Williams(2006)<sup>[4]</sup>(第31页)研究得出的结论是:在私人主体对央行政策制定者的目标函数或政策规则具有“不完全信息”时,不知晓政策规则的参数而又必须从央行往日的政策行动中进行推测时,央行发布政策路径有助于帮助私人主体推测政策规则;同时,通过引导公众未来政策利率预期,使其与央行协调一致,有助于降低产出和通货膨胀的波动,从而改善宏观经济运行。

有的观点认为:当货币政策目标、策略、决定、经济预测等环节已经相当透明时,政策路径的发布可能会造成央行货币政策信息的冗余。事实上,即使其他货币政策环节已经透明,就央行自身建设而言,政策路径的发布不仅会激励央行进一步提高统计、预测水平,提高货币政策决策的科学性和前瞻性,从而增强央行的责任感和可信性;而且,有利于体现央行保持物价稳定的承诺,能更好地锁定长期通货膨胀预期。

## (二)政策意向沟通的潜在风险

下面结合政策路径沟通,对几项容易引发风险的制约因素,分析如下。

1. 环境的不确定性,增加了央行发布政策路径的难度。在充满多种不确定性的环境里,货币政策需要应对的可能事件实际上是无限多的,而且有些确实是难以预测的,这使得央行利率预测面临相当的不确定性,而且预测的时间跨度越长,不确定性就越大。央行在未来政策利率调整幅度和时机选择上具有一定难度,因此,央行对于是否发布政策路径十分谨慎。

2. 货币政策委员会就政策路径达成共识并非易事。对当前的货币政策决定,有时货币政策委员会都不易取得一致,更不用说政策路径了。为了制定出一条政策路径,货币政策委员会不仅要考虑当前政策利率的设定,而且要就整条政策路径进行讨论,增加了央行货币政策决策的复杂性,甚至可能需要改变委员会决策的程序。

3. 发布政策路径存在破坏金融市场运行的风险。如果市场参与者过度依赖央行发布的预测,忽略自身对未来经济走势的分析,可能会造成“公共信息”对“私人信息”的挤出,将会降低市场价格的信息量<sup>[5]</sup>(第10页)。客观的市场反应难以有效地反馈给货币政策的决策者,央行从市场获取的反馈仅仅只是印证了自身事先的判断。

4. 发布政策路径可能制约央行政策调整的灵活性。中央银行发布的政策路径,并非是央行的无条件承诺,而是基于现有可获得信息的一种预测。若金融市场无法充分理解这些预测的条件性,将其当作央行的一个“准承诺”,货币政策调整的灵活性将会受到相应的制约。当市场环境变化,央行的行动偏离先前发布的政策路径时,市场就可能认为被央行误导了,央行的可信性将受到影响。

#### 四、央行政策意向沟通的实践

目前,有关中央银行政策意向沟通的理论研究和实证研究还不多见,大多数的央行在是否发布政策意向方面持谨慎态度,对政策路径的沟通则更为审慎。如前所述,仅有新西兰储备银行、挪威央行、瑞典央行等少数几家央行发布政策路径。它们在具体实践上,也存在不同程度的差异。美联储、日本央行则是通过前瞻性文字指导等方式进行政策意向沟通。下面我们着重分析一下新西兰储备银行、挪威央行和美联储政策意向沟通的实践及其效果。

##### (一)新西兰储备银行

新西兰储备银行(Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)从1997年6月开始,就定期发布90天央行票据的利率预测,其利率预测是基于央行的宏观经济模型以及央行决策者的判断。它是以“点预测”的形式发布政策路径。因为RBNZ发布政策路径的实践时间较长,不少政策路径沟通的实证研究都围绕其展开。

