

# 通货膨胀目标制与宏观经济绩效:最新研究进展与评述

谭小芬

**摘要:** 通货膨胀目标制通过钉住通货膨胀率引导通货膨胀预期,降低通货膨胀惯性,减低通货膨胀水平及其波动性,改善产出、利率和汇率等其他宏观经济变量的动态行为,增强货币政策透明度和可信度,有效地促进宏观经济稳定。尽管目前的经验证据不够全面和充分,但总的来说,通货膨胀目标制是一个较为成功的货币政策框架,在很多方面为货币政策决策提供了一个新的参考基准,对于新兴市场国家具有一定的借鉴意义。

**关键词:** 通货膨胀目标制 名义锚 宏观经济绩效 通货膨胀预期

## 一、引言

20 世纪 90 年代以来,许多国家开始放弃钉住汇率或货币供应量目标而转向一种新的货币政策框架——通货膨胀目标制(Inflation Targeting, IT)。迄今为止,世界上有 24 个国家(包括新西兰、加拿大、英国、瑞典、澳大利亚、冰岛、挪威 7 个工业化国家和以色列、捷克、波兰、巴西、智利、哥伦比亚、南非、泰国、韩国、墨西哥、匈牙利、秘鲁、菲律宾、斯洛伐克、印度尼西亚、罗马尼亚和土耳其 17 个新兴市场国家)采用这项政策。2006 年 3 月,日本银行宣布长达 10 年的通货紧缩结束,并将价格稳定界定为核心通货膨胀率维持在 0~2% 的区间。最近乌克兰已宣布于 2007 年采用通货膨胀目标制。根据 IMF (2006) 对 88 个非工业化国家的调查表明,其中超过半数的国家表达了采用显性或隐性通货膨胀目标制的意向,有大约 3/4 的国家计划在 2010 年之前采用正式通货膨胀目标制。可以预计,随着金融创新的不断发展、全球资本流动频繁程度的加快以及汇率制度弹性的增大,通货膨胀目标制将成为货币政策发展的一个新趋势。

通货膨胀目标制这一货币政策框架的日益流行,受到了全球经济学家和政策制订者们的极大关注,从而涌现出大量关于通货膨胀目标制的理论与经验研究文献。目前讨论的焦点是通货膨胀目标制是否起作用?换言之,与采用其他货币政策体制的国家相比,中央银行采用通货膨胀(预测)目标作为货币政策的显性名义锚是否更好?通货膨胀目标制下的货币政策和宏观经济变量对于经济冲击的反应是否不同?是否有证据表明通货膨胀目标制下的宏观经济表现更佳?通货膨胀目标制能否应对外部冲击?本文主要介绍这方面的最新研究进展,并进行简要的评述,提出未来需要进一步研究的若干问题,

以期对中国货币政策框架的选择有所裨益。

## 二、通货膨胀目标的偏离与收敛速度

所谓通货膨胀目标的偏离,就是实际通货膨胀率在多大程度上偏离目标通货膨胀率。Corbo, Landerretche 和 Schmidt - Hebbel (2002) 通过比较实际通胀率和目标通货膨胀率,认为通货膨胀目标制表现良好,通货膨胀率对目标水平的偏离幅度很小。平均而言,正式通货膨胀目标国的年度通货膨胀率偏离幅度为 68 个基点,其中澳大利亚、芬兰和瑞典的表现最差。Mishkin 和 Schmidt - Hebbel (MSH, 2006) 则考察了通货膨胀目标国在实现通货膨胀目标的准确度方面是否优于非通货膨胀目标国,结果发现,如果不考虑各国所面临的经济冲击的差异,通货膨胀目标国的通货膨胀率偏差大于非通货膨胀目标国;如果控制外生性通货膨胀冲击的潜在影响因素,通货膨胀目标国的通货膨胀偏差小于非通货膨胀目标国。平均而言,通货膨胀目标制对通货膨胀偏差的影响在 0.18%~0.45% 之间,长期影响大约为 0.18%~0.9%。然而, Roger 和 Stone (2005) 发现,通货膨胀目标国经常大幅度、经常性地偏离通货膨胀目标,具有稳定目标的国家其偏离比率占 30%,在反通货膨胀过程中偏离目标区间的比率占 60%。新兴市场国家需要花费更长的时间来控制通货膨胀,但在稳定的通货膨胀目标下也取得了和工业化国家同样良好的通货膨胀绩效。大幅偏离通货膨胀目标的现象反映了这些国家对于汇率冲击的脆弱性,但无论偏离目标水平的时间多长、幅度多大,至今没有一个国家退出通货膨胀目标制。可能的原因是,通货膨胀目标制具有应对经济冲击的灵活性、高度的透明性和责任性,以及缺乏其他可替代的货币政策体制。

