

通货膨胀钉住制度：一个新兴的货币政策框架

杨建明*

内容提要 上世纪90年代以后,许多国家的货币政策目标纷纷转向通货膨胀,与此同时,各国的货币政策监控目标和实施程序也相应发生了改变。本文在一个委托代理框架下发展了一个关于通货膨胀钉住制度的理论模型,考察钉住通货膨胀的货币政策操作对产出和通货膨胀的影响,以及货币政策透明度在通货膨胀钉住制度有效性中所起的作用。同时,我们还分析了通货膨胀钉住制度对中国目前正在进行的货币政策制度改革的借鉴和启发意义。

关键词 通货膨胀钉住制度 中介目标 货币政策

一 引言

从1990年开始,新西兰储备银行明确地将货币政策目标改变为通货膨胀。这种变化并非新西兰所独有,自上世纪90年代以来,在世界其他市场经济国家,类似的转变也在发生。加拿大、英国、瑞典、芬兰、澳大利亚、西班牙、瑞士、冰岛、挪威等10个工业化国家和智利、以色列、秘鲁、捷克、韩国、波兰、墨西哥、巴西、哥伦比亚、南非、泰国等11个发展中或者新兴市场国家也先后实行了通货膨胀钉住制度。

通货膨胀钉住制度下的中央银行货币政策操作,表现出与其他货币政策框架(如货币供应量钉住、汇率钉住)有很大的不同。首先,货币当局的货币政策目标直接指向通货膨胀,而在一般意义上,通货膨胀与产出并称为一国政府管理当局的目标;其次,在实行通货膨胀钉住制度的所有国家,不但强调货币政策目标本身的透明度,同时也非常强调货币政策实施程序的透明度。例如,英国每月定期公布货币政策委员会会议纪要以及每季度定期发布通货膨胀报告,就中央银行对当前或

者未来宏观经济走势的判断和货币政策意图及时向公众进行通报和沟通。

中央银行采用什么样的货币政策策略,取决于其所面临的激励结构和特有的货币政策制度安排。Barro和Gordon(1983)认为,如果社会直接将货币政策委托给中央银行执行,在这种制度安排下,中央银行有执行意外的通货膨胀政策的激励,从而导致中央银行的货币政策有通货膨胀倾向(inflation bias)。因此,货币政策制度设计的核心,就是通过某种制度安排,克服中央银行的机会主义行为。近年来出现的大量对钉住通货膨胀制度的理论研究也基本上属于这一范畴。以Svensson和Mishkin为代表的大部分学者对通货膨胀钉住制度持肯定态度。Svensson(1997)认为,在通货膨胀钉住制度下,由于中央银行的目标函数和社会的目标函数一致,因此,与货币供应量钉住和名义收入钉住等其他目标规则相比,钉住通货膨胀的货币政策能够使社会福利损失最小

* 杨建明:上海期货交易所发展研究中心 上海浦东新区浦电路500号 200122 电话:021-68401007 电子信箱:yang.jm@shfe.com.cn。

化。Walsh(1999)认为,在通货膨胀钉住制度下的货币政策实施过程,其实是中央银行和公众之间的一个博弈过程,中央银行宣布的通货膨胀目标将影响公众对未来通货膨胀的预期,反过来后者又会对货币当局具体通货膨胀目标值的确定产生影响。在这一博弈过程当中,通货膨胀目标就构成了对中央银行行为的约束,减轻中央银行的机会主义行为。

一些学者对钉住通货膨胀的货币政策在发展中国家国家的适用性提出了怀疑。Masson等(1997)认为,如果一国中央银行的货币政策不具有独立性,或者缺乏相应的货币政策工具,钉住通货膨胀的货币政策就难以达到预期目标。

