



上涨 还是 下跌

有些人曾预言后危机时代发达经济体将出现通货紧缩，有些则认为会出现严重的通货膨胀。两种说法可能都有些危言耸听。

安德烈·美尔雅

尽管世界经济正在从全球金融危机中复苏，但是发达经济体的复苏进程相对缓慢，欧元区、日本和美国在更长的时间内，商品和服务都会出现供大于求的局面（IMF，2010年）。

许多经济学家和决策者担心，如果经济长期在未满足负荷的状态下运行良好的话，即失业率高且工厂停工，结果可能是价格和工资增长水平较低。的确，根据经济理论来看，闲置产能可能会压低通货膨胀率（反通货膨胀，disinflation），或者甚至导致整体价格水平下降（通货紧缩，deflation）。在此情况下，因为消费者预期价格下跌而推迟消费，而借贷者负债的负担不断加重，所以会延长经济疲软期。

但是并非所有人都持此观点。事实上，一些观察员恰恰表达了相反的担忧，并认为有一个时期会出现物价持续上涨。为抵御全球衰退，国家会采取积极的货币政策，这些货币政策带来的通货膨胀的结果要比由于闲置产能造成的通货紧缩的效果更加明显。从这个角度来看，通货膨胀的种子是由决策者埋下的，因为财政赤字严重而采用了无条件的货币政策。那样，目前的讨论与其说是关于不同周期评估的讨论——许多观察员认同发达经济体还将经历相当严重的经济萧条——不如说是经济萧条对通货膨胀的缓和作用。

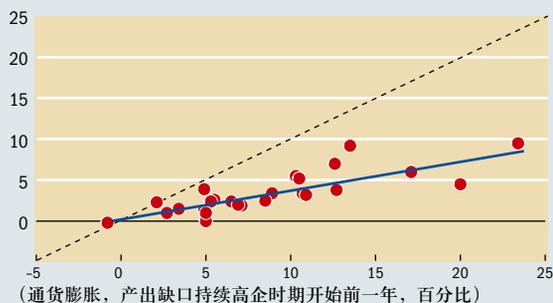
为了探究这个问题，我研究了发达经济体在过去的消费者物价指数（CPI）的变化，在此期间，其实际

产出连续八个季度比潜在产出低1.5个百分点。情况与从2008年后半年起发达经济体发生的情况非常相似。尽管历史经验只能作为研究现实情况的粗略导向，但是为产出缺口持续高企（PLOG）时期的通货膨胀结果提供了广泛的可借鉴经验。

图1
经历过的通货膨胀

1970—2007年，在发达经济体经历的25次严重衰退中，通货膨胀减缓。通货膨胀上升的两次，一次是初始通胀率很低，另一次是增幅小到可以忽略不计。

（通货膨胀，产出缺口持续高企时期的最后一年，百分比）



资料来源：美尔雅（2010年）。

注：产出缺口持续高企时期是指一个时期内实际产出比潜在产出连续八个季度低1.5个百分点。14个发达经济体有25个产出缺口持续高企时期。通货膨胀的衡量是根据季度调整的年度比率的CPI的变化。

回顾通货膨胀

我采用来自经济合作与发展组织（OECD）的数据（OECD，2009年），研究了从1970—2007年间14个发达经济体的25个产出缺口持续高企的时期，启示如下：

- 在产出缺口持续高企时期，反通货膨胀的规律清晰可见，而且非常普遍，大多数国家都出现了通胀率下降。此外，通胀率没有下降的两种情况分别为：第一，上涨幅度很小，几乎可以忽略不计；第二，通胀率原本就非常低（见图1）。

- 反通货膨胀的出现是由于劳动力市场疲软，失业率很高并/或继续增加，并且名义工资及实际单位劳动成本下降。这种规律证明了闲置产能与成本压力减弱之间存在预期的关联。

- 有些情况下，石油价格下降有助于进一步控制通货膨胀。名义汇率在产出缺口持续高企时期没有出现统一的趋势，但在货币升值的国家，反通货膨胀的速度更快一些。也许出乎意料的是，这段时期内广义货币总量（包括现金和银行存款）的增长速度与反通货膨胀的力度没有关联。

- 总体来说，初始通胀率与最后的通胀率大致呈

正比，这说明初始通胀率高的国家在绝对意义上反通货膨胀更为有力，但从相对意义上并非如此。因为产出缺口持续高企的具体时期长短不同，所以我们从通胀率年均变化的角度考虑，这些结论依然可以站得住脚。

