



中国 通货膨胀指数 修正研究

THE STUDY ON ADJUSTMENT IN
CHINA'S INFLATION INDEX

卢满生◎著

本书从通货膨胀货币本质定义出发，
结合宏观经济发展现实，
提出目前我国通货膨胀测度指标存在的两方面主要缺陷，
并试图从基于核心通货膨胀和资产价格两个视角
对我国传统CPI指标进行二次修正。

 中国金融出版社

013028697

F822.5
33

中国通货膨胀指数修正研究

The Study on Adjustment in China's Inflation Index

卢满生 著



中国金融出版社



北航

C1637841

F822.5
33

782850810

责任编辑：张 铁

责任校对：刘 明

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

中国通货膨胀指数修正研究 (Zhongguo Tonghuo Pengzhang Zhishu Xiuzheng Yanjiu) / 卢满生著. —北京: 中国金融出版社, 2012. 12
ISBN 978 - 7 - 5049 - 6727 - 5

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 316085 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 10

字数 128 千

版次 2012 年 12 月第 1 版

印次 2012 年 12 月第 1 次印刷

定价 25.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6727 - 5/F. 6287

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

摘要

近二十年来，围绕通货膨胀指标测度问题理论界和实务界展开了丰富的研究，概括而言，关注的焦点主要集中在宏观经济的两个领域，一是实体经济领域商品价格指数修正，二是金融经济领域资产价格对传统通货膨胀的影响。由此，形成了通货膨胀指标测度及货币政策框架调整问题的两种研究范式。

第一种研究范式的立论基础是传统通货膨胀衡量指标包含大量短期供给冲击带来的价格噪音，使得 CPI 指数短期内出现剧烈波动，不能准确地衡量一般物价水平长期变化趋势。基于此，有人认为基于 CPI 的价格变动作出的宏观调控决策，难免失之偏颇。为消除 CPI 中短期波动成分对一般物价水平长期变动趋势的影响，人们提出运用“核心通货膨胀”作为通货膨胀长期变动趋势的度量。尤其是 20 世纪 90 年代以来，随着越来越多的国家纷纷以通货膨胀目标制作为中央银行货币政策框架（尤其是欧美发达国家与部分新兴市场国家，比如英国、新西兰、澳大利亚、加拿大、以色列、巴西、泰国、韩国等），核心通货膨胀更是成为这些国家货币当局十分关注的重点。在具体实践中，除了定期公布标题通货膨胀（Headline Inflation）指标之外，核心通货膨胀指标的稳定成为大多数国家中央银行实施货币政策的主要目标。

第二种研究范式讨论的焦点是是否将资产价格变量纳入通货膨胀指

数当中。其研究的立论基础是随着经济发展和金融化率的提高，金融资产不断膨胀，居民在进行当期商品消费的同时，选择多渠道资产投资日益成为经济发展的常态。在这一趋势下，部分国家开始出现资产价格大幅上涨的同时，消费物价总指数保持相对稳定，不同市场体系价格运行呈现相互背离特征。资产价格的变化也因此成为影响货币供求，进而影响通货膨胀长期变动趋势的又一重要价格变量。因此，只盯住传统CPI变化而忽视资产价格因素作用的中央银行货币政策的有效性受到质疑。正是由于资产价格变化对通货膨胀潜在变动趋势有实质影响，业界对于中央银行的货币政策决策参考信息集中是否应该纳入资产价格变量，以何种方式和方法予以考虑，尤其是在度量通货膨胀水平时要不要引入资产价格等问题上争论不休。

具体到我国通货膨胀测度及货币政策价格稳定目标问题，其一，我们要不要测度我国的核心通货膨胀指数并将其作为人民银行反通胀措施的基础？其二，我国的货币政策是否对资产价格波动作出积极响应？对此，目前我国理论界存在很大争议。争论的实质在于有没有必要在我国通胀指数测度中考虑短期价格噪音和资产价格冲击的影响。对此，本书从通货膨胀的本质特征出发，认为货币政策价格稳定目标的本义应是重点关注广义价格指数（包括商品市场和资产市场）的长期变动趋势，并以此为立论基础，结合以上两种研究范式，展开对我国通货膨胀指数的修正研究。研究表明：实体经济短期价格噪音和资产价格膨胀对我国通胀指数变动趋势具有实质性影响，修正后的新指数能有效改善货币政策的有效性。本书紧扣通胀指数修正这一中心问题层层展开，具体思路如下：

