

伯南克在日本央行的演讲（2017）

译者：Mikko 朱尘

感谢邀请我在此次会议上做分享，我将谈一谈货币政策领域的经验教训以及面临的挑战。经过一段时间的货币政策创新以及实验，**日本央行一直走在前沿**，因此有必要退一步来评估我们所学到的知识以及我们还需要了解的内容。

（这里提到的）一些审查和评估同样也适合我个人。在座的同僚早已熟知，我一直在思考也撰写了很多有关日本货币政策的内容，作为一个学术研究者 and 政策制定者，从日本央行的案例研究开始，米什金和我在1992年的论文中做了有关**货币政策框架以及通货膨胀目标**的相关研究。我的许多有关日本的写作的独特初衷，至少在最初时，是为了挑战日本央行所面临的应对通货紧缩和**有效的短期利率（effective lower bound）**下限问题。作为一名学者，我发现这些挑战在智识上令人着迷。当然，在2002年加入联邦储备委员会后，我们发现自己在美国面临类似的问题（2003年**通缩恐慌**，在2008年底触及利率的有效下限），这使得这个问题变得不那么抽象。

我回顾了我有关日本的文章和演讲，为这次演讲做准备。当前我已不在其位（联储主席），因此我的演讲可能会倾向于显得“置之度外”，因此我想回顾一下同时期的专业共识，包括像保罗·克鲁格曼（1998），迈克尔·伍德福特和Gauti Eggertsson（2003），拉尔斯·斯文森的想法（2003年），以及我自己的看法。

回想起来，在全球金融危机前十年里，我写得有关日本的大部分内容都还算不错（这里应该是指料到了未来的发展，笔者注）。例如，我2002年关于通货紧缩的演讲以及2004年与文森特·莱因哈特以及莱因哈特和布莱恩·萨克的后续论文，都推翻了当时在一些圈子当中颇具影响力的观点，**即当短期利率接近零时，中央银行的“弹药耗尽”**，我反而指出，中央银行在短期利率达零之后，有一些进一步宽松政策的选择，我和我的合作者讨论和评估了美国和日本的“再通货膨胀措施”中使用的许多政策工具，包括**利率前瞻指引（无条件的和有条件的），大规模的资产购买，中央银行持有的资产组合变化，基于低成本的中央银行贷款的信贷计划**，以及在日本被称为**收益率曲线控制**的政策。（**我没有预料到会出现负利率**）

另外，我认为中央银行的资产购买计划应该**集中在较长期的资产上，而不是集中在短期国债上**，就像日本在早些时候进行量化宽松政策时的惯例那样。我与Reifschneider和威廉姆斯（2000年）一同提出，在通货紧缩的风险来临时，**不要试图节约政策弹药**，而应该“果断，先发制人”（伯南克，2002）。我强调有必要制定一个足够高的通货膨胀目标，以缓解通货紧缩的情况，我指出，在摆脱利率有效下限限制的时期之后，**可能需要暂时超调通胀目标以弥补之前的通货膨胀不足**。我经常认为有必要强化补充货币政策与财政政策和结构性措施的协同，并指出通过**最后贷款人行动、金融监管改革以及银行再资本化以确保金融稳定**的重要性。

但是，**我也不是全对的**。特别是在早期的著作中，我有些太乐观了，对于中央银行可以解决通货紧缩这一点我太过于自信，而对另一种观点却没有足够的耐心。例如，当我仍处学术界时，在2000年的文章中，我批评了日本央行的“自我诱发的瘫痪”，并表示日本央行下不了类似“罗斯福的决心”。我声称更积极的政策肯定会有更好结果，如富兰克林·罗斯福的非正统策略在1933年时所发挥的效用那样，也就是像日本在同一时期财政大臣高桥是清的政策那样。但是，当我自己担任美联储主席的角色时，面对这个办公室的沉重的责任和不确定性，**我对自己以前的一些论断感到遗憾**。中央银行在有效利率下限方面确实有可行的选择，但是在美国和日本，这个问题在我看来处理起来都存在一些麻烦。特别是在我早期的一些文章中，**我并不总能很明确地区分货币政策可以独立地实现多少（目标），而又在财政政策上需要多大程度的协调**。在2011年的新闻发布会上，为了回应日本记者关于我以前看法的一个问题，我回答说：“现

