

通货膨胀总是一种货币现象？非也！

2017-10-02 13:50:56

加入见智研究所的[见识圈子](#)，如果您喜欢见智研究所的内容，欢迎订阅[见闻研究](#)（此为华尔街见闻见智研究所独立管理的付费特辑），了解我们的特辑请[点击这里](#)。

中央银行家们感觉自己已然走入了一面镜子，这可怪不了他们……他们曾经努力控制通胀并促使其下降；而现在，他们则努力地试图推升通胀。他们曾经担心工资上涨；现在他们则渴望工资上涨。他们曾经恐惧财政扩张；现在他们则在祈求财政扩张的援助。打击通货膨胀定义了战后那一代的中央银行家；而鼓励通货膨胀则定义了当下这一代。

我将就有关通货膨胀的问题提出三个要点，包括两个假设，以及可能的影响。

首先，我们可能低估了实际因素对通货膨胀的影响，甚至在长期视角下亦是如此。换句话说，弗里德曼的那句名言：“通货膨胀总是一种货币现象。”是值得商榷的。回往过去，我将主要侧重于全球化（对通胀）的作用；但展望未来，技术（进步）可能会产生更大的影响。

其二，我们可能会低估货币政策对长期实际（通货膨胀调整）利率的影响。事实上，这是前述观点的翻版假设：在极端情况下，如果通货膨胀对货币政策没有反应，名义利率的变化将会一比一地转化为实际利率的变化。而这个假设引发了诸多疑问：即中央银行被动地遵循一定实际因素所确定的自然实际利率，这一点在很多熟悉的论点中体现了出来——比如有人声称利率创下历史性低位是因为自然利率已经下降了很多。在这里，我将提供一些新的实证证据来支持我的假设。

最后，如果这些假设是正确的，我们可能需要相应调整货币政策框架。正如我将解释的那样，这意味着更重视通过对货币政策的影响对金融稳定（金融周期）的长期实际影响，而相对的对通货膨胀的重视程度更小。顺带一提，更强调金融稳定将使中央银行更接近其起源（Goodhart（1988），Borio（2014a））。

实际因素及通货膨胀：全球化的作用

控制通货膨胀是半个世纪以来现代中央银行的“面包和黄油”，绝大多数中央银行都以价格稳定为核心目标。随着通货膨胀目标应用的扩散，这一目标越来越精确。我相信所有人都会对2%这个数字非常敏感。对于那些具有数字目标的中央银行，所选择的数字是他们的信誉基准：如果达

到这个基准，它们就是可信的；如果他们达不到，至少长时间内达不到的话，就会损失其信誉度。

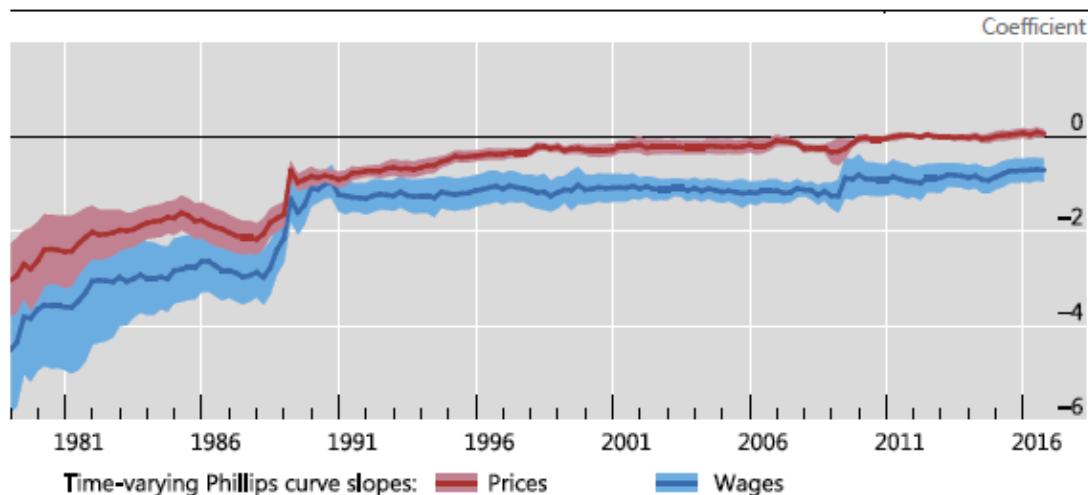
然而，通货膨胀的运行状况越来越难以理解。很难避免的一个问题在于：我们对通货膨胀的过程到底了解多少？毕竟，自从金融危机爆发以来，政策制定者一再地感到惊讶和意外。经济衰退期间，由于经济跌得太狠，通货膨胀率高于预期。在随后的经济上行期，则低于预期。尽管央行大力推升通胀，但通胀仍然相当低迷。

