

我国“十四五”时期做好预期管理的一个视角

——日本和美国预期管理政策的比较及启示*

郭克莎 沈少川

内容提要:本文在简要综述国内外关于预期管理政策研究文献的基础上,对日本和美国的预期管理实践进行分析和评价,对二者政策的不同成效加以比较研究,指出了其中的主要问题、机理和原因。我们应从国际预期管理的实践中获得借鉴和启示,并紧密结合中国经济运行和发展的实际,推进中国特色预期管理政策的完善和发展。“十四五”时期,我国要加强和搞好宏观经济的预期管理,应重视以下几个方面:一是深入研究和选择合适而有效的预期管理方式;二是调控政策要尽量设计和公布确定的实施时间;三是在预期管理中努力处理好总量政策与结构政策的关系。政府部门作为实施预期管理政策的主体,需要在迅速变化的经济形势下加强学习,不断提升做好预期管理的能力,同时要注重发挥各类智库的积极作用,深化宏观经济预期管理的理论研究,丰富采用科学管理方法的知识基础,不断提高政策制定和实施的科学性。

关键词:宏观经济 预期管理 国际比较

作者简介:郭克莎,华侨大学经济与金融学院教授、博士生导师,362021;

沈少川,华侨大学经济与金融学院博士研究生,362021。

中图分类号:F123.16 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2020)12-0022-15

2020年,国内和国际疫情对经济带来了巨大冲击,各国都出台了高强度的宏观调控政策,其核心是实施量化宽松货币政策和扩张性财政政策,强化对宏观经济的预期管理,稳定和引导市场预期。“十四五”时期,我国经济发展持续向好的基本面没有变化,但也面临不少新的风险隐患,如境外疫情发展和世界经济衰退对我国的冲击加剧,美国对我国技术和产业发展的限制打击扩大,国内房地产市场出现大的调整波动,地方政府性债务的风险再度上升,这些问题都可能引起宏观经济和金融市场的较大波动。在这种情况下,研究国际上一些主要国家对宏观经济进行调控特别是预期管理的政策和经验,对于我国搞好宏观经济的预期管理,努力减弱经济的波动程度,具有重要的理论意义和现实意义。

本文选择日本和美国作为预期管理政策的研究对象,原因主要有两个方面:一是从政策实施方面看,日本实施预期管理政策的时间较早、较长,美国的预期管理政策较为全面、系统,而其他国

* 基金项目:国家社会科学基金重大项目“从制造向服务转型过程中二、三产业统筹协调发展的重大问题研究”(20&ZD087)。
作者感谢匿名审稿人的宝贵意见,文责自负。郭克莎电子邮箱:guokeshaa@263.net;沈少川电子邮箱:ssc.1007@163.com。

家实施预期管理政策的时间都较短,内容较为简单;二是从政策实施的效果看,学术界普遍认为日本预期管理政策收效甚微而美国的政策实施较为成功,对这两个国家进行比较分析,有利于得出更为有益的启示。

一、文献综述

传统经济理论认为“只有不被预测到的货币政策才是有效的”,这主要是受到理性预期学派“政策无效论”和“时间不一致性”理论的影响,因此“预期管理”问题没有被提升到宏观经济调控的议事日程,也没有得到经济理论界的认可和重视。直到 20 世纪 90 年代,新凯恩斯学派提出“粘性工资”和“粘性价格”理论,认为意料之中的政策也能够影响经济周期,自此以后,发达国家央行货币政策越来越重视与公众沟通(郭豫媚、陈彦斌,2017)。2007 年美国次贷危机爆发,一些发达国家面临零利率下限,纷纷采用量化宽松和前瞻性指引等非常规货币政策,为摆脱危机起到了重要作用。2020 年新冠肺炎疫情暴发,为应对疫情下疲弱的国内经济状况,美国、英国和日本等国央行重启了预期管理政策工具,使之再次成为调控经济的核心政策,同时也成为经济理论界热议的一个主要话题。

近年来,我国政府也越来越重视对宏观经济的预期管理。2016 年,权威人士提出“宏观调控的本质是预期管理”,一方面肯定了预期管理在宏观调控中的地位,另一方面也表明我国预期管理与西方国家的不同之处:我国的预期管理范围更为广泛,不只局限于货币政策和危机管理,而是涉及宏观调控的各个领域。2018 年 7 月 31 日,习近平总书记在中央政治局会议上首次提出“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”的六稳政策,“稳预期”凸显了预期管理的重要性。随着我国经济进入新的发展阶段,经济系统内部正经历一系列重大变化,特别是随着全面建成小康社会目标的实现,我国将进入社会主义现代化建设的新时期,经济运行和发展仍然处于重要的发展机遇期,也面临着国际形势变化和国内风险隐患的新挑战。在即将到来的“十四五”及更长一段时期,有两个重大因素可能加大我国经济的波动风险:一个是美国加强对我国技术、产业和经济发展的限制和打击,将导致我国经济受到的外部冲击上升;另一个是我国持续累积的房地产泡沫面临破裂的风险,房地产市场剧烈调整将使国内经济出现大幅波动;如果两个问题同时发生,我国经济将面临大幅下行和通货紧缩的较大压力。因此,高度重视并做好宏观经济的预期管理,成为新时期加强和搞好宏观调控的一项重大任务。

经济学界普遍认为,预期管理思想起源于 Krugman(1998)对日本通缩危机的分析和建议,他认为日本央行货币政策不起作用是因为公众认为不管现在央行做什么,有机会它都将使价格恢复到当前水平,但如果央行可以制造通货膨胀预期,让货币扩张被认为是永久的,将提高价格和产出。Woodford(1999)指出货币政策要在零利率下发挥作用,除非能够改变人们对政策的预期,并在 2001 年正式提出了“预期管理”一词,指出增加央行沟通有利于提高货币政策效率。随着各国央行预期管理实践的不断深入,部分学者对主要发达国家特别是日本和美国预期管理政策实施的有效性进行了研究。

关于日本预期管理有效性的研究。Fujiki 等(2001)在回顾 1999 年 2 月至 2000 年 8 月日本央行的零利率货币政策时肯定了预期管理的作用,他们指出“自 1999 年 2 月 12 日实行零利率政策以来,远期利率 IFR 呈下降趋势;但是,从 1999 年 3 月中旬开始,IFR 尤其是六个月到一年的 IFR 有所增加;可以观察到,在 1999 年 4 月 13 日宣布承诺后,这些 IFR 才在 6 月再次下降”。Oda 和 Ueda