本文试图在Barro和Gordon(1983)提出的分析框架内,解释钉住通货膨胀的货币政策对产出和通货膨胀的影响。与以往的研究相比,本文的主要特点表现在两个方面。首先,模型的假定与通货膨胀制度的实际更加相符。在我们的通货膨胀钉住制度的模型当中,政府的目标是社会福利最大化。在此前提下,政府拟定一个最优的通货膨胀目标,委托给一个独立的中央银行去执行。其次,我们将货币政策的透明度纳入到模型当中,考察货币政策透明度对钉住通货膨胀的货币政策有效性的作用。从当前货币政策发展的实践来看,中央银行货币政策的操作是否具有透明度也同样重要。

二 基本模型

(一)模型设定

基本模型主要由四个方程组成。一是政府的效用函数。它刻画了政府对产出波动和通货膨胀波动的偏好,决定政府在面临宏观经济波动时的通货膨胀目标的选择。二是中央银行的效用函数。中央银行的效用函数取决于中央银行相对于政府的独立程度。三是附加预期的Phillips曲线。这是宏观经济模型中的一个标准假设,它考虑到了通货膨胀粘性以及预期对通货膨胀行为的影响。四是货币数量方程。

1. 政府的目标函数。为了确定中央银行的政策选择,需要先规定政府的行为偏好。一个标准的

做法是假定政府的目标函数包括产出与通货膨胀两个变量,希望同时稳定产出和通货膨胀,假定长期均衡状态下的产出增长率和通货膨胀率均为零,则政府的效用损失函数为:

$$L_t = (y_t - \gamma)^2 + k\pi_t^2 \quad (1)$$

其中, y_t 是产出增长率, $\gamma \geq 0$ 代表政府对经济的干预程度。有关 $\gamma \geq 0$ 的假设有几种常见的解释。绝大多数时候,人们把问题的症结归结为劳动市场(如工资税的存在以及寻找新的就业机会的搜寻成本)和产业结构的扭曲,认为这些扭曲使经济的均衡产出率陷于无效率的低水平。另外一种解释是垄断竞争部门的存在使均衡产出水平低于充分就业时的产出水平^①。损失函数表明,政府在稳定通货膨胀的同时,希望将产出保持在充分就业水平。系数为一个大于或等于零的实数,反映了政府对稳定通货膨胀率和产出增长率的权重。假定中央银行做出决策时面临的上期通货膨胀率为 π_{t-1} 。

2. 中央银行的目标函数。在通货膨胀钉住制度下,作为社会的代表者的政府制定通货膨胀目标 π_t^T ,并将货币政策委托给中央银行执行。中央银行以通货膨胀为首要目标,并对是否达到政府制定的通货膨胀目标负责。即通货膨胀钉住制度下中央银行的目标函数为: $\text{Min}(\pi_t - \pi_t^T)^2$ 。

3. 附加预期的Phillips曲线。由于存在着调整成本,公众无法对当期的经济冲击做出灵活的反应。为不失一般性,我们假定包含了通货膨胀粘性的Phillips曲线满足如下形式:

$$\pi_t = \lambda\pi_{t-1} + (1-\lambda)\pi_t^e + \theta y_t \quad (2)$$

λ 与 θ 为常数。 $0 \leq \lambda \leq 1$,反映了价格调整的快慢程度。 λ 越大表明价格粘性程度越高; $\lambda=0$ 表明价格能够完全灵活调整; $\lambda=1$ 表示价格具有完全粘性,即本年的通货膨胀率完全由上期的通货膨胀率和本期产出缺口 y_t 决定。非负常数 θ 反映了通货膨胀对产出缺口的敏感程度。 π_t^e 表示的是

^① 我们同意Svensson(1997)的观点,如果是由于经济运行中各种扭曲的存在使得均衡的就业水平低于充分就业水平,最优的办法是着手消除这种扭曲。如果这种办法短期内不可行,通过寻求一种恰当的货币政策使得这种扭曲给社会经济带来的福利损失最小,是一种次优的解决办法。

