

美联储为什么不该实施通货膨胀目标制？*

作者 Benjamin M. Friedman

译者 程均丽

通货膨胀目标制是近几十年来货币政策理论与实践领域最重要的发展之一。现在，不仅分析各种“通货膨胀目标制”策略的优越性的文献在迅速增加，而且越来越多的中央银行，如加拿大银行、英格兰银行、瑞典银行，还有许多其他中央银行都已实行了这样那样的通货膨胀目标制，以此作为制定和执行货币政策的基本治理框架。因此，我们并不奇怪，当前，时常有呼声要求美联储也加入到该行列中来，重组美国的货币政策，建立某类通货膨胀目标制行动纲领。

我坚决认为，联储的政策制定者要抵制这些呼声。实际上，至少可以说，从一个国家的宏观经济业绩来看，通货膨胀目标制的价值尚未经检验，尤其是对一个从一开始就已经是低通货膨胀的国家来说，情况更是如此。更重要的是，我相信，那些一般从概念层面上要求实施通货膨胀目标制的理由，特别是一些人认为通货膨胀目标制通常会增加货币政策透明度的观点，不仅未加证实，而且是错误的。相反，实际情况表明，通货膨胀目标制框架，对中央银行的目标不仅起不到交流作用，而且还会加深其理解的难度，在那些关键方面，它不是一扇窗口，而是一排屏风，也就是说，它不是增加透明度而是增加模糊度，至少从透明度这个词的字面上看是如此。

首先来考察实证研究状况。在最初的几家中央银行采取通货膨胀目标制后，检验其宏观经济业绩效果的早期研究报告最有影响力的如 Ben Bernanke, Thomas Laubach, Frederic Mishkin, Adam Posen(1999)的著作，也还有一些其他个别研究者的论文，他们的结论是混杂的。有相当多的实证显示，在进行了大规模的反通货膨胀后，立即实行通货膨胀目标制，可能有助于锁定在减少通货膨胀方面所取得的收益，以及增强公众对这些收益会保持长久的信心。相比之下，就很少有实证显示，无论反什么性质的通货膨胀，通货膨胀目标制都会提高中央银行在这方面的能力。

如果你通读最近的文章就会发现，其中大部分结论同样是混杂的，尽管偶尔也有个别结论相差很大。例如，Andrew Levin, Fabio Natalucci, Jeremy Piger(2003)他们断定“通货膨胀目标制……在稳定长期通货膨胀预期及减少通货膨胀固有的持久性上的作用显著。”而针对基本上是相同的实践现象，Laurence Ball, Niamh Sheridan(2003)的解释却截然不同：“本文的意图在于分析，通货膨胀目标制是否改善了以通货膨胀、产出和利率的表现衡量的经济业绩……一旦用均值回归方法检验，就证明不了通货膨胀目标制会改善业绩。”

然而，这一讨论中更重要的问题是出在概念上。通货膨胀目标制的倡导者不断强调它在中央银行与公众交流上的作用。例如，Bernanke, Laubach, Mishkin, Posen 的观点就很明确，认为通货膨胀目标制主要是一种改善交流的框架。即使意见折中的经济学家，如 Jon Faust, Dale Henderson(2003)，也理所当然地认为那些采取了通货膨胀目标制的中央银行“走在了近来中央银行业增加透明度这一潮流的前沿”，通货膨胀目标制框架“是在增进交流上迈出的巨大步伐”，那些按照通货膨胀目标制来实施货币政策的中央银行，“就透明度而言，无疑在全世界中央银行中处于领先地位”。

