



国家哲学社会科学成果文库

NATIONAL ACHIEVEMENTS LIBRARY
OF PHILOSOPHY AND SOCIAL SCIENCES

中国通货膨胀动态形成 机制的多重逻辑

张成思 著

 中国人民大学出版社



国家哲学社会科学成果文库

NATIONAL ACHIEVEMENTS LIBRARY
OF PHILOSOPHY AND SOCIAL SCIENCES

中国通货膨胀动态形成 机制的多重逻辑



张成思 著

中国人民大学出版社

策划编辑：马学亮 陆 敏

责任编辑：陆 敏 李芳菲

装帧设计：肖 辉 彭莉莉

图书在版编目 (CIP) 数据

中国通货膨胀动态形成机制的多重逻辑/张成思著. —北京：中国人民大学出版社，2016.3

(国家哲学社会科学成果文库)

ISBN 978-7-300-22604-0

I. ①中… II. ①张… III. ①通货膨胀—研究—中国 IV. ①F822.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 039072 号

中国通货膨胀动态形成机制的多重逻辑

ZHONGGUO TONGHUO PENGZHANG DONGTAI XINGCHENG JIZHI DE DUOCHONG LUOJI

张成思 著

中国人民大学出版社 出版发行

(100080 北京中关村大街 31 号)

涿州市星河印刷有限公司印刷 新华书店经销

2016 年 3 月第 1 版 2016 年 3 月第 1 次印刷

开本：710 毫米×1000 毫米 1/16 印张：20

字数：314 千字 印数：0,001—1,500 册

ISBN 978-7-300-22604-0 定价：80.00 元

邮购地址 100080 北京中关村大街 31 号

中国人民大学出版社读者服务部 电话 (010) 62515195 82501766



作者简介

张成思 中国人民大学财政金融学院货币金融系主任、金融学教授、博士生导师，曾执教于香港中文大学。主要研究方向为货币政策、通胀动态机制、金融发展以及金融时间序列分析等。近年来以独立或第一作者在*Journal of International Money and Finance*、*JMCB*、*IREF*、*The World Economy*、*Oxford Bulletin of Economics and Statistics*等国际知名SSCI期刊上发表论文近40篇（其中半数为刊首文或封面文章），在《经济研究》《金融研究》《管理世界》《世界经济》《统计研究》等中文权威期刊上发表论文30余篇（其中半数以上为刊首文或封面文章）。2010年获得“中国青年经济学者论坛”优秀论文奖（10年评选出6篇），2013年荣获“中国青年金融学者”奖。世界著名的RePEC数据库统计的中国学者国际学术文章综合影响力情况显示，作者位列前10%（其中含在国内兼职的国外教授）。

《国家哲学社会科学成果文库》

出版说明

为充分发挥哲学社会科学研究优秀成果和优秀人才的示范带动作用，促进我国哲学社会科学繁荣发展，全国哲学社会科学规划领导小组决定自2010年始，设立《国家哲学社会科学成果文库》，每年评审一次。入选成果经过了同行专家严格评审，代表当前相关领域学术研究的前沿水平，体现我国哲学社会科学界的学术创造力，按照“统一标识、统一封面、统一版式、统一标准”的总体要求组织出版。

全国哲学社会科学规划办公室

2011年3月

目 录

第一章 概 论	(1)
第二章 中国通货膨胀的动态演进路径	(9)
第一节 通货膨胀演进路径的刻画：通货膨胀周期	(9)
第二节 中国通货膨胀的周期划分与特征	(10)
第三节 中国通货膨胀周期性变化的动因	(14)
第四节 研究启示	(34)
第五节 本章小结	(36)
第三章 通货膨胀动态机制：内部子成分传导视角	(38)
第一节 中国 CPI 子成分的时序特征	(39)
第二节 内部动态传导机制：单变量模型	(43)
第三节 内部动态传导机制：向量模型	(46)
第四节 货币政策与 CPI 子成分动态传导机制	(50)
第五节 结构性变化的影响	(52)
第六节 本章小结	(55)
第四章 通货膨胀动态机制：上中下游链条传导视角	(57)
第一节 价格链条传导的现实逻辑	(57)
第二节 不同价格指标的时序特征	(60)
第三节 价格链条传导机制的长期均衡分析	(68)
第四节 货币政策对价格链条传导机制的影响	(74)

