

央行该把话说多清楚？诺奖理论、美联储转向与中国的选择

邓燕飞 浙江财经大学经济学院校聘副教授

罗俊 浙江财经大学经济学院院长、教授

央行到底该把话说多清楚？刚刚发布的诺贝尔经济学奖和美联储新主席的近期转向存在矛盾，使得该问题变得格外尖锐。

2026年10月，诺贝尔经济学奖颁给了两位研究“理性预期”的经济学家。其中迈克尔·伍德福德的核心理论，简单说就是，某种程度而言，央行说什么，比做什么更重要。这套理论被美联储、欧洲央行广泛采用，成为过去20年最重要的货币政策工具之一。但就在前不久，美联储新任主席凯文·沃什开始系统地弱化这套工具。他在杰克逊霍尔年会开场时调侃道：“你可以把它叫作提纲，也可以把它叫作路线图，但请千万别叫它前瞻性指引。”这句玩笑话的背后，是他对前瞻指引实践的明确否定。沃什直言，这项在金融危机期间被大张旗鼓引入的工具，如今已经过时了。

一个刚被诺奖认可的理论，为什么美联储的新掌门人背道而驰？中国央行这些年一直在学习“预期管理”，面对这个转折，又该如何取舍？

一、这次颁奖，关键就颁在“新”字上

罗伯特·霍尔和迈克尔·伍德福德可视新凯恩斯学派的代表人物，为新凯恩斯理论作出贡献的人不少，为什么偏偏是霍尔和伍德福德？因为他们在“新凯恩斯”这棵大树上，各自占据了最关键的两个位置：一个专注于**微观基础本身**，一个专注于**宏观政策的微观基础**。而这两者，恰恰是理性预期得以形成、并被宏观政策有效引导的关键所在。霍尔的贡献在于微观基础本身，他从家庭消费决策入手，证明消费行为本质上是前瞻性的，家庭盯的不是今天的收入，而是对未来一辈子收入的预判。这为理解微观主体的预期形成提供了最基础的构件。伍德福德的贡献在于宏观政策的微观基础，他把霍尔等人揭示的微观逻辑，装进一个完整的宏观模型，证明当价格摩擦、信息摩擦等不完美因素存在时，微观主体的前瞻理性预期如何成为货币政策传导的核心变量。他的《利息与价格：货币政策理论基础》系统论证了央行的政策规则、沟通策略和可信度之所以能影响实体经济正是因为他们能够改变千千万万家庭和企业对未来的预期。

两个人的贡献合在一起，恰好构成了一条完整的逻辑链：**微观经济主体面临价格或信息摩擦，这些摩擦使他们的预期具有前瞻性，而非简单的适应性回溯，这种前瞻性预期在宏观政策中扮演着决定性角色，因为政策的效果不再仅仅取决于当下的利率和支出，更取决于政策能否被微观主体理解、信任并纳入自己的决策。**换言之，没有霍尔的微观基础，伍德福德的宏观模型就缺少根基；没有伍德福德的宏观整合，霍尔的微观发现就难以转化为可操作的政策工具。诺奖委员会把奖同时颁给两人，正是因为他们在“新凯恩斯理

论”这棵大树上，一个深扎根基，一个建构主干，缺一不可。

二、沃什的转向：他做了什么调整，又在否定什么

沃什上任后的首场议息会议就做出了标志性调整：政策声明被大幅精简，所有关于未来利率调整方向的暗示性表述被删除。他明确呼吁废除“点阵图”——那个自2012年起每季度发布、印着19位FOMC成员对未来利率预测的图表，被全球交易员奉为圭臬。他甚至暗示可能不再承诺每次议息会议后都举行新闻发布会。在杰克逊霍尔演讲中，沃什将“一个更安静、沟通更有目的性的美联储”列为指导货币政策的第七条原则，并强调：“沟通的透明度本身并非美德，它必须服务于货币政策的首要职责——正确定义政策。”

这听起来像是一个技术性的调整，但它触及的是一场根本性的理念分歧。伍德福德的核心论证是，央行通过沟通可以改变私人部门的预期，从而在利率工具失效时仍然发挥稳定经济的作用。而沃什的做法，本质上是**削弱央行影响私人部门预期的能力**——减少信号、降低频率、取消承诺。这不是对沟通技巧的微调，而是对“央行应该主动管理预期”这一命题本身的怀疑。

沃什给出的理由，比简单的“前瞻指引不管用”要深刻得多。他在杰克逊霍尔的演讲中提出了一个概念：“**镜厅效应**”。意思是，当市场依赖美联储的指引来定价，而美联储又依据市场价格来评估经济状况时，双方就像站在两面镜子之间，看到的都是彼此的反射，而不是真实的经济基本面。沃什的原话是：“如果市场主要依赖美联储的指引，而美联储又依赖市场价格，我们都更有可能对新的发展视而不见，更有可能对事态转折措手不及，更有可能在政策制定中犯错。”