我认为这些言论绝对是错误的。关键问题是多重目标问题，这一点，对任何一个货币政

* 本文是作者提交给美国经济协会于 2004 年 1 月在圣地哥召开的“通货膨胀目标制适合美国？”的年会论文。

策的研究者来说都不奇怪。货币政策有一个工具，现在一般是某类短期利率，或者中央银行负债量的变化，正如 Tinbergen 在几十年前指出的那样，如果没有退化或其他病理，对于解决一个工具和多重目标这样的问题，其答案的表述方式都永远能使用“任何一个任意选择的目标的计划轨道”这种特有的措辞。迄今为止，对一切类似问题，这种方法都行得通。可是，这种答案的描述办法是促进还是破坏公众对政策制定者所作所为的理解，这个问题，Tinbergen 却没有提出来。而且，就整体上看，最优政策方案应该用哪一个目标变量作总的统计量，Tinbergen 框架也绝对没有提供相关的选择原理。因此，货币政策目标，为什么是通货膨胀，而不是产出、就业、对外经济平衡或者政策制定者关注的其他任何重要的变量。

通货膨胀目标制的基本理念是源自 Phelps-Friedman 的商品服务市场“自然率”总供给理论。在大多数熟悉的自然率模型版本中，实际结果如产出、就业与名义结果如价格、通货膨胀之间存在替代关系，而且，这种替代关系可以被中央银行利用，但仅限于在有限期内（可能相当短）。而在长期，这种替代关系会消失，或者说至少不是货币政策可以利用的一个题材，因为实际结果取决于禀赋、偏好和技术诸如此类的实际要素，只有名义变量的规模才受货币影响。因此，通货膨胀目标制概念的魅力在于，它不是像 Tinbergen 逻辑允许的那样，从只是随机选择的任何一个变量的计划轨道的角度来表达货币政策目标，相反，它依据的是货币政策在长期和短期大概都能影响的变量的轨道。

原则上，Tinbergen 的意思很清楚，Mervyn King(1997)尤其强调通货膨胀目标制这个有用的特殊事例，根据任何一个变量的轨道来表达计划的政策结果，并不意味着中央银行不关心所有其他变量的结果。这一点在 Lars Svensson 提出的通货膨胀目标制框架中最明显，其中，关键是要决定通货膨胀偏离合意水平后的恢复速度。不奇怪的是，在这种构想中，通货膨胀最理想地回复到无条件的合意水平所需要的时间跨度，或者说收敛的最优速度，如果看成是一条渐进线的话，则取决于中央银行对通货膨胀与其他目标相比的偏好强度。在以产出和就业表示的反通货膨胀的短期成本既定的条件下，想达到无条件的合意通货膨胀水平的偏好越强，回复最优通货膨胀预测轨道就越快；相反，达到均衡产出和就业的偏好越强，回复就越慢。

即使一些中央银行实行了通货膨胀目标制策略，在遭到了供给冲击或政策失误导致了实际通货膨胀率偏离后，也很少寻求，或者即使说它们寻求也不是使通货膨胀立即（或者，在存在滞后的情况下尽快地）回复到无条件的合意水平。根据 Svensson 的分析，原因在于，这样做会驱使实体经济活动过度偏离均衡水平。即使将回复到无条件的合意通货膨胀水平的期限公开（一般是两年或更长）的通货膨胀目标制类中央银行并不少见，但它们也很少说明支撑这个最优期限的依据所在：如在该期限内政策制定者认为合意的产出或就业水平，更重要的是，他们分配给这些目标与通货膨胀相比的权数。无论如何，成因性（resulting）通货膨胀目标制提供的任何透明度都须是严格意义上的一元化的。

Faust, Henderson 提出了对这个问题的另一种表述方法，即将通货膨胀率的均值及易变性作为思考的依据。通货膨胀的易变性如果过大，则意味着付出的代价高，但是如果过于平稳也一样。通货膨胀目标制能清楚交流的是中央银行关于平均通货膨胀的意图而不是它的易变性。正像中央银行在实际执行中遇到的情况那样，无论它怎样解释都说不清它会容忍的通货膨胀易变性的大小或者原因，在这方面，大多数通货膨胀目标制方案都是失败的，这类似于无论如何都说不清除了通货膨胀外的其他所有的货币政策目标，或者这些目标与通货膨胀目标之间的关系。

并且，我还认为，这种失败完全是实施通货膨胀目标制这种框架的中央银行蓄意所为。Faust, Henderson 也敏锐地谈到了他们称之为“在所编造的中央银行业民谚中最有名的信条之一……是中央银行应该‘做它们所做的，但只谈论通货膨胀’。”继而，他们指出，通货膨