我们一直在努力地去理解通货膨胀。例如，正如查尔斯·古德哈特（Charles Goodhart）（2017年）最近提醒我们的那样，尽管有一些不可避免的过度简化，自从20世纪50年代以来，我们经历了三次主要的风潮变迁。**从20世纪50年代到70年代中期，重点是劳动力市场和相对议价能力，几乎鲜有提到总需求。从20世纪70年代末到90年代，则是货币和货币总量。而从二十世纪九十年代起，则是NAIRU（非加速通货膨胀失业率）和预期的决定因素占主导——当下主流分析框架中的前瞻菲利普斯曲线就是例证。**

我们是否高估了我们控制通货膨胀的能力和我们所知道的东西？

国内的松弛和通货膨胀之间的联系在几十年来已经相当薄弱且难以捉摸。诚然，如果一个人尽力尝试，总是可能可以找到之间的关联。但是，这种联系并不是呼之欲出且一眼就能辨识出来的强关联了。事实上，这是巴塞尔中央银行家会议讨论中一个反复出现的主题。

图1只是其中的一个可能的例证。这表明，对于G7国家而言，通货膨胀对劳动力市场松弛的反应往往会下降，并且从0开始变得在统计上无法区分。换句话说，通货膨胀不再似乎对劳动力市场的紧张状况有足够的反应。我需要强调：一些样本和参数可以得到统计显着的相关系数，但图中描绘的情况是非常典型的。**而且，若以产出为基，而不是以劳动力市场为基的松弛水平的测度可能更为突出。**



¹ Rolling 15-year window estimates from panel of G7 economies. See source for details.

Source: BIS (2017, Chapter IV).

同一图表显示，工资通胀的情况也类似。在其他的研究工作中也有类似的发现。就像价格通胀那样，随着时间的推移，它（工资通胀）一直在下降。事实上，最近在一些发达国家，工资对经济状况的反应疲软。根据传统指标，劳动力市场非常紧凑，但工资增长却是疲软匮乏的。

我们该如何解释这些发展？

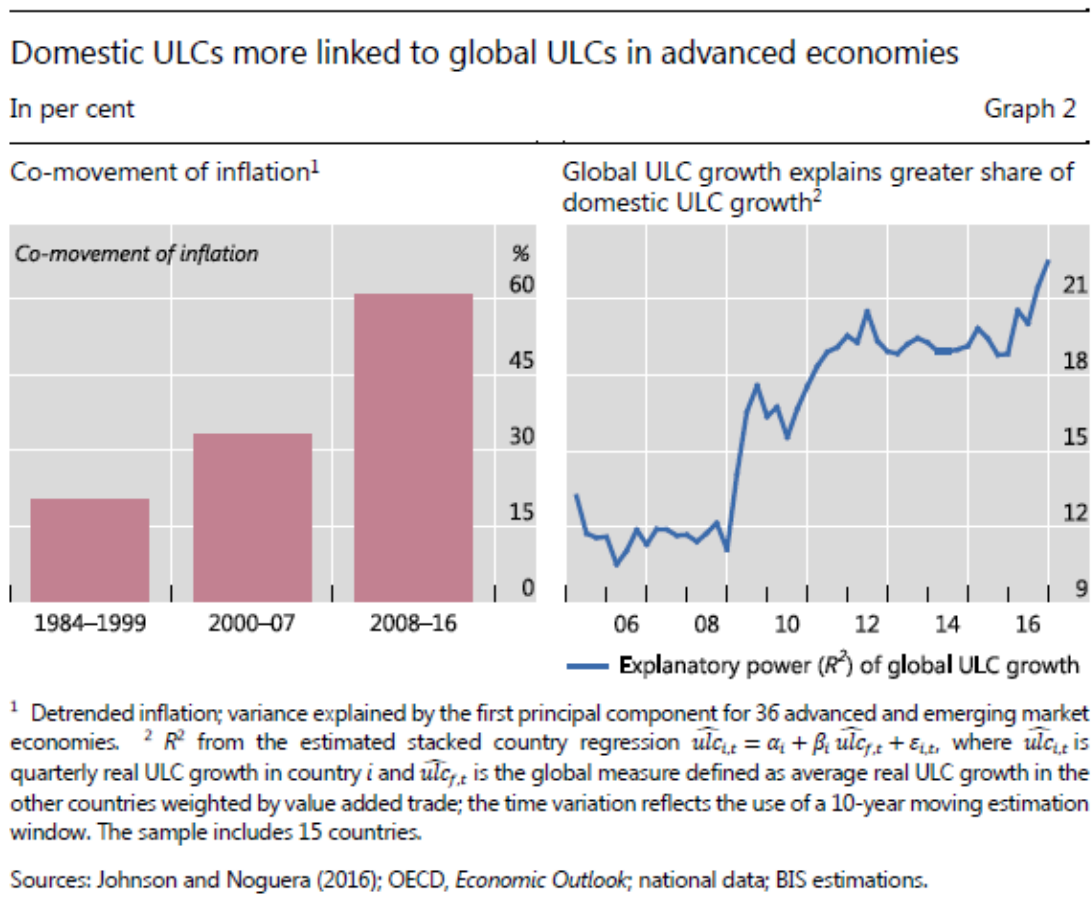
最流行的解释可能是央行强有力的反通胀信誉已经削弱了通胀和松弛的联系。通货膨胀预期在通货膨胀目标的基础上被更好地锚定住了，因此工资和价格对松弛的反应较差。毫无疑问，这个假设有很多地方仍待补充。我们都知道，至少自20世纪80年代初以来，中央银行在实现低且稳定通货膨胀方面确实很成功。通货膨胀预期确实被锚在央行目标。