当通货膨胀高于长期目标时,应该以多快的速

度向长期目标趋近?一般来说,在实施通货膨胀目标制之初应该采用紧缩性政策实现既定目标,以提高货币政策可信度,为今后的政策操作腾挪出更多的灵活性空间。然而,如果紧缩幅度太大,紧缩步伐太快,可能引发暂时性的产出损失和失业,从而破坏反通货膨胀进程和损害中央银行独立性。因此,如何选择最优的收敛速度是实行通胀目标制的一个重要问题。Petursson(2004)发现,平均而言,采用正式通货膨胀目标制的21个国家的通货膨胀率在7个季度收敛于稳定的水平,其中工业化国家在3个季度达到长期通货膨胀水平,说明在实施通货膨胀目标制初期工业化国家的通货膨胀比其他通货膨胀目标国的通货膨胀更低。智利和以色列的初始通货膨胀水平较高,过渡时期较长,分别为36个季度和24个季度。哥伦比亚和墨西哥直到2003年才实现价格稳定的目标。此外,收敛速度与初始通货膨胀对长期目标的偏离之间具有密切联系,平均而言,将通货膨胀降低1个百分点需要花1.5个季度的时间,这一收敛速度比捷克和韩国的初始通货膨胀收敛于长期目标的速度要快,但比哥伦比亚、冰岛和以色列的收敛速度慢。Roger和Stone(2005)比较了15年来通货膨胀目标国和非通货膨胀目标国的通货膨胀表现,认为绝大多数通货膨胀目标国在使实际通货膨胀趋近目标通货膨胀率方面是成功的。

### 三、通货膨胀目标制对宏观经济变量动态行为的影响

经济学家通常依据时间序列数据考察通货膨胀目标制是否对通货膨胀率、通货膨胀预期、产出或失业率、利率、汇率等宏观经济变量的动态行为产生影响,得出的研究结果具有明显的差异。但总的来说,通货膨胀目标制在降低和引导通货膨胀预期,改善宏观经济运行与货币政策传导机制、增强货币政策透明度和信誉度方面的作用得到了世界各国的经验支持。

#### (一)通货膨胀目标制对通货膨胀动态变化的影响

通货膨胀目标制对通货膨胀动态变化的影响,可以从通货膨胀的平均水平、通货膨胀率的波动和通货膨胀惯性进行考察。

Ball和Sheridan(2003)通过比较经济合作与发展组织(OECD)中7个通货膨胀目标国和13个非通货膨胀目标国的通货膨胀均值、方差和惯性,发现采取通货膨胀目标制可以将这些国家的通货膨胀降至较低水平,也可以减少通货膨胀的变动率。然而,没有采用通货膨胀目标制的工业化国家也同样实现了价格稳定,这些国家和通货膨胀目标国的经济绩效没有显著性差异。因此,作者将通货膨胀目标国的通货膨胀率下降解释为通货膨胀收敛过程,认为通货膨胀目标国经济绩效的改善是一种向均值回归的现象。一旦通货膨胀回到均值上来,就没有证据显示通货膨胀目标制改善了宏观经济运行状况。Hyonen(2004)发现滞后通货膨胀在解释近期OECD

国家的通货膨胀表现中起着重要作用,并认为20世纪90年代实施的全球反通货膨胀政策促使通货膨胀向均值回归。他提出,只要将低通货膨胀作为货币政策的首要目标,货币政策体制就能够有效地发挥作用,而不一定要实行通货膨胀目标制,这在某种程度上支持了Ball和Sheridan(2003)的结论。

然而,Ball和Sheridan(2003)的结论遭到了其他学者的指责和批评。他们认为,Ball和Sheridan(2003)的研究样本存在选择性偏差,其分析对象仅局限于发达国家。为此,后续研究使用包括新兴市场国家和工业化国家的样本数据来检验通货膨胀目标制的效应。Goncalves和Salles(2005)把Ball和Sheridan的分析方法运用到35个新兴市场经济国家,其中11个国家采用通货膨胀目标制,结果显示,在通货膨胀目标制和向均值回归效应的共同作用下,通货膨胀目标国的通货膨胀水平实现了大幅度的下降。这表明,在某种程度上,通货膨胀目标制能够改善新兴市场经济体的经济绩效。IMF(2005)在新兴市场国家中选择13个通货膨胀目标制国家和22个非通货膨胀目标制国家,使用最小二乘法进行估计,发现通货膨胀目标制除了能够降低通货膨胀及其预期外,还能逆转长期存在的通货膨胀惯性和降低物价的波动性。在采用通货膨胀目标制后,这些国家的通货膨胀平均下降6.52个百分点,5年期通货膨胀预期下降3.02个百分点,通货膨胀波动率下降4.16个百分点。和非通货膨胀目标制国相比,通货膨胀目标制国家的长期通货膨胀率低4.8%,长期通货膨胀率波动水平低3.6%。Vega和Winkelried(2005)通过双重差分比较了23个通货膨胀目标国与86个非通货膨胀目标国的通货膨胀绩效。结果发现,无论是采用软通货膨胀目标制还是正式通货膨胀目标制,都能降低通货膨胀水平及其波动性。实施软通货膨胀目标制的收益大于正式通货膨胀目标制,发展中国家采用通货膨胀目标制的收益显著高于工业化国家。作者还通过倾向分数匹配法,发现通货膨胀目标制国家的长期通货膨胀率低2.6%~4.8%,长期通货膨胀波动低1.5%~2.0%。MSH(2006)根据21个通货膨胀目标国和13个没有采用通货膨胀目标制的工业化国家1989-2004年的季度数据,使用向量自回归模型和冲击反应函数进行面板估计。结果发现,即使在工业化国家,采用通货膨胀目标制后也取得了更低而稳定的通货膨胀。不过,通货膨胀目标国只有取得反通货膨胀的成果并且具有稳定的通货膨胀目标后,才能提高政策可信度。