公众在 $t-1$ 期末对 t 期的通货膨胀预期。

4. 货币数量方程^① 表述如下：

$$y_t = m_t - \pi_t \quad (3)$$

其中, m_t 为货币增长率。货币数量方程反映了产出、通货膨胀和作为中央银行政策工具的货币供应量之间的关系。

(二) 模型分析和求解

在一个典型的通货膨胀钉住制度下, 政府负责通货膨胀目标的制定, 中央银行独立运用货币政策工具, 力图实现政府制定的通货膨胀目标。因此, 这实际上是一个委托—代理结构。在这种制度安排下, 中央银行的目标函数和约束条件分别为：

$$\begin{aligned} & \text{Min } (\pi_t - \pi_t^T)^2 \\ & s. t. \pi_t = \lambda\pi_{t-1} + (1-\lambda)\pi_t^c + \theta y_t \end{aligned}$$

$$0 \leq \lambda \leq 1, y_t = m_t - \pi_t$$

政府的目标函数为：选择一个适当的 π_t^T , 使得 $(y_t - r)^2 + k\pi_t^2$ 最小, 即：

$$\text{Min}_{\pi_t^T} \{ (y_t - \gamma)^2 + k\pi_t^2 \}, \quad k \geq 0$$

解得：

$$\pi_t^c = \frac{\lambda^2}{\lambda^2 + k\theta^2} \pi_{t-1} + \frac{\lambda\theta}{\lambda^2 + k\theta^2} \gamma \quad (4)$$

$$y_t^c = \frac{\lambda k \theta}{\lambda^2 + k\theta^2} \pi_{t-1} + \frac{\lambda \gamma}{\lambda^2 + k\theta^2} \gamma \quad (5)$$

$$L^c = \frac{k}{\lambda^2 + k\theta^2} (\theta\lambda + \lambda\pi_{t-1})^2 \quad (6)$$

为了更清楚地了解钉住通货膨胀的货币政策对产出和通货膨胀的影响, 我们不妨将通货膨胀钉住制度与 Barro 和 Gordon (1983) 模型下的中央银行行为做比较。在后者情况下, 中央银行的目标函数和约束条件分别为：

$$\text{Min } \{ (y_t - \gamma)^2 + k\pi_t^2 \}, \quad k \geq 0$$

$$s. t. \pi_t = \lambda\pi_{t-1} + (1-\lambda)\pi_t^c + \theta y_t$$

$$0 \leq \lambda \leq 1, y_t = m_t - \pi_t$$

在这种策略下, 通货膨胀、国民收入、中央银行目标函数损失分别为：

$$\pi_t^d = \frac{\lambda}{\lambda + k\theta^2} \pi_{t-1} + \frac{\theta}{\lambda + k\theta^2} \gamma \quad (7)$$

$$y_t^d = \frac{\lambda k \theta}{\lambda + k\theta^2} \pi_{t-1} + \frac{\lambda}{\lambda + k\theta^2} \gamma \quad (8)$$

$$L^d = \frac{k(k\theta^2 + 1)}{(\lambda + k\theta^2)^2} (\theta\gamma + \lambda\pi_{t-1})^2 \quad (9)$$

首先看两种不同货币政策制度安排下的通货

膨胀行为。比较 (4) 式和 (7) 式, 由 $\lambda < 1$ 可知,

$$\frac{\lambda}{\lambda + k\theta^2} > \frac{\lambda^2}{\lambda^2 + k\theta^2}$$

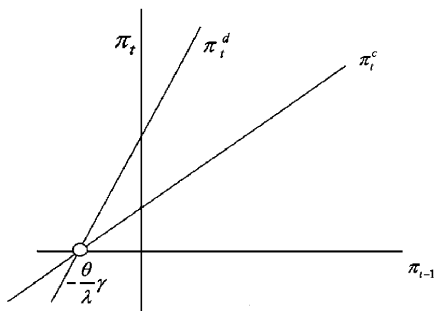


图 1 不同货币政策安排下的均衡通货膨胀率水平

由图 1 可知, $\pi_{t-1} > -\frac{\theta\gamma}{\lambda}$ 时, $\pi_t^d > \pi_t^c > 0$; $\pi_{t-1} < -\frac{\theta\gamma}{\lambda}$ 时, $\pi_t^d < \pi_t^c < 0$, 即总有 $|\pi_t^c| < |\pi_t^d|$ 。也就是说,

