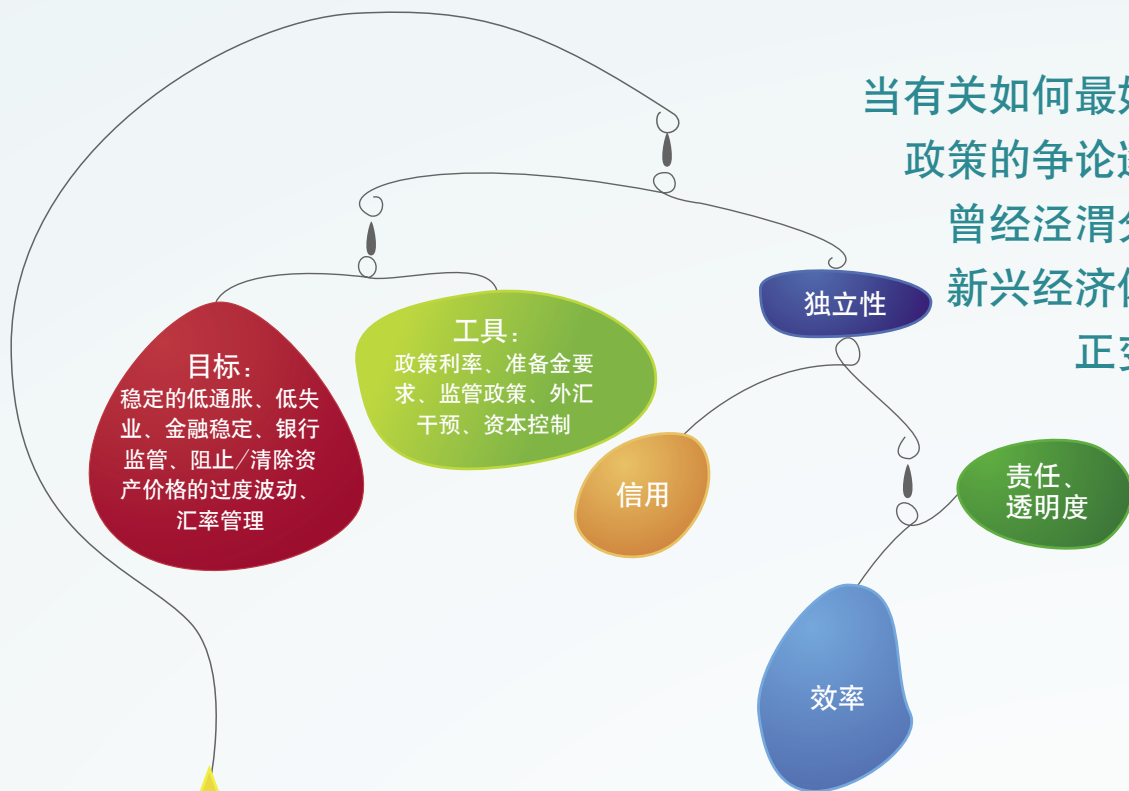




衰退过后

当有关如何最好地管理货币政策的争论逐渐升温时，曾经泾渭分明的发达与新兴经济体的区别如今正变得愈发模糊



Eswar Prasad

中央银行

当全球经济正在从逐渐消融的全球危机中吸取教训时，一场关于中央银行运营理念（很早就被认为已经确立）的激烈争论拉开了序幕（Goodfriend, 2007）。中央银行所承担的职责和使命是否合适已经在全球范围内受到严格的审视。

全球化已使发达和新兴市场经济体更易受到外来的冲击，而贸易和资金流动的不断开放则为冲击的跨国溢出效应建立了更为广泛的渠道。这些因素也增加了货币政策的负担。对于央行来说，现在使用利率变化这样的工具来达到国内目标变得更加困难了；资本在全球各个地方流动，这会给管理货币政策制造许多麻烦，而这个问题在存在影子金融体系的经济体中尤为明显。可是，