Archer(2005)<sup>[6]</sup>(第15页)指出,RBNZ政策路径的调整,虽然也会出现预料之外的变化,但其对市场利率期限结构的影响有限。基于这一状况,他认为新西兰的金融市场能够认识到央行所发布政策路径的条件性。Ferrero and Secchi(2007)<sup>[7]</sup>(第2页)认为,在RBNZ两次政策路径发布的间隔内,市场利率的变化与央行政策路径的变动趋同。他们认为,“趋同”显示出市场对央行政策路径预测的条件性有理性的认识。

上述实证研究的结果表明,新西兰金融市场没有将RBNZ发布的政策路径看作无条件的政策承诺,而只是视为央行一种动态的信号机制。

##### (二)挪威央行

挪威央行从2005年11月开始发布政策路径。在此之前,其先后基于不同的利率假定向外发布重要宏观经济变量的预测,间接地向市场传递政策信号;也曾经采用过“文字信号”的方式直接给出未来政策走势的信息。可见,央行政策意向沟通方式的选定是动态的,而非僵化不变。

有的观点认为,RBNZ货币政策决定由行长个人做出,有利于向外发布政策路径,货币政策委员会决策往往难以形成一致认同的政策路径。而挪威央行采用的是货币政策委员会决策,其委员会由7名人员组成。挪威央行的成功实践,说明货币政策委员会集思广益,可以通过某种方式就某一政策路径达

成一致并对外发布,否定了上述观点。Svensson(2003)指出,政策路径可以通过委员会对每一个时间跨度内不同委员利率预测的中间值进行投票来获得,多数票赞成的即为对外发布的政策路径。

Woodford(2005)指出,为了帮助公众认识政策路径发布的条件性,中央银行可以使用一些“技术方法”——比如采用“扇形图”或者发布不同情形下的政策路径。与新西兰储备银行的“点预测”不同,挪威央行以扇形图的形式发布带有置信区间(confidence intervals)的利率预测。不仅提供政策利率的基准预测路径,而且还发布基准预测的置信区间等信息,以强调基准预测所具有的条件性和不确定性。

### (三)美联储

联邦公开市场委员会(Federal Open Market Committee, FOMC)不发布政策路径,而是通过“会后声明”中的不同措辞,向市场传递委员会对货币政策走势的意向。从 FOMC 政策意向沟通实践的历程看,主要是通过“风险平衡”的用语间接传递政策意向,而在一些特殊情形下,则通过明确的“前瞻性文字指导”直接传递政策意向。

1999年5月, FOMC 开始在“会后声明”中,运用“政策偏倚(policy tilt)”,直接发布其预期的货币政策态势。针对宽松、紧缩两种走向,“不对称偏倚(asymmetric bias)”指政策变动朝某一方向的可能性大于另一方向;“对称偏倚(symmetrical bias)”是指下一次政策变动时两种走向的可能性相当。但2000年初,由于 FOMC 不满意金融市场对“政策偏倚”的反应,决定终止使用,转而采用通过有关“风险平衡”的用语间接传递政策意向。

“风险平衡(balance of risks)”用语,是针对物价稳定和经济增长双重目标所面临风险的评价。会后声明中常用的表述有三类:两个目标面临的风险是平衡的;主要是通货膨胀压力增大的风险;主要是面临经济衰退的风险。虽然根据“风险平衡”的三类用语,市场可以推测出“利率或不变”、“利率或上升”和“利率或下降”的政策意向,但 FOMC 没有直接提供“前瞻性信号”。FOMC 希望通过间接传递政策意向,避免货币政策操作的灵活性受到限制。

在政策利率接近零的特殊背景下,美联储再次采用直接政策意向沟通工具。2003年8月,联邦基金利率目标值已降至1%, FOMC 在会后声明中,通过“适应性的货币政策将保持相当一段时间”的措辞,表明政策利率有可能在历史低位保持较长的时间;2004年5月,在 FOMC 开始考虑提高政策利率时,则运用“委员会将以可测量的步伐取消适应性的政策”,传递政策利率将逐步提高的信号。