在我比十年前对中央银行家有了更多的同情”——终结通货紧缩，逃离有效利率下限被证明比我曾经预期的更困难，这也将是今天我的主旨之一。

在余下的内容中，我想聊三件事。首先，我想**重申日本央行继续追求通货膨胀目标（2%）的重要性**，尽管日本经济在一些重要经济指标上表现良好。第二，我将对自2013年以来的日本货币政策做一些评论，这毕竟是安倍经济学的第一支箭头。虽然政策取得了很大的进展，但**即使是如此积极的宽松政策还没有帮助日本央行达到通胀目标**。我还会探讨是什么经济问题使得达到这一**通胀目标如此难以企及**。

展望未来，可能当下已经采取的行动以及来自全球经济体的一些举措将足以让日本央行在未来几年内实现其（通胀）目标。然而，**这可不能保证，如果运气不好，到目前为止的改善可能会被扭转**。我的发言的最后一部分将是如何应对这一意外，以及日央行的政策选择。

日央行应当继续追求达到其通胀目标

正如我所指出的，尽管取得了进展，日本央行距离实现其通货膨胀目标（2%）仍然有一段距离，核心通货膨胀（即排除能源价格和食品价格的通胀）最近徘徊在0附近。日央行应该宣布胜利并且放弃了吗？有些人可能认为不再需要非凡的政策努力。虽然日本的经济增长速度很慢，但这在很大程度上反映了长期的力量，**特别是劳动力萎缩，生产率增长缓慢，这些因素不涉及货币政策**。事实上，人们经常会提到，按人均的国内增长来看，**近年来日本并没有比美国差多少**。日本的劳动力市场似乎很紧凑，近期失业率创新低，73.3%的就业人口比例高于美国（68.7%）。这样的表现可是在一系列意外的不利因素中实现的，包括2008年的全球金融危机，2011年的地震和海啸（包括核电危机），**中国过渡到更倾向于以服务为导向的增长模式的涟漪效应也影响到了日本**。2014年消费税增长则是增长的另一个阻力。

那么为什么要继续追求通胀目标呢？一个论点是，通货膨胀率上升，名义利率上升和名义GDP增长率的上升将**有助于减少日本沉重的财政负担**。作为一种背景资料，我计算了未来日本国债（JGBs）未来本金支付现值的变化，这些变化将与假设的一次通货膨胀增加相关联，名义利率假设在从零到百分之二之间，2018年为起始点（我忽略短期国债，其他的政府义务，以及未来的日债付息。我不认为列入这些项目会对结果产生大的变动）我假设未来发行的JGB付息反映了较高的利率环境，**因此通货膨胀率上升的唯一财政收益是降低目前在外JGBs的实际价值**。按此计算，**通货膨胀以及利率升到2%将降低债务/GDP约21个百分点，效益显著，但目前这个比值超过200%，所以这种效益看上去也不算什么**。

但对我而言，实现通胀目标的更重要的好处是，**通过恢复货币政策应对经济衰退的冲击的能力，将会促进未来的经济稳定**。在过去二十年中，这种能力受到短期利率接近其有效下限的限制。为了粗略地了解这个约束的重要性，我估算了日本的标准泰勒规则利率（Taylor, 1993）。数据是月度的。我使用了两个替代样本期，在此期间（1980年-1995年和1985年-1995年），**这两个时期与有效利率下限无关**。我没有对通胀目标，自然失业率，中性利率随时间的变化作调整：尽管做了这些简化，但估计系数是合理的，类似于泰勒规则在美国的应用。

根据估算的泰勒规则利率，我预测了从1995年10月起，如果（假设）日本央行能够对经济状况作出反应而不受限于“有效下限（图1），政策利率将如何产生变化。有趣的是，**这个简单方程式所算出的政策利率在今天应该是正值的，在1%到2%之间，在很大程度上反映了失业率较低**。从表面上看，这一结果意味着日本的货币政策目前不受限于有效利率下限。然而，鉴于通胀仍远低于目标，**我并不认为这是合理的**。这是因为我的估算忽略了两个事实——**均衡的实际利率一直处于下降趋势；日本在2013年采纳了更高的通胀目标**，如果适当地将这些因素纳入考虑，则会降低泰勒规则预测的利率水平。因此，图1中1995年以后的利率预测可能会有显著的向上偏差。