通货膨胀目标国的通货膨胀率下降,是与通货膨胀目标制的实施有关,还是得益于20世纪90年代以来良好的全球经济环境?一些学者对此进行了分析。Petursson(2004)发现,即使考虑到全球通货紧缩趋势和国内商业周期的变化,通货膨胀目标制效应在统计上仍然非常显著。不过,在5个采用通货膨胀目标制的工业化国家(新西兰、加拿大、英国、

瑞典和澳大利亚),通货膨胀目标制对通货膨胀水平的影响微乎其微,但对通货膨胀惯性的影响非常显著,其原因可能是这些国家在采用通货膨胀目标制之前已基本实现价格稳定,通货膨胀目标制只不过是锁定反通货膨胀的成果。IMF(2006)在新兴市场经济体中选择13个通货膨胀目标国和29个非通货膨胀目标国,将全球经济因素的影响作为一个控制变量,同时考虑到风险升水、资本流动的变化以及贸易条件的冲击,模拟各种货币政策体制的宏观经济绩效。结果显示,通货膨胀目标制国家在宏观经济方面的表现明显优于采用其他货币体制,通货膨胀目标制能够更大幅度地降低通货膨胀率水平及其波动性,而且长期通货膨胀预期更低且更稳定,同时对产出波动的影响更小。有趣的是,即使将通货膨胀目标制国家的经济表现与那些成功地实行钉住汇率的国家相比,也毫不逊色。

MSH(2006)通过估计泰勒曲线构造有效性边界,分析各种货币政策战略对宏观经济绩效的贡献。结果发现,采用通货膨胀目标制的国家,其经济绩效和货币政策效率都劣于美国和德国等非通货膨胀目标国;通货膨胀目标国和非通货膨胀目标国经济绩效的差异主要来源于经济冲击的不同(64.4%),其次才是政策效率(35.6%);采用通货膨胀目标制的新兴市场国家表现出更大的产出和通货膨胀波动,而且与有效性边界的偏离幅度大约是工业化通货膨胀目标国的两倍,采用通货膨胀目标制的新兴市场国家和工业化国家的经济绩效差异有45%来源于政策效率的不同,55%来源于经济冲击的差异。总的来看,通货膨胀目标制有利于提高货币政策效率,并且具有稳定通货膨胀目标的国家比没有稳定通货膨胀目标的国家的收益更大,但通货膨胀目标国的货币政策效率仍然低于没有采用通货膨胀目标制的工业化国家,原因可能是,许多国家是在货币政策陷入困境时不得不转向通货膨胀目标制。

## (二) 通货膨胀目标制对经济增长和商业周期波动的影响

一些经济学家认为,通货膨胀目标制过于强调物价稳定可能会加剧产出的波动。在实行通货膨胀目标制初期,反通货膨胀过程不可避免地会产生紧缩性效应,但这样能够成功地降低通货膨胀并使通货膨胀保持在低水平,最终有益于经济增长。

Bernanke等(1999)认为,率先采用IT的国家在降低反通货膨胀的成本方面并没有起到立竿见影的效果。他们通过计算牺牲率来考察反通货膨胀成本,发现通货膨胀目标制没有降低反通货膨胀的实际产出成本和就业成本。作者还以非通货膨胀目标国为控制组,估计加拿大、新西兰、瑞典和英国在采用通货膨胀目标制前后的菲利普斯曲线,发现产出与通货膨胀的替代关系也没有发生实质性的变化。然而,这项研究的截止日期较早,其结论仅适用于采用通货膨胀目标制政策框架的初期阶段。如果经过一段时间通货膨胀目标制建立起政策可信度,结果

可能大不相同。

Clifton等(2001)根据OECD中的7个IT国家和9个非IT国家的数据,使用包含结构性突变的线性参数模型,发现通货膨胀目标制显著地改善了失业与通货膨胀之间的替代关系,这意味着实施IT后反通货膨胀的失业成本下降。尽管非通货膨胀目标国的失业与通货膨胀的替代关系也得到了改善,但不如通货膨胀目标国显著。作者还发现,在采用通货膨胀目标制之前和之后存在一段过渡时期,在过渡时期通货膨胀目标制没有足够的公信力,因而实施IT后失业与通货膨胀替代关系并不会立即得到改善,而是随着中央银行可信度的提高逐渐发生变化。这在某种程度上解释了Bernanke(1999)的结论,因为Bernanke等人考察的是采用通货膨胀目标制后相对较短的一段时期,而Clifton等(2001)研究的则是实施通货膨胀目标制后6年这一相对较长的时期。此外,作者指出,并非只有通货膨胀目标制才能够改善失业与通货膨胀之间的替代关系,其他的措施如任命“保守的中央银行家”也能够起到类似的作用。Ball和Sheridan(2003)也发现通货膨胀目标制对产出增长及其波动性具有积极的影响,但这种影响需要一段时间才能显现。

近期的研究也表明,通货膨胀目标制有益于经济增长。Pérsson(2004)比较了实施通货膨胀目标制前后的产出增长,发现实施IT后产出增长的波动下降,新兴市场国家更为显著。然而,产出增长波动的下降,是应归功于通货膨胀目标,还是良好的外部环境,目前并不清楚。IMF(2005)对新兴市场国家的研究也得出了类似的结论,认为没有证据表明通货膨胀目标国是以牺牲实际产出的稳定性为代价来实现通货膨胀目标,即使和成功的钉住汇率国家相比,通货膨胀目标制国家也更具有优越性。Goncalves和Salles(2005)发现,通货膨胀目标国的增长率波动的下降幅度比非通货膨胀目标国更大,表明通货膨胀目标制具有应对供给冲击的灵活性,通货膨胀目标制没有损害经济增长。Goncalves和Salles(2005)还提出,采用通货膨胀目标制后增长率波动的下降,并非源于通货膨胀目标制下的弹性汇率制度。因为在11个通货膨胀目标国中,只有巴西和泰国在放弃钉住汇率后实施IT制度,而且,韩国实际上实施的是固定汇率体制。

