

金融瞭望

译丛

“十一五”国家重点图书出版规划项目
世界财经管理经典译库

(美)

本·S.伯南克

托马斯·劳巴克

弗雷德里克·S.米什金

亚当·S.波森 著

孙刚 钱泳 王宇 译

通货膨胀目标制 国际经验

Inflation Targeting

Lessons from the International Experience

Ben S. Bernanke

Thomas Laubach

Frederic S. Mishkin

Adam S. Posen

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

金融瞭望

译丛

“十一五”国家重点图书出版规划项目
世界财经管理经典译库

(美)

本·S.伯南克

托马斯·劳巴克

弗雷德里克·S.米什金

亚当·S.波森 著

孙刚 钱泳 王宇 译

通货膨胀目标制

国际经验



Inflation Targeting
International Experience

*Ben S. Bernanke
Thomas Laubach
Frederic S. Mishkin
Adam S. Posen*

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

© 东北财经大学出版社 2006

图书在版编目 (CIP) 数据

通货膨胀目标制: 国际经验 / (美) 伯南克等著; 孙刚等译.
—大连: 东北财经大学出版社, 2006. 6

(金融瞭望译丛)

书名原文: Inflation Targeting: Lessons from the International Experience
ISBN 7-81084-895-X

I. 通… II. ①伯… ②孙… III. 通货膨胀-研究-世界
IV. F821.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 056540 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06-2006-71 号

Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen; Inflation Targeting: Lessons from the International Experience, First Edition

Copyright © 1999 by Princeton University Press. Original ISBN: 0-691-08689-3

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission in writing from Princeton University Press.

本书简体中文翻译版由普林斯顿大学出版社授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

东北财经大学出版社出版
(大连市黑石礁尖山街217号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连海事大学印刷厂印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 155mm × 235mm 字数: 323千字 印张: 23 1/2 插页: 1
印数: 1—5 000册

2006年6月第1版

2006年6月第1次印刷

责任编辑: 李季 五州

责任校对: 五岳

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

定价: 38.00元

序 言

货币政策的首要目标是什么？什么样的货币政策框架适于实现这一目标？自中央银行出现以来，这两个问题就一直为宏观经济决策层和学术界所关注。对把价格稳定作为货币政策的首要目标的认识，是随着货币政策理论的进展和中央银行实践经验的积累，特别是基于对通货膨胀成本，通货膨胀和产出之间不存在长期替代关系，以及对中央银行的政策可信度在影响公众预期上的作用的认识而更加清晰。而一旦明确把价格稳定作为货币政策的首要目标，那么就要考虑如何实现这一目标。从各国的货币政策实践来看，通货膨胀目标制正在取代货币供应量目标和汇率目标，成为许多中央银行实行的一个货币政策框架。目前有 22 个国家实行了这一货币政策框架。

《通货膨胀目标制：国际经验》（以下简称《通货膨胀目标制》）一书，就是在这样一个背景下，由伯南克等人根据 20 世纪 90 年代以来一些实行通货膨胀目标制的国家的经验提炼而成的。它以案例研究的方式，对这些国家在实行通货膨胀目标制过程中面临的重大宏观经济问题进行了深入的分析，对货币政策的决策和执行的经验做了系统的总结。实际上透过这样一个分析视角，我们对货币政策能做什么和不能做什么，以及如何运作，就有了具体的理解。正如列夫·托尔斯泰所言，“幸福的家庭往往相似，不幸福的家庭各不相同”。从这个意义上说，《通货膨胀目标制》一书为从事宏观经济、货币政策和金融市场研究的专家和学者提供了比较宽阔的国际视角，因而具有重要的参考价值。