同时，也应考虑其他假设作为补充。我觉得特别有吸引力的（假设）是产品，资本和劳动力市场的全球化发挥了重要的作用。我们没有理由相信通货膨胀的进程免疫了前苏联集团、中国以及其他新兴市场经济体的对外开放和全球市场进入。这增加了16亿的有效劳动力，大大减少了发达经济体的份额，并在2015年将其份额缩小了约一半。同样，通胀亦无法免疫技术进步的影响——这使得世界各地的商品和服务形成了产业链。当然，我们确实应该期望劳工和企业的行为对全球的经济情况变得更加敏感。我们知道，工人不仅与同一国家的工人们在一起，也与国外的同仁进行竞争。我们知道，对于给定的名义汇率，两个类似替代品的可贸易品的价格应该相当密切。而我们知道汇率并没有完全灵活变动，因为当局仍然对汇率变动尤为关心。换句话说，我们应该期望全球化使得市场更具竞争力，削弱了劳动力和企业的“定价”能力。如果是这样，很可能这一切使得过去的工资价格螺旋变得不太可能。

更具体地说，人们可以想到全球化对通货膨胀的两种影响。第一个是对称的：假设一个类似于全球菲利普斯曲线，人们会期望国内的松弛不足以衡量通货膨胀或通货紧缩的压力；全球松弛

也很重要。第二个则是不对称的：人们期望低成本生产者以及低成本劳动力进入全球经济，对通货膨胀施加持续下降的压力，特别是对发达经济体，至少直到成本收敛趋同。

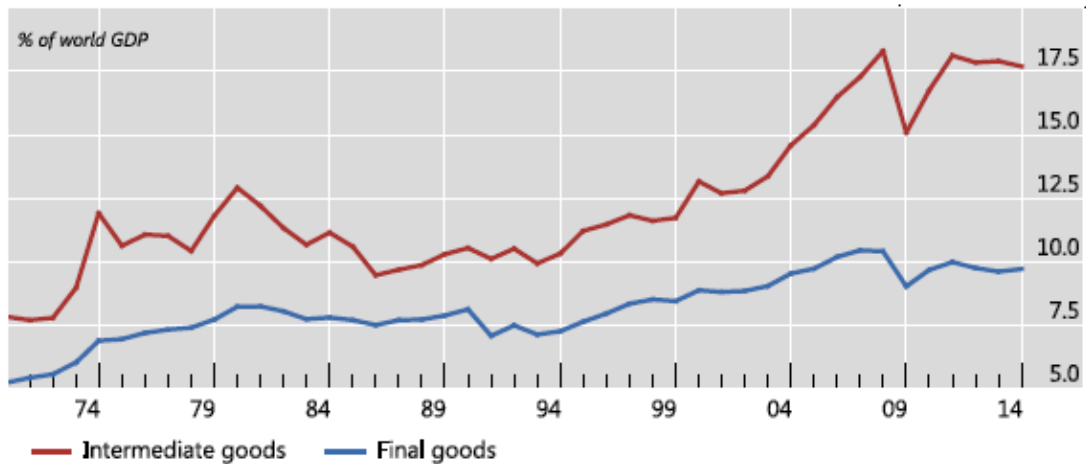
这个假设的实证证据是什么？许多研究发现，通货膨胀的全球因素随着时间的推移而增加（图2）。作为例证，图2显示了通货膨胀水平和单位劳动力成本。但是，相关性，无论统计方法多么复杂，都不能透析共同运动背后的因素。其他力量也可能在发挥作用，包括广泛采用的通货膨胀目标制——一个很明显的来源。



