

通货膨胀目标制的理论思考

——论我国货币政策中介目标的重新界定

奚君羊,刘卫江

(上海财经大学 现代金融研究中心,上海 200433)

摘要:随着经济与金融的不断发展,货币供应量与通货膨胀率等最终目标的相关性以及货币供应量自身的可控性和可测性也受到越来越多的干扰。为此,自1990年代起,一些国家相继改弦更张,把货币政策目标由货币供应量转为通货膨胀率,由此形成所谓的通货膨胀目标制。本文运用模型分析,在封闭经济的假设基础上分别讨论了严格通货膨胀目标制和灵活通货膨胀目标制。针对我国目前的货币供应量目标缺乏有效性状况,本文认为可以借鉴通货膨胀目标制对我国货币政策中介目标进行重新界定。

关键词:通货膨胀目标制;政策时滞;货币政策中介目标

中图分类号:F821.0;F821.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2002)04-0003-06

1970年代之前,西方国家主要以利率作为货币政策的中介目标,随着1970年代“经济滞胀”现象的出现和货币主义的兴起,货币供应量作为中介目标倍受宠爱。但是,1980年代以来,金融创新(financial innovation)、“货币基数偏移”(monetary base drift)、货币流通速度不稳定(monetary velocity instability)等制度因素的出现,使货币供应量与最终目标的相关性大幅削弱,货币供应量作为中介目标的可靠性受到严峻的挑战。

自1990年代起,一些国家直接采用通货膨胀率本身作为货币政策目标,即所谓的通货膨胀目标制。由于通货膨胀目标制把稳定通货放在首位,这就要求中央银行通过对未来价格变动的预测把握通货膨胀的变动趋势,提前采取紧缩政策抑制持续性的通货膨胀压力,或提前采取扩张的政策来应对持续性的通货紧缩。

通货膨胀目标制在发达国家的成功运用获得了许多实例研究(empirical study)的验证(Bernanke, Laubch, Mishkin and Posen, 1999)。但是在发展中国家,由于缺乏实际部门的价格数据的历史资料,不存在可靠的通货膨胀预测手段,中央银行的独立性又往往太弱,加上缺乏反通货膨胀的历史,所以建立并维持通货膨胀目标制存在较多的障碍(Masson, Savastano and Sharma, 1997)。不过米什金(Miskin, 2000)的看法比较积极,认为金融市场的市场化程度较高,具备使用间接货币政策操作手段的发展中国家仍然可以采用通货膨胀目标制。本文旨在通过对通货膨胀目标制的深入考察,结合我国货币政策的运行现状,探讨我国以通货膨胀率作为货币政策中介目标的必要性。

一、封闭经济条件下的严格通货膨胀目标制

为使分析过程得到简化,我们首先建立一个只生产一种商品的封闭经济体模型。该经济体

收稿日期:2002-02-24

作者简介:奚君羊(1955—),男,上海市人,上海财经大学现代金融研究中心教授,博士生导师;

刘卫江(1973—),男,湖南邵阳人,上海财经大学金融学院博士生。

的结构特征可由下述两个等式表示,且所有参数为正:

$$\pi_t - \pi_{t-1} = m_1 y_{t-1} + \mu_t \quad (1)$$

$$y_t = k_1 y_{t-1} - k_2 (i_{t-1} - \pi_{t-1}) + v_t \quad k_1 < 1, \quad (2)$$

其中: π_t 为 t 时的通货膨胀率; y_t 为产出缺口,即实际产出与潜在产出之比的自然对数值; i_t 为由中央银行直接控制的名义利率; m_1, v_t 为 ΠD (即独立同一分布)随机冲击。

等式(1)表示通货膨胀的变动与上期产出缺口存在正向相关。等式(2)表示本期产出缺口与上期产出缺口正向相关而与上期的实际利率负向相关。由等式(1)推断,政策行为对产出存在一个时期的滞后影响,而对通货膨胀率则存在两个时期的滞后影响。政策工具变化到通货膨胀率变化之间的时滞可称为控制时滞。根据目前发展中国家的金融结构特征,我们可以作出合理的假定,即中央银行能直接控制利率从而影响总需求。于是,中央银行的政策损失函数(L_t)为:

$$L_t = \frac{(\pi_t - \bar{\pi})^2}{2} \quad (3)$$

其中: $\bar{\pi}$ 为通货膨胀目标值。

在时期 t , 中央银行的政策目标是决定当前和未来的利率,以便根据等式(1)和等式(2)使政策损失函数(L)的贴现值总和(u_t)最小化,即

$$\min u_t = E_t \sum_{h=t}^{\infty} \delta^{h-t} L_h = E_t \left\{ \sum_{h=t}^{\infty} \delta^{h-t} \frac{(\pi_h - \bar{\pi})^2}{2} \right\}, 0 < \delta < 1, \quad (4)$$

