

加拿大通货膨胀目标制 政策效果的实证分析 ——兼论对我国的政策启示

刘东华

摘要:通货膨胀目标制是20世纪90年代起在全球范围内兴起的一种新的货币政策框架,加拿大是其早期采用国之一。本文在对加拿大通胀目标制的主要内容作一简单介绍后,运用脉冲反应函数对此政策效应进行检验。研究表明,它对加拿大宏观经济运行态势的改善具有积极的政策效应:它有利于降低通货膨胀惯性、稳定通胀预期,熨平产出波动。最后,本文在结合推动我国经济发展方式转变的背景下,思考其对我国的政策启示。

关键词: 货币政策;通货膨胀目标制;脉冲反应函数;VEC模型

中图分类号: F821.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2011)01-0067-08

20世纪90年代起,国际货币政策实践呈现出一个重要发展——通货膨胀目标制(Inflation Targeting,以下简称为“通胀目标制”)的兴起。自1990年初新西兰首先采用之后,至今已有加拿大、英国、智利等26国先后加入了这一行列(至目前为止,这些国家大都体现出良好的经济运行特征),并且吸引着越来越多经济体中央银行的关注。近年来,在关于我国货币政策框架调整的探讨中,它也正日益成为关注的焦点之一。

通胀目标制诞生以来,受到了全球经济学家和政策制订者们的极大关注、对它进行持续而深入的探讨和分析。这一政策框架的推崇者们认为(如, Svensson(1997)^[1]、Bernanke(1999)等^[2]、Mishkin(2001)等^[3]),由于央行将“稳定物价”明确为首要目标、并同时公布具体的物价控制目标值,它将会使人们对未来的通货膨胀形成一个比较稳定的预期,这样一则有助于治理通货膨胀,二则能促进市场价格机制的运行效率,从而有利于经济主体进行长期投资规划和决策、推动资源的合理配置,促进经济的持续平稳发展。

那么,通胀目标制是否具有这样的政策效果呢?自90年代末以来,随着观察样本的时间序列长度的增长,不少学者运用计量分析方法进行了各种定量研究、以期验证这一政策效应(勿需赘言,已有的研究成果并未取得完全一致的结论^①)。在这些定量研究中,有

收稿日期: 2010-07-05。

基金项目: 本文受到“2009年度教育部人文社会科学研究项目基金(项目批准号:09YJA790137)”和“上海市教育委员会重点学科金融学建设项目(编号:J51201)”的经费资助。

作者简介: 刘东华,男,上海对外贸易学院金融学院副教授,主要研究方向:货币理论与政策。

一类是运用VAR模型(Vector Autoregressive Model)的研究成果。比如, Mishkin和Posen(1997)^[5]以新西兰等4个最早采用国为对象, 构建由核心CPI、GDP及同业拆借利率3个变量组成的VAR模型后分析认为: 通胀目标制对改善一国宏观经济具有积极影响。Landerretche等(2002)^[6]运用由CPI、IP(生产指数)、同业拆借利率、货币供应量、名义有效汇率5个变量构建的VAR模型进行定量分析后指出: 通胀目标制在“锚定”通货膨胀预期、“熨平”产出波动等方面具有显著成效。Mishkin以及Landerretche等人的这些研究给我们提供了富有借鉴意义的分析技术手段和研究结论, 但他们的分析过程也存在着不足: 在对时间序列进行分析时, 一般应先检验数据的平稳性以及变量间的协整性, 然后根据检验结果再考虑VAR模型是否适合; 但以上的研究均未进行这样的处理, 这使人对其研究结论不得不产生疑问。

本文在修正上述问题点的设定下, 以加拿大^②一国为考察对象, 运用一个“有约束的VAR模型”——向量误差修正(VEC)模型, 对通胀目标制影响其宏观经济(本文以通货膨胀和产出两个变量来概括显示一国宏观经济的运行态势)的政策效应作一定量分析, 并依据所得的研究结论思考对我国的政策启示。

一、加拿大“通胀目标制”简介

(一) 采用背景

1991年2月, 加拿大银行(中央银行)与财政部发表共同声明, 突然宣布采用“通胀目标制”。虽然从数年前开始, 加拿大银行一再表明“货币政策的目标在于维护物价的长期稳定”, 但始终未言及具体的措施。所以, 与新西兰不同, 通胀目标制在加拿大的实施可以说是具有相当的突然性。

