

通货膨胀目标制研究与实践述评

牛筱颖

摘要: 兴起于20世纪90年代初的通货膨胀目标制,是一种新的货币政策框架。尽管该制度来自于中央银行的政策实践,各专家学者对其定义还存在分歧,但它的出现仍有着深层的经济理论基础。在过去的15年间,它受到了各国政府的广泛关注,目前已有二十多个国家采用这种制度。对这些国家的大量经验研究也表明,通货膨胀目标制在降低通货膨胀率、改善经济运行环境、提高公众对政府的信任度等方面取得了显著成效。

关键词: 通货膨胀目标制 货币政策框架 中央银行独立性 透明度

一、引言

20世纪90年代,世界各国货币政策实践出现了一个重要变化——通货膨胀目标制的兴起。新西兰第一个采用了这种新的货币政策框架,随后加拿大、英国、瑞典、澳大利亚、瑞士、冰岛、芬兰、西班牙、挪威等9个工业化国家和智利、以色列、秘鲁、韩国、墨西哥、巴西、哥伦比亚、南非、泰国、菲律宾等10个发展中和新兴市场国家,以及捷克、波兰、匈牙利等3个转型国家先后实行了通货膨胀目标制。另外,Stone(2002)认为,欧洲中央银行(ECB)和美联储虽然没有明确宣布采用通货膨胀目标制,但实际上都把通货膨胀作为主要政策目标,具有通货膨胀目标制的一些主要特点,是隐含的通货膨胀目标制。

短短十多年中,便有这么多国家放弃了钉住汇率、货币量或名义国内生产总值(GDP)等其他目标而转向钉住通货膨胀,其发展势头之迅猛超出了很多经济学家的意料。相关研究也在滞后了五六年之后开始出现并迅速增多。通货膨胀目标制到底是什么,是一种新的货币政策框架还是规则?这种框架与过去的有什么不同,它有什么优势和特点?各国实施通货膨胀目标制的背景是什么样,如何执行,其效果怎样?它是否适合于其他非发达国家?这些问题都引起了经济学家和银行家们的强烈兴趣。

目前的研究文献主要来自国外,基本可分为四类:一是对通货膨胀目标制的介绍性文章,这包括一些中央银行官员在各种有关通货膨胀目标制的会议的讲话以及Mishkin, McCallum, Svensson, Kuttner等一些经济学家对其概念、特点、发展状况等的介绍性文

章。二是对通货膨胀目标制国家实施情况的总结分析,以及对多个国家多年实践经验与实施结果的回顾比较。国际货币基金组织(IMF)、各国中央银行的经济学家们对此做出了很多贡献。这类文章是目前研究的主要内容。三是对通货膨胀目标制是否适合于发展中国家、转型国家以及美、日等国是否应该采用通货膨胀目标制等问题进行的深入探讨。四是与其他货币政策框架的比较,以及对最优通货膨胀目标制的选择等问题的理论研究, Giannoni, Woodford, Svensson等经济学家在此方面著作颇丰。

本文主要根据目前文献中对通货膨胀目标制的研究、发现以及各国的实践情况,对通货膨胀目标制的实施背景、特点、概念及理论基础、经验研究等问题作综述性分析。

二、通货膨胀目标制实施的背景及特点

Bernanke(2003)认为通货膨胀目标制是从布雷顿森林体系的固定汇率制解体后的货币政策制度发展而来的,主要是来自1970年代后期和80年代的德国德意志银行和瑞士国家银行的实践。尽管德意志银行的短期政策操作目标是货币供给增长,但此目标是根据货币增长与长期的合意通货膨胀率(通常每年2%)的关系计算出来的,所以德国是间接盯住通货膨胀。另有证据表明,在货币增长目标与通货膨胀目标冲突时,德意志银行通常更重视通货膨胀目标。虽然德国并没有明确宣布采用通货膨胀目标制,但其实践为通货膨胀目标制的诞生提供了借鉴。

从通货膨胀目标制国家当初选择该货币政策框

架的背景看,有一个共同的特点,即都面临着较高的通货膨胀,但各国具体情况又略有不同。

20世纪七八十年代,各主要工业化国家均出现了不同程度的高通货膨胀。新西兰虽然没有出现恶性通货膨胀,但在经合发组织(OECD)国家中情况最糟,通货膨胀率高于10%,为改善这种状况,新西兰于1990年率先采用了通货膨胀目标制;加拿大、澳大利亚、西班牙等国尽管降低了货币供给增长率,但仍无济于通货膨胀率降低后纷纷改弦易辙;而英国是因为1992年9月遭遇英镑危机,被迫退出欧洲汇率机制(ERM),英镑汇率浮动,未来存在较大通货膨胀预期的情况下,放弃固定汇率制转向了通货膨胀目标制;瑞典、芬兰也是在固定汇率制度出现危机后,欲寻找另一种名义锚而转变机制的;拉美国家向来以高通货膨胀率著称,1980-1989年间整个拉丁美洲国家平均通货膨胀率高达120.5%,智利相对较好,但80年代的平均通货膨胀率也达21.2%,1990年末,智利宣布实行通货膨胀目标制;在看到智利的成效之后,墨西哥、秘鲁、巴西、哥伦比亚也在90年代末相继宣布采用这种新的货币政策框架。