其中: δ 为贴现因子; E_t 为基于时期 t 的中央银行信息集的条件预算因子。

由等式(1)和等式(2)可推出:

$$\pi_{t+2} = \alpha_1 \pi_t + \alpha_2 y_t - \alpha_3 i_t + z_{t+2} \quad (5)$$

等式(5)说明中央银行在时期 t 的利率安排,将在 $t+2$ 期后才影响价格水平,而不是在 t 期或 $t+1$ 期。依次类推, $t+1$ 期的利率安排只影响 $t+3$ 期的通货膨胀……于是,上述的最优化问题的求解就成为如何在 t 期安排名义利率使得时期 $t+2$ 的预期通货膨胀率等于目标值。等式(4)中目标函数 μ_t 值的最小化问题也就简化为单阶段的问题,即

$$\min \frac{\delta^2}{2} E_t (\pi_{t+2} - \bar{\pi})^2 \quad (6)$$

根据等式(5),求解等式(6)的一阶条件可得:

$$\pi_{t+2/t} = \bar{\pi} \quad (7)$$

等式(7)表示,在存在两个时期控制时滞的情形下,中央银行的最优决策即为将名义利率确定为基于时期 t 的可得信息条件下对时期 $t+2$ 的预期通货膨胀率,它等于通货膨胀率的目标值。

由等式(5)可知, $E_t z_{t+2} = 0$,于是有:

$$\pi_{t+2/t} = \alpha_1 \pi_t + \alpha_2 y_t - \alpha_3 i_t \quad (8)$$

这一结论表明,从利率的变动到影响通货膨胀率之间存在时滞,因此货币政策的制定应当建立在对通货膨胀率进行预测的基础之上;当前的通货膨胀率高于预测值的幅度越大,则利率越高。于是,通货膨胀预测值可以视为一个政策中介目标,这也是斯文森(Svensson, 1997b)把通货膨胀目标制称作通货膨胀预测目标制的原由。在政策偏好结构已定的前提下,使用通货膨胀预测值作为政策规则中的中介目标应是最优的。通货膨胀预测值与模型中即期可观察到的变量之间可以很容易地建立联系。令等式(8)中 $\pi_{t+2/t} = \bar{\pi}$,结合等式(5)的前提条件,则中央银行的反应函数形式为:

$$i_t = \pi_t + \beta_1 (\pi_t - \bar{\pi}) + \beta_2 y_t \quad (9)$$

等式(9)说明了中央银行的最优货币政策规则,即把名义利率向上调整到能反映产出缺口的增加,且当前通货膨胀率及其与期望通货膨胀率的差异对中央银行来说已是最优选择。把当前

通货膨胀率纳入最优货币政策规则这是因为其是预测未来通货膨胀率的重要依据,但其本身并非政策目标。尽管中央银行不能防止实际通货膨胀率与目标值之间的暂时性偏差,但至少能使这种状况不能持续下去。

由于冲击因素出现在控制时滞之内,即在中央银行已经确定利率为其最优值(i_t)之后,时期 $t+2$ 的实际通货膨胀率(π_{t+2})与通货膨胀预测值($\pi_{t+2/t}$)及通货膨胀目标值($\bar{\pi}$)的偏差仅为预测误差(Z_{t+2}),即 $\pi_{t+2} = \pi_{t+2/t} + Z_{t+2}$,或 $\pi_{t+2} - \bar{\pi} = Z_{t+2}$ 。因此,即使中央银行遵循了最优货币政策的安排规则,也不能完全消除实际通货膨胀率与通货膨胀目标值之间的偏差。

二、政策权衡与灵活通货膨胀目标制

现在我们来分析灵活通货膨胀目标制。灵活通货膨胀目标制是指中央银行不仅关心通货膨胀,而且还关心产出缺口,因而对通货膨胀目标的限定相对比较宽松。在这种情况下由等式(3)表示的即期政策损失函数就变为下式:

$$I_t = \frac{(\pi_t - \bar{\pi})^2}{2} + \frac{\lambda y_t^2}{2}, \lambda > 0 \quad (10)$$

其中: λ 为产出的周期性变动的相对权重。

政策损失的贴现值之和的期望值可由下式表示:

$$u_t = E_t \left\{ \sum_{h=0}^{\infty} \delta^h \left[\frac{(\pi_{t+h} - \bar{\pi})^2 + \lambda y_{t+h}^2}{2} \right] \right\} \quad (11)$$