## (三) 通货膨胀目标制对利率和货币政策可信度的影响

一些对通货膨胀目标制的有效性抱怀疑态度的人担心通货膨胀目标制框架过于刚性,导致货币政策工具如短期利率的过度波动。然而,在实践中,通货膨胀目标政策框架大都是富有弹性的,中央银行可以采用利率平滑的政策更好地实现其目标,以提高实体经济稳定性和金融稳定性。

经验研究表明,通货膨胀目标制有助于提高货币政策可信度,从而降低通货膨胀预期和名义利率的通货膨胀风险贴水,使得名义利率较低。Neumann

和 von Hagen (2002) 使用脉冲反应函数和方差分解分析通货膨胀和产出缺口的冲击对短期利率的影响, 结果发现, 通货膨胀目标制国家的短期利率波动下降, 中央银行降低对暂时性外部冲击的反应程度降低, 而对长期通货膨胀冲击的反应程度上升, 并与美国、瑞士和德国的货币政策显示出一种趋同的趋势。他们还比较了中央银行在 20 世纪 70 年代和 90 年代这两次石油冲击中的表现, 发现在 20 世纪 90 年代通货膨胀目标国为抑制通货膨胀水平所需的利率调整幅度低于 70 年代的调整幅度, 表明 90 年代的货币政策可信度有所提高。而且, 通货膨胀目标国比非通货膨胀目标国能够获得更大的货币政策可信度收益。Pérsson (2004) 通过估计面板模型发现, 国内通货膨胀的下降、国内商业周期状况以及全球利率普遍性的下降这三项因素不能完全解释通货膨胀目标国的名义利率下降, 因而通货膨胀目标制在某种程度上推动了名义利率的降低。这与 Neumann 和 von Hagen (2002) 的结论是一致的, 表明经济形势的短期变化在货币政策制定中的作用下降, 中央银行更为关注中期范围里通货膨胀预期的变化。不过, 实施通货膨胀目标制后货币政策可信度并不会立即改善, 只有当中央银行实行临时性的紧缩政策并且取得了反通货膨胀的成果时, 政策可信度才会提高。

#### (四) 通货膨胀目标制对汇率波动的影响

人们通常认为, 通货膨胀目标制过于关注国内物价水平的稳定会忽略汇率稳定, 从而导致汇率波动的加剧。但是, 低而稳定的通货膨胀率应该有助于汇率稳定。尽管汇率波动未必反映经济基本面的变化, 但是一些早期的研究发现, 货币政策透明度对汇率波动的影响更重要, 通货膨胀目标制改善了货币政策透明度, 从而降低了汇率波动。

Cohen, Gonzalez 和 Powell (2003) 分别考察了名义汇率、实际汇率对名义冲击和实际冲击的反应, 结果发现, 在通货膨胀目标制下, 实际冲击在名义汇率和实际汇率波动中的重要性上升, 表明通货膨胀目标制有利于提高汇率缓冲经济冲击的能力。他们认为, 通货膨胀目标制可以作为退出汇率目标的一种方式, 名义汇率可以缓冲外生冲击的不利影响, 熨平实际经济冲击, 因而名义汇率弹性的增强是有益的。如果通货膨胀目标制能够建立可信度, 名义冲击对汇率的影响幅度和持续时间较小, 实际汇率不会发生太大的波动。IMF (2005) 比较了通货膨胀目标国与非通货膨胀目标国的名义汇率波动性、外汇储备波动性以及实际利率波动性, 结果显示, 在采用通货膨胀目标制后, 这些国家汇率波动率下降 9.3 个百分点, 外汇储备波动率下降 21.95 个百分点, 实际利率波动率下降 4.7 个百分点。MSH (2006) 发现, 通货膨胀目标制有助于降低汇率贬值的传导效应, 但是通货膨胀目标国的汇率传导效应仍然高于样本数据中非通货膨胀目标制工业化国家的汇率传导效应。在工业化国家中, 通货膨胀目标国比非通货膨胀

目标国的汇率传导效应要大, 而在新兴市场经济体中, 通货膨胀目标国的汇率传导效应比非通货膨胀目标国更低。

然而, Ball 和 Sheridan (2003) 通过 VAR 分析发现, 汇率冲击的通货膨胀传导效应没有随国家和时间发生系统性的变化, 表明通货膨胀目标制没有影响货币政策的汇率传导渠道。Pérsson (2004) 比较了 21 个国家实施通货膨胀目标制前后的实际汇率波动情况, 发现通货膨胀目标制对汇率波动的影响并不确定。在那些采用通货膨胀目标制前实行浮动汇率制的国家, 汇率波动普遍下降, 其原因可能是通货膨胀目标制有助于货币政策透明度的提高; 而那些采用通货膨胀目标制前实行固定汇率制的国家, 汇率波动普遍上升。因此, 与其说汇率波动的上升与通货膨胀目标制有关, 不如说是退出固定汇率制所造成的。作者指出, 一些国家的汇率波动上升并不是由于通货膨胀目标制所致, 而是以前累积的汇率失衡带来的修正。比如, 冰岛就是在面临严重的货币压力情况下不得不放弃钉住汇率制而转向通货膨胀目标制, 导致汇率发生大幅波动。

