



10.6 欧洲中央银行的双支柱政策——多重名义锚的另一案例

欧洲中央银行（European Central Bank，简称 ECB）于 1999 年成立。管理委员会（Governing Council）由执行委员会（Executive Board）和欧元区成员国央行行长组成。它负责制定欧元区的货币政策，包括制定中介目标和决定政策利率水平。执行委员会包括总裁、副总裁和其他几名成员，它负责执行货币政策委员会的决定。总理事会（General Council）由 ECB 的总裁、副总裁和欧盟所有成员国央行行长组成，它为欧元区成员国和非成员国央行之间的对话提供了平台。

《马斯特里赫特条约》规定 ECB 的目标是保持物价稳定。1998 年 ECB 宣布了它的货币政策策略。这一策略由三部分组成。第一个部分是关于物价稳定目标的数量定义，即在中期保证通货膨胀率低于 2%，其中通货膨胀率由欧元区调和消费者物价指数（HICP）来度量。剩下的两个部分被称为双支柱策略（Two Pillar Strategy）。第一根支柱强调货币在评价物价波动风险中的核心作用。ECB 设置了 M3 增长率的参考指标（4.5%），同时也强调了这个参考指标不是货币政策的中介目标，因为货币总量增长率的波动可能受金融创新等非通货膨胀因素的影响。ECB 不仅关注货币增长率偏离其参考值的程度，而且还着重关注其原因。第二根支柱是基于更广泛的指标对物价走势的判断。这些指标包括一系列的金融指标和经济指标，大致可以分为以下四类（De Haan et al., 2005）：第一类是各种缺口指标，包括产出及其组成部分与它们的稳态水平的差；第二类是成本指标；第三类是国际价格和汇率；第四类是其他资产价格。

ECB 货币政策史上一个重大的转型发生在 2002 年 12 月。当



时 ECB 管理委员会决定重新评价它的货币政策策略。这次重新评价的结果在 2003 年 5 月份公布。第一，在物价稳定的量化指标上 ECB 做了如下进一步的澄清：它的目标是保持通货膨胀率低于但是接近 2%。第二，ECB 对双支柱货币政策做出了重新阐释。以前的第二根支柱被放在了更重要的位置。它被称做经济分析，主要用于监控中短期的物价波动风险。以前的第一根支柱被称做货币分析，用于分析中长期通货膨胀风险。货币分析的主要目的是从中长期的角度复查基于中短期的经济分析指标的可靠性。ECB 对于双支柱政策的重新阐释被广泛地认为降低了货币分析在货币政策中的地位 (De Haan et al., 2005)。无论是通货膨胀的量化目标还是货币在货币政策中的地位，都在欧洲货币政策史上引起了激烈的争论。这里我们将分别对这些争论和它们的参考意义展开分析。

10.6.1 ECB 通货膨胀的量化目标

早期 ECB 的通货膨胀目标受到批评的一个地方是用 HICP 作为通货膨胀的度量指标。HICP 和美国的 CPI 类似，都包含了能源和食品价格。有人主张对通货膨胀的更好的度量应该是剔除这些因素的核心通货膨胀率。ECB 对此的主要解释是核心 CPI 的计算方法缺乏依据。

ECB 对物价稳定目标的量化定义中另一处受到批评的地方是其定义的精确性不够 (De Haan et al., 2005)。与采用通货膨胀目标制的国家相比，ECB 对于通货膨胀目标的量化定义相对比较含混。加拿大、瑞典和英国有明确的通货膨胀目标值。澳大利亚和新西兰有明确的目标区间，其中的下限定义明确。政策考虑的期间一般是一年半到两年。而 ECB 的量化指标中 2% 不是一个目标值，只是一个上限，早期的定义中没有规定通货膨胀水平的下限。2003 年的重新解释虽然表明了通货膨胀水平要接近 2%，但仍然没有说明通货膨胀水平的下限，而且“中期”的定义也不明确。

还有评论者指责 ECB 低于 2% 的目标容易导致通货紧缩。这一论点的第一个论据是对于通货膨胀的度量存在高估。HICP 比较



了两个相同商品篮子的价格水平，这忽略了价格高涨时消费者会用便宜商品替代贵的商品这一现象。商品质量的改进也会导致 HICP 被高估。新产品引入市场的随后几年价格水平通常会下降，而新产品没有被放在计算物价指数的商品篮子中，所以物价指数的变化高估了通货膨胀。

指责 2% 的目标太低的第二个论据是，即使接近 2% 的欧元区通货膨胀目标可以确保整个区域没有通货紧缩，也很难保证单个成员国没有通货紧缩。由于存在巴拉萨—萨缪尔森效应，欧元区各成员国的通货膨胀水平存在差异。高增长的国家如爱尔兰的低通货膨胀可能意味着增长较慢的成熟经济体如德国出现通货紧缩。然而 ECB 认为，接近 2% 的目标已经足以排除成员国的通货紧缩。而且它还认为货币联盟会促进经济趋同，消除巴拉萨—萨缪尔森效应带来的通货膨胀差异。

