

新兴市场国家实行通货膨胀目标制 所面临的实际问题

安德烈·沙赫特 马克·斯通 马克·策尔默 著
徐建军 余江岩 曹志鸿 译
陈敏强 校



中国金融出版社
国际货币基金组织

新兴市场国家实行通货膨胀目标制 所面临的实际问题

安德烈·沙赫特 马克·斯通 马克·策尔默 著

徐建军 余江岩 曹志鸿 译
陈敏强 校

中国金融出版社
国际货币基金组织

责任编辑：何 为
责任校对：潘 洁
责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

新兴市场国家实行通货膨胀目标制所面临的实际问题/沙赫特 (Schaechter, A.), 斯通 (Stone, M. R.), 策尔默 (Zelmer, M.) 著; 徐建军, 余江岩, 曹志鸿译. —北京: 中国金融出版社, 2002. 8

书名原文: Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries
ISBN 7-5049-2863-1

I. 新… II. ①沙… ②斯… ③策… ④徐… ⑤余… ⑥曹… III. 通货膨胀—目标管理—研究—发展中国家 IV. F821.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 068029 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部: 66024766 读者服务部: 66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京汇元统一印刷有限公司

尺寸 215 毫米×280 毫米

印张 4.25

字数 115 千

版次 2002 年 12 月第 1 版

印次 2002 年 12 月第 1 次印刷

印数 1—1500

定价 15.00 元

如出现印装错误本社负责调换

前言

通货膨胀目标制在新兴市场国家越来越流行,使得这些国家需要更多的基金组织的技术援助,以应对在采用该政策框架时所面临的挑战。本文总结了实行通货膨胀目标制时,在操作和制度政策方面的经验教训,供新兴市场国家参考。这些经验教训以工业国家实行通货膨胀目标制的经验以及新兴市场国家在这方面相对较短的经历为依据。随着实行通货膨胀目标制的国家越来越多,本文所总结的经验教训也将越来越完善。

本文原先是2000年8月为执行董事会准备的。作者曾与一些实行通货膨胀目标制的中央银行官员进行详细的讨论并获得宝贵的意见,对此作者表示深深的谢意。这些官员包括Kevin Clinton(加拿大银行),Guy Debelle(澳大利亚储备银行),Akiva Offenbacher(以色列银行),Michael Reddell(新西兰储备银行),Klaus Schmidt-Hebbel(智利中央银行)和Roger Clews与Gabriel Sterne(英格兰银行)。在本文准备的过程中,作者尤其感谢国际货币基金组织货币与汇兑事务部主任Stefan Ingves,以及Tomás J. T. Baliño、V. Sundararajan和Piero Ugolini等人所提供的指导。本文还得益于国际货币基金组织第一副总裁Stanley Fischer和货币与汇兑事务部及其他部门许多同事的意见。作者尤其需要感谢基金组织货币与汇兑事务部的Warren Coats, Claudia Dziobek, Haizhou Huang, Alain Ize, R. Barry Johnston, Meral Karasulu, John E. Leimone, Alfredo Leone, R. Armando Morales和Mark Swinburne。作者还感谢国际货币基金组织其他部门同事的精诚合作与贡献,特别值得提及的是Anupam Basu, Gunnar Jonsson和Arto Kovanen(非洲部); Scott Roger(亚太部); Masahiko Takeda(欧洲一部); David Owen和Odd Per Brekk(欧洲二部); Adrienne Cheasty和Istvan P. Székely(财政事务部); Enzo Croce和Evan Tanner(国际货币基金组织学院); Timothy Lane(政策发展与审查部); Peter Isard, Eswar S. Prasad和Miguel Savastano(研究部); David Goldsbrough, Francisco de Asis Nadal-De Simone和Gerd J. Schwartz(西半球部)。

作者还感谢Patricia Mendoza和Leny Nikolov在本文多次修改时提供的良好的秘书服务,感谢Kiran Sastry在研究方面提供的帮助,感谢Natalie Baumer在编辑方面提供的帮助。对外事务部的Jacqueline Irving负责文稿的编辑,并协调了出版事宜。本文表达的观点和任何错误完全由作者负责,不一定反映各国当局或基金组织执董会的观点。

目 录

前言	
第一章 摘要	1
第二章 引言	4
第三章 制度性框架	6
中央银行法律框架	6
通货膨胀目标的设计	7
责任追究制与透明度	11
第四章 过渡期问题	15
通货膨胀趋势	15
降低通货膨胀的经验	17
汇率制度的转换	17
平衡风险	18
长期通货膨胀目标	20
第五章 操作问题	21
通货膨胀预测	21
政策传导渠道	23
政策实施	23
通货膨胀目标制和基金组织的贷款条件	25
经济关系的改变	26
突破通货膨胀目标	26
应对重大的经济和金融冲击	30
第六章 对中央银行的结构影响	33
内部决策过程	33
货币决策委员会	34
内部资源要求	34

