



通胀目标制 步入第20个年头

Scott Roger

20年前，新西兰采用了一种全新的货币政策工具，这种政策工具是以实现特定的通胀目标为基础的。这种方法之所以新颖，是因为它向公众明确承诺把控制通胀作为主要的政策目标，同时还强调了政策透明度和问责制。

现在，有26个国家使用这种通胀目标制（以下简称“通胀制”），其中大约一半是新兴市场或低收入经济体（见下表）。此外，许多更为发达的经济体的中央银行——包括欧洲中央银行、美国联邦储备委员会、日本银行和瑞士国家银行——已经采用了通胀制的许多要素，其他一些发达经济体的中央银行也正在转向通胀制。

本文回顾了采用通胀制的国家在过去20年的经济表现，在这段时间中，我们经历了2006年至2008年的商品价格冲击和2007年开始的全球金融危机。本文还着重论述了实行通胀制的国家在今后几年可能要面对的一些特别重大的问题。

越来越多的国家将特定的通胀率作为货币政策的主要目标，并取得成功

通胀目标制的框架

从实施伊始，通胀制的框架包含以下四个主要方面（Mishkin，2004年；Heenan、Peter和Roger，2006年）：

- 明确授权中央银行将价格稳定作为货币政策的主要目标，并且中央银行具有高度的操作自主权；
- 对通胀率规定明确的定量目标；
- 中央银行对实现通胀目标的成效负责，这在很大程度上需要政策策略及其执行情况具有很高的透明度；
- 一种基于通胀压力前瞻性评估并考虑许多相关因素的政策工具。

以上几方面的政策框架要素反映了这样一种观点和经验，即中央银行无法仅以政策性利率（如美国的联邦基金利率或英国的银行利率）这一种基本工具来持续寻求实现多重目标，如低通胀和低失业率。这些要素也认同如下事实：从长期来看，货币政策能影响名义变量但无法影响实际（即经过通货膨胀调整后的）变量；高通胀损害经济增长和收入的公平分配；同时预期和可信度会显著影响货币政策的有效性。

通胀制框架目前已被新兴市场经济体所采用，此种现状和实践经验表明，这种政策正在向两个特别重要的方向发展。第一个方向是：政策的透明度和相关沟通显著增强，这对实现公开问责制起到了关键作用，而公开问责制是中央银行运作独立性的基石，并有助于锚定通胀预期。中央银行公布其政策目标的主要方法包括一

年公布2—4次通胀或货币政策报告，以及在政策性会议之后做出公开声明，有时还包括公布决策会议的会议记录。中央银行的高级官员还要在会议上作证。总之，与过去相比，中央银行在与公众进行更广泛的沟通方面正变得越来越积极。

另一个方向是：中央银行通常寻求一种灵活的通胀制。这种方法强调中期通胀目标（通常是2至3年）的实现，而非关注长期目标。这就使得政策能够在短期兼顾其他目标——尤其是减少产出波动。然而，中央银行采取灵活政策的能力取决于是否能很好地锚定中期通胀预期，而这又部分地取决于其过往控制通胀的成效。

其他替代方案如何？

人们不禁会问，与采用其他政策工具（如货币增

采用通胀制的国家

有26个国家采用通胀制，即把保持消费者价格指数（CPI）不变作为其货币政策的目标。另外3个国家——芬兰、斯洛伐克和西班牙——曾经采用通胀制，但自从使用欧元作为本国货币后就放弃了这一政策工具。

国家	采用通胀制的时间	采用通胀制时的通胀率	2009年的平均通胀率	通胀率目标
新西兰	1990年	3.3	0.8	1-3
加拿大	1991年	6.9	0.3	2 +/- 1
英国	1992年	4.0	2.2	2 +/- 1
瑞典	1993年	1.8	-0.3	2 +/- 1
澳大利亚	1993年	2.0	1.9	2-3
捷克共和国	1997年	6.8	1.0	3 +/- 1
以色列	1997年	8.1	3.3	2 +/- 1
波兰	1998年	10.6	3.8	2.5 +/- 1
巴西	1999年	3.3	4.9	4.5 +/- 2
智利	1999年	3.2	1.5	3 +/- 1
哥伦比亚	1999年	9.3	4.2	2-4
南非	2000年	2.6	7.1	3-6
泰国	2000年	0.8	-0.9	0.5-3
韩国	2001年	2.9	2.8	3 +/- 1
墨西哥	2001年	9.0	5.3	3 +/- 1
冰岛	2001年	4.1	12.0	2.5 +/- 1.5
挪威	2001年	3.6	2.2	2.5 +/- 1
匈牙利	2001年	10.8	4.2	3 +/- 1
秘鲁	2002年	-0.1	2.9	2 +/- 1
菲律宾	2002年	4.5	1.6	4.5 +/- 1
危地马拉	2005年	9.2	1.8	5 +/- 1
印度尼西亚	2005年	7.4	4.6	4-6
罗马尼亚	2005年	9.3	5.6	3.5 +/- 1
土耳其	2006年	7.7	6.3	6.5 +/- 1
塞尔维亚	2006年	10.8	7.8	4-8
加纳	2007年	10.5	19.3	14.5 +/- 1

