

通货膨胀的 国际传导机制与对策研究

TONGHUO PENGZHANG DE GUOJI
CHUANDAO JIZHI YU DUICE YANJIU

桂詠评等·著



立信会计出版社
LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

通货膨胀的国际传导机制 与对策研究

桂詠评等·著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

通货膨胀的国际传导机制与对策研究/桂詠评等著.
—上海:立信会计出版社,2014.6
ISBN 978-7-5429-4237-1

I. ①通… II. ①桂… III. ①通货膨胀—研究—世界
②通货膨胀—对策—研究—中国 IV. ①F821.5②F822.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第107581号

责任编辑 黄成良

封面设计 周崇文

通货膨胀的国际传导机制与对策研究

出版发行	立信会计出版社		
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码	200235
电 话	(021)64411389	传 真	(021)64411325
网 址	www.lixinaph.com	电子邮箱	lxaph@sh163.net
网上书店	www.shlx.net	电 话	(021)64411071
经 销	各地新华书店		

印 刷	北京京华虎彩印刷有限公司		
开 本	787 毫米×1092 毫米	1/16	
印 张	20	插 页	2
字 数	270 千字		
版 次	2014 年 6 月第 1 版		
印 次	2014 年 6 月第 1 次		
书 号	ISBN 978-7-5429-4237-1/F		
定 价	42.00 元		

如有印订差错,请与本社联系调换

前 言

2008年,美国“次贷危机”全面爆发了。

这场危机,因美国次级房屋信贷行业违约剧增、引发信用紧缩,导致次级抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡,进而使得国际金融市场震荡、恐慌,全球主要金融市场出现流动性不足。

2006年春季,“次贷危机”初露端倪,2007年8月形成危机并席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场的危机,危机引发的信贷紧缩,对世界主要金融机构和全球金融市场产生了巨大的冲击,不仅令道指持续跳水,欧洲三大股市指数、日经指数、恒生指数也纷纷出现了暴跌行情。同时,实体经济也受到巨大拖累,美国经济增长进一步放缓,世界整体经济也因此受影响。为此,相关国家的货币当局被迫入市干预,希望通过向货币市场提供巨额资金恢复投资者信心,保持金融市场稳定。

一、次贷危机的救援政策

美国次贷危机爆发以后,主要国家中央银行联手干预市场,相继采取货币扩展的措施,竭力阻止这场危机蔓延。2007年8月9日,欧洲中央银行宣布,向相关银行提供948亿欧元的资金。同年8月10日,欧洲中央银行再次宣布向欧元区银行系统注资610亿欧元,以缓解因美国次级抵押贷款危机造成的流动性不足问题,并稳定信贷市场。日本中央银行8月10日宣布,向日本货币市场注入1万亿日元的资金。作为危机爆发国家的货币当局,美联储更是以前所未有的力度,积极推行货币扩张的救援计划,实行量化宽松政策(Quantitative Easing,或者QE)。该政策主要是中央银行在实行零利率或近似零利率政策后,通过购买国债等中长期债券,增加基础货币供给,向市场注入大量流动性资金的干预方式,以鼓励开支和借贷,也被简化地形容为间接增印钞票。

