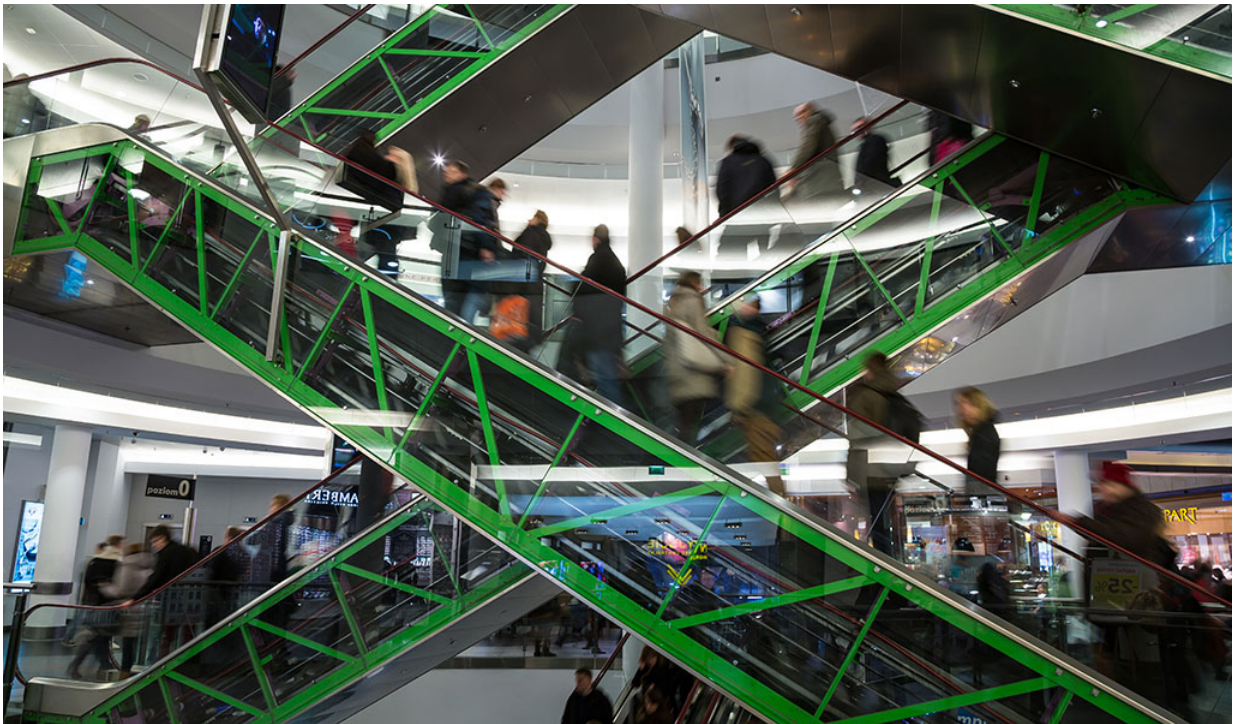


经济面临压力时，中央银行公信力会发挥作用

作者：Rudolfs Bems、Francesca Caselli、Francesco Grigoli、Bertrand Gruss 和 Weicheng Lian

2018 年 10 月 3 日



波兰华沙的购物中心：新兴市场经济体已经能够将通胀水平保持在低位（图片：Caro/Bastian/Newscom）

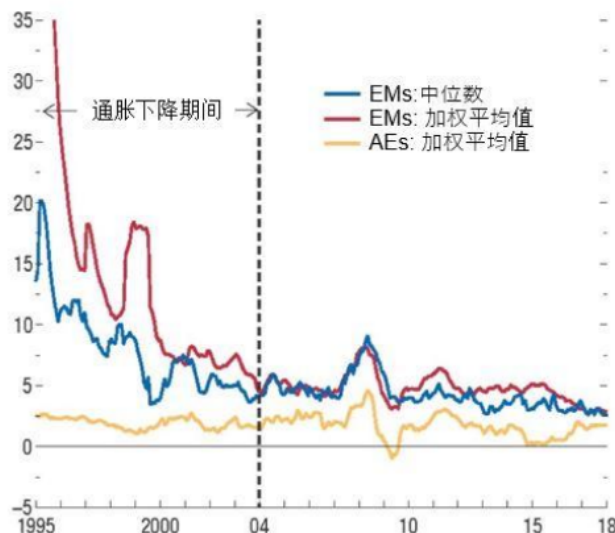
本世纪头十年中期以来，新兴市场经济体的通货膨胀非常低，并且很稳定，这与上世纪 90 年代的情况形成鲜明对照。但过去几个月里，美国等发达经济体利率的上升引发了新兴市场经济体的货币贬值，一些经济体的货币贬值幅度非常大。这些经济体抵御通胀压力的能力正在受到考验。

在 [2018 年 10 月《世界经济展望》](#) 第三章中，我们分析了新兴经济体近期通胀情况的改善，并指出，如果中央银行对低通胀的承诺是可信的，未来通胀预期依然得到有效控制，那么控制通胀取得的进展就能维持下去。

