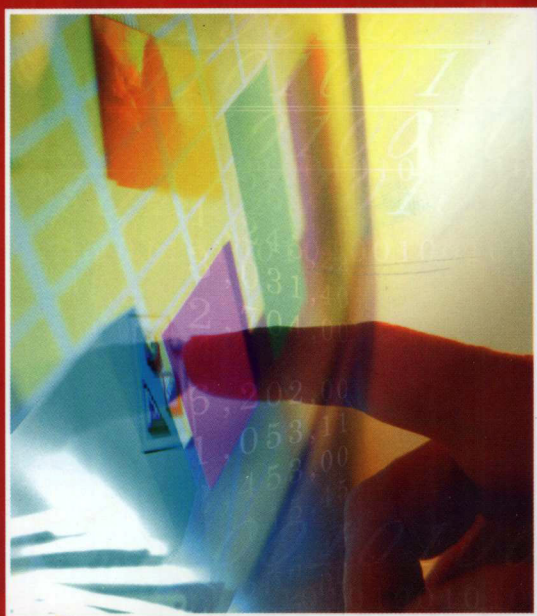


中国金融前沿 问题研究 (2009)

主 编 张 静
副主编 马天禄 林建华



 中国金融出版社

中国金融前沿问题研究

(2009)

主 编	张 静	
副主编	马天禄	林建华
编 委	刘伟林	吴光明
	阮红新	吴 莹
	高文丽	



中国金融出版社

责任编辑：张 铁

责任校对：张志文

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融前沿问题研究. 2009 (Zhongguo Jinrong Qianyan Wenti Yanjiu. 2009) / 张静主编. —北京: 中国金融出版社, 2009. 10
ISBN 978 - 7 - 5049 - 5255 - 4

I. 中… II. 张… III. 金融—研究—中国 IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 166739 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)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

装订 东兴装订厂

尺寸 160 毫米 × 230 毫米

印张 21.75

字数 408 千

版次 2009 年 10 月第 1 版

印次 2009 年 10 月第 1 次印刷

定价 56.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5255 - 4/F. 4815

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

前 言

2008 年世界经济金融形势复杂多变，美国次贷危机引发国际金融危机，金融市场出现剧烈动荡，并导致全球实体经济陷入衰退。中国国内也接连经历了冰雪灾害、地震等重大自然灾害的严峻考验。在复杂的国际国内形势下，如何认识时局、应对考验，如何把握形势、指导工作是值得人民银行干部职工进行深入研究的。

同时，人民银行的特色研究工作也在深入推进中。人民银行武汉分行结合自身特色和辖区工作实际确立了“货币政策有效性问题”和“农村金融瓶颈问题”两个特色研究方向，并制定了特色研究招标投标制度、特色研究学科带头人制度等系列配套制度措施，有力地保证了特色研究工作深入持久地开展。特色研究与重点研究工作相互呼应，共同促进，涌现出大量的优秀成果。本书收录的 26 篇文章就是从 2008 年度人民银行武汉分行特色研究和重点研究课题项目中精选出来的高质量研究成果。

这批研究成果紧跟经济金融运行前沿，把握理论与实践动向，具有较强的参考价值。总体而言，这批研究成果具有三个特点。第一，立足热点问题。无论是对通货膨胀目标制适用性的讨论，还是对国际金融危机的相关研究，抑或是对资产价格波动、物价水平、城市圈建设等问题的探索，都是当前经济金融领域中讨论较多的热点、难点问题。分析和研究这些问题，有利于我们在复杂多变的时局中理清思路，为政策制定和理论研究奠定基础。第二，突出研究特色。围绕“货币政策有效性问题”和“农村金融瓶颈问题”两个特色研究方向，在国际收支失衡条件下的中国货币政策有效性、国际金融危机的演化过程、通货膨胀稳定区间及通货膨胀目标制、农户小额信贷风险控制、物价及资产价格传导机制、区域金融生态环境建设等方面做了大量的探索，这不仅使特色研究领域更细化深入，而且紧密联系经济金融的运行背景，运用翔实的资料数据阐述宏观形势和微观状态。第三，兼顾前瞻性与实用性。通过国际经验及历史经验借鉴、数据实证等多种论证方式，展望未来方向的同时也结合实际发展情况提出具有实效性的政策建议，不仅具有理论价值，也具有较强的实践指导意义。