美联储在实施该项政策的过程中采取了以下措施:①零利率政策。在2007年9月18日至2008年4月30日之间,美联储分6个阶段实施,降低了联邦基金利率与贴现率的目标值,联邦基金利率从5.25%降到2%,而贴现率从5.75%至2.25%。2008年12月,美联储更进一步降低了联邦基金利率目标值至0~0.25%范围内(25基本点)。②补充流动性。2007年金融危机爆发至2008年雷曼兄弟破产期间,美联储以“最后贷款人”的身份救市。美联储利用定期拍卖工具(Term Auction Facility,简称TAF)来对银行提供短期贷款(流通资金/头寸)。在整个危机期间,美联储增加了这些短期标售的每月数额,从200亿美元开始,到2008年11月为止为3000亿美元。在同一个月份,联储总共对银行提供1.6万亿美元的贷款,提供了各种各样的担保。③主动释放流动性。2008年11月,美联储宣布2000亿美元的定期资产支持证券贷款工具(Term Asset-Backed Securities Loan Facility,简称TALF),标志着首轮量化宽松政策的开始。2010年4月28日,美联储的首轮量化宽松(QE1)政策正式结束。QE1购买政府支持企业(简称GSE)房利美、房地美、联邦住房贷款银行与房地产有关的直接债务,还将购买由两房、联邦政府国民抵押贷款协会(Ginnie Mae)所担保的抵押贷款支持证券(MBS)。2009年3月18日机构抵押贷款支持证券2009年的采购额最高增至1.25万亿美元,机构债的采购额最高增至2000亿美元。此外,为促进私有信贷市场状况的改善,联储还决定在以后六个月中最高再购买3000亿美元的较长期国债证券。美联储在首轮量化宽松政策的执行期间,共购买了1.725万亿美元资产。采取这一办法旨在消除对资金流动的关注。④引导市场长期利率下降。2009年,美国的金融机构渐渐稳定,美联储渐渐通过公开市场操作购买美国长期国债。试图通过这种操作,引导市场降低长期的利率,减轻负债人的利息负担。到这一阶段,美联储渐渐从台前回到幕后,通过量化宽松政策为社会的经济提供资金。

随着危机的不断蔓延、发展,经济增长的下滑,各国中央银行投放持续货币,全球货币供给不断增加。美联储更是接连推行QE2、QE3和QE4。

QE2: 2010年11月4日,美联储宣布启动QE2,计划在2011年第二季度以前进一步收购6 000亿美元的较长期美国国债。

QE3: 2012年9月14日,美联储的联邦公开市场委员会(FOMC)在结束为期两天的会议后宣布,0~0.25%超低利率的维持期限将延长到2015年中,将从15日开始推出进一步量化宽松政策(QE3),每月采购400亿美元的抵押贷款支持证券(MBS),现有扭曲操作(OT)等维持不变。

QE4: 2012年12月13日,美联储宣布推出第四轮量化宽松QE4,每月采购450亿美元国债,替代扭曲操作,加上QE3每月400亿美元的宽松额度,联储每月资产采购额达到850亿美元。此外,美联储保持了零利率的政策,把利率保持在0~0.25%的极低水平。

美联储通过下调市场利率,推行量化宽松政策,向货币市场注入大量现金,增强其流动性,货币市场逐步回稳。然而遭受重创的经济尚未复苏。除了担心信贷市场再次出现混乱,信贷市场动荡对全球经济带来负面影响以外,人们还关注因主要国家中央银行干预措施过度而导致全球货币供给暴增,引发通货膨胀等次生危机。

二、危机、危机救援与通货膨胀

危机全面爆发以来,在美国经济增长下滑和全球金融动荡背景下,亚洲经济难以独善其身,美国次贷危机正通过金融和贸易等渠道对亚洲经济产生不可低估的影响,中国经济也受到严重拖累。为此,我国政府迅速、及时地做出反应,于2008年11月推出4万亿人民币投资计划以及一系列扩大内需的刺激措施,提振中国经济。这一救市计划,着力加强了7大重点领域投入,包括保障性安居工程;农村民生工程和农村基础设施;铁路、公路和机场等重大基础设施;医疗卫生、教育、文化等社会事业;节能减排和生态建设;自主创新和产业结构调整;汶川地震灾后恢复重建等。一系列的刺激经济措施,使得我国经济景气显著提高,直接拉动了经济增长;对就业的推动作用不容忽视。

这些非常规政策措施的实施,有利于抑制通货紧缩预期的恶化,在降低市场利率及促进信贷市场恢复有明显的作用。然而,扩张的经

济政策极有可能带来通货膨胀的后果。各国中央银行向经济注入大量流动性,刺激经济增长。一旦经济出现复苏迹象,已经向经济体系注入的流动性在货币乘数的作用下将直线飙升,流动性过剩在短期内就将构成大问题。具体表现为,黄金、大宗商品及房地产等实质资产价格将会明显上涨。