货币政策作为对抗外部冲击和金融系统故障的第一道防线已变得越来越重要，因为它远比其他宏观经济政策工具来得更加灵活。

这引发了激烈的争论：货币政策的正确框架是什么？央行目标的范围应该如何确定？央行独立性的最佳程度又是什么？即使对最优货币政策框架的清晰界定已经逐渐弱化，危机导致的一个引人注目的结果是，有关处于不同经济和制度发展阶段的经济体的央行职能的讨论开始出现共识。

新兴市场的央行被看作是落后于发达经济体的——包括运营框架的严谨度，以及成熟度和透明度。但是相比于发达经济体，新兴市场的央行已经走出了危机困境，其境况看上去比前者要好

很多。因此，关于何种货币和监管政策适合新兴市场的争论已经出现了很有意思的转折（Gill、Kanbur 和 Prasad，2009）。首先，我们应该回顾一些与所有类型经济体相关的一般原则。

为通胀目标制设定目标

在过去二十年中，不论是采取显性还是隐性的形式，通胀目标制都被大多数发达经济体用作为货币政策框架。许多新兴市场的央行也优先采取了将通胀保持在一定目标水平或某一特定范围内的框架。许多其他经济体也向这种体系靠拢。通胀目标制已经在保持价格稳定和锚定通胀预期方面拥有了良好的记录。这一事实在新兴市场得到了证实，这些地区的高通胀尤为致命，因为穷人由此所遭受的冲击更大。

但是通胀目标制在全球金融危机的余波中已经受到了严厉的抨击。发达国家的央行行长们正遭受外界的谴责，外界认为其过于关注物价稳定，忽视了资产价格泡沫，且未能防范几十年来最为严重的危机。

同时，尽管许多新兴市场安然度过了此次危机，但其央行也面临着放弃该框架的压力。批评者指出，如果通胀目标制意味着忽视剧烈的汇率波动以及股票和房地产市场的兴衰周期，那么其可能会对这些经济体造成破坏。

事实上，一些新兴市场的中央银行家进行的更为激烈的争论是，低通胀既无必要且也不足以保持金融稳定。在低通胀和稳定增长时期，许多发达国家产生了巨大的金融市场压力，这促使人们认真看待这一观点。

资产市场泡沫

房地产及股票市场价格泡沫的破裂会对金融市场和经济产生破坏性影响，从最终带来的后果中可见一斑。这一事实似乎表明了央行不能忽视资产价格泡沫这一问题，而且限制央行采取先发制人措施应对泡沫的狭义框架是注定要失败的。然而，主要难题是在现实中很难察觉到这样的泡沫，而且很难判断货币政策是否就是用于在泡沫变大之前将其戳破的正确选择。

关于货币政策的最纯粹的观点认为，只要央行的银行家们拥有关于通胀的正确的宏观经济模型，资产泡沫就应被纳入通胀目标制框架。资产繁荣增加了家庭和企业的金融财富，使其感到富足并花费更多。这应该被理解为总需求的上升会提高通胀率，由此将会引发政策回应。换句话说，这些新兴经济的央行会以货币政策措施应对通货膨胀影响，使资产泡沫自动消除。然而，尽管这些新兴经济的央行拥有正确的模

型，但在总需求的影响凸显之前，资产价格会迅速上升并造成毁灭性的崩溃。

一个折中的立场是，宽松的货币政策助长了泡沫的形成，所以应该由货币政策将其戳破，这可以参考美国房地产市场繁荣的例子。而诸如21世纪初期科技部门的资产价格热潮等另一些问题，则应该用监管政策来处理，或允许其继续运营。这些方法面临各自的一系列问题，发现和阻止泡沫尚存在困难，更不要说探究其原因了。即使到现在，我们依旧难以确定造成美国房市繁荣与随之而来的崩盘的直接原因是宽松的货币政策还是薄弱的监管。