尽管存在这种偏差，但预测显示，**若没有有效的利率下限，政策利率可能会下降至最低-4%**，不仅在全球经济衰退期间，而且在长期的日本衰退期间都是如此（2000年9月至2003年4月）。正如凯利和罗伯茨（2017年）最近的成果中提到的，频频触及有效利率下限可能会显著降低经济表现。这不仅是因为下限对货币政策的约束，**也是因为实际利率的隐含下限阻碍了资本投资，并在经济周期的最弱阶段对借款**

人的资产负债表施加了压力。的确，自1995年以来，日本的实际利率已经不怎么变化，表明它们没有发挥正常的稳定作用。以可持续的方式实现通胀目标，这意味着从目前水平提高名义利率2个百分点左右，也不会解决这些问题，反而有可能进一步削弱它。简言之，**如果日本央行希望恢复对未来经济冲击的反应能力，那么在追求通胀目标的同时，还要保持对通胀目标激进主动的态度。**

安倍经济学货币政策

我现在转谈一些有关最近货币政策的问题。当然，目前的经济政策制度与安倍晋三有关，安倍晋三在2012年12月成为总理。总理重振增长、终止通货紧缩的计划，被称为著名的囊括货币政策，财政政策和结构性改革政策三大箭头的安倍经济学。在安倍晋三的支持下，日本央行宣布于2013年1月22日采用2%的新通胀目标，以及新的央行行长——黑田东彦。黑田上任以后，日央行采取了所谓定性及定量宽松政策（QQE），包括购买交易所交易基金和其他私人资产以及日本政府债券。由于QQE，截至2016年底，**日本央行的资产负债表规模相当于日本国内生产总值的88%左右。**相比之下，**美联储和欧洲央行的数据则约为24%和34%。**日央行还实施了适度的负利率，但并没有在该方向走得更远（不像欧洲央行所作的那样），**因为负利率可能对银行利润产生不利影响。**

最近，日本央行修改了其政策框架，开始将**目标定为10年期JGB的收益率**，最初定为零，并**承诺通胀目标超调**（黑田，2016年）。正如我在最近的博客文章（伯南克，2016b）中所讨论的，我认为这两个政策**都是建设性的步骤。特别是承诺超额通货膨胀目标与理论分析一致，理论分析得出结论，当短期利率处于有效下限时，中央银行应通过承诺保持利率低于通货膨胀上升的速度**（克鲁格曼，1998；Eggertsson and Woodford，2003）。更通俗地说，**超调承诺有助于平息日本央行过早放弃对抗通货紧缩的猜测。**

收益率曲线控制的采用**可以解释为从数量目标（年度JGB采购80万亿日元）到价格目标（JGB收益率）的变化。**由于日本央行已经获得了越来越多的流通JGBs，**私人部门手中的剩余存量已经（对市场）变得不那么敏感，因为银行和其他持有人并不单单以收益率为基准来评估JGB。**因此，即使日本央行面临JGB采购的固定数量目标变得困难的问题，央行将会更容易地管理JGB的收益率，而且可能会比以往有更少的采购量。由于在私人手中中国债的供应限制将不再是一个障碍，当前政策实施的新框架比以前更具可持续性。确定JGB的收益率目标也可能使日央行更好地规划和管理其政策对经济和金融机构的影响

毫无疑问的，自2013年以来所采取的政策，特别是日本央行的政策具有重大的影响。尽管降息空间有限，在安倍上台后，日本央行实施了大幅度的放松。这反映在了股市，长期利率和汇率上。日本的增长回升，自2013年开始约为1.1%，**可能高于潜在水平，与我们在劳动力市场上所见到的改善相符。**经过多年的经济萎缩，过去四年来，国内生产总值的平均增长率接近2.1%，**这对财政方面的可持续发展是积极的。**重要的是，有迹象表明长期通缩已经结束，2013 - 2015年间核心通货膨胀率处在0.5-0.7%的范围内（不包括消费税的变化），但令人担心的是，它一度在2016年下降到接近零的水平。