另一个支持高于 2% 的通货膨胀目标的论据是，适度的通货膨胀可以增强劳动力市场的活力，促进经济增长。欧洲大陆的劳动力市场与美国的劳动力市场相比缺乏弹性。通货膨胀是降低实际工资的一种手段。因此，通货膨胀有利于增强劳动力市场的弹性。然而当通货膨胀率过高时，价格不确定性带来的成本会超过通货膨胀的收益，这反而会伤害经济增长和就业。实践中，最优通货膨胀率设在什么水平是一个经验问题，然而各种经验研究的结果对此是没有定论的 (De Haan et al., 2005)。

10.6.2 ECB 对外汇市场的干预

欧元区采用了浮动汇率制度，因此汇率并不构成一个单独的货币政策目标或者工具。然而，这并不意味着 ECB 不关注汇率。因为汇率可以通过各种渠道影响宏观经济，进而影响通货膨胀，所以 ECB 会根据货币政策的需要对外汇市场进行干预。ECB 干预汇市的另一理由是实际汇率波动偏离均衡汇率水平。2000 年 9 月 22 日，ECB 和美国、加拿大、日本以及英国央行在汇市上购买了 60 亿欧元。2000 年 11 月，欧元系统的成员国央行又在三个交易日内



连续干预汇市。干预的主要原因是大量的研究认为欧元的价值在当时被低估了。一个相关的争论是央行在对汇市进行干预的同时还在公开市场上进行冲销操作，这样做干预是否还有效。理论上冲销干预可以通过资产组合平衡渠道和信号传递渠道影响汇率。根据资产组合平衡理论，尽管汇市干预的效果会被公开市场上相应的冲销操作削弱，但国内资产和国外资产的不完全替代性还是保证了汇市干预的有效性。信号传递渠道是指央行有私人部门缺乏的信息，比如汇率被低估。通过干预汇市，它们可以把这种信息披露给私人投资者。私人投资者观察到央行的行为后会调整对于经济基本面的预期，最后让汇率恢复到均衡的水平。尽管存在争论，但主流的文献还是认为央行的冲销干预对汇市仍然是有影响的。

10.6.3 ECB 的双支柱政策

ECB 的双支柱政策在某种意义上是一个各方妥协的结果。在欧元系统推出之前，各方在 ECB 的货币政策策略上并没有达成一致意见。ECB 的前身 EMI 在货币政策策略选择上排除了汇率目标制、利率目标制和名义 GDP 目标制，然而在通货膨胀目标制和货币目标制的选择上却没有明确的答案。通货膨胀目标制是当时加拿大、英国、瑞典、澳大利亚和新西兰央行推行的货币政策策略，而货币目标制是当时德国央行推行的货币政策策略。双支柱政策被认为是这两种策略的融合（Svensson，1999）。

这一政策从推出开始就受到了激烈的抨击。其中主要的抨击者是瑞典央行的副行长 Lars Svensson。Svensson（2000）认为 ECB 的双支柱政策既没有理论的支持，也没有经验证据的支持。货币增长率的信息应该和其他经济金融信息一样被统一地用来预测通货膨胀，货币政策则根据这个预测的通货膨胀率进行调整。因此，不应该有两根支柱，而只要一根支柱就够了。在理论方面，Svensson（1999）的主要依据是货币需求不仅受物价的影响，而且还受利率、产出和其他实际冲击的影响。因此，货币增长率是通货膨胀的一个非常不精确的衡量指标。Svensson（1999）还认为德国央行实际上



只是披上了货币目标制的外衣，采用的还是通货膨胀目标制。但既然欧洲中央银行的法定目标是物价稳定，那么直接参考通货膨胀的预测值是制定货币政策的更有效的方法。而货币作为影响通货膨胀的一个因素，它的作用和其他预测通货膨胀的指标应该是一样的，不应单独强调。作为其理论的支撑，Svensson 和他的合作者提供了相应的经验证据。Rudebusch 和 Svensson (2002) 利用美国数据估计了总供求曲线和货币需求曲线，并在此基础上进行了比较。他们发现货币目标制比通货膨胀目标制导致的产出和通货膨胀的波动更大。Gerlach 和 Svensson (2003) 利用欧元区数据发现，在控制了实际货币缺口（实际货币余额对其长期均衡的偏离）和产出缺口之后货币增长率对通货膨胀的预测能力较差。Svensson 强调即使实际货币缺口对于未来通货膨胀的走势有预测能力，根据他的理论，货币也至多和其他经济金融变量一样是预测通货膨胀的因素，而通货膨胀的预测值仍然应该是唯一的货币政策中介目标。