在最近的研究中，我们通过更仔细地研究发挥作用的可能机制进一步探讨了这一问题。我们研究了全球价值链（GVCs）的作用，自20世纪90年代以来，这些价值链（GVCs）已经大幅增长（图3）。例如，中间产品与世界GDP的比例——作为全球价值链的一个代理指标——在这一时期已经有了很大幅度的增长，且远远超过了最终产品贸易的相应比例。现在，我们有理由相信全球价值链作为全球影响国内通货膨胀的重要传导渠道，特别是生产环节中各个阶段的竞争在加剧。

Global value chains grow much more than final trade

Graph 3



Sources: Johnson and Noguera (2016); Powell (2016); World Input-Output Database.

这确实是我们通过研究20多年来18个国家的样本所发现的。具体来说，我们发现，全球价值链有助于解释全球和国内的松弛测度在对驱动本国通胀时的相对重要性（图4）。

我们就此终结对对称假设的探讨。全球化对通货膨胀的不对称效应可能更难以测试。可以肯定的是，有些工作发现，进口渗透的实际测度有助于确定低工资竞争对通货膨胀的影响。但是，这些测度并不能完成这项工作：渗透带来的威胁更重要。

解决问题的一个方法，至少是间接地看全球化对国内劳动力市场的影响是否有助于解释国内菲利普斯曲线的变化。今年的国际清算银行年度报告讨论了一些这样的证据。**我们发现劳动力定价权力长期下降的指标（由就业保障，工会密度和覆盖所代表）有助于解释工资对国内松弛状况的反应能力的下降。**如果全球化对定价能力的下降做出了贡献，那么还应该降低工资对松弛的反应。

迄今为止我论述的对全球化的看法也可以应用于技术变革。显然，两者密切相关：如GVCs所证明的那样，**技术进步促进了更广泛的开放性。**但是，从根本上说，**两者都以非常相似的方式运作。**正如全球化一样，**技术进步威胁到了劳动力的定价权，你可以把机器人和外国劳动力对应起来看。**且技术进步还通过**降低成本降低现有企业的定价能力 - 通过更便宜的产品；通过更新的产品，它们使旧的产品过时；并通过更透明的价格，因为他们使购物变得更容易。**毫无疑问，全球化一直是九十年代以来的巨大冲击。但技术有望在未来接管该冲击力。事实上，过去的作用可能被低估了，因为它有时可能难以与全球化区分开来。

现在，我所描述的关于全球化影响的证据只是第一步。此外，我没有考察**技术（进步）的影响**。但是，假设的合理性，再加上日常观察的情况，表明它理应获得比目前为止所得到的更加仔细的研究。

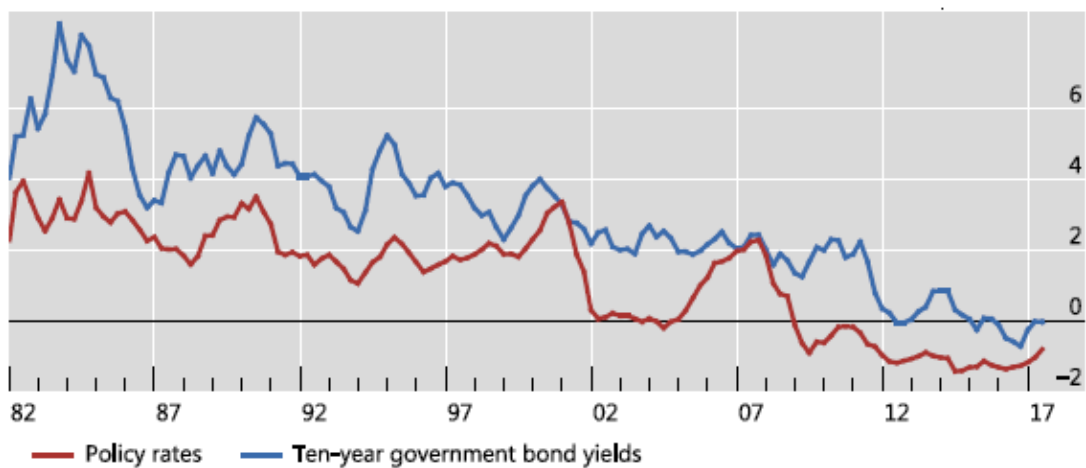
现在让我来谈谈第二个假设：货币政策对长期实际利率的影响被低估了。这似乎是一个相当技术性的问题。然而，由于实际利率被认为是政策立场和宏观经济状况决定因素的主要衡量标准，因此，它对于当下的货币政策和中央银行影响是最优先的。因此，值得被进一步探讨。正如你将看到的，先前我们关于通货膨胀过程的讨论（将对此）很重要。