第七章 结论	37
附录一 实行通货膨胀目标制的新兴市场国家的经济结构	38
附录二 通货膨胀目标制的制度特征	43
附录三 国别研究	46
参考文献	56
图	
图 1.1. 在实行通货膨胀目标制时的通货膨胀率	1
图 5.1. 工业国家：年度通货膨胀率和通货膨胀目标	28
图 5.2. 新兴市场国家：年度通货膨胀率和通货膨胀目标	29
表	
表 1.1. 通货膨胀目标制框架简表	2
表 3.1. 中央银行的法律框架	7
表 3.2. 通货膨胀目标的公布	8
表 3.3. 目标时间范围	8
表 3.4. 价格指数	10
表 3.5. 点目标和区间目标	11
表 3.6. 通货膨胀目标的演变	12
表 3.7. 实行通货膨胀目标制国家所使用的沟通方式	13
表 4.1. 新兴市场国家向全面通货膨胀目标制过渡的时间安排	15
表 4.2. 向全面通货膨胀目标制过渡时期的通货膨胀水平	16
表 4.3. 向通货膨胀目标制过渡开始前的通货膨胀水平	16
表 4.4. 在实行通货膨胀目标制前的汇率制度	18
表 4.5. 实行通货膨胀目标制的动机	19
表 5.1. 货币政策传导渠道的重要特征	24
表 5.2. 货币政策的操作目标和主要政策工具	25
表 5.3. 突破通货膨胀控制目标的季度数量	27
表 5.4. 采用通货膨胀目标制国家对亚洲/俄罗斯危机的政策反应	31
表 6.1. 货币政策决策机构	34
表 6.2. 非中央银行成员的作用	34
表 6.3. 投票与征求意见的决策方式	35
表 6.4. 货币政策会议召开的频率	35
表 6.5. 采取政策行动的时间安排	35
附录中的表	
表 A1.1. 新兴市场国家按 GDP 和人均 GDP 的排名, 1998	38
表 A1.2. 新兴市场国家：实行通货膨胀目标制国家与对比国家	39

表 A1.3. 实行通货膨胀目标制国家的主要金融指标	40
表 A1.4. 工业国家与新兴市场国家：货币危机与崩溃，1975 ~ 1997	41
表 A2.1. 新兴市场国家通货膨胀目标制的制度特征	43
表 A2.2. 工业国家通货膨胀目标制的制度特征	45

本书使用了下列符号：

… 表示数据无法得到；

— 表示数据为零，或小于最后一位数的一半，或数据不存在；

- 年份或月份之间的“-”（例如，1998 - 99 或者 1 - 2 月）表示所跨的年份或月份，包括起始的年月和终止的年月（编者：表示时间、数值范围的“-”在本书用“~”代替，例如 1998 - 99 改为 1998 ~ 1999）；

/ 用于年份之间（例如，1998/99），表示一个财政（金融）年度。

“Billion”表示 10 亿；

分项数据与合计数据之间的微小差异是由于四舍五入所致。

本书中使用的“国家”一词，并非在所有情况下都是指国家法和国际惯例意义的领土实体；这一词也包括一些非国家的领土实体，这些实体分别单独进行统计和向国际上提供数据。

第一章 摘要

近年来,新兴市场国家也像工业国家一样采用了含有正式通货膨胀目标制的货币政策框架。鉴于新兴市场国家要求国际货币基金组织增加在控制通货膨胀方面的技术援助,本文探讨了新兴市场国家实施通货膨胀目标制在制度和操作方面的实际问题。本文描述了在制定通货膨胀目标制框架中产生的取舍关系,阐述了实行通货膨胀目标制的国家如何处理这些取舍关系。

本文研究以近年来工业国家在实行通货膨胀目标制方面的经验和最近新兴市场国家制定通货膨胀目标制框架的经历中所形成的知识为基础。本研究选择的实行通货膨胀目标制的国家是在实践中采用了全面通货膨胀目标制框架几乎所有的要素的国家(见图1-1)。

这些国家的经验表明,全面和成功的通货膨胀目标制建立在以下基础上:良好的财政状况、稳定的宏观经济、发达的金融体系、中央银行货币政策的独立性和保持物价稳定的责任、在货币政策措施和通货膨胀之间具有明白易懂的传导机制、预测通货膨胀的有效方法、建立责任制和信誉所需要的货币政策透明度。无论货币政策的目标是什么,其中的许多因素,特别是良好的财政状况,对于任何稳健的货币政策都是不可或缺的。另外,在一个国家转向全面的通货膨胀目标制之前,这些条件不一定都具备。