亚洲国家又有不同,它们都是在1997-1998年的亚洲金融危机之后采用通货膨胀目标制的。其中韩国最早,在1998年4月;菲律宾和泰国分别在2000年的1月和4月宣布实施。印度尼西亚也于1999年提出了采用通货膨胀目标制的申请,但因对其货币当局能否履行承诺存在怀疑,目前印尼只采纳了该框架中的几项内容,比如以通货膨胀为目标、公开货币政策执行情况报告等。亚洲国家实施通货膨胀目标制的主要原因有三:首先,金融危机的发生暴露了这些国家金融制度中存在的严重问题,它们需要一个新的货币政策框架对货币当局进行有效约束;其次,货币当局的信誉扫地,公众预期存在极大不稳定性;最后,金融危机导致这些国家货币贬值,国内出现恶性通货膨胀等。20世纪90年代,中欧转型国家通货膨胀率也高达两位数,其中捷克、波兰、匈牙利在1993-1998年的平均通货膨胀率分别为11.2%、20.9%和24.1%,1998年之后这些国家相继转向了通货膨胀目标制。

在向通货膨胀目标制迈进的过程中,有的国家会暂时使用双重目标。比如,智利、哥伦比亚、以色列采用通货膨胀目标制的同时还实施了爬行汇率区间制度,其中,以色列在采用通货膨胀目标和商贸平均预期通货膨胀率的同时,还将汇率变化幅度作为补充指标;捷克、匈牙利等转型国家同时把通货膨胀、汇率、经济增长等作为政策目标。

对于通货膨胀目标制的主要内容和特点,经济

学家和银行家们基本达成了共识。Mishkin(2000)认为通货膨胀目标制主要包括5个方面:(1)向公众宣布中期的通货膨胀目标数值;(2)从制度上规定把物价稳定作为最主要的和长期的货币政策目标,并承诺实现该通货膨胀目标;(3)货币政策决策中可以使用包括很多变量在内的策略信息,而不仅仅是货币供应量;(4)通过向公众和市场宣布货币政策的计划和目标,提高货币政策执行的透明度;(5)加强中央银行对实现通货膨胀目标的责任。Kuttner(2004)也认为大部分实行通货膨胀目标制的中央银行具有以下几个共同特点:(1)货币政策的主要目标是长期价格稳定:这并不是指价格稳定是唯一目标,但其他目标必须与通货膨胀目标相一致;(2)有一个明确的通货膨胀目标和达到该目标的时间表:大多在2%左右,并且所有都力图在两年之内达到目标;(3)货币政策要有较高的透明度:当局要出版有关经济总体情况及通货膨胀展望的详细报告,通常每季度一次。在某些情况下,这些报告中还包括其他主要宏观经济变量;(4)责任感:除了提高透明度外,中央银行出版的通货膨胀报告还提供评估通货膨胀目标执行情况的方法,若达不到通货膨胀目标需要中央银行采取明确措施。以英国为例,若通货膨胀偏离2.5%的目标值1个百分点,英格兰银行行长被责成向财政部长提交一封公开信解释偏离的原因,并提出回到目标值的应对措施和时间表。Bernanke和Mishkin(1997)还认为通货膨胀目标制与以往政策框架不同的必要条件来自于制度改革,比如中央银行使用货币政策工具的独立性加强,货币政策执行更依赖于经济计量模型以及中央银行就货币政策执行结果与公众进行更好的交流。Amato和Gerlach(2002)则指出中央银行对通货膨胀具有更系统的利率反应是通货膨胀目标制的一个重要特点。

尽管大部分实行通货膨胀目标制的中央银行具有大致相同的特点,但在具体措施上各有不同。比如在执行层面上,中央银行选择不同的价格指数作为通货膨胀率,目标形式有点目标值或目标区间等等。具体各国的执行情况可参见表1。

三、关于通货膨胀目标制概念的争论

作为一种新的货币政策制度,通货膨胀目标制在短短十几年中得到了广泛的认可,但对于通货膨胀目标制如何定义在学术界仍有一些争论。通货膨胀目标制难于定义主要是因为它来自于中央银行寻找合适名义锚的实践,而不是从经济学家提出的经济理论框架中得到的。