(2005)对日本自1999年以来在零利率环境下的货币政策进行实证研究,他们采用反事实建模,即在日本央行没有做出承诺的情况下将采用的货币政策规则,研究结果表明货币政策主要通过零利率承诺发挥作用,降低了中长期利率。Ueda(2012)探讨了1999—2011年日本央行非常规性货币政策的有效性,认为零利率政策不仅仅是一个零利率,而且是一个“直到通货紧缩担忧消除”的承诺,是一个重要的前瞻性指引政策;他将央行采取的政策措施分为三类,即政策利率的前瞻性指引、大规模资产购买和量化宽松,并对政策措施进行了事件研究分析,结果表明,前瞻性指引对利率和股价的影响显著,但未能明显阻止日本经济的通缩趋势。Mineyama等(2019)研究了新凯恩斯模型下的通货膨胀和社会福利问题,认为日本央行的前瞻性指引政策可以减少社会福利损失。国内也有学者进行了相关研究。刘瑞(2013)分析了日本长期通货紧缩的状况及其对经济的影响,梳理了日本国内理论界对通货紧缩成因及对策的争论,解析了日本央行在应对长期通货紧缩过程中的货币政策实践,讨论了日本长期通货紧缩和量化宽松货币政策的问题,指出日本央行政策显示的预期管理效应难以使日本摆脱长期通缩困境。王可(2016)对金融危机后日本货币政策预期管理的特征进行分析并采用VAR模型进行实证检验,结果表明日本央行的预期管理政策在一定程度上扭转了公众的通货紧缩预期,改善了公众信心,有力拉升了物价水平,但对实体经济的影响有限。苑生龙(2016)回顾了日本在不同时期的危机应对和预期管理实践,指出日本的预期管理效果逐步弱化,日本央行正逐步丧失对市场的引导能力。

关于美国预期管理有效性的研究。Gürkaynak等(2005)采用高频事件分析法研究了美国货币政策对资产价格的影响,结果表明货币政策行动和声明对资产价格都有重要影响,声明主要是通过影响金融市场对未来政策行动的预期进而对金融市场产生影响。Campbell等(2012)在回顾金融危机前后美联储政策实践的基础上研究了前瞻性指引的宏观经济效应,区分了奥德修斯式和德尔菲式前瞻性指引,肯定了前瞻性指引在零利率下限条件下对市场预期的引导作用。Woodford(2013)在分析前瞻性指引的效果时,以加拿大央行在2009年4月的声明为例,指出该声明的发布对市场对政策利率未来走势的预期产生了即时影响。Svensson(2014)评估了货币政策的可预测性以及瑞典央行、新西兰银行和美联储政策利率路径的可信度,强调了前瞻性指引在引导市场预期中的积极作用。Swanson(2017)扩展了Gürkaynak等(2005)的方法,分别估计了前瞻性指引和大规模购买对各种资产的影响,发现二者对中期国债收益率都有实质性和显著性的影响,在短期国债收益率和股价方面,前瞻性指引的作用甚至比大规模购买更有效。国内学者也进行了相关研究。李相栋(2011)运用事件分析法考察了美联储引导短期利率和价格预期的沟通效果,结果表明FOMC的政策声明有效地引导了短期利率预期并稳定了价格预期。彭芸(2016)对美联储前瞻性指引的政策实践和效应进行分析,指出大多数实证研究均表明美联储的前瞻性指引政策取得了积极的效果。耿亚莹等(2019)构建新凯恩斯DSGE模型,在货币政策规则中引入预期冲击考察前瞻性指引的效果,结果显示美联储前瞻性指引能够引导公众通胀预期。

关于其他国家预期管理有效性的研究。Miles(2013)指出前瞻性指引政策降低了人们对紧缩性货币政策的预期,提高了英国经济回到高速增长的可能性。Chang和Feunou(2013)使用隐含波动率和实际波动率来衡量围绕央行未来目标利率的不确定性,发现2009—2010年加拿大央行为应对金融危机而采取的有条件承诺能够减少不确定性。Ambler和Rumler(2017)探讨了欧元区非常规货币政策宣布的效果,他们采用政府债券收益率和市场通胀预期日数据进行研究,结果表明欧洲央行的政策公告对五年期和十年期的实际利率产生了显著影响,主要是通过提高通胀预期来实现。金瑞庭(2017)研究了英国预期管理的主要做法及成功经验,指出预期管理已成为英国宏观调

控发挥作用的一个重要环节。

需要指出的是,当前国内外关于主要发达国家预期管理政策有效性的研究仍处于比较初级的阶段,多数研究文献停留于是否有效、是否可行方面,没有对各国预期管理政策成功或者失败的问题、原因和机理进行深入分析,使人们难以从主要发达国家预期管理实践中真正获取有益的经验教训,难以提高我们对加强和搞好预期管理的认识。因此,本文选择日本和美国为对象,力图对两个国家预期管理的实践进行更为系统的梳理,进行更有针对性的比较研究,以期获得一些有益的理论和政策启示,为我国“十四五”以至更长时期搞好宏观经济预期管理提供一定的参考。

二、日本和美国预期管理政策实践及效果评价

(一)日本的预期管理实践及效果评价

1. 背景和主要政策

20 世纪 90 年代,日本资产泡沫破裂,日经指数和商业地产价格大幅下跌,信贷萎缩,投资和消费需求疲弱,GDP 实际增幅不断下降,消费者物价指数持续走低。1992—1995 年日本实际 GDP 年均增长低于 2%,特别是 1997 年亚洲金融危机爆发后,国内经济更是陷入严重衰退,不良贷款持续增加,大批金融机构倒闭。与此同时,1991 年 7 月至 1995 年底,日本央行先后 9 次下调贴现率,1996 年又多次下调短期利率目标,然而金融机构贷款量却没有相应增加。低利率政策没有起到增加银行贷款、拉动投资和刺激经济增长的作用(宋小梅,2002)。日本经济开始陷入长期的通货紧缩困境,1998 年 7 月,日本核心消费者价格指数(扣除生鲜食品)增长率出现负值。

20 多年来,日本的预期管理政策通常伴随着零利率(或负利率)和量化宽松货币政策,通过前瞻性指引的方式来引导市场预期,其主要预期管理政策的实施可以划分为五个阶段:

(1)零利率政策(1999 年 2 月—2000 年 8 月)。20 世纪 90 年代,日本资产泡沫破裂之后,为应对经济萧条的状况,从 1999 年 2 月开始,日本央行采取了开放式前瞻性指引,宣布实施零利率,并承诺政策将持续到核心 CPI 增速为正数,由此开启了预期管理的政策实践。到 2000 年 8 月,鉴于价格下行压力明显减弱,日本央行解除了零利率政策。

(2)量化宽松政策(2001 年 3 月—2006 年 3 月)。2001 年 3 月,日本央行宣布实施量化宽松货币政策,将货币政策操作目标从无担保隔夜拆借利率转变为商业银行在央行的存款余额,并不断扩大购买长期国债的规模,声明“货币市场操作的新程序将持续,直到消费者物价指数稳定地保持零或同比增长为止”。2003 年 10 月,日本央行发布了《增加货币政策透明度》的公告,对维持量化宽松政策承诺进行了更详细的描述,指出“核心 CPI 增长率在一定时期内非负且确定未来不会降到零以下”是退出量化宽松政策的条件,但这只是必要条件,如果日本央行认为有必要继续维持该政策,即使条件满足,宽松货币政策仍将继续。

(3)全面货币宽松政策(2010 年 10 月—2013 年 3 月)。2010 年 10 月,日本央行宣布实施全面货币宽松政策,即实行实质上的零利率政策,且不受银行券规则限制,规定政策将持续到核心 CPI 增速达到 1% 且预计将稳定上升为止。2012 年 12 月,安倍新内阁成立,推出了“安倍经济学”的经济刺激政策,由“大胆的宽松货币政策、积极灵活的财政政策和经济增长战略”的“三支箭”组成。2013 年 1 月,日本央行首次引入通货膨胀目标值,将物价目标提升至 2%,不设定量化宽松政策的退出期限。