本文中所报告的六个实行通货膨胀目标制的新兴市场国家(巴西、智利、捷克共和国、以色列、波兰和南非)和其他新兴市场国家之间的差

图 1. 1. 在实行通货膨胀目标制时的通货膨胀率



资料来源:中央银行的网站和报告;Bernanke 等人(1999);国际货币基金组织:《国际金融统计》。见本报告的表 4.1。

注:新兴市场国家以黑体字表示。

表 1.1. 通货膨胀目标制框架简表

制度性框架	
中央银行的法律框架	货币政策工具的独立性与稳定货币或物价是所有国家中央银行的目标。所有新兴市场国家都禁止或限制中央银行为政府赤字融资。
通货膨胀目标的设计	
目标的宣布	由政府或由中央银行和政府联合宣布, 除非中央银行的首要目标明确是价格稳定。
目标的时间范围	长期通货膨胀的国家: 无限期; 通货膨胀率放缓的国家: 年。
价格指数	大多数新兴市场国家为消费价格指数; 大多数工业国家为核心通货膨胀率。
正式的例外条款	只有几个国家使用。
点目标或目标区间	由于达到目标的不确定性, 大多数国家选择目标区间。若干国家为了稳定通货膨胀预期, 用了点目标。
功过负责制和透明度	政策变化时发布新闻公告, 定期报告通货膨胀展望, 与私人部门积极对话, 一些国家还公布了通货膨胀预测模型。
操作性问题: 货币政策的操作	
通货膨胀预测	基础是指标变量、量化的经济模型、与市场参与者的讨论以及定性的判断 (对新兴市场国家尤其如此)。
政策传导渠道	高通货膨胀的新兴市场国家的渠道的特征是具有向下的价格粘性和迅速的汇率—价格传递渠道。
政策实施	各国都运用以市场为基础的政策工具来钉住短期利率。官方利率的变化反映通货膨胀与目标利率和产出缺口的偏差。
变化的经济关系	随着通货膨胀目标制框架越来越可信, 通货膨胀与经济活动水平之间的联系似乎减弱。
对经济和金融的冲击	对于外部冲击的反应既可不采取任何措施, 也可以采取干预汇市和紧缩货币政策相结合, 这取决于是否预期的冲击会影响通货膨胀预期或金融体系的稳定。
违背通货膨胀目标	通货膨胀下降时, 中央银行对突破上顶和下底会采取不同力度的措施; 通货膨胀处在长期水平时, 中央银行对上、下突破采取的措施力度相当。突破并不会损害通货膨胀目标制的信誉度。
对中央银行组织结构的影响	
内部决策	许多中央银行采纳了更广泛的意见, 并且为了提高以判断为基础的决策质量降低了组织结构的集中化程度。
货币政策委员会	大多数国家中央银行成立了正式的委员会。一般都公布一致决定, 但不公布投票的记录。
中央银行的组织结构	新兴市场中央银行通过重组改进数据收集、通货膨胀预测和政策分析。
过渡问题	
通货膨胀率的放缓	为了最大限度地避免对产出造成破坏, 以高通货膨胀率和爬行汇率区间为起点的新兴市场国家经过较长时间才降低了通货膨胀率。
长期通货膨胀目标	工业国家一般在 1% ~ 3% 之间, 新兴市场国家稍高。
脱离固定汇率制	新兴市场国家从汇率制度过渡到完全的通货膨胀目标制框架有慢速和快速轨道。

别可为认识实行通货膨胀目标制的起点和条件提供若干启示。同其他新兴市场国家相比,实行通货膨胀目标制的国家的经济规模更大,经济发展程度更高,国内金融体系更发达。其他新兴市场国家考虑实行通货膨胀目标制时,应认真考虑这些特点。另外,经验表明,良好的财政状况和持续稳定的宏观经济,是成功实施通货膨胀目标制的基石。

与工业国家相比,新兴市场国家更倾向于通过建立一个正式的制度框架来支持通货膨胀目标制的实施。所有实行通货膨胀目标制国家的法律框架都明确规定中央银行的首要目标是稳定物价或币值,赋予中央银行运用货币政策工具的独立性。在实行通货膨胀目标制之前,新兴市场国家通常要修改中央银行的法律框架,但是所有新兴市场国家都明确限制中央银行在初级市场上为政府赤字融资。新兴市场国家实行通货膨胀目标制的制度框架更为正式,这可能表现了新兴市场国家的通货膨胀率要远高于工业国家,也更容易变化,还表现了新兴市场国家的金融体系不够发达,更容易受到政府债务膨胀货币化的损害,也更容易发生汇率危机。

新兴市场国家和工业国家在实行通货膨胀目标制的操作和设计方面的差异是本文的另一个主

题。新兴市场国家的中央银行在货币政策操作方面较少依靠统计模型。与工业国家的中央银行相比,它们会更加频繁地干预外汇市场。新兴市场国家通货膨胀目标制的设计有以下特点:时间区域较短,使用区间目标而不是点目标。这些差异同时也反映了新兴市场国家与工业国家在结构方面的差异。新兴市场国家普遍发生的持续性经济结构变化,使得它们更加容易受到冲击,尤其是资本剧烈流动的冲击。