表 1 通货膨胀目标制国家*

	开始时间	通货膨胀指标	通货膨胀目标	操作工具
新西兰	1989年12月	基础通货膨胀 从2000年:CPI(不包括信贷服务)	1990:3~5% 1991:5~4.5% 1992:1.5~3.5% 1993~1996:0~2% 从1997:0~3%	隔夜现金利率(1999年3月以前为拆借利率)
加拿大	1991年2月	CPI(不含食品与能源等不稳定价格,并剔除其他项目的间接税变化影响)	1991年12月:3~5% 1992年12月:2~4% 1994年6月:1.5~3.5% 从1995年12月:1~3%	隔夜拆借利率区间的中间值
英国	1992年12月	基础通货膨胀 2003年10月:CPI(零售价格指数不包括按揭利息支付,即RPIX)	1992-1995:1~4% 从1995年:2.5%	短期回购利率
瑞典	1993年1月	CPI(不包括放贷按揭的利息支付和间接税变化的影响以及补贴)	1993年1月-1995年:2%	回购利率
芬兰	1993年2月	基础CPI(不包括间接税、补贴和住房价格以及按揭利息)	1993年2月-1995年:2%	
澳大利亚	1993年4月	基础通货膨胀 从1998年10月:CPI(不包括不稳定项目,如水果、蔬菜和汽车燃料等)	2~3%	现金利率
西班牙	1994年11月	CPI	1996年6月:3.5~4% 1997年12月:2.5% 1998年:2%	
瑞士	2000年1月	核心CPI(用平均的方法修正)	2%	实际3个月LIBOR(上下浮动50个基点)
挪威	2001年3月	CPI	2.5	隔夜利率
冰岛	2001年3月	总CPI	2003:2.5% ±1.5%	14天回购利率
以色列	1992年12月	总CPI	1992:14~15% 1997:7~10% 1993:10% 1998:7~10% 1994:8% 1999:4% 1995:8~11% 2000:3~4% 1996:8~10% 2001:3~4%	短期利率
韩国	1998年1月	基础CPI(不包括非谷物类农产品价格和石油) 1998和1999年为总CPI	1998:9% ±1% 1999:3% ±1% 2000:2.5% ±1% 从2001起:2.5%	贷款利率
捷克	1998年1月	基础CPI(不包括管制价格和间接税)	1998:5.5~6.5% 1999:4~5% 2000:3.5~5.5% 2001:2~4% 2005:1~3%	14天回购利率
波兰	1998年10月	总CPI	1998:<9.5% 1999:6.6~7.8% 2000:5.4~6.8% 2003:<4%	参考利率(公开市场操作短期利率)
南非	2000年2月	基础CPI(不包括利率成本),即CPIX	2002:3~6%	短期利率
匈牙利	2001年5月	CPI	7%(上下浮动1%)	14天的中央银行存款利率
菲律宾	2000年1月	CPI	2004:4~5% 2005:5~6%	隔夜回购利率 逆回购利率
泰国	2000年4月	平均季度基础CPI(不包括生鲜食品和能源价格)	从2000年开始:0~3.5%	14天回购利率

注: *拉美5国情况见第四部分中表2。瑞士不以通货膨胀为目标但使用广义的通货膨胀预测战略。菲律宾于2000年1月宣布从原则上采用通货膨胀目标制,但正式采用从2002年1月开始。芬兰和西班牙于1998年6月加入欧元区,放弃本国货币政策,从1999年1月货币统一为欧元。

资料来源: BIS, 71-73TH Annual Report, 2001-2003; Corbo, Vittorio and Schmidt-Hebbel, Klaus, 2001. Inflation Targeting in Latin America Working Papers of the Central Bank of Chile, No. 105; 各国中央银行网站。

Svensson(1997)把通货膨胀目标制定义为最小化期望损失的政策,其中通货膨胀对目标的偏离是衡量损失的重要因素。Svensson(1999)进一步认为由最优问题得到通货膨胀目标制是一种货币政策规则,是一种“目标规则”。其目标是某一通货膨胀目标值,中介目标是通货膨胀预测值。在这种规则下,中央银行不承诺使用任何特定政策工具,可通过调整利率或基础货币等使有条件的通货膨胀预测与通货膨胀目标的偏差缩小到零。因此政策操作具有相当的灵活性。Svensson(2004)甚至认为 Friedman