### 四、通货膨胀目标制的名义锚效应

近年来的最优货币政策理论, 即新的新兴古典综合理论表明, 建立稳固的名义锚是货币政策成功的最重要元素。成功的通货膨胀目标制战略通过钉住通货膨胀目标, 锚住私人部门的中长期通货膨胀预期以建立稳固的名义锚。通货膨胀预期的稳定机制可以给经济体带来以下好处: 通货膨胀的平稳变化、通货膨胀惯性下降、中央银行控制通货膨胀的能力增强、长期利率的稳定性和可预测性上升带来的投资决策效率的提高、通货膨胀冲击对工资和价格的影响程度下降、产出波动性的下降和生产率的提高以及避免出现类似于 20 世纪 70 年代式的通货膨胀预期陷阱或不完美信息驱动的通货膨胀恐惧。因此, 通过考察通货膨胀预期变化的经验证据可以为通货膨胀目标制效应提供更为直接和有力的支持。

Clifton 等 (2001) 通过估计附加预期的菲利普斯曲线, 发现实施 IT 后通货膨胀预期的形成机制发生了变化。采用通货膨胀目标制前, 通货膨胀预期基本上是后顾性的, 即取决于滞后通货膨胀; 而在实施通货膨胀目标制后, 通货膨胀预期主要依赖于官方的通货膨胀目标。这表明, 通货膨胀目标制在这些国家成功地起到了名义锚的作用, 有助于中央银行提高货币政策的可信度。Johnson (2003) 在工业化国家选取 5 个通货膨胀目标国和 6 个非通货膨胀目标国, 在控制商业周期的影响和通货膨胀率的下降趋势后, 发现新西兰和瑞典的通货膨胀预期迅速下降, 澳大利亚和加拿大的通货膨胀预期也下降, 但速度更慢、幅度更小, 而英国宣布通货膨胀目标似乎对通货膨胀预期没有明显的影响。总的来说, 通货膨胀目标制有助于降低通货膨胀预期。

Castelnuovo 等 (2003) 发现, 通货膨胀目标国的长

期通货膨胀预期(6-10年的时间区间)与提前1年的通货膨胀预期相关系数远远低于美国、瑞士和日本,而且私人部门通货膨胀预测(时间区间超过10年)与滞后通货膨胀相关性很低,但在美国和欧元区这种相关关系则非常显著。这表明,通货膨胀目标制成功地切断了通货膨胀预期与实际通货膨胀的关系,从而更为成功地锚住长期通货膨胀预期,稳定通货膨胀的长期趋势。IMF(2005)也进行了类似的研究,发现通货膨胀目标制在锚定通货膨胀预期方面比其他货币政策体制更优越,即使在新兴市场国家也是如此,而且似乎没有受到财政状况不佳的影响。LNP(2004)基于通货膨胀预期的调查数据,发现通货膨胀目标制能够加强中央银行固定通货膨胀预期的能力。不过,通货膨胀目标制的采用不会立即导致通货膨胀预期下降,但对于时间区间较长的通货膨胀预期,通货膨胀目标制国家对实际通货膨胀变化的敏感性较低。虽然通货膨胀目标制国家的通货膨胀预期对宏观经济变化的敏感度要低,但两组国家的通货膨胀预期波动性大致相同。有趣的是,Ball和Sheridan(2003)发现,通货膨胀目标国提前一年的通货膨胀预期对实际通货膨胀的系数,大约比非通货膨胀目标国低1/3,这与LNP(2004)的结果也是一致的。

以上研究采用的长期通货膨胀预期数据基本上是季度数据或者半年数据,由于不少国家是在近年来才采用通货膨胀目标制,所以对于长期通货膨胀预期的分析受到样本数据不足的制约。Gökaynak, Levin和Swanson(2006)则另辟蹊径,运用美国、英国和瑞典的债券收益日历数据,以经验估计的新凯恩斯主义动态随机一般均衡(DSGE)模型的冲击反应函数为基准进行模拟,结果发现,美国的远期通货膨胀升水(以远期名义利率和指数化债券利率的差额来衡量)对于经济消息非常敏感,相反,瑞典和英国的远期通货膨胀升水不仅对于国内消息没有什么反应,而且对于欧元区和美国的经济消息反应也不敏感,表明瑞典和英国的货币政策框架能够更为稳固地锁定长期通货膨胀预期。特别值得一提的是,英格兰银行的操作独立性对于通货膨胀预期具有重要的影响。1993-1997年,即英格兰银行获得操作独立性之前,远期通货膨胀升水随着零售物价、生产物价的变化以及实际国内生产总值(GDP)的初次公布而上升,这和美国是相似的;在英格兰银行具有独立性之后,远期名义利率和通货膨胀升水对于经济新闻很不敏感。这表明,美国的隐性通货膨胀目标在锚住私人部门的长期通货膨胀方面不如英国和瑞典的正式通货膨胀目标框架,官方宣布明确的、显性的和可信的通货膨胀目标有助于私人部门锚住长期通货膨胀预期。

总之,一旦通货膨胀目标制开始发挥作用,由于它能够通过钉住通货膨胀预期起到名义锚的作用,有利于降低通货膨胀预期与实际通货膨胀的相关性,减轻不利经济冲击带来的影响,改善宏观经济绩效。然而,通货膨胀目标制并不是建立名义锚的唯