(4)量化—质化货币宽松政策(2013 年 4 月—2016 年 8 月)。2013 年 4 月,日本央行推出“量

化-质化”宽松政策,将货币政策操作目标从无担保隔夜拆借利率转向基础货币,扩充了长期国债的购买范围并增加实物资产保有量,并承诺两年内将物价提升至2%的目标。为尽早实现2%的通胀目标,2016年1月29日,日本央行推出了“负利率的量化-质化的货币宽松政策”,对金融机构在央行持有的经常账户余额分级,部分实行-0.1%的负利率。

(5)通过收益率曲线控制的量化-质化宽松政策(2016年9月至今)。2016年9月,日本央行对量化-质化宽松政策进行了调整,由货币数量调整转变为利率尤其是长期利率的调整,宣布维持短期存款-0.1%的负利率政策不变,并将长期利率维持在零作为政策目标,声明“银行将扩大基础货币供应量,直至观察到的居民消费价格指数同比涨幅超过2%的物价稳定目标,并以稳定的方式保持在这一目标之上”。其间,为了持续实施强有力的货币宽松政策,2018年7月31日,日本央行决定通过引入政策利率的前瞻性指引来加强对实现价格稳定目标的承诺,以及提高“通过收益率曲线控制的定量和定性货币宽松(QQE)”的持续性,声明“考虑到经济活动和价格的不确定性,央行打算在很长一段时间内将短期和长期利率维持在目前的极低水平”。

2. 政策效果评价

从日本长期通胀率走势上看,20世纪90年代经济泡沫破裂之后,核心通胀率长期处于负值状态,在2013年9月之后逐渐转正,但大多数时期都是在0.5%左右徘徊,低于1%的水平,基本上没有摆脱经济、物价低迷的困境。同时,政策实施效果也极其不稳定,一旦受到国内外较大事件的冲击(如2011年地震海啸和欧债危机、2014年消费税提高、2016年英国脱欧公投等),经济形势就会很快发生逆转。总体上说,日本央行预期管理政策虽几经调整变化,政策力度不断加大,但没有收到较好的、稳定的效果。这除了日本经济发展阶段发生重大转变的根本性趋势外,还与预期管理政策的实施特点有关,具体原因将在下面分析。

(二)美国的预期管理实践及效果评价

1. 背景和主要政策

2007年下半年,美国次级贷款引发了对各种资产信贷和流动性风险的重新评估,导致国内外金融市场的动荡。为了防止可能因金融市场混乱而引起的一系列对宏观经济的不良影响,FOMC于2007年9月将联邦基金利率下调50个基点至4.75%,之后鉴于信贷条件趋紧和房地产市场的持续低迷,又分别于10月和12月两次各下调25个基点至4.25%。2008年上半年,美国国内经济增长仍旧缓慢,劳动力市场进一步恶化,私营部门就业人数平均每月下降94000人,失业率攀升到5.5%,股市和房产价格低迷,消费者信心不断下降。鉴于经济下行风险不断加大,2008年1月,FOMC下调联邦基金利率75个基点至3.5%,之后又连续降息150个基点,至4月30日,联邦基金利率下调至2%。2008年下半年,美国和欧洲的宏观经济状况恶化,原油和其他大宗商品价格大幅下跌,市场悲观预期不断加剧,家庭和企业信贷条件进一步收紧,股市和房价持续下降导致家庭财富大幅减少,总体经济活动指标持续走弱。2008年10月,FOMC进一步下调联邦基金利率50个基点至1.5%,之后连续降息,至12月,联邦基金利率降至0~0.25%的目标范围。

受制于零利率下限,美联储全面启动了量化宽松和前瞻性指引政策。本文把这两方面的政策放到一起,都作为预期管理政策的基本内容进行分析,其主要政策实施过程可分为四个阶段:

第一阶段(2008年11月—2011年6月)。这一阶段,美联储实施了第一、二轮量化宽松货币政策和开放性的利率前瞻性指引,主要政策措施包括:2008年11月,FOMC宣布了定期资产支持证券贷款工具(TALF)计划,并购买机构债和MBS;2008年12月,FOMC发布了危机后第一次利率前瞻性指引声明(开放性指引),指出“疲软的经济状况可能会在一段时间内使联邦基金利率异常

低下”;2009 年 3 月 18 日,FOMC 决定进一步扩大资产负债表,增加购买 7500 亿美元的机构抵押贷款支持证券使总量达到 1.25 万亿美元,并增加机构债务购买 1000 亿美元使总量达到 2000 亿美元,此外为了改善私人信贷市场状况,还决定在未来 6 个月购买 3000 亿美元的长期美国国债,并推出定期资产支持证券贷款工具,以便向家庭和小型企业提供信贷,并预计该工具的合格抵押品范围可能扩大到包括其他金融资产,同时声明“委员会将根据不断变化的金融和经济发展情况,继续认真监测美联储资产负债表的规模和构成”。同时,在利率指引方面,FOMC 指出“委员会将把联邦基金利率维持在 0~0.25% 的目标范围,并预计经济状况很可能导致联邦基金利率长期处于极低水平”(类似的利率指引声明延续到 2011 年 6 月);2010 年 8 月 10 日,为了再稳定价格支持经济复苏,FOMC 指示纽约联邦储备银行的公开市场交易柜台将机构债务和机构抵押支持证券的本金再投资于长期国库券,将美联储持有的证券保持在 2.054 万亿美元,同时声明“将继续监测经济前景和金融发展并将视需要继续运用政策工具;2010 年 11 月 3 日,FOMC 决定在 2011 年第二季度末之前再购买 6000 亿美元的长期美国国债,每月约 750 亿美元”,并声明“将根据收到的信息定期审查证券购买的速度和资产购买计划的整体规模,并将根据需要调整计划,以最大程度促进就业和价格稳定”;2011 年 6 月 22 日,FOMC 表示将在本月底完成 6000 亿美元的长期国债购买,并将所持证券的本金再投资。

第二阶段(2011 年 8 月—2012 年 9 月)。这一阶段,美联储实施了第三轮量化宽松货币政策和基于时间的利率前瞻性指引,主要政策措施包括:2011 年 8 月,FOMC 开始引入时间指引,声明“预计至少在 2013 年中期之前,经济状况可能会导致联邦基金利率异常偏低,委员会还将维持现有政策”;2011 年 9 月 21 日,FOMC 为了延长其所持债券的平均年限,决定在 2012 年 6 月底之前购买 4000 亿美元的剩余期限为 6 至 30 年的美国国债并出售等额的 3 年或更短期限的美国国债(简称“买长卖短”调控政策,当时被认为是公开市场操作的一种创新),随后这项计划又被延长到年底。2012 年 1 月,FOMC 声明“为了支持更强劲的经济复苏,委员会希望对货币政策保持高度宽松,将联邦基金利率的目标范围保持在 0~0.25%,目前预计经济状况仍旧低迷,至少到 2014 年末,联邦基金利率都可能需要维持在特别低的水平”;2012 年 9 月,FOMC 声明“为了支持实现最大就业和价格稳定方面继续取得进展,委员会认为在经济复苏加强之后的相当一段时间内保持高度宽松的货币政策立场是适当的,预计至少在 2015 年中期之前,有必要保证联邦基金利率的极低水平”。

