



国家自然科学基金应急项目系列丛书

中国通货膨胀走势和 应对策略研究

张健华 / 主 编



科学出版社

国家自然科学基金应急项目系列丛书

中国通货膨胀走势和 应对策略研究

张健华/主 编

科 学 出 版 社

北 京

内 容 简 介

本书是国家自然科学基金应急项目“国内通货膨胀走势和应对策略研究”的最终研究成果。本书结合当前和今后一个时期我国经济发展和体制改革的阶段特征,对通货膨胀问题遵循总量和结构、需求和供给、周期性和体制性因素相结合的研究思路,运用规范的理论和实证研究方法展开了全面分析,对研究制定和实现“十二五”时期与经济发展和转型目标相适应的“温和通胀标准”具有重要参考价值。

本书研究目标明确、层次清晰、论证严谨,既可供各级政府经济管理干部、经济研究机构科研人员、各行业公司管理人员阅读,也可供普通高等院校经济和金融专业师生作为教学参考书。

图书在版编目(CIP)数据

中国通货膨胀走势和应对策略研究 / 张健华主编. —北京:科学出版社, 2012

(国家自然科学基金应急项目系列丛书)

ISBN 978-7-03-035720-5

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 237152 号

责任编辑: 马 跃 / 责任校对: 刘文娟
责任印制: 阎 磊 / 封面设计: 蓝正设计

科学出版社 出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码: 100717

<http://www.sciencep.com>

北京彩虹伟业印刷有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2013 年 1 月第 一 版 开本: 720×1000 B5

2013 年 1 月第一次印刷 印张: 20 3/4

字数: 396 000

定价: 86.00 元

(如有印装质量问题, 我社负责调换)

总序

为了对当前人们所关注的经济、科技和社会发展中出现的一些重大管理问题快速作出反应，为党和政府高层科学决策及时提供政策建议，国家自然科学基金委员会于1997年特别设立了管理科学部主任基金应急研究专款，主要资助开展关于国家宏观管理及发展战略中特别急需解决的重要的综合性问题的研究，以及与之相关的经济、科技与社会发展中的“热点”与“难点”问题的研究。

应急研究项目设立的目的是为党和政府高层科学决策及时提供政策建议，但并不是代替政府进行决策。根据学部对于应急项目的一贯指导思想，应急研究应该从“探讨理论基础、评介国外经验、完善总体框架、分析实施难点”四个主要方面对政府进行决策支持研究。每项研究的成果都要有针对性、及时性和可行性，所提出的政策建议应当技术上可能、经济上合理、法律上允许、操作上可执行、进度上可实现和政治上能为有关各方所接受，以尽量减少实施过程中的阻力。在研究方法上要求尽量采用定性与定量相结合、案例研究与理论探讨相结合、系统科学与行为科学相结合的综合集成研究方法。应急项目的承担者应当是在相应的领域中已经具有深厚的学术成果积累、能够在短时间（通常是9~12个月）内取得具有实际应用价值的成果的专家。

作为国家自然科学基金的一个特殊的专项，管理科学部的“应急项目”已经逐步成为一个为党和政府宏观决策提供科学、及时政策建议的项目类型。与国家自然科学基金资助的绝大部分（占预算经费的97%以上）专注于对管理活动中的基础科学问题进行自由探索式研究不同，应急项目和它们相比则有些像“命题作文”，题目直接来源于实际需求并具有限定性，要求成果尽可能贴近实践运用。应急研究项目要求承担课题的专家尽量采用定性与定量相结合的综合集成方法，为达到上述基本要求，保证能够在短时间内作出高水平的研究成果，项目的承担者在立项的研究领域应当有较长期的学术积累。

自1997年以来，管理科学部对经济、科技和社会发展中出现的一些重大管理问题作出了快速反应，至今已启动45个项目共323个课题，出版相关专著16部。其他2005年前立项、全部完成研究的课题，相关专著亦已于近期出版发行。从2005年起，国家自然科学基金委员会管理科学部采取了新的选题模式和管理