这批研究成果集中展现了赣、鄂、湘三省人民银行干部职工的研究水平，多角度、宽领域、深层次地剖析了当前背景下金融运行和制度安排中存在的矛盾与问题，其中既有学术理论上的探索，也有实践工作的总结。其内容主要涵盖以下几个方面：

第一，宏观经济与金融问题研究。2008 年国际国内形势变化莫测，中国金融市场既面临来自国际金融危机的强烈冲击，又面临国内物价的快速上涨。因此，研究通货膨胀、资产价格和国际金融危机问题是这一部分的主题。研究成果从非加速型通货膨胀稳定区间、通货膨胀目标制的适用性、汇率对物价的传导效应、国际金融危机的演化过程等方面进行探讨。

第二，金融市场发展与微观金融问题研究。资产价格巨幅波动、票据融资快速发展是金融市场在发展中遇到的新情况、新问题，这一部分的研究成果着重分析中国证券资产价格的合理范围、制度变迁下票据融资的发展以及资本市场如何支持地方自主创新等问题。此外，这一部分还对微观方面的新型信贷模式和异地贷款进行研究。

第三，区域金融与经济发展问题研究。中国国土面积广袤，地区之间的经济发展水平差距显著，区域金融协调发展是金融界多年以来长期关注的问题之一。研究成果从区域金融生态、区域金融评价指标、国际收支的区域比较等多个角度对区域金融和经济发展问题进行阐述。

第四，农村金融问题研究。农村金融问题一直是人民银行武汉分行积极关注和研究的重要方面，如何加强农村金融市场的信贷供给也是人民银行一直着力解决的问题。研究成果从农村信贷供求层次、小额农贷制度安排、小额农贷风险受益关系、农户信用评价等方面对农村金融问题进行论述。

第五，中央银行制度问题研究。这一部分主要对培养中央银行人才成长规律进行总结，对适合中央银行人才成长的环境条件进行论述。这将有利于加深对人民银行工作的了解，也有助于人民银行自身干部的培养。

加强调查研究工作，正确认识宏观经济金融形势和金融运行中存在的问题，是人民银行分支行的重要职责，也是创造性地开展工作的关键，更是人民银行事业可持续发展的基础。目前，人民银行武汉分行正在深入推进“调研兴行”工作，这批研究成果的结集出版，将给“调研兴行”工作加上浓墨重彩的一笔，对于进一步推动人民银行武汉分行辖区金融研究水平的提高大有裨益。

编者
2009 年 9 月

目 录

第一篇 宏观经济与金融问题研究

确立中国非加速型通货膨胀稳定区间的定位方法及实证检验	3
目标“三性原则”与通货膨胀目标制在我国的适用性研究	14
国际收支失衡条件下中国货币政策有效性研究	37
当前国际金融危机的演化、成因与效应	58
人民币汇率变动对国内物价传递效应的实证研究	76
资产价格波动与金融稳定关系研究	
——以 2008 年国际金融危机为视角	87
非对称性冲击下的货币政策与区域经济协调发展研究	
——以湖北省鄂州市为例	98

第二篇 金融市场发展与微观金融问题研究

中国证券市场合理资产价格范围测度指标研究	113
制度变迁下的票据融资发展问题研究	130
信息不对称条件下的信贷配给治理	
——对“行业协会 + 担保基金 + 银行”模式的案例分析	139
异地贷款：现状、成因、启示	
——兼论县域信贷市场的构建	149
资本市场支持湖北省自主创新战略问题研究	158
金融衍生工具会计处理问题研究	168

第三篇 区域金融与经济发展问题研究

差异性、相关性：区域金融生态与经济增长效率研究	
——基于四省七市的对比分析	179
农村劳动力转移与城乡经济发展相关问题研究	
——以江西为例	192
统一货币政策下区域经济发展问题研究	208

区域金融评价指标体系的构建及其对武汉城市圈建设的意义	217
中国国际收支失衡区域比较研究	
——以湖北省和江苏省为例	232

第四篇 农村金融问题研究

小额农贷风险与收益关系实证分析	
——基于常德市 4 家基层农村信用社的实地调查	249
农户信用评价方法研究	
——基于非线性评价模型的分析	261
农业政策性贷款商业化运作模式研究	271
小额农贷制度安排及其供求实证研究	
——基于需求引导与供给驱动范式的微观论证：婺源个案	281
农村信贷供求层次实证研究	291
基于利率定价对比分析视角的小额农户信贷风险与收益研究	305
农户信用评分模型实证研究	315

