

中国人民银行价格监测分析小组
Price Monitoring Group People's Bank of China

2009年

价格监测分析报告

Price Monitoring Report, 2009

Price Monitoring Report, 2009

Price Monitoring Group People's Bank of China

2009年

价格监测分析报告

中国人民银行价格监测分析小组



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

2009 年价格监测分析报告 / 中国人民银行价格监测分析小组.
—北京: 经济科学出版社, 2010. 6
ISBN 978 - 7 - 5058 - 9674 - 1

I. ①价… II. ①中… III. ①价格 - 监测 - 研究报告
—中国 - 2009 IV. F726. 7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 136080 号

责任编辑: 金 梅 侯晓霞

责任校对: 杨 海

版式设计: 代小卫

技术编辑: 董永亭

2009 年价格监测分析报告

中国人民银行价格监测分析小组

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

经济理论编辑中心电话: 88191435 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [jjll1435@126. com](mailto:jjll1435@126.com)

北京中科印刷有限公司印装

880 × 1230 16 开 16. 5 印张 430000 字

2010 年 6 月第 1 版 2010 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9674 - 1 定价: 65. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

2009 年价格监测分析小组

组 长：张健华

副 组 长：杨子强 宣昌能 张 涛 王 煜
孙 平 汪小亚 易 诚 王 敏

报 告 总 纂：张健华 宣昌能 汪小亚 易 诚

报 告 执 笔：纪 敏 伍超明 袁 鹰 王 月
马志扬 马凌霄 刘 斌 黄礼健
闫 伟 彭江波 王晓青 王兆旭
郭 琪

报 告 合 作：中国人民银行济南分行

卷首语

《孙子兵法》曰：“兵者，国之大事，死生之地，存亡之道，不可不察也。”纵观古今中外历史，价格走势往往也会关系到民生安危和政权存亡，同样是“不可不察”的“国之大事”。随着市场经济发展，普通百姓的消费、投资和理财观念已经发生了革命性变化。“CPI（居民消费价格指数）”这样一个过去只有经济专家关心的指标，现在已变成普通老百姓耳熟能详的词语。对普通老百姓来说，它直接关系到每个家庭的消费支出、储蓄存款的升贬以及房产、股票、债券等家庭资产价格的涨跌；对企业家来说，CPI的变动不仅反映着经济形势的变化，而且透露出经济运行中蕴涵的潜在机会和风险，直接关系着投资项目的成败；对货币管理当局来说，CPI也是当局观察宏观经济和金融市场的—个重要指标，甚至可以说是预测和判断未来经济走势和制定政策的前提。

但是CPI又是如此琢磨不透。自CPI诞生以来，政府部门、业界、学界和老百姓都在琢磨它，但迄今为止，还远没有完全掌握这个指标所透露出的丰富信息和内涵。因为影响CPI的因素极其复杂，同时CPI又与其他经济指标之间有着千丝万缕的关联，要真正理解和读懂这个指标，就必须进行持续的跟踪监测和细致的数据分析。基于此，中国人民银行于2003年成立价格监测分析小组，按季度持续对价格形势进行监测分析，并定期撰写《价格监测分析报告》，提交货币政策委员会季度例会参考。6年来，价格监测小组的主要成员通过不断地摸索和改进，逐步组建了一个有凝聚力的研究团队，搭建了一个与外部专家良好的沟通和交流机制，建立了一个较为完整的基础数据库、分析模型和框架。这6年，恰恰是我国经济处于新一轮扩张和价格波动幅度较大的一个时期，这一形势为监测小组成员开展价格监测和分

析工作提供了大量典型化事实和有意义的时间序列数据。特别是在过去的一年，全球经济刚刚从金融危机的噩梦中醒来，但仍面临诸多不确定因素，迪拜危机、希腊等欧洲国家主权债务危机、主要经济体的刺激政策退出等事件随时可能中断全球经济复苏的步伐。国内经济虽然在全球率先实现回升向好，但经济发展面临的困难和问题依然突出，经济运行的结构性矛盾仍未根本缓解，经济增长内生动力仍然不足，结构调整压力和难度加大，通货膨胀预期抬头。面对极其复杂的国际国内形势，价格监测小组进一步强化了对当前价格形势的分析和未来走势的预测，力求为货币政策决策提供有价值的参考信息。