处于较低且稳定的水平

本世纪头十年中期以来，新兴经济体的通胀仍然处于较低且稳定的水平。

(百分比)



来源：Haver Analytics和基金组织工作人员的计算。

注释：AEs=发达经济体；EMs=新兴市场。



未来通胀预期是关键

我们的研究分析了 19 个新兴市场经济体从 2004 年到 2018 年的通胀演变情况。研究发现，尽管大宗商品价格急剧波动，美元出现几轮持续升值，并且发生了全球金融危机，但这些经济体的通胀仍处在低位并保持稳定。然而，近期通胀表现并不一致，一些国家在控制通胀方面仍然面临困难。

过去十五年的时间里，新兴市场经济体通胀的主要驱动因素是长期通胀预期的变化。我们发现，在通胀一直高于目标水平的国家，长期通胀预期是造成通胀压力的特别重要的因素。其他被普遍关注的通胀驱动因素，如经济活动中的过剩产能以及外部价格压力，也很重要，但所起作用要小一些。

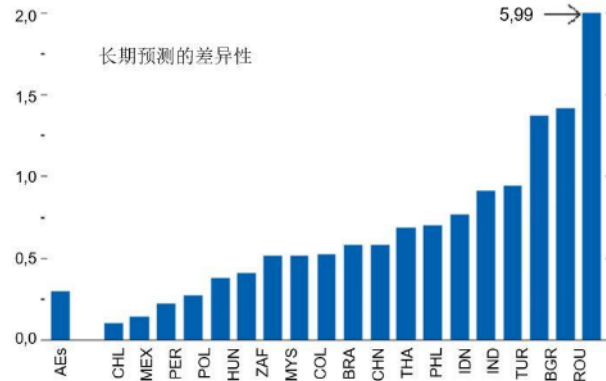
以上述分析结果为基础，我们的研究探讨新兴市场通胀预期的锚定程度（代表其货币政策的可信性）随时间推移发生了什么变化，在不同国家有什么不同。预期锚定程度的概念是使用若干指标来衡量的，如意料之外的通胀结果对预期的影响，以及专家对未来通胀看法的一致程度。数据显示，过去二十年，新兴经济体的长期通胀预期越来越得到有

效锚定。与此同时，不同新兴经济体之间以及相对于发达经济体都存在显著差异。例如，智利和波兰的通胀预期锚定程度与发达经济体的平均水平可比，但俄罗斯和阿根廷通胀预期的锚定程度要低得多。

差异明显

新兴市场国家的通胀预期锚定程度差异明显，并且仍然显著弱于发达经济体。

(百分比，2004-2017年)



来源：基金组织工作人员的计算。

注释：AEs=实行通胀目标制的11个发达经济体的平均值。长期预测的差异性是衡量锚定程度的指标之一，其定义为2004-2017年期间长期通胀预测均值的标准偏差，值越低，表明通胀预期锚定程度越高。标有(*)的值截取为2。



国际货币基金组织

提高抵御对外部冲击的能力

外部冲击在导致通胀暂时上升的同时也会抑制经济活动，这使新兴经济体的政策制定者面临两难境地。但我们发现，当通胀预期得到有效锚定时，这种两难处境会得到缓解。

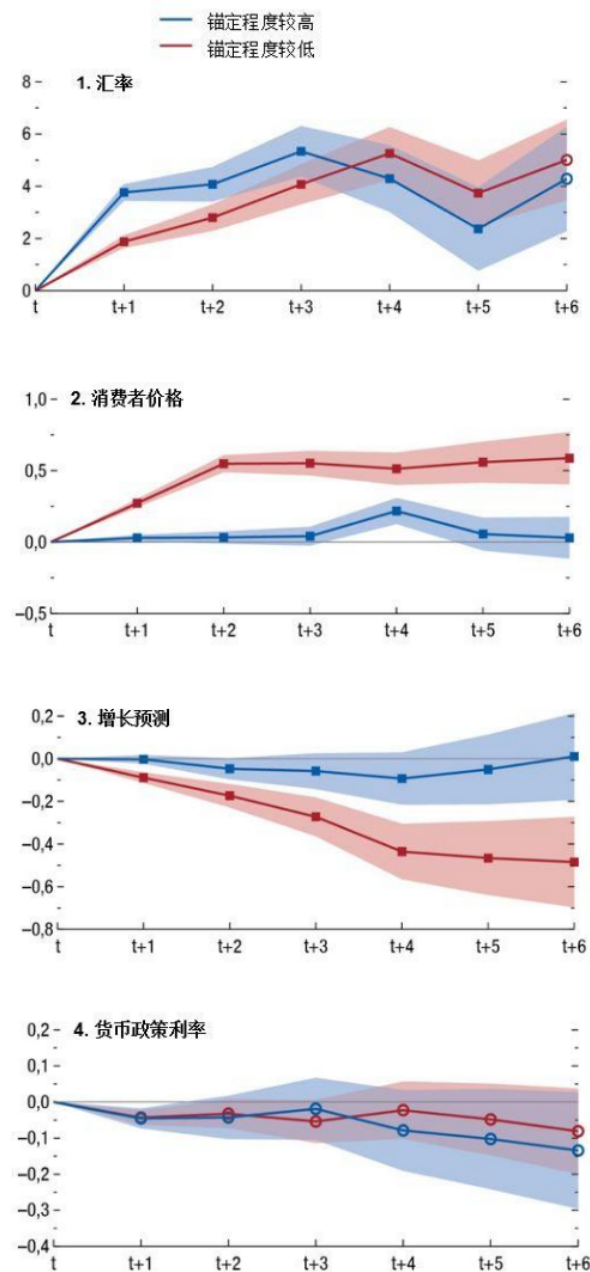
这类冲击的一个较好的实例是2013年“缩减恐慌”期间发生的情况，当时美国突然宣布考虑开始加息。