资料来源：作者的整理。

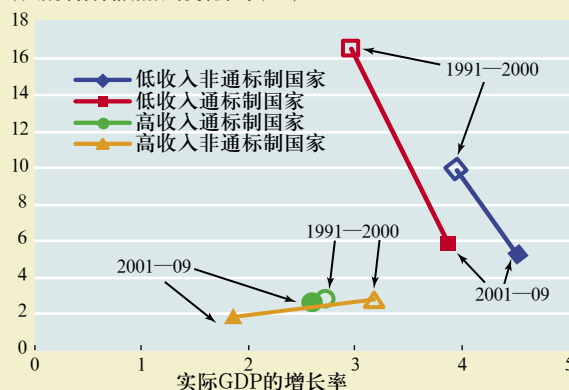
长目标制、钉住汇率或多目标折衷）相比，采用通胀制的宏观经济绩效是否具有同样好或者更加上乘的表现。由于无法对同一时期一国在两种不同政策体系下的经济绩效进行直接比较，所以比较只能在采用不同政策的类似国家之间进行。

图1和图2对通胀制国家采用通胀制前后的情况与同时期非通胀制国家进行了比较，这种比较涉及通胀和产出方面的绩效。由于通胀制国家采用通胀制的日

图1
通胀与经济增长绩效

虽然1991—2000年以及2001—2009年这两个时间段之间大多数国家的通胀率和经济增长率都有改善，但通胀制国家改善程度更高。

(以消费者价格指数的变化表示，%)



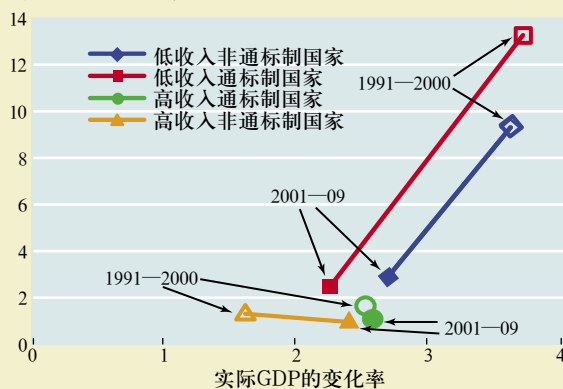
资料来源：作者的计算。

注：空心符号表示1991—2000年的数据；实心符号表示2001—2009年的数据。直线表示这四组国家在这两个时期之间的变化方向。

图2
产出和通胀平滑程度

通胀率和增长率的变动程度在2001—2009年期间较1991—2000年期间有所降低，但通胀制国家的降低程度更为显著。

(通胀率变化率，%)



资料来源：作者的计算。

注：空心符号表示1991—2000年的数据；实心符号表示2001—2009年的数据。直线表示这四组国家在这两个时期之间波动的变化方向。

期的中位数是2001年初，因此与非通标制国家进行比较的时期是1991—2000年以及2001—2009年。

比较结果显示：

- 采用通标制和没有采用通标制的低收入经济体都经历了通胀率显著降低和经济平均增长率显著提高的过程。虽然非通标制国家比通标制国家保持了更低的通胀率和更高的增长率，但采用通标制的国家经济绩效的改善程度更大。

- 采用通标制和没有采用通标制的低收入经济体的通胀和经济产出的波动程度也显著降低，其中采用通标制的国家这两方面波动程度的降低更大，尤其是在通货膨胀的波动方面。

- 在高收入经济体中，通标制国家在这两个时期之间的经济绩效总体上几乎没有变化，而非通标制国家的经济增长一般都有所下降。类似地，通标制国家在这两个时期之间产出或通胀的波动程度上几乎没有改变，但是非通标制国家产出的波动更剧烈。