实际情况也正是如此。其间,大宗商品价格上涨明显,尤其是石油、黄金价格出现暴涨。2007年原油价格从年初的60美元/每桶,至5月9日上升到130美元/每桶,上升了一倍多,10月30日又下跌到48.57美元/每桶(见图1)。黄金价格,则从2007年1月8日608.25美元/盎司,一路上涨到2011年8月23日的1897.34美元/盎司(见图2)。

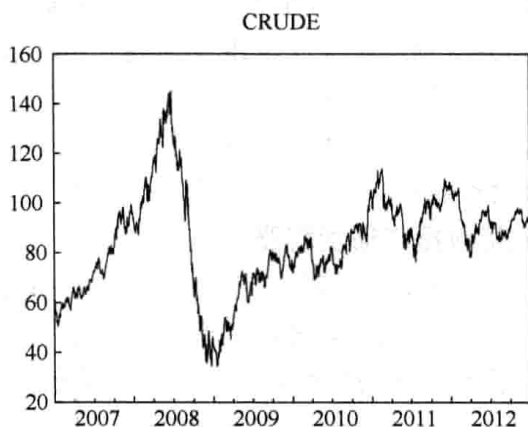


图1 美国原油价格(美元/桶)

数据来源:纽约商品交易所(NYMEX)。

原油价格的大幅波动,加剧了各国经济运行环境的不稳定性,对经济带来负面冲击。由于国民经济各行业对石油的依赖性较强,原油价格的暴涨是否会推高国内经济运行成本,进而引发国内通货膨胀?黄金是重要的商品,也是一种金融资产。2008年以来,全球黄金价格暴涨,最高曾经达到近1800美元/盎司,是2007年时候的2倍多。



图2 国际现货黄金价格(美元/盎司)

数据来源:大智慧证券交易软件。

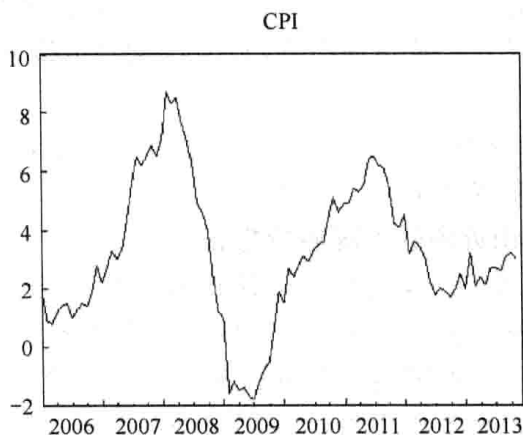


图3 中国居民消费价格指数

数据来源:国家统计局网站。

资产价格上涨的同时,国内居民消费物价指数、房地产价格指数等价格指数也同步上升。中国的居民消费价格指数(CPI)走势,与石油期货价格走势基本一致。从图3可以看到,自2006年我国居民消费价格指数(CPI)开始一轮上涨,然而逐波回落,到2009年7月物价达到最低,为-1.8%。此后,CPI快速上升,2011年7月又达到这轮

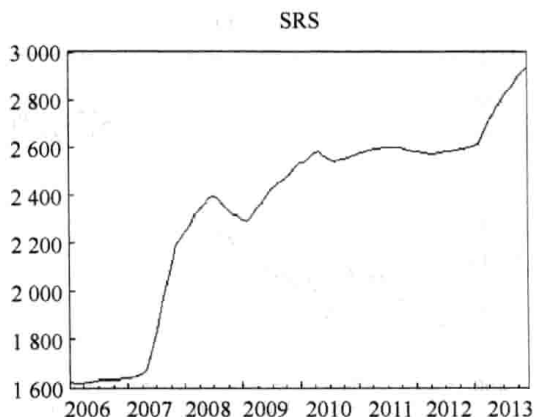


图4 上海二手房指数

数据来源:上海二手房指数办公室。

价格上涨的最高点,6.5%。然后,再次回落。而图4反映的上海二手房指数,则经历了一波凌厉的上涨,从2006年1625点上涨到2013年的2934点。

面对这一系列的价格(或在价格指数)的上涨,尤其是CPI的上涨,有太多的问题需要研究。

三、如何认识近期的中国通货膨胀?