2008年12月,联邦基金利率目标值降至0%—0.25%的区间, FOMC 又一次突破“风险平衡”的间接沟通方式,在该月发布的会后声明中,表明“鉴于当前经济衰退的现状,联邦基金利率这一特别低的水平将有理由保持较长一段时间”。FOMC 希望通过引导公众保持低利率的预期,对长期利率施加向下的压力,从而达到刺激总需求的目的。

## 五、启 示

笔者对政策意向沟通的主要方式、积极效应、潜在风险及几家央行政策意向沟通的实践进行了分析,得出几点启示:

1. 政策路径的发布与货币政策框架有着内在的联系。从目前的实践来看,发布政策路径的是采用通货膨胀目标制的几家央行,其中的新西兰储备银行、瑞典央行和挪威央行,在透明度排名中位居前列。透明是通货膨胀目标制的一个显著特征。是否是因为它们在透明度建设方面积累了比较丰富的经验,而为政策路径发布营造了良好的氛围?这一现象有待于深入研究。

2. 货币政策委员会决策不应成为政策路径发布的障碍。从目前政策路径发布的实践看,发布政策路径的央行中,新西兰储备银行的货币政策是由行长个人作出,挪威央行和瑞典央行采用的是货币政策委员会集体决策。尽管它们在货币政策委员会的组成和决策模式上不尽相同,但没有影响它们成为“政策路径发布”的先行者。如同货币政策委员会能就某项政策决定形成共识,委员会亦可就某条政策路径达成一致,并对外发布。

3. 中央银行对动态的经济发展形势要不断进行探究。根据国内外经济金融现状和走向,合理地制定现行政策,并通过有效沟通,努力让金融市场、公众尽可能了解政策制定的有关背景,众多央行在这方面不断进行着新的努力。其实,在制定现行政策的同时,政策意向已应运而生,“政策走向”进入了双向沟通的渠道,倘若发展的现实有了未曾虑及的变化,央行及其沟通对象,则应迅即进行必要的调整,协同努力,以利于实现币值稳定和维护金融稳定。

### [参 考 文 献]

- [1] Blinder, Alan S. & Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, Jakob De Haan, David-Jan Janse. 2008. “Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence,” *Journal of Economic Literature* 46(4).
- [2] Kahn, George A. 2007. “Communicating a Policy Path: The Next Frontier in Central Bank Transparency?”, <http://www.kansascityfed.org/publicat/econrev/PDF/1q07kahn.pdf>.
- [3] Woodford, Michael. 2005. “Central Bank Communication and Policy Effectiveness,” *NBER Working Paper* 11898.
- [4] Rudebusch, Glenn D. & John C. Williams. 2006. “Revealing the Secrets of the Temple: The Value of Publishing Central Bank Interest Rate Projections.” *NBER Working Papers* 12638.
- [5] Morris, Stephen & Hyun Song Shin. 2002. “The Social Value of Public Information,” *American Economic Review* 92(5).
- [6] Archer, David. 2005. “Central bank communication and the publication of interest rate projections,” [http://www.riksbank.com/upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_foa/Archer17May.pdf](http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_foa/Archer17May.pdf).
- [7] Ferrero, Giuseppe & Alessandro Secchi. 2007. “The Announcement of Future Policy Intentions,” [http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/third\\_conf\\_MBF/papers/Secchi.pdf](http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/third_conf_MBF/papers/Secchi.pdf).

(责任编辑 于华东)

## Analyzing on Central Bank's Communication about Its Policy Intentions

Peng Yun

(School of Finance, Hubei University of Economics, Wuhan 430205, Hubei, China)

**Abstract:** Central bank's communication about its policy intentions has an important instrumental value for managing market expectation. There exist many limitation factors and potential risks for bringing about its positive effects. Most central banks take a very prudent attitude towards policy intention communication. Comparing the policy intention communication experiences of relevant central banks, it is not difficult to find that there have differences between them. Policy intention communication has become a hot topic for central bank communication research.

**Key words:** central bank; policy intention; communication