第三阶段(2012 年 12 月—2013 年 12 月)。这一阶段,美联储实施了第四轮量化宽松货币政策和基于状态的利率前瞻性指引,主要政策措施包括:2012 年 12 月 12 日,FOMC 决定将继续以每月 400 亿美元的速度购买更多机构抵押支持的证券,将每月购买长期国债 450 亿美元,并声明“如果劳动力市场的前景没有实质性改善,委员会将继续购买国库券和机构抵押贷款支持的证券,并酌情采用其他政策工具,直到在价格稳定的情况下实现这种改善为止”(2014 年 10 月 29 日,FOMC 决定结束资产购买计划)。同时,在利率指引方面,FOMC 开始引入状态指引,声明“委员会认为在资产购买计划结束和经济复苏加强之后的相当长的时间内,保持高度宽松的货币政策立场是适当的。预计只要失业率保持在 6.5% 以上,一到两年后的通胀率不高于 2% 的长期目标 0.5 个百分点,且长期通胀预期继续得到良好控制,那么联邦基金利率在 0~0.25% 的目标范围内是合适的。委员会还会考虑劳动力市场、通胀压力、通胀预期及有关金融发展的指标,当决定开始取消政策调整时,将会采取平衡的方法,以实现最大就业率和 2% 通胀率的长期目标”;2013 年 12 月,FOMC 声明“只要失业率保持在 6.5% 以上,通胀率在 1%~2%,目前联邦基金利率保持在极低的目标范围

内是合适的”。

第四阶段(2014年3月—2015年12月)。这一阶段,美联储重新回到开放性的利率前瞻性指引,^①主要政策措施包括:2014年3月,FOMC声明“在确定将当前利率目标范围维持多长时间方面,取决于委员会对实现最大就业率和2%通胀目标的进展进行评估。预计即使在失业率和通货膨胀率接近规定水平之后,经济状况在一定时间内仍可能需要使目标联邦基金利率保持在低于委员会所认为的正常水平”;2014年10月,FOMC声明“在本月资产购买计划结束后的相当长的一段时间内,很可能将联邦基金利率维持在0~0.25%的目标范围内,如果失业率和通胀目标的进展快于委员会现在的预期,美联储很可能会提前调整利率政策”;2015年12月,FOMC声明“从中期来看,通货膨胀率将上升至2%的目标,委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高到0.25%~0.5%,预计经济状况使得加息以渐进方式进行,联邦基金利率可能在一段时间内会维持在低于长期预期的水平”。

2. 政策效果评价

总体上看,前瞻性指引对美国经济恢复正常运转起到了重要作用。从美联储货币政策转变来看,2014年10月美联储宣布结束量化宽松政策,2015年12月17日,美联储将联邦基金利率提高0.25个百分点,这是2006年6月以来美联储的第一次加息。此后,美联储进入了新一轮加息周期,至2018年12月20日,美联储将联邦基金利率上调至2.5%。从美国的失业率和通胀率数据变化上分析,可以看到美联储前瞻性指引政策的实施效果。这轮金融危机爆发后,美国的失业率从2008年1月的5.4%一路攀升到2010年1月的10.6%的最高点,随后开始一路下降,到美联储第一次加息的2015年12月,这一数值已降为4.8%。通胀率数据也有较好的体现,2008年1月份的通胀率为4.28%,此后一路下降至2009年7月的最低点-2.10%,接着就慢慢回升,2019年12月达到2.29%。由此可见,美联储的量化宽松货币政策和前瞻性指引政策有效地稳定和引导了市场预期,推动了美国经济复苏、价格总水平回升和失业率下行。

三、预期管理政策实践的比较研究——日本央行与美联储的不同成效

为了应对经济危机和金融动荡,美联储和日本央行均采取了预期管理政策,但二者的政策效果却相去甚远。一般来说,宏观经济政策特别是预期管理政策能否有效发挥作用,除了政策设计是否科学、政策操作是否适当等因素之外,还取决于政策实施过程中的多种内外部条件。下面对日本和美国预期管理政策的不同成效,分别进行阐述和比较分析。

(一)日本央行预期管理政策效果不佳的问题分析

日本央行预期管理政策收效甚微,除了经济发展阶段变化后结构问题突出,经济下行压力很大的根本性原因外,主要与政策实施过程的特点和问题有关。

1. 日本经济泡沫破裂后政府未能及时采取有力政策,国内逐渐形成了通货紧缩粘性预期

20世纪90年代初,日本股市和楼市泡沫破裂,经济受到重创,然而日本央行直到1994年才注意到金融机构和借款人的资产负债表问题对经济的负面影响(Ueda,2012)。不良贷款率上升使银行业问题严重,但日本央行迟迟没有出台有力的预期管理政策,直到1998年3月才第一次注资,1999年2月才实行零利率政策,导致经济陷入流动性陷阱,长期通货紧缩的现实使企业和公众逐

^① 前瞻性指引方式转变的主要原因在于失业率和通胀率逐渐接近政策目标。

渐对经济前景丧失了信心,形成了通货紧缩粘性预期。

日本国内长期通胀预期不稳定,很大原因在于公众的预期不是理性预期,而是因信息成本限制而采取的粘性预期。通货紧缩粘性预期导致的直接后果就是长期通胀目标没有锚定,容易受到外部经济冲击的影响。Kuroda(2016)指出:2014年夏季以来原油价格大幅下跌导致日本长期通胀预期也大幅下跌,反映了日本在面对大的外部冲击方面的通胀稳定性不如美国,其中的一个主要原因是日本的长期通胀预期尚未固定,而美国却相对固定,体现在自20世纪90年代中期以来,日本的长期通胀预期一直远低于2%,而美国6—10年的通胀预期大致稳定在2%左右。为了锚定长期通胀预期,日本央行提出了2%的通胀目标,这对日本的经济复苏至关重要,但这个目标迟迟不能实现并且不具备实现的基础。^①从这个角度看,日本央行的预期管理政策收效甚微的一个很大问题,就是经济泡沫破裂后宽松的货币政策迟迟未出台,错过了应对危机的最佳时机,而国内长期的通缩现实使企业和民众产生了通货紧缩粘性预期。正如 Ito 和 Mishkin(2004)所言,通货紧缩的代价是很高的,长期的通货紧缩使摆脱它变得更加困难。