大多数新兴市场国家的中央银行在组织结构方面采取了重要的措施以增强其判断能力,增加其透明度和信誉。对于过去通过实施限制和管制来进行操作,在政策意图和经济展望方面不愿意进行沟通的中央银行来说,这些措施可能特别具有挑战性。大多数中央银行通过扩展货币政策决策过程中考虑因素的范围,以及改革组织结构以下放权力等方式,来改善中央银行治理结构。

最后,在向全面通货膨胀目标制过渡的过程中,若干新兴市场国家面临着将通货膨胀水平降低至长期通货膨胀目标的挑战。智利、以色列和波兰等国的经验表明,若有经济和财政政策支持过渡期的管理,并最大限度地减少中央银行面临互相矛盾的目标的风险,从爬行钉住汇率制逐渐过渡到通货膨胀目标制是可行的。

第二章 引言

近年来,若干新兴市场国家在工业国家之后实行了正式的通货膨胀目标制的货币政策框架。¹巴西、智利、捷克共和国、以色列、波兰和南非等国已经实行了通货膨胀目标制,墨西哥、泰国和其他几个国家正朝这个方向迈进。这一趋势增加了新兴市场国家对实行通货膨胀目标制的技术援助的需求。

本文总结了国际货币基金组织的货币与汇兑事务部在通货膨胀目标制的机构和操作实践方面给新兴市场国家的建议。文章简要审视了新兴市场国家在制定通货膨胀目标制框架时需要权衡和取舍的种种因素,并且介绍了已实施通货膨胀目标制的国家在处理这些权衡和取舍时的做法。本文主要以工业国家多年来在实施通货膨胀目标制和最近新兴市场国家在制定通货膨胀目标制框架时的经验为知识基础。当然,通常的做法未必是最佳的,对通货膨胀目标制的诸多关键问题作出肯定的结论还需要经历若干次经济周期和恶劣环境。上述经验虽非尽善尽美,鉴于越来越多的新兴市场国家倾向于通货膨胀目标制,因此这些经验作为技术援助的基础还是值得的。

实行通货膨胀目标制的新兴市场国家越来越多,表明这个框架优于货币和汇率锚框架。²首

先,通货膨胀目标制有助于将公众的注意力从不利于货币政策的短期干预主义的政策转移到较低和稳定的通货膨胀,这种转变有利于宏观经济的稳定和增长。其次,通货膨胀目标制大大增加了货币政策和财政政策的责任性和约束性。再次,健全的通货膨胀目标制框架为中央银行应对短期变化留有余地,并且对中央银行治理通货膨胀的长期信誉不构成威胁。最后,通货膨胀目标制有助于中央银行制度性改革,也有助于在反通货膨胀背景下总体的结构性改革。当然,通货膨胀目标制也有潜在的不足。比如,当这个框架过分僵硬时,会影响货币工具的稳定性。这个框架还需要良好的财政状况,并且可能导致汇率大幅波动。对于小型开放经济而言尤其是这样。

本文所分析的国家经验表明,一个成功的、完全成熟的通货膨胀目标制应建立在以下基础上:

- 财政状况良好,宏观经济长期稳定;
- 金融体系发达;
- 中央银行在运用货币政策工具方面有独立性,中央银行的目标是实现价格稳定;
- 在政策工具与通货膨胀间存在清晰的关系;
- 有可靠的通货膨胀预测方法;
- 有利于建立责任制和可信度的透明政策。

当然,不管货币政策的目標是什么,不少上述因素,尤其是良好的财政状况,是任何稳健的货币政策都需要的。同时,各国不必把这些因素看作是开始向完全的通货膨胀目标制过渡的前提。实际上,许多新兴市场国家并不实行完全的通货膨胀目标制,而是预先宣布通货膨胀目标,

1. Blejer 等人 (2000)、Masson 等人 (1997)、Mishkin (2000) 等曾研究过新兴市场国家实行通货膨胀目标制; 2000 年 3 月在华盛顿召开的“实行通货膨胀目标制”研讨会的背景论文可以在 www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/index.htm 上找到。

2. Bernanke 等人 (1999); Leiderman 和 Svensson (1995); Svensson (1997)。

而不是把它作为是可供选择的政策目标中最无害的一种选择。

本文所研究的实行通货膨胀目标制的国家均具备了实行完全通货膨胀目标制框架的大多数条件。确定这些国家为研究对象的标准并非完全清晰。³ 其中不少国家定期预先宣布通货膨胀目标,但同时仍坚持追求其他政策目标,如货币(数量)目标或者某种形式的汇率目标。与此相反,实行完全通货膨胀目标制的国家则坚持其他政策目标要从属于通货膨胀目标,基本上以通货膨胀预测作为货币政策的中间目标,并且在一个有助于明确责任的透明的框架中实施政策。

本文假定当一国具备了实行通货膨胀目标制框架的大多数条件之时,为其开始实行通货膨胀目标制的日期。⁴ 决定起始日期的关键是能否宣布框架的具体细节,以及放弃或者加宽汇率区间。