次贷危机爆发以后,美国与其他西方国家政府采取多项救市措施。其核心,就是扩张的经济政策。在美国等主要国家采取扩张的经济政策的环境下,美国国内的各项通胀指标尚稳定。然而,全球货币供给过度,美元汇率不断下探,各种原材料、石油、粮食等大宗商品的价格则有大幅上涨的趋势,黄金、房地产等资产价格也屡创新高。

面对这样错综复杂的国际经济形势,我国经济仍保持高速增长。然而,国内的一系列价格(或在价格指数)也出现了快速上涨的现象。我国通货膨胀受国际影响明显,存在通货膨胀输入现象。原因在于我国人口基数大,相对资源匮乏,众多原料需要依赖国际市场,国外进口的原料价格上涨必将推高国内相关商品的价格。在国际经济方面,我国历年保持经常项目和资本项目的双顺差(某些年份甚至出现“三顺差”),有大量的外汇储备,这其中相当大的比例是属于国外投机资本

流入。中央银行被迫发行人民币购买外汇,增加了流通中的货币量,通货膨胀压力再度增加。此外,汇率渠道等也成为向中国输入通货膨胀的重要路径。

值得关注的是,中国经济已超越日本成为世界第二大经济体。国际经济环境的脆弱性对我国经济带来的负面影响的同时,中国经济对世界经济也产生越来越大的影响。“中国因素”,成为影响世界经济的重要因素,不可小觑。

显然,从通货膨胀的国际传导机制的视角,研究当前中国经济所面临的通货膨胀问题,及其与世界经济的相互关系,更符合当前的实际情况。而这也恰恰是以往研究不足的方面。

桂詠评

2014年5月

目 录

第一章 导论/1

第一节 选题背景与研究意义/1

第二节 概念界定、传导路径与相关理论/6

第二章 通货膨胀的国际传导机制的文献述评/18

第一节 通货膨胀的国际传导机制的一般研究/18

第二节 国际贸易路径的通胀传导机制/22

第三节 汇率路径的通胀传导机制/29

第四节 国际资本流动路径的通胀传导机制/33

第五节 简要的评述/38

第三章 通货膨胀度量指标研究/42

第一节 通货膨胀度量指标概述/42

第二节 中国居民消费价格指数的现状分析/45

第三节 美国居民消费价格指数的现状分析/52

第四节 中美居民消费价格指数的比较分析/55

第五节 通货膨胀控制目标对策思考/65

第六节 分析的结论/67

第四章 国际贸易路径的通胀传导机制研究/71

- 第一节 国际贸易传导机制的理论分析/71
- 第二节 石油价格路径的通胀传导机制研究/75
- 第三节 粮价路径的通胀传导机制研究/86
- 第四节 贸易收支路径的通胀传导机制研究/101
- 第五节 研究结论/107

第五章 汇率路径的通胀传导机制研究/110

- 第一节 绪论/110
- 第二节 基于巴萨效应的通胀传导机制研究/116
- 第三节 名义汇率路径的通胀传导机制的实证研究/125
- 第四节 汇率预期路径的通胀传导机制的实证研究/132
- 第五节 实际有效汇率路径的通胀传导机制的实证研究/140
- 第六节 汇率不完全传递的理论分析/145

第六章 国际资本流动路径的通胀传导机制研究/159

- 第一节 绪论/159
- 第二节 资本流动与通胀关系的理论分析/163
- 第三节 我国国际资本流动规模估测/174
- 第四节 实证研究/187
- 第五节 我国热钱现状分析及治理建议/193

第七章 航运价格路径的通胀国际传导机制研究/201

- 第一节 航运价格指数概述/201
- 第二节 国际航运价格路径的传导机制研究/203
- 第三节 国际航运价格影响通货膨胀的实证分析/212

第八章 通胀治理政策措施:货币政策传导有效性研究/219

第一节 通货膨胀治理的概述/219

第二节 货币政策传导有效性/224

第三节 西方货币政策传导理论回顾/237

第四节 信贷传导渠道理论模型及存在性问题研究/252

第五节 我国信贷传导机制有效性的理论与实证分析/267

第六节 结论与政策建议/285

参考文献/292

后记/303

第一章

导 论

通货膨胀是一个传统的理论和现实问题,虽然各国政府对此给予关注,更多地将此作为一个国内经济问题。2008年,美国次贷危机及救援措施,极大冲击了世界经济。为此,各国政府官员、学者投入极大的热情进行思考,美国的政策是否会引发世界性的通货膨胀,其他国家的通货膨胀是否会向本国传导,传导的路径是什么。通货膨胀的国际传导问题,是在开放经济条件下研究通货膨胀的新视角,具有重要的理论和实践意义。