一方法。如果政府采取过度扩张的财政政策,或者没有对金融体系进行审慎性监管,从而招致金融危机的爆发,那么通货膨胀目标就不能够建立稳固的名义锚(MSH,2006)。

## 五、通货膨胀目标制下中央银行行为的变化

通货膨胀目标制下中央银行的行为变化主要是指央行对通货膨胀厌恶程度的变化和利率政策的变化。Kuttner和Posen(1999)将通货膨胀目标制的实施解释为中央银行行为取向的一种变化。这种变化主要指中央银行目标函数的参数变化,包括偏重于价格稳定的承诺,而轻于相机抉择的政策。根据他们的模型显示,这种参数的变化意味着通货膨胀将持续下降。短期利率对通货膨胀冲击的反应大小,得依据实施通货膨胀目标制前后中央银行的行为取向,即其政策偏好是注重物价稳定还是注重相机抉择。他们对通货膨胀、失业、短期和长期的利率的VARs值进行估算,来测试通货膨胀目标制的影响时,出现了两种不同的结果。对加拿大、英国而言,实施通货膨胀目标制后通货膨胀惯性没有变化,中央银行的反应函数也没有变化。而在新西兰,不仅通货膨胀惯性下降,而且中央银行反应函数中通货膨胀缺口系数很显著,而产出缺口系数几乎为零。

Cecchetti和Ehrmann(2001)应用叠代最小二乘法对泰勒规则进行估计,评估了采用通货膨胀目标制前后中央银行对通货膨胀厌恶程度的变化,结果发现,无论是通货膨胀目标国还是非通货膨胀目标国,中央银行对通货膨胀的厌恶程度都显著上升,不过通货膨胀目标制国家的上升幅度更大。英格兰银行是个例外,它对通货膨胀风险的厌恶程度没有发生显著变化。Corbo等(2002)采用Cecchetti和Ehrmann(2001)的方法,计算中央银行的隐性通货膨胀厌恶参数,发现采用通货膨胀目标制的工业化国家的通货膨胀厌恶参数在20世纪90年代没有规律性的变化,而采用通货膨胀目标制的发展中国家(智利和以色列)和没有采用通货膨胀目标制的工业化国家的通货膨胀参数都呈下降的趋势,表明这些国家对通货膨胀厌恶程度上升。方差分解结果显示,通货膨胀目标制中央银行的利率政策对通货膨胀和产出冲击的敏感性更低,表明通货膨胀目标制降低了对当期通货膨胀和产出缺口冲击的动态反应,实施通货膨胀目标制国家中央银行的可信度上升,对类似于90年代的经济冲击反应的积极性下降。尽管非通货膨胀目标国的利率对产出冲击的敏感度也降低了,但通货膨胀冲击对利率变化的影响没有下降。

Neumann和vonHagen(2002)使用一个双重差分模型,估计利率平滑的泰勒规则和非限制的VARs值,考察了中央银行利率政策对通货膨胀冲击的反应,结果发现,实施通货膨胀目标制期间长期的通货膨胀反应参数大幅度上升,并趋近于德意志银行和瑞士国民银行的长期参数。另外,通货膨胀目标国中央银行(加拿大除外)对产出缺口的关注程度很

低。这表明,通货膨胀目标制可以影响中央银行的行为,通货膨胀目标制国家的利率政策对暂时性的经济冲击关注较少,对影响货币政策的长期性因素关注更多。作者还认为,采取通货膨胀目标制可以稳定金融,提高中央银行的可信度,通货膨胀目标制不失为货币政策的有效政策。

MSH(2006)发现,通货膨胀目标制有助于增强货币政策独立性。工业化国家中,通货膨胀目标国和非通货膨胀目标国的国内利率对外国利率反应程度没有大的差异;相反,新兴市场国家中,通货膨胀目标国在向稳定通货膨胀目标收敛过程中,其货币政策独立性更低,即国内利率对国外利率变化的反应程度更高,一旦实现稳定的通货膨胀目标,通货膨胀目标国和非通货膨胀目标国没有显著差异。

在通货膨胀目标制下,中央银行通过加强责任性和透明度改善货币政策可信度。中央银行通过与公众进行政策交流,有助于消除货币政策决策的神秘感,促进人们形成稳定的通货膨胀预期和利率预期。清晰的政策交流有助于提高中央银行货币政策的透明度和可信度,人们可以观察到中央银行是否实现既定目标和兑现相关的承诺。更重要的是,当经济体系的变化带来货币政策的改变时,人们会认为这是中央银行对新信息做出的反应,而不是秘密的决策过程。因此,即使在经济动荡时期,通货膨胀目标制也有助于锚住通货膨胀预期。

## 六、通货膨胀目标制能否应对外部冲击

经济学家普遍认为,过去的十多年里,在世界贸易快速增长、亚洲国家低成本制造品的生产,以及美国和澳大利亚等国的生产率上升等有利的供给因素推动下,全球通货膨胀处于低位,从而有助于通货膨胀目标制的成功实施。这就自然引发了一个问题:通货膨胀目标制的成功是否具有偶然性?它能否经受不了不利供给冲击的考验?主流观点认为,通货膨胀目标制能够成功地应对不利的供给冲击,即使通货膨胀目标制在应对供给冲击方面不比其他货币政策体制优越,但也不会逊色于其他货币体制。主要的理论依据是,通货膨胀目标制能够锚住通货膨胀预期,降低经济对冲击的敏感度,当公众对中央银行保持稳定的低通货膨胀的信心上升时,诸如油价急剧上升或汇率大幅度波动这样的不利冲击至多只会产生暂时性的影响,而不会导致通货膨胀的持续攀升。因此,通货膨胀目标制能否应对不利的供给冲击取决于公众在多大程度上相信中央银行能够及时使通货膨胀率回到目标水平。