3. 见 Fry 等人(2000年)著作中对于中央银行实施通货膨胀目标制进行的调查。所调查的94个国家的中央银行中,有54家中央银行报告说它们宣布通货膨胀目标,但是只有16个国家的中央银行认为它们是实施通货膨胀目标制的。

4. 对于一些新兴市场国家来说,开始实行通货膨胀目标制框架的确切时间是有争议的。比如,智利和以色列多年来同时实行通货膨胀目标制和爬行汇率区间。随着时间的推移,汇率区间扩大了,通货膨胀目标和汇率区间之间的矛盾得到解决,人们最终选择了前者,通货膨胀目标越来越明显地成为主导目标。由于框架的转换是渐进的,因此很难准确地指出这些国家实行完全的通货膨胀目标制框架的起始日期。因此,为了达到本文的目的,我们把智利实行完全的通货膨胀目标制框架的时间定为1999年12月(宣布放弃爬行汇率机制的日期,虽然智利1990年开始宣布通货膨胀目标);以色列为1997年6月(即爬行汇率区间扩大,使汇率区间和通货膨胀目标之间的矛盾减少到最低限度的时间;虽然以色列早在1991年就宣布了通货膨胀目标)。

本文也研究向完全通货膨胀目标制过渡的问题,这个过渡期从宣布实行通货膨胀目标制框架的意图或者宣布一个通货膨胀目标开始。在过渡期,政策面临两个重要的挑战:一是如何从固定汇率制转向通货膨胀目标制,二是在通货膨胀下降的情况下,如何不断地修改框架。

6个实施通货膨胀目标制的新兴市场国家和其他新兴市场国家之间的差异为选择何时开始实施通货膨胀目标制提供一些启示(见附录一)。6个实行通货膨胀目标制的新兴市场国家均有较大的经济规模,其国内生产总值在118个发展中国家(包括《世界经济展望》数据库中除小岛国和石油出口国外的所有发展中国家)中名列前茅。这6个国家的经济较发达,人均国民收入在所有发展中国家中也位居前列。最后,从金融市场发展的标准指数以及以市场为基础的货币政策工具的运用和以短期利率作为操作目标等情况判断,这6个国家国内金融体系比其他新兴市场国家发达。

本书其他部分的结构如下:第三章概述通货膨胀目标制框架机构设置的具体内容。第四章研究向完全通货膨胀目标的过渡。第五章讨论了实行通货膨胀目标制的中央银行的操作实践。第六章分析通货膨胀目标对于中央银行组织结构的影响。第七章为结论。附录一将实行通货膨胀目标制的新兴市场国家的宏观经济数据与其他新兴市场国家和实行通货膨胀目标制的工业国家做了比较。附录二较详细地描述实行通货膨胀目标制的6个新兴市场国家和7个工业国家的制度性特征。附录三回顾这些国家实行通货膨胀目标制的经验。

第三章 制度性框架

本章总结了支持通货膨胀目标的制度性框架，包括中央银行的法律框架，通货膨胀目标的设计，以及问责负责和透明度机制。与工业国家相比较，新兴市场国家的制度性框架更为正式。

中央银行法律框架

通货膨胀目标制的中央银行法律框架确定了货币政策目标，并为中央银行达到这些目标提供了余地。由于信息不对称和政策时滞，货币政策存在内在的委托—代理（政府—中央银行）的问题（Walsh, 1995; Bernanke 等人, 1999）。典型的通货膨胀目标制法律框架会赋予中央银行维持本币稳定的使命，并给予中央银行制定政策的相机抉择权（操作独立性），缓解委托—代理关系的矛盾。

实行通货膨胀目标制国家的中央银行的立法在货币政策目标的清晰度和对国内价格稳定的重视程度方面，各有不同。改变中央银行法律框架的时间和程度反映了人们在寻求公众支持和通过新立法赢得可信度两方面作出的选择（Walsh, 1995）。在引入通货膨胀目标之初，以色列、加拿大和不少其他国家的公众并没有广泛地支持通货膨胀目标制。仅有少数国家如新西兰、波兰和西班牙的法律明确地规定中央银行货币政策的首要目标是保持物价稳定（见表 3.1）。⁵ 大多数工业国家的中央银行的经济目标更广泛，但实际

上，保持国内物价稳定已成为中央银行首要的货币政策目标。实行通货膨胀目标制的四个西欧国家（芬兰、西班牙、瑞典和英国）都是欧洲联盟的成员，因此它们均根据 1993 年的欧洲联盟《马斯特里赫特条约》修改了各自的中央银行法。

大多数新兴市场国家在其中央银行法律框架中确定货币政策目标时，均考虑了内外层次的货币稳定。除波兰外的所有新兴市场国家中央银行均将“稳定币值”作为中央银行的货币政策目标内容。⁶ 这要顾及国内价格稳定和汇率稳定两方面，反映出固定汇率或者爬行汇率在大多数这些国家发挥的作用。但随着汇率灵活性的增加，实际上，货币政策目标的重点已转向了国内物价稳定。

