

## 通胀目标制并不意味央行只关注通胀

李波 伍戈 裴诚

实施通胀目标制并不意味着央行只关注通胀，要实现物价稳定、增加就业以及金融稳定等多个目标的关键是要扩大央行的法定职责

美国联邦公开市场委员会在 2012 年 1 月份宣布其长期通胀目标为 2%，继美联储之后日本银行在 2 月份也首次设定其中长期物价稳定目标。笔者认为，公开宣布通胀目标的关键是稳定公众的中长期通胀预期，是央行推动通胀目标制货币政策框架的重要一步。从博弈论的视角来看，通胀目标制的优势在于引入约束机制，避免次优“纳什均衡”。此外，实施通胀目标制并不意味着央行只关注通胀，要实现物价稳定、增加就业以及金融稳定等多个目标的关键是要扩大央行的法定职责。

### 引言

2012 年 1 月 25 日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）宣布美联储的长期通胀目标为 2%，这一目标按个人消费支出物价指数的年度变动为标准进行衡量，这是美联储设定的最明确的通胀目标。在这之前，伯南克还推出了一系列重要的货币政策透明化举措，包括公布利率水平预期，公布经济指标预测区间，在货币政策会议后召开新闻发布会等。媒体认为本次公布 2% 长期通胀目标具有非常重要的意义，意味着美联储已经开始采用一种准“通胀目标制”。美联储的这一系列动作也引致了外界对伯南克及其所推崇的通胀目标制的批评，例如汇丰的首席经济学家斯蒂芬·金（Stephen King）认为金融危机告诉我们通胀目标制并没有带来经济的稳定，反而让决策层忽视了经济中存在的其他问题，比如信贷的快速扩张以及资产价格中的泡沫。而威廉布莱尔公司的经济学家理查德·查扎尔（Richard de Chazal）则认为美联储要推行通胀目标制就必须修改《汉弗莱-霍金斯法案》，同时他还怀疑央行只关注通胀的正确性，因为全球化的背景下一国的通胀水平并不完全取决于自身的货币政策，低且稳定的通胀水平并不一定带来稳定的经济增长。笔者认为，美联储现阶段公布其长期通胀目标的政策含义似乎在于告诉厌恶通胀的“鹰派”人物，伯南克本人是非常关注通胀的，但是在当前经济形势下，货币政策应该具有更强的灵活性，从而为其可能再度推出的量化宽松政策铺路。

无独有偶，日本央行于 2 月中旬，也首次设定了中长期物价稳定目标，将短期消费价格指数（CPI）的同比增幅设定为 1%，中长期 CPI 目标设定为 2% 以内，该目标原则上将每年进行调整或更新。与其他央行设定长期通胀目标旨在稳定通胀预期有所不同，日本央行设定中长期物价稳定目标是表明其对抗通缩的决心，同时也希望借此抑制强势日元，促进经济复苏。

### 通胀目标制与央行职责

公布通胀目标是实施通胀目标制的重要一步

公开宣布各自的中长期通胀目标表明美联储和日本一样，均在建立通胀目标制货币政策框架的进程中迈出了重要的一步。

伯南克和米什金在 1999 年编著的《通货膨胀目标制：国际经验》一书中认为通货膨胀目标制应该是一个货币政策框架，而不是一个简单货币政策规则。它的主要特点包括：公开宣布一个或多个时限内的官方通货膨胀的数值目标（或目标区间），同时承认稳定的低通货膨胀是货币政策的首要长期目标；与公众就货币当局的目标和目标进行积极努力的沟通；能够加强中央银行实现上述目标的责任机制。

根据其特点，通胀目标制应该至少包括了三个部分，即政策制定框架、沟通策略和责任机制。所谓政策制定框架是指货币政策委员会在设置政策工具，特别是短期利率时所遵循的一系列目标、原则、规则和制度。一些关键的操作问题包括：对目标的定义；目标数值的选择；与目标相关的时期；对目标做调整的条件；如何实现目标；如何处理偏离目标的问题。