通货膨胀钉住制度下通货膨胀的波动小于完全相机抉择的水平。特别是在通货紧缩情况下, 即 $\pi_{t-1} < 0$, 通货膨胀钉住制度下的通货膨胀率高于相机抉择下的通货膨胀率水平。而处于通货膨胀情况下, 即 $\pi_{t-1} > 0$ 时, 通货膨胀目标下的通货膨胀率低于相机抉择下的通货膨胀水平。因此, 在通货紧缩时期, 通货膨胀目标制度能够有效的使宏观经济走出通货紧缩; 在通货膨胀时期, 通货膨胀钉住制度又能有效抑制通货膨胀水平。由此我们可以得出命题 1。

命题 1: 在存在通货膨胀粘性的条件下, 钉住通货膨胀货币政策下的通货膨胀波动低于相机抉择货币政策下的波动。

现在来看两种不同的货币政策制度安排下产出的波动。考察产出水平在充分就业水平附近的波动情况。钉住通货膨胀和相机抉择货币政策下

① 由一般的货币数量论公式 $m v = p y$ 可得 $\dot{m} + \dot{v} = \dot{p} + \dot{y}$; 假定货币流通速度恒为常数, 则 $\dot{m} - \dot{p} = \dot{y}$, 换成本文的表示方式, 即 $y_t = m_t - \pi_t$ 。

的产出波动分别为：

$$x^c = y_t^c - \gamma = -k\theta \left(\frac{\lambda}{\lambda^2 + k\theta^2} \pi_{t-1} + \frac{\theta}{\lambda^2 + k\theta^2} \gamma \right)$$

$$x^d = y_t^d - \gamma = -k\theta \left(\frac{\lambda}{\lambda + k\theta^2} \pi_{t-1} + \frac{\theta}{\lambda + k\theta^2} \gamma \right)$$

函数图形表示如下：

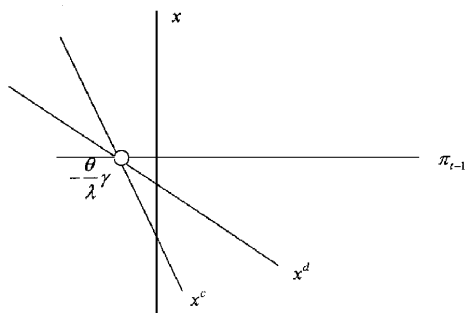


图 2 不同货币政策安排下的均衡产品水平

由图 2 可以看出, $|x^c| > |x^d|$, 即通货膨胀钉住制度下的产出波动大于完全相机抉择下的产出波动。特别是, 初始通货膨胀率水平越高, 实行通货膨胀钉住制度带来的产出损失越大。从直觉上看, 这个结果的经济含义是明显的。通货膨胀目标将其货币政策对通货膨胀预期的影响内生化于其经济决策当中, 通过这种方式, 中央银行降低了通货膨胀, 由于通货膨胀粘性的存在, 这种对通货膨胀的降低将带来产出的波动。这也解释了为什么实行通货膨胀目标的国家, 基本上都是在通货膨胀率水平较低时实行钉住通货膨胀的货币政策。由此我们可以得出命题 2。

命题 2: 在存在通货膨胀粘性的条件下, 钉住通货膨胀货币政策下的产出波动大于相机抉择货币政策下的产出波动。特别是, 初始通货膨胀率水平越高, 实行通货膨胀钉住制度带来的产出损失越大。