那么, 为何加拿大银行、政府突然作出这样的政策决定呢? 其背景是以下两事件使他们感受到了通胀加大的压力: (1)因1990年8月伊拉克入侵科威特而爆发的海湾战争推动了市场对原油价格预期的上升; (2)即将实施的新消费税将大幅拉升物价水平。^③因而, 加拿大银行及政府非常担忧以此为开端引发通胀预期的上升、进而推动物价水平的再次大幅上涨, 对此, 作为一种预防性的制度安排, 宣布实行“通胀目标制”, 以期通过提供一个物价“名义锚”来稳定通胀预期、防止物价的上涨。

(二) 通胀目标制的基本操作框架

1. 以年度“核心CPI”(Core CPI)为通胀目标制所“盯住”的价格指数^④

2. 核心CPI的“盯住”目标值 一般为3—4个年度后的中期指标, 由加拿大银行与财政部协商后设定并公布; ^⑤为实现此目标而进行的货币政策操作, 由加拿大银行全权负责。

3. 强化货币政策的透明度 除定期发行《货币政策报告》、央行行长参加国会听证会等制度化措施外, 中央银行还通过官方网页、行长等高级官员不定期的演讲、记者招待会、接受专访等方式, 向公众、市场传达政策意图, 提高政策的透明度。

4. 从至今为止的政策实践看, 加拿大与其他采用国一样, 采取“有弹性”、“灵活”的制度框架 即中央银行在维持中长期价格稳定的目标内, 灵活地应对经济形势的变

化,在经济面临冲击时对政策进行相应的短期调整、允许目标值发生短期的偏离。按照 Svensson (1997)^[1] 等人的观点,通胀目标制的中心思想就是“锚住”通货膨胀预期、降低通胀的波动,而且这种灵活性又可以同时稳定产出。



图1 采用之前、后10年的CPI比较(单位: %)

(三) 采用之后的宏观经济表现

图1和表1分别显示了通胀目标制采用之前、后各10年间,加拿大、OECD各国CPI和GDP的变化情况。图1直观地显示出:1991年初加拿大采用通胀目标制后,其物价水平即有一显著的下沉、之后也一直保持着很低的通胀率;表1则表明:通胀目标制后,加拿大的产出水平提高、产出波动缩小。以上对比显示出通胀目标制采用后加拿大宏观经济发生了良好转变。

表1 采用之前、后10年的GDP比较 (单位: %)

		加拿大	OECD平均
产出平均	采用前10年	2.78	2.79
	采用后10年	3.32	2.72
产出波动	采用前10年	2.46	2.03
	采用后10年	1.64	1.81

(资料来源:图1、表1均依据IMF的IFS数据)

当然,20世纪90年代是一个全球性的各国经济好转的年代,其他许多国家也有着相同的经历(比如图1、表1中OECD各国平均所显示的那样),所以我们不应就此简单地判断通胀目标制于加拿大宏观经济的政策效应,而需作进一步的细致分析。

二、政策效应的实证分析^⑥

(一) 变量及相应的检验

1. 变量、数据的选择 以通货膨胀和产出作为高度刻画一国宏观经济运行态势的变

量(其分析指标分别选取CPI和GDP指数),以隔夜同业拆借利率(r)为政策变量。

样本区间为1960~2008年,季度数据。数据来源于IMF的“International Financial Statistics”,(IFS))。

2.数据的预处理 由于数据的自然对数变换不改变原来的协整关系,并能使其趋势线性化,一定程度上消除时间序列中存在的异方差现象。所以,对以上的CPI和GDP指数序列分别取自然对数、并命名为LCPI、LGDP。

由此,得到 r 、LCPI、LGDP三组时间序列。

3.单位根以及协整性的检验

(1)单位根检验。在对时间序列进行分析时,首先需要检验其是否存在单位根、即对其平稳性进行考察;变量只有在同阶单整的条件下,才能进行协整分析。本文采用ADF(Augmented Dickey-Fuller)方法来检验三变量的平稳性。检验结果如表2所示:在5%的显著性水平下,所有变量均是非平稳的,但它们的一阶差分都是平稳的,即,各变量为I(1)序列。

表2 单位根检验^①

变量	ADF值	临界值(5%显著性)	检验形式(c,t,k)	结论
LCPI	-1.9264	-2.8784	C,0,9	非平稳
LGDP	-2.6006	-2.8787	C,0,12	
r	-1.9421	-2.8775	C,0,4	
d(LCPI)	-5.0026	-1.9427	0,0,7	平稳
d(LGDP)	-6.8631	-1.9427	0,0,11	
d(r)	-7.4232	-1.9426	0,0,3	