然而这场辩论已经得到了解决，在危机过后，即使央行不以任何正式方式限制资产价格攀升，其也很难对此视而不见。事实上，明确的金融稳定指令将要求央行监管资产价格。毕竟，在最近的危机当中，美国房价下跌是导致整个金融系统瘫痪的罪魁祸首。一些中央银行家甚至声称，维持金融稳定是与货币政策的标准目标紧密相连的，并且这两个功能是不可分割的（Blinder，2010）。

央行的“命令爬行”政策可能会产生复杂的连带问题。让我们考虑以下观点：在利用利率政策来管理通货膨胀的同时，使用监管工具来监管资产泡沫，并确保金融稳定。当金融机构（央行负责对其的管理）财务状况可能会受到利率政策的影响时，金融机构会面临压力。例如，低政策利率有益于银行获取利润，因为这使银行有机会获取廉价货币，但低利率又有可能导致通胀预期并助长资产价格泡沫。

命令爬行的这一特殊方面存在着一个更大的危险。虽然将资产价格纳入货币政策框架的想法很有吸引力，但是让中央银行在没有明确的标准且不知道货币政策如何影响资产价格的情况下监管资产市场，这样做是十分危险的。尽管这是未知领域，但央行显然不能等到想出理论性解决办法之后再付诸实践。

目标与工具

危机期间的货币政策应该是务实的，并且应利用所有可用的工具。事实上，在最近的危机当中，全球很多央行都采取了果断的大规模流动性干预来防止金融系统崩溃。但这种货币政策框架是否适用于更多的正常情况，仍然是个悬而未决的问题。何种框架能够有利于宏观经济和金融市场的稳定、减少商业周期波动，并为积极回应负面外来冲击的货币政策提供空间？

基于学术研究和实践经验，传统的观点认为，货币政策实际只拥有单一的工具（通常是政策利率），而它充其量被用于实现一个目标，例如稳定的低通

胀。另一个稍有区别的观点是，对于大多数央行事实上有两个工具——货币政策工具和监管权。前者应该被用于控制通货膨胀，而后者则用于防止金融体系中积累的失衡。但即使是这组有限的目标也会造成压力。例如，正如已经指出的那样，对压力下的金融体系有利的政策（低利率和充足的流动性）并不一定有利于控制通胀。

在新兴市场当中，这种压力会凸显，这些经济体的央行通常被认为不仅要价格和金融市场的稳定负责，还要为更广泛的社会和经济目标负责。举例来说，从长远来看，主要关注于单一目标的稳定且透明的货币政策是应对严峻形势（资本流入激增以及由此导致的汇率升值，其会给出口市场带来永久性伤害，并且也损害了央行政策的合理性）的最佳选择。因此，汇率监管这样的配套目标已经使这些经济体的货币政策变得复杂化了。而资本控制那样的工具已经影响了效率并给自身制造了一些难题。

一种不同的观点是，在新兴市场中，中央银行最终要为诸多目标负责。选择之一是将其所有可能出现的风险列入到考虑范围以内，尝试兼顾所有的目标。因为如果换成其他选择，那么在某一事件中的任何一项目标出现差错的话，这些选择都会受到指责。同样引来争议的说法是，央行面对多重任务时应该制定和传达一套更为有限的目标，这样才能有效地实施。

如果一个央行承担多个任务，就会使人们对其能否运用上述工具完成任务产生不切实际的期望。事实上，这诱使人们将货币政策看做万能钥匙，而这导致一些新兴市场的央行倍感压力。这些任务可能是央行所承担不起的，并且这最终注定会导致失败，在制度结构薄弱、监管能力有限，以及财政赤字和公共债务水平都相对较高的经济体中情况更是如此。即使没有这些制约，货币政策本身也无法左右经济的长期增长潜力或在有限的一段时间内改变失业率。