方式。应急项目的选题由管理科学部根据国家社会经济发展的战略指导思想和方针，在广泛征询国家宏观管理部门实际需求和专家学者建议及讨论的基础上，形成课题指南，公开发布，面向全国管理科学家受理申请；通过评审会议的形式对项目申请进行遴选；组织中标研究者举行开题研讨会议，进一步明确项目的研究目的、内容、成果形式、进程、时间结点控制和管理要求，协调项目内各课题的研究内容；对每一个应急项目建立基于定期沟通、学术网站、中期检查、结题报告会等措施的协调机制以及总体学术协调人制度，强化对于各部分研究成果的整合凝练；逐步完善和建立多元的成果信息报送常规渠道，进一步提高决策支持的时效性；继续加强应急研究成果的管理工作，扩大公众对管理科学研究及其成果的社会认知，提高公众的管理科学素养。这种立项和研究的程序是与应急项目针对性和时效性强、理论积累要求高、立足发展改革应用的特点相称的。

为保证项目研究目标的实现，应急项目申报指南具有明显的针对性，从研究内容，到研究方法，再到研究的成果形式，都具有明确的规定。管理科学部对应急研究项目的成果分为四种形式，即一本专著、一份政策建议、一部研究报告和一篇科普文章，本丛书即是应急研究项目的成果之一。

为了及时宣传和交流应急研究项目的研究成果，管理科学部决定将 2005 年以来开始资助的应急研究项目研究成果结集出版，由每一项目的协调人担任书稿的主编，负责项目的统筹工作和书稿的编撰。

希望本套丛书的出版能够对我国管理科学政策研究起到促进作用，发挥丛书对政府有关决策部门的借鉴咨询作用，同时对广大民众也有所启迪。

国家自然科学基金委员会管理科学部

2008 年 2 月

序 言

通货膨胀是一个我们既熟悉又陌生的经济现象。说到熟悉，是因为这一现象早就已经开始出现。可以说，自从有了商品、货币关系后，人类社会就不断与通货膨胀作斗争。早在公元3世纪，罗马帝国就出现了由于银币含银量下降而发生的通货膨胀，铸币失去了原来的价值，换取同样数量的衣服或小麦需要比以前更多的货币^①。我国早在元顺帝时期，就出现过法定货币（至正钞）严重贬值而使百姓弃之如废纸的现象。近现代史上，无论是晚清时期鸦片贸易和巨额战争赔款导致的白银大量外流，还是国民党政府败退大陆前金圆券兑换法币的所谓“改革”，都造成了恶性通胀和政权垮台。说到陌生，是因为这一现象在人类经济史上的不同阶段往往又有不同的产生背景、表现形式和形成原因。仅从20世纪来看，世界范围内就经历了40年代的战争通胀、70年代发达国家的滞胀、80年代发展中国家的经济起飞通胀以及90年代拉美国家的债务通胀。21世纪以来，伴随经济全球化的迅猛发展，一国的通货膨胀则更多地是受到了外部冲击的影响。

我国改革开放之前实行高度集中的计划经济体制，价格被高度管制，通货膨胀主要表现为供应短缺的隐性特征。改革开放以来，随着市场经济体制逐步建立和价格管制基本放开，我国至少发生过6次较为明显的物价上涨^②。历次通货膨胀既有不少共同因素，也与当时国内外特定经济金融背景有关。从共同因素看，历次通货膨胀周期几乎都伴随了投资扩张，这种基于预算软约束的投资饥渴和扩张冲动，往往是推动货币供给的巨大力量^③，这种力量至今仍然存在。从特定历史背景因素看，改革开放的前十多年，是我国经济发展货币化、市场化的快速推进时期，伴随价格管制的全面放开，通货膨胀显性化过程迅速发展。例如，1985年和1988年的通货膨胀就分别伴随了消费品和生产资料的价格改革，一定程度上是体制转型背景下通胀压力的释放。与之类似，改革开放的第二个10年，我