的货币供应量增长率也是一个目标规则而不是工具规则,因为货币供应量是一个中介目标变量而不是一种工具,它通过中央银行改变其工具如利率或基础货币,然后经过一定时滞后实现。而 Taylor(2000)认为货币政策规则是一种描述中央银行根据宏观经济变化而相应改变货币政策工具的一种原则。通常的货币工具是基础货币或短期利率等。根据这种定义,通货膨胀目标制或其他如名义GDP目标制等都不是货币规则,因为它们都没有对如何使用货币工具作出说明。

Rogoff(1985)和 King(1997)对规则的定义也否定了目标规则概念,他们认为规则表示对一名义锚的不变承诺,并禁止对经济冲击做出反应。Simons(1936)的规则概念更严格,认为货币规则一定与合理的、平滑的体系运作相协调,一旦建立就应机械地运行。政策规则完全排除当局的干预,而框架则比较宽松。当然这并不是 Taylor所想象的规则,他认为规则只是一种政策指导原则,是一种基准,而不是要机械地遵循。Taylor认为通货膨胀目标制和货币政策规则之间具有一种有趣的共生关系,二者是互惠的。评价货币政策规则时通货膨胀是其中一项重要目标变量;而要实现通货膨胀目标制的目标,则需要一种实现途径,即货币规则。Bernanke和 Mishkin(1999)认为通货膨胀目标制是一种“货币政策框架”,向公众正式公布一个时期或几个时期的通货膨胀率目标值(或目标区间),并明确承认货币政策的主要的长期目标是低且稳定的通货膨胀。他们还认为通货膨胀目标制兼具规则与相机抉择的优点,因为它不像弗里德曼规则那样可以自动实现,但中央银行也不能完全相机抉择,所以它是一种有约束的相机抉择。因此,某种意义上说,通货膨胀目标制的出现结束了一百多年来关于规则与相机抉择孰优孰劣的争论。McCallum和 Nelson(2003)也指出把政策目标函数(即一般目标规则)作为一种规则不合适,因为货币政策操作不明确。Gavin(2004)观点基本相同,认为通货膨胀目标制只是目标管理的手段而不是一个明确的规则。

比较看来, Bernanke和 Mishkin等人的通货膨胀目标制定义比较宽泛。奥特马·伊森(Otmar Issing)(2004)认为这一定义有两个缺点。首先,从制定政策角度看,这一定义太模糊,除了确定货币政策的根本目标外,对实施货币政策没有任何实际指导作用。因此,该定义在实际操作中的作用非常有限。其次,从学术角度看,该定义没有给出任何可检验的手段来界定通货膨胀的实践情况。因此,该定义无法区分通货膨胀目标制与其他稳定性策略的不同之处以及如何评价各自的优缺点。而 Taylor给出的定义相对狭义,即这一货币政策框架是建立在一定的货币政策规则上; Svensson把通货膨胀目标制作为一种目标规则更为狭义,但他强调了通货膨胀预期的重要性。本文采用货币政策框架的概念。

另外,经济学家们还根据通货膨胀目标制执行的严格程度对其作了进一步划分。如, Svensson(2001)把其分为严格的通货膨胀目标制和灵活的通货膨胀目标制。前者指货币政策以稳定物价为唯一目标;后者指货币政策除了实现低而稳定的通货膨

胀目标之外,还要兼顾经济增长等其他目标。Carara和 Stone(2003)区分了完全通货膨胀目标制、折衷的通货膨胀目标制和准通货膨胀目标制。划分标准是:是否明确宣布通货膨胀目标,以及货币政策执行的透明度和可信度。比如,一些中央银行——特别是新兴市场国家或转型国家——已经建立了通货膨胀目标制,但缺乏制度条件对物价稳定做出长期承诺,即是一种折衷的机制;而另有一些中央银行在没有声明采用通货膨胀目标制的情况下已将物价稳定作为货币政策中重要的长期目标,但并不宣布明确的目标值,这属于准通货膨胀目标制,美联储可归于此类, Kuttner和 Posen(2001)认为这种货币政策比典型的通货膨胀目标制要含糊得多。