当通货膨胀率和产出缺口都进入目标函数时,导出最优利率规则的过程就比先前的情形更为复杂。等式(11)的最小化问题无法“分解”为一系列单阶段问题,因为当前的通货膨胀率取决于滞后现象的形成,当前的产出取决于滞后的通货膨胀。一种变通的方法是使用标准的动态程序技术,由此可以得出等式(11)的最小化的一阶条件为:

$$\pi_{t+2/t} = \bar{\pi} - \frac{\lambda}{\delta m_1 \theta} y_{t+1/t} \quad \theta > 0 \quad (12)$$

$$\theta = \frac{1}{2} \left\{ 1 - \xi + \sqrt{(1 + \xi)^2 + 4\lambda/m_1^2} \right\}, \xi = \frac{\lambda(1 - \delta)}{\delta m_1^2}$$

在作为一阶条件的等式(12)中,只要前一时期的期望产出缺口为零(即 $y_{t+1/t} = 0$),那么通货膨胀预测值($\pi_{t+2/t}$)将等于通货膨胀目标值。在通常情况下,只要 $\lambda > 0$,若产出缺口为负(或正),则通货膨胀预测值($\pi_{t+2/t}$)就大于(或小于)通货膨胀目标值($\bar{\pi}$)。原因在于若产出缺口时期 $t+1$ 的通货膨胀预期为负,中央银行将试图通过在时期 t 降低利率(假定利率存在一个时期的时滞)来减缓产出下降。这种扩张政策将导致在时期 $t+2$ 出现较高的通货膨胀率,因而在时期 t 就需要提高对时期 $t+2$ 的通货膨胀的预测值。因此, λ 值(即政策损失函数中产出波动的相对权重)越高,预期的产出缺口对通货膨胀预测值的影响就越大。根据等式(1)和等式(12)可以得到:

$$\pi_{t+2/t} - \bar{\pi} = \varphi(\pi_{t+1/t} - \bar{\pi}), 0 \leq \varphi = \frac{\lambda}{\lambda + \delta m_1^2 \xi} < 1 \quad (13)$$

等式(13)表明,时期 $t+2$ 的通货膨胀预测值与通货膨胀目标值的偏差和时期 $t+1$ 的通货膨胀预测值与通货膨胀目标值的偏差成正比关系。当 $\lambda = 0$ 时,等式(7)成立,即时期 $t+2$ 的通货膨胀预测值等于通货膨胀目标值。以上的分析表明,产出的周期性变动对中央银行具有重要意义,把通货膨胀预测值逐渐调整到通货膨胀目标值是中央银行的最优选择。产出权重(λ)在政策损失函数中越高,这一调整过程就越慢。根据等式(1)、等式(2)和等式(13)可以得出中央银行的显性反应函数:

$$i_t = \pi_t + \beta'_1(\pi_t - \bar{\pi}) + \beta'_2 y_t \quad (14)$$

等式(14)表明,最优利率规则要求名义利率要对当前通货膨胀率、产出缺口和当前通货膨胀

率与目标值之差有正向反应。比较等式(9)和等式(14)这两个反应函数,我们可以发现,等式(14)的系数较小,这意味着等式(14)的反应速度较慢。这是因为在政策损失函数中,即等式(10)式中产出周期性变动有一个正的权重。反应速度较慢意味着经济体受到冲击时,把当前通货膨胀率调整到目标值所需的时间将会超过控制时滞给定的两个时期的最小值。我们把非预期冲击出现后,预期通货膨胀率恢复到目标值所需的时间称为隐性目标时滞。隐性目标时滞的长度不但与所受冲击的大小和持续程度正相关,而且与中央银行目标函数中产出变动的相对权重正相关。隐性目标时滞的长度取决于冲击的初始类型,即这种冲击是总需求冲击还是总供应冲击。这是因为政策调整的传递时滞一般依赖于经济所遭受到的冲击的类型和这些冲击作用于私人部门行为时的渠道。