豪斯曼（Wuisman）和维兰德（Wieland）（2014）对安倍经济学和日央行政策进行了早期的审查分析。他们总结说，日本央行很轻易地就通过了政策的成本效益测试；三年后，似乎仍然如此。

尽管如此，2%的通胀目标仍然没有被达到，**而达到目标的时间表反复被推延，这是令人失望的。**为什么？从我局外人的角度来看，它看起来像是因为**日本经济的一些特点所引致的**，此外，**过去的政策也遗留下来一些问题**，这些问题糅合在一起后阻碍了日本央行的通胀目标以取得更快的进展。**日本的均衡实际利率似乎非常低，大概是负值。**经济学家称之为 r^* 或维克赛尔利率——即**总需求和潜在产出相等时的均衡实际利率**。同样地，均衡利率是定义货币政策“中立”立场的代表。

日本的均衡实际利率很低这一点并不奇怪。事实上，有相当多的证据表明，**所有主要经济体中的 r^* 都已经下降到历史最低水平。**例如，Holston, Laubach和Williams（2016）指出，美国，加拿大，欧元区 and 英国均衡实际利率都呈现急剧下降的趋势。

一般来说，对于主要经济体中的低 r^* ，有两个解释。阿尔文·汉森（Alvin Hansen）在20世纪30年代提出并最近由拉里·萨默斯（Larry Summers）（2014）重新提及的**长期停滞假说**认为，较低利率的主要驱动力是**经济增长持续下滑，资本投资回报相继下降**。此外，还有**全球储蓄过剩假说** - 我在2005年演讲中提到的一个短语 - **侧重于高期望储蓄和低期望投资之间的全球失衡，这对实际利率造成了下行压力**。这个观点强调，**过剩储蓄是一些政策决定的结果，比如一些国家的大量储备积累**。这两个假设并不是相互排斥的，而是互补的：**如果主要经济体不存在长期停滞的趋势，那么资本投资机会就足以在更高的实际利率水平上吸收全球储蓄。如果没有全球储蓄过剩，那么一个国家的长期停滞可以通过资本流出（比如投资到新兴市场）和贸易顺差来克服。**

这两个假设今天都与日本有关。日本劳动力下降和生产率增长缓慢与长期停滞的观点一致。加上日本资本对劳动力的高比率，不佳的增长前景，抑制了国内资本投资的边际回报。此外，人口老龄化配上实际收入增长缓慢使得对耐用消费品或住房的需求将相当有限。在教科书中，IS曲线在日本处于非常遥远的“西南位置”，意味着需要实行非常低或负的实际利率才能使经济充分就业，并对通货膨胀造成上升压力。

长期停滞的论点中强调了国内投资机会的低回报。对于日本来说，**资本外流是国内储蓄的重要替代用途**。原则上，这种流出应该使日本储户获得更高的回报，同时也削弱本国货币，促进出口，并在国内保持充分就业。当然，日本对这种机制受益的能力受到其他主要经济体经济增长放缓的程度的限制，此外还同时受到有效利率下限的约束。理想情况下，日本以外的其他主要经济体所不能吸收的超额储蓄将流向资本不足的新兴市场，但是由于全球储蓄过剩和旨在促进贸易顺差和储备积累的政策，这一渠道相当受限。此外，一些其他因素也同样影响了这个渠道并压制了 r^* ——包括日本投资者的**强烈本土偏好**；对国家出口**盈余规模的国际政治制约**；日本出口企业的**因市定价行为**，降低了出口对汇率变化的弹性；以及日元作为**避险货币**的地位，这意味着它往往是在全球经济，金融或政治压力的时候被全球资本所追逐的货币。

低 r^* ，加上通货膨胀率低，挑战了货币政策“再膨胀”经济的能力。当然，这并不是说中央银行家在这种情况下是无可奈何的。在一般情况下，即使处在利率的有效下限，货币政策可以通过**宽松金融市场**（比如降低长期利率，贬值本国货币或抬升股市）来**直接刺激总需求**；或**提高公众对通货膨胀的期望，从而降低实际利率以及对未来增长的预期**。在具有理性预期的标准模型中，这两种方法只是同一硬币的两面。特别是处在利率的有效下限时，**货币政策只能在影响通胀预期的情况下放松金融状况**。然而，实际上，**我认为这两种方法在行动上截然不同的**，或者至少可能部分公众会对金融状况的变化产生不同的反应，并对通货膨胀和增长持不同的期望。