第五节 本章小结	(78)
第五章 通货膨胀动态机制：行业潮涌视角	(80)
第一节 行业潮涌与通货膨胀关系的研究基础	(80)
第二节 资本轮动、行业潮涌与通货膨胀的逻辑链条	(82)
第三节 真实资本品与普通消费品两部门模型的理论框架	(88)
第四节 行业潮涌下的通货膨胀动态机制：实证分析	(92)
第五节 本章小结	(98)
第六章 通货膨胀动态机制：商品金融化视角	(100)
第一节 商品金融化的界定	(100)
第二节 普通商品、资本品与金融产品的演化逻辑	(102)
第三节 商品金融化与价格形成机制的理论逻辑	(109)
第四节 商品金融化下的价格驱动机制检验	(113)
第五节 本章小结	(122)
第七章 通货膨胀动态机制：商品与资产市场均衡论视角	(124)
第一节 基本背景	(124)
第二节 基于资产市场与商品市场联动的货币主义理论框架	(126)
第三节 对资产市场均衡论的检验	(130)
第四节 本章小结	(135)
第八章 通货膨胀动态机制：货币主义与新凯恩斯主义的折中视角	(137)
第一节 对既有理论的回顾与评价	(137)
第二节 理论分析框架：货币主义与新凯恩斯主义的内在一致性	(139)
第三节 货币增长率与通货膨胀互动的典型事实	(143)
第四节 短期动态机制	(147)
第五节 长期均衡机制	(152)
第六节 本章小结	(156)
第九章 通货膨胀的目标错配与动态机制	(158)
第一节 消费者价格与广义价格的差异	(158)

第二节	随机波动：不同价格指数的长期趋势波动特征·····	(163)
第三节	通货膨胀动态机制特征转变的政策贡献度比较：反事实 仿真实验·····	(166)
第四节	决策选择：权重调整还是目标调整·····	(172)
第五节	本章小结·····	(176)
第十章	通货膨胀预期的形成与动态机制·····	(177)
第一节	通货膨胀预期的种类·····	(177)
第二节	微观群体的通货膨胀预期度量·····	(181)
第三节	通货膨胀预期的形成机制：媒体舆论视角·····	(183)
第四节	通货膨胀预期与新凯恩斯菲利普斯曲线·····	(190)
第五节	本章小结·····	(196)
第十一章	外生冲击、货币政策与通货膨胀动态特征的结构化变化 ·····	(198)
第一节	通货膨胀动态特征的转变现状·····	(198)
第二节	结构化变化的检验与识别·····	(200)
第三节	通货膨胀持久性的转变：对比仿真分析·····	(205)
第四节	货币政策改进对通货膨胀动态特征转变的影响·····	(211)
第五节	本章小结·····	(213)
第十二章	开放环境下的流动性过剩与通货膨胀·····	(215)
第一节	开放环境下的流动性过剩问题·····	(215)
第二节	流动性过剩与通货膨胀动态变化的典型事实·····	(217)
第三节	流动性过剩对通货膨胀动态驱动的验证·····	(222)
第四节	开放环境下从流动性过剩到通货膨胀的传导逻辑 ·····	(227)
第五节	本章小结·····	(230)
第十三章	汇率平价关系转变与通货膨胀动态机制·····	(233)
第一节	汇率制度转变与经济金融形势变化·····	(233)
第二节	中美汇率平价关系新格局·····	(237)
第三节	汇率平价关系转变下的通货膨胀动态机制·····	(242)
第四节	本章小结·····	(249)