四、通货膨胀目标制的理论基础

通货膨胀目标制来自于中央银行的货币政策操作实践,而并非由一个新的经济理论框架的提出。但通货膨胀目标制的出现仍有着深层的经济理论基础。

第一,货币中性理论

通货膨胀目标制把通货膨胀(或物价稳定)作为唯一的政策目标。古典经济学中的二分法把经济变量分为名义变量和实际变量,认为货币供给的变动并不影响实际变量,即货币中性理论。以弗里德曼为代表的货币主义认为,在长期中,货币数量的作用主要在于影响价格及其他的用货币表示的量(如货币工资等),而不能影响就业量和实际国民收入;而在短期中,货币供给可以影响实际变量。以卢卡斯为代表的理性预期学派认为,只有未预期到的货币政策变化才对实际产出造成影响;而 Prescott和 Kydland的实际经济周期理论也认为货币数量变化对产出没有影响。因此,根据货币中性理论,货币政策的目标指向增加产出、提高就业是没有意义的,把控制通货膨胀作为唯一目标是合理的。大量的经验研究也证实了以上观点。其中, McCandless和 Weber(1995)对110个国家跨期30年的、几种定义的货币数据进行了分析研究,得出两个重要结论:(1)根据不同的货币供应量定义,通货膨胀率与货币增长率的相关关系在0.92~0.96之间,接近于1;(2)通货膨胀或货币增长与实际产出增长率不相关。Kormendi和 Meguire(1984)、Bullard和 Keating(1995)以及 Boschen和 Mills(1995)都分别得出了类似的结论。

另外,其他的货币政策制度大都是多目标约束,通常包括维持物价稳定、促进经济增长、减少失业、保持国际收支平衡等,而这些目标之间往往存在冲突,货币当局在操作时只能根据当时经济情况需要

权衡轻重,对政策实施的好坏自然很难评判。单目标制就解决了货币政策制定中的两难问题。

第二,动态不一致性理论

通货膨胀目标制明确一个具体的目标值或目标区间,通常定在2%或3%的较低水平。这种思想基于Prescott和Kydland(1977)的动态不一致性(或时间不一致性)理论。他们证明政府在当时公众预期的基础上,按照最优化原则制定政策时,往往会欺骗公众,暗自通过提高通货膨胀率的手段以期增加产出,如果欺骗成功,则可实现社会福利最优目标;但公众作为理性人,受到愚弄后会改变预期,消费者要求提高工资水平,而工资水平的提高会使雇用减少,其结果是物价上升和产出减少。巴罗和戈登(1983)在Prescott和Kydland研究的基础上进一步指出,如果社会直接将货币政策委托给中央银行执行,在这种制度安排下,中央银行有执行意外的通货膨胀政策的激励,从而导致中央银行的货币政策有通货膨胀倾向(inflation bias)。对通货膨胀目标的限定有效地约束了货币当局的通货膨胀倾向。Parrado(2004)认为通货膨胀目标制解决了导致较高平均通货膨胀率的动态不一致性问题,并使通货膨胀预期锁定在一个较低水平,从而减小了对宏观经济冲击。Klau(2004)也认为,由于存在时间不一致性,中央银行具有通货膨胀倾向,中央银行做出保持物价稳定的承诺可以降低其通货膨胀倾向。过去,实现这种承诺通常有两种途径:从外部保持汇率稳定以及内部的货币增长目标。但随着不断增长的资本流入和金融市场的不完善,汇率保持稳定比较困难;而对货币需求的大规模冲击也使得货币增长目标不能实现。而把规则和相机抉择结合起来的通货膨胀目标制既给中央银行一定约束,也给予操作提供了较大自由空间,这使实现承诺更加可行。

把通货膨胀率控制在较低的水平还因为通货膨胀是有成本的。通货膨胀相当于政府征收的铸币税,高通货膨胀会导致公众实际收入减少、购买力下降,社会福利降低,阻碍经济增长;而低通货膨胀或物价稳定则有益于经济增长,对多个国家的经验研究也证明了这一点。

第三,预期的重要性

通货膨胀目标制的一大特色是,中央银行独立性较强、货币政策操作透明度较高。中央银行的独立性是指,中央银行有自主选择政策工具并实施独立操作的权利。1990年代以前的很多国家的货币政策服从于财政政策。如,1997年以前,英格兰银行在货币政策中的作用只是提供建议,官方利率的最终决定权在财政部长。直到1997年5月6日,英

国政府才宣布给予英格兰银行执行货币政策的独立权。80年代中期以前,新西兰储备银行的角色和英格兰银行几乎一样,只是向财政部长提供建议,日常的货币政策决策在财政部长。这种制度安排导致了恶性通货膨胀发生的可能。在税收不足以应付支出时,为弥补财政赤字或还债,政府往往倾向于靠增发货币来增加收入,第二次世界大战后的德国通过发行货币为赔款筹资而引发超速通货膨胀便是一典型例子。所以由财政部制定货币政策无法对政府行为进行约束,从而政府的信誉很难建立,公众预期会出现很大的不确定性。根据卡甘模型,物价水平的高低很大程度上取决于现期货币供给和预期的未来货币供给,即

$$P_t = 1/(1+v) [m_t + v/(1+v) Em_{t+1} + (v/(1+v))^2 Em_{t+2} + (v/(1+v))^3 Em_{t+3} + \dots]$$