Svensson 反对双支柱政策是基于短期分析的，强调影响短期货币需求函数的非价格因素。但货币主义者相信，即使短期货币供应量和物价水平没有确切的联系，长期中通货膨胀仍然是一种货币现象。Svensson 的合作者之一 Gerlach (2004) 承认了这个观点。他估计了欧元区的双支柱菲利普斯曲线。所谓的双支柱菲利普斯曲线实际上是用一系列影响通货膨胀预期水平的因素代替了新凯恩斯主义菲利普斯曲线中的通货膨胀的预期水平。Gerlach (2004) 认为名义货币增长率与它的长期均衡水平相关，而这个长期均衡水平又和通货膨胀的预期水平相关。虽然 Gerlach 的双支柱菲利普斯曲线的估计结果支持了货币增长率对于通货膨胀预测的有用性，但是他仍然认为这并不成为一个把货币与其他预测通货膨胀的有用信息区别开来的理由。在后续的研究中 (Assenmacher-Wesche and Gerlach, 2007, 2008), Gerlach 进一步发现了通货膨胀和货币增长率存在长期关系的经验证据。尽管 Assenmacher-Wesche 和 Gerlach 指出通货膨胀和货币增长率的长期关系并不代表有必要把



货币分析作为单独的货币政策支柱来强调，但这些证据还是被 ECB（2011）用来支持其把货币分析作为货币政策支柱。

ECB（2011）支持其把货币分析作为货币政策支柱的第二个重要理由是它是对经济分析结果的一个复查。ECB（2011）指出把货币分析和经济分析结合起来的重要原因是防止依赖单一模型来进行预测导致的政策错误。ECB 进行经济分析的主要工具之一是新凯恩斯主义的动态随机一般均衡（DSGE）模型。这种模型对经济的预测能力受限于其整体框架和技术假设。模型只是对现实的抽象，通过忽略一些与所关注的问题相关性较弱的因素来突出主要的逻辑关系。然而，对忽略的因素的选择带有主观判断，这就导致实际操作中可能出现模型误差。ECB 认为，货币总量虽然包含了关于物价变动的有用信息，但很难被纳入到 DSGE 模型当中去。作为一个例子，爱尔兰央行的 Frank Browne 在对 Gerlach（2004）的评论中指出，采用双支柱策略的一个原因是理论上很难把货币主义和新凯恩斯主义模型的思想放到一个统一的框架之下。基于货币主义的通货膨胀预测模型多采用简化式估计，而新凯恩斯主义模型多采用结构式估计。ECB 还指出，DSGE 模型的预测精度受限于对一些外生变量的未来发展路径的预测，在预测期间较长的情况下，这些预测的可靠性是没有完全的保障的。Beck 和 Wieland（2007，2008）为 ECB 的复查理论提供了理论和经验证据。他们认为央行对潜在产出水平这种无法观察的变量的实际值的估计可能存在误差，而由于通货膨胀在长期中是一种货币现象，因而这种误差最后会反映为货币增长率持续偏离其均衡水平。央行在货币增长率持续显著地偏离其长期水平的情况下修改根据经济分析确定的利率水平可以改进货币政策的执行效果。

然而 ECB 的这一系列支持其双支柱政策的理由受到了哥伦比亚大学教授 Woodford（2007，2008）的强烈反对。Woodford 认为，在分析货币政策效果的模型中是不需要考虑货币的，其理由是新凯恩斯主义的三方程模型（包括 IS 曲线、菲利普斯曲线和利率



政策规则)有三个内生变量——通货膨胀率、产出和利率,三个方程已经足够决定所有的内生变量了。他认为传统的货币需求方程只是描绘了在通货膨胀率给定的情况下,货币当局应当如何调整货币需求。他的这个分析存在两个问题。第一,芝加哥大学教授 Cochrane (2011)指出新凯恩斯主义的三方程模型本身并不能在真正意义上决定通货膨胀率。第二,新凯恩斯主义的三方程模型分析的是经济的短期动态,而对长期通货膨胀没有解释。Woodford 对第二个问题做出了回应。他认为在通货膨胀目标制下,央行的通货膨胀目标本身决定了通货膨胀的长期均衡值。美联储的 Nelson (2008)指出,尽管央行的通货膨胀目标确实可以决定通货膨胀的长期均衡水平,但要实现这个目标,在长期中唯一有效的政策工具是货币。因为长期中能决定通货膨胀水平的只有货币供应量。实际利率在长期中是不受央行控制的,而名义利率水平由长期通货膨胀水平决定。

从 Woodford 和 Nelson 等人的论战来看,无论是理论证据还是经验证据都不足以反驳货币影响长期通货膨胀率的结论。但是,是否如果通货膨胀在长期中确实是一种货币现象,我们就应该像 ECB 那样把货币分析作为单独的货币政策支柱来强调呢? Woodford (2008)指出,通货膨胀与货币增长率的长期关系表明货币目标制可以实现长期通货膨胀目标,但并不表明我们只能通过货币目标制来实现长期通货膨胀目标,更直接的方法是采用通货膨胀目标制,直接监控通货膨胀率而非货币增长率。因此,Woodford 反对 ECB 对货币增长率的强调的一个主要的原因是他认为央行对货币增长率的监测能力并不明显地优于其对通货膨胀率的监测能力。事实上,他对通货膨胀指标的偏好显示了他实际上认为央行监测通货膨胀率本身的能力是强于其监测货币增长率的能力的。这一观点也反映在他对复查理论的批评中。Woodford 认为,即使货币增长率持续显著地偏离其长期水平可以反映出对产出缺口的错误估计导致的政策错误,它也不会是唯一的指标。这是因为政策错误最后会反映到通