在《通货膨胀目标制》一书中，伯南克等人指出，通货膨胀目标制是基于 20 世纪七八十年代德意志联邦银行和瑞士国民银行的实



践总结出来的。例如，德意志联邦银行在执行货币政策中，短期货币政策的操作主要以货币供应量为目标参考，这一目标是通过每年计算与长期合意通货膨胀（2%）相一致的货币供给的增长率，也就是说，德意志联邦银行是间接地以通货膨胀为目标，同时辅之以货币供应量作为一个数量性指标来实现的。在二者出现冲突的情况下，赋予通货膨胀目标更大的权重。他认为尽管美联储没有实行通货膨胀目标制，但是稳定的低通货膨胀目标和增加决策过程的透明度等做法，都带有通货膨胀目标制的特征。

伯南克等人认为，通货膨胀目标制兼具规则和相机抉择的优点。它具有提高政策透明度，向公众传达政策意图，使中央银行在维持长期价格稳定的目标内有应对短期经济形势变化的灵活性等作用。因而，不应把通货膨胀目标制视为政策规则，而应作为一个“受约束的相机抉择”的政策框架。说它是“相机抉择”，是指中央银行在短期经济干扰下，保持稳定产出和就业的灵活性，同时对经济结构的变化和决策的效应给予充分的关注。说它是“受约束的”，是因为相机抉择是建立在中央银行对调控通货膨胀乃至通货膨胀预期保持承诺的基础之上的。由于货币政策具有时滞效应，因而中央银行要预测通货膨胀并事先采取措施。这样看来通货膨胀目标制是一种前瞻性政策，它具有名义锚的作用，类似于现实生活中的船锚，它能使经济的大船驶向长期既定的领域，又可以应对短期内不可预测的波涛。

从实行通货膨胀目标制国家的经验来看，通货膨胀目标制的要素包括：中央银行制定维持价格稳定的政策；公布实行通货膨胀目标制，中长期的通货膨胀目标可以是点也可以是区间；通货膨胀目标制要显示政策变动的动向和意图，在经济面临冲击时对政策进行相应的短期调整；中央银行要运用广泛的信息，在关注通货膨胀目标的同时还要掌握很多相关的信息；增加责任的透明度，向公众提供信息的目的在于使公众了解如何执行货币政策以及所要达到的目标。

当然，如伯南克等人指出的，通货膨胀目标制不是万灵丹。一些发展中国家的经验表明，一些不利的初始条件对通货膨胀目标制会形成制约：第一，如果一个国家存在财政主导问题，如巨额财政赤字，



就会对通货膨胀目标制形成制肘；第二，如果一个国家存在金融体系脆弱性问题，通货膨胀目标制也难以有所作为。因此，良好的财政纪律和健全的金融监管体系是发展中国家实行通货膨胀目标制的重要前提。

通货膨胀目标制是一个值得我国考虑的货币政策框架。之所以这么说的原因就在于，一方面我国的货币政策的中间目标——货币供应量，与最终目标——通货膨胀之间的相关性降低，货币供应量指标的可控性和可测性出现较大偏差。另一方面，从中央银行的资产负债表来看，用于外汇冲销的外汇占款和救助金融机构的再贷款，挤占了中央银行的基础货币，货币系统的流动性过大，货币政策的可信度也因承担最后贷款人的职能而受到影响。因而中央银行更需要对相机抉择政策进行约束，克服货币政策的时间不一致性可能对货币政策造成的长期不良后果。

而我们上面提到的通货膨胀目标制的一些要素，如把价格稳定目标放在首位，增加货币政策的透明度和责任等等，对于确立货币政策框架的可信度有着重要的意义。实际上货币政策的理论和实践已经反复表明，中央银行确立货币政策的可信度并不是一劳永逸的事情，而是需要付出持续的努力。它在一定程度上取决于中央银行能否践行言行一致的行为准则。从这个意义上讲，通货膨胀目标制为思考和执行我国的货币政策提供了有益的参考。当然，中国人民银行作为中央银行还要进一步增强独立性，以及提高对宏观经济的分析预测能力和水平。健全金融安全网，降低因扩大最后贷款人覆盖面可能形成的通货膨胀隐患。做好通货膨胀目标制的技术准备工作，如在剔除价格指数中受供给冲击影响较大的能源、食品等价格基础上，建立核心通货膨胀。