2. 日本央行存在“言行不一”问题,损害了自身信誉并影响公众预期

预期管理政策是通过信号渠道发挥作用的,存在“动态不一致”风险,如果政府言行不一、违背承诺,将导致政策效果大打折扣甚至不起作用。日本央行在推行预期管理政策期间,也存在着这样的失误。1999年2月,日本央行实施零利率,并承诺政策将持续到核心CPI增速为正数,但一段时间后经济状况并没有好转,当1999年9月21日货币政策委员会会议召开之前,媒体猜测委员会将与财政部合作采取量化宽松政策,对外汇市场进行干预,市场还关注日本央行是否会在干预后两天的结算日增加货币市场流动性,然而委员会并没有考虑市场预期,而是强调货币政策不会对汇率变动做出反应,并表示未经冲销的干预措施不是有用的政策,更令人意外的是,委员会还强调了零利率政策的副作用,并透露出回到正利率的愿望(Ito 和 Mishkin,2004)。2000年春季,日本经济开始出现复苏迹象,同年8月11日,日本央行取消了零利率政策,将拆借利率提高至0.25%。然而此时日本国内的通货膨胀率仍然为负数,并没有出现通缩结束的迹象。显然,日本央行并没有履行政策承诺。对此,大多数学者均认为这是日本央行的政策失误,谢杰斌(2009)甚至指出:2000年的错误调息导致的最恶劣后果在于,其后日本央行试图创造新的“通货膨胀预期”的努力,都由于日本央行承诺通货膨胀的动态不一致特性被证实,而趋于无效。这样的评论虽然有点“言重”,但日本央行违背政策承诺的行为确实影响了其声誉,挫伤了公众的信任感,对往后的政策效果产生了深远的负面影响,让本来就脆弱的“通货膨胀预期”更难以被锚定。

3. 财政政策处于摇摆不定的状态,未能成为预期管理政策的有力支撑

在预期管理政策实施过程中,不同部门的政策配合至关重要,公众会从政策搭配的角度去判断政府改革的决心和政策的可能走向,如果多项政策明显不协调甚至截然相反,容易让人莫衷一是,引起市场预期混乱进而影响政策效果。日本央行和财政部在政策实施过程中就出现了这样的问题。2001年,为了缓解财政困境,小泉内阁制定了《今后的经济财政运作以及经济社会结构改革计划》,采取了紧缩性为主的财政政策,大幅削减公共支出,严格控制预算支出,推行财政结构改革,将新增政府债券发行控制在30万亿日元以内。由于事先未和市场进行充分沟通,财政政策的

^① 关于2%的政策目标,学术界的观点不一,但似乎批评的声音占多数。多数学者认为日本短期内不可能实现2%的通胀目标(事实上至今也都没有实现),而且不切实际的政策目标容易引发公众的质疑,长期会影响政府的公信力进而导致预期管理政策的效果事倍功半。

突然转向严重冲击了市场预期,削弱了量化宽松货币政策的效果,在全球 IT 泡沫和美国 9·11 事件等外部事件冲击下,日本经济再次陷入通缩。泡沫经济崩溃以来,日本的财政政策虽然总体上以扩张性为主,但其间经历了扩张、紧缩、再扩张、再紧缩、再扩张的交替过程(李彬,2011)。虽然日本各届内阁对财政政策调整有其内外部因素变化的原因,但是紧缩性的财政政策和量化宽松货币政策并驾齐驱,容易导致市场预期混乱,使预期管理的政策效果大受影响。

4. 国内经济结构问题积重难返,严重制约预期管理政策的成效

一项宏观调控政策要发生作用,除了政策制定本身的科学性(包括政策内容、政策目标、实施时间等)以外,还取决于政策植根的土壤。日本央行预期管理政策收效甚微有其深层次的、甚至根本性的原因。这个原因在于经济泡沫破裂后的日本,国内经济结构问题积重难返,改革困难重重,导致民众对经济复苏的信心极其脆弱,预期管理政策难以有效推行并发挥作用。

日本国内关于通货紧缩的“结构观点”,包括“结构性供给过剩”、“结构性需求不足”和“供需双方的复合影响”三种观点。“结构性供给过剩”观点认为,通货紧缩的主因在于供给方,即日本企业对需求变化的应对较为缓慢,导致供给结构不合理,造成部分产品供给过剩和生产效率低下。“结构性需求不足”观点认为主因在需求方,即人口生育率低和老龄化的发展导致了日本国内的需求不足。“供需双方的复合影响”观点认为供需缺口主要是结构性问题。综合来看,“结构观点”认为日本从 20 世纪 90 年代起未能成功实施适应国内外变化的结构改革,导致供需缺口不断扩大,而国内外环境变化的主要表现在于新兴国家的工业化进程加速以及日本国内少子化老龄化加深、适龄劳动人口减少等人口动态变化(刘瑞,2013)。Shirai(2013)指出,日本长期的通胀紧缩实际上反映了企业和民众对经济 and 未来收入的悲观情绪,日元长期升值、国内总人口减少、老龄化速度加快以及结构改革的速度缓慢,导致企业不愿积极从事固定投资和创新活动,并遵循通缩导向的定价行为,金融机构越来越习惯以通缩为导向的投资策略,并将投资从风险资产转移到更安全的资产上。以上问题和矛盾都是深层次原因,单靠预期管理政策短期内难以扭转。

(二)美联储预期管理政策取得成效的机理分析

与日本相比,在这轮金融危机爆发之前,美国国内经济、政治等各方面条件较为稳定,没有太多的结构性问题,为美联储预期管理政策实践创造了良好的内部环境。美联储预期管理政策的成效,主要依托于以下几个方面。

1. 较早进行预期管理探索,为危机时期的政策实践奠定良好基础

2008 年金融危机之前,美联储已进行了长期的预期管理探索。从 1983 年到 1999 年,联邦公开市场委员会在每次会议上都要对未来政策路径进行表决,这代表了未来政策立场变化的预期方向,但由于信息是在下一次会议之后才公告,过时的信息对公众的影响较为有限。1994 年 2 月份开始,联邦公开市场委员会在每次会议结束时立即对当前的政策立场发布声明,并于 1999 年 5 月开始在声明中使用包括有关未来政策立场的明确措辞。随着时间的推移,旨在引导预期的措辞发生了变化,因为联邦公开市场委员会一直在设法保持透明度以不让市场感到困惑,同时也在适应不断变化的政策环境,描述未来预期政策立场的某种形式的语言已成为这些声明的固定内容。例如,2000 年初,政策倾向的直接信号被取消,取而代之的是联邦公开市场委员会规定的就业最大化和价格稳定目标的“风险平衡”;2003 年 8 月的联邦公开市场委员会会议声明:委员会认为,政策通融可以维持相当长的一段时间;2004 年 1 月,前瞻性的表述是“委员会认为,它可以耐心地取消其政策调整”,而 2004 年 5 月的声明则是“政策调整的速度可能是可以衡量的”;由于此后通胀担忧加剧,2005 年 12 月的声明中包括了“可能需要进一步收紧政策”的措辞(Rudebusch 和 Williams,

2006;Campbell 等,2012)。由于较早进行政策探索,美联储积累了丰富的预期管理经验,为金融危机时期的政策实施奠定了良好基础。

2. 适时而有力地实施预期管理政策,对稳定长期通胀预期发挥了作用

在预期管理政策实施过程中,对政策时机的把握至关重要。本轮金融危机爆发之后,美联储就开始采取量化宽松货币政策,2008 年 12 月,美联储更是果断将联邦基金利率下调到 0~0.25%,并发布前瞻性指引,向公众传递宽松货币政策将长期持续的信号。适时而有力的预期管理政策较快扭转了市场的悲观预期,稳定了公众的长期通胀预期,有效避免了陷入“预期陷阱”,为调控政策的进一步实施创造了重要的基础条件。