第五篇 中央银行制度问题研究

中央银行人才成长规律及环境问题研究	327
-------------------------	-----

第 一 篇

宏观经济与
金融问题研究



确立中国非加速型通货膨胀 稳定区间的定位方法及实证检验

中国人民银行武汉分行课题组

世界上一些国家 20 世纪 90 年代开始实施的通货膨胀目标制，是以价格稳定为货币政策的首要目标，目的是控制和保持与经济增长相适应的通货膨胀率。通货膨胀目标制度作为一种成功的政策制度，需要与各国具体的财政状况和宏观经济等方面相协调，需要一个有效的货币政策传导机制。具体从我国来看，因受到多方面制约，不太可能实行通货膨胀目标制，如受到制度性框架、中央银行的独立性、市场环境、商业银行对货币政策传导的灵敏性等因素的影响，但是，我国应建立一个通货膨胀的稳定区间，以便为货币政策确定一个调控目标，并与宏观经济其他目标相适应。

一、建立中国非加速型通货膨胀率区间的理论基础

在西方经济学中，有一个指数叫 NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment)。实际上，它被用来研究通货膨胀的稳定区间问题，也就是如果通货膨胀率稳定在某一个区间，通货膨胀就不会失控。NAIRU 实际上就是弗里德曼定义的非加速型通货膨胀的失业率。NAIRU 的理论基础就是菲利普斯曲线，是从失业的角度对通货膨胀进行研究的。这也告诉我们，货币政策也并非是随时随地都依物价变动而进行调整的，需要考虑到非加速型通货膨胀率区间的特点。

20 世纪 90 年代以来，美国等国的通货膨胀“困惑”促使经济学家从经济主体行为的分析入手为菲利普斯曲线建立新的理论框架。实际存在的工资向下刚性导出的菲利普斯曲线，从劳动生产率角度为美国新经济和非加速型通货膨胀的失业率下降提供了合理的解释，政府可以采取政策鼓励技术创新；更重要的是，近似理性模型对传统经济学中经济主体理性的假设提出挑战，为经济学研究提供了一种全新的思路。大量证据表明，经济体在许多情况下的确是近似理性的。以近似理性为假设基础的研究提出了重要的宏观经济启示，即通货膨胀率与失业率的替代关系不仅在短期内成立，而且当通货膨胀率处于低的、温和的水平时，失业率在长期内仍然存在。在某个通货膨胀阈值内，政府可以通过适度扩张的货币政策来提高通货膨胀率和降低失业率，提高社会福利。许多

国家的实践证明了一点。

如表 1 所示，货币主义者在解释菲利普斯曲线时所用的预期概念是适应性预期，即人们根据过去的经验来形成并调整对未来的预期。他们根据适应性预期，把菲利普斯曲线分为短期菲利普斯曲线与长期菲利普斯曲线。在短期中，人们来不及调整通货膨胀预期，预期的通货膨胀率可能低于以后实际发生的通货膨胀率。但是，在长期中，人们将根据实际发生的情况不断调整自己的预期。人们预期的通货膨胀率与实际上发生的通货膨胀率迟早会一致。新凯恩斯主义得出结论：由于在短期内市场调节并不完全有效，就需要政府用政策进行调节，而且，采用扩张性政策提高通货膨胀率，促进经济增长，还可以降低失业率。

表 1 菲利普斯曲线研究结果比较

模型	假设前提	主要观点	政策含义
新古典综合派传统菲利普斯曲线	市场非出清，货币工资刚性	通货膨胀率与失业率之间存在稳定的替代关系	需求管理
货币主义预期增广的菲利普斯曲线	相对实际工资，自然失业率，适应性预期	菲利普斯曲线的替代关系只在短期内存在，长期内菲利普斯曲线为垂线	单一规则货币政策，收入指数化，经济自由化
理性预期学派菲利普斯曲线	市场出清，理性预期	预期到的通货膨胀对产出和失业没有影响	政策无效论，经济自由化
新凯恩斯主义菲利普斯曲线	市场非出清，工资价格黏性，理性预期	存在非自愿失业，部分厂商基于理性预期迅速调整价格，能增加产出和就业	紧缩性货币政策能带来经济繁荣
混合的菲利普斯曲线	工资和价格粘性，理性预期和适应性预期	工人关注实际工资，厂商根据以往信息和将来的预期制定工资与价格	存在通货膨胀，产出与就业均衡
信息粘性模型	价格随时调速，收集和计算成本导致信息传播缓慢	每个厂商在每个时期都有可能更新价格，但只有部分厂商依据新信息进行决策	存在通货膨胀、产出与就业均衡