其中, P_t 是t期的物价水平的对数, m_t 是t期的货币量的对数, Em_{t+i} 是对t+i期货币量的预期, v 是决定货币需求对通货膨胀率敏感程度的参数。这个模型表明,物价水平取决于现期和预期的未来货币增长,因此要降低通货膨胀率,现期和预期的货币增长都要下降,而预期取决于公众对政府的信任程度,而中央银行的独立性和透明度是政府履行承诺、取得公众信任的必要条件,因为只有独立的中央银行才可以抵制政府未来对铸币税的需要。

Alberto和Summers(1993)对1955-1988年间16个OECD国家进行的经验研究发现,中央银行的独立性与平均通货膨胀率呈密切的负相关。比如,新西兰和西班牙的中央银行是其中独立性最低的两个国家,其通货膨胀率也最高。这一发现也是促使新西兰、西班牙等国修改法律,赋予中央银行更大独立性的原因之一。

此外,通过发表通货膨胀报告等途径加强与公众的沟通,增强货币政策操作的透明度以及对其操作效果的承担更多负责,也可以有效地防止政策操作过程中出现时间不一致性问题。Sherwin(1999)指出,通货膨胀目标制就是通过公布明确的政策目标来影响公众的通货膨胀预期,并进而实现通货膨胀目标的。

五、经验研究

有关通货膨胀目标制的研究文献中,案例研究、经验分析占了很大一部分。一是作为一种尝试,各国政府、中央银行对这种新的货币政策框架的运行结果都拭目以待;二是总结各执行国的经验,其他准备采用通货膨胀目标制的国家以资借鉴;三是总结、分析在新制度的操作过程中碰到的问题,以便不断

改进和完善。其中,较好地分析和总结了多个国家经验的文献有:Mishkin 和 Posen(1997),Bernanke 等(1999),Corbo 和 Hebbel(2001),Mishkin 和 Hebbel(2001),Schaechter,Stone 和 Zelmer(2000)以及 Carare 和 Stone(2003)等。

Mishkin 和 Posen(1997)对三个最早采用通货膨胀目标制的发达国——新西兰、加拿大和英国以及德国的货币政策框架和实践经验作了详尽分析。虽然德国仍是以货币数量为目标,但其间接以通货膨胀为目标的实践使之被视为通货膨胀目标制的先驱,所以其货币政策经验很有借鉴意义。他们研究发现,通货膨胀目标制成功地帮助这三个国家维持了较低的通货膨胀率,而这在过去是很难做到的;另外,实行通货膨胀目标制,并不需要政府放弃汇率或经济增长等其他目标;实践证明,从长期看,通货膨胀目标制对实际经济增长并不会造成伤害,相反却改善了经济发展环境;其他优点还包括提高了政策透明度、与公众的交流以及中央银行的责任感等。

Mishkin 和 Hebbel(2001)回顾总结了通货膨胀目标制 10 年的历程,将 90 年代实行了通货膨胀目标制的 18 个国家与 9 个其他工业化国家进行了比较,肯定了通货膨胀目标制的实施效果。并通过回归估计得出与通货膨胀目标制相关的变量,分析了各国实施通货膨胀目标制的程度。此外,IMF 对研究新兴市场国家方面作了大量工作,Schaechter,Stone 和 Zelmer(2000)的研究报告对截止到 2000 年 3 月实施通货膨胀目标制的所有新兴市场国家进行了全面的比较和综合。

以恶性通货膨胀泛滥闻名的拉丁美洲国家采取通货膨胀之后的效果自然也引起了多方的关注。Corbo 和 Hebbel(2001)从一个广阔的视角分析了拉美 5 国运用通货膨胀目标制的经验和结果。他们发现通货膨胀目标制在拉美取得的成就令人鼓舞,这些国家的通货膨胀率均大幅降低,其中运用时间最长的智利的通货膨胀率已达到一种长期均衡的低水平 2~4%,巴西也基本维持在 6~8%,具体可参见表 2。并且这些国家的经济不再像过去那样经常出现剧烈波动。但从智利的经验看:降低通货膨胀率需要长期的过程,公众对政府的信任要通过中央银行实现通货膨胀目标的承诺而逐步建立,而信任的建立会降低通货膨胀预期,有助于目标实现。Bernanke(2005)甚至认为采用通货膨胀目标制标志着拉丁美洲一个新时代的开始。