第一节 选题背景与研究意义

一、选题背景

20世纪90年代以来,我国经历了4次程度不同、发生时间长短不一的通货膨胀(CPI增速连续6个月以上超过3%),分别发生在1991年5月至1997年4月、2004年4月至2004年10月、2007年3月至2008年10月、2010年7月至2012年4月。纵观这几次通货膨胀的发生,不仅其发生的国内外背景不同,而且诱发因素、表现形式、传导机制等也存在诸多差异。

随着我国对外开放程度的不断提高,最近两轮通货膨胀的产生与我国经济的对外开放程度的不断提高有着密切的关系:加入WTO之后,我国经济的对外开放步伐加快,商品、资本流动愈加频繁,国内外价格也更加趋同。而且,我国国内经济对进口商品的依赖也不断上升,国际价格走势对我国的影响也越来越大。2008年美国次贷危机,美元汇率不断下降,国际游资为了避险开始大举进入国际大宗商品市

场,进而推高国际大宗商品价格,包括石油、黄金等贵金属的价格快速上涨,且带动国内原材料、燃料价格呈现相似走势,输入型通胀特征特别明显。

国家统计局数据显示,1990年以来至2011年,我国商品的出口、进口分别增长了2 957.42%、3 168.17%。其中,出口增长最快的商品为:机械及运输设备(16 037.69%)、工业制成品(3 791%)、杂项制品(3 521.08%)、化学品及有关产品(2 977.43%)。进口增长最快的商品为:矿物燃料、润滑油及有关原料(21 580.50%)、非食用原料(6 837.50%)、初级产品(6 032.84%)以及杂项制品(5 973.32%)。进出口净额,2011年与1990年相比,最大的逆差项商品为:初级产品(-8 449.48%)、矿物燃料、润滑油及有关原料(-6 241.29%)、机械及运输设备(-2 509.20%)、未分类的其他商品(-1 890.13%)。从上述统计资料可以看到,矿物燃料、润滑油及有关原料、非食用原料、初级产品以及杂项制品在进口贸易中所占的比重大。从进出口净额来看,最大的逆差项商品为初级产品、矿物燃料、润滑油及有关原料。而这些商品,也是国际市场上价格上涨最快的商品。

作为国际经济的关键变量——美元兑人民币汇率,在我国的人民币与美元之间存在着较为固定的联系时,如果美元汇率大幅度贬值,以美元定价的商品,其价格就可能大幅度上涨,进口价格上涨,并视该商品的进口需求弹性,影响其进口数量。如果商品的进口需求弹性较小,进口需求比较大(例如我国的原油进口),无疑对我国的物价水平将会产生较大影响。例如,原油是重要的初级产品,直接决定汽柴油等成品油的价格,而成品油价格又决定了运输成本。从国民经济投入产出理论分析,石油是绝大多数产业的重要投入,也就决定了这些产业的成本以及产品的出厂价格。石油价格上涨,涉及的产业广泛,导致我国物价同步上涨是不容置疑的。

以上分析在一定程度上反映了国际大宗商品价格,通过生产成本途径对我国商品价格的推动作用,进而引发国内物价上涨。如果国内物价上涨是“普遍的”、“持续的”、“明显的”,那么这种物价上涨就可以定义为通货膨胀。这种类型的通货膨胀,无疑是“输入型通货膨胀

(Imported Inflation)”。输入型通货膨胀,与一国的开放经济有着密切的关系。一国经济的开放程度越大,输入型通货膨胀发生的概率越大。

次贷危机爆发以来,国际市场的石油价格、铁矿石价格等的大幅度上升,引发国内物价大幅度上涨,直接影响到居民的日常生活,并形成了心理预期。“输入型通货膨胀”已经引起广泛关注:国际大宗商品价格轮番上涨,到底对我国通货膨胀带来何种影响?输入型通货膨胀从国外传导至国内的具体渠道和机制有哪些?在我国经济转型、对外开放的背景下,输入型通货膨胀的传导过程和传导程度等特征有何不同之处?输入型通货膨胀的提法是否意味着将国内通货膨胀完全归咎于外部冲击,且国内政策对此基本无效?

