

孤掌难鸣——特殊时期的通胀管理

作者：[Vitor Gaspar](#)、[Maurice Obstfeld](#) 和 [Chang Yong Rhee](#)



日本东京的新宿购物区。默契配合的货币与财政政策有助于解决日本的低通胀（图片：Nikada/iStock/Getty Images）。

货币政策与财政政策的互动方式十分复杂，而现代制度安排中通常会对二者职责进行严格划分。例如，中央银行以通胀为目标并平抑经济周期的波动。财政当局则遵循其预算上限，同时通过维持债务的安全资产地位来支持金融稳定。这样，各国政府便可自由追求多重的经济社会目标（按基金组织的用语来说，即实现“[普惠增长](#)”）。

这种职责的划分通常能够良好运转，但也存在代价，因为其限制了财政政策和货币政策协同配合所带来的潜在好处。虽然这种放弃的好处在正常时期可能很小，但在极端情况下[政策协调的好处要大得多](#)。

让我们看看日本的低通胀，籍此说明（在极其困难的环境中）政策协同配合的重要性。这个案例说明，货币政策和财政政策的良好协作均十分关键，这需要政策具备：

- **全面性**——充分利用货币政策、财政政策和适当结构性政策之间的协同增效效应；

- **连贯性**——做出明确承诺，让货币政策、财政政策和结构性改革政策实现共同的目标，以此来稳固长期预期。

日本的低通胀

日本显然可以更好地利用货币政策与财政政策的协同增效效应。尽管日本央行努力推陈出新、扩展货币政策的边界（包括在 2016 年 9 月推出了“收益率曲线控制”），可在名义 GDP 增长低迷了几十年之后，日本的通胀仍远低于目标水平。

然而，日本的财政政策缺乏连贯性，这降低了货币政策的有效性。一方面，财政政策需要应对短期需求，帮助货币政策实现摆脱低通胀的目标；另一方面，财政政策又面临着十分明确的中期优先任务，即减少日本庞大、不可持续的公共债务负担。这使财政政策进退两难。

设定目标

日本政府可建立一个政策框架，根据数据情况采取政策措施，以此实现关键的政策目标（如通胀或价格水平目标），从而建立起信誉。如果政府感到不得不尽早收紧某些政策，就应该采取临时性措施来抵消其影响，从而继续支持提高通胀的努力。这会提高名义 GDP 增速，从而有利于减轻实际债务负担。

当然，这些有条件的政策可能带来财政风险：如果没能达到必要的目标，那么持续推行财政刺激就可能危及债务的可持续性。因此，连贯、全面的方法也需要一个能管理公共部门资产负债表风险的框架，从而在日本政府债券可能失去安全资产地位的情况下，降低金融稳定风险。

因此，财政赤字不仅应以关键性的政策目标为导向，还必须由未来实实在在的财政盈余予以抵消。为了避免政策上的不一致，日本政府应逐步收紧财政政策，并使其与经济周期保持一致。这种做法还应包括实施能提高未来财政盈余的结构性改革，例如缩小工资差距的措施。

可信的政策

我们还应明确一点，即给定央行会从通胀目标出发来制定货币政策，财政政策应该是可持续的。相反，如果不对未来增税做出承诺（或甚至排除增税的可能性），而是希望价格水平上升以使债务的实际价值与未来的财政盈余相等，这么做可能看上去较有

吸引力，但这种观点（其涉及所谓的“价格水平的财政理论”）需要假设政府债务一定能维持安全资产的地位。

这种政策（其假设日本消费者对未来政策有非常具体的期望，而这一假设并不可靠）的风险在于：债券市场可能发生恐慌，而日本政府债将失去安全资产的地位。这将使货币政策被用于保障财政偿付能力（保证政府债所承诺的名义支付），从而使其难以用来稳定通胀和锚定通胀预期。这将损害政策的可信度。

关于日本提高消费税的争论，正是一个很好体现了政策连贯性和可信性非常重要的例子。日本计划提高消费税，但已两度推迟：第一次从 2015 年推迟至 2017 年，第二次则推迟至 2019 年，这都是因为担心提高消费税会给增长带来负面影响。这种政策上的反复，加之相关“可信的锚”的缺失，导致财政政策的有效性下降。

在我们看来，一个更好的选择仍然是：事先宣布并逐步提高消费税，并在必要时采取临时性的财政措施抵消其不利影响。应继续逐步提高税率，直至达到确保财政可持续的中期水平。这种方法有助于提高通胀预期；考虑到日本来自消费税的财政收入相对较低（与其他经济合作与发展组织国家的增值税征收相比较低），这种做法还有提高财政收入的巨大潜力。在这一过程中，日本应继续保持单一的税率，从而维持较简单的消费税制度，这是一项重要的结构性优势。

经验教训

日本低通胀的经历为货币政策与财政政策的配合发出清晰的信息，即在这样的极端情况下，只有充分发挥不同政策协调配合产生的协同增效作用，宏观经济政策才能取得成功。



Vitor Gaspar，葡萄牙人，现任国际货币基金组织财政事务部主任。在加入基金组织之前，他曾在葡萄牙中央银行担任多个高级政策职务，包括最近担任的特别顾问。2011 年至 2013 年，他任葡萄牙财政部长；2007 年至 2010 年，任欧洲联盟委员会欧洲政策顾问局负责人；1998 年至 2004 年，任欧洲央行研究总干事。Gaspar 先生拥有里斯本新大学经济学博士学位并在该大学做博士后。他曾就读于葡萄牙天主教大学。



Maurice Obstfeld, 国际货币基金组织经济顾问兼研究部主任。此前，他曾就任加州大学伯克利分校。他是伯克利分校 1958 届经济学教授，曾担任该校经济系主任（1998-2001 年）。1991 年在伯克利分校担任教授之前，他曾正式任教于哥伦比亚大学（1979-1986 年）和宾夕法尼亚大学（1986-1989 年），并在哈佛大学担任客座教授（1989-1990 年）。他就读于宾夕法尼亚大学（1973 年获学士学位）和剑桥大学国王学院（1975 年获硕士学位），并于 1979 年在麻省理工大学获得经济学博士学位。



李昌镛，国际货币基金组织亚太部主任。在加入基金组织之前，曾任亚洲开发银行（ADB）首席经济学家。他曾担任 ADB 经济与发展趋势问题的首席发言人，并负责经济与研究部的管理工作。李昌镛博士曾担任韩国二十国集团峰会管理委员会秘书长。