续表

模型	假设前提	主要观点	政策含义
名义工资向下刚性模型	名义工资向下刚性	名义工资向下刚性可以提高劳动生产率, 促进永久性通货膨胀—失业均衡	实施提高劳动生产率政策可以降低通货膨胀或增加就业
近似理性模型	部分有意识地忽略预期	近似理性模型的经济成本非常小, 自然失业率假说有误导性, 通货膨胀率在一定阈值内上升可以减少失业	适度扩张的货币政策可以降低失业率

资料来源: 刘凤良、张海阳: 《菲利普斯曲线研究新进展》, 载《经济理论与经济管理》, 2004 (4)。

奥肯定律是指, 根据美国的经验数据, 失业率每高出自然失业率一个百分点, 真实 GDP 增长率将低于潜在 GDP 增长率三个百分点。奥肯把失业率作为一个变量, 代表由于资源闲置而对产出额所产生的影响。他将求出的失业率对自然失业率的偏差导致产出量的损失再加上已达到的实际产出额, 便得出潜在产出额。

我们利用菲利普斯曲线和奥肯定律, 并结合近似理性理论等, 形成确立中国非加速型通货膨胀率区间的理论基础。一般而言, 通货膨胀率、失业率作为对经济增长的扰动因素, 与经济增长相伴而生。因此, 在长期的经济发展过程中, 通货膨胀、失业与经济增长之间的关系为: 失业与经济增长负相关, 通货膨胀与经济增长正相关, 而通货膨胀与失业负相关。在经济转型过程中, 虽然由于经济运行自身的复杂性与不确定性, 通货膨胀与失业之间的关系可能存在超前或滞后的关系, 或者在一段时间内相关关系不显著, 但这一规律仍然起作用。我国失业率采用城镇登记失业率, 不能全面、真实地反映整体失业率和通货膨胀率之间的关系, 所以我们运用奥肯定律描述的真实 GDP 与失业率变化之间的关系, 间接证实通货膨胀与失业负相关的关系, 形成中国的非加速型通货膨胀的稳定区间。

确定中国非加速型通货膨胀稳定区间的重要作用: 确立稳定区间有利于促进经济增长和就业, 实现货币政策最终目标, 也有利于稳定公众的通货膨胀预期。一是当经济出现较大的冲击时, 稳定区间可以为中央银行提供更大的调控空间, 及时采取灵活的措施应对冲击。二是稳定区间波动的幅度可以提前发出信号, 说明中央银行可以容忍目标偏离中心点的限度, 从而提供一个相对的区间钉住通货膨胀预期。三是使用通货膨胀的稳定区间, 可以抑制潜在风险的产

生,避免只把上限而不是中点作为控制通货膨胀的风险。四是中央银行控制通货膨胀在很大程度上会依靠预期稳定的信号作用。研究通货膨胀稳定区间的定位方法,区间偏离的频率、幅度和偏离的久期以及对应政策,对我国制定和执行货币政策、稳定社会公众的预期及控制通货膨胀具有重要的作用。

二、中国非加速型通货膨胀区间的重要因素分析

在总结国内外控制通货膨胀经验的基础上,确定中国非加速型通货膨胀率区间,首先要确定适用于我国通货膨胀的主要控制指标及其使用规范、计算方法和适用范围,而居民消费价格变化反映需求及宏观经济动态较为真实,因此可以根据居民消费价格指数(CPI)制定控制通货膨胀预期警戒线,从而形成通货膨胀的稳定区间。在定位通货膨胀的稳定区间时,首先要分析影响通货膨胀的稳定区间的主要因素。

1. 通货膨胀的稳定区间与GDP增速保持正相关关系。我们认为物价水平和经济增长是互为促动的,也是经济增长的反映,较快的经济增长可以承受和消化较高的物价上涨。由于经济快速增长,国际通行的3%的CPI警戒线也许在中国有些偏低,更高一些的物价涨幅应该是可以接受的。菲利普斯曲线揭示了失业率与通货膨胀率之间的关系,奥肯定律描述了真实GDP与失业率变化之间的关系,因此,可以用潜在GDP作为决定构建通货膨胀的稳定区间大小的参考指标。