无论如何，在日本，货币政策传导的两个渠道似乎正在接近极限。首先，当下不仅仅是日本的短期利率处在有效利率的下限水平，长期利率也是如此，**这是一种“超级的流动性陷阱”**。相比之下，尽管2008年至2015年间美国的短期利率仍然接近于零，但长期利率仍然保持在正的领域，十年期国债利率从未低于1.5%。尽管没有空间来降低短期利率，但美联储能够通过前瞻指引（**承诺保持短期利率在长时间内处于低水平**）和量化宽松政策（**压低期限溢价**）来施压长期利率。同样，如我已经指出的那样，尽管在收益率曲线的短期端几乎没有空间，日本央行近年来也大大宽松了金融状况。然而，现在，**由于整个期限结构都处在有效的零利率下限位置（并且由于金融稳定性的原因，日本央行显然不愿意实施大幅度的负利率）**，即使通过非常规的政策工具，日本金融状况进一步的放缓范围似乎相当有限。

或者，如我所指出的那样，如果日本央行能够制造对未来通货膨胀率上升的预期，则日本央行可能可以降低实际利率并刺激经济活动，举例来说，**承诺保持利率在未来通货膨胀开始上涨时处于低位**。这样的承诺是否可信？似乎有证据表明中央银行可以对未来作出可信赖的承诺，**即使承诺在技术意义上不是完全时间一致的**。根据Barro和Gordon（1983）的简单模型，通货膨胀目标本身并不是时间一致的，因为在这种模式中，**总是有诱因促使政策制定者自导自演出通货膨胀的“意外惊喜”，从而促进经济活动**。然而在实践中，以通货膨胀为目标的中央银行已经能够建立可靠的框架，并将通货膨胀预期纳入目标。全球经验还表明，利率的前瞻指引（对未来政策的承诺）可以宽松金融状况，**即使中央银行做出的远期承**

诺也不太精确（参见例如Swanson 2017）；量化宽松的一些影响似乎也是出自央行对未来政策的信号效应。所以一般来说，**不应该排除利用中央银行措辞来管理预期作为在有效利率下限时货币政策工具。如果中央银行表现出决心，政府也明确支持这一策略，人们会预期这样的管理将特别有效。**

日本的通货膨胀预期在首次公布QQE之后确实有所上升，但总体而言，**这种反应并不及期望**（日本央行，2016年），特别是当总体通胀受到油价下跌等因素压制时。一些观点指出，**日本的通胀预期是适应性的**——如国家的工资谈判导致**前瞻后顾式**的行为。这些解释非常不同，**即日本的通货膨胀预期似乎对当下的发展过于敏感，对中央银行的言论相对没有反应，即使这样的言论伴随着诸如大规模资产购买等措施。**

解决通货膨胀预期对日本央行言论反应太疲软的现象有多种方法。例如，**家庭和企业的接受信息有限，因此，在没有充分的理由时，他们不会花太多的时间和心力重申通货膨胀。**鉴于通货膨胀的停滞，近年来经由日本私人部门作为代理（传递通胀预期）的这一策略并不是非常昂贵的。除此以外的人们**可能有良好的信息接收量，但他们仍然像贝叶斯模型那样行动，根据实际通货膨胀来更新日本从低通货膨胀转变为较高通货膨胀的概率**（Caskey, 1985）；到目前为止，侧重高通货膨胀率范式的证据是有限的。**这两个故事都需要由日本央行在早些时候的政策负责，这使得通缩心态多年来变得根深蒂固。**