三、通货膨胀目标制与中国货币政策中介目标的重新界定

(一)我国货币供应量目标缺乏有效性及其成因

1993年,我国中央银行首次向社会公布货币供应量指标,并于1996年起采用货币供应量 M_1 和 M_2 作为货币政策的调控目标。1998年,我国彻底放弃了信贷规模管理,改以货币供应量作为中介目标(夏斌、廖强,2001)。然而多年来我国调控货币供应量的实践并未表明该政策目标具有充分的有效性。由表1可以看出,从1996年我国正式确定 M_1 为货币中介目标。 M_1 和 M_2 为观测目标起,实际货币供应量与目标值之间始终存在很大的离差。由此可知,作为中介目标的货币供应量在可控性上存在严重缺陷。从稳定价格并以此促进经济增长这一货币政策的最终目标来看,货币供应量目标也不能令人满意。从1998年起, M_1 与价格出现了明显的背离趋势,价格在 M_1 快速增长的情况下继续呈现持续性负增长,出现通货膨胀紧缩的迹象,经济增速也是逐年下降。

货币供应量目标缺乏有效性的原因主要有四个方面:一是货币供应量的计量口径可能失真。我国的证券交易保证金、外币存款等具有一定货币功能的金融资产原先并未纳入货币供应量的统计口径,直到2001年6月,证券交易保证金才在 M_2 中得到体现。二是基础货币投放常因外汇干预或所谓的“倒逼机制”等原因而难以控制且货币乘数不稳定。三是货币流通速度下降,尤其是1996年后 M_1 和 M_2 的流通速度出现了急剧下降的现象(郑超愚、陈景耀,2000)。四是货币政策传导机制出现了“肠梗阻”。夏斌、廖强(2001)的研究表明,在贷款利率管制和证券市场异常发展的制度性约束下,公众对证券投资的收益预期和固定资产投资收益预期的非一致性导致了货币扩张传导机制受阻。

表1 货币供应量增长率目标与实际值(%)

年 份	M_1		M_2	
	实际值	目标值	实际值	目标值
1994	26.2	21	34.5	24
1995	16.8	21—23	29.5	23—25
1996	18.9	18	25.3	25
1997	16.5	18	17.3	23
1998	11.9	17	15.3	16—18
1999	17.7	14	14.7	14—15
2000	16	14	12.3	14

资料来源:1994年~2000年《中国金融统计年鉴》与《人民银行统计季报》。

(二)通货膨胀目标制下的货币政策中介目标的重新界定

以货币供应量作为我国货币政策的中介目标已严重干扰了我国的舆论判断和公众预期。因此,实行通货膨胀目标制,把我国的货币政策目标直接钉在通货膨胀率上,同时将利率、货币供应

量和经济景气指数等其他主要经济变量作为监测指标,这应是一个可行的选择。

通货膨胀目标制用于货币政策的中长期策略有诸多优势:与货币供应量目标相比,通货膨胀目标并不依赖于货币量与价格之间是否有稳定的联系,而是利用所有可得到的信息来决定货币政策工具的运用。通货膨胀目标制由于其可预测性与相关性十分突出,便于公众理解和增加政策透明度从而有利于公众形成稳定合理的预期,提高货币政策的有效性。而且,由于明确的通货膨胀目标增加了中央银行的责任,通货膨胀目标制有助于避免中央银行跌入动态不一致陷阱。

有鉴于此,我们建议放弃货币供应量目标而采纳以长期性的“核心通货膨胀率”作为货币政策目标,即按较长的时间跨度,把通货膨胀的目标值限定在1%~3%这样的幅度内,重构一个通货膨胀目标制下的货币政策操作框架。为此,需要解决以下几个方面的问题:

1. 保证中央银行的独立性与可信度

保证中央银行的独立性和可信度是通货膨胀目标制成功的关键。也就是说,中央银行要有绝对的权力选择必要的政策工具来实现通货膨胀目标。与此同时,增强中央银行的声誉与可信度也是至关重要的。一旦公众对中央银行的意愿和能力产生怀疑,其行为就会与中央银行的要求发生背离,以致影响政策实施的效果。

通货膨胀目标制与固定汇率制度有一定的内在冲突,因为这使得中央银行难以用可信而又透明的方式向公众表达自己优先考虑价格稳定而不是其他货币政策目标的信息。而且中央银行为了保证汇率目标的实现,必然被迫进行外汇干预,导致基础货币的扩张或收缩,从而影响货币供应量的变化,进而对稳定价格的目标不利。实施通货膨胀目标制后,货币当局仍然维持对固定汇率的偏好则必然会导致通货膨胀目标缺乏可信度。

2. 建立一个实际可行的通货膨胀目标

正确选择能真正反映通货膨胀状况的价格指数是有效实施通货膨胀目标制的必要条件。我国现行的各类价格指数中,普遍存在产品的替代偏差、质量偏差以及新产品偏差等问题。因此,开发新的价格指数也许是我们面临的一个无法回避的问题。