前 言

作为学者，或者是作为政策咨询顾问，我们亲身经历了制定货币政策的过程，因此，写作此书是我们有感而发的自然产物。相似的工作经历使我们在这样一点上达成了共识，那就是虽然美国货币政策在近几年取得了巨大的成功，但是这并不能保证在未来几年也能保持同样功效。尤其是世界上许多工业化国家已经开始考虑重建货币政策框架和机构，这无疑会对这些国家的经济产生深远的影响，并推动这些国家经济快速发展。而在这一点上美国却远远落后于这些国家。

货币政策与其说是一门科学，还不如说是一种艺术。那些率先实行通货膨胀目标制的国家的经验很值得我们学习。这本书主要介绍了我们观察到的其他国家货币政策制定者制定了哪些政策以及这些政策又达到了什么样的效果。我们希望货币政策的制定者和社会各界人士都要关注世界上已经实行通货膨胀目标制的国家，通过研究这些先行国家的国际经验，能够为美国和其他国家在制定货币政策时提供有益的参考和借鉴。

本书创作于纽约联邦储备银行，当时米什金任该行的执行副总裁兼研究部主任，亚当·波森是研究部和市场部的经济学家。其他两位作者在当时也加入了纽约联邦储备银行。本·伯南克是该行的访问学者，托马斯·劳巴克是该行的在读研究生，后来在普林斯顿大学获得博士学位。我们对纽约联邦储备银行和在那里工作的同事致以诚挚谢意，没有他们的帮助，我们很难完成这个研究项目。我们还要特别地感谢 Dorothy Sobol 和 Valerie LaPorte，他们为本书的出版提供了很多有益的建议。感谢 Laura Brookins 为我们作了很多调研工作，感谢纽约联邦储备银行的副总裁兼市场部主任 Peter Fisher，以及总裁



William McDonough, 他们对通货膨胀目标制和货币政策有着独到的见解, 与他们的交流, 使我们受益匪浅。

各国中央银行的同行对本书的案例部分也做了更深入细致的评论。尤其要感谢德意志联邦银行的 Otmar Issing, 瑞士国民银行的 Michel Peytrignet, Erich Spoerndli, Georg Rich, 新西兰储备银行的 Donald Brash, 加拿大银行的 Kevin Clinton 和 Charles Freedman, 英格兰银行的 Haldane, Neal Hatch, Mervyn King, 瑞典银行的 Claes Berg, 以色列银行的 Ohad Bar - Efrat, 澳大利亚储备银行的 Guy Debelle, Steve Grenville, Glenn Stevens。我们还要衷心地感谢这些国家的中央银行, 如果不是它们提供数据和文件资料, 我们很难了解各国的实际情况, 更不要说作出正确的分析。

还有几位学者和中央银行的同事对部分或全部初稿提出了宝贵的建议。伦敦经济学院的 Charles Goodhart, 斯坦福大学的 John Taylor 通读了本书全部初稿, 并作出了评论。还有几位学者对部分章节提出了有益的建议。他们是 Alan Blinder, John Crow, Brad DeLong, Richard Freeman, Donald Kohn, Alan Krueger, Bennett McCallum, Julio Rotemberg, Lars Svensson, Tim Taylor。我们的研究成果还深深得益于一些金融机构和大学组织召开的研讨会, 包括纽约联邦储备银行、圣地亚哥联邦储备银行、哥伦比亚大学、乔治敦大学、约翰·霍普金斯大学、国家经济研究局 (NBER)、加拿大银行、国际结算银行、英格兰银行、罗格斯大学、瑞士国家银行。