情况不同

不同时间段的情况依然在一定程度上有所不同（见图2）。1990年以前，因为初始通货膨胀相对较高，整个阶段反通货膨胀都比较稳定。但是近几年，

整体来说，一旦通胀率达到较低水平，便会停止下降，而逐步稳定，甚至高涨。

通货膨胀较为温和，多数反通货膨胀发生在早期，随后原本降至最低点的通胀率出现了新低。的确，整体来说，一旦通胀率达到较低水平，便会停止下降，而逐步稳定，甚至高涨。

为什么反通货膨胀可能以低通胀率的速度逐渐消失，而没有演化为直接的通货紧缩？我想到了两种解释。

首先，近几年的文献资料强调央行在保持物价稳定中的公信力得到提升。这种公信力不仅在通胀率较低时较为明显，在通货膨胀预期较强时也非常突出。如果公众信任央行保持物价稳定的决心和能力，生产成本的短期变化对整体定价行为的影响力较小。结果将如一些研究记载的那样，产出缺口与整体通货膨胀关联度较低（如：克莱博根和卡罗蒂斯，2009年）。

其次，如果工资及物价下降有严重的正式或非正式障碍的话，反通货膨胀率会接近零。在劳动力市场，价格不会普遍下降，名义工资通常是不会下跌的，即使是在最糟糕的年代（如：阿克洛夫、狄更斯和佩里，1996年；阿基洛和里奇，2010年）。劳动力在生产成本中占比最大，所以任何阻碍名义工资下降的因素都能说明样本国家CPI持续下降的可能性极小。显然，将反通货膨胀转化为通货紧缩需要特殊的环境——日本过去20年的经验可能就是一个缩影。

对于现在的借鉴意义

历史证明了产出缺口持续高企对反通货膨胀的作用，至少是到通货膨胀率降至较低的正值时。几个世纪以来，在经济持续下滑时，促进通货膨胀的风险较为有限。然而，这个结论也必须谨慎对待，原因有三。

图2

各年代情况不同

1990年之前，在产出缺口持续高企时期的开始阶段，通货膨胀相对较高，而物价上涨在整个时期逐渐放缓。而近期，初始通货膨胀更为温和，而且最为严厉的反通货膨胀发生在产出缺口持续高企时期的早期。

（通货膨胀，百分比）



（通货膨胀，百分比）



资料来源：美尔雅（2010年）。

注：产出缺口持续高企时期是指一个时期内实际产出比潜在产出连续八个季度低1.5个百分点。14个发达经济体在1970—2007年之间有25个产出缺口持续高企时期。通货膨胀的衡量是根据季度调整的年度比率的CPI的变化。横轴上0的位置代表产出缺口持续高企时期的开始。

第一，历史经验，特别是19世纪70年代以来的历史经验证明，闲置产能的实时评估可能有较大不同。同样，经济学家可能过高估计了发达经济体目前经济衰退的范围。然而，值得注意的是，经济学家们敏锐地注意到了19世纪70年代的教训。例如，现在关于闲置产能的典型评估不仅考虑到全球金融危机削减需求的可能，也考虑了金融危机减少潜在供应的可能。

没有任何迹象表明通货膨胀预期会因量化宽松而消失。

第二，在宏观经济中，稳定的关系是极为罕见的，甚至即使在过去有可靠记载的、有规律的变化也可能不会再持续。那些对现在的高通胀表示担忧的人们经常引用为应对过去几次危机而采用的特殊的政策应对措施作为转换器。确实，当政策利率实质上接近零时，某些国家的央行又重新采用了如量化宽松这种无条件政策，即发行央行储备购买国债（美尔雅，2009年）。然而，重要的是要认识到这些政策和通货膨胀没有机械性联系。很多人所持的观点是更多的储备货币必然会消除通货膨胀。然而，这种观点却与经济理论不符，因为当出现流动性过剩时，央行还可利用其他工具来进行管理。这种观点也不切合日本的经验，日本从2001年以来尽管大规模增加储备货币，但通货膨胀却基本接近零。

第三，尽管产出缺口持续高企显然可以压低通货膨胀，但这却不是其唯一的影响。历史规律表明，（尤其是）石油价格以及汇率波动可以引起整体通胀率（即所谓标题通胀率）剧烈波动。经济衰退影响工资上涨，相对更高的进口价格本身不会导致整体通货膨胀压力。

最值得注意的、可能性很低的风险是一种极端的情况。在此情况下，无条件货币政策与公众对公共负债过高的恐惧互相影响，以至于对货币的信心遭到瓦解。为了降低这种风险，许多国家的决策者都已经作出计划削减公共赤字，恢复财政的可持续性。结果在一段时间内，大部分发达经济体的财政政策似乎在支持而非抵消反通货膨胀。同时，没有任何迹象表明通货膨胀预期会因量化宽松而消失。

近期通货膨胀趋势

介于这些考虑，我们值得参考目前的实践经验。事实上，2010年年末的实际通货膨胀趋势与历史经验并没有太大差别。采用历史样本中应用的相同标准——标准1，我根据OECD近期的数据（OECD，