3. 及时调整前瞻性指引方式,提高了预期管理的政策效果

在政策实施过程中,美联储不断提升自身政策实践水平,根据变化的经济形势,及时调整前瞻性指引方式,先后采取了开放式指引、时间指引和状态指引等方式。预期管理政策的及时调整和推进,大大提升了与市场的沟通效率,进一步增强了预期管理的政策效果。Femia 等(2013)指出,FOMC 的时间指引使得对未来短期利率的预期有所下降,利率的波动性也趋于下降,国债收益率下降,股票价格上涨,美元指数下跌,投资者更加确信联邦基金利率将在很长一段时间内保持在接近零的水平。而状态指引允许市场根据其对经济复苏的不断变化的看法来判断量化宽松政策的预期持续时间,以这种方式进行调整的政策预期被视为具有稳定经济的属性,特别是如果经济数据或其他信息显示经济复苏乏力,失业率下降速度放缓,市场参与者将自动预期量化宽松货币政策的延长期限,以及额外的刺激措施。

4. 保持“言行一致”的做法,加强和稳定了预期管理的效果

不同于日本央行政策实践中“言行不一”的问题,美国政府保持了预期管理政策的稳定性和连续性,有效地引导了市场预期。一方面,美联储保持量化宽松货币政策不动摇;另一方面,财政政策和货币政策协同配合、稳定推进,为预期管理政策的实施创造良好的环境。2008 年 2 月,美国政府颁布了减税规模为 1680 亿美元的经济刺激法案,之后连续出台了一系列积极的财政政策措施。在预期管理政策实施过程中,财政政策与货币政策相互印证、形成一体,很大程度上采取了财政扩张政策货币化的方式,进一步坚定了市场对政府刺激经济增长决心的预期。政府的“言行一致”使得自身公信力得到提升,有效地提高了预期管理的政策效果。

5. 学者型官员具有较强的专业水平,明显提高了美联储的政策科学性

历任美联储主席多为经济学家,使得美联储政策研究氛围浓厚,专业研究水平较高,政策科学性较强。例如,美联储前主席 Bernanke 长期致力于货币政策研究,是著名的货币经济学家;美联储前主席 Yellen 长期致力于劳动力市场研究,是著名的劳动经济学家。以研究成果主导政策制定的思维模式在美国宏观决策体系中得到很好的贯彻,美联储则是典型代表(郑联盛,2016)。

(三)日本与美国预期管理成效差异较大的主要原因

日本和美国的预期管理政策有明显不同的成效,根据学术界的一般评价,美国在应对本轮金融危机中的预期管理基本上是成功的,而日本从 20 世纪末以来实施的几轮预期管理政策基本上是不成功的。这除了上面所分析的问题、机理之外,还有以下几个根本性的原因。

1. 实施预期管理政策的基本背景有重大差异

宏观调控中预期管理政策的主要功能是稳定和引导市场预期,市场预期的波动则源于经济环境的波动,如果金融或经济波动是由短期性或周期性的市场供求矛盾引发的,预期管理政策只要依托于扩张性或紧缩性的宏观政策来引导和稳定市场预期,就可能较快形成宏观政策效果。美联

储的预期管理正是面对这样的政策实施背景,本轮金融动荡主要源于次贷危机引发的银行业破产和信贷链条断裂,对金融和经济运行的影响主要是总量性矛盾,经济结构本身并没有深层次问题,因而市场预期波动的原因基本上是单维度的,预期管理政策比较容易发挥调控作用。而日本的预期管理政策则面对更加复杂的实施背景,从 20 世纪 90 年代房地产泡沫破裂引起资产泡沫破裂之后,随着产业大规模对外转移、老龄化和少子化等深层次问题的影响,日本的总量矛盾与结构矛盾、短期问题与长期问题一直交织在一起,而且产生根本性影响的主要是长期性的结构矛盾,导致市场预期波动的原因是多维度的,在这种背景下,预期管理政策的用武之地受到很大的制约,难以在稳定和引导预期方面较快收到成效,并且总量调控政策的引导作用往往受到结构性矛盾的冲击,使预期管理政策越来越失去引导市场预期的作用,以至宏观政策的公信力不断下降。

2. 实施预期管理政策的条件和手段有重大差异

美元是世界上最主要的通用货币,既是国际上的一般支付货币,也是各国的主要储备货币。美国把美元作为重要的政策手段,能充分利用全球的市场和资源,具有转嫁经济危机的较强能力。因此,美联储以至美国政府在实施预期管理政策时,能够把货币宽松政策与财政扩张政策很好地结合起来,基本上是把财政赤字货币化,依靠大规模增发美元,向市场注入大量流动性,使大水流向其他国家和地区,通过美元贬值稀释对外债务负担,减弱财政扩张政策的压力。这使美国的预期管理政策具有优越的条件、强大的手段,也拥有稳定的公信力,同时,由于大量超发美元而不形成通货膨胀的压力,美联储以预期管理为取向的宏观调控政策甚至具有不受限制的空间。而日元不具有这样的功能,使日本央行的预期管理政策在条件、手段、空间等方面都受到较大制约。

3. 实施预期管理政策的决心和力度有重大差异

美国在应对金融危机冲击的条件下,政府为了稳定市场信心,抑制经济下行,坚决实施预期管理政策,很快把联邦基金利率降低到 0 ~ 0.25% 的可能低位,持续加大量化宽松货币政策的力度,使政策措施在短期内达到最大可能的限度。这当然也得益于上述的美元货币的强大优势。而日本由于自身条件的限制,也由于多种政治经济原因的影响,特别是一段时期日本首相像走马灯一样频繁更换,政坛不稳导致政府实施预期管理的决心不够坚定,一些政策措施不断出现摇摆,一些预期管理政策错过了出台的有利时机。这也是日本与美国的预期管理政策出现不同成效的一个重要原因。

四、借鉴国际经验探寻我国“十四五”加强和搞好预期管理的思路

近年来,我国日益重视宏观经济的预期管理,越来越在宏观调控中体现预期管理的本质。如在“六稳”政策中,最后一个“稳预期”,成为前五个稳的基础,并具有支撑前几个稳的作用。实际上,从广义的宏观经济预期管理的角度看,“六稳”政策本身就是预期管理的基本框架,“六保”政策也具有预期管理的基本含义。2020 年 8 月,刘鹤副总理在创业板注册制首批企业上市仪式的书面致辞中表示,“更加重视形势研判和主要关联因素分析,努力走在市场曲线前面,创造良性发展预期。”这表明了在市场稳定、引导市场方面一种新的预期管理理念。

我国对宏观经济的预期管理已取得了很大的进步,在经济下行压力加大、不稳定不确定性因素增多的形势下,预期管理政策对稳定和引导市场预期发挥了不可替代的作用。但也要看到,由于理论准备不足,实践过程较短,经验积累不够,我国尚未建立起符合中国国情、与我国广义宏观调控相适应的预期管理政策框架,尚未形成具有中国特色的预期管理方式、方法和机制。存在的