沟通策略则包括应该向公众传递哪些信息内容以及传递信息的方式。除了通胀目标制本身，中央银行还需要及时提供有关整体经济、央行货币政策选择及政策意图的信息，同时央行还有责任就诸如政策的取舍和货币政策的可为与不可为等方面对公众进行教育，鼓励公众理解和参与政策制定过程。在沟通渠道方面，中央银行可以利用各种场合，包括演讲、记者招待会、在立法机关作证、统计数据发布和不定期的出版物。为避免其时机的选择受到政治驱动的怀疑，也必须定期传递信息，因而定期发表正式报告应成为中央银行信息宣传的一个特征。责任机制是指中央银行对公众的责任，通胀目标制框架下，货币政策的透明度提高使得中央银行会接受更清晰的考核基准和更严格的公众监督，因此中央银行需要在公开的场合讨论央行在实现几年前设定的通胀目标方面的成败情况，包括描述怎样设定政策工具以实现目标；在当时可获得信息的情况下，分析政策工具的设定是否合适；为什么会发生偏离通胀目标的情况以及这些情况是否已经合理预见等等。

因此，笔者认为，公布长期通胀目标对美联储和日本银行推动新的货币政策框架具有重要意义，然而要正式实施通胀目标制的货币政策框架，未来还有许多工作要做。

### **通胀目标制的最大优势在于加入约束机制以稳定通胀预期**

通胀目标制最大的优势就是为货币政策提供了“名义锚”，所谓“名义锚”是指在一定时间内把价格水平约束在特定的目标之上。可以从博弈论的视角简单探讨“名义锚”的重要作用。

现实经济中，受各种因素的限制，博弈双方的信息通常是不对称的，特别是作为政策工具使用者的中央银行在对当前经济运行状况的了解、对真实货币需求的预测和当前的货币政策目标相对重点的变化等方面都比作为政策调节对象的公众更具信息优势。这种“非对称”使得公众在稳定预期形成之前，不能直接观察中央银行货币政策目标重点的变化，而只能通过对过去的通胀和货币扩张的实际观察来推测。基于此前提，在有限的博弈回合中，如果违规成本很低甚至不存在，央行在预先公布了保持低通胀的最优货币政策后，为获取非预期通货膨胀可能带来的刺激就业、产出的好处，央行显然具有制造非预期通货膨胀的动机，而公众的理性选择是根据央行最倾向的决策（即制造非预期通胀），重新确定自己的通货膨胀预期，使央行的决策环境恶化，结果出现通货膨胀偏差的“囚徒困境”。而“名义锚”则是中央银行对社会公众的承诺机制（commitment device），通过该机制把中央银行的实际战略选择与公众的通货膨胀预期联系起来，中央银行的违规操作就会被公众及时发现，从而使其声誉受损，加大货币政策的执行成本，迫使央行增强其货币政策的可信性，进而避免由无约束的相机抉择引起的次优“纳什均衡”结果。

### **实行通胀目标制并不意味着央行只关注通胀**

根据《汉弗莱-霍金斯法案》，美联储的两个关键目标是增加就业和稳定物价。有经济学家据此认为如果美联储推行通货膨胀目标制，就需要修改该法案对其职能的界定，这一观点的错误在于认为实行通胀目标制后的央行只关注通货膨胀。

伯南克在2003年的演讲中也曾经提到，人们对通胀目标制存在三个误区，其中之一就是认为通胀目标制意味着央行只关注对通胀水平的控制而忽视产出、就业等目标。事实上，美联储的职责与货币政策目标需要分开讨论，不能混为一谈。从央行职责的层面来说，控制通胀水平与促进就业从长期来看并不矛盾，因为只有控制住价格水平，在一个更好的物价环境下，央行才能更加顺利地实现其他目标。从货币政策目标的层面来看，通胀目标制也不仅仅只关注通胀，在通胀目标制推行早期，曾有学者将实行通胀目标制的央行分为“严格”通胀目标制和“灵活”通胀目标制，前者将物价水平作为唯一调控目标，而后者则允许央行关注物价的同时关注产出和就业。前者显然很难获得中央银行、学界以及公众的支持，而且可能带来严重的经济后果，例如弗里德曼和卡特纳（Kuttner）（1996）强调把通货膨胀作为唯一的关注焦点，在发生较大的供给冲击，如石油价格的大幅上涨可能造成经济高度的不稳定。