第一，我国传统通货膨胀指数存在的主要缺陷——解决是否修正的问题；

第二，如何对我国传统通货膨胀指数进行修正——解决如何修正的

问题;

第三,修正后的通胀指数能否改善货币政策的有效性——回答修正指数的政策运用效果;

第四,面对短期价格噪音和资产价格膨胀对通货膨胀长期变动趋势的冲击,货币政策应如何作出反应——解决政策调整问题。

按照上述思路,全文共分七章,对以上问题展开深入剖析,主要内容如下:

第1章是导论。本章的核心在于研究问题的提出及研究文献的回顾与评述。通过对已有文献的回顾,结合我国经济发展现实与通货膨胀指数运用实践,提出对我国通货膨胀指数进行修正的思想和着重要回答的四个问题,并对本书的研究思路及研究框架进行展示。

第2章围绕本书提出的第一个问题,对我国传统通货膨胀指数编制与统计具体方法与内容进行详细分析,充分揭示现行通货膨胀测度指标CPI存在价格噪音与信息丢失两方面缺陷,从而为下文进一步研究提供基础支撑。

第3章针对传统通胀指数存在的价格噪音问题,系统阐述核心通货膨胀产生的历史背景,并回答为什么直到20世纪70年代核心通货膨胀才开始为人们所关注,并将其作为剔除短期价格噪音的指数修正方法。接着从货币数量理论和经济现实两个角度充分揭示运用核心通货膨胀对传统CPI进行修正的理论和现实依据。并进一步在比较分析核心通货膨胀指数统计口径与估计方法的基础上,结合我国CPI指数编制实践,提出建立符合我国国情的核心通货膨胀指数的具体口径和方法。

第4章则通过建立一个三变量SVAR模型,根据我国CPI月度数据,对我国核心通货膨胀指数进行模型估计。本章首先根据核心通货膨胀本质定义,以我国CPI中各分类指数波动幅度大小为依据,实证分析了为什么选择食品价格作为模型冲击变量。然后通过模型估计,得出各

期核心通胀指数估计值。模型估计结果显示,本书估计出的月度核心通胀率远比标题通货膨胀率更为平滑,波动率也更小,并与我国货币政策时间窗口拥有较好的契合度,能更好地反映通货膨胀的变动趋势。

第5章针对传统通胀指数信息丢失问题,从理论和实践两个角度深入分析为什么要用资产价格对通胀指数进行修正。尽管关于资产价格是否应该纳入通货膨胀测度指数当中在理论上存在争论,但资产价格变化对货币供给产生冲击,进而影响通货膨胀未来走势已是不争的事实。本书第5章通过深刻剖析资产价格膨胀形成机理及其对通货膨胀作用机制,从理论上充分论证为什么在测度通货膨胀时要引入资产价格因素,从而为传统通胀指数的二次修正提供理论支持,并结合国内外金融资产膨胀对通货膨胀指数冲击的经验事实,进一步从实践上证明测度通货膨胀指数时引入资产价格的必要性。通过以上理论和实践两方面分析,具体回答为什么用资产价格对我国传统通货膨胀衡量指标进行修正。

第6章重点回答如何解决通胀指数测度中的信息丢失问题。本章首先系统阐述将资产价格引入通货膨胀指数测度当中的三种理论方法,并对20世纪70年代以来国外学者如何将以上理论方法运用到通货膨胀测度实践中的有关思想进行系统分析,在比较各种方法运用实际效果的基础上,最终选择动态因子指数法——DFI法作为本书运用资产价格对通货膨胀指数二次修正的具体方法。实证研究表明,在引入的三种资产价格中,债券资产由于与通货膨胀指数呈弱相关,未通过模型变量选择检验,最终进入修正指数模型的资产价格变量为房地产价格和股票价格。修正结果显示,整体上看资产价格对我国通货膨胀变动的贡献率超过20%,房地产价格比股票价格具有更好的通货膨胀预测作用,对通货膨胀率长期变动趋势影响更为明显。

本章最后部分运用三部门动态凯恩斯模型对修正指数是否能提高货币政策的有效性进行实证检验和比较分析。检验结果显示,在三种不同

政策偏好系数下,修正后的新指数相较于传统通货膨胀指数均能有效降低中央银行货币政策目标损失函数值,对提高政策运用效果有积极作用。

第7章根据前文的研究结论,提出在面对短期价格噪音和资产价格对通货膨胀长期变动趋势的影响下,货币政策应如何作出反应?本书认为货币政策价格稳定目标的重点是稳定通货膨胀长期变动趋势,并间接将资产价格纳入货币政策反应框架,通过政策工具的调整对资产价格大幅波动进行反应,以稳定通货膨胀预期。