问题主要表现在以下几个方面:一是宏观经济预期管理主体范围较狭窄,预期管理政策的覆盖面较小,部分领域存在信息沟通的“真空区”,导致相关领域市场预期的波动较大;二是预期管理主体的权责不明确,一些部门缺乏沟通意愿,政策缺乏透明度,沟通过程中存在敷衍了事的现象,既损害政府公信力又影响公众预期;三是预期管理主体间缺乏协调配合,有时不同部门发布同一政策的信息差异很大,使公众莫衷一是,加剧了市场预期波动;四是缺乏对预期管理程序的制度安排,政府部门在与公众沟通过程中,常规信息发布的规范程度不够、发布频率不一,造成沟通协调的效果不理想。

我们对日本和美国实施预期管理政策的做法和经验进行分析总结,目的是为我国进一步加强和搞好宏观经济预期管理提供借鉴和启示。“十四五”时期,我国面临的国内外经济形势更加复杂多变,一些新的外部冲击因素和长期积累的国内矛盾可能引发金融动荡和经济下行风险。要推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局,促进经济稳定增长和高质量发展,需要密切关注形势发展变化,更加注重稳定和引导好市场预期,增强投资者信心,因此,进一步加强和搞好预期管理具有不容忽视的重要性。

从我国经济运行和宏观调控的实际情况出发,借鉴国际上关于宏观经济预期管理的经验教训,“十四五”时期我国加强和搞好预期管理的政策思路,应重视以下几个方面。

1. 深入研究和选择合适而有效的预期管理方式

我国政府对经济的宏观调控是一种广义的、综合性的宏观调控,所运用的政策手段包括货币政策、财政政策以及产业政策、改革政策等工具,而作为预期管理的政策工具,中心内容和政策主线仍然是货币政策和财政政策,但包含总量政策取向和结构政策取向。一般来说,宏观经济预期管理政策可以有两种主要方式:一种是很快把宏观调控政策的“量”直接打到位,以便在稳定市场方面有充足的力度,在稳定预期方面有较长的时间。这样可以持续引导市场预期,避免市场主体对宏观政策变动的猜测。另一种是不把宏观调控政策的“量”用到位,而是根据形势变化不断进行预调微调,试探市场主体的反应和政策实施的效果。这样可以防止政策过头或力度过大,但往往不能持续性引导市场预期,容易形成政策制定者与市场主体之间的博弈。两种预期管理方式各有利弊,美联储的预期管理主要采取前一种方式,而日本预期管理主要属于后一种方式。

我国目前的预期管理政策比较偏向于后一种方式,既有政策实施比较稳妥和灵活的一定好处,也有不能有力稳定和引导市场预期的不足之处。因此,需要在实践中不断总结预期管理政策的经验,深入分析政策实施的效果和改进的途径,更加注重选择预期管理的适当方式,特别是要把两种预期管理方式结合起来,根据市场预期的变化特点对症下药,采取综合效应最佳的预期管理方式。

2. 调控政策要尽量设计和公布确定的实施时间

对宏观经济的调控政策是否设定政策实施的时间,关系到预期管理的主要目标和基本效果。没有规定时间的调控政策只有应急的稳定作用,不能使市场预期得到有规律的引导,难以形成预期管理的目标和实现预期管理的效果。日本央行预期管理政策低效或失效的一个原因,就与没有处理好这个问题有关。从这方面改善预期管理,可以有三种情况:一是如果影响形势变化的不确定因素很多,短期内难以做出准确乃至正确的分析判断和预测,不能对调控政策规定或提出一个适当的实施时间。如这次新冠肺炎疫情影响的初期就是这样。在这种情况下,应尽量缩短没有政策实施时间的时间段,努力在各种不确定因素中找到一定的确定性,为设计政策调控时间提供依据,为开展预期管理提供条件。二是如果能够对形势变化做出一定的分析判断和预测,但对设定

调控政策的时间没有充分的把握,担心公布出去可能对市场产生一些误导作用,只在政策决策层内部设定一个粗略的政策实施时间(对外保持保密状态)。这种情况下也应尽快研究完善对政策实施时间的决策,并在较短时间内把信息公布出去,以发挥预期管理的作用。三是如果以上两方面问题都得到解决,能较快设计出政策实施的时间区间,应尽快向公众发布确定性的信息,尽量减少市场的等待和猜测。在这方面,美联储对定期会议决策信息的及时如实公布,具有引导市场预期的较好效果。同时,在没有意外事件导致形势突变的情况下,尽量不要调整改变已经公布执行的政策有效期,要保持政策的连续性和稳定性,避免调控政策的微调预调过于频繁,维护政府决策部门的公信力。

在我国调控宏观经济的货币政策、财政政策、产业政策、改革政策等多种政策构成中,要根据不同政策的性质和功能差别,设计和公布不同的政策实施时间,既注意各类政策内容的相互配合和协调,也注重政策实施时间(如短期、中期和长期政策实施过程)的配合和协调,以便围绕稳定和引导市场预期的目标,提升预期管理的成效。

3. 调控政策要努力处理好总量政策与结构政策的关系

我国经济发展进入新常态或新阶段,总量矛盾与结构矛盾交织在一起并相互影响,加上国际形势变化产生的复杂性冲击,给宏观经济调控特别是预期管理带来极大的难度。从上面的比较研究中可以发现,长期性结构性矛盾的存在和制约,是日本的预期管理政策迟迟不能取得较好成效的一个根本性原因。我国应吸取日本的经验教训,把处理好总量政策与结构政策的关系放到更加重要的地位,更加注重化解结构性矛盾对总量问题的影响,在预期管理政策中坚持以深化供给侧结构性改革为主线推动总供求矛盾的缓解,增强稳定和引导市场预期的作用。

这方面加强预期管理的政策取向主要包括:一是防控经济出现结构性通缩及通缩预期。日本资产泡沫破裂对经济产生深层次冲击,长期性经济衰退和通货紧缩发展导致通缩预期粘性,使量化宽松货币政策等预期管理政策收效甚微。我国经济进入新阶段后面面临增速持续下行的压力,加上房地产市场集聚了较大的泡沫,要防止经济下行压力加大与房地产泡沫破裂同时发生,导致结构性通缩及通缩预期加剧,要把稳定经济增长预期与引导房地产市场预期同时放到重要位置,既依靠推动经济高质量发展稳增长,又依托“房住不炒”政策引导房地产市场预期。二是加强总量政策与结构政策的协调配合以提高预期管理效果。在经济下行压力加大的情况下,市场信心是脆弱的,预期也很不稳定。这时企业和公众解读政府政策,会倾向于从多方面进行综合判断,如果政府出台的多项政策不够协调以至自相矛盾,容易使公众莫衷一是,难以形成稳定预期。日本曾经在实施量化宽松货币政策期间又转向采取结构性紧缩的财政政策,对市场预期产生了很大冲击,使预期管理政策效果大打折扣。我国必须从日本的失误教训中获取启示,充分认识到总量矛盾与结构矛盾相互影响的复杂性,认识到在化解两类矛盾过程中实施预期管理政策的难度,高度重视不同调控政策之间的协调配合,努力减少市场预期的波动。三是坚持积极稳妥地推进预期管理政策的有效实施。其他国家的预期管理实践基本上都经历了摸着石头过河、不断探索前行的过程,美联储的前瞻性指引政策同样经历了从开放性指引到时间性指引再到状态性指引的不同阶段。我国真正实施预期管理政策的时间还很短暂,在推进政策实践的过程中需要更注重探索和尝试,在与市场沟通的过程中要坚持积极、稳妥、有序推进,及时收集市场的预期变化信息,以作为进一步沟通的基础和修正依据,从而更好地对公众预期进行有效引导。