比较(6)式和(9)式, 钉住通货膨胀和相机抉择货币政策下的福利损失分别为：

$$L^d = \frac{k(k\theta^2 + 1)}{(\lambda + k\theta^2)^2} (\theta\gamma + \lambda\pi_{t-1})^2$$

$$L^c = \frac{k}{\lambda^2 + k\theta^2} (\theta\gamma + \lambda\pi_{t-1})^2$$

由于 $\lambda \leq 1$, 因此, $L^c \leq L^d$ 。当 $\lambda = 1$ 时, $L^c = L^d$ 。

直觉上, 在通货膨胀钉住制度下, 由于货币政策的制定考虑了对公众预期和产出波动的影响, 因此钉住通货膨胀的货币政策比相机抉择的货币政策更优。当 $\lambda = 1$ 时, 公众的预期不会对本期的通货膨胀产生任何影响, 本期的通货膨胀将完全由上期的通货膨胀和本期的产出水平(取决于中央银行的货币政策)决定, 此时钉住通货膨胀的货币政策等价于相机抉择的货币政策策略。由此我们得出命题 3。

命题 3: 钉住通货膨胀的货币政策下的社会福利损失小于相机抉择货币政策下的社会福利损失。

三 货币政策透明度对钉住通货膨胀制度有效性的影响——一个扩展

通货膨胀钉住制度是政府和中央银行之间达成的一种制度安排。但是, 如果存在不确定性, 这种制度安排具有不稳定性。在关于通货膨胀钉住制度的基本模型中, 由于不存在不确定性, 公众能够很容易地观察到政府或者中央银行是否遵守了通货膨胀目标。在这种情况下, 政府就无法任意改变既定的通货膨胀目标, 否则将受到公众的惩罚(如要求政府官员或者中央银行行长辞职)。但是, 在存在不确定性情况下, 事后的通货膨胀与事前宣布的通货膨胀目标不会完全相等。此时, 政府或者中央银行可以宣布对原定目标的偏离是由不可预料的因素造成, 尽管事实可能并非如此。在这种情况下, 货币政策的透明度对货币政策可信度起着至关重要的作用。这主要有以下两个原因。

首先是随机冲击的存在。为了分析上的方便, 我们在前文中忽略了未预料到的随机冲击对货币政策可信度的影响。实际上, 由于中央银行不可能完全预料到未来的随机冲击, 事后的通货膨胀与事前宣布的通货膨胀目标不会完全相等。如果中央银行的货币政策决策程序不具有透明度, 公众就无法判断事后通货膨胀与事前通货膨胀目标的

偏离究竟是由政府或者中央银行的短视行为造成,还是由未曾预料的需求或者供给冲击造成。这样就会对货币政策的可信度造成损害。其次,货币政策从制定到充分发挥作用,要经历一个相当长的时间,所以公众只能在一段时间以后才能检查中央银行是否推行了合适的货币政策,而货币政策作用期间出现的冲击的干扰使得这种检查更为困难。如果中央银行的货币政策缺乏透明度,这种时滞的存在使得公众很难追究中央银行对失误的责任,难以监测中央银行的货币政策是否可信。货币政策透明度的作用在于,当随机冲击发生后,使公众能够有效判断事后通货膨胀与事前通货膨胀目标的偏离究竟是由政府或者中央银行的短视行为造成,还是由未曾预料的需求或者供给冲击造成,从而增强货币政策的可信度;反则反之。

在本部分中,我们提出一个考虑货币政策透明度的扩展模型,着重考察其对货币政策可信度及对通货膨胀钉住制度有效性的影响。

模型分析和求解:假定(10)式为公众的预期形成方式。

$$\pi^e = \pi^T + \omega(\pi^d - \pi^T) \quad (10)$$

其中, ω 是货币政策透明度指数, $0 \leq \omega \leq 1$, ω 越大,表明货币政策的透明程度越低。 $\omega=0$ 对应货币政策具有完全的透明度的情形,此时公众完全相信中央银行的货币政策,公众的通货膨胀预期等于中央银行事先宣布的通货膨胀目标。 $\omega=1$ 对应于货币政策完全不透明的情形,在这种情形下,公众的通货膨胀预期等于完全相机抉择下的通货膨胀的均衡水平,即 $\pi^e = \pi^d$ 。此时,中央银行的目标函数为:

$$\begin{aligned} & \text{Min } (\pi_t - \pi_t^T)^2 \\ & s. t. \quad \pi_t = \lambda\pi_{t-1} + (1-\lambda)\pi_t^e + \theta y_t \\ & 0 \leq \lambda \leq 1, \quad y_t = m_t - \pi_t + v_t, \\ & \pi^e = \pi^T + \omega(\pi^d - \pi^T) \end{aligned}$$