附录 人民币汇率波动的基本逻辑	(250)
第十四章 全球化进程与通货膨胀动态机制	(257)
第一节 全球化与中国的“缩长”之谜	(257)
第二节 融入全球化要素的通货膨胀动态机制理论	(259)
第三节 国内外产出缺口与通货膨胀的演进路径	(263)
第四节 全球化要素是否显著影响通货膨胀动态机制：实证分析	(267)
第五节 本章小结	(274)
附录 基于开放经济 DSGE 模型的全球化 NKPC 模型	(276)
第十五章 多重逻辑的分歧与一致	(282)
参考文献	(288)
索 引	(308)

CONTENTS

Chapter 1 Introduction	(1)
Chapter 2 Dynamic Evolution of Inflation in China	(9)
1 Inflation Cycle	(9)
2 Division of Inflation Cycle and Its Features	(10)
3 Inflation Cycle and Its Cause	(14)
4 Implications	(34)
5 Conclusions	(36)
Chapter 3 Inflation Dynamics: Internal Transmission Perspective	(38)
1 Time Series of CPI in China	(39)
2 Internal Dynamic Transmission Mechanism: Univariate Model	(43)
3 Internal Dynamic Transmission Mechanism: Vector Model ...	(46)
4 How Monetary Policy Effects CPI	(50)
5 Structural Change and Its Effect	(52)
6 Conclusions	(55)
Chapter 4 Inflation Dynamics: Upstream and Downstream Transmission Perspective	(57)
1 Price Transmission Mechanism	(57)

2	Time Series of Different Price	(60)
3	Long-term Equilibrium Analysis of Price Transmission Mechanism	(68)
4	Monetary Effect on Price Transmission Mechanism	(74)
5	Conclusions	(78)
Chapter 5 Inflation Dynamics: Industry Tide Perspective		(80)
1	Industry Tide and Inflation Dynamics	(80)
2	Capital Cycle Movement, Industry Tide and Inflation	(82)
3	Real Capital Goods and Consumer Goods: Dual Sector Model	(88)
4	Inflation Dynamics under Industry Tide: An Empirical Analysis	(92)
5	Conclusions	(98)
Chapter 6 Inflation Dynamics: the Financial Manifestation of Commodities Perspective		(100)
1	The Financial Manifestation of Commodities: Definition	(100)
2	General Merchandise, Capital Goods and Financial Products	(102)
3	The Financial Manifestation of Commodities and Pricing Mechanism	(109)
4	Price Drive Mechanism under the Financial Manifestation of Commodities	(113)
5	Conclusions	(122)
Chapter 7 Inflation Dynamics: Equilibrium of Commodity and Asset Markets Perspective		(124)
1	Backgrounds	(124)
2	Monetary Theory Frame	(126)
3	Equilibrium of Commodity and Asset Markets: An Empirical Analysis	(130)
4	Conclusions	(135)

Chapter 8 Inflation Dynamics: Monetarism and New Keynesianism	
.....	(137)
1 Literature Review	(137)
2 Consistencies of Monetarism and New Keynesianism	(139)
3 The Rate of Monetary Growth and the Price Level	(143)
4 Short-term Dynamic Mechanism	(147)
5 Long-term Equilibrium Mechanism	(152)
6 Conclusions	(156)
Chapter 9 The Target Mismatch and Dynamic Mechanism of Inflation	
.....	(158)
1 Differences Between Consumer Prices and Broad Price	(158)
2 Long-term Trend Fluctuations of Different Price Index	(163)
3 The Characteristic Transformation of the Inflation Dynamics Mechanism	(166)
4 Decision Selection: Weight Adjustment or Target Adjustment	(172)
5 Conclusions	(176)
Chapter 10 Inflation Expectations and Its Dynamics Mechanism	(177)
1 Sorts of Inflation Expectations	(177)
2 Indicators of Inflation Expectations; Microcosmic Group	(181)
3 Inflation Expectations Dynamics Mechanism; Media Perspective	(183)
4 Inflation Expectations and New Keynesian Phillips Curve ...	(190)
5 Conclusions	(196)
Chapter 11 The Structural Change of the Inflation Dynamics	(198)
1 The Structural Change of the Inflation Dynamics	(198)
2 Identification of the Structural Change	(200)
3 Inflation Persistence; Contrast Simulation Analysis	(205)
4 Monetary Policy Improvements and the Structural Change	(211)
5 Conclusions	(213)