① 有研究认为，按照复利计算，当时的物价上涨率在很长一段时间内曾高达每年5%~6%。参见许梦博、罗马、欧洲、中国历史上的通货膨胀，人民论坛，2011，（4）：74~76。

② 分别是1980年、1985年、1987~1989年、1993~1996年、2007~2008年、2010~2011年。

③ 匈牙利经济学家亚诺什·科尔内在其名著《短缺经济学》中，曾对前社会主义国家国有企业的预算软约束问题作过深刻剖析。

国则经历了工资改革、银行商业化、汇率并轨、税制改革、放开粮食收购价等重要改革，这些改革对 1994 年前后的高通货膨胀也产生了重要影响。近一时期以来，随着市场经济体制改革的深入，我国经济发展在快速工业化、城市化、国际化的过程中，通货膨胀的表现形式、影响因素和发展变化又呈现出一些新问题和新特征，传统治理思路 and 手段也面临一些新的挑战，需要决策者和研究人员持续关注并认真加以研究。

正是基于上述认识，中国人民银行始终将价格监测分析与通货膨胀问题作为研究工作的一个重点。早在 2004 年，中国人民银行就以研究部门为基础成立了价格监测分析小组，定期向货币政策委员会提供分析预测报告。这次在国家自然科学基金的大力支持下，价格监测分析小组联合中国科学院、国家信息中心、北京大学等重要研究机构，围绕近一时期特别是国际金融危机以来的价格形势变化以及“十二五”时期的潜在通货膨胀风险，通过从历史到未来、从国际到国内、从总量到结构、从定性到定量的多视角分析，全面梳理了我国通货膨胀的动态特征，对通胀成因和走势运用多种模型做了实证研究和预测，并提出了“十二五”时期我国“温和通胀”的调控目标和较为完整的应对思路。相信这些较为系统和严谨的研究，能够为中国人民银行和其他调控部门的决策提供应有的参考价值，为学界进一步深入探讨奠定良好基础，也期待在通货膨胀领域产生更多更好的研究成果。



2012 年 10 月 18 日

前 言

自 2008 年第三季度国际金融危机全面爆发以来，我国实施了扩大内需的一揽子计划和积极的财政、货币政策。随着我国经济的强劲复苏，通货膨胀问题也逐渐突出。自 2010 年下半年以来，国内居民消费价格水平持续攀升，公众普遍感受到生活成本上升或实际福利水平下降的压力，中国人民银行的大样本储户问卷调查也表明，当时居民通胀感受和预期指数均创三年来的新高。

党中央、国务院历来对通货膨胀问题高度重视，这次也不例外。早在 2009 年 10 月本轮物价上涨初期，国务院常务会议就提出要“管理好通货膨胀预期”。2010 年 11 月，国务院出台了“稳定消费物价的 16 项措施”。2010 年 12 月，中央经济工作会议明确提出把稳定价格总水平放在宏观调控中更加突出的位置。中央领导同志更是多次强调稳定物价是关系宏观调控全局甚至政权稳定的头等大事。

尽管从当前看，在全球和国内经济放缓以及多项调控措施的综合作用下，始于 2010 年以来的这轮物价上涨已逐渐缓和。但同时我们应清醒地看到，当前及今后一个时期，我国仍将处于逐渐消化国际金融危机冲击和加快推进发展方式转变的过程之中，如何处理好稳增长、调结构和控制通货膨胀的关系，如何将短期治标和加快转变发展方式的治本更好地结合，无疑仍面临复杂的挑战。为此，深入分析研究当前及今后一个时期我国的通货膨胀潜在风险和各种因素，探讨与新时期结构转型背景相适应的“温和通胀标准”，不仅有助于当前制定正确的应对政策组合，而且对“十二五”时期加速发展方式转变和参与国际竞争都具有重要意义。