本书从通货膨胀货币本质定义出发,结合宏观经济发展现实,提出目前我国通货膨胀测度指标存在的两方面主要缺陷,而货币政策的价格稳定目标应立足于价格指数长期变动趋势和稳定通胀预期两个方面,即追求中央银行价格指数稳定,从而构成全书立论的基础,并试图从基于核心通货膨胀和资产价格两个视角对我国传统CPI指标进行二次修正。主要创新点如下:

1. 食品价格波动是造成我国传统通货膨胀测度指标价格噪音的主要来源,通过引入食品价格作为模型的冲击变量,运用三变量SVAR模型对通货膨胀短期价格噪音进行识别并予以排除,最终得到的核心通货膨胀指数具有较小的波动率,能更好地刻画通货膨胀变动趋势。

2. 尽管关于资产价格是否应该纳入通货膨胀测度指数在理论上存在争议,但本书分析显示资产价格膨胀对货币供给产生冲击,进而影响未来通货膨胀走势已是不争的事实。实证研究表明:

第一,债券资产因其与通货膨胀指数弱相关,未通过模型资产价格变量选择检验,说明债券价格变动对通货膨胀的影响可不予考虑。

第二,在样本期内,资产价格在我国通货膨胀长期变动趋势中的权重超过20%,其中房地产价格比股票价格具有更好的通货膨胀预测作用,对通货膨胀率长期变动趋势的影响力更大。

第三,在不同政策偏好系数下,修正后的新指数相较于传统通货膨胀指数均能有效地降低中央银行货币政策目标损失函数值,对提高政策运用效果有积极的作用。

关键词: 通货膨胀 测度指数 修正 研究

目 录

1 导论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.2 文献回顾及评述	4
1.2.1 关于核心通货膨胀的研究	4
1.2.2 资产价格与通货膨胀指数研究	10
1.2.3 文献简评	16
1.3 研究思路及框架	17
1.4 主要内容及结构安排	18
1.5 主要创新与不足之处	20
1.5.1 主要创新	20
1.5.2 存在的不足之处	21
2 通货膨胀指数内涵与修正依据	22
2.1 通货膨胀及其成因	22
2.1.1 通货膨胀的内涵	22
2.1.2 通货膨胀测度	24
2.1.3 通货膨胀的成因	27
2.2 我国现行 CPI 指数及其主要缺陷	33

2 中国通货膨胀指数修正研究

2.2.1	我国 CPI 指数历史沿革	33
2.2.2	CPI 指数编制方法	35
2.2.3	我国 CPI 在衡量通货膨胀上的主要缺陷	37
3	核心通货膨胀指数理论分析	41
3.1	核心通货膨胀内涵	41
3.1.1	核心通货膨胀的产生背景	41
3.1.2	核心通货膨胀的概念界定	43
3.2	基于核心通货膨胀指数修正的理论与现实描述	45
3.2.1	基于传统货币数量论的理论解释	45
3.2.2	货币政策关注核心通货膨胀的经验事实	48
3.2.3	核心通货膨胀指数运用的国际实践及其现实意义	49
3.3	核心通货膨胀指数的统计口径	52
3.3.1	国际核心通货膨胀指数两种计算口径	52
3.3.2	我国核心通胀指数统计口径的选择	53
3.4	核心通货膨胀测度方法	55
3.4.1	统计法	55
3.4.2	建模法	56
3.4.3	核心通胀指数估计方法选择	60
4	我国核心通货膨胀指数估计	63
4.1	模型冲击变量选择	64
4.2	基本模型	65
4.2.1	模型假设	65
4.2.2	模型表达	65
4.3	数据分析及模型估计	68
4.4	核心通货膨胀估计结果分析	72