2. 确定稳定区间应关注CPI历史波动的平均趋势。我国的CPI波动率远大于发达国家的CPI波动率。因此,不能简单地参照发达国家的目标制来界定我国的稳定区间,而应结合我国的经济波动及CPI历史波动趋势的实际情况来定位CPI的稳定区间。

3. 构建非加速型通货膨胀率区间应注重社会经济承受力因素。从通货膨胀机理及其影响来看,通货膨胀的承受能力应该来自这样几个方面:其一,通货膨胀的价格承受力,主要是指通过物价水平的上升来吸收经济生活中过多的货币,从而使货币与商品之间的关系重新恢复均衡的能力。其二,通货膨胀的企业承受力。其三,居民在生活上与心态上对通货膨胀的承受力。一是不同的收入水平就有不同的对CPI涨幅的承受能力。由于城乡居民收入的提高理应体现在CPI的上涨中,所以相应地也能提高居民对CPI涨幅的可忍受程度。二是就业率的提高也能大大增加居民增加收入的预期,进而提高对CPI涨幅的可忍受程度。其四,通货膨胀的政治承受力,指一国的政府把通货膨胀对政治生活或政治局势的影响减少到最低限度,在通货膨胀期内保持国家政治生活稳定的能力。

4. 稳定区间应关注核心CPI的变化。核心CPI是剔除了CPI序列的暂时性

波动成分而剩下的长期趋势成分。这就剔除了货币冲击之外的实际冲击对一般价格水平波动的影响,因此更加接近传统通货膨胀的经济内容。通常核心CPI是能反映一种趋势性的、全面性的CPI上涨,而CPI常常受某些因素的影响,可能是季节性的或临时性的价格上涨。因此,我们不仅要高度关注物价涨幅,还要注意价格的结构变化,从而作出更加符合实际的判断和政策选择。

5. 通货膨胀稳定区间的确立不仅要关注消费领域,还应关注生产、流通、投资领域的价格变化和宏观政策的变化。CPI反映的是消费领域的最终消费品价格水平,不能反映生产、流通和投资领域的价格状况,因此,CPI不能用来衡量整体经济活动的通货膨胀水平。

6. 非加速型通货膨胀率区间的确立要借鉴其他国家实现通货膨胀目标制的经验,建立非加速型通货膨胀率区间还应关注国际经济及通货膨胀的变化状况。从实施通货膨胀目标制的国家来看,由于各国的经济发展路径不同,其具体目标标准和制度性设计也有所区别,因此,不能简单地参照发达国家的稳定区间来界定我国的稳定区间。

三、建立中国非加速型通货膨胀率区间的定位方法

由于各国经济制度、宏观经济环境、市场条件与经济发展方式上的差异,整个经济社会对通货膨胀的预期并不总是一致的,因此决定了构建我国非加速型通货膨胀率区间的定位方法也不同于其他通货膨胀目标制度的定位方式。下面是建立我国非加速型通货膨胀率区间的定位方法。

(一) 确立非加速型通货膨胀率区间的核心值

1. 国内CPI长期参考均值。我国年度非加速型通货膨胀率区间的定位还可以通过几何平均值的方法来确定。如1985—2007年的年度CPI上涨率的几何平均数:

$$\begin{aligned}\bar{P} &= \sqrt[23]{P_{1985} \times P_{1986} \times \cdots \times P_{2007}} \\ &= 5.95\%\end{aligned}$$

虽然不能将CPI在一定时期的几何平均值作为非加速型通货膨胀率区间的边界,但它反映的是中国价格转型过程中的趋势,仍可将长期的平均涨幅结合近期和中期的均值作为确定稳定区间的重要参考对象。

2. 非加速型通货膨胀率区间波动的核心值。核心值是长期通货膨胀率波动的平均趋势值,它反映了通货膨胀率长期均衡变动的稳定趋势。在标准值上下小幅波动有利于促进经济增长、降低失业率。1985—2007年,由于1988年、1989年、1993年、1994年、1995年发生了严重的通货膨胀和1998年、1999年、2002年发生了通货紧缩,这8年的数据会加大数据波动幅度从而使目标

区间过宽,因此有必要剔除这几年的CPI增长过高或过低的数据,并将剔除后计算的价格上涨率的均值3.4%作为通货膨胀率波动的核心值,在这一均值附近的年份,经济增长也是较好的年份。