经验研究表明,几乎所有国家在采用通货膨胀目标制后,通货膨胀率都迅速降低,但与发达国家相比,新兴市场国家总体表现稍差。Fraga 等(2003)发

现新兴市场国家的实际通货膨胀率偏离中心目标值的范围更大,也更普遍。

表 2 实施通货膨胀目标制的拉美国家

	开始时间	通货膨胀目标	实际通货膨胀率
智利	1990年9月	1991:15~20% 1992:15% 1993:10~12% 1994:9~11% 1995:9% 1996:6.5% 1997:5.5% 1998:4.5% 1999:4.3% 2000:3.5% 2001:2~4%	1991:18.7% 1992:12.7% 1993:12.2% 1994:8.9% 1995:8.2% 1996:6.6% 1997:6% 1998:4.7% 1999:2.3% 2000:4.2%
秘鲁	1994年	1994:15~20% 1995:9~11% 1996:9.5~11.5% 1997:8~10% 1998:7.5~9% 1999:5~6% 2000:3.5~4% 2001:2.5~3.5% 2002:1.5~2.5% 2003:1.5~2.5%	1994:15.4% 1995:10.2% 1996:11.8% 1997:6.5% 1998:6% 1999:3.7% 2000:3.9%
墨西哥	1999年1月	1999:13% 2000:<10% 2001:6.5% 2002:4.5% 2003:3%	1999:12.3% 2000:8.9%
巴西	1999年7月	1999:8% (±2%) 2000:6% (±2%) 2001:4% (±2%)	1999:8.9% 2000:7.9%
哥伦比亚	1999年9月	1999:15% 2000:10% 2001:8% 2002:6%	1999:9.2% 2000:9.2%

注:除巴西采用 IPCA(NationalCPI)外,其他国家均使用总的 CPI 指标。秘鲁在 1994 年宣布了通货膨胀目标范围,但直到 2002 年才采用真正意义上的通货膨胀目标制。

资料来源:Corbo,VittorioandSchmidt-Hebbel,Klaus, 2001. Inflation Targeting in Latin America. Working Papers of the Central Bank of Chile, No. 105.

基于非发达国家的复杂情况,经济学家们对新兴市场国家、发展中国家和转型国家是否适合采用通货膨胀目标制各执一辞。Calvo 和 Mishkin (2003)认为由于新兴市场经济体本身制度信誉不好,所以这些国家的中央银行应该通过通货膨胀规则制实行“有约束的相机抉择”,这样它们就很难实行“过度膨胀的货币政策”,并在某种程度上使中央银行的行为更透明、责任更强,以增强投资者的信心,减少危机的冲击。Taylor(2000)则认为通货膨胀预期目标制需要一个好的经济计量模型和有经验的人员来操作,因为模型是政策制定者唯一可以确定利率是否合理影响预期的途径。所以,新兴市场经济体采用通货膨胀预期目标制可能会比较困难。国内也有一些学者提出我国应该实行通货膨胀目标制,如夏斌(2001)等就深入分析了货币供应量已不适宜作为我国货币政策中介目标,我国应该采用通货膨胀目标制。

六、结论

由于通货膨胀目标制采用后各国经济在短期内均出现不同程度的好转,所以通货膨胀目标制得到了学术界和各国政府的广泛推崇。Haldane(1995)认为通货膨胀目标制可以为货币政策与通货膨胀预期提供一个有效的“名义锚”;Mishkin与Posen(1997)认为实行通货膨胀目标制可以提高货币政策的透明度和可信度,巩固中央银行反通货膨胀的成果;但他们同时也指出,通货膨胀目标制并不是“万能药”,降低通货膨胀率是需要付出代价的,并且要赢得公众的信任并不是声明采用通货膨胀目标制就可以得到的,这还需要中央银行的不断努力。Taylor(2000)提出,仅有通货膨胀目标是不够的,还需要确定一种可以实现这种目标的政策过程即货币政策规则。泰勒打了个比喻,他说通货膨胀目标就像是航船的目的地,而政策规则则是怎样把船开到目的地:你需要调整角度、风帆以及应付风向的改变等等。Brash(1999)也曾说过:“通货膨胀目标并不是万能药……把通货膨胀目标作为货币政策的一种新方法是不正确的。……怎样实施货币政策才能达到最好结果的争论还是有用的,用货币供应量,还是泰勒规则?还是只调整利率来改变汇率并进而使之对国内物价水平产生预期的影响?”