4.5	核心通货膨胀的政策含义	73
4.5.1	准确反映通货膨胀的未来走势	73
4.5.2	可以作为货币政策的重要目标	73
4.5.3	有助于提高政策可信度与透明度	75
5	资产价格对通货膨胀指数修正基础分析	76
5.1	资产价格膨胀的形成机理分析	76
5.1.1	信贷扩张助推资产价格膨胀	76
5.1.2	助推资产价格膨胀的微观基础	81
5.1.3	国际金融自由化进程	82
5.2	资产价格对通货膨胀的影响机制	83
5.2.1	资产价格对通货膨胀的作用路径	83
5.2.2	资产价格对通货膨胀的作用机理	85
5.3	资产价格影响通货膨胀的经验事实	92
5.3.1	国际资产价格与通货膨胀指数	92
5.3.2	国内资产膨胀倒逼通货膨胀压力	96
6	资产价格对通货膨胀指数修正	100
6.1	资产价格对通货膨胀指数修正的理论方法	100
6.1.1	期货价格代变量论	101
6.1.2	货币政策信息论	102
6.1.3	除外商品偏离论	103
6.2	修正思想演进	104
6.2.1	早期基于资产价格的通货膨胀修正指数	105
6.2.2	资产价格与通货膨胀压力的预期:从 MCI 到 FCI	106
6.2.3	动态因子指数法,即 DFI 法	109
6.3	资产价格修正通货膨胀指数的实证分析	110

6.3.1	修正方法选择及运用	110
6.3.2	修正结论分析	114
6.3.3	修正指数的有效性检验	114
7	货币政策调整与应对策略	119
7.1	货币政策规则调整	119
7.1.1	目标规则调整	119
7.1.2	工具规则调整	122
7.2	中国货币政策的调整与优化	125
7.2.1	货币政策目标的调整优化	125
7.2.2	加强对流动性的监测管理	130
	参考文献	137
	致谢	145

1 导 论

1.1 研究背景及意义

长期以来,消费物价指数 CPI 作为测度通货膨胀的重要指标,一直为世界各国中央银行制定货币政策、保持物价稳定的重要依据,并得到了广泛运用。但近年来,理论界和实务界发现传统消费物价指数 CPI 的变化并没有准确抓住通货膨胀的货币经济内容,同时也没有充分体现通货膨胀的货币本质。在标准的货币主义观点中,通货膨胀是一种货币现象,而传统 CPI 主要目的在于度量某些特定商品和劳务的成本。鉴于此,自 20 世纪 70 年代以来,为获得更为准确的反映通货膨胀本质特征的一般价格指数,世界各国中央银行围绕通货膨胀测度问题展开了丰富的研究,并将其研究成果积极运用到中央银行货币政策决策与执行实践当中,同时将核心通货膨胀作为认识一般价格水平和制定反通胀政策措施的基础。核心通货膨胀也因此成为实行通货膨胀目标制的各国央行关注的重点。但从我国货币政策运行实践来看,目前尚未编制专门的核心通货膨胀指数,物价稳定目标仍主要专注于传统标题通货膨胀指数。因此,如何在我国现有物价指数的基础上,对传统通货膨胀测度指标 CPI 进行修正,以获得反映我国通货膨胀货币本质的核心价格指数,成为理论界和实务界关注的焦点。另一方面,各国央行在关注核心通货膨胀指

数这一反映实体经济领域商品价格指数问题的同时，注意到这种仅涵盖商品价格的价格指数，忽视了金融经济（或者说虚拟经济）领域金融资产膨胀对整体通货膨胀水平的影响，丢失了金融经济领域资产价格变量所隐含的通货膨胀信息，导致通货膨胀水平测度指数失真。基于以上两点，本书形成了对传统通货膨胀衡量指标 CPI 进行调整的思想，其调整的依据基于以下两点：

一是传统通货膨胀测度指标所反映的价格变动包含食品、能源等诸如此类容易受短期冲击因素（如突发事件、气候变化等非货币因素）影响的商品价格的波动，这种个别商品遭受的短期冲击形成的价格噪音，使得传统通货膨胀衡量指标 CPI 短期内出现剧烈波动，不能准确地衡量一般价格水平的长期变化趋势。而且中央银行货币政策对这种临时性供给冲击所造成的价格变动的作用效果也非常有限。以近年来我国消费物价指数 CPI 变化为例，2007 年受蓝耳病疫和饲料价格上涨影响，导致短期猪肉供给不足，引发我国猪肉价格大幅上涨，并带动其他食品和商品价格普遍上涨，进而推高 CPI 持续上涨，其中，2007 年 8 月至 12 月 CPI 同比涨幅均超过 6%，全年涨幅高达 4.8%。远远超过 3% 的警戒线。其中，食品价格上涨 12.3%，拉动价格总水平上涨近 4.0 个百分点。而 2008 年初，受大面积冰雪灾害影响，2008 年 2 月份 CPI 高达 8.7%，创 1997 年以来的新高。因此，基于 CPI 的价格变动作出的宏观调控决策，难免失之偏颇。为消除传统 CPI 中短期波动成分对一般物价水平长期变动趋势的影响，人们提出运用“核心通货膨胀”作为通货膨胀长期变动趋势的度量指标，以为中央银行实施宏观调控、维持物价稳定目标提供更科学的决策依据。