本书即是 2009 年度各季度《价格监测分析报告》的合集。也是 2004 年以来出版的第 6 本年度合集。在内容安排上，本书既保持了前几本年度合集的一贯风格，收录了 2009 年度各季度价格监测分析报告和专题报告，同时还收录了中国人民银行 2009 年度获奖重点课题中与价格分析有关的两个研究报告。在《综合产出缺口和资产市场因素的货币与通胀关系分析》一文中，着重分析了产出缺口和资产市场因素对货币与通胀关系的影响，构建综合考虑产出缺口和资产市场因素在内的货币与通胀关系的计量模型，并以我国 1995 年以来的数据为样本进行了实证检验。在《货币政策的价格目标选择》报告中，着重考察了我国货币政策价格目标究竟应该选择哪个指标，重点研究了是否应将资产价格纳入价格指标，尝试构建了中国的广义价格指数，并从实证角度考察了广义价格指数与 CPI、产出缺口以及货币政策间的关系。

好的分析和研究要能经得起历史检验。在各季度分析报告中，我们对价格的未来趋势和主要指标进行了预测，在收录和整理时均未做调整，以便接受读者和时间的检验。错漏之处既是我们尚存的研究缺陷，更是对我们提高分析水平的鞭策。恳求各位读者批评指正，以便我们能把价格监测分析工作做得更好！

第一篇 重点研究课题

重点研究课题一 / 3

综合产出缺口和资产市场因素的货币与通胀关系分析

——基于 1998—2009 年我国数据的实证 / 3

一、研究背景与选题意义 / 4

二、货币与通胀关系变化的典型化事实 / 5

三、货币、产出缺口与通胀关系研究的文献回顾 / 13

四、我国货币与通胀关系变化过程的机制分析 / 18

五、我国货币供应、产出缺口与通胀关系的实证检验 / 24

六、结论及政策建议 / 34

重点研究课题二 / 39

货币政策的价格目标选择

——基于中国数据的实证研究 / 39

一、货币政策目标 / 40

二、广义价格指数 / 54

三、各种价格指数的分析 / 67

四、潜在 GDP 与产出缺口 / 73

五、价格指数的实证分析 / 80

六、结论 / 87

第二篇 价格监测分析

第一部分 2009 年第 1 季度价格监测分析 / 99

一、价格形势 / 100

(一) 价格下行压力有所增大 / 100

(二) 国际大宗商品价格低位徘徊 / 104

(三) 房地产和债券等主要资产价格走低 / 106

二、成因分析 / 109

- (一) 外部冲击是当前价格下行压力增大的主要原因 / 109
- (二) 国内需求放缓和存货调整的影响也不容忽视 / 112
- (三) 主要农产品供需关系明显改善, 价格下行压力加大 / 113

三、趋势分析与指标预测 / 115

- (一) 预计短期内价格水平仍将低位运行 / 115
- (二) 全年出现严重通货紧缩的可能性不大 / 119
- (三) 对全年 CPI 和 PPI 的预测 / 121

第二部分 2009 年第 2 季度价格监测分析 / 126

一、价格形势 / 127

- (一) 当前价格总水平继续止跌回稳 / 127
- (二) 国际大宗商品价格明显反弹 / 132
- (三) 主要资产价格继续上涨 / 135

二、成因分析 / 139

- (一) 全球货币政策宽松推动大宗商品价格反弹 / 139
- (二) 国内需求显著回升制约价格下行 / 143
- (三) 库存调整产生的价格下行压力基本消除 / 144
- (四) 市场流动性宽松显著缓解了通缩压力 / 144

三、趋势分析与指标预测 / 147

- (一) 通缩压力将进一步缓和 / 147
- (二) 再通胀不会很快到来 / 149
- (三) 指标预测 / 152

第三部分 2009 年第 3 季度价格监测分析 / 159

一、价格形势 / 160

- (一) 当前价格总水平延续止跌回升态势 / 160
- (二) 国际大宗商品价格情况 / 166
- (三) 主要资产价格走势 / 170

二、成因分析 / 172

- (一) 全球货币宽松和经济企稳推动大宗商品价格反弹 / 172
- (二) 国内经济反弹加速了上游物价上涨的传导和扩散 / 175
- (三) 农产品价格上涨的推动 / 177

三、趋势分析 / 178

- (一) 短期内物价水平将继续温和上涨 / 178
- (二) 未来一二年内发生明显通货膨胀的可能性不大 / 180
- (三) 2009 年第 4 季度和 2010 年价格走势预测 / 183