最后, 我们要特别感谢普林斯顿大学出版社的编辑 Peter Dougherty, 以及他的助手 David Huang, 还有策划编辑 Everett Sims。当然, 对书中所有的错误我们文责自负, 书中所有的观点也仅代表我们自己, 并不代表普林斯顿大学、哥伦比亚大学、国际经济学院、NBER、纽约联邦储备银行、堪萨斯联邦储备银行和整个联邦储备体系的观点。

目 录

第一部分 通货膨胀目标制：主要问题

第 1 章 引言/3

- 1.1 通货膨胀目标制是什么？/4
- 1.2 采用案例分析的方法/7
- 1.3 读者指南/8

第 2 章 通货膨胀目标制的原理/11

- 2.1 货币政策能做什么和不能做什么？/12
- 2.2 低通货膨胀的好处/17
- 2.3 需要一个名义锚/20
- 2.4 通货膨胀目标制：一个框架，而非规则/22

第 3 章 设计和实施问题/28

- 3.1 操作问题/29
- 3.2 沟通问题/39

第二部分 国际经验与实证分析

第 4 章 德国和瑞士的货币目标制：通货膨胀目标制的先行者/45

- 4.1 德国和瑞士实行货币目标/47
- 4.2 德国和瑞士的操作框架/60
- 4.3 货币目标下的德国和瑞士的货币政策/71
- 4.4 德国和瑞士经验的主要教训/87



- 第 5 章 新西兰：通货膨胀目标制的先驱者/88**
 - 5.1 通货膨胀目标制的采用/90
 - 5.2 通货膨胀目标制的操作框架/94
 - 5.3 在通货膨胀目标制下的新西兰货币政策/105
 - 5.4 来自新西兰的主要经验教训/118
- 第 6 章 加拿大：把通货膨胀目标作为沟通的工具/120**
 - 6.1 通货膨胀目标制的采用/122
 - 6.2 通货膨胀目标制的操作框架/126
 - 6.3 在通货膨胀目标制下的加拿大货币政策/137
 - 6.4 来自加拿大的主要经验教训/153
- 第 7 章 英国：承担反通货膨胀责任的中央银行/155**
 - 7.1 通货膨胀目标制的采用/157
 - 7.2 通货膨胀目标制的操作框架/164
 - 7.3 通货膨胀目标制下的英国货币政策/171
 - 7.4 英国经验的主要教训/183
- 第 8 章 瑞典：寻找名义锚/184**
 - 8.1 通货膨胀目标制的采用/186
 - 8.2 通货膨胀目标制的操作框架/195
 - 8.3 通货膨胀目标制下的瑞典货币政策/202
 - 8.4 瑞典经验的主要教训/214
- 第 9 章 三个小型开放经济体：以色列、澳大利亚和西班牙/216**
 - 9.1 以色列/218
 - 9.2 澳大利亚/232
 - 9.3 西班牙/249
 - 9.4 以色列、澳大利亚和西班牙的主要经验教训/263
- 第 10 章 通货膨胀目标制：到目前获得多大的成功？/266**
 - 10.1 实行通货膨胀目标制降低了反通货膨胀的成本吗？/269
 - 10.2 采用通货膨胀目标制降低了通货膨胀预期吗？/282



- 10.3 通货膨胀目标制改变了通货膨胀的行为吗? /290
- 10.4 通货膨胀目标制的有效性: 一个初步评估/298

第三部分 结 论

第 11 章 我们从中学到了什么? /301

- 11.1 制定和设计通货膨胀目标制/302
- 11.2 通货膨胀目标制下的宏观经济表现: 国际记录/311
- 11.3 重复这一观点: 是一个框架, 而不是规则/313
- 11.4 通货膨胀目标制的替代策略/314
- 11.5 结论/320

第 12 章 美国和欧洲货币联盟的通货膨胀目标制/322

- 12.1 美国的通货膨胀目标制/323
- 12.2 对美国实施通货膨胀目标制的建议/328
- 12.3 欧洲货币联盟的通货膨胀目标制/339
- 12.4 对在欧洲货币联盟内实施通货膨胀目标制的建议/340
- 12.5 结论/345