(2)协整性检验。为了检验以上的非平稳序列是否存在一种长期的均衡关系,需要进行协整检验。协整检验可分为两种:一是基于回归系数的协整检验(如Johansen方法),另一种是基于回归残差的检验(如EG方法)。本文采用前一种方法,检验结果如表3所示,它表明变量LCPI、LGDP、 r 三者间存在唯一的协整关系,即三者间具有长期稳定的均衡关系。

表3 Johansen 协整关系检验^②

原假设	特征根	迹统计量	临界值(5%显著性水平)
没有协整关系	0.1571	48.6111	42.9152
至多一个协整关系	0.0648	18.70411	25.8721
至多二个协整关系	0.0390	6.96732	12.5179

综合以上单位根及协整性的检验结果可知,LCPI、LGDP与 r 是具有协整关系的一阶单整序列。

(二)实证分析

如前所述,通胀目标制采用后加拿大宏观经济的运行态势呈现出良好的转变:通货膨胀低而稳定,产出水平提高、波动缩小。那么,这两者之间存在密切的联系吗?通胀目标制是否发挥出了积极的作用?以下,本文对此政策效果进行验证、分析。

分析的手段、思路为:因为LCPI、LGDP与 r 是具有协整关系的单整序列,所以我们构建一个三变量的向量误差修正模型——VEC模型(Vector Error Correction Model, VECM),^③然后运用脉冲反应函数进行对比分析。具体而言,以1991年第一季度(通

胀目标制的采用时点)为切割点,将1960~2008年样本区间分割为“采用之前”和“采用之后”两个子样本,之后运用脉冲反应函数进行对比和分析。据此,本文得到如下两个主要结论。

1. 通货膨胀惯性显著下降 图2显示了通胀目标制采用之前、后,LCPI的一个标准差扰动冲击的自身反应情况。对照左、右两图清晰得表明:相对于通胀目标制采用之前而言,通胀目标制采用后,面对一个标准差扰动的冲击,LCPI自身的反应初期虽大致相等、但随后即迅速下降并维持在一个较低的水平上。这意味着,这一政策框架采用后通货膨胀惯性发生了显著的下降。由于通货膨胀的这种惯性通常来源于人们的通胀预期、通胀预期愈稳定通货膨胀惯性愈低,所以这样的检验结果也意味着通胀目标制对引导、稳定通胀预期发挥了积极的作用。

Response to Cholesky One S.D. Innovations Response to Cholesky One S.D. Innovations

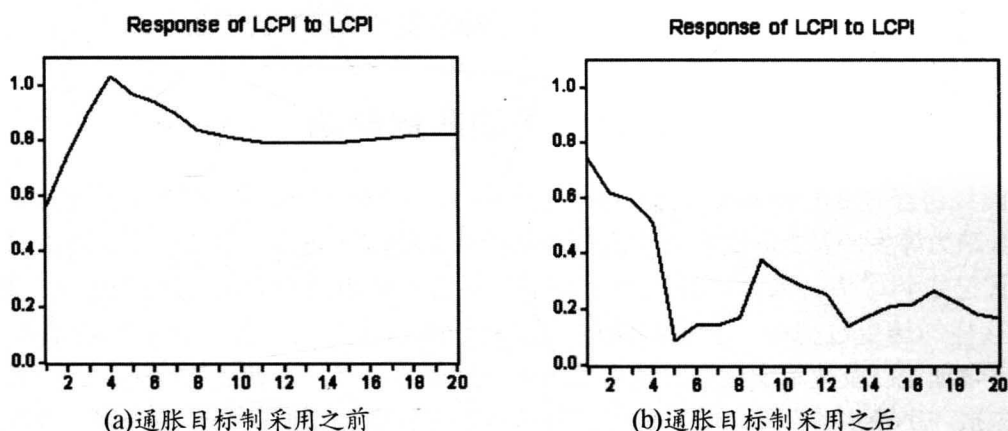


图2 LCPI对自身“新息”的响应

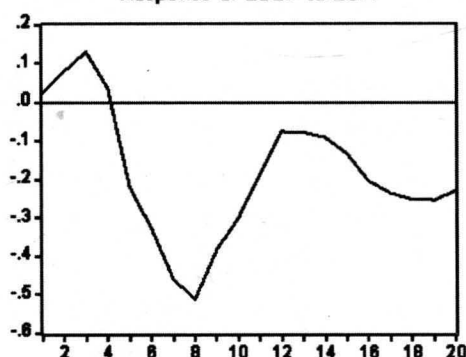
2. 产出波动缩小 企业和个人在进行投资的规划和决策时,必然预测未来的通货膨胀情况。经济理论和以往的经验显示,高通胀往往伴随着较大的物价波动,它增加了相对价格和未来价格水平的不确定性,妨碍经济主体作出合理的长期投资、消费规划和决策,从而对产出的长期稳定增长产生消极影响。而通胀目标制由于为中长期通胀预期提供了一个“名义锚”,减少了不确定性通胀的冲击和由此带来的成本,因此,面对通胀的冲击,产出的振荡幅度应缩小。