第四部分 2009 年第 4 季度价格监测分析 / 185

一、价格形势 / 186

- (一) 当前价格总水平继续回升 / 186
- (二) 国际大宗商品价格情况 / 190
- (三) 主要资产价格走势 / 193

二、成因分析 / 196

- (一) 美元贬值、套利交易和经济复苏推升国际大宗商品价格 / 196
- (二) 国内宽松货币环境刺激了总需求和资产价格 / 199
- (三) 总需求回升缓解了产能过剩对价格的下行压力 / 202
- (四) 食品价格涨幅有所加大 / 204

三、趋势分析 / 205

- (一) 总需求回升平稳将推动价格温和上行 / 205
- (二) 国内外宽松货币环境对价格总水平的影响将逐步显现 / 206
- (三) 全球经济复苏基础不稳制约大宗商品价格上升空间 / 207
- (四) 结构性因素对价格总水平影响不会明显增大 / 211
- (五) 对未来价格水平的预测分析 / 213

第三篇 专题分析

专题一 对我国货币信贷、产出缺口和通货膨胀关系的分析 / 219

- (一) 问题的提出：宽松货币环境是否会很快引发通货膨胀 / 219
- (二) 货币信贷、产出缺口与通货膨胀的关系：我国的历史经验 / 219
- (三) 对我国通货膨胀水平决定因素的检验 / 222
- (四) 未来短期内货币信贷和产出缺口对通货膨胀影响力的比较 / 224

专题二 从价格变化看经济增长 / 227

- (一) 价格变化与经济增长之间的关联机理 / 227
- (二) 价格变化与经济增长：我国的历史经验 / 228
- (三) 对 2009 年经济增长的预测：基于价格变化的分析 / 231

专题三 货币供应、产出缺口与通胀关系的简要分析 / 235

- (一) 问题的提出 / 235
 - (二) 货币在通货膨胀形成和传导中的作用机制 / 235
 - (三) 总需求状况影响宽松货币对通胀的推升程度 / 239
 - (四) 结论 / 242
-

专题四 2009 年价格形势及中期展望 / 244

- (一) 2009 年市场价格基本情况 / 244
- (二) 2010 年价格走势展望和政策建议 / 249
- (三) 中期内我国通胀几率下降 / 250

第一篇

重点研究课题

综合产出缺口和资产市场因素的 货币与通胀关系分析^①

——基于 1998—2009 年我国数据的实证

中国人民银行研究局宏观经济研究处课题组^②

摘 要：本课题从一个时期以来我国一般消费价格（CPI）对货币波动敏感性有所下降的典型化事实出发，着重分析了产出缺口和资产市场因素对货币与通胀关系的影响。在梳理现阶段我国通胀形成机制特点的基础上，构建了综合考虑产出缺口和资产市场因素在内的货币与通胀关系的计量模型，并以我国 1995 年以来的数据为样本进行了实证检验。基本结论是：

第一，真实交易货币对 CPI 的影响更强。在分析货币供应对 CPI 的影响时，应对实体经济与资产市场的货币需求作必要区分，只有前者对一般消费价格形成直接冲击，后者只存在间接影响，甚至在短期内能够使货币对一般消费价格的冲击起到分流作用。从近期看，2009 年第 3 季度我国 M2 增速达到 29.3%，但经过估算的、与消费价格相联系的真实交易货币增速只有 19.6%，两者相差近 10 个百分点。随着经济的好转，越来越多的货币资金流入实体经济，到 2009 年第 4 季度，两者之差减少到 2.8%。从长期看，真实交易货币对 CPI 的影响程度是未经处理的全部广义货币 M2 的近 2 倍，资产市场对分流一般消费价格货币压力的作用不可低估。

第二，产出缺口是决定通胀的基本力量。不论是采用 M2 还是真实交易货币 M2 作为解释变量，短期或长期内产出缺口对一般消费价格的影响力都大于货币因素。由于人口代际现象和消费习惯改变的长期性，我国将在较长时期内呈现储蓄大于投资的基本格局，货币对 CPI 的影响力将在较长时期内面临产能过剩的制约。