Chapter 12	Excess Liquidity and Inflation Dynamics under the Open Environment	(215)
1	Excess Liquidity under the Open Environment	(215)
2	Excess Liquidity and Inflation Dynamics Change: An Example	(217)
3	Excess Liquidity and Inflation Dynamics Change: An Empirical Analysis	(222)
4	From Excess Liquidity to Inflation	(227)
5	Conclusions	(230)
Chapter 13	Exchange Rate Parity Relation and Inflation Dynamic Mechanism	(233)
1	Exchange Rate Regime and Economics	(233)
2	New Pattern of Exchange Rate Parity between China and the US	(237)
3	Inflation Dynamic Mechanism under Exchange Rate Parity Relation Change	(242)
4	Conclusions	(249)
	Appendix RMB Exchange Rate Fluctuations	(250)
Chapter 14	Globalization and Dynamic Mechanism of Inflation	(257)
1	High Growth and Low Inflation under Globalization	(257)
2	Dynamic Mechanism of Inflation under Globalization	(259)
3	Output Gap and Dynamic Mechanism of Inflation	(263)
4	Does Dynamic Mechanism of Inflation Change under Globalization?	(267)
5	Conclusions	(274)
	Appendix NKPC based on DSGE under Globalization	(276)
Chapter 15	Disparities and Consistencies	(282)
	References	(288)
	Index	(308)

第一章

概 论

通货膨胀是关系到国民经济和谐健康发展、货币政策有效施行的核心要素，更是宏观经济与金融政策调控的重要参考指标。由于任何国家的宏观政策从制定、实施到对通货膨胀形成影响都存在一定的时滞，所以理解通货膨胀动态形成机制对宏观政策制定的时效性和有效性具有重要意义，由此通货膨胀动态形成机制也逐渐成为宏观金融特别是现代货币政策分析中的一个重要研究议题。

虽然在 20 世纪 90 年代之后，世界各国的通货膨胀率水平都呈现出平稳走低的态势，但通货膨胀的惯性或者说持久性依然很强。例如，针对美国以及欧洲的一系列研究显示，美国及欧洲的大部分国家的通货膨胀率仍然存在较强的持久性或者说惯性。^① 张成思和刘志刚（2007）以及张成思（2008）针对中国通货膨胀持久性问题的研究表明，中国的通货膨胀也同样存在很强的持久性。根据定义，通货膨胀持久性是指通货膨胀在受到随机扰动因素冲击后偏离其均衡状态的趋势所持续的时间。因此，持续的时间越久，通货膨胀持久性就越强，货币政策的滞后效应就会越明显。

通货膨胀率动态走势的这些特点吸引了诸多经济学家和货币政策研究专家对其动态机制理论进行不断更新和完善。相关理论从早期的完全基于宏观

^① 针对美国的比较有影响力的研究包括 Taylor（2000）、Cogley 和 Sargent（2001）、Stock（2001）、Willis（2003）、Kim 等（2004）、Levin 和 Piger（2004）、Cecchetti 和 Debelle（2006）、Pivetta 和 Reis（2007）、Zhang 等（2008）；针对欧洲国家的研究包括 Gadzinski 和 Orlandi（2004）、Corvoisier 和 Mojon（2005）、O'Reilly 和 Whelan（2005）等。