正是在上述背景下，2011 年 3 月，国家自然科学基金委员会管理科学部特将“国内通货膨胀走势和应对策略研究”作为 2011 年第 1 期应急项目课题。经过科学论证、严格筛选，最终以中国人民银行金融研究所张健华研究员为总课题负责人的 8 个课题组成功获得资助。

在各课题组的共同努力下，历经 2011 年 3 月、2011 年 8 月、2012 年 2 月国家自然科学基金委员会组织召开的项目开题论证会、中期报告会和结项评审会，最终所有课题圆满结项，并获得 A 或 A—评审等级。

为突出应急项目的成果,推广其应用价值,总课题负责单位中国人民银行金融研究所积极组织成果报送和宣传工作。中央财经领导小组办公室副主任兼国务院发展研究中心党组书记刘鹤研究员、国务院研究室副主任韩文秀研究员对课题成果给予了充分肯定,并将课题成果摘报作为2011年中央经济工作会议文件起草组的参考材料。时任中国人民银行副行长、货币政策委员会委员的杜金富研究员亲自担任课题组研究顾问,不仅多次对研究工作给予具体指导,而且主持召集中国人民银行相关部门听取该课题成果报告并为本书作序。《中国金融》杂志开设专栏先后8期刊登该课题成果,收到了良好的效果。

尽管此次应急项目各个课题组的研究成果已大多通过不同渠道报送给了有关政府部门,为国家宏观调控和落实“十二五”规划提供了重要的参考依据,并产生了良好的政策效果,但为了更全面地反映课题研究成果,我们特对其进行整理出版以飨读者。当然,考虑到结构的合理性,我们对部分课题研究成果进行了整合,最终形成了本书的总体框架,主要包括:

第一章为我国通货膨胀的现状、成因和治理思路。本章在综合各章子课题研究的基础上,概述了近一时期以来,我国通货膨胀的现状特征、成因机制和应对思路,并在对通胀走势进行情景模拟预测的基础上,提出了“十二五”时期的物价调控目标和实现思路。

第二章为通货膨胀形成机制和决定因素。本章在回顾自1978年改革开放以来历次通货膨胀的基础上,分析了各个时期影响通货膨胀因素的不同变化,并基于以上历史回顾构建了一个包括通胀预期、输入性因素、农产品价格、产出缺口等四要素的通货膨胀实证模型,从总体上研究我国通货膨胀的决定因素。

第三章为预期与通货膨胀——基于中国人民银行储户问卷调查数据的分析。本章在利用1999~2011年中国人民银行城镇储户调查数据度量居民通货膨胀预期的基础上,通过适当方法实证研究了通货膨胀预期的影响因素,并从预期管理角度提出了防范通胀风险的对策建议。

第四章为农产品价格与通货膨胀。本章在考察一个时期以来整体以及主要农产品价格上涨成因的基础上,依据中国农产品供需贸易和政策分析模型,预测了“十二五”期间我国各种农产品价格的变化趋势,以及对整体物价水平变动的影响,提出了以提高农业供给能力为核心的对策建议。

第五章为国际大宗商品价格变动及传导。本章通过构建与我国大宗商品进口需求相匹配的进口大宗商品价格指数(import commodity price index, ICPI),动态考察了该指数变动的影响因素,以及与国内物价指标变动的相关性,并在此基础上提出了以完善大宗商品储备供应机制为核心的对策建议。

第六章为资产价格与通货膨胀。本章通过梳理房价、股价等资产价格与物价相互影响的相关文献和典型化事实,实证研究了一个时期以来我国房价变动的影

响因素以及与物价变动的关系，并围绕货币政策、金融市场发展以及财税制度改革，提出了抑制房价过快上涨的对策建议。

第七章为汇率与通货膨胀。本章构建并实证估计了汇率变动对国内物价影响的进口价格传递效应，着重探讨了外汇占款对国内货币供应量以及房地产价格和消费物价的影响，提出了在抑制通货膨胀中应更大地发挥汇率工具作用的建议。