图3显示了面对LCPI的一个标准差扰动(新息)冲击,LGDP在两个不同时期的对比反应。显而易见,通胀目标制采用之后,面对通胀的冲击,LGDP不但振荡的幅度缩小了,而且调整周期也有所缩短。这证实了Bernanke(1999)等人的观点:通胀目标制有助于降低通胀的冲击和成本,熨平产出波动。

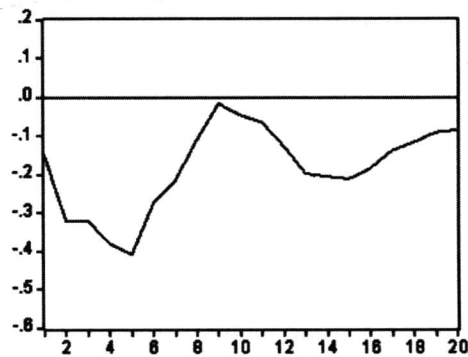
(三) 结语

以上的分析结果表明:通胀目标制对加拿大宏观经济运行态势的改善具有积极的政策效应:它能够降低通货膨胀惯性、有利于“锚住”通胀预期,从而对降低通胀波动、保持物价的稳定具有显著成效;同时,它还能“烫平”产出的波动,促进经济的长期稳定发展。

Response to Cholesky One S.D. Innovations Response to Cholesky One S.D. Innovations
Response of LGDP to LCPI Response of LGDP to LCPI



(a) 通胀目标制采用之前



(b) 通胀目标制采用之后

图3 LGDP 对一个LCPI 标准差“新息”的响应

三、对我国的政策启示

中国经济经过30余年的高速发展,已经进入一个转型期,即长期以来依靠能源、原材料和劳动力等生产要素的高投入、高消耗刺激低端制造业与出口以及重复性建设的粗放式发展模式已走到尽头,未来将经历一个经济发展方式从粗放型向集约型转变的长期过程。

在这样的转变过程中,货币政策的作用及影响毋庸置疑。关于货币政策最重要的作用,经济学理论以及政策实践经验越来越倾向于这样的观点:它就是为持续的、非通胀的经济发展创造一个稳定的环境。稳定的经济环境有利于社会公众形成稳定的预期,使价格信号更为明确、推动资源的合理配置;并且它能够简化经济主体的经济决策模型,使他们能够更加理性地作出长期的投资和消费决策,避免经济不必要的或非理性的波动。

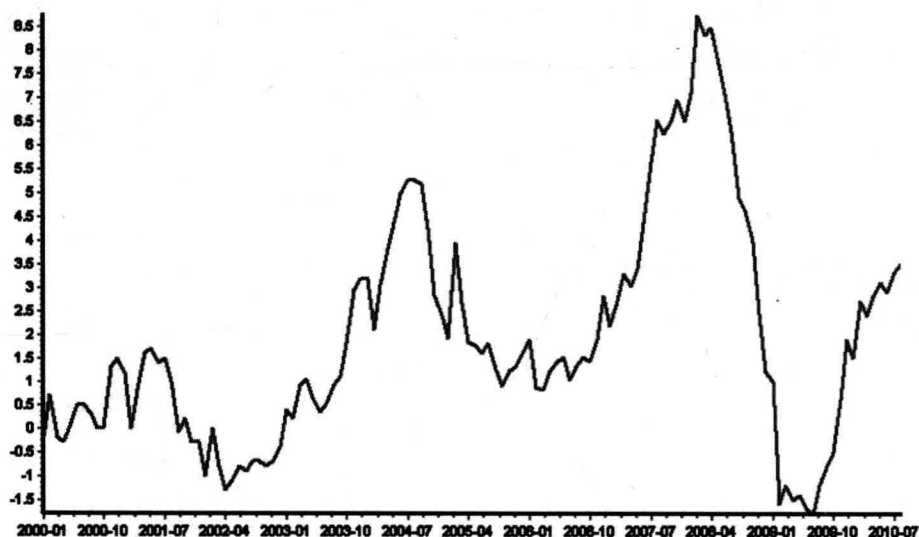


图4 本世纪以来我国的物价变动情况(CPI 当月同比, %)