另一个需要考虑的方面是确定合理的通货膨胀目标区的宽度。大多数实行通货膨胀目标制的国家都是选择带状通货膨胀目标的形式而不是点状通货膨胀目标的形式,关键原因在于经济行为和结果难以充分预见,因此,使通货膨胀率与某一点的目标值持续保持一致几乎是不可能的。目标区的宽度要根据通货膨胀本身的变动程度、政策时滞及中央银行保留的机动决策的程度而定。中央银行必须处理好的一个关系是:虽然目标区越宽,政策实施就越是便利,但这一目标区对公众的可信度也就越低,因而也就越容易丧失实际意义。

准确预测通货膨胀率也是有效实现通货膨胀目标制的重要条件。中央银行需要通过建立一个可靠的通货膨胀预测模型,把握货币政策传导机制,估计出货币政策工具调节对产出和价格产生影响的时滞。但是,目前我国经济结构尚处于转轨时期,并不具有稳定性,经济主体之间行为关系往往不具有可信度,存在着非一致性预期的经济结构,且尚存有价格管制现象,因此要建立一个精确的预测模型,并相当准确地估计出货币政策变动对通货膨胀影响是一项十分艰巨的任务。当然,通货膨胀率的预测不能单纯建立在数量模型的基础之上,还应该把经济景气指数等其他参考变量以及定性判断有机地结合在一起。

3. 关注资产价格与通货膨胀目标的关系

在现代经济中,资产价格,如股票价格、房地产价格、债务价格等因素在货币政策的操作中所起的作用愈来愈受到人们的重视。在通货膨胀目标制下,资产价格的非预期变动将影响中央银行的通货膨胀预测。这是因为资产价格的迅速腾扬会带来财富效应,从而刺激消费需求,间接推动价格指数上升,因而关注资产价格在逻辑上是成立的,在技术上则表现为需要构造一个包括资产价格在内的广义价格指数,并以此来取代消费价格指数等通货膨胀指标。然而,把资产价格纳

人考察范围的难点在于现存的资产价格模型都是建立在无法观察的变量基础上的,其真实价格很难计算出来,且其经验预测的误差率较高。这使得“正确”价格与资产价格的不确定性变动或投机泡沫很难鉴别开来。如此一来,以资产价格为基础的货币政策可能更易加剧产出和通货膨胀率的波动程度。但不管怎样,忽视资产价格变动的货币政策操作并不可取。近年来,美联储等西方国家的中央银行在进行政策操作时,事实上也是越来越多地考虑了股票等资产价格的变动状况。

对我国而言,实行通货膨胀目标制固然存在一定的困难,但在深入推进市场化改革的过程中,有利的环境和条件正在不断形成。以通货膨胀目标制取代货币供应量目标将是我国货币政策目标的合理选择。

参考文献:

- [1]夏斌,廖强. 货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标[J]. 经济研究,2001,(8).
- [2]郑超愚,陈景耀. 政策规则、政策效应、政策协调:现阶段中国货币政策取向研究[J]. 金融研究,2000,(6).
- [3]Batini, Nicoletta, and Edward Nelson. Optimal Horizons for Inflation Targeting[J]. working paper, No. 119, Bank of England, 2000.
- [4]Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen. Inflation Targeting: Lesson from the International Experience[c]. Princeton University Press, 1999.
- [5]Masson, Paul R., Miguel A. Savastano and Sunil Sharma. The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries[J]. working paper No. 130, IMF, 1997.
- [6]Mishkin, Frederic S. Inflation Targeting in Emerging Market Countries[J]. working paper, No. 7618, NBER, 2000.
- [7]Pierre-Richard Agenor. Monetary Policy under Flexible Exchange Rates[J]. working paper, No. 2511, WB, 2001.
- [8]Svensson, Lars E. O. Optimal Inflation Targeting, Conservative Central Banks, and Linear Inflation Contracts [c]. AER, No. 87, 1997a, pp. 98—114.

Inflation Targeting: Rearrangement of the Intermediate Target for China's Monetary Policy

XI Jun-yang, LIU Wei-jiang

(Research Center for Modern Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Since 1990s' a number of developed and developing countries' central banks have used inflation rate——instead of money supply——as the intermediate target for monetary policy. Inflation targeting requires central banks to focus on the trend of inflation with the forecast of the future price and to take appropriate measures to avoid serious inflation or deflation in advance.

This paper discusses the nature of restricting inflation targeting and flexible inflation targeting in which central banks should not only care for inflation but concern with output and gives reasons for China to adopt inflation targeting.

Key words: inflation targeting; decision lag; intermediate targets for monetary policy