这个批评直指伍德福德框架的一个隐含假设：**央行知道“正确”的预期路径是什么**。伍德福德的理论隐含地假定，央行对经济结构有足够清晰的认知，能够判断什么样的政策路径是“最优”的，然后通过沟通把这个路径传达给市场。**但如果央行自己也不确定呢？**2021年的情况就是如此。美联储的“平均通胀目标制”是在低通胀世界里设计的，但疫情后的供应链重构、财政刺激、劳动力市场变化，让通胀动态变得完全陌生。美联储自己都在“摸着石头过河”，却被迫做出“通胀会温和超调”的前瞻承诺。这个承诺既不可信，也不准确。

沃什的做法是：**当我不确定的时候，我不装确定**。值得注意的是，沃什对前瞻指引的批评有一个明确的限定条件：“**在正常时期**”。他在杰克逊霍尔演讲中承认，前瞻指引在金融危机期间被引入时“有其合理性”，但强调“在正常时期，前瞻指引的角色应当被限制和约束”。这一区分恰恰说明，问题不在于前瞻指引本身的对错，而在于它是否被用在了对的地方、对的时候。

三、诺奖颁给了“怎么说”，美联储在问“什么时候能说”

伍德福德的理论告诉我们，预期管理是有效的。这是诺奖的贡献，也是过去 30 年央行实践的主流逻辑。沃什的转向提出了一个伍德福德框架没有充分回答的问题：**当央行自己也不确定的时候，它应该说什么？**

沃什的“镜厅效应”批评，揭示了伍德福德框架的一个隐含假设——央行知道“正确”的预期路径是什么。但这个假设在现实中并不总是成立。2021 年的美联储就是明证。问题不在于前瞻指引本身的对错，而在于它是否被用在了对的地方、对的时候。沃什对前瞻指引的批评有一个明确的限定条件：“在正常时期”。这一区分说明，理论本身没有问题，问题在于理论的适用条件。

四、来自中国实验的证据：前瞻指引什么时候有效，什么时候无效

沃什的转向提出了一个关键问题：前瞻指引在什么条件下有效？什么条件下反而有害？我们最近完成的一项实验研究，恰好为这个问题提供了一个来自中国微观数据的回答。这项研究以虚拟商品市场为实验场景，模拟普通居民通过日常购物经历形成通胀预期的过程，并在实验中系统嵌入不同类型的前瞻指引信息，考察它们对居民通胀预期精度的影响。实验结果非常清晰。明确量化的奥德赛式指引显著改善了预测精度。接受明确指引的被试者，其预测偏差较基准组平均下降约 0.97 个单位，相当于基准组平均偏差的 21.7%。更重要的是，机制分析显示，这种改善并非通过增加信息搜寻实现的——该组被试的查看商品数并未显著增加。它通过直接改善先验信念发挥作用：被试获得了一个高质量的信息起点，即使不花费更多时间自主搜寻价格信息，也能形成更精确的预测。而模糊的信息没有提供足够的信号价值，无法有效更新个体的先验信念。

这项研究的另一个发现更值得深思。在没有任何外部指引的基准组中，信息搜寻行为与预测精度之间的关系最为显著。但在接受明确指引的组别中，这一关系变得不显著。**这意味着，高质量的前瞻指引在一定程度上替代了个体的自主信息搜寻。**当央行提供了足够精确的信号时，公众会理性地减少自主搜寻投入，转而依赖这一信号。这既降低了信息成本，也意味着公众的预期更加紧密地锚定在央行提供的信息上。

这项实验为伍德福德的理论提供了微观证据，但它同时揭示了一个沃什所担忧的问题：**前瞻指引的效果高度依赖于信息的精度和可信度。**明确指引有效，模糊指引无效。而如果央行提供的明确指引本身出现了系统性偏差，那么公众的预期就会被锚定在一个错误的位置上。而且，由于公众已经理性地减少了对其他信息渠道的关注，这种错误锚定的后果会格外严重。这正是沃什“镜厅效应”担忧的微观基础。当央行给出明确指引，公众理性地将注意力从其他信息源转移到央行信号上，整个市场的预期就高度依赖于央行自身的判断。如果央行的判断是错的，那么整个预期体系就会随之偏离。而央行之所以可能判断错误，恰恰是因为经济结构本身在变化，比如当融资结构转型导致传导效率内生衰减时，