政府的目标函数为:

$$\text{Min}_{\pi^T} \{ (y_t - \gamma)^2 + k\pi_t^2 \}, k \geq 0$$

令 $\chi = \lambda + (1-\lambda)\omega$, 可得政府的通货膨胀目标为:

$$\pi_t^T = \frac{\lambda\chi}{\chi^2 + k\theta^2} \pi_{t-1} + \frac{(\chi - \lambda)\omega(\chi - \theta\chi)}{(\chi^2 + k\theta^2)(\chi + \theta)} \pi^d +$$

$$\frac{\chi\theta}{\chi^2 + k\theta^2} \gamma \quad (11)$$

我们考察 π_t^T 随 χ 变化的性质,令:

$$U = \chi^2(\lambda + k\theta^2 + 1 + \theta) + \chi(k\theta^3 - \lambda) \quad (12)$$

$0 \leq \chi \leq 1$ 时,函数 U 和 V 如图 3 所示。

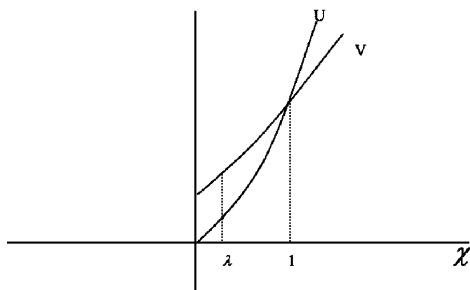


图 3A 当 $r\theta^3 \geq 1$ 时, U 和 V 的递增速度比较

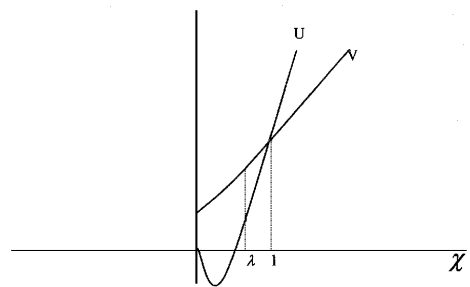


图 3B 当 $r\theta^3 < 1$ 时, U 和 V 的递增速度比较

由图 3A 可以看出,无论是哪种情形,当 $\lambda \leq \chi \leq 1$ 时,函数 V 总是大于或者等于 U ,且 V 的递增速度小于 U 的递增速度。由此我们可以得出,式(11)中的 π_t^T 总是小于或者等于 π^d ,且是 χ 的增函数。因 χ 是 W 的减函数,因此 π_t^T 是 W 的减函数。即透明度越低,通货膨胀越高。由此我们得出命题 4。

命题 4: 在存在不确定性情况下,通货膨胀钉住制度下均衡通货膨胀率的高低取决于货币政策的透明度。货币政策透明度越高,通货膨胀率水平越低;反则反之。

四 借鉴与启发

我们的研究表明,通货膨胀钉住制度能够在有效降低通货膨胀的同时,使得社会福利的损失达到最小化。但是,通货膨胀钉住制度不是灵丹妙药,其适用性取决于其所依赖的前提条件。货币政策的独立性、中央银行对事先确定的通货膨胀目标负责、顺畅的货币政策传导机制是必须满足的三个前提条件。对于中国目前的情况而言,货币政策传导机制不畅和银行体系的巨额不良资产所带来的金融风险,是货币政策管理和执行面临的两大难点。在这种情况下,推行通货膨胀钉住制度不但不一定取得预期的效果,反而会使中国的金融体系面临更大的金融风险。但是,通货膨胀钉住制度这一新的货币政策制度安排对中国目前正在进行的货币政策制度改革仍不乏启发意义。