第三，资产价格波动风险将在较长时期内存在。在人民币升值预期和资本账户管制的背景下，储蓄大于投资导致的流动性过剩压力主要在国内市场释放。相对于一般商品和服务市场，我国资产市场特别是房地产市场的供求状态明显偏紧，加之资产市场固有属性的作用，货币等流动性对资产价格的冲击强于对一般商品和服务价格的影响，资产价格波动风险将在较长时期内存在。

第四，宽货币可能最终转换为长期的成本推进型通胀压力。尽管宽货币在短期内可能受制于产能过剩不会导致一般意义上的通货膨胀，但却延缓了经济结构调整和发展方式转换的紧迫性，从而降低了经济可持续发展的能力。从长期看，随着经济结构调整和发展方式转变的深入，我国能源、资源、环境等要素价格将逐渐向市场成本“复原”，加之国际资源性产品价格长期上涨趋势的助推，由此带来的成本推进型通胀压力将在较长时期内存在。

第五，中期内仍应保持一个相对偏紧的货币环境。针对我国货币对通胀传导机制的新特点，中期内我国仍应保持一个相对偏紧的货币环境，实施金融宏观审慎监管降低杠杆水平，大力发展直接融资和增加保障性

① 本文为 2009 年度中国人民银行重点研究课题的部分成果。
② 课题主持人：纪敏；课题组成员：伍超明、袁鹰、马志扬、王月、马凌霄。

住房供给,进一步实施鼓励流出限制流入的非对称资本账户管理政策;同时加快资源、能源、环境等价格改革力度,促进发展方式转变和结构调整,从根本上消除货币被动投放可能导致的潜在的通胀和金融风险。

与同类研究相比,本课题对货币与通胀关系的研究在以下方面有所改进:

综合以往的研究文献,有两个不足:一是没有对实体经济与资产市场的货币需求作必要划分,存在夸大货币供应对实体经济消费价格影响程度的可能;二是在分析货币因素或产出缺口对通胀影响时,更多侧重于单独分析货币与通胀、产出缺口与通胀之间的关系,在计量模型中同时考虑货币、产出缺口对通胀影响的分析较少,其结果是货币、产出缺口对通胀的影响都可能被夸大。

围绕现有研究的两个不足,本课题尝试对我国货币与通胀关系的研究作以下改进:一是首先将 M2 区分为指向实物商品和服务的交易性货币和指向金融资产的投资性货币。具体估算方法是,以扣除货币统计中客户保证金或其他存款后的居民储蓄存款作为因变量,以名义 GDP 作为自变量进行回归计算,并以回归计算所得的拟合值作为居民存款中用于一般性商品和服务交易货币的替代指标,以广义居民储蓄存款与上述拟合值之差作为居民存款中用于资本市场投资性交易货币的替代指标。从实证结果看,重新估算后的货币指标对 CPI 波动的解释力明显上升。二是在分析现阶段我国通胀形成机制的基础上,构建同时考虑货币供应与产出缺口对通胀的影响模型,并结合我国现阶段通胀受外部冲击影响明显上升的特点,在计量模型中加入了国际油价和人民币实际有效汇率两个解释变量。实证结果显示,在对广义货币 M2 作必要剔除的基础上,综合考虑产出缺口和资产市场因素的 CPI 计量模型与历史数据的拟合情况明显好于未经处理的计量模型。

除在计量方法等技术层面加入产出缺口和资产市场因素对货币与 CPI 关系的分析做出改进外,本课题还从机制上分析了货币对 CPI 冲击力下降的同时可能引发的两个替代效应:一是尽管由于投资快速增长下的产能过剩抵消了一部分货币对 CPI 的短期冲击效应,但却增大了中长期由于资源能源环境等要素价格向市场成本复归的成本推进型通胀压力;二是尽管资产市场发展分流了一部分货币对一般消费价格的压力,但却增大了资产市场价格波动的风险,由此可能对金融甚至经济稳定造成威胁。

关键词: 货币 产出缺口 通胀 资产价格

一、研究背景与选题意义

通货膨胀形成机理,因其复杂性和易变性,长期以来一直备受关注。影响一国通货膨胀水平的因素很多,如实体经济中的需求和供给因素,金融体系中的货币供给变化等。受全球经济一体化的影响,国内物价水平还受到国外经济活动,尤其是发达国家经济增长和国际大宗商品价格波动的影响。正因如此,一国通货膨胀的形成机制也表现出较强的时变性,由此也导致通货膨胀的形成机制和表现特征日趋复杂。