所有实行通货膨胀目标制的国家在其法律框架中均确保中央银行运用货币政策工具的独立性（见表 3.1）。每个新兴市场国家在实行通货膨胀目标制框架之前，都在中央银行立法中确立运用货币政策工具的独立性。在工业国家中，有两个国家（瑞典和英国）最近才确立了运用货币政策的独立性。澳大利亚、加拿大和新西兰等国正式允许政府对中央银行的政策决定拥有否决权，但是，过去三十年中这三个国家的政府从来没有使用过否决条款。在运用货币政策工具的独立性降低通货膨胀预期方面，英国是一个例子。1997 年 5 月 6 日，英国财政大臣宣布给予英格兰银行独立运用政策的权力。之后，通货膨胀的预期大大降低了（英格兰银行，1997）。

5. 本文中提到芬兰和西班牙，均指 1999 年 1 月引入欧洲单一货币（欧元）之前。

6. 捷克的中央银行法正在修订；修订后，货币政策的首要目标将从“稳定币值”改为“国内价格稳定”。

表 3.1. 中央银行的法律框架

中央银行法律框架	国 家
货币政策目标	
以稳定币值为首要目标	捷克、芬兰
以国内价格稳定为首要目标	新西兰、波兰、西班牙、瑞典、英国
稳定币值和其他目标	巴西、澳大利亚、加拿大、智利、以色列、南非
操作工具的独立性	澳大利亚、 ¹ 巴西、加拿大、 ¹ 智利、捷克、芬兰、以色列、波兰、新西兰、 ¹ 南非、西班牙、瑞典、英国
政府赤字融资	
限制	加拿大、捷克、南非
禁止	巴西、智利、芬兰、以色列、波兰、西班牙、瑞典

资料来源：中央银行立法和报告。

1. 澳大利亚、加拿大和新西兰在日常货币工具运用上有独立性，但政府有否决的权力。

所有针对通货膨胀目标的新兴市场国家的中央银行法律框架都明确限制或禁止中央银行为政府支出融资。这些限制反映了新兴市场国家从财政赤字货币化引发高通货膨胀中所得到的教训。与工业国家相比，新兴市场国家政府债务水平更高，表明一定水平的政府支出货币化更容易在这些国家引发通货膨胀（Kumhoff, 2000；见附录一）。限制中央银行对财政赤字融资还包括禁止中央银行在二级市场上购买政府证券。

但是，大多数工业国家并不认为需要立即修改中央银行立法。芬兰和西班牙在根据欧洲经济和货币联盟第二阶段的要求调整中央银行立法时，才禁止为政府赤字融资；瑞典在 1999 年修正中央银行立法时才作出这样的改变。⁷

新兴市场国家更愿意在实行通货膨胀目标制之前在中央银行法律框架中确保中央银行的高度独立性。工业国家的立法有较大差异，通常在实行了通货膨胀目标制后进行修正。因为容易受到冲击和存在的高通货膨胀的历史，所以新兴市场国家需要加强可信度（见附录一）。当然，中央

银行立法在增加可信度方面的作用是有限的，因为中央银行主要通过言行一致来获得可信度（Blinder, 1998）。

通货膨胀目标的设计

各国根据本国具体情况，如中央银行可信度、一国抵御冲击的能力和充分程度等制定通货膨胀目标。一些国家根据这些因素的变化调整了通货膨胀目标。

正式宣布通货膨胀目标

在十三个实行通货膨胀目标制的国家中，有 8 个国家的通货膨胀目标是由政府或者由政府与中央银行共同宣布的。政府间接地承诺以财政政策支持通货膨胀目标的实现，可加强通货膨胀目标的可信度。DeBelle 和 Fischer (1994)⁸ 认为，中央银行（取决于它的独立程度）往往会选择一个在政府看来是过高的目标，因此代表社会的偏好的政府应该为中央银行制定目标。但是，政府的视野是短期的，因此政府可能会偏爱高于长期最优通货膨胀率的目标。政府和中央银行联合宣布通货膨胀目标，或者中央银行积极与政府和社会讨论通货膨胀的后果，都能够解决这方面的矛

7. 欧洲经济和货币联盟的第二阶段从 1994 年元旦开始，成员国有责任废除国内立法中与马约和欧洲中央银行体系/欧洲中央银行规约不一致的部分，包括中央银行独立性。

表 3.2. 通货膨胀目标的公布

公布的机构	国 家
政府	巴西、以色列、英国
中央银行	智利、芬兰、波兰、西班牙、瑞典
政府和中央银行联合公布	澳大利亚、加拿大、捷克、新西兰、南非

资料来源：各国中央银行网站。

表 3.3. 目标时间范围

通货膨胀目标的时间范围	国 家
年度目标	以色列、波兰、南非
年度目标，但提前数年公布	巴西、捷克、西班牙
时间范围不确定	澳大利亚、加拿大、智利、芬兰、新西兰、瑞典、英国