(资料来源:财汇咨询)

众所周知,进入本世纪后,在国际、国内各种因素的交叉影响下,我国宏观经济运

行环境跌宕多变,物价水平的波动更是犹如“过山车”般地大起大落(图4)。通胀预期的不稳定、经济运行环境的跌宕多变对我国经济的平稳发展产生了非常不利的影响。所以,通过货币政策来“管理通胀预期”,较好地应对各种复杂多变的冲击、为推动经济发展方式的转变创造一个稳定的经济环境,这一迫切要求自然日益凸显。

我国于1996年确立了以货币供应量为中介目标的货币政策操作范式,但是,缘于货币供应量的可控性、与最终目标的相关性等问题,对其政策绩效的质疑不断高起(如,彭兴韵(2006)^[7]、孙丽(2007)^[8])。在此背景下,近数年来倡议我国货币政策变革、转型的呼声日趋激烈,通胀目标制成为其中一个关注、争论的焦点。

本文的研究结论表明,通胀目标制在对促使一国经济保持一个稳定的环境方面具有积极的政策效果。这一研究虽然是以发达国家为对象展开的,但中国货币政策的成长过程,实质是不断学习、汲取国外成熟货币政策理论和实践经验的过程,这一结论为通胀目标制在我国的适用性探讨提供了一个有价值的素材、具有一定的参考意义和政策启示。

(作者单位:上海对外贸易学院)

注 释:

- ① 比如, Ball-Sheridan(2003)^[4]运用 DID 方法(difference-in-difference)对7个实行通胀目标制的 OECD 国家和13个非通胀目标制国家展开分析后认为,没有证据表明通胀目标制可以改善宏观经济表现;由于采用通胀目标制的国家初始经济表现相对较差,所以采用之后所呈现的宏观经济的改善只是一种向均值回归的反映,一旦控制了这一效应,这些国家与非目标制国家的宏观经济绩效就没有显著性差异。但 Landerretche 等(2002)的研究发现,通胀目标制国家相对于未采用通胀目标制的国家而言,其通货膨胀惯性显著降低、损失系数相对较低。
- ② 分析对象之所以选择加拿大,原因有二:(1)在采用通胀目标制的各国中,它是经济规模最大的早期采用国,采用时点仅晚于新西兰(1990年3月)不到一年,样本的时间序列长、适合运用计量分析手段进行定量研究;从经济规模看,其 GDP 总量仅次于英国,因此分析结论相对于小国而言更有普遍性和说服力;(2)我国现阶段正面临着与加拿大采用之时相同的境遇:注重通胀预期的管理,所以分析结论对我国具有较强的针对性。
- ③ 据估算,新消费税的实施将拉升 CPI 1.5%左右, Bernanke (1999) P.118 [2]。
- ④ 加拿大的核心 CPI: CPI 扣去水果、蔬菜、燃料、按揭贷款利率等8类变动幅度较大项目以及间接税的影响。
- ⑤ 到目前为止,设定的几轮目标值如下:1991年2月采用之时设定为“到1994年末 $2.5 \pm 1\%$ 、到1995年末 $2 \pm 1\%$ ”;1993年12月第二轮设定的目标值是“1998年末 $2 \pm 1\%$ ”;1998年及其之后各轮目标值一直为 $2 \pm 1\%$ (出处:加拿大银行官方网站)。
- ⑥ 本文的计量分析采用 Eviews.5 软件包。
- ⑦ 检验形式(c, t, k)中 c 代表常数项、t 代表趋势项、k 代表滞后阶数。检验形式的设定:(1)观察各时间序列的图形后,决定 c 和 t 的选择;(2)因 Eviews.5 可依据 AIC 标准自动选择适当滞后阶数使回归残差尽可能接近白噪声,所以 k 为自动给出。
- ⑧ Johansen 协整检验形式的设定为:协整方程 CE 有截距项、但无趋势。
- ⑨ 依据 Akaike 信息量标准,滞后阶数 p 取 4。

参考文献:

- [1] Lars E.O. Svensson. Optimal Inflation Target, 'Conservative' Central Banks, and Linear Inflation Contracts [J]. American Economic Review 87, 1997:98-114.

(下转第80页)