我们提出的问题是：按历史标准衡量，实际（通胀调整的）利率为何如此之低？为什么自上世纪八十年代初以来，它们的跌幅如此之大？除了在二十世纪七十年代的通货膨胀期间（图5），短期和长期利率从来没有像当下那么低。事实上，它们为负的时间甚至比超级通胀时期还要长。同时，名义利率也处于历史性低位，甚至为负，这在危机前是不可想象的。

Real (inflation-adjusted) interest rates decline to very low levels¹

In per cent

Graph 5



¹ Weighted averages based on rolling GDP and PPP exchange rates; nominal policy rate (yield) less consumer price inflation excluding food and energy for the G3 economies.

Sources: National data; BIS calculations.

当前，普遍的看法是真实因素导致了这个现象。与货币政策无关的深层次力量影响了预期储蓄与投资之间的平衡——生产力增长，人口，收入分配，资本相对价格等因素。这就是萨默斯（2014年，2016年）的长期停滞假说和伯南克（2005年，2015年）全球储蓄过剩背后的假设。这种看法是如此普遍——就像是家具一样：你认为是理所当然的。

有关长期停滞：

对于经济政策而言，达到以下三个目标是至关重要的：

- 1.充分就业
- 2.保持稳定的低通胀水平

3.保障金融稳定

萨默斯的长期停滞假设认为，同时达成这三个目标会相当困难。

“长期停滞”由Alvin Hansen在1938年的AEA（美国经济学会）主席演讲中首次提到，当时他的主题是“经济进展与下降的人口增速”，当时已经是大萧条的后期了，Hansen指出，由于人口增速的下滑以及科技进步，企业投资新资本品的意愿和理由不足。总的来说，资本支出的不温不火以及私人部门的消费抑制会使得经济在多年内无法达至充分就业。

Hansen的观点事后来看是错的，他没有预料到战后的经济繁荣（包括强劲的人口增长——婴儿潮——以及迅猛的科技发展），但是，萨默斯认为Hansen的观点没有错，只不过太超前了——他的观点倒是和当前的经济处境很吻合，想想Facebook的投资强度可是和钢铁业没法媲美的。因此，倘若当前的资本回报是很低的，那么为达至充分就业所需的实际利率也应该很低，甚至看应该为负。从当前的低增长、低通胀以及低实际利率的情况来看，这和长期停滞假说的情况非常吻合。

请注意，长期停滞假说的“故事”是总需求不足，而不是总供给不足。即使经济的潜在产出水平在增长，Hansen-Summers的假设认为，投资和消费支出受抑制将阻止经济达到潜在水平，除非金融泡沫（如2000年代的房地产泡沫）提供了额外的动力驱动了开支。然而，萨默斯认为，长期停滞将最终减少总供给，因为经济生产能力的增长受到资本形成缓慢和长期失业造成的工人技能损失的制约。

美联储不能将市场（名义）利率降至零以下，因此，假设联储要维持目前的通货膨胀2%目标 - 而联储不能将实际利率（市场利率减去通货膨胀）降至-2%以下。（我在这里忽略了如量化宽松政策这类货币政策工具以及官方负利率的可能性，这可能会使美联储有能力将实际利率推至-2%以下。）假设，由于长期停滞，经济的均衡实际利率低于-2%，且可能会保持在该水平。那么只倚靠美联储是无法实现充分就业的，除非（1）提高通货膨胀目标，从而通过将市场利率设定为零，为自己提供进一步的实际利率进入负值的空间。或（2）接受金融泡沫的复发，作为增加消费和商业支出的手段。在这个意义上，我开始的三个经济目标 - 充分就业，低通货膨胀和金融稳定 - 在经济衰退的经济体中难以同时实现。

萨默斯提出的解决该困境的方法是转向财政政策，特别是依靠公共基础设施支出来实现充分就业。我同意在今天的经济中，增加基建开支将是一件好

事。但是，如果我们真的陷入停滞不前的局面，更多的财政支出可能不是一个完全令人满意的长期答案，因为政府的债务已经是历史最高水平了，而且公共投资也将最终呈现递减的回报。

有关全球储蓄过剩，大家可以阅读[这篇](#)