资料来源：Bernanke 等人，1999；各国中央银行网站。

1. 澳大利亚：通货膨胀目标是整个经济周期的平均值。
2. 加拿大：多年目标，定期审议。
3. 智利：始于 2001 年。
4. 新西兰：基本上没有期限，但是目标协议在行长任期结束时到期。

盾：比如，虽然以色列银行最终接受了政府宣布的目标，但是当它在目标通货膨胀率的合适水平方面与政府有不同意见时，它仍然会公开表示自己的意见。只有在巴西、以色列和英国，通货膨胀目标是政府与中央银行磋商后由政府制定的（见表 3.2）。

在中央银行立法明确规定货币政策的首要目标为物价稳定，但是并没有规定具体目标的国家（如波兰、西班牙和瑞典），通常由中央银行来公布通货膨胀目标。智利中央银行和芬兰中央银行的货币政策目标被泛泛定为货币稳定，它们也宣布通货膨胀目标，这表明中央银行有能力将法律授予的使命解释为维护国内物价稳定。中央银行宣布通货膨胀目标，是向公众保证履行它的责任，增加货币政策的可信度。可信度之所以提高是因为宣布通货膨胀目标意味着政府把制定货币政策目标的权力下放给了中央银行。

目标的时间长度

当通货膨胀作为长期努力控制的目标时，实施政策的时间长度通常既反映了政策传导的时滞，也反映出相关机构避免货币政策工具和产出（由此带来的）过度变化的愿望。目标时间确定了中央银行致力于达到通货膨胀目标所需要的时间。澳大利亚、智利（2001 年开始）、新西兰、瑞典和英国等国往往将通货膨胀目标定于接近或位于它们所希望的长期通货膨胀率水平，实现通货膨胀目标的时间长度在一年以上（见表 3.3）。时间较长的好处是给中央银行更多的余地来应对冲击（例如，以维持产出稳定），同时有助于稳定通货膨胀预期。实际上，如果目标时间相对于政策时滞较短的话，短期目标和政策时滞会带来政策工具的不稳定。

在通货膨胀高于长期通货膨胀率的国家里，短期目标时间可以加快通货膨胀率的下降。货币政策可以通过调整通货膨胀目标应对冲击，而不必调整货币政策的松紧程度。许多新兴市场国家除了宣布长期通货膨胀目标以外，还制定了反通货膨胀的年度目标。各国可以提前宣布反通货膨胀的进程（例如，捷克共和国），也可以逐年宣布（例如，波兰）。总的来说，如果中央银行使通货膨胀下降比预期快，制定年目标可以较为容易地把通货膨胀锁定在较低水平（见第四章）。此外，因为中央银行没有向公众承诺实施一个事后看来有可能过于雄心勃勃的反通货膨胀的具体计划，年度目标可以为缓冲短期的通货膨胀冲击和减少产出波动留有更多余地。

滚动年度通货膨胀率是一个用来衡量工业国家的中央银行（澳大利亚储备银行除外）和大多数新兴市场国家的中央银行是否尽责的标准。尽管有时正式的通货膨胀目标制框架并未要求，中央银行的通货膨胀报告或者货币政策报告把每月或每季的通货膨胀结果与通货膨胀目标进行比较。澳大利亚储备银行的框架只要求中央银行在一个经济周期内匀速地达到通货膨胀目标。捷克共和国、波兰和以色列等国制定了年度目标（从某年12月份至次年12月份的），这表明了汇率目标在确定反通货膨胀道路方面的作用。⁸但是，这些国家在中央银行的通货膨胀报告中也讨论一年内的通货膨胀情况。直到最近，智利才以年末的数据来评判是否达到了目标，但是在2000年5月后公布的通货膨胀报告里面还包括了对当年通货膨胀情况的评价。

在公众监督下定期检查通货膨胀是否达到目标有助于对实际的通货膨胀进行跟踪，可以最大程度地落实责任。一旦通货膨胀偏离或将要偏离既定目标，公众会要求中央银行解释其中的原因以及采取何种对策。为了便于公众监测，通货膨胀目标一般都是在月或季滚动的基础上以年度同比变化表示。

8. 波兰当局在2000年4月份宣布波兰货币（兹罗提）实行没有爬行的汇率区间的自由浮动制，波兰中央银行不打算因为放弃了爬行汇率区间就对货币框架进行修改。

若定期检查为一年一次，例如，将通货膨胀目标定为本年12月对上年12月的变化，则会减轻中央银行对于一年通货膨胀结果的责任，同时这种检查的结果不能反映该年的通货膨胀情况。

价格指数

选择合适的价格指数，需要在可控性和可信度两方面进行权衡和取舍。在其他所有的价格指数都无法取代消费价格指数（CPI）。这是因为消费价格指数是最好的、被更新最快的价格指数，是经济预测的核心，公众最容易理解，而且不容易受中央银行操纵。⁹过去操纵数据的做法，在有的国家已经引起关注。但是，消费价格指数通常包含中央银行无法控制的因素（如行政价格、贸易条件、间接税）和利息，因此，政策紧缩可能造成通货膨胀的虚假上升。