当然，采用通标制也许不能完全解释相关经济绩效的改善，因为在许多采用通标制的国家中，这种政策工具只是更广泛的结构和政策改革的一部分。但是，更多的深入研究从总体上表明，在与同一时期其他类似的新兴市场经济体进行比较时，采用通标制的国家在诸如通胀率和产出这样的关键宏观经济指标上比没有采用此种政策的国家表现得更好。例如，IMF2005年9月的《世界经济展望》中的一项研究发现，在1990—2004年之间，相对于其他货币政策体制，通标制的采用促使通胀率平均降低4.8个百分点。与其他政策策略相比，通标制的采用还导致通胀变动幅度下降了3.6个百分点。

通胀目标制的弹性

一个非常重要的问题是：在过去三年全球商品价格不断创出新高以及金融动荡的背景下，面临冲击时的通标制是否比其他政策框架更具弹性。在通标制被广泛采用以来的大部分时间里，全球宏观经济绩效比较早时期要更好。因此，部分证据表明，通标制能够吸收重大冲击。

在最大程度地降低2007年商品价格飙升引发的通胀影响方面，通标制国家比其他国家表现得更好（Habermeier等人，2009年）。2006—2008年间，价格的急剧上涨导致大多数国家通胀率上升和经济增长放缓。但在低收入经济体中，尽管非通标制国家和通标制国家的GDP增长率下降幅度相当，但前者的通胀率却比后者上涨得更多。在高收入经济体中，通标制国家的经济增长率降低幅度小于非通标制国家，并且通

胀率的增幅也略低。

这些结果与这样的观点一致：在采用通标制的国家中，通胀预期得到更好的锚定，同时这些国家的政府部门更强调遏制通胀的恶化。但在得出任何可靠的结论之前，如果要将这些效应与其他影响经济增长和通胀的因素区分开来，我们还需要进行更多的深入分析。

2007年年中开始的全球金融危机还在延续，因此判断通标制国家是否能比其他国家更好地应对这场大萧条以来最严重的全球经济和金融衰退还为时尚早。可以确定的是，一些通标制国家位于受到危机影响最严重国家的行列，而且一些国家已经进入IMF救助计划的名单，这些国家包括匈牙利、冰岛、罗马尼亚和塞尔维亚。但是，这些国家在危机面前更大的脆弱性是否与通标制有关还不得而知，同时，这些国家的经济衰退是否比采用其他政策工具的类似国家更为严重也尚不清楚。

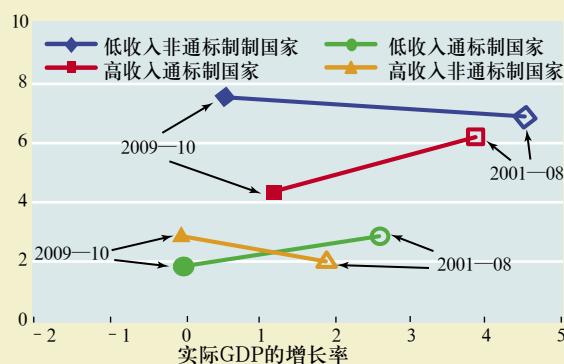
宏观经济预测表明，通标制经济体受金融危机影响的严重程度可能更低（见图3）。根据共识经济预测公司（Consensus Economics）2010年1月的《共识预测》，所有国家2009—2010年间的平均增长率预计将显著低于2001—2008年间的一般增长率。但在新兴市场经济体中，相较于危机前的平均增长率，人们普遍预计非通标制国家经济增长率的下降幅度要大于通标制国家。在高收入经济体中，预测结果刚好相反，即通标制国家经济增长率的下降幅度高于非通标制国家。预计所有通标制国家的通胀率都会下降。与此相

图3

缓冲金融危机的影响

宏观经济预测表明通标制经济体受到全球经济危机的影响程度更小。

（以消费者平减指数的变化表示，%）



资料来源：共识经济预测公司2010年1月的《共识预测》。
注：空心符号表示2001—2008年的实际表现。实心符号表示对2009—2010年的预测。直线表示这四组国家经济的实际表现和预测之间的变化方向。

反，在非通胀制国家中，通胀率预计将超过危机前的水平。

通胀目标制的未来

证据表明，通胀制在广泛的国家和经济环境层面运行良好。在这种情况下，几大中央银行对IMF首席经济学家奥利维尔·布兰查德最近的一个提案表达了它们的关切。奥利维尔·布兰查德认为，提高通胀目标可以成为经济严重衰退时赋予中央银行更大降息空间的一种方法。这表明通胀制的关键特征将得以保持下去。但通胀制的框架将会不断演变，因为从通胀制的实践中总结了大量经验教训，尤其是发展中国家已对其进行调整以适应需要。有两个议题尤其重要：