(一)中央银行货币政策的独立性

中央银行的独立性是指中央银行可以自主决定货币政策的程度,这一概念已经成为理论界和决策部门对货币当局组织分析的基础。中央银行货币政策独立性的要义在于中央银行的货币政策决策应当避免政治的干扰。这对于中央银行货币政策的可信度有着至关重要的作用。关于中央银行货币政策独立的重要性,有关文献多有论述,但是,对于中央银行货币政策独立性采取一种什么样的形式来达到,并没有一个清晰的概念。

Fischer (1995)把中央银行的独立性区分为目标独立和货币政策工具独立。按照这一区分标准,我们可以把中央银行的独立性划分为三种类型:完全不独立,即中央银行的货币政策目标和货币政策工具的操作都在政府的掌握之下;相对独立,即政府制定货币政策目标,中央银行不受政府干预的自由的操作货币政策工具以达到既定的货币政策目标;完全独立,即中央银行制定货币政策目标并自由的操作货币政策工具以达到其目标。

在通货膨胀钉住制度下的中央银行独立性属于第二种类型,即相对独立。这种中央银行的相对独立性表现在两个方面。首先,在中央银行法案中明确规定中央银行的首要目标是价格稳定,但是,某一时期内具体的通货膨胀目标由政府制定。其

次,中央银行在货币政策工具的操作上具有独立性。货币政策的独立性使得中央银行的货币政策不受财政政策的支配或者制约,否则,大量的、持续的财政赤字将加大通货膨胀压力,这将削弱货币政策在实现通货膨胀目标方面的有效性,并迫使中央银行采用高通胀率的货币政策。

通货膨胀钉住制度所取得的成功,使我们对于货币政策的独立性有了新的认识。一个时期具体的通货膨胀应达到什么样的水平,要参照当时的产出和就业状况,在这一点上,中央银行不可能完全替代政府的作用。问题的关键不在于通货膨胀目标由谁制定,而是目标一旦确定,就应当有一个机制,确保这一目标得到不折不扣地执行,以确保货币政策的可信度。在这一点上,货币政策工具的独立性以及中央银行的责任性就起着重要的作用。因此,通货膨胀钉住制度这一新的制度安排给我们的启示是,货币政策的独立性不一定拘泥于某种单一的形式,只要中央银行具有能够自由运用货币政策工具的权力,并对其行为负责,货币政策可信度同样可以达到。

(二)货币政策的透明度

国际货币基金组织拟定的《货币和金融政策透明度良好行为准则》中,把透明度定义为“一种环境,即在易懂、容易获取并且及时的基础上,让公众了解有关政策目标及其法律、制度和经济框架,政策制定及其原理,与货币和金融政策有关的数据和信息,以及机构的职责范围”。

在实行通货膨胀钉住制度的国家,其货币政策无一例外的具有很高的透明度。主要表现在以下四个方面:明确中央银行责任和通货膨胀目标;公开中央银行货币政策的决策过程,并定期对货币政策执行情况加以报告;及时向公众提供有关货币和金融运行的有关信息;运用相应的机制确保中央银行的责任性和诚信。

透明度是公众判断中央银行货币政策是否达到既定目标的信息基础,目的在于使公众了解并相信中央银行的政策意图。货币政策具有良好的透明度,能够使公众获得更多的货币和金融政策信息,提高市场潜在的效率。同时,透明度也使得中央银行置于公众的监督之下,使其在做出决策