2010年）确定了发达经济体的15个产出缺口持续高企时期，其中大部分始于全球危机恶化的2008年最后一个季度，并预期将至少持续至2011年年末。

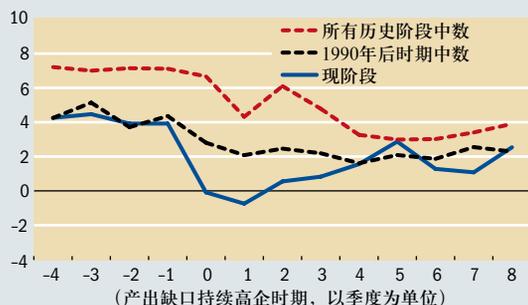
与历史案例相比，尽管劳动力市场相对较好，此次产能下降的严重程度却非同寻常。事实上，大范围劳动力贮藏（尽管下滑严重，公司却不愿解雇工人）起初在许多国家抬高了平均单位劳动成本，即使名义工资增长开始放缓。另一个显著的特点是石油（以及其他商品）价格过山车式的变化。开始时，石油价格突然直线下降，但是后来又一路高涨。这些波动对通货膨胀率的影响非常显著，包括近几个月也是如此。但是与危机前相比，通胀率下滑是显而易见的（见图3）。

如果将食品和能源价格从CPI中去掉，通胀率下降将更加稳定，但相对温和。但是这种粘合事实上是和历史情况相符的。核心通货膨胀始于目前产出缺口持续高企时期的、相对较低的基础，并以平均大约仅两

图3
过去作为开场

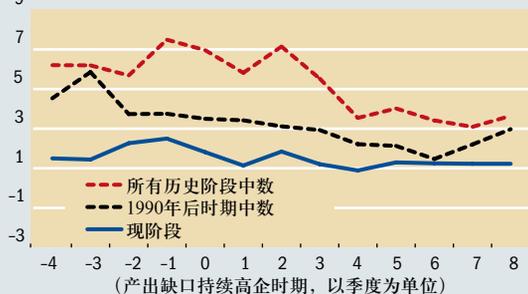
在发达经济15个产出缺口持续高企时期，通货膨胀更为不规律，这反映了物价过山车式的变化。而且，整体下降的趋势非常明显。

（标题通货膨胀，百分比）



如果将食品和能源价格从CPI中去掉，核心通胀率下降更加稳定，但相对温和。但是这种粘合事实上是和历史情况相符的。反通货膨胀是以一个较低的正通胀率逐渐消失的。

9.（核心通胀率，百分比）



资料来源：美尔雅（2010年）。

注：产出缺口持续高企时期是指一个时期内实际产出比潜在产出连续八个季度低1.5个百分点。14个发达经济体在1970—2007年之间有25个产出缺口持续高企时期，目前有15个。通货膨胀的衡量是根据季度调整的年度比率的CPI的变化。横轴上0的位置代表产出缺口持续高企时期的开始。

个点的速度上涨；从那时开始，每年大约以0.4个百分点（或起始年通胀率的20%）的速度下降，与产出缺口持续高企的早期反通货膨胀的相对速度相匹配。而且，跨行业数据证明各国反通货膨胀的范围依然与失业率上升紧密相关。

底线

发达经济体产出缺口持续高企的历史阶段勾勒出反通货膨胀的清晰脉络，其伴随着劳动力市场疲软且工资增长放缓的情况。然而，当初始通胀率已经相当低的时候，通胀率下降变得更为温和，这表明锚定更好的通货膨胀预期以及名义刚性下降（如阻碍工资削减）会有所结合。而且，石油价格及汇率的波动可能引起通货膨胀的短期剧烈波动。

始于全球金融危机的发展情形与此规律相符。尽管标题通胀率大幅波动，发达经济体的基本通货膨胀总体下降，许多核心措施导致通胀率较低，在过去产出缺口持续高企的阶段，反通货膨胀逐渐消失了。那么，对于面临经济持续下滑的经济体，可能导致通货膨胀的风险有限，而滑向通货紧缩也不太可能。■

安德烈·美尔雅（André Meier）是IMF货币和资本市场部的经济学家。

参考文献：

Akerlof, George, William Dickens, and George Perry, 1996, "The Macroeconomics of Low Inflation," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 27, No. 1, pp. 1-76.

Benigno, Pierpaolo, and Luca Antonio Ricci, 2010, "The Inflation-Output Trade-off with Downward Wage Rigidities," *NBER Working Paper 15672* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

International Monetary Fund (IMF), 2010, *World Economic Outlook* (Washington, October).

Kleibergen, Frank, and Sophocles Mavroeidis, 2009, "Weak Instrument Robust Tests in GMM and the New Keynesian Phillips Curve," *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 27, No. 3, pp. 293-311.

Meier, André, 2009, "Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom," *IMF Working Paper 09/163* (Washington: International Monetary Fund).

———, 2010, "Still Minding the Gap—Inflation Dynamics during Episodes of Persistent Large Output Gaps," *IMF Working Paper 10/189* (Washington: International Monetary Fund).

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), 2009, *Economic Outlook 86 Database* (Paris).

———, 2010, *Economic Outlook 88 Database* (Paris).



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2012-2013 program begins in July of 2012. Applications are due by January 1, 2012.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu