

Taming Inflation:
the Common Challenge for
Emerging Asia

东亚主要经济体

应对通货膨胀的国际经验

孙学工 等著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

013044456

F823.1
13

国家发展和改革委员会经济研究所第二届亚洲宏观经济论

Taming Inflation:
the Common Challenge for
Emerging Asia

东亚主要经济体 应对通货膨胀的国际经验

图书馆

孙学工 等著



北航

C1652443



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

F823.1

13

图书在版编目 (CIP) 数据

东亚主要经济体应对通货膨胀的国际经验/孙学工等著. —北京: 经济管理出版社, 2012.10
ISBN 978-7-5096-2125-7

I. ①东… II. ①孙… III. ①反通货膨胀—经验—东亚 IV. ①F823.105

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 232135 号

组稿编辑: 徐 雪

责任编辑: 徐 雪 赵 杰

责任印制: 黄 铄

责任校对: 超 凡

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 13.75

字 数: 253 千字

版 次: 2013 年 5 月第 1 版 2013 年 5 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-2125-7

定 价: 48.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

亚洲宏观经济论坛是由国家发展和改革委员会经济研究所举办的主要讨论东亚地区宏观经济问题和政策的国际学术研讨会。本论坛的创立旨在为本地区的宏观经济政策研究者提供一个相互学习讨论和交流的平台，以便更好地为各国的宏观经济决策服务，进而促进本地区在宏观经济政策领域内的协调与合作并提高本地区宏观经济决策的质量。至 2011 年本论坛已经成功举办了两届，在东亚地区的影响不断扩大，目前除文莱外的其他所有东盟成员国，以及日本、韩国和印度均派代表出席过本论坛。一些国际组织或多边机构如国际货币基金组织、亚洲开发银行、欧盟和东盟东亚研究所也派代表出席论坛并发言。论坛的举办也得到国家发展和改革委员会领导和国内各有关部门的大力支持。国家发展和改革委员会副主任朱之鑫同志出席了首届论坛并为第二届论坛发了贺信，国家发展和改革委员会相关司局领导出席并参加了讨论。由财政部和外交部管理的亚洲区域合作专项资金为论坛的召开提供了资助。国内相关政策研究机构也积极参与了论坛的各项活动。对于来自国内外各方对亚洲宏观经济论坛的大力支持，我们作为会议组织方深表感谢。

第二届亚洲宏观经济论坛的主题是“东亚主要经济体应对通货膨胀的国际经验”，主要分析研讨东亚主要经济体在金融危机复苏阶段出现通货膨胀的原因与政策应对。与会学者主要围绕东亚主要新兴经济体

通胀形势与趋势、通胀形成机理与成因、应对通胀的政策与效果以及加强地区宏观经济政策合作协调等方面展开研讨。出席本次论坛的国家发展和改革委员会与中国人民银行等负责中国宏观经济决策的领导同志，国务院发展研究中心、中国社会科学院、国家发展和改革委员会宏观经济研究院等国内重要研究机构的专家学者。出席本次论坛的国外学者来自国际货币基金组织、日本银行、东盟和东亚经济研究所、马来西亚中央银行、韩国金融研究所、印度国家应用经济研究所、泰国发展研究所、越南中央经济管理研究院、新加坡管理大学以及印度尼西亚茂物农业大学。本次论坛共提交大会发言论文 14 篇，交流论文 18 篇，内容涉及各国通胀形势分析、反通胀的财政货币政策、大宗商品价格、农产品价格等。为了使更多的学者和读者了解第二届亚洲宏观经济论坛的内容，特把会议论文结集出版，并按内容分为国际篇和中国篇。论文观点都为作者所有，并不代表作者工作单位和所在国政府。书中不妥与错误之处，也敬请读者批评指正。

孙学工

2013 年 5 月

目 录

国际篇

东盟经济体通胀发展趋势 / 3

印度通货膨胀之谜 / 17

泰国通货膨胀治理经验 / 29

越南维持宏观经济稳定之路：前进中的一小步 / 41

通胀的决定因素及其动态 / 61

商品与资产泡沫：它们会影响通胀管理吗？ / 71

中国与印度的石油价格与宏观经济：能源部门的启示 / 93

2011 年国际大宗商品价格形势分析及 2012 年价格走势判断 / 111

中国篇

2012 年上半年价格形势分析和全年预测 / 123

2011 年价格形势分析及 2012 年展望 / 133

当前价格形势、趋势与对策 / 149

当前的通胀形势、成因与对策 / 155

本轮通货膨胀特征与走势分析 / 175

近年来价格上涨的新特征与调控策略调整 / 187

信贷增长是不是导致通胀预期的元凶 / 191

渠道权力与蔬菜价格形成机制 / 195

当前猪肉价格上涨的原因及趋势分析 / 205

东亚主要经济体应对通货膨胀的国际经验



国际篇

东盟经济体通胀发展趋势

一、概述

自从 21 世纪开始，东盟国家和地区的决策者不得不在“抗通胀”和“保增长”这两个目标之间寻求平衡。2008 年之前，在供给冲击、国内货币供给增长（资本流入对此起到推波助澜的作用）、产出缺口扩大以及通胀预期强烈等因素的综合影响下，东盟国家和地区物价上涨现象旷日持久。2008 年末至 2009 年，东盟各国和各地区经济深深陷入衰退的泥沼，决策者大力推行积极的财政、货币政策以刺激经济增长。然而，这些刺激政策在促进经济快速回复的同时，也带来了通胀高企的隐患。2010 年初，物价水平迅速抬头。这轮通货膨胀处于全球经济“双轨”的背景下：亚洲与其他新兴市场国家面临过热压力，发达经济体则陷入低增长的困境中难以自拔，如图 1 所示。

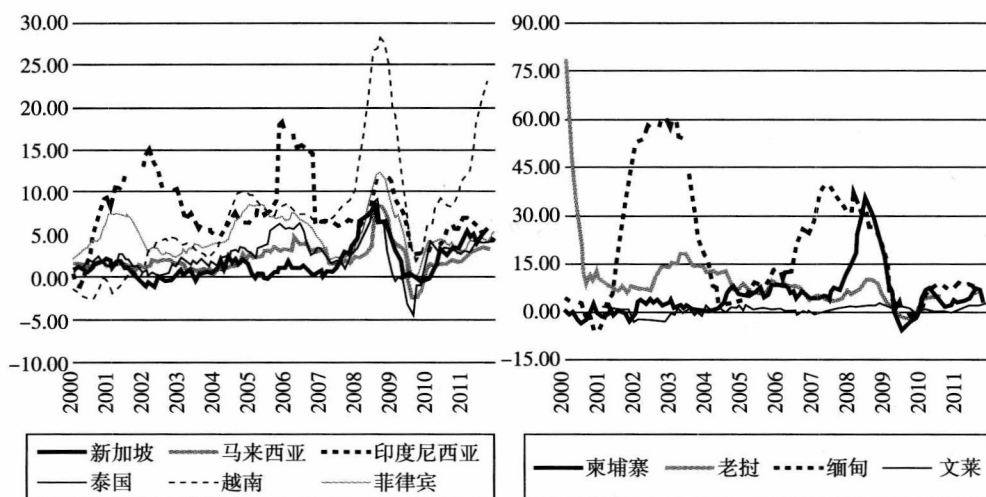


图 1 东盟：通货膨胀整体趋势（同比变化率）

资料来源：中国香港环亚经济数据有限公司。

2010 年中开始,抗通胀成为欧盟经济体决策者面临的首要问题。随着 2011 年中通胀水平创下新高,人们开始担心 2008 年的通货膨胀高涨态势可能重演。在欧元区危机迅速恶化、美国经济持续疲弱、全球经济前景堪忧的背景下,2011 年第三季度欧盟国家经济迅速下滑。此时,多数东盟国家和地区的通胀压力开始缓解,政策重心再次向扩张模式转变。

与此同时,东盟国家和地区的资产价格经历了与物价水平差不多的变化趋势,如图 2 所示,但先于物价停止上涨或有所下滑。资产价格运行主要由国内流动性驱动,后者则进一步取决于资本流入和央行的货币政策取向。

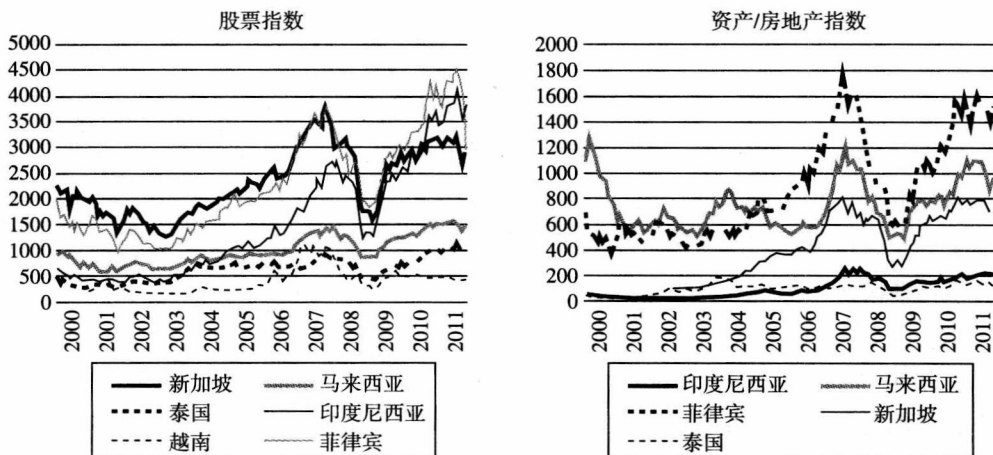


图 2 东盟: 证券与房地产指数

资料来源: 中国香港环亚经济数据有限公司。

本文旨在对近年来东盟经济体的通胀趋势与政策应对加以论述,同时从整体上对政策的有效性进行评价,最后试图对应对通胀的中长期策略与政策框架提出建议。

二、东盟经济体的通胀趋势

东盟经济体近期的通货膨胀呈现出一些共同特征:第一,食品和能源是物价上涨的主要推动因素。二者对 CPI 指数上涨的贡献都超过了 50%,与东北亚国家和地区形成了鲜明对比(如表 1 所示)。第二,东盟内部较大经济体纷纷提高汇率决定机制的灵活性。^①第三,多数东盟国家和地区针对资本流入的政策较为开放。受此

① CLMV 国家(柬埔寨、老挝、缅甸、越南)货币都不同程度的美元化,文莱林吉特与新加坡元挂钩。

影响，这些国家对于资本流动的不稳定性十分敏感，相应的预防措施却常常徒劳无功。正因如此，2008年全球金融危机之后东盟经济体纷纷加强了资本管制。第四，在中央银行是否应当把盯住通胀作为首要目标这一问题上难以达成一致。在10个东盟国家中，目前只有泰国、菲律宾和印度尼西亚实施了明确的盯住通胀政策。

表 1 食品、能源在 CPI 篮子中占比

	食品 (%)	能源 (%)
中国	33.00	5.00
韩国	15.90	5.90
日本	25.86	6.05
印度	60.20	14.20
新加坡	23.40	5.30
马来西亚	31.40	13.80
泰国	36.10	9.70
印度尼西亚	45.30	15.20
越南	42.70	10.10
菲律宾	46.60	7.00
柬埔寨	42.70	8.70
缅甸	64.90	8.80
老挝	55.00	12.00
文莱	28.80	22.50
亚洲新兴市场国家	36.40	8.80
新兴市场国家	27.00	6.50

资料来源：中国、韩国、印度、新加坡、马来西亚、泰国、印度尼西亚、菲律宾数据来自 IMF 世界经济展望 2011 年 9 月数据库。柬埔寨、缅甸、老挝、越南、文莱来自亚洲开发银行数据。日本数据来自 CEIC 数据库。

尽管东盟国家和地区内部造成通胀出现的特定因素各不相同，这些成因却皆受到全球因素的影响。2008 年全球金融危机爆发之前，通胀压力不断上升的原因主要是：大宗商品价格攀升（尤其是食物和能源）、区域资本流入激增、产出缺口扩大以及长期经济强劲增长背景下的通胀预期增强。大宗商品价格与资本流入亦是危机后复苏期通胀形成的重要原因。在这一时期，大规模的财政货币刺激政策也是推动通货膨胀的关键因素。

国际货币基金组织（IMF）在 2010 年 10 月的《亚太经济展望》中对东盟国家和地区近期的通胀推动因素进行了研究和总结。该研究认为，包括东盟在内的亚洲国家和地区通胀主要由供给冲击和货币冲击引起，产出缺口在其中发挥的作用并不显著。除了印度尼西亚（商品生产大国）之外，大宗商品和食物价格上涨是东盟国

家和地区通胀形成的重要推手。原因在于这些国家和地区的开放程度和对石油与食物进口的依赖程度较高。有意思的是，这项研究同时发现，供给冲击对通胀的影响日益降低，而产出缺口对其的影响却越来越强。此外，货币冲击的负面作用也日渐削弱，尤其是在货币政策目标明确、汇率形成机制灵活的国家，例如实施盯住通胀货币政策的印度尼西亚、泰国、菲律宾等。

如前所述，与发达经济体及其他亚洲国家和地区相比，食物和能源价格在东盟国家和地区的CPI篮子里所占比重要高得多。实际上，2009年末至2011年中期，东盟国家和地区通胀高企的主要推动力就是食品与能源价格的持续上扬。这也解释了广义通胀与核心通胀之间存在的差异，因为在多数东盟国家和地区，核心通胀用于衡量经济体内部长期潜在的价格趋势，食物和能源则因其主要由国际因素决定而通常被剔除。

与其他东盟国家和地区不同，新加坡核心通胀计算中是包含食物和能源价格的。^①原因在于新加坡经济具有小而开放的特点，国内消费品主要依赖于进口，因而难以剔除食品和能源价格的影响。新加坡的核心通胀剔除另外两个项目——私人租房成本与交通成本，该国货币当局认为其具有“非持续性、非普遍性”。因此，2009年末至2011年初食品与能源价格显著上涨时期，新加坡的核心通胀与广义通胀运行轨迹十分接近。但是2011年初以来，租房成本与交通成本成为影响价格走势的主导因素，此时核心通胀与广义通胀呈现出较大差异（如图3所示）。

然而，近期的研究将重点指向食品、能源价格上涨对广义通胀的“第二轮”效应，即其对通胀预期形成的影响。IMF最近的一份研究报告指出，由于核心通胀篮子里不包括食品和能源价格，受二者价格上涨的影响，通胀更多地体现为由广义通胀向核心通胀传导。的确如此，直到2011年9月，尽管面临经济减速的局面，东盟国家和地区对2011~2012年的通胀预期依然强烈。^②具体来看，2011年4~9月，多数东盟国家和地区内部针对2011年的通胀预期明显提升，对2012年的通胀预期则相对缓和。

近期来看，全球大宗商品价格预计将保持稳定，多数东盟国家和地区的外部需求持续疲弱。总体上原油和食品价格已经达到近期峰值并出现缓和迹象（如图4所示）。但是由于大米价格受到近期严重的供给冲击，自2010年5月以来大米储蓄持续处于上升趋势。湄公河区域的洪水对泰国、越南、柬埔寨这三个全球大米出口大

① Ong et al., 2011.

② IMF, Asia Regional Economic Outlook, October 2011.

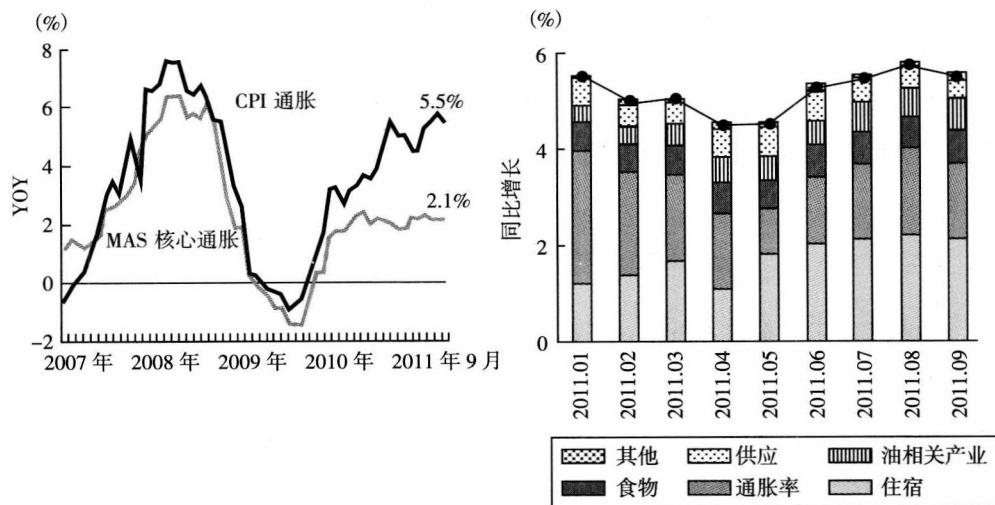


图3 新加坡通胀趋势及成因

资料来源: EPG, MAS estimates.

国造成重创（其大米出口量分别位列全球第一、第二、第五），大米价格攀升显著推动了东盟国家和地区的食品价格上涨（菲律宾、印度尼西亚、马来西亚是全球最大的大米进口国）。

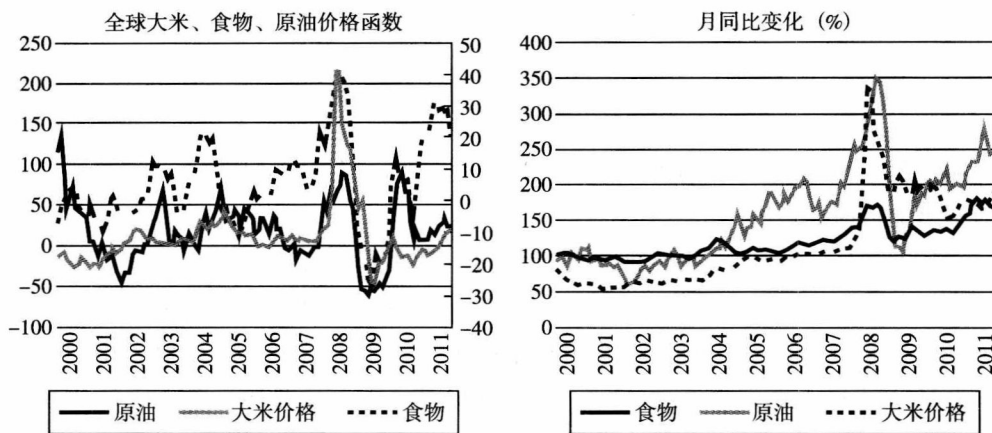


图4 全球大米、食物、原油价格函数

资料来源: IMF Database. Food and crude oil index data in real terms, as deflated by U.S. consumer price index. Rice price data uses 5 percent broken milled white rice, Thailand nominal price quote, US\$ per metric ton. Crude Oil change based on LHS axis, Food price change based on RHS axis.

资产价格的迅速下降将形成显著的负面财富效应。东盟国家和地区的资本流入也面临减速，印度尼西亚等几个国家近几个月的资本流出迅速增加。这些因素将有

助于使该区域的通胀处于可控范围之内。

然而与此同时，东盟国家和地区政府为了应对经济下滑，政策倾向于货币、财政扩张，限制了产出缺口收窄、通胀下降的步伐。一些国家已经开始实施扩张性政策，例如印度尼西亚银行于2011年10月、11月下调基准利率总计75个BP。

三、应对通胀的政策措施

如图1所示，东盟6个核心国家和地区中，新加坡、马来西亚和泰国应对通胀的表现一直好于其他国家和地区，无论是在2008年危机之前还是之后，多年来这三个国家总体上能将广义通胀水平控制在3%以下。印度尼西亚和菲律宾在2008年金融危机之后应对通胀比之前效果显著：危机前两国广义通胀水平长期处于5%以上，危机之后下降到5%以内，印度尼西亚尤其能够比其他国家和地区更快地将通胀水平降低。唯一的例外是越南，该国的广义通胀平均处于20%以上。

2008年之后东盟国家和地区的通胀水平与其应对政策的关系值得研究。东盟国家和地区使用了一系列政策工具，例如允许货币升值以应对输入性通胀，尤其是食品和能源。

如图5所示，2009年7月至2011年6月，除了越南盾之外的大部分东盟国家和地区货币对美元显著升值，以印度尼西亚卢比和新加坡元为首。同时，货币升值也受同时期大规模资本流入的影响。控制通胀得力的国家汇率决定机制往往更为灵活。特别是新加坡，由于具有经济体量小、对外依存度高等特点，其将货币升值作为阻止输入性通胀的主要手段。此外，有研究表明，汇率变动与国内进口价格之间有显著的传递关系。^①

2008年全球金融危机之前，新加坡金融管理局（MAS）允许名义有效汇率（NEER）显著升值以对冲输入性通胀。2010年，由于通胀风险再度来袭，MAS提升新加坡元的波动区间并允许大幅升值来扭转危机时期宽松的货币政策。2011年4月，MAS再度上调汇率波动区间，允许2011年下半年新加坡元对美元升值5%。2011年10月，由于全球经济衰退风险显现，MAS将汇率政策从“较为陡峭的升值（3%）”转变为“缓和渐进的名义有效汇率升值”。^②

货币政策目标在应对通胀方面同样发挥了重要作用。2010年早期开始，东盟

① Chew et al., 2009.

② MAS 货币政策公告。

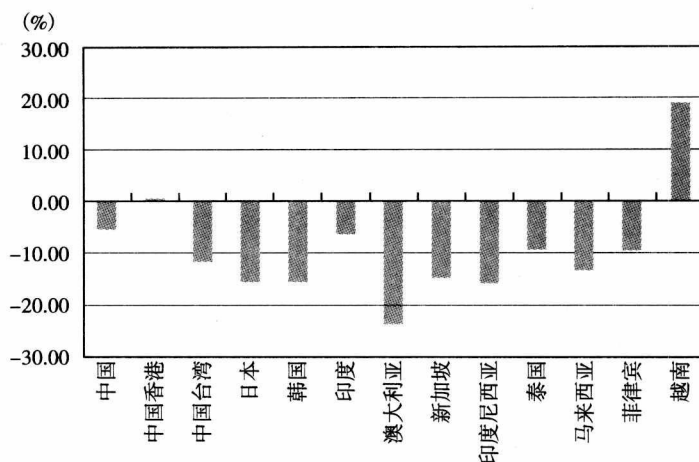


图 5 2009 年 7 月至 2011 年 6 月亚洲汇率变动

资料来源：彭博资讯公司。

各国和各地区（最明显的是马来西亚、泰国、印度尼西亚、菲律宾）纷纷数次提高基准利率，扭转或超过了危机时期利率的降幅。马来西亚和印度尼西亚还同时提高了存款准备金率以阻止货币供给的增长，如表 2 所示。这些政策的有效性还不明朗，但大多东盟国家和地区还维持着负的实际利率，如图 6 所示。

表 2 东盟国家和地区通胀应对政策

	政策利率	货币升值	存准率要求	价格控制、补贴和行政措施
马来西亚	2010 年：3 月至 8 月末 3 次提高利率共计 75 个 BP 至 2.75%。衰退时期利率曾被降低至历史最低	2009 年 7 月至 2011 年 6 月林吉特对美元升值约 13%	2010 年：银行存款准备金率保持 1%	2010 年：基本商品实行价格控制
	2011 年：上半年 2 次提高利率		2011 年：4~7 月为吸收过剩的流动性，央行分 3 次提高商业银行存准率至 4%	2011 年：政府出台价格控制 20 项措施
印度尼西亚	2008 年：5~9 月央行提高基准利率 125 个 BP 至 9.25%	2009 年 7 月至 2011 年 6 月卢比对美元升值近 17%	2010 年：自 11 月 1 日起，央行提高银行存准率以吸收银行体系过剩流动性	政府向燃料和其他基本商品持续提供补贴
	2010~2011 年：央行仅提高利率 1 次（2008 年 10 月至 2009 年 8 月下调 300 个 BP 至 6.5%）			

续表

	政策利率	货币升值	存准率要求	价格控制、补贴和行政措施
菲律宾	隔夜拆借利率 (Over-night Borrowing Rate) 和隔夜借款利率 (Over-night Lending Rate) 分别提高至 6% 和 8%，共计 100 个 BP	2009 年 7 月至 2011 年 6 月比索对美元升值近 10%		价格控制
	2011 年：上半年央行 2 次提高利率 50 个 BP (危机时期利率下调 200 个 BP)			
泰国	2008 年：7 月、8 月央行分别提高利率 25 个 BP	2009 年 7 月至 2011 年 6 月泰铢对美元升值约 10%		2008 年：政府低价出售大米库存并于 3~7 月临时对柴油实施补贴。政府要求石油炼制企业减少柴油炼制利润
	2010 年：7 月、8 月共提高利率 50 个 BP (危机时期降低利率 250 个 BP 至 1.25%)			2008 年：8 月起实施控通胀的一揽子政策，为期 6 个月，包括降低以纯酒精和柴油的消费税，对穷人免收电费和税费
	2011 年：前 8 个月内央行 6 次提高利率至 3.5%			2011 年：至年底向低收入群体提供特权，包括免费供电、供水、公共交通，燃料燃气方面更多的补贴

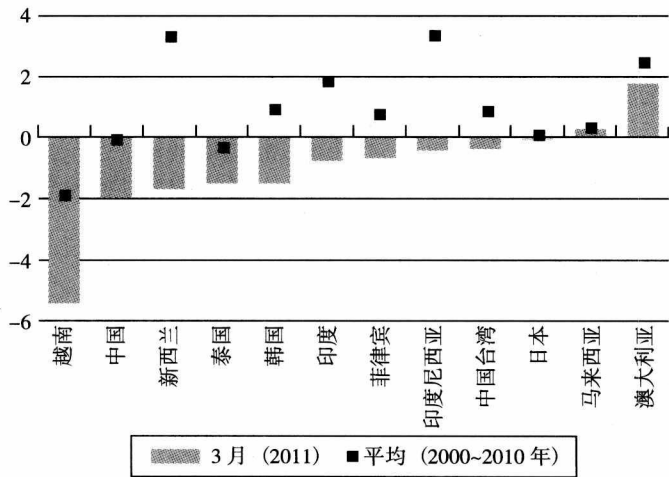


图 6 亚洲实际政策利率

行政手段和价格控制也是东盟国家和地区普遍运用的通胀应对措施。例如 2011 年马来西亚政府出台 20 项价格控制措施以稳定居民的基本生活成本。泰国政府 2008 年将粮食储备低价出售并临时恢复柴油补贴,同时还要求炼油厂减少柴油炼制利润。2011 年,该国政府再次对燃料燃气提供补贴。与其他国家和地区不同的是,新加坡主要通过汇率调整对冲输入性通胀的影响,而非使用行政干预和价格控制方式。政府对公用事业、租房、交通等基本生活支出提供退税与拨款,以此来间接降低生活成本,避免对 market 价格的直接干预。

Jongwanich 和 Park (2011) 研究表明,尽管食品和能源在 CPI 篮子中所占比例很高,但是在一些东盟国家和地区中这两者价格上涨向国内通胀传递的作用有限。作者认为原因在于这些国家和地区的政府采取了各种价格控制与补贴措施。

资本流入是东盟国家和地区流动性过剩的主要推动因素,进而影响到通货膨胀和资产价格泡沫的形成。一般认为,治理资本流入泛滥所采取的政策措施取决于有待实现的政策目标。如果政策目标是维持宏观经济稳定,那么应该采用汇率调整、外汇市场对冲干预、货币和财政紧缩等宏观经济政策;如果政策目标是防范金融风险,那么应当采取审慎措施。只有当二者均难以奏效时,才能实施资本流入限制、资本流出放松等资本管制措施。换言之,资本管制只能作为宏观经济政策与审慎措施的补充。^①

除了越南以外,多数东盟国家和地区的中央银行在面对迅速增长的资本流入时允许本国货币升值,如图 5 所示。印度尼西亚和新加坡的外汇管理政策灵活度最高。货币紧缩政策在应对资本流入激增导致的通货膨胀与经济过热时往往是把双刃剑。一方面它有助于阻止流动性过快增长、缓和国内经济过热所产生的压力,另一方面却可能进一步吸引热钱的流入。这正是东盟国家和地区央行为何不愿过于激进地提高基准利率的原因。

东盟国家和地区央行越来越多地采取审慎措施和资本控制应对资本流入问题,从而保证金融市场的稳定。如表 3 所示,多种政策工具被用来应对热钱流入,但各国政策工具与针对的目标市场不尽相同,类型的选择上也缺乏一致性。以印度尼西亚为例,其主要针对短期央行票据(SBI)作出政策约束,包括对投资者持有期限的限制。该项措施是在印度尼西亚央行的对冲外汇干预操作吸引了资本进一步流入之后开始实施的。短期央行票据主要用于央行中和外汇干预的操作,是印度尼西亚国内外的投资者所青睐的交易工具。

^① Ostry et al., 2010.