第八章为对冲型货币政策的作用和局限性。本章从近年来我国国际收支支持双顺差引发外汇占款大幅增长的背景出发，全面梳理了对冲型货币政策操作的理论和实践，着重分析了这一政策的效果和局限性，并提出了基于宏观审慎政策框架视角的货币政策优化建议。

第九章为“十二五”时期物价走势预测与分析。本章通过比较物价涨幅的地区差异，全面考察了前面各章结构性因素特别是劳动力成本对通胀的影响，对不同经济增长情景以及可能意外冲击下“十二五”时期的物价走势做了预测，提出了“稳增长”前提下的中期通货膨胀调控目标和实现思路。

在本课题研究成果即将付梓之际，我们要特别感谢国家自然科学基金管理科学部对此次应急课题研究的高度重视和大力支持。感谢国家自然科学基金管理科学部李一军常务副主任、高自友副主任、杨列勋处长、毛中根和钟永光项目主任对课题研究定位和总体思路提出的重要指导意见和全程支持。感谢国务院发展研究中心李善同研究员，中国社会科学院汪同三、张平研究员与国家发展和改革委员会（简称国家发改委）宏观经济研究院孙学工研究员在百忙中抽出时间参加课题中期汇报会和结项评审会，以及为课题研究提出的真知灼见。感谢北京师范大学贺力平教授对课题研究的指导并亲自参与课题研究。感谢商务部外贸司对课题研究提供的帮助。

尽管我们抱着科学的态度和高度负责的精神来完成此次应急项目，但由于时间相对紧迫，书中难免有不妥之处，恳请读者批评指正！

最后，感谢科学出版社经管分社陈亮社长和马跃编辑为本书出版提供的帮助和支持。在此，向他们表示诚挚的谢意！

编者

2012年10月

目 录

总序

序言

前言

第一章 我国通货膨胀的现状、成因和治理思路	1
第一节 我国通货膨胀的现状特征	2
第二节 我国通货膨胀问题的分析框架	8
第三节 我国通货膨胀的影响因素	10
第四节 “十二五”时期我国物价走势预测	13
第五节 应对通货膨胀的政策思路	14
本章参考文献	20
第二章 通货膨胀形成机制和决定因素	23
第一节 通货膨胀形成机制的理论综述	24
第二节 改革开放以来我国物价上涨的成因比较	32
第三节 新时期下我国物价波动的实证研究和情景分析	38
第四节 主要研究结论和政策建议	50
本章参考文献	56
第三章 预期与通货膨胀——基于中国人民银行储户问卷调查数据的分析 ..	59
第一节 预期与通货膨胀关系的文献综述	61
第二节 通货膨胀预期的度量方法	64
第三节 通货膨胀预期决定因素的基本模型	68
第四节 预期与通货膨胀关系的实证分析	71
第五节 预期与通货膨胀关系的实证结果	73
第六节 关于房价和通胀预期的进一步讨论	78
第七节 主要研究结论和政策建议	80
本章参考文献	81
第四章 农产品价格与通货膨胀	84
第一节 我国近期农产品价格上涨及成因分析	84