二是随着金融化率的提高，金融资产规模日益扩大，居民在进行当期商品消费的同时，将剩余资金购买金融资产进行金融消费日益成为经济发展的常态。在这一趋势下，部分国家开始出现资产价格大幅上涨的

同时,消费物价总指数保持相对稳定,不同市场体系价格运行呈现相互背离特征。但随着资产价格的进一步升温,资产泡沫破灭进而引起经济波动甚至大幅震荡。资产价格的变化也因此成为影响货币供求,进而通货膨胀长期变动趋势的又一重要价格变量。因此,在金融消费日益膨胀的新形势下,中央银行货币政策如果只盯住传统商品市场价格变化而忽视资产市场价格因素,那么其政策有效性将受到质疑。于是,介于资产价格变化对通货膨胀潜在变动趋势的影响,业界对于中央银行的货币政策决策参考信息集合中是否应该纳入资产价格变量,又以何种方式和方法予以考虑,尤其是在度量通货膨胀水平时要不要引入资产价格等问题争论不一。

而在理论争鸣的同时,无论是理论界还是管理通胀的中央银行都没有对这一问题达成共识。是否反应以及如何反应将对中央银行正确对待资产价格波动以及进行合理的货币政策操作有着重要的现实指导意义。

基于以上分析,至少有两点值得我们思考。第一,面对经受短期供给冲击影响的实体经济商品价格的频繁波动,我们要不要剔除短期供给冲击因素的影响,对我国传统通货膨胀衡量指标进行修正,以获得反映实体经济领域商品价格长期变动趋势指标,即我国的核心通货膨胀指标。而在我国货币政策运行实践当中又该如何正确对待核心通货膨胀指标。第二,随着我国金融资产规模的不断膨胀,货币供应量与实体经济变量之间失去了稳定的联系,金融资产的膨胀使得货币问题变得更加复杂化,货币政策的有效性受到挑战,金融宏观调控的难度加大。尤其在全球化和经济转型背景下,我国通胀形成机理更加复杂,既有国内因素也有国际因素,既有需求因素也有供给因素,既有商品价格因素也有资产价格因素,传统通胀指数作为反映一般价格水平和货币当局制定反通胀政策措施的基础,其可信度正面临严峻的挑战。在这一形势下,我们要不要从更宽的视角对传统通货膨胀测度指标进行改良,如何将资产价

格纳入通货膨胀衡量指标,以获得更为准确或者说更为全面的反映通货膨胀长期变动趋势的指标,从而为金融宏观调控决策提供更为科学的决策依据。

正是基于以上两点思考,本书试图对我国传统狭义范围内的通货膨胀衡量指标 CPI 进行二次修正,并着重回答以下关键问题:

1. 传统通货膨胀指数存在的主要缺陷——修正理由;
2. 如何对我国传统通货膨胀指数进行修正——修正方法;
3. 修正后的通胀指数能否改善货币政策有效性——修正效果;
4. 新的形势下,货币政策如何对待新的通货膨胀指数——政策调整。

1.2 文献回顾及评述

近二十多年来,经济学家们注意到被广泛用来测量通货膨胀的消费价格指数(CPI)的变化并没有准确抓住通货膨胀的经济内容。按照标准的货币主义观点,通货膨胀本质上是一种货币现象,而传统 CPI 却旨在衡量获取某些特定商品和劳务的成本。因此,两者在经济内容上并不匹配。于是,围绕通货膨胀的测度问题,国内外学者展开了一系列丰富的研究。

1.2.1 关于核心通货膨胀的研究

从通货膨胀的发展历史来看,核心通货膨胀的实际应用要早于其理论研究,1972 年的美国总统经济报告就将食品价格和按揭利息排除于 CPI 之外。但一般认为,核心通货膨胀作为一个专业术语和概念是由 Eckstein (1981) 正式提出,此后国内外学者针对核心通货膨胀形成了丰富的研究成果,主要集中在三个方面:如何界定核心通货膨胀内涵、如何测度核心通货膨胀率、核心通货膨胀与货币政策有何关系。