另一方面，还有可能的是，克鲁格曼（2014）提出了对通货膨胀预期粘性的多重均衡解释：**假设由于某种原因，人们期望通货膨胀率相对较高。由于名义利率为零，高通胀预期会降低实际利率并推动经济活动和价格上涨，从而确认了初期预期。但是，如果人们持续预期低或零的通货膨胀会持续下去，那么实际利率不会下降，而通胀预期也将因此自证。这种多重均衡解释似乎对日本央行的困境作出了一个合理的说明；如果不管何种原因，人们都不会期望通货膨胀变高，那么就会很难产生通货膨胀，这只能证实公众的怀疑态度是正确的。**

正如我最近在布鲁金斯（Bernanke, 2017）发表的评论中所讨论的，我认为马克·格特勒（Mark Gertler）一会也将提到，**理解中央银行措辞与家庭、企业和市场的预期之间的联系——是越来越多货币政策制定者的重大挑战。**正如我所指出的，证据表明，通过声誉资本或其他机制，**中央银行家可以对未来的政策制造一种期望，即使这些政策并不完全时间一致。**但是，如何最好地管理预期，特别是在考虑从一套稳定政策转向另一套稳定政策时，仍然不明晰。日本的经验说明了这种管理是多么困难。

日本央行的工具包中剩下了什么？

Blanchard和Posen（2015）认为，为了提高通货膨胀预期，当这些预期存在前瞻后顾的成分时，**重要的是实际通货膨胀率首先上涨。**他们建议政府利用日本半中心的工资谈判过程，**施压并“忽悠”企业支付更高的名义工资，并将工资增长转化为价格上涨。**政府部门可以通过给自己的员工增加工资来做到这一点。

如果成功，**施压企业工资和价格上涨可能会导致更高的通货膨胀预期，至少会持续一段时间。**但是，虽然工资收入较高，增加了消费，**但这不能保证总需求将上升到与更高价格水平的充分就业一致。**如果没有，**那么价格和工资上涨最终将是暂时的，或者类似于上世纪70年代，公司使用各种手段规避美国工资物价管制措施，使他们能够保持盈利能力，同时还“汇报”更高的工资和价格。**

无论是选择从事收入政策与否，政府还必须保证总需求足以维持较高的工资和价格。假设，再过几年，通货膨胀还未苏醒，那怎么办呢？当自己的央行的行动达至极限，**那么财政政策是通常的选择。**然而，在日本，财政政策可能面临的限制，**已经存在于日本的高债务与GDP的比率中。**这导致了不可避免的一一货币政策和财政政策之间的政策协调的讨论。两者协同的方法有很多，比如：（1）**政府承诺新的支出和减税项目**（2）**央行承诺将根据需要来行动，以抵消（财政政策支出）影响到日本政府债务占GDP的效应。**

正如我所说的，有各种方法保障这个**承诺**得以实现：直接的办法，以克鲁格曼（1998年）和Eggertsson和伍德福德（2003）的论点一致，**将是日本央行承诺其通胀目标的临时超调，足以避免债务与GDP比率的增加**。这个**承诺相当于财政计划的货币化融资的承诺，而不依赖于像直升机撒钱**（Reichlin，特纳，伍德福德，2013；伯南克2016a）的概念。为了解释这个可能性，我致以早期的通货膨胀对日本的债务负担的影响分析。鉴于日本国债在外的期限结构，**央行在保持其通胀目标超调0.7个百分点，持续三年；或者超调0.4个百分点，持续五年的情况下，可以有效地为规模达到GDP总量的2%的财政计划融资**。此外，该计算忽略了如果宽松的货币政策和财政政策刺激名义GDP的增长引发的收入的增加。就其本身而言，**政府可以减少通过长期债务融资财政计划资金所需的通胀超调水平，而这（长期融资的财政计划）将受通货膨胀上升程度的影响**。

我不会在这里讨论这个假设的财政计划的构成，**但使用它来推进作为安倍经济学第三支箭的结构性改革是有价值的，长期来说，这对增长亦至关重要**。例如，再培训计划 and 收入支援可以减少对低效部门改革的阻力，有针对性的社会服务可以促进妇女和老年人的劳动力参与度增加。

很多经验证据表明，一个设计良好的财政计划将增加总需求和产出，**并且通过菲利普斯曲线的影响，最终也促使通胀上行**。值得注意的是，财政政策并不仅仅依赖于改变对未来通胀或产出的预期依赖。我们可能仍然要问**是否货币政策的辅助有必要或有帮助**。