」

这些观点有多合理？实证证据有多强？可能比普遍想象的少。

首先，值得回顾一下的是在任何时间点如何确定市场利率。有一个广泛的共识，它们反映了中央银行和市场参与者的行动的结合。中央银行设定名义短期利率，并影响名义长期利率（通过未来政策利率和资产购买的信号）。市场参与者根据他们对中央行政策的期望，他们对推动长期利率的其他因素的看法，对风险的态度和各种资产负债表的限制来调整其投资组合。给定名义利率，实际通货膨胀——是粘性的——可以确定事后实际利率，而给定名义利率，预期通货膨胀可以确定事前实际利率。

普遍的观点是，货币政策对实际利率的影响是暂时的：从长远来看，影响会消失。在模型中，“长期”是指“处于稳定状态”，特别是“当价格调整时”。从技术上讲，“长远”这一观点因此嵌入了更广泛的货币政策是中性的概念：它不影响任何实际的变量。显然，定义一个完全独立于货币政策的均衡或所谓的自然利率的说法是有吸引力的。如果经济充分就业，那么实际利率就会达到平衡所需储蓄和投资的水平（Wicksell（1898），Woodford（2003））。而且，在这种观点下，市场利率会被（实际利率所）牵引。

当下，“长期”，就像刚才定义的那样，是一个分析性的概念——是思想实验的结果。那么它如何匹配到真实的时间线上——即对于政策而言唯一有关的部分？在实践中，长期意味着足够长的时间——比如十年间——市场实际利率会趋同于自然利率。

因此，通过这个逻辑，得出的结论是，市场实际利率倾向于跟踪自然率，伴随着周期性的变化。这种观点是根深蒂固的，在讨论中，这个论点经常是非常干练的：简单地说，储蓄投资余额确定了实际利率。事实上，储蓄和投资余额不直接影响市场实际利率；只有在影响通货膨胀（及其预期）或中央银行和市场参与者设定名义利率的情况下才影响这些利率。

但是，中央银行和市场参与者基于什么基准来确保市场利率遵循自然利率？而我们要基于什么才能说这两种类型的利率实际上往往会随着时间的推移而趋同？毕竟，自然率是一个抽象的，不可观察的，依赖于模型的概念。

答案是：“很难”！关键的是，可行的证据是基于理论的。从技术上讲，它依赖于无法质疑的被维系的假设来指导我们的观察。可以用数据说话，但却只能在非常严格的限制之内。

当我们考虑用两种广泛的方法来揭示实际利率的演变时，这个“巨大的困难”就变得很明显。

第一种方法只是假定在相关样本中市场利率跟随自然利率。在此过程中，它完全取自对通货膨胀行为的讨论。我们不能基于图表草率的说出一个合理的故事，而应该使用更清晰的模型和校准参数来查看它们是否能够产生与数据大致一致的结果。

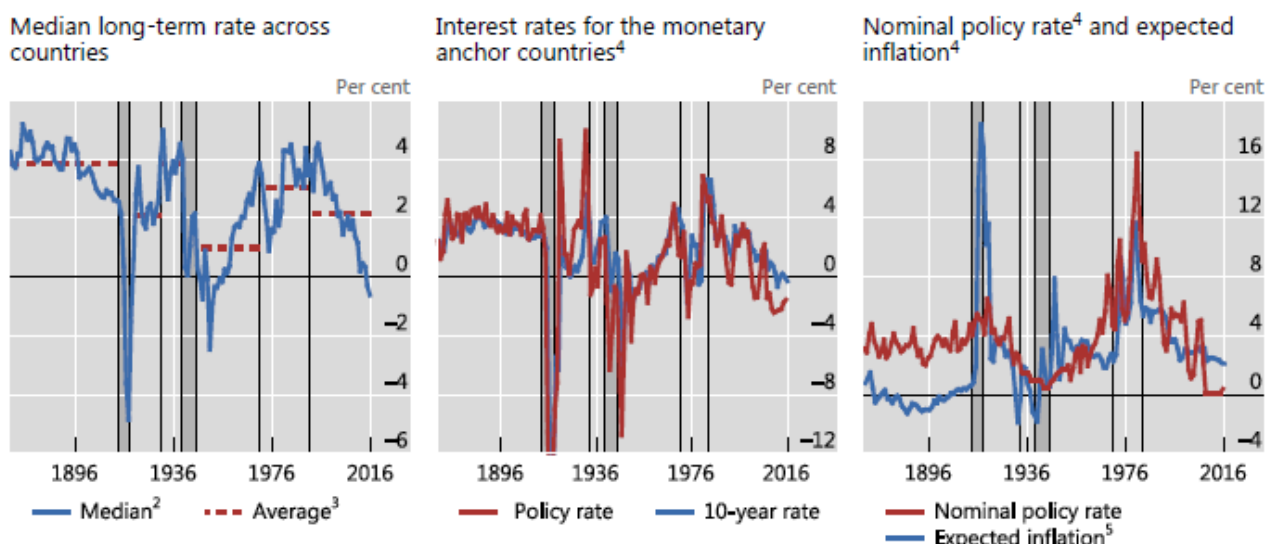
第一种方法的缺点是显而易见的。两个变量都没有提供独立的证据表明市场利率跟随着自然利率。此外，也未考察到确定利率的潜在储蓄投资框架。