3. 我国的标准非加速型通货膨胀率区间——标准稳定区间。标准稳定区间是不考虑经济波动影响的区间值。借鉴国际上通货膨胀目标制的经验,对22个成熟型的通货膨胀目标制国家的目标标准设计进行比较分析,以探究通货膨胀目标标准设计特征。大多数实行通货膨胀目标制国家的中央银行所确定的目标或目标区间大致相同,中期点目标12个月的通货膨胀率大都为1%~3% (即 $2\% \pm 1\%$),如表2所示。从国际经验来看,发达国家经济发展趋缓,物价水平也相对平稳,这些国家常常也把物价涨幅稳定在3%左右作为其货币政策目标。而新兴经济国家经济增长水平大大高于发达国家,物价涨幅也相应高于发达国家。当前越来越多的国家纷纷实行通货膨胀目标控制,确定了适合本国经济发展状况的通货膨胀目标区间。表2是部分国家通货膨胀目标指标及控制区间。

表2 部分国家通货膨胀目标指标及控制区间

国家	目标指数	通货膨胀控制区间	例外条款
英国	零售物价指数 (不包括抵押贷款利息)	<2.5%	
加拿大	基本的消费物价指数 (不包括食品、能源、间接税)	1%~3%	通货膨胀率>目标值的0.5%,开始调整
澳大利亚	消费价格指数	2%~3%	
新西兰	消费价格指数	0~3%	
瑞典	消费价格指数	2% ($\pm 1\%$)	
西班牙	消费价格指数	<2%	
巴西	消费价格指数	4% ($\pm 2\%$)	
智利	消费价格指数	2%~4%	
波兰	消费价格指数	<4%	
南非	核心价格指数	3%~5%	2004—2005年

由于长期处于通货紧缩状态,日本一直没有实行通货膨胀目标管理。随着近年经济形势的好转,日本国内有关方面也建议用0.5%~2.5%的通货膨胀目标区间。美国未实行通货膨胀目标区间制,但通常将CPI上涨2.0%作为类似的管理目标。

从表2可以看出,从长期的通货膨胀目标来看,发达国家一般为1%~4%,但新兴市场经济国家一般稍高于此。这种宽区间和窄区间的选择一般取决于本国经济结构及其发展程度,以及国家对宏观经济的调控能力。一般的工

业化国家倾向于选择窄区间,而大多数新兴工业化国家更容易发生持续的经济结构变化,使得它们经常受到冲击,尤其是资本剧烈流动的冲击,因此倾向于选择宽区间。

我国是新兴市场经济国家,经济结构仍在不断调整,宜选择上下波动 1.5% 的宽区间。因此,我们认为,在现阶段当通货膨胀率处于标准的稳定区间 2.0% ~ 5.0% (即大约 3.4 ± 1.5) 内,国民经济能够保持持续、稳定、健康增长,不会造成严重社会问题。

(二) 非加速型通货膨胀率区间的动态值

通货膨胀的稳定区间是动态的,稳定区间随着经济周期波动和经济发展阶段的变化而进行不断的微小调整,如我国近几年(2004—2008 年)对 CPI 分别设置控制线为 3%、4%、3%、3%、4.8%。经济高速发展必然伴随着价格上涨,但市场供给增长较快,意味着价格不可能大幅度上涨,价格上涨可以刺激投资,扩大供给,最终促进经济增长,但价格上涨要有所控制,不能无限制地上涨。

1. 综合各项因素确定我国动态非加速型通货膨胀率区间的公式应为

$$\begin{aligned}
 F(p) &= (\text{CPI 剔除增长过高或过低的数据后所得到的} \\
 &\quad \text{通货膨胀率波动的核心值}) + (\text{近 3 年经济年均增长率} - 5\%) \\
 &\quad \times 0.1 \pm \varepsilon \\
 &= f(p) + f(g) \pm \varepsilon \\
 &= \sqrt[n]{f(p_1) \times f(p_2) \times \cdots \times f(p_n)} + (G_3 - 5\%) \times 0.1 \pm \varepsilon \\
 &\quad (\text{其中}, |\varepsilon| \leq 1.5\%)
 \end{aligned}$$