首先，人们可能会怀疑由日本央行作出的**通过更高的通货膨胀率来抵消债务的增长的承诺，会比任何其他已作出的增加通货膨胀的承诺来的更可靠**，包括那些通过大规模资产购买计划的支持更可信。如果日本家庭和企业保持近年来的持怀疑的态度，日本央行发布公告将没有太大的作用以**改变通货膨胀预期**，以及（有人会说）相对于单独的财政计划，货币政策可能起不到什么辅助作用。即使在强大的财政政策和货币政策的支持下，**通胀预期仍可能会保持粘性**，这也是我曾经提出的一个“有心的”央行总是可以提高通胀的论点的**不妥指出**。

在我看来，**可能没有必要让公众相信央行的说法——即它将使通货膨胀超调；它可能只需要政府和立法者相信它**。政府不愿意通过扩张性的财政计划的原因就在于对国家债务积累的担忧。如果立法者认为，货币政策将用于抵消债务积累，他们可能更愿意采取行动。此外，他们会明白，**货币政策不会顺着扩张性的财政政策的风，增加乘数和提供更多的“廉价流动性”**。因此，货币财政政策协调的目的，并不在于争论对给定财政计划的央行的承诺，而是使财政计划首先在政治上是可行的。当然，若中央银行尊重它承诺的**通胀超调承诺，那联合的方案最终的影响将是巨大的**。

有关财政政策与货币政策协同，第二个值得关注的是，这将侵害央行的独立性。上一次，2010年，我在日本央行东京的一次会议上提到，**中央银行独立性是一种短期的政治压力**，民主制度中需要考虑央行的审计、透明度和问责制（伯南克，2010）。**央行独立性得以保障的情况下，如果受到政治家的压力，货币政策制定过于扩张，或者是政府财政依赖于货币政策作为融资来源（巴罗和戈登，1983），这可以避免通胀的上行偏差**。老实说，这种问题可能不会发生在日本。但独立、普遍的情况下，**与政治的距离感使得货币政策制定者在评估数据和政策选择上更客观、更科学；实现政策的一致性和连续性；并且，在一般情况下，采取长期的视角**。我觉得这个更广阔的视野是值得骄傲的。

那么，货币与财政的协同会否影响到这种独立性的价值呢？首先，**明确界定央行的承诺是重要的**；例如，它必须明确的是，**超调的承诺是临时且仅适用于当前的财政程序的，而不是持续的**。此外，在任何情况下，**央行保持对货币政策工具的控制**，这意味着，无论是好还是坏，**政府必须接受未来央行的领导可能会违背其承诺的风险**。在我看来，**这样的协议不会违反独立性**。我们还必须记住，**中央银行的独立性是一种手段，而不是目的**。中央银行的独立性在当它受压不得不去做违背或者外在于它政策纲领时的事时会受到威胁。但这与协同政策的情况不同，**在这种情况下，央行将与财政当局先明确目的，进而进行合作以实现其任务**。

结论

日本已在近几年取得了大量的经济进展，包括日本央行的2%通胀目标的进展。不幸的是，通胀仍低于目标，尽管黑田东彦激进的手段以及经济复苏的环境得以持续。如果货币政策试图战胜未来的衰退，让通货膨胀上升是必不可缺的。

若一切顺利，日本央行目前的政策框架可能仍不足以实现通胀目标。我们将不得不等待和观望。如果无法达到，可用的选项也很少了。潜在的选项有，货币和财政政策的更明确的协调。日本央行可能不愿意采取这样的方法。如不如此，可能别无他法——甚至只能放弃通胀目标或接受新一轮的通缩。持续如此之久的，勇敢并努力地试图终结通缩，并从有效利率下限加息后，这将是一个最令人失望的结果。

Figure 1. Fitted values of the call rate based on a simple Taylor rule, October 1995 - February 2017



Source: Author's calculations, Japan MIC, Bank of Japan, Haver.

Note: Fitted call rate obtained by regressing historical call rate on core-core inflation and unemployment over specified periods. Inflation adjusted for effects of 2014 consumption tax.

本文译自伯南克发布在布鲁金斯研究所的讲稿