第二种方法旨在从市场利率过滤出不可观测的自然利率。由于自然利率被定义为充分就业时的实际利率或产出等于潜在产出的实际利率，因此通货膨胀的运行状况是关键信号。正是因为菲利普斯曲线告诉我们，当产出高于潜在产出（产出缺口为正）时，通货膨胀率上升；反之，则通货膨胀下降。所以，人们推测，只要通货膨胀上升，市场利率就太低了，即低于自然利率，反之亦然。这是因为实际利率是影响总需求的关键变量。

换句话说，通货膨胀是告诉我们自然利率应该在什么水平的指针：控制通货膨胀，你就会知道是否已经达到目的。事实上，这可能是政策中最关键的关系。如果把模型视为真实的，几乎可以说，由于通货膨胀没有上升，经济接近充分就业，自然利率必须下降。事实上，政策制定者修改其潜在产出或NAIRU的估测值并不常见（这是另两个不可观测的变量） - 假设菲利普斯曲线关系成立，即若通货膨胀没有上升，潜在产出向上修正，NAIRU向下修正。

这种方法的主要缺点是菲利普斯曲线是维持假说的关键组成部分。然而，这已经被证明是难以捉摸的关系了。回想一下我们之前的论述。

根据BIS的研究，实际利率下降可能归结于三个因素的组合，这些因素都与货币政策有关。第一个因素是沃克尔冲击结束大通货膨胀后利率逐步正常化（图7）。这表明起点是不具代表性的，已经嵌入了关键的货币政策印记。



¹ Monetary policy regimes, in order: (mainly) classical gold standard; post-WWI gold standard; other interwar years; Bretton Woods; post-Bretton Woods, pre-Volcker; post-Bretton Woods, post-Volcker tightening. Shaded areas indicate WWI and WWII (excluded from the empirical analysis). ² Median interest rate for 19 countries. ³ Average of median interest rate over the periods corresponding to regimes. ⁴ Data for the United Kingdom up to WWI, and for the United States thereafter. ⁵ One-year-ahead expected inflation (year-on-year headline CPI).

Source: Borio et al (2017).

第二个因素是在与全球化相关的通货紧缩逆风的背景下（如Borio（2014a，b和2017b））对连续的金融和商业周期的不对称政策反应。特别是在1980年代至90年代的金融繁荣和萧条以及围绕GFC的经济波动中，不对称的反应是有证据的。只要通货膨胀率保持在低位且稳定，中央银行在金融风暴之前并没有加息的激励。但是，央行有强烈的动机打击通缩。

第三个因素，是后GFC时期中央银行努力推动低通胀率达到目标的因素，因为通货紧缩在危机后变得不受欢迎。难以产生二轮效应——即工资追随物价，这意味着利率下降对通货膨胀的影响是暂时的。因此，即使通货膨胀仍然低于目标，反复削减利率最终将进一步降低实际利率，使得通胀远离央行的目标。

这三个例子提出了货币政策可能对实际利率产生长期影响的可能性 - 即长达十年或更长时间内，货币不是中性的，至少在实际的政策目的上如此。

对货币政策的影响

如果我的假设是正确的，即如果真实因素对通货膨胀的影响和货币政策对实际利率的影响被低估，那么对货币政策有什么影响？

首先，值得反思的是自然利率概念对货币政策的有用性。一个问题涉及其定义。如果由于理性的原因，货币政策对金融繁荣和萧条有影响，而且有证据显示，这些原因导致严重的宏观经济不稳定，在不考虑金融周期的情况下界定自然或均衡利率是否合理呢？认为利率处于均衡水

平，但若这些利率可能导致重大的金融不稳定性，这是否合理呢？在我看来，这一说法更反映了目前模型的局限性，这种模型不能适应金融不稳定，无法缓解金融稳定和宏观经济稳定之间的内在张力。将定义做调整，纳入金融领域的均衡可能更有用（Juselius等（2017））。但是，更广泛的问题涉及这个概念（自然利率）的有用性。在不可观察变量的基础上制定政策存在明显的风险，特别是其衡量标准的假设不太可靠时。鉴于菲利普斯曲线的难以捉摸的性质和本次演示中讨论的储蓄投资不平衡代理的作用的证据，这正是自然利率的问题。狗可能正在追逐自己的尾巴。