剔除了某些或所有这类因素的核心消费价格指数可以解决上述问题。目前有多种方法编制核心通货膨胀指数，选用这些指数的大多数国家编制并且监测多种核心价格指数（Roger, 1998）。由独立机构（通常是一国的统计机构）来编制消费价格指数和核心通货膨胀指数，回避了中央银行操纵数据的嫌疑，可以提高数据的可信度。在本文研究的所有国家中，国家统计机构编制消费价格指数，而且除加拿大以外的所有国家的统计局均编制核心指数。实际上，核心价格指数是政策制定和责任追究制的重点。例如，一般认为采用核心价格指数表示的通货膨胀指数偏离了目标区间比采用消费价格指数表示的偏离要严重得多。

大多数新兴市场国家选用消费价格指数，是因为它为公众所熟悉，可以提高数据的可信度（见表3.4）。各国选用消费价格指数（英国选取的是零售价格指数）的动机通常与各国的具体情况有关。然而，由于核心价格指数比之当前的综合消

9. 另外一个选择是GDP平减指数，它包含了一国领土内生产的所有最终产品和服务的价格。在通货膨胀目标制框架内使用GDP平减指数的缺点是缺乏早期数据，数据更新太慢，这样会损害透明度和可信度。

表 3.4. 价格指数

价 格 指 数	国 家
消费价格指数 (CPI)	澳大利亚、 ¹ 巴西、智利、以色列、新西兰、 ² 波兰、西班牙、瑞典
核心或基本 (CPI)	加拿大、捷克、芬兰、南非、 ³ 英国 ³

资料来源: Bernanke 等人, 1999; 各国中央银行网站。

1. 澳大利亚在 1998 年从核心消费价格指数转到消费价格指数, 当时澳大利亚统计局重新定义了消费价格指数, 去掉了利息收费。

2. 新西兰在 1998 年从核心消费价格指数转到消费价格指数, 当时新西兰统计局重新定义了消费价格指数, 去掉了利息收费和部门价格。

3. 南非和英国的核心或基本消费价格指数中仅扣除了按揭利息支出。英国采用的是零售物价指数。

费价格指数可更好地预测未来的消费价格指数, 各国总是同时监测核心通货膨胀指数 (其定义因各国的情况不同而有很大区别)。例如, 在以色列的消费价格指数中, 管制价格和极端波动的价格 (蔬菜、水果和住房的价格) 约占 40%; 但是, 由于它是经济指数化的基准, 同时中央银行无法操纵, 因此以色列选用了消费价格指数。巴西由于有恶性通货膨胀的历史; 选用消费价格指数是为了取信于公众。如果一国的统计机构编制了核心价格指数, 而且该核心价格指数又为公众和私营部门所接受, 那么选用核心价格指数是有益的。

消费价格指数可以是全国性的, 也可以是区域性的。选择哪一种性质的指数主要取决于数据的及时程度和公众关注的程度。多数国家选用全国性的消费价格指数, 巴西和南非选用了口径较窄 (只包括城市) 的价格指数。

例外条款

例外条款规定在何种情况下偏离通货膨胀目标是可以容忍的。这个条款的选择和设计反映了各国对灵活性和可信性的权衡和取舍。目前, 只有加拿大、捷克共和国、新西兰和南非等国在通货膨胀目标制框架中包括了例外条款, 以增加框架的灵活性 (见附录表 A2.1 和 A2.2)。例外条款预先指出了在何种情况下可以偏离目标, 同时

要求中央银行明确回到原来的通货膨胀目标路径需要的时间, 或者要求中央银行制定一条新的目标路径。例外条款的缺点是会被随意援引, 不能应对所有潜在的冲击。因此, 情况不完全明朗时使用例外条款会损害通货膨胀目标框架的可信性和可靠性。迄今为止, 只有新西兰在 1990~1991 年和 1993~1994 年石油和木材的价格没有包括在基本通货膨胀期间启动了例外条款 (Bernanke 等人, 1999)。

目标区间和目标点

相对于目标点来说, 目标区间可以给中央银行更大的灵活性, 在考虑其他目标的情况下作出相机抉择。在采用目标区间的前提下, 不大可能发生明显偏离目标的情况。既然没有一个准确的目标点, 区间目标的宽度预先表明中央银行可以容忍通货膨胀在中间点上下波动的幅度。即便如此, 灵活性的大小取决于宣布的目标区间的宽度与点目标下可接受的偏离程度的关系。区间越大, 通货膨胀预期的焦点和中央银行的目标承诺就越模糊。决策者可能担心在实际操作中, 有人会把目标区间的上限, 而不是中间点当成目标。由于公众更容易理解点目标, 一些国家 (芬兰、西班牙和英国) 更愿意强调点目标或是附带区间的点目标 (例如, 巴西和瑞典) (见表 3.5)。澳大