参考文献/346

后记/364

第一部分

通货膨胀目标制： 主要问题

第 1 章

引 言

货币政策，无论是中央银行单独制定，还是由中央银行与其他政府部门共同决策，已经成为一项最重要的政府职责。一个新的共识正在形成，即稳定的低通货膨胀对于市场驱动的经济增长来说非常重要，而货币政策是影响通货膨胀的最直接的决定因素。进一步讲，在政府影响经济的所有政策手段中，货币政策已经被证明是实现中期稳定目标的最具灵活性的工具。与财政政策具有多重目标且容易受制于冗长、不确定的法律程序不同，货币政策能够及时地进行调整以回应宏观经济的变化。的确，金融市场经常在货币政策调整被公布之前就已经预期它的变化。因此，当政府对产出和就业的波动作出反应时，货币政策通常是它们最喜欢的工具。

考虑到中央银行肩负的重任，近年来工业化国家的中央银行总体上较好地履行了自己的责任。自 20 世纪 60 年代以来，大多数国家的



通货膨胀比以往任何时候都低，而且自 20 世纪 80 年代初以来，仅发生了一次温和的全球性衰退，特别是美国经济保持了低通货膨胀和低失业水平。然而，正如历史反复向我们昭示的，当前的经济表现好并不能保证未来的经济表现同样好。因此，中央银行家正在努力制定既可以“锁定”近几年的收益又有助于保持未来的稳定和增长的货币政策策略。

本书就是关于这些策略中的一个——通货膨胀目标制。在过去十多年里，中央银行家和货币经济学家对这一策略产生了相当大的兴趣。工业化国家相继采取了某种形式的通货膨胀目标制，这些国家包括新西兰、加拿大、英国、瑞典、芬兰、以色列、西班牙和澳大利亚。近来，日本已经宣布实行通货膨胀目标制的意愿。而且，在长期以来受到推崇的德国和瑞典的货币政策中可以发现大多数的通货膨胀目标制要素。^① 在美国，通货膨胀目标制在美联储内外吸引了一些有影响力的支持者。例如，在美国由参议员比尔萨克森提出的法案（《1997 价格稳定法案》）就公开要求美联储采用通货膨胀目标制。^② 最后，作为欧洲货币同盟的基础，马斯特里特条约确定将价格稳定作为欧洲中央银行的主要目标。欧洲货币研究院声明，“已经把（欧洲中央银行的）未来的候选战略缩小到两个，即货币目标制和直接通货膨胀目标制”。^③

1.1 通货膨胀目标制是什么？

通货膨胀目标制是一个货币政策框架，它的主要特点是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

^① 关于通货膨胀目标制经验的早期讨论，除其他资料之外，可参见 Goodhart and Vinals (1994), Leiderman and Svensson (1995), Haldane (1995) 和 McCallum (1996)。伯南克和米什金于 1997 年对通货膨胀目标制作为货币政策框架的观点进行了讨论，对此我们在此予以强调，且该文提出了一些论据，在本书中进行了较为具体的讨论。

^② H. R. 2360, 105th Congress, 1st session. 在以前的一次议会会议中，参议员 Connie Mack (R - Fla.) 提出一个法案，如果这个法案通过了，将建立起使联邦储备银行以价格稳定为主要目标的制度，有效地迫使美国中央银行采取通货膨胀目标制。

^③ European Monetary Institute, 1997, p. 2. See also Issing (1996) .