第二节 农产品价格上涨对 CPI 的影响分析	96
第三节 农产品价格变动趋势及对 CPI 的影响	108
第四节 主要研究结论和政策建议	113
本章参考文献	116
第五章 国际大宗商品价格变动及传导	118
第一节 国内外相关研究综述	119
第二节 国际大宗商品价格波动的原因、传导机制和影响	123
第三节 ICPI 的构建及其对 CPI 的影响	130
第四节 缓解国际大宗商品价格波动影响的应对策略	145
第五节 主要研究结论和政策建议	151
本章参考文献	152
第六章 资产价格与通货膨胀	154
第一节 资产价格与通货膨胀：典型化事实	155
第二节 资产价格与通货膨胀关系的文献综述	156
第三节 房价变动在 CPI 中的体现	158
第四节 谁更能对冲通胀：房价还是股价	160
第五节 房价变动的影响因素分析	168
第六节 房价和地价：基于土地财政和招拍挂制度的解释	171
第七节 流动性过剩、货币政策工具的选择与房价	181
第八节 主要研究结论和政策建议	182
本章参考文献	184
第七章 汇率与通货膨胀	189
第一节 人民币汇率变动对我国通货膨胀的影响	189
第二节 外汇占款对我国通货膨胀和资产价格的影响	201
第三节 汇率在我国货币政策规则中的作用	214
第四节 主要研究结论和政策建议	226
本章参考文献	227
第八章 对冲型货币政策的作用和局限性	231
第一节 我国货币供应的变化	232
第二节 对冲型货币政策的有关理论与国际实践	238
第三节 我国对冲型货币政策的宏观背景：近十年的变化	245
第四节 我国对冲型货币政策的实践	248
第五节 我国对冲型货币政策面临的挑战以及应对建议	262
本章参考文献	272

第九章 “十二五”时期物价走势预测与分析	275
第一节 通货膨胀区域差异分析	276
第二节 工资成本上升对通货膨胀影响测算	284
第三节 极端情景下物价变化的压力测试	292
第四节 “稳增长”前提下的 CPI 走势测算	297
第五节 “十二五”期间物价调控政策建议	304
本章参考文献	314



我国通货膨胀的现状、 成因和治理思路^①

通货膨胀是我国改革开放以来经济生活中时常遇到的挑战。从1980年的“飞跃”到这次应对国际金融危机，就先后发生了6次较为明显的物价上涨。如果算上亚洲金融危机和这次国际金融危机过程中的通货紧缩，三十多年里就有8次较为明显的物价总水平波动。

2008年9月，以美国雷曼公司破产为标志，国际金融危机全面爆发，大宗商品价格暴跌，我国居民消费物价同比涨幅也一度为负。2010年下半年以来，随着大规模经济刺激政策的实施，一方面经济增长迅速平稳回升，另一方面通货膨胀问题也逐渐突出，2011年5月居民消费价格指数(CPI)达到6.5%，居民通货膨胀预期创历史新高。

党中央、国务院历来对通货膨胀问题都高度重视。针对本轮物价上涨，早在2009年10月，国务院常务会议就提出要“管理好通货膨胀预期”。2010年12月召开的中央经济工作会议将稳定价格总水平作为宏观调控的首要任务。中央领导同志更是将通货膨胀和腐败并列为威胁政权稳定的头等大事。尽管从当前看，在国内外经济放缓以及多项调控措施的综合作用下，这轮物价上涨已逐渐缓和，但同时我们应清醒地看到，通货膨胀压力的周期性放缓并不意味着可以高枕无忧。一是随着我国经济日益融入全球化，外部冲击带来的国内通胀压力不容忽视。从当前看，国际金融危机尚未结束，全球流动性仍十分宽松，通货膨胀预期仍值得警惕。二是长期累积的体制性、结构性矛盾中蕴藏的通胀压力不容忽视，在加快发展方式转变的背景下，这些压力必然随着资源、能源价格改革和环境约束的不断增强而加快释放。三是劳动力成本在多种因素作用下的趋势性上涨和潜在增长

^① 本章由中国人民银行金融研究所课题组完成。作者为张健华、纪敏、常黎、马志扬、袁鹰、彭江波、周源。

率的逐步下降,将弱化劳动生产率提升对劳动力成本上涨的消化能力。此外,尽管与20世纪相比,我国物价上涨的绝对水平有所下降,但无论是收入差距的扩大,还是食品价格的显著上涨,都意味着通胀承受能力的下降。基于此,当前及今后一个时期,如何处理好稳增长、调结构和控通胀的关系,如何更好地将短期治标和加快转变发展方式的治本相结合,仍然面临复杂的挑战,需要我们在深入分析当前及今后一个时期通货膨胀潜在风险的基础上,准确把握与新时期结构转型相适应的通货膨胀调控目标,制定正确的应对思路 and 措施。