- 第一，对许多已经采用或正在考虑采用通胀制的开放经济体而言，关于通胀制框架中汇率的适当作用存在争议。

- 第二，对包括以通胀制为政策工具的所有中央银行而言，如何将货币政策职责和目标与其提高、维持金融系统稳定性的职责相协调仍然是一个问题。

传统观点是，以通胀制为政策工具的中央银行应该只在汇率变动影响通胀和产出的前景时——比如货币贬值可能使出口产品更便宜从而刺激产出，但同时使通胀状况恶化——才对汇率变动作出反应，而不是系统地抑制汇率变化。但最近的分析表明系统地抑制汇率变化在某些情况下可能是合理的。例如，在外债负担沉重的经济体中，汇率变化将会强烈影响债务人的金融资产资产负债表头寸。这时抑制汇率变化可能有助于稳定产出和通胀（Morón和Winkelreid，2005年；以及Roger、Restrepo和Garcia，2009年）。决策者面临的挑战是：确保汇率变化服从于通胀目标，同时确保抑制汇率变化不会损害通胀制框架的可靠性。

全球金融危机也迫使人们对货币政策和金融稳定政策之间的关系进行重新评估。尤其是，存在一个与汇率作用问题类似的问题：货币政策是否应该对金融稳定的潜在风险——如信贷、房地产价格或股票市值的快速增长——直接做出反应，还是只在这些现象影响通胀和经济增长的前景时再做出反应？

至少，金融危机凸显了对包含货物和服务在内的实体经济与金融经济之间的相互作用给予更大关注的必要性。中央银行在货币政策分析和预测中使用的工作母机宏观经济模型缺少对金融部门、对股票和房地产价格等关键资产价格的确定，以及对金融部门和家庭与公司部门行为之间相互作用的详尽描述。这些模型也没有考虑金融部门内部的相互作用。修正这些缺陷不是一件轻松的事，但如果要把金融业的发展情况更好地纳入政策分析和预

测，修正模型的缺陷就很重要。

关键在于，中央银行是否应该在审慎性政策之外使用货币政策，以对住房价格之类的金融稳定指标做出直接和系统性的反应。与其对汇率变化的反应一样，这样做可能在某些情况下有益，但在其他时候则未必；而且这样做为中央银行增添了新的目标，这可能破坏其关于通胀目标的承诺的可信度。这方面还需要进行进一步研究，包括确定要纳入考查范围的合适金融指标，以及确定中央银行应该如何对这些指标进行反应。

另一种可能是扩展通胀制的范围，以便将与资产价格周期关联的长期通胀风险考虑进来（Borio和Lowe，2002年）。这种方法的优势是它不像直接对资产价格或其他金融稳定性指标进行反应那样机械。但这种方法在应用中也存在挑战。尤其需要指出的是，预测范围的拉长可能也要求提高中央银行的中长期预测能力。此外，在确定遏制资产价格泡沫发展的恰当行动时间方面也需要澄清一些问题（Bean，2004年）。另外还需要增强政策沟通，以确保中央银行所承诺的长期保持低水平和稳定的通胀具有持久的可信度。■

Scott Roger为IMF货币与资本市场部的高级经济学家。

参考文献：

- Bean, Charles, 2004, "Asset Prices, Financial Instability, and Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, pp. 14-18.
- Borio, Claudio, and Philip Lowe, 2002, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus," *BIS Working Paper 114* (Basel: Bank for International Settlements).
- Consensus Economics, 2010, *Consensus Forecasts (January)*.
- Habermeier, Karl, and others, 2009, "Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective," *IMF Working Paper 09/1* (Washington: International Monetary Fund).
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter, and Scott Roger, 2006, "Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communication," *IMF Working Paper 06/278* (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (IMF), 2005, *World Economic Outlook* (Washington, September).
- Mishkin, Frederic, 2004, "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?" *NBER Working Paper 10646* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Morón, Eduardo, and Diego Winkelried, 2005, "Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies," *Journal of Development Economics*, Vol. 76, No. 1, pp. 23-51.
- Roger, Scott, Jorge Restrepo, and Carlos Garcia, 2009, "Hybrid Inflation Targeting Regimes," *IMF Working Paper 09/234* (Washington: International Monetary Fund).