承认稳定的低通货膨胀是货币政策的首要长期目标。通货膨胀目标制的其他重要特点包括，与公众就货币当局的目标和计划进行积极努力的沟通，在多数情况下还包括能够加强中央银行实现上述目标的责任机制。

1.1.1 是框架，而非规则

本书的一个原则性主题是，在实践中，通货膨胀目标制的角色是一个货币政策框架，而不是货币政策规则，这一差异需要做一点解释。

跟随着20世纪30年代由所谓的芝加哥学派最初提出的观点，长期以来，货币经济学家把货币政策操作的策略概括为“规则”与“相机抉择”之争。规则是指，货币政策基本上是自动的，很少需要货币当局进行宏观经济分析或价值判断。这种规则的一个公认的例子是金本位制，在这一制度下，货币政策操作（至少在原则上）几乎等于根据官方平价来维持黄金的价格。另一个例子是弗里德曼提出的固定货币增长率规则，在该规则下，以某种指标衡量的货币存量每年以固定的比例增长，不受经济或金融状况的影响。

规则的支持者通常会谈到规则会带来“约束”或“可信度”。货币当局通过严格地坚持某种规则，货币当局可以使公众确信，它不会执行通货膨胀的政策或者滥用职权（例如，为了帮助在任者获得连任而刺激经济）。而批评者认为，任何由规则带来的约束都有高成本，原因是严格执行规则使中央银行失去了处理经济出现不常见或者不可预见情况的能力，更不用说处理经济发生根本变化的能力。

根据对政策制度的传统分类，与基于规则的策略截然相反的是基于相机抉择的方法。除了可能用一般的、含糊的语言表达外，按照纯粹的相机抉择方法进行决策的中央银行不对目标或将来的行动作出公开承诺。相反，中央银行保留了决策者根据对当前经济形势的判断按月制定货币政策的权力（一种“通盘考虑”的策略）。这一方法的支持者认为，相机抉择决策保留了灵活性，使中央银行能够对新信息和



无法预见的变化作出反应。正如基于规则的政策的支持者会很快指出的，问题的另一面是，纯粹的相机抉择丧失了基于规则的方法的内在约束。缺乏能够感受到的约束，可能助长公众意识的不确定性并增加经济的通货膨胀倾向。

规则和相机抉择之间的区别在几十年的货币政策争论中具有相当重要的作用。然而，在我们看来，这种规则和相机抉择的两分法由于过于简单，而不足以抓住中央银行家面对的现实特征。特别是，在我们看来，在实践中并不存在货币政策的绝对规则这样的事物。例如，在实践中，甚至金本位也允许适度的相机抉择政策，特别是对黄金储备充足的国家更是这样。而且，在金本位于大萧条期间彻底崩溃之前，也经常战争和其他紧急事件发生时被中止。更近的例子是，欧洲货币体系所谓的“固定”汇率在1992年和1993年的汇率危机中没能维持固定不变，相反，当中央银行家对变化中的情况作出反应时，官方汇率被调整甚至完全被放弃。到本书截稿时为止，欧洲货币体系国家的汇率只要求保持在较宽的幅度内，为各种货币政策留下了足够的空间。简而言之，在现实的货币政策制定中，规则与相机抉择对立的区分是空洞的，在现实中只流行相机抉择。

尽管我们认为所有的货币政策制度实际上都是相机抉择的，但同样正确的是，相机抉择只是一种程度的问题。相机抉择可能表现为我们在上面描述的相对不受约束的方式，导致政策随着中央银行家的个人观点或政治风向的变化而改变，或者相机抉择可以在一个更清晰表达的框架中运作，在这个框架内，政策制定者的总体目标和策略——尽管不是他们的特定措施——事前作出过承诺。在本书中我们将提供证据说明，在实践中，通货膨胀目标制提供了这样的框架，允许货币政策在我们称为“受约束的相机抉择”的环境中运作。通过强加给中央银行一个概念性框架及其内在约束，而没有消除所有的灵活性，通货膨胀目标制结合了传统上赋予规则和相机抉择的某些优点。

通货膨胀目标制给实行的国家带来了重要的好处。实行通货膨胀目标制的国家实现了低通货膨胀和低通货膨胀预期；这些国家较少地