视角建立的动态模型（如 Gordon, 1982）已经发展到了现代新凯恩斯学派的具有微观基础的现代短期通货膨胀率动态理论机制。目前最新的通货膨胀动态机制理论是建立在 Taylor（1979, 1980）和 Calvo（1983）的交错契约模型以及 Rotemberg（1982）的二次型价格调节模型的基础上的，它描述了当期通货膨胀率与通货膨胀率的理性预期、历史通货膨胀率和真实产出缺口之间的动态过程。Woodford（2003）对这一经典理论框架进行了详尽的归纳与阐释。

最近 20 年来，中国许多优秀的货币政策问题专家对现阶段中国通货膨胀率的动态机制在货币政策分析中的重要性也进行了不断的研究和探索，其中包括刘树成（1997, 1999）、余永定（1999）、谢平和沈炳熙（1999）、胡鞍钢（1999）、吕江林（2001）、范从来（2002）、刘金全和谢卫东（2003）、张成思（2007）、张晓慧（2010）和杨小军（2011）的重要文献。但是，已有研究主要以早期的传统宏观通货膨胀动态模式为理论基础，而对基于微观基础的现代通货膨胀动态机制理论却鲜有研究，而且较少联系中国通货膨胀动态变化的多种现实情况对这一理论进行拓展。

同时值得注意的是，在 20 世纪 80 年代之后，中国通货膨胀的动态走势似乎显现出与西方主要国家类似的时序轨迹，即在经历了 20 世纪 80 年代中后期至 90 年代中后期的高物价波动之后，在最近的十几年内呈现出平稳较低的态势。但是，由于相当程度的通货膨胀持久性依然存在，所以通货膨胀（或者通货紧缩）的治理成本并没有显著下降，货币政策决策部门对通货膨胀的走势依然非常关注。在这样的背景下，科学准确地刻画中国通货膨胀的动态形成机制具有重要的现实意义。同时，在已有通货膨胀动态机制理论的基础上，合理拓展、细致刻画和科学建模的研究方式有利于推动相关理论的完善和发展。

有鉴于此，本书尝试在已有理论的基础上，结合中国改革开放以来价格变化的动态轨迹及其背后隐含的经济运行特征，对通货膨胀的动态形成机制进行多角度的深入研究，以期形成理解中国通货膨胀动态形成机制的多重逻辑。我们接下来将对基于微观基础发展起来的宏观通货膨胀动态机制理论框架进行梳理，明确其在现代货币政策分析框架中的重要地位，并总结围绕该理论而展开的最新研究，从而为我们研究中国通货膨胀的动态形成机制提供

研究基础。

回顾学术界相关研究的发展脉络，最新的通货膨胀动态机制的理论框架是在 Roberts (1995)、Clarida 等 (1999)、Gali 和 Gertler (1999) 等一批具有深远影响的文章发表以后才逐渐确立了其在现代货币政策分析中的核心地位。现代宏观经济学和货币经济学的经典著作（如 Walsh, 2003a; Thomas, 2006; Romer, 2006; Mishkin, 2007）都对通货膨胀动态机制模型在货币政策分析中的角色加以重点描述，凸显了其在宏观理论和货币政策分析机制中的重要地位。Woodford (2003) 的专著更是通篇论证了通货膨胀动态机制在现代货币政策传导机制中的核心地位。尽管 Woodford 的这本专著主要以数理语言为主，且许多证明过程的思维跳跃性很强，但细读该书我们仍然能够体会到作者对通货膨胀动态机制理论的钟爱，而这种钟爱源自作者对通货膨胀动态机制重要性的深刻认识。

事实上，在 Roberts (1995) 首次提出基于微观定价基础的新凯恩斯菲利普斯曲线的概念之后，学界就重新燃起了对通货膨胀动态机制问题的研究热情。这一点可以从 20 世纪 90 年代中期之后发表于国际顶尖学术期刊的一系列重要文献得到证实。^① 虽然这些研究的侧重点不同，在研究方法上也各有千秋，但是达成的一个广泛共识是：通货膨胀动态机制理论在现代货币政策传导框架中扮演着不可或缺的角色。