及具体执行时更有责任感,尤其是在中央银行被赋予很高的独立性的时候。

(三) 货币政策的中介目标

当前各国货币政策实践表明,由于金融创新的发展,已经不存在一个能够与重要经济变量(如通货膨胀和经济增长)存在长期、稳定联系的变量。传统的货币政策中介目标如货币供应量、名义国民收入等,有效性大为减弱。中国货币政策的实践也表明了这一点(夏斌、廖强,2001)。货币政策中介目标的有效性减弱,是多种宏观和微观经济因素综合作用的结果。但事实本身并不足以构成判断货币政策“好”与“坏”的标准。中央银行能够控制的只是基础货币、贴现率等其所能直接控制的因素,而不能控制企业、个人等经济主体的微观投资行为,更不能长期内对宏观经济保持持久的影响力。

通货膨胀钉住制度的实践为解决中介目标有效性这个问题提供了两个新的思路:一是充分利用一切有关当前和未来宏观经济运行状况的信息,为货币政策的及时调整提供参考和依据。货币政策的“紧”还是“松”等方向性判断固然重要,但对于实际的货币政策操作者而言,一项货币政策出台的力度和时机的把握,也许更为重要。正是从这个角度而言,能否及时、准确、迅速地得到关于当前和未来宏观经济运行的信息,并据此进行适当的货币政策操作,要比一味追求某种实际上已经不存在的、与产出、通货膨胀有所谓“密切联系”的“中介目标”好得多。

另外一种办法是进行货币政策制度的创新。当前,实行通货膨胀钉住制度的国家,已经放弃了以货币供应量为中介目标的做法,转而直接以通货膨胀作为货币政策的目标,并强调中央银行的独立性、责任性以及货币政策的透明度在一个成功的货币政策中所起的重要作用。

五 结论

我们的研究表明,与不存在名义锚的货币政策制度相比,在存在通货膨胀粘性的条件下,通货膨胀钉住制度下的均衡通货膨胀波动低于机会主义行为下的波动,产出波动大于机会主义行

为下的产出波动。但是,从整体来看,社会福利由于实行通货膨胀钉住制度而得到改善。我们的研究结果有助于解释三个关于通货膨胀钉住制度的经验事实。

首先,由于通货膨胀钉住制度在增进了货币可信度的同时,最大限度的保持了货币政策的灵活性,因此,通货膨胀钉住制度的采纳有助于改善社会福利,这解释了为什么越来越多的国家实行了通货膨胀钉住制度这样一种新的货币政策框架。

其次,通货膨胀钉住制度的实行可能会引起产出的更大波动。产出的大幅波动有可能会引致公众的反对,尽管从长期来看社会的总体福利得到了提高。我们的研究表明,在低通货膨胀时期,实行通货膨胀钉住制度带来产出的波动小于高通货膨胀时期。这解释了为什么实行通货膨胀钉住制度的国家大多是在通货膨胀得到一定程度控制以后,才采纳了这种货币政策制度安排。

再次,在通货膨胀钉住制度下,货币政策的透明度对通货膨胀钉住制度的成败至关重要。透明度是公众判断中央银行货币政策是否达到既定目标的信息基础,它起到对中央银行行为进行监督的作用。各国实行通货膨胀钉住制度的实践亦印证了我们的观点。

参考文献:

- 夏斌、廖强(2001):《货币供应量已不宜作为当前我国的货币政策中介目标》,《经济研究》第8期。
- Barro, R. J. and Gordon, D. "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy." *Journal of Monetary Economics* 12, 1983, pp. 101-21.
- Fischer, Stanley. "Central Bank Independency Revised." AEA papers and proceedings, May 1995, 85(2), pp. 201-205.
- Masson, Paul R.; Savastano, Miguel A. and Sharma, Sunil "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries." IMF Working Paper, 1997.
- Svensson, Lars E. O. "Inflation Targeting: Some Extensions." NBER Working Paper 5962, 1997.
- Walsh, Carl E. "Announcements, Inflation Targeting and Central Bank Incentives." *Economica* 66, 1999, pp. 255-69.

(截稿:2004年2月 责任编辑:杜亚平)

中国社会科学院世界经济研究所网站

<http://www.iwep.org.cn/>制作