总的说,我们从国际上预期管理的实践中获得借鉴和启示,要与中国经济运行和发展的实际紧密结合起来,通过加强对宏观经济预期管理问题的研究,推进中国特色预期管理政策的完善和

发展。各国的预期管理政策实践表明,受制于各国历史、政治、经济和文化等不同条件,预期管理政策措施及其有效性必然不尽相同,我们要注重借鉴经验、获取启示,但要坚持因地制宜、因时制宜,而不能“生搬硬套”。美联储的预期管理政策之所以取得较好成效,很大程度上得益于其强大的专业研究水平,我国政府部门作为实施预期管理政策的主体,需要在迅速变化的经济形势下加强学习,不断提升加强和搞好预期管理的能力,同时,政府部门要注重发挥各类智库的积极作用,深化宏观经济预期管理的理论研究,丰富采用科学管理方法的知识基础,不断提高政策制定和实施的科学性。

参考文献:

- 郭豫媚、陈彦斌:《预期管理的政策实践与改进措施》,《中国人民大学学报》2017 年第 5 期。
- 耿亚莹、徐慧伦、谭小芬:《美联储前瞻性指引的宏观经济效果——基于 DSGE 模型的研究》,《国际金融研究》2019 年第 5 期。
- 金瑞庭:《英国进行预期管理的成功经验及对我国的启示》,《中国物价》2017 年第 2 期。
- 刘瑞:《日本长期通货紧缩与量化宽松货币政策——理论争论、政策实践及最新进展》,《日本学刊》2013 年第 4 期。
- 李彬:《日本财政政策的调整轨迹:1989—2010 年》,《日本研究》2011 年第 4 期。
- 李相栋:《中央银行沟通及其在美联储应对 2007—2009 金融危机过程中的应用》,《世界经济研究》2011 年第 3 期。
- 彭芸:《美联储“前瞻性指导”的政策实践及其效应分析》,《金融与经济》2016 年第 12 期。
- 宋小梅:《泡沫经济破灭以来的日本货币政策》,《南方金融》2002 年第 7 期。
- 王可:《“新共识”框架下日本央行预期管理有效性研究》,《亚太经济》2016 年第 4 期。
- 谢杰斌:《中央银行沟通:理论与实践》,厦门大学博士学位论文,2009。
- 苑生龙:《日本的预期管理实践及对我国的启示》,《中国经贸导刊》2016 年第 20 期。
- 郑联盛:《美国货币政策预期管理经验及启示》,《新金融》2016 年第 3 期。
- Ambler, S. , & Rumler, F. , The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy Announcements in the Euro Area: An Event and Econometric Study. ONB Working Paper, 2017.
- Campbell, J. R. , Evans, C. L. , Fisher, J. D. M. , & Justiniano, A. , Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance. Brookings Papers on Economic Activity, 2012.
- Chang, B. Y. , & Feunou, B. , Measuring Uncertainty in Monetary Policy Using Implied Volatility and Realized Volatility. Staff Working Paper, Vol. 2014, Spring, 2013, pp. 32 – 41.
- Femia, K. , Friedman, S. , & Sack, B. P. , The Effects of Policy Guidance on Perceptions of the Fed's Reaction Function. Staff Reports, No. 652, 2013.
- Fujiki, H. , Okina, K. , & Shiratsuka, S. , Monetary Policy under Zero Interest Rate: Viewpoints of Central Bank Economist. Bank of Japan Monetary and Economic Studies, 2001.
- Gürkaynak, R. , Sack, B. , & Swanson, E. , Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements. Macroeconomics, 2005.
- Ito, T. , & Mishkin, F. S. , Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem. NBER Working Papers, 2004.
- Krugman, P. R. , It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap? . Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 29, No. 2, 1998, pp. 137 – 206.
- Kuroda, H. , Re-anchoring Inflation Expectations via “Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate”. Remarks at the Economic Policy Symposium Held by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 2016.
- Miles, D. , Monetary Policy and Forward Guidance in the UK. Speech at Northumbria University, Newcastle, 2013.
- Mineyama, T. , Hirata, W. , & Nishizaki, K. , Inflation and Social Welfare in a New Keynesian Model: The Case of Japan and the U. S. , Bank of Japan Working Paper, No. 19 – E – 10, 2019.
- Oda, N. , & Ueda, K. , The Effects of the Bank of Japan's Zero Interest Rate Commitment and Quantitative Monetary Easing on the Yield Curve: A Macro-Finance Approach. Bank of Japan Working Paper, No. 05 – E – 6, 2005.
- Rudebusch, G. D. , & Williams, J. C. , Revealing the Secrets of the Temple: The Value of Publishing Central Bank Interest Rate

Projections. NBER Working Papers, No. 12638, 2006.

26. Shirai, S. , Monetary Policy and Forward Guidance in Japan. Speeches at the International Monetary Fund (September 19) and the Board of Governors of the Federal Reserve System (September 20) Held in Washington, D. C. , 2013.

27. Svensson, L. E. O. , Forward Guidance. NBER Working Papers, No. 20796, 2014.

28. Swanson, E. T. , Measuring the Effects of Federal Reserve Forward Guidance and Asset Purchases on Financial Markets. NBER Working Papers, No. 23311, 2017.

29. Woodford, M. , Optimal Monetary Policy Inertia. CFS Working Papers, No. 1999/09, 1999.

30. Woodford, M. , Methods of Policy Accommodation at the Interest Rate Lower Bound. Economic Policy Symposium-Jackson Hole, 2013.

31. Ueda, K. , The Effectiveness of Non-traditional Monetary Policy Measures: The Case of the Bank of Japan. *Japanese Economic Review* , 2012.

A Perspective for Strengthening China's Expectation Management During the 14th Five-Year Plan Period: Comparison of Japan and the United States' Expectation Management Policies and Inspirations

GUO Kesha, SHEN Shaochuan (Huaqiao University, 362021)

Abstract: On the basis of a brief review of the literature on expectation management at home and abroad, this paper analyzes and evaluates the practice of expectation management in Japan and the United States, compares their different effects, and points out the main problems, mechanisms and reasons. The authors believe that the reference and inspiration from the practice of expectation management abroad should be closely combined with the reality of China's economic operation and development to improve the expectation management policy with Chinese characteristics. During the 14th Five-Year Plan period, China should strengthen and do a good job in the expectation management of macroeconomy. We should pay attention to the following aspects. First, we should study and select appropriate and effective expectation management methods. Second, regulatory policies should specify the implementation period whenever possible. Third, we should strive to balance the relationship between aggregate policy and structural policy in the expectation management. As the main body of implementing the policy of expectation management, government departments need to strengthen abilities for expectation management in the rapidly changing economic situation, value the positive role of think tanks, deepen the theoretical research on macroeconomic expectation management, and expand the knowledge base for adopting scientific management methods, so as to ensure more science-based policy formulation and implementation.

Keywords: Macroeconomy, Expectation Management, International Comparison

JEL: E65, O11, P52

责任编辑:无 明