因此，随着通胀目标制在各国的推广和应用，“严格”的通胀目标制在当前各国央行的实践中已经很难看到。

笔者认为，从制度建设的角度来说，目前已经实施通胀目标制的中央银行正在寻求一种更加灵活的制度框架，这种方法强调的通胀目标是中长期目标，关键是稳定公众的中长期通胀预期，而不是短期目标，从而使得政策能够在短期兼顾其他目标，尤其是减少产出波动。从技术操作的角度来说，通胀目标制并没有给中央银行一个简单、机械的操作指导，而是要求中央银行利用经济模型以及相关的信息来实现价格稳定目标，也就是说，尽管有一个侧重的目标，通胀目标制在很多方面是一种“什么都考虑”的策略。这体现了通胀目标制的另一个优势，即灵活性。所谓灵活性是指在这个政策框架内，中央银行可以实行“受约束的相机抉择”，使得经济长期处在理想区域，同时又可以平抑经济短期波动。例如德意志联邦银行在应对 1979 年石油供给冲击时，设定 1980 年的“不可避免”通货膨胀水平为 4%，这个水平明显低于当时的水平但高于长期可接受的水平。随后通货膨胀的目标水平呈阶段性下降，最终在 1984 年回到 2% 的长期目标，通过设定一年期“不可避免”通货膨胀目标水平，德意志联邦银行有了应对各种事件以及反思反通货膨胀的步骤的灵活性。

### **需要扩大央行的法定职责以确保金融稳定**

金融危机的经验告诉我们，价格稳定并不必然意味着金融体系的稳定。很多评论家因此持有这样的观点：通货膨胀目标制增加了本次金融危机发生的概率。原因在于正是严格的通胀目标制使得各国央行将官方利率设置在很低的水平，由此产生的“低利率陷阱”增加了金融危机发生的概率。即使是伯南克本人也承认虽然灵活的通胀目标框架带来了长期的宏观经济稳定，但是并不能确保金融的稳定。但同时他认为现有的框架仍是保持宏观经济稳定的标准方案，需要改进的是加强对金融稳定的重视，因为金融危机发生前几十年的时间里金融稳定政策都没有得到重视。

笔者认为，通胀目标制不能必然确保金融稳定，解决金融稳定的关键在于扩大央行的法定职责。例如欧债危机爆发之后，欧洲央行之所以在应对危机时反应迟钝，不敢果断地向商业银行注入流动性，甚至导致欧元面临分崩离析的局面，是因为欧洲央行的唯一职责就是保持货币稳定，导致其对市场的反应滞后，注入流动性较晚。因此，欧洲央行的教训告诉我们，在某些时候货币政策工具在维持价格稳定的同时很难维持金融的稳定。未来维护金融稳定的方法在于将金融稳定纳入央行的法定职责，重视并加强对宏观审慎政策的研究，建立起宏观审慎政策框架，研究宏观审慎政策与货币政策的相互配合，而不是批评通胀目标的货币政策框架本身。

### **政策建议**

首先，进一步研究通胀目标制货币政策框架在我国的可行性。从实施通胀目标制的必要条件来看，当前中国还不适合开展通胀目标制。但如果将来要推行该项制度，则有必要提前做好一些基础性工作，例如通胀目标制作为高度前瞻的货币政策，能否精确预测未来通货膨胀的走势成为货币政策成功与否的关键，因此提高我国通货膨胀预测的精确性，增强人民银行货币政策操作的前瞻性，对未来在我国推行通胀目标制具有重要意义。

其次，构建逆周期的金融宏观审慎政策框架。宏观审慎政策框架在 2008 年国际金融危机爆发以来得到了国际社会的广泛关注，但是其中的很多内容我们并不陌生。只是金融危机以前，金融稳定的重要性并没有得到充分重视，金融危机发生以后才将其提升到与增加就业、物价稳定相当的地位。未来需要研究推进宏观审慎政策框架，并明确建立逆周期的宏观审慎政策方向。

最后，进一步改进央行的职责，将产出和金融稳定等均纳入央行职责范畴。欧洲央行的教训告诉我们单一目标的央行职责很容易使其面临进退两难的境地。解决这一问题的关键在于推行多目标的央行职责，在这方面中国的央行已经积累了许多的成功经验，这将增加央行

调控经济的手段，使得货币政策工具、宏观审慎政策工具以及微观审慎监管工具能够有机结合，同时实现低物价水平、高就业率以及金融稳定等多个目标，促进金融系统有效地服务于实体经济。（作者单位：中国人民银行货币政策二司 本文系作者个人观点，不代表供职机构意见，2012年04月16日 新华财经，来源： 中国金融）