一个更局限的观点是，依靠保持稳定的低通胀，央行的货币政策能够对宏观经济和金融稳定有所帮助。如果该框架运行正常的话，将表明货币政策的范围，并且提供问责制的明确标准。这些不同观点之间的对立带来了针对央行独立性的辩论。

独立性是否必要？

全世界的央行的独立性都受到了打击。在美国，国会表示要加强对美联储的监管，尽管其给予后者监管具有系统重要性的大型金融机构的权利。其他国家的政客则拿金融危机做借口，试图控制央行。在阿根廷，总统解雇了央行行长，理由是后者不同意用外汇

储备支付部分国家债务。

这种发展趋势相悖于央行独立性是纯粹的优点这一普遍被人们所认可的观点，因为这种独立性允许央行在不受政治或其他方面的制约下把注意力集中到它能做到最好的事情上，并帮助央行在管理通胀预期方面建立信誉。在艰难时期，这种信誉派上了用场，因为它给中央银行提供了使用非常规措施的空间，并且不会让通胀预期发展到无法控制的地步。一个例证是，尽管2008—2009年美联储注入的流动性相当巨大，并且公共债务水平快速上涨，但美国依然保持了相对较低的通胀预期。至少到目前为止，市场似乎仍相信美联储不会让通胀失去控制。

但央行独立性的概念是复杂的。传统观念认为拥有有限而明确目标（如保持稳定的低通胀率）的独立的央行能够减少政治干预的影响，这是实现有效性和透明度的最佳机会。即使是拥有明确而单一目标（采取通胀目标的形式）的央行也只能靠操作独立性来实现这个目标。政府确定出目标本身和放弃该目标所造成的后果。事实上，如果政府没有涉足目标制定，目标会缺乏更广泛的公众合理性。

如果政府采取挥霍无度的财政政策，持续增加巨额的财政赤字，那么即使是上述有限的目标都难以实现。此外，如果央行承担起稳定金融市场和避免资产价格泡沫的责任，那么必须给予其除政策利率（在某些情况为准备金要求）之外更多的工具。但是，央行的多重目标高度互斥（即使有着相应数量的工具），并且操作独立性需要实现通胀目标。更广泛的目标集始终意味着更多的政治干预和更低的维持低通胀的可信度。

这种复杂情况频繁出现在新兴市场。在许多新兴经济体中，央行是管理最完善和最受信任的公共机构，而这给其带来了更多责任。但承担更多责任可能导致其控制通胀的有效性不足，而这一度是央行所擅长的。

真正的难题在于，如果央行看上去不关心诸如经济增长和就业这样的其他目标，即使有限的目标也可能导致央行的独立性受到威胁。一些新兴市场的央行行长暗示，其仅有的一点独立性都已岌岌可危。例如，如果央行既不能控制损害出口商的迅猛的汇率升值，又不能阻止资产泡沫，避免其破裂时造成的巨大破坏，那么央行这点仅存的独立性也将被切断。

经典的反驳是，通过稳定价格提供一个稳定的宏观经济环境，央行能够给高速增长和金融稳定带来最佳的贡献。但根据最近危机期间事态的发展，这种说法已经显得有些教条，甚至是站不住脚的。的确，如今央行理论与实践的脱节似乎变得越来越严重了。

许多替代品

尽管通胀目标制的地位越来越突出,但央行在实践中还有更为广泛的选择。一种极端是采取正式的通胀目标制,如加拿大、新西兰和泰国。美联储则承担了促进增长和稳定价格的双重使命,但人们普遍认为其将通胀目标置于优先位置。另一种极端是印度储备银行,该行行长Duvvuri Subbarao明确地指出其是一个提供全方位服务的央行,拥有多个目标(稳定的低通胀并不必然占据主导地位)。包括中国人民银行在内的众多央行都拥有一种或另一种形式的汇率目标,有效地从国外输入货币政策。