2. 2008 年我国动态非加速型通货膨胀率区间的计算

$$\begin{aligned}
 F(p) &= 3.4\% + (10.9\% - 5\%) \times 0.1 \pm \varepsilon \\
 &\approx 3.99\% \pm \varepsilon \\
 &\approx 2.5\% \sim 5.5\%
 \end{aligned}$$

式中: $F(p)$ 是控制通货膨胀的稳定区间,为 2.5% ~ 5.5%,这个区间值高于标准值的区间,这表明 2008 年我国经济仍处于经济周期的上升阶段。

$\sqrt[n]{f(p_1) \times f(p_2) \times \cdots \times f(p_n)}$ 表示长期均衡变动的稳定趋势,1985—2007 年,剔除几年增长过高或过低的数据后计算的价格上涨率的均值 3.3%,并将它作为通货膨胀率波动的核心趋势值。

(近 3 年经济年均增长率 - 5%) $\times 0.1$ 是随着每年经济增长率变动而变动的动态区间。2005—2007 年我国经济年均增长率为 10.9%,比同期世界经济年均增长率 4.9% (取整数为 5%) 高出 5.9 个百分点,以我国经济增长率高于世界经济平均增长率 1 个百分点取 0.1 为系数。

ε 值的确定取决于其他影响 CPI 变化的综合因素,主要根据经济总供需平

衡、固定资产投资增速、人们收入变化情况、对 CPI 变化的预期、心理可忍受程度、就业、利率、汇率和货币供应量状况在区间内确定,还要关注各项政策的变动状况,如产业政策、信贷政策和工资政策等,同时必须使用农业生产价格指数、工业品价格指数、固定资产投资价格指数、房地产价格指数和商品零售价格指数等,结合对影响 ε 的因素的分析,参考国际上 22 个成熟型的通货膨胀目标制国家的目标标准设计特征区间幅度接近 2 个百分点(即控制通货膨胀率加减 1 个百分点),考虑我国经济高速增长、CPI 波动幅度较大的特点。由于我国是新兴发展中国家,经济结构仍在不断调整,宜选择 CPI 增长率上下波动 1.5% 的宽区间。在 $|\varepsilon| \leq 1.5\%$ 范围内的确定方法要根据上述各项要素综合而定。

通过对上述因素的综合分析,特别是结合影响 ε 的因素的分析,我们认为 2008 年我国实行从紧的货币政策, ε 不应取其最大值和最小值, $|\varepsilon| \leq 1.5\%$ 较为适合 2008 年控制通货膨胀的实际情况。如果 CPI 涨幅超过 5.5% 或低于 2.5% 就应采取较为有效的宏观调控措施,使 CPI 的涨幅回到稳定区间。只有这样,才能达到持续、健康的经济增长和稳定的价格预期,进而实现低通货膨胀下经济高速增长的目的。

四、我国合适的控制通货膨胀稳定区间的实证检验

从实证检验结果分析,2008 年控制通货膨胀的稳定区间为 2% ~ 5% 较为合适。

验证方式 1: 心理预期对稳定区间的有效性检验。从 2008 年居民、企业对 CPI 上涨的心理感受来看,这样计算出的稳定区间上限 5% 较为合适。从中国人民银行 2007 年第一、第二、第三、第四季度的居民储蓄问卷、企业家问卷、银行家问卷中可得到证实,第一、第二季度时,人们基本上认为物价涨幅较为合适,反应平淡,觉得 6 月 CPI (4.4%) 只是超过了政府 (3%) 的预期,没有通货膨胀的感受;但第三季度问卷表明居民、企业承受的价格成本上涨压力不断增加,因为 7 月 CPI (5.6%) 刚刚超过稳定区间 5% 的上限,人们才开始有了一定的通货膨胀预期;第四季度,企业家、银行家、居民判断高度一致,对 9 月 CPI 为 6.2%、10 月 CPI 为 6.5%、11 月 CPI 为 6.9%、12 月 CPI 为 6.5% 的通货膨胀只是感受较为明显,但可忍受,2008 年 1 月、2 月的 CPI 分别为 7.1%、8.7%,CPI 上涨使企业及居民感觉到一定的压力,对人们心理冲击较大,企业家感受到物价上涨压力增大,有近四成 (39.8%) 的企业感受强烈。居民对通货膨胀过高感受强烈,认为物价过高难以接受的占比达到 47.6% 的近期最高值。

验证方式 2: 以 2004 年为例的典型时间段检验。2004—2005 年中 CPI 触