总之,作为一个只有15年历史的新兴货币政策框架,还有很多问题值得进一步研究。比如,由于引起通货膨胀的原因很多,通货膨胀目标制面对非货币因素引起的通货膨胀该如何应对?长期的通货膨胀目标值多少最优?通货膨胀目标应该超前多长时间合适?汇率在通货膨胀目标制中扮演什么角色?等等。

注释:

国内也有称为“通货膨胀钉住制度”、“通货膨胀钉住”或“反通货膨胀目标制”等。本文称之为“通货膨胀目标制”。

芬兰和西班牙曾分别在1993年2月和1994年11月开始实行通货膨胀目标制,因加入欧元区于1998年6月放弃。

数字来自国际清算银行(BIS)第67期年度报告,1997。

数字来自国际清算银行(BIS)第71期年度报告,2001。

目标规则概念是由Svensson(1997,1999)首先介绍的,有两种含义:一般(general)目标规则指某一特定的目标函数;特定(special)目标规则指有一特定目标函数和经济模型联合得出的一阶最优条件。

此争论发端于19世纪中期英国的通货学派和银行学派;20世纪三四十年代,芝加哥学派与凯恩斯学派的交锋使二者之争激化,但凯恩斯学派的相机抉择观点基本占据优势地位;70年代后期,基德兰德(Kydland(1977)和普雷斯科特(Prescott)对动态不一致性(也称作时间不一致性)问题的提出使局面发生了根本改变。虽然此后麦克勒姆规则、泰勒规则等相继提出,但没有哪个中央银行宣布采取某种货币政策规则,因为经济运行中有很多不确定性存在,一定程度的相机抉择不可或缺。

高鸿业等:《现代西方经济学》,下册,216~217页,北京,经济科学出版社,2000。

Walsh,Carl E.,2000.“Monetary Theory and Policy”.The MIT Press,pp.9-11.

Brash,Donald T.,1999.Inflation Targeting is New Zealand's Experience Relevant to Developing Countries.Reserve Bank of New Zealand Website.

N.G.曼昆:《宏观经济学》,中文版,171~173页,北京,中国人民大学出版社,2000。

参考文献:

1.夏斌、廖强:《货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标》,载《经济研究》,2001(8)。

2.Barro,R.J.and Gordon,D.B.,1983.“Rules,Discretion,and Reputation in a Model of Monetary Policy”.Journal of Monetary Economics,12,pp.101-121.

3.Bernanke,B.;Laubach,T.;Mishkin,F.and Posen,A.,1999.“Inflation Targeting:Lessons from the International Experience”.Princeton,NJ:Princeton University Press.

4.Bernanke,B.and Mishkin,Frederic,1997.“Inflation Targeting:A New Framework for Monetary Policy?”.Journal of Economic Perspectives,11,pp.97-116.

5.Calvo,Guillermo and Mishkin,Frederic S.,2003.“The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries”.Journal of Economic Perspectives,17(4),pp.99-118.

6.Corbo,Vittorio and Schmidt-Hebbel,Klaus,2001.“Inflation Targeting in Latin America”.Working Papers of the Central Bank of Chile,No.105.

7.Fraga,Arminio;Goldfajn,Ilan and Minella,Andr e,2003.“Inflation Targeting in Emerging Market Economies”.NBER Working Paper,No.10019.

8.Kydland,Finn E.and Prescott,Edward C.,1977.“Rules rather than Discretion:The Inconsistency of Optimal Plans”.Journal of Political Economy,85,pp.473-492.

9.Kuttner,Kenneth N.,2004.“The Role of Policy Rules in Inflation Targeting”.Federal Reserve Bank of St.Louis Review,86(4),pp.89-111.

10.McCallum,Bennett T.and Nelson,Edward,2004.“Targeting vs.Instrument Rules for Monetary Policy”.Federal Reserve Bank of St.Louis Working Paper,No.011A.

11.Mishkin,Frederic and Posen,Adam,1997.“Inflation Targeting:Lessons from Four Countries”.Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review,3,pp.9-117.

12.Mishkin,Frederic,2004.“Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?”.NBER Working Paper,No.10646.

13.Parrado,Eric,2004.“Inflation Targeting and Exchange Rate Rules in an Open Economy”.IMF Working Paper,No.21.

14.Schaechter,Andrea;Stone,Mark R.and Zelmer,Mark,2000.“Adopting Inflation Targeting:Practical Issues for Emerging Market Countries”.IMF Occasional Working Paper,No.202.

15.Svensson,L.E.O.,1997.“Inflation Forecast Targeting:Implementing and Monitoring Inflation Targets”.European Economic Review,41,pp.1111-1146.

16.Svensson,L.E.O.,2003.“What is Wrong with Taylor Rules?Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules”.Journal of Economic Literature,41,pp.426-477.

17.Svensson,L.E.O.,2004.“Targeting Rules vs.Instrument Rules for Monetary Policy:What is Wrong with McCallum and Nelson?”.NBER Working Paper 10747.

18.Taylor,John B.,2000.“Recent Developments in the Use of Monetary Policy Rules”.At the Conference,“Inflation Targeting and Monetary Policies in Emerging Economies”at the Central Bank of the Republic of Indonesia,Jakarta,Indonesia.

(作者单位:中国人民大学经济学院 北京 100872
责任编辑:N、Q)