理论模型的变化范围则狭窄的多。例如,通胀目标制框架模型主要关注严格的目标或某种灵活的形式,后者使央行对产出缺口(其衡量经济放缓的程度)施加权重。很少有研究明确地将价格稳定与金融稳定相联系,也鲜有研究说明资产价格将会如何融入更为广泛的货币政策框架之中。

即使在狭窄的范围内,学术界也是刚开始研究新兴市场所面临的特殊挑战。例如,对于实行通胀目标制的央行应瞄准哪个价格指数的问题,低收入与中等收入经济体所持有的观点是截然不同的。在低收入国家,食品支出几乎占据家庭总支出的一半,并且大部分人口在现金结算的经济中工作,极少有可能进入正规的金融体系(Anand和Prasad, 2010)。这些经济体的央行只盯住核心通胀(不包括波动性较大的粮食和能源价格)的做法是不堪一击的,尽管经典的理论模型表明核心通胀是正确的目标。更为广泛的问题为,新兴市场是应将通胀控制在适当水平,还是在较高通胀与更高的汇率之间取舍。这仍是个悬而未决的问题(Blanchard、Dell’Ariccia和Mauro, 2010)。

最终的结果是,即使学者(包括本文作者)提倡更稳健的、经过详细分析的货币政策框架,其也并没有给新兴市场的央行行长提供可以处理复杂现实挑战的框架。

保持一切照常

央行行长已显示出其有效应对危机的能力。但核心问题并不是应对危机,而是哪些货币政策框架将会在一开始就降低危机爆发的可能性。这些问题的答案

还不太清楚。有趣的是,在危机到来之前,几乎每个有明确或暗含的通胀目标制的经济体都或多或少已表示其有意坚持这一框架,这或许是因为这一框架在提供价格稳定方面有着良好的记录。

对于通胀目标制怎样才能适应于危机过后的世界仍然存在大量问题。然而更为基本的问题是,这个方法能否提供一个能够根据国情进行调整的基础框架。

通胀目标制这一框架能否让央行放开手脚,使其有效地完成所能做的事情,并且促成对货币政策的现实预期?亦或其实际上是央行的束缚,可能导致央行忽视那些最终可能会引发巨大风险的金融市场和宏观经济的事态发展?

在绝境中,实用主义是一种绝佳的操作规则,但它没有为正常时期提供稳定框架。在没有框架的情况下,操作显示出灵活性和适应性,但代价是削弱了通胀预期的锚定。这也可能限制了央行建立可信度的能力,而这种可信度能够在宏观经济和财政面临压力时派上用场。

通胀目标制仍然是最稳固的框架,若因为监管失败(导致最近的金融崩溃)而指责它,那么结果就好比将浴盆中的水和婴儿一起抛出去。在这些观点之间寻求平衡并非易事。央行行长和学者都需要苦苦的思索。■

Eswar Prasad是康奈尔大学贸易政策系Nandlal P. Tolani 高级教授、布鲁金斯学会国际经济学新世纪讲席研究员,以及美国国家经济研究局副研究员。

参考文献:

- Anand, Rahul, and Eswar Prasad, forthcoming, “Optimal Price Indexes for Targeting Inflation under Incomplete Markets,” National Bureau of Economic Research working paper.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro, 2010, “Rethinking Macroeconomic Policy,” IMF Staff Position Note 10/03 (Washington: International Monetary Fund).
- Blinder, Alan, 2010, “How Central Should the Central Bank Be?” Journal of Economic Literature, Vol. 48, No. 1, pp. 123–33.
- Gill, Hammond, Ravi Kanbur, and Eswar Prasad, eds., 2009, Monetary Policy Frameworks for Emerging Market Economies (Cheltenham, United Kingdom: Edward Elgar Press).
- Goodfriend, Marvin, 2007, “How the World Achieved Consensus on Monetary Policy,” Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, No. 4, pp. 47–68.