在“缩减恐慌”期间，相比通胀预期锚定程度较低的国家，锚定程度较高的国家经历的短期汇率贬值幅度更大。然而，有趣的是，这些国家更大幅度的贬值并未转化为更高的（输入性）国内通胀。在通胀预期锚定程度较低的国家，汇率对通胀的影响显著得多，而这些国家还面临更差的产出前景，在这些国家，中央银行无法放松货币政策。

对公布加息的回应

通胀预期锚定程度更高的经济体在应对美国2013年夏天的“缩减恐慌”时更有韧性，其通胀上升幅度较小且能维持相对更宽松的货币政策。

(百分点)



来源：基金组织工作人员的计算。

注释：该图显示针对“缩减恐慌”事件的累计脉冲反应。汇率上升表示货币贬值。X轴以月份表示时间，“缩减恐慌”事件用t表示。阴影部分相当于90%的置信区间。

这些发现对发达经济体的货币正常化进程会产生影响。如果全球金融状况收紧，新兴市场货币贬值，那么新兴经济体的通胀率会暂时上升。但是，如果通胀预期得到有效锚定，价格稳定不会受到损害。

改善财政和货币政策框架

中央银行如何提高通胀预期的锚定程度？我们的分析和学术文献中的证据显示，稳健的货币和财政政策框架是有通胀预期有效锚定的关键所在。因此，政策制定者应不断改善公共财政的长期可持续性，措施包括，制定有关规则，限制那些威胁到债务可持续性的政策发挥空间，以及在经济景气时期建立缓冲，以便在衰退时期利用这些缓冲。同样重要的是致力于提高中央银行的公信力，措施包括巩固和增强中央银行独立性，以及提高中央银行信息沟通的及时性、明确性、透明性和开放性。

锚定通胀预期的实现不是一蹴而就的，因此，即使是已经取得显著进展的国家，也需要不断付出努力。在货币政策框架可信性相对较低的国家，重点应当是确保财政可持续性不对货币目标构成威胁，并且应当明确沟通采取某些货币政策行动的原因，包括针对全球形势变化采取的行动。

相关链接：

[孤掌难鸣——特殊时期的通胀管理](#)

[提高透明度不无回报：新兴市场公布更多数据](#)

[美联储收紧政策可能导致新兴市场的证券投资流入减少](#)



Rudolf Bems 是国际货币基金组织研究部的高级经济学家。他的研究兴趣是国际宏观经济学综合领域，侧重于应用工作。他在重要学术期刊上发表了文章。他拥有纽约大学经济学硕士学位，斯德哥尔摩经济学院的经济学博士学位。



Francesca Caselli 是国际货币基金组织研究部世界经济研究处的经济学家。她之前曾在国际货币基金组织欧洲部工作。她的研究侧重于应用计量经济学、国际经济学和贸易。她拥有日内瓦国际研究所的国际经济学博士学位。



Francesco Grigoli 是国际货币基金组织研究部世界经济研究处的经济学家。他之前曾在国际货币基金组织财政事务部和西半球部工作，并曾是哥伦比亚大学访问学者。他的研究侧重于实时宏观经济政策及其有效性、消费和储蓄动态、预期、不确定性、收入不平等以及支出效率。



Bertrand Gruss 是国际货币基金组织研究部高级经济学家，参与撰写《世界经济展望》。他之前曾在国际货币基金组织财政事务部、欧洲部和西半球部以及乌拉圭中央银行工作。他从欧洲大学研究院获得经济学博士学位。他的研究兴趣包括宏观金融联系、货币政策、大宗商品价格和资本流动突然停止的影响。



Weicheng Lian 是国际货币基金组织研究部经济学家。他之前曾在国际货币基金组织欧洲部工作。他的研究兴趣包括宏观金融（侧重于住房市场趋势和周期）以及全球经济的结构性变化。**Lian** 先生拥有普林斯顿大学经济学博士学位。