正是在上述背景下,国家自然科学基金2011年第1期应急项目设定为“国内通货膨胀走势和应对策略研究”。本书是在课题研究成果的基础上编写而成的。本章为全书的总论,概述我国通货膨胀的现状特征、影响因素和治理思路。其具体分为五节,第一节为我国通货膨胀的现状特征,第二节为我国通货膨胀问题的分析框架,第三节为我国通货膨胀的影响因素,第四节为“十二五”时期我国物价走势预测,第五节为应对通货膨胀的政策思路。

第一节 我国通货膨胀的现状特征

通货膨胀是一个综合而复杂的社会经济现象,这一现象的共同特征是居民消费物价的持续、轮番、普遍上涨。同时,不同的历史背景下通货膨胀的表现形式和成因又有所不同。从近一时期看,我国通货膨胀主要呈现以下几方面的特征。

一、公众通胀预期逐渐增强

通货膨胀预期是影响公众消费、储蓄、投资行为的一个重要因素,对实际通货膨胀水平往往产生重要影响。中国人民银行全国城镇储户问卷调查显示,近10年来尽管实际物价平均涨幅小于20世纪90年代,但居民通胀预期总体呈上升趋势。特别是2010年以来的这次通胀,尽管无论是持续时间还是峰值都弱于2007~2008年的通胀,但通胀预期却持续较强。2011年4个季度的城镇居民未来物价预期指数分别为72.80%、72.20%、74.80%、65.40%,大大高于2001~2010年10年间同期62.7%的平均水平。与此相对应,居民对物价的满意指数则不断下降,2011年4季度仅为16.5%,远低于2001~2003年60%左右的平均水平(图1-1)。

回顾历史,之前虽未提出管理通货膨胀预期这一概念,但无论是1988年对生活必需品的抢购,还是1994年基于房地产价格快速上涨预期而产生的乱集资、乱拆借、乱设金融机构的“金融三乱”,实质上都反映了预期对通胀的重要作用。过去十多年来,随着金融市场和房地产市场的迅速发展,通胀预期通过改变居民资产配置行为影响现实通胀的渠道增多,速度更快。例如,2011年上半年,随

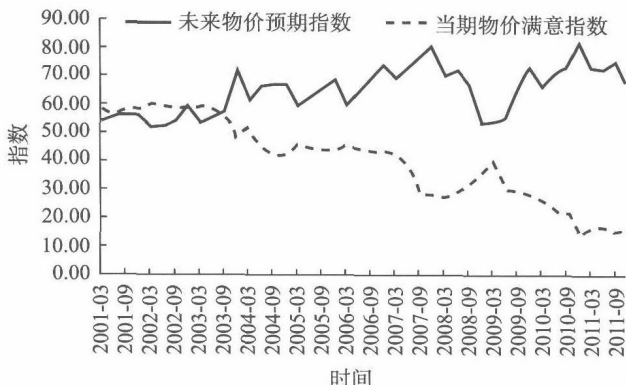


图 1-1 未来物价预期指数和当期物价满意指数

资料来源：中国人民银行。

着 CPI 的上升，人民币存款余额同比增速从 1 月的 27.3% 下降到 7 月的 18.5%，其中 7 月居民户新增人民币存款甚至出现净下降。与此同时，各类理财产品持续热销，委托期限在 3 个月及以下的短期产品占市场总量的比重将近六成，2011 年 7 月到期的人民币理财产品的平均年收益率达 3.01%，明显超过同期定存利率 2.25%。此外，无论是前一时期部分城市的房价暴涨，还是近期房租的快速上涨，或是金价以及一些农产品价格的轮番上涨^①，实际上都是通胀预期不断增强的某种表现。