胀目标制“可以视为对这一信条的运用。任何一位中央银行官员都应标榜他所实行的是‘通货膨胀目标制’，称货币政策报告为‘通货膨胀报告’，但只在其他目标影响到他想要击中的通货膨胀目标的期限时才谈论一下它们。”

他们明显想到的是像英格兰银行（BoE）这样的中央银行。但是，BoE 绝不是独此一家表现了这种特殊形式的反透明度的中央银行。例如，加拿大银行的网页上有公开解释它的政策制定框架专栏，冠名为“加拿大通货膨胀控制战略”，并将之印在定期发布的货币政策报告内封面醒目的位置上，但是，阐述该战略的基本原理也仅仅只有 3 句话：“通货膨胀控制不是目的本身；它是货币政策有助于强健经济的手段。低通货膨胀可以使经济更有效地运行。这有助于随时改善经济增长的质量，缓和产出和就业的周期性波动”，其中丝毫没有提及中央银行的通货膨胀目标与产出、就业，或其他任何货币政策可能关注的问题之间在任何水平状态下都存在的紧张关系（声明的剩余部分都用来说明操作性内容，若通货膨胀偏离了目标，也不给予超出技术性误差之外的任何原因提示）。

这样，就带来了两个问题：通货膨胀目标制反透明度这一面，像实践所表明的那样，是偶然的还是故意的，这个问题最终仅仅涉及中央银行如何说，虽然这显然也很重要，或者也关系到中央银行做什么。

我有重要的理由认为，这方面至少有部分是故意的。通货膨胀目标制首先亮相于政策制定的舞台，是在一个紧急的时代，当时，所有的工业国都迫切需要消除长期性的高通货膨胀。而且，从通货膨胀目标制出台的具体的文化背景来看，有两个：时间不一致性和前瞻性 Phillips 曲线，这两方面的思想自然适合于通货膨胀目标制在实践中所表现的模糊做法。时间不一致性，不只是针对货币政策，它所涉及的问题面很宽（如最后贷款人政策），它的关键性含义是，在政策制定者可能采取的行动上，如果它很可能会这样做，对人们进行误导，可以产生有益的作用。而以标准的前瞻性 Phillips 曲线为基础的所有模型也蕴涵了相同的意思：公众对未来的通货膨胀预期越低，政策制定者现在所面对的通货膨胀和产出之间的替代关系就越有利（在既定的产出水平上，通货膨胀越少；或者，在既定的通货膨胀水平上，产出越多）。

鉴于现在前瞻性 Phillips 曲线在宏观经济学中发挥主要作用，因此，这种逻辑，无论是简单形式还是复杂形式都在扩散。确实，现在越来越多的货币政策文献都将注意力集中于常常被称之为“预期管理”的研究上，这便是该逻辑的一面。在过去不多的几十年，就我们所研究的主题来看，所走的道路是：从完全忽视预期到将预期纳入考虑范围，再到将预期作为分析的重点，进而到最近实际上已将预期作为了分析的全部。今天，在很多熟悉的货币政策模型中，如果中央银行采取了行动，没有影响到预期，则这些行动纯粹就没有多少意义。

这一命题的反面（当然，不一定是从该命题本身推导出）是中央银行不需要做任何事。对中央银行来说，所有重要的事都是影响预期，这正是通货膨胀目标制大部分想要做的。因此，货币政策的操作武器不是交易台而是新闻办公室：无论中央银行在做什么，都总要写新闻稿宣传其意图是使通货膨胀遵守规矩，因为，这是公众需要相信的事情，而中央银行也因此可以收获、享用“可信性”。即使通货膨胀已有些高过了它的合意水平，但中央银行还在草率减息，以便刺激实体经济走出衰退（美国经济的观察员从刚刚逝去的岁月中就容易识别到的一种情形），却依然声称采取这些行动的唯一目的是保持价格稳定。听起来像口头语（plain language）一样好笑，而这恰恰是不久前联储收到的一些建议中的口味。而通货膨胀目标制多半都是有与此相同的口味。当中央银行事实上有多重目标，却只量化一个时（的确，正像在通货膨胀目标制下常常看到的情形那样，它拒绝明确谈论其他任何一个目标，除非是说它们如何影响这个量化目标的实现），一个人就有权怀疑它的动机绝对不是管理公众预期，而是操纵它们。