Neuman 和 von Hagen (2002) 根据事件研究法,比较 1978 - 1979 年和 1998 - 1999 年石油价格高涨的两个时期,考察了通货膨胀目标国和非通货膨胀目标国在面对这样大的供给冲击下的政策反应,发现通货膨胀目标制国家在实际通货膨胀和预期通货膨胀方面表现更佳。因此,作者认为,通货膨胀目标制不仅影响到通货膨胀率,也提高了货币政策的可

信度。IMF(2006)发现,通货膨胀目标国的名义汇率和国际储备的波动性比非通货膨胀目标国更低,而且通货膨胀目标制与发生危机的较低可能性相关,这也许部分地反映出汇率机制更大的弹性。MSH (2006)分析了通货膨胀对经济冲击的反应,发现通货膨胀目标制有助于降低通货膨胀对于石油价格冲击的反应,具有稳定通货膨胀目标的新兴市场国家,其通货膨胀对石油价格冲击的敏感性比非通货膨胀目标国更低,但在不具有稳定通货膨胀目标的工业化国家则没有找到相应的证据。

通货膨胀目标制能够改善通货膨胀冲击的影响。一个突出的例子就是 1998 年的石油价格冲击,许多通货膨胀目标国的中央银行对这次危机所采取的货币政策姿态,其积极性远不如 20 世纪 70 年代对石油价格冲击采取的应对措施。这表明,90 年代货币政策可信度得到了提高。另一个例子就是英国和瑞典在 20 世纪 90 年代初脱离 ERM 钉住汇率制度后货币贬值,以及加拿大在采用通货膨胀目标制后不久的税收上升和供给逆转,可能导致通货膨胀持续上升。相反,货币贬值或税收增加只导致了物价水平的一次上涨,并没有引发第二轮和随后各轮工资和物价上涨,这主要归功于通货膨胀目标制这一货币政策框架。实际上,英国和瑞典之所以采用通货膨胀目标制,就是为了实现这样的结果。尽管 20 世纪 90 年代的宏观经济形势良好,通货膨胀目标制国家还是面临不利冲击的考验,比如,亚洲金融危机之后许多通货膨胀目标国经历了大的贸易条件冲击、股票市场的崩溃以及 9.11 事件的影响;阿根廷危机对巴西和拉美等其他通货膨胀目标制国家的冲击;2002 年巴西的政治危机;2002 年南非和匈牙利面临严重的财政冲击。这些冲击原本会破坏宏观经济稳定,但通货膨胀目标制国家成功地应对了这些冲击。总的来说,通货膨胀目标制框架经受了金融业震荡、商品价格动荡和大幅度汇率变动等市场变化的考验,能够对不同类型的经济波动作出适当的反应(IMF,2006)。

## 七、总结性评论

通过对大量有关通货膨胀目标制与宏观经济绩效文献的回顾总结,我们得出以下几点结论:第一,通货膨胀目标制框架的基础是政策可信度,即中央银行锚住中长期通货膨胀预期的能力。通货膨胀目标制可以稳定通货膨胀预期,降低通货膨胀惯性,减少宏观经济变量对于经济冲击的反应,削弱了通货膨胀的汇率传导机制,有效地控制通货膨胀和促进经济发展,实现更低和更稳定的通货膨胀率和利率、更稳定的增长率和更强的应对冲击的能力。第二,通货膨胀目标制能够增强中央银行透明度和责任感,从而提高货币政策的可信度,同时,通货膨胀目标制有利于转变货币政策的操作方式,使之趋近于最佳货币政策实践。第三,利率、产出和通货膨胀的水平及其波动性的下降,是 20 世纪 90 年代的一种

全球性趋势。在这些宏观经济变量或汇率传导方面,通货膨胀目标国并不比美国和德国等没有采用通货膨胀目标制的工业化国家做得更好。第四,采用通货膨胀目标制并不会起到立竿见影的效果,其成功取决于中央银行能否提高货币政策信誉。

目前仍有许多问题有待进一步的深入研究。首先,鉴于货币政策传导机制的复杂性和动态性,货币体制与经济绩效可能不存在一一对应的关系,通货膨胀目标国的利率、产出和通货膨胀的水平及其波动性的下降,究竟是得益于20世纪90年代良好的宏观经济形势还是通货膨胀目标制的效应,抑或是一种全球性的趋势?也就是说,其他非政策性冲击会对经济绩效产生影响,应该如何从90年代良好的宏观经济绩效中分离出货币政策的效应和经济冲击的效应?通货膨胀目标制对于经济绩效的提高有多大贡献?其次,早期通货膨胀目标制国家基本属于工业化国家,它们具有足够长时间的良好记录来对政策效果进行评价。因此,目前大多数关于货币政策体制与宏观经济绩效实证研究的重点是工业化国家,而关于新兴市场国家的证据并不多,而且各国的情况也不大相同。此外,由于新兴市场国家在实施通货膨胀目标制期间,中央银行通常会进行一系列的制度改革,货币当局的政策偏好也会发生变化,那么,究竟是货币政策框架的转变还是中央银行行为的变化促进了低通货膨胀的实现,有待于进一步的检验。再者,通货膨胀目标制能够锚住通货膨胀预期,是取决于中央银行公信力的提高,还是与多年来通货膨胀一直维持在2%左右导致公众的通货膨胀预期稳定在2%?通货膨胀惯性的降低,是取决于通货膨胀预期被锚住的程度,还是中央银行成功地消除影响通货膨胀惯性的因素的变化?这些问题对于货币政策操作非常重要,至今也没有得出明确的答案。最后,许多国家在采用通货膨胀目标制后没有经历过一个完整的商业周期,尤其是最近几年才采用通货膨胀目标制的新兴市场国家,其良好的经济绩效是在全球低通货膨胀环境下实现的。如果全球通货膨胀显著上升,通货膨胀目标制能否经受考验?