通胀预期增强既与金融市场发展提供了更多的资产选择渠道有关，更离不开货币条件的变化。从国际看，零利率、量化宽松等非常规货币政策自危机以来延续至今；从国内看，尽管当前货币条件已回归常态，但近几年为应对危机而累积的货币存量仍是影响通胀预期的重要因素。在全球流动性宽松逐渐成为中期预期的背景下，一旦遇到突发事件或预期复苏放缓需要进一步放松货币，通胀预期以及真实通胀就可能出现反复。

二、外汇占款被动投放是通货膨胀货币压力的重要来源

通货膨胀以货币条件为前提，而外汇占款被动投放是近一时期以来我国货币扩张的一个重要来源。2001~2011 年，我国外贸年均增长率高达 20%，同时在人民币不断升值的驱动下，国际热钱也通过各种途径进入我国，资本账户顺差日益增大。在国际收支双顺差不断增大的同时，外汇储备规模不断扩大^②，外汇占款成为基础货币投放的主要渠道(图 1-2)。以 2009 年为例，外汇占款占基础货币

① 所谓“姜”你军、“豆”你玩、“蒜”你狠等，正是这类农产品在通胀预期下被轮番炒作的生动写照。

② 2011 年年末，我国外汇储备达到 3.2 亿美元，位列世界第一。

投放的 119%，而公开市场操作占基础货币回收的 29%（图 1-2），如果不进行对冲操作，本国货币当局持有的基础货币以及广义货币大致会按同比率增加，从而给物价上涨带来巨大的货币压力。如果持续进行对冲，则会因操作成本等问题影响政策的可持续性，还可能固化源于不合理结构失衡而引发的货币被动投放机制。

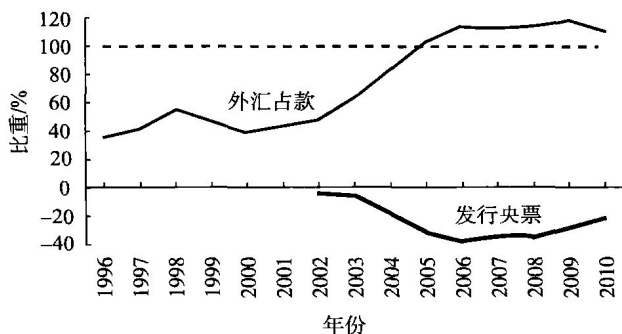


图 1-2 外汇占款占基础货币供应的比重

资料来源：中国人民银行。

三、生产成本趋势性上升推动食品价格快速上涨

近十年来，我国物价上涨更多表现为食品价格涨幅明显高于 CPI 整体涨幅。2001~2011 年，CPI 平均上涨 2.45%，其中食品价格平均上涨 5.85%，非食品价格平均上涨不足 1%（图 1-3）。

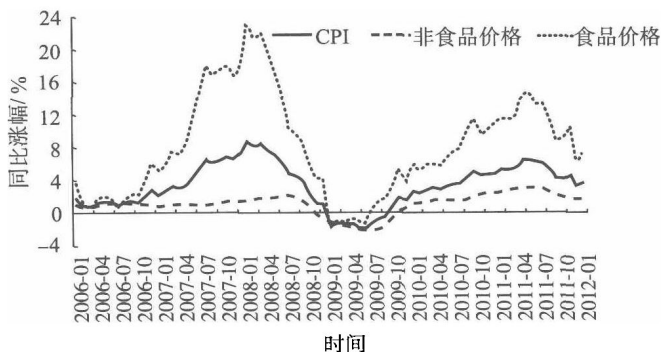


图 1-3 CPI 同比及其构成

资料来源：国家统计局。

食品价格快速上涨的背后，实际是劳动力、土地、原材料等基础成本不断上升。从世界范围看，20 世纪 60 年代的日本、20 世纪 70~80 年代的韩国、中国台湾等东亚经济体，都曾出现过经济快速发展、劳动力成本显著上升和农产品价