这一共识与 Clarida 等 (1999) 关于现代货币政策的科学分析方法的重要研究相得益彰。这篇发表在 *QJE* 上的近 50 页的长文，首次将含有新凯恩斯菲利普斯曲线的货币政策分析框架上升为科学层面的货币政策分析，这标志着通货膨胀动态机制模型在现代货币政策分析框架中的核心地位的确立。从实质上说，Clarida 等 (1999) 提出的科学分析方法是基于动态一般均衡模型的现代货币政策传导机制，体现了现代宏观经济学中前沿的研究方法。斯坦福大学著名经济学家约翰·泰勒 (1999a) 更是充分、翔实地阐释了基于动态一般均衡模型的通货膨胀动态机制与宏观货币政策分析的紧密联系，并且搜集了物价、工资等微观层面的数据，应用严谨的计量分析方法阐明了

^① 如 Yun (1996)、Fuhrer (1997)、Goodfriend 和 King (1997)、King 和 Wolman (1999)、Estrella 和 Fuhrer (2002, 2003)、Jensen (2002)、Walsh (2003b)、Svensson 和 Woodford (2003, 2004)、Ireland (2004)、McCallum 和 Nelson (2004, 2005)、Gali 等 (2005)、Svensson (2005) 等。

含有预期要素的通货膨胀动态机制模型在解释货币政策、经济增长与通货膨胀之间的动态关系方面最能与实际数据吻合。

正因为如此，基于微观基础的宏观通货膨胀动态模型逐渐成为现代货币政策传导机制中的核心要素。而概括起来，这个传导机制主要表现在三个环节。第一个环节是央行的货币政策，如央行对短期利率的调节通过影响投资来作用于总产出。这一环节是基于对数线性化之后的经典的欧拉等式（Euler Equation）的。假定名义利率用 i_t 表示，那么真实利率 r_t 应该等于名义利率剔除通货膨胀的影响，即

$$r_t = i_t - E_t \pi_{t+1} \quad (1-1)$$

这样，第一个环节可以用以下公式表示：

$$y_t = -\alpha_r r_t + E_t y_{t+1} + \epsilon_{yt}, \alpha_r > 0 \quad (1-2)$$

其中 $E_t y_{t+1}$ 表示总产出缺口的理性预期， ϵ_{yt} 用来捕捉随机因素如需求冲击对总产出缺口 y_t 的影响。显然，在其他条件不变的情况下，真实利率越高，总产出缺口越小。

虽然早期的宏观理论认为货币供给总量的变化影响总需求，总需求的变化进一步作用于总产出，但是现代货币政策分析已经逐渐淡化了货币总量的角色，主要原因是近年来的文献特别是 Clarida 等（1999）具有分水岭意义的研究都证明，利用货币总量作为央行的货币政策工具比使用利率调节政策对宏观经济带来的波动要大得多。实际上，中国人民银行在不断完善其央行职能的过程中也逐渐显露出以利率作为主要货币政策工具的倾向。而央行加、减息已经成为人们观察和理解货币政策变化的风向标。

纵观世界主要发达国家，尤其是美国，上述提到的第一个环节在实际操作过程中已经表现得相当完备和透彻。当然，对于中国而言，尽管近年来中国人民银行逐渐重视利率指标作为货币政策中介目标的作用，但是长期以来货币总量调控仍然是一种重要措施。因此，当考察中国的货币政策与通货膨胀互动机制时，货币总量指标仍然不可忽视。关于这方面的内容，本书第四章和第八章将会详细阐释。

现代货币政策传导机制的第二个环节是通过通货膨胀动态机制实现的。第一个环节中总产出的变化会影响当期通货膨胀率。例如，真实产出的增长