总的来看,虽然通货膨胀目标制有利于改善一国经济绩效没有得到学者们的一致认同,但这种新的货币政策框架越来越受到众多国家的青睐。从货币政策操作的角度来看,通货膨胀目标制在降低和引导通货膨胀预期、减低通货膨胀水平、增强货币政策透明度和信誉度、提高货币政策效率和改善通货膨胀冲击方面的作用得到了各国的经验支持。然而,短短15年左右的时间,还不足以对通货膨胀目标制做出一个全面而准确的评价。一个客观的说法是:对各国通货膨胀目标制实践情况的初步分析表明,通货膨胀目标制是一个较为成功的货币政策框架。

#### 参考文献:

1. Ball, L. and Sheridan, N., 2003. "Does Inflation Targeting Matter?" NBER Working Paper, 9577.
2. Bernanke, B.; Laubach, T.; Mishkin, F. and Posen, A.,

1999. *Inflation Targeting*. Princeton University Press, Princeton.

3. Bernanke, B. S., 2003. "A Perspective on Inflation Targeting: Remarks by Governor Ben S. Bernanke." Speech at the National Economist Club, March 25, 2003.

4. Carare, A. and Stone, M. R., 2003. "Inflation Targeting Regimes." IMF Working Paper 03/9, Washington, D. C.: International Monetary Fund.

5. Castelnuovo, E.; Nicoletti - Altinari, S. and Palenzuela, D. R., 2003. "Definition of Price Stability, Range and Point Targets: The Anchoring of Long - Term Inflation Expectations." in Otmar Issing, ed., *Background Studies for the ECB's Evaluation of Its Monetary Policy Strategy* (European Central Bank: Frankfurt - am - Main, Germany 2003): 43 - 90.

6. Cecchetti, S. and Ehrmann, M., 2001. "Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes." Central Bank of Chile.

7. Clifton, E. V.; Hyginus, L. and C - H. Wong, 2001. "Inflation Targeting and the Unemployment - Inflation Trade - Off." IMF Working Paper 01/166.

8. Cohen, V.; Gonzalez, M. and Powell, A., 2003. A New Test for the Success of Inflation Targeting Universidad Torcuato Di Tella mimeo, January 2003.

9. Gonçalves, C. E. S. and Salles, J. M., 2005. *Inflation Targeting in Emerging Economies: What Do The Data Say?*, Columbia University.

10. Gurkaynak, R.; Levin, A. T. and Swanson, E. T., 2006. "Does Inflation Targeting Anchor Long - Run Inflation Expectations? Evidence from Long - Term Bond Yields in the U. S., U. K., and Sweden." Working Paper, Federal Reserve Bank of San Francisco, March.

11. Hyvonen, M., 2004. "Inflation Convergence Across Countries." Reserve Bank of Australia Discussion Paper 2004 - 04.

12. International Monetary Fund, 2005. "Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?" World Economic Outlook " IMF: Washington, DC, September.

13. IMF, 2006. "Inflation Targeting and the IMF, March 16."

14. Johnson, D. R., 2003. "The Effect of Inflation Targets on the Level of Expected Inflation in Five Countries." Review of Economics and Statistics vol. 55, no. 4, November, 1076 - 81.

15. Kuttner, K. N. and Posen, A. S., 1999. "Does Talk Matter after all? Inflation Targeting and Central Bank Behavior." Federal Reserve Bank of New York Staff Report: 88.

16. Levin, A.; Natalucci, F. and Piger, J., 2004. The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting. Federal Reserve Bank of St Louis Review 86, No. 4, 51 - 80.

17. Mishkin, Frederic S. and Klaus Schmidt - Hebbel, 2006. "Does Inflation Targeting Make a Difference?" Working Paper, February, <http://www.mmb.hu>.

18. Neumann, M. J. M. and von Hagen, J., 2002. "Does Inflation Targeting Matter?" Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 84(4), 127 - 148.

19. Póursson, T., 2004. "The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance." Mimeo, Central Bank of Iceland: Reichvick, Iceland.

20. Roger, S. and Stone, M., 2005. "On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets." IMF Working Paper 05/163, August 2005.

21. Svensson, L. E. O., 1999. "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule." Journal of Monetary Economics, 43(3), pp. 607 - 654.

22. Vega, M. and Winkelried, D., 2005. "Inflation Targeting and Inflation Behavior: A Successful Story?" Journal of International Central Banking 1, 153 - 176.

(作者单位:中国社会科学院世界经济与政治研究所  
北京 100102)  
(责任编辑: S)