二、课题研究的理论意义

输入型通货膨胀,其本质是通货膨胀的国际传导,价格的国际传导。从这个意义上讲,早在18世纪中期,英国经济学家休谟提出了“价格—现金流动机制”,就是解释价格的国际传导问题。只是当初,休谟重点关注的是国际收支调节问题。19世纪法国经济学家西斯蒙第从银行的业务和纸币发行不当角度,论述通货膨胀的国际传导。他认为,由于银行纸币的不适当发行,引起了银行危机,进而导致通货膨胀的国际传导。

20世纪60年代中期以后,西方经济学界对通货膨胀国际传导的研究又有了新的发展,提出了包括:社会成本推进论(工会示范效应的传导机制),世界性通货膨胀的货币分析(认为固定汇率制下世界货币量的增长率的变动是世界通货膨胀率变动的主要原因),小国开放模型和世界性通货膨胀的凯恩斯派分析等理论。其中,小国开放模型,又称斯勘的纳维亚小国型通货膨胀模型,是由北欧经济学家 Edengrenetal(1969—1970)和 Aukrust(1970—1977)提出,模型描述了世界性通货膨胀向本国通货膨胀传导过程,小国的贸易部门价格向非贸易部门传导过程。世界性通货膨胀的凯恩斯学派分析,强调在通货膨胀的国际传递过程中,支出变动对产量的影响和贸易乘数的作用。根据

该理论,国外总需求的提高会扩大对国内出口产品的需求,从而通过外贸乘数作用提高国内收入水平。在国内处于充分就业情况下,收入的增加会引起国内总需求量的上升,导致价格的上升。这样,国外的通货膨胀就会“传入”国内。

通货膨胀的国际传导问题,历来成为经济学家关注的重点。然而,这些文献的背景是在资本主义早期,或者在工业化时代,研究起点与现在完全不同。经济全球化的今天,国际贸易不仅包括商品贸易,还有服务贸易。国际资本流动更是以难以置信的规模、渠道和频率,将世界各国的金融市场连接在一起。同样是通货膨胀的国际传导,其传导的路径将不会仅限于进出口贸易渠道,汇率、国际资本流动等都将成为通货膨胀的传导路径。在汇率传导路径中,人们还不能忽略预期的作用。显然,同样的问题,今天的通货膨胀的国际传导,其理论内涵更加丰富。

三、课题研究的现实意义

改革开放以来,我国经济的开放程度不断提高。在此过程中,我国经济依靠低廉、丰富的劳动力资源,出口劳动密集型产品,成为国际制造、加工大国,赢得了“中国制造”的美名,成为世界重要的出口国家。2014年初,据海关总署最新公布的进出口数据,我国2013年进出口总值达到4.16万亿美元,首次突破4万亿美元大关,具有里程碑意义的重要关口。海关总署发言人推测,2013年中国将铁定超过美国成为全球货物贸易最大的国家。其中全年进口贸易总额为1.95万亿美元,增长7.3%,出口贸易增长7.9%,达2.21万亿美元。根据美国的官方数据,2013年前11个月,美国进出口贸易总额为3.53万亿美元,而全年的数据将于下月发布。这意味着中国已经肯定是全球最大的货物贸易国。

然而,长期以来推动我国经济增长是消费、投资和出口,这是作为拉动经济增长的“三驾马车”。具体来说,消费,即本国居民的消费需求,它是经济的主要动力。投资,是指财政支出,即政府通过一系列的财政预算包括发行国债,对教育、科技、国防、卫生等事业的支出,是辅助性地扩