由于公众预期对经济行为具有重要作用，包括影响货币政策的有效性，因此，即使通货膨胀目标制固有的所有模糊性确实影响预期，其本身也许是重要的。但是，另外也有理由相信通货膨胀目标制扭曲的不只是中央银行所说的，也包括它所做的。简而言之，问题的核心是语言的重要性。在对公共政策的讨论（更一般的是作一些聪明的讲话）中，所使用的语言会强有力地影响参与者说话的内容，并最终影响他们的思想。

David Hume（他重要地影响了我们这一学科的形成，无论是直接，还是更多地通过影响 Adam Smith）对语言的曲解如何影响他那个时代不列颠的核心政治热点问题（君主制对共和制）发表了评论：“保王党不得不花很长的时间在共和制的门庭里谈论他们……终于欣然接受了对手的感想和说法。”我们都熟悉我们今天的情况，在我们自己这一行的研究中，同样的现象存在。例如，如果将由 Muth, Lucas 引入的特殊预期假定看作是“超级聪明的经济人预期”（super-smart-agents expectations），或者，也许更公正一些，将其看作是“模型一致预期”（model-consistent expectations），而不是使人非信不可的“理性预期”，则对货币政策（更一般的是宏观经济学）的研究会发生怎样不同的演变？可能，现在探究的“有限理性”的工作会更早一些地开展起来，或者，会处于一种成见更少的称号之下？

现在回到手边的情形，这不是一个太大的跳跃。如果将对货币政策的讨论限制为完全按照最优通货膨胀轨道来展开，则这样做的一种后果可能会是，对实际结果的关注将退化，甚至从政策制定者的考虑中完全消失。希望这种可能真的发生是一些倡导者赞成通货膨胀目标制的一个首要的关键性动机。做这样的设想并非毫无道理，在刚过去的 1/4 的世纪里，货币经济学一个比较引人注目的发展领域，就是重新试图将对实际结果负责的观念排除在货币政策制定的范围之外。这一学科的研究者知道得非常清楚，这是一个陈旧的讨论话题，我们熟悉的一些先例发生在 30 年代及此前的中央银行对萧条的反应之中。实际上，通货膨胀目标制可能仅仅是这一长期努力结果的最新化身，且在全世界中央银行官员发表的讲话以及与货币政策有关的立法提议中，这种努力更清楚的形态也并非罕见。

在过去几十年，货币政策理论与实践进步都很大。通货膨胀目标制的出现，无论是在理论还是在实践战线上，都是最突出的新进展之一。从表面上看，这种框架给予了解决过去一些挫败中央银行在努力实现公认的宏观经济目标上存在内部矛盾的希望，也使一些中央银行在审议中常常严重达不到的条理性、一致性有希望被加进来。（但是，正如我一开始就指出的那样，实践中通货膨胀目标制是否有助于提高宏观经济业绩是一个仍未解决的实证问题。）

但通货膨胀目标制至少像中央银行实际执行的那样，也服务于两个深层的、其意义更可疑的目标。进一步来讲，虽然它们两个表面上是矛盾的，实际上最终却是相关的：通货膨胀目标制，通过在对货币政策的讨论中强制讨论者按照只与通货膨胀有关的语汇来开展，而随时助长了对实际结果关注的退化，同时，通货膨胀目标制规避了有关政策制定者究竟主张关注什么实际结果的公众舆论，因此它不是提高而是削弱政策制定的透明度。鉴于今天所继承而来的货币政策制定背景，两个目标都是能理解的，至于在经济上是否合意最多可以说是不确定的，但可以肯定的是，它们没有一个符合我们在民主社会中应该追求的货币政策角色。

（译者单位：中国金融研究中心）

（责任编辑：王艳娇）