第二，米尔顿·弗里德曼的那句名言“通货膨胀总是一种无处不在的货币现象”是值得商榷的。毫无疑问，这个说法在一定语境下是有道理的。通货膨胀不能持续很长时间，除非中央银行适应了它。如果中央银行愿意，肯定可以压低通货膨胀。所有这一切都非常重要。但真实的因素也可能会有持久的影响，影响工资和价格制定的行为。

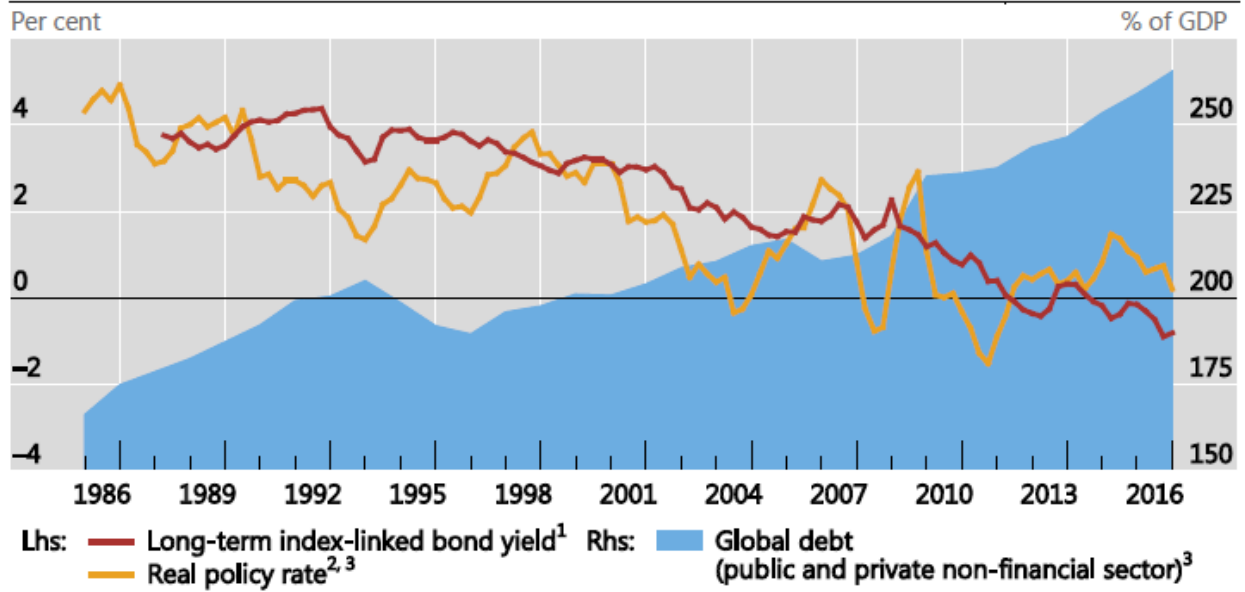
第三，我们不应该高估中央银行调整通货膨胀的能力。全球因素在加强。逆势提高通货膨胀可能比以前想象的要困难得多。也会带来副作用。

第四，这对于理解推动通货膨胀的因素更为重要。全球化和技术进步这样去通胀力量通常是良性的：它们反映的是有利的供应方面的发展，而不是破坏性的需求疲软。至少这意味着延长将通货膨胀回到目标的预期。

最后，更系统地来解决金融周期问题是很重要的（如Borio（2014a，b和2016）Juselius等（2017））。这可以改善总体宏观经济表现，并降低“债务陷阱”的风险（图8）。如果政策弹药不足，就可能产生陷阱，由于金融周期造成的实体经济的巨额债务和扭曲，加息很难不造成经济损害。毕竟，金融萧条和银行业危机的巨大而持久的成本是有据可查的。只要货币政策对金融周期有重大影响，这样的成本太大，不能忽视。这一策略将充分认识到货币政策对实体经济的潜在持续影响（通过金融不稳定性）。在这样的视野下，价格和金融稳定之间的任何权衡往往会消失。价格和金融稳定成为同一个硬币的两面。

Interest rates sink as debt soars

Graph 8



¹ From 1998, simple average of France, the United Kingdom and the United States; otherwise only the United Kingdom. ² Nominal policy rate less consumer price inflation. ³ Aggregate based on weighted averages for G7 economies plus China based on rolling GDP and PPP exchange rates.

Sources: IMF, *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; national data; BIS calculations.