央行自己也在“摸着石头过河”。

五、中国的稳预期任务仍有困难

美联储的转向，对正在学习“预期管理”的中国央行来说，是一个值得认真对待的信号。中国央行这些年一直在学习“预期管理”。从货币政策执行报告到央行行长讲话，从LPR改革到利率走廊建设，沟通的清晰度和制度化程度在稳步提升。2026年初，中国人民银行行长潘功胜在接受采访时明确表示，“十五五”期间将“提高政策沟通和政策透明度，进一步健全可置信、常态化、制度化的市场沟通机制”。我们的实验研究也证实了，降低信息成本、提供明确指引，确实能提高公众预期的精度。这与伍德福德的理论预测一致。

但沃什的转向提示了一个容易被忽视的问题：**预期管理的“度”在哪里？**如果央行在经济结构高度不确定的时期，强行给出过于明确的指引，可能不是在“锚定预期”，而是在“制造错觉”。2020年的美联储就是前车之鉴。美联储当时的前瞻指引不可谓不清晰，平均通胀目标制的框架不可谓不正式，但正是这种“清晰”和“正式”，让后来的转向显得格外突兀，信誉损失也格外沉重。

中国的融资体系正在经历从银行信贷单轨到信贷与市场融资双轨的转型。这个转型远未完成，传导效率的内生衰减机制仍在发挥作用。在这种环境下，央行的沟通策略可能需要比成熟经济体**更审慎**：既要避免“沉默是金”式的模糊，让公众无所适从；也要避免“过度承诺”式的清晰，把自己架在一个自己都难以兑现的位置上。

更根本的问题在于，新凯恩斯框架下稳预期的宏观政策，有一个隐含的前提：**微观主体乃至政策部门，都要求具有理性预期**。再不济，也要求是不完全信息下的理性预期；再再不济，也应是偏离理性预期但仍基于理性预期的有限理性预期。但中国微观主体的预期，恰不在这个理论前置条件之内。许志伟等此前对中国微观主体预期的估计表明，**约80%的预期是非理性的**。这意味着，新凯恩斯框架下“沟通改善预期”的传导链条，在中国面临一个根本性的断裂：当80%的微观主体不以理性方式处理信息时，央行沟通的信号再清晰、再精确，也难以被理性地或至少相对理性地接收和更新，更别说多部门政策信号还未必总是一致。所以，于中国而言稳住预期的困难，也可能不完全是因为央行说得不够清楚或政策不够透明。根源在于，新凯恩斯框架预设的“理性预期微观主体”在中国并不构成多数。当80%的预期不按理性逻辑形成时，“稳预期”的政策工具本身就需要重新设计，不是更精确地沟通，而是首先要理解，非理性预期到底锚定在哪里？如果锚定的是房价、是收入预期、是社会网络中的传言，那么央行的声明再清晰，也不过是在另一个频道上广播。

六、中国央行的选择：把信息环境建设好，比把话说清楚更根本

伍德福德的理论告诉我们，预期管理是有效的。沃什的转向提示我们，预期管理的有效性取决于条件是否具备。而中国面临的特殊问题在于，微观主体的非理性预期占比过高，使得“沟通改善预期”的传导链条面临根本性的断裂。

我们的实验研究为这个问题提供了一个微观层面的回答：前瞻指引的有效性取决于其信息精度。明确指引通过改善先验信念发挥作用，模糊指引则完全无效。而这一机制还有另一面：在实验中，当商品价格波动范围缩小、信息更容易提取时，被试的预测偏差下降了近 40%。**这意味着，改善信息的可及性本身就是一种有效的预期管理手段**，其作用独立于央行是否提供明确的指引。

如果央行给出的明确指引本身就不准确，那么公众的预期就会被错误地锚定。而由于公众已经理性地减少了对其他信息渠道的关注，这种错误锚定的后果会格外严重。这恰恰是沃什“镜厅效应”担忧的微观基础，也是中国央行在当前融资结构转型期需要认真对待的问题。当传导效率内生衰减、经济结构快速变化时，央行自己也在摸索。在这种环境下，与其强行给出精确的量化指引，不如先把信息环境建设好，比如完善 CPI 等关键数据的发布机制，降低公众获取和处理信息的成本。当公众能够更容易地从日常经济活动中提取准确的价格信号时，通胀预期的精度就会自然提高，对央行指引的依赖也会降低，从而为央行保留更大的政策空间。

对于一个正在经历融资体系结构性转型、传导效率内生衰减的经济体来说，这个问题尤其值得认真对待。因为更危险的，不是不说话，而是**说了一个自己都兑现不了的承诺**。伍德福德教了央行二十年“如何沟通”，而沃什在问一个更基础的问题：**在你说之前，你确定自己知道该说什么吗？** 答案或许不在央行的声明里，而在千千万万家庭和企业的日常决策中，他们如何获取信息、如何配置注意力、如何在不确定性中形成自己的判断。这正是霍尔和伍德福德获得诺奖的原因，也是我们实验研究试图揭示的微观机制。