在通胀形成机制和表现特征的众多变化中,有一个基本现象值得关注,即 21 世纪以来,全球范围内出现相对宽松的货币环境与相对较低的通胀率并存的现象。据国际货币基金组织统计,2002—2008 年,全球平均的通货膨胀率仅为 5.2%,其中 OECD 国家仅为 2.6%,分别较 20 世纪 90 年代下降 35% 和 26%。与此同时,全球范围的货币供应增速却只从 22% 下降到 17%。从国内看,2000—2009 年 CPI 平均为 1.8%,较 1990—1999 年的上个 10 年 7.1% 的平均水平大幅下降 74%,但与此同时,货币供应量(M2)平均增速却仅从 24.9% 下降到 17.9%。在传统意义上的通货膨胀(CPI)对货币变化敏感性似乎有所下降的同时,房地产、股票等资产价格以及具有类似属性的国际初级产品价格则在宽松流动性的推动下出现大幅上涨,全球通胀变化的结构性特征日益显著。

上述现象已为越来越多的研究者所关注。多数研究者在分析其原因时,着重指出两点:

一是经济全球化促进了产业分工，导致一般消费品生产效率和供给能力的提升，特别是我国等制造业大国的崛起更是显著缩小了一般消费品领域的产出缺口，并由此消化了一部分货币对通胀的压力；二是金融全球化大大提升了资本跨境流动效率，导致资产市场特别是新兴经济体资产市场成为大量吸纳过剩流动性的一个重要场所，并由此分流了一部分全球流动性对一般消费品市场的压力。

以上两点对研究我国的情况均具典型意义。一是从潜在生产能力看，我国的投资率已高达 50% 的全球罕见水平，投资形成的生产能力在过去几年进一步增大，相当一部分行业存在不同程度产能过剩。在这一背景下，货币供应增加对一般商品价格的推升程度可能减弱。二是从资产市场对货币的“分流”效应看，近年来我国房地产、股票市场迅速扩容，居民资产结构日渐多元化，在总储蓄率不断上升的同时存款类储蓄占比趋于下降，资产类储蓄占比趋于上升。在这一背景下，由于资产市场规模增大而增加的货币需求可能降低货币供应对一般商品价格的冲击。基于此，以我国情况为背景，研究综合考虑产出缺口和资产市场因素的货币与通胀关系，就显得颇具典型意义。特别是从短期看，这次为应对国际金融危机，货币供应量大幅增长，是否会引发通胀风险已成为各界关注焦点。从中长期看，我国近十年来出现的货币相对宽松而通胀相对较低的局面能否持续，宽货币的后果除表现为传统意义上的通胀外，是否还会有别的表现形式，这些问题都值得深入探讨。

基于此，本课题拟运用我国历史数据，通过构建相关实证模型，具体测度在综合考虑产出缺口状况和资产市场货币需求等因素的条件下，货币供应对一般消费价格（CPI）的推动压力，并在此基础上结合对我国发展方式特点的分析，提出从根本上消除防范货币供应被动增长可能导致潜在通胀和金融风险的对策建议。对以往研究的主要改进是：在引言和整理相关事实及国内外研究文献的基础上，重点分析了我国产出缺口变化和资产市场发展对货币与通胀关系的影响机制，并通过适当方法估计出综合考虑产出缺口和资产市场货币需求的货币与通胀关系模型，并通过实证分析，给出了我国应加快转变发展方式以消除货币供给被动增长的对策建议。

二、货币与通胀关系变化的典型化事实

通货膨胀是一种货币现象。但从近十年来国际、国内实际情况看，尽管货币与通胀波动的相关性在趋势上仍然成立，但至少以 CPI 表示的通胀对货币供应量变化的敏感度有所降低。与此同时，资产市场以及具有类似属性的国际初级产品价格对货币及流动性变化则更为敏感。

（一）货币供应与 CPI 波动仍具有趋势上的一致性

根据不同统计口径，货币供应量指标可以分为 M0、M1 和 M2。通过对 1997 年 3 月至 2009 年 12 月期间各口径货币供应量增速（同比，下文同）和 CPI（同比，下文同）历史数据的考察，发现两者之间存在以下关系：

第一，货币增速是 CPI 的领先指标，M0、M1、M2 增速分别领先 CPI 变动 12 个月、

6 个月和 12 个月左右（见图 1-1-1）。从相关性强弱看，M1 与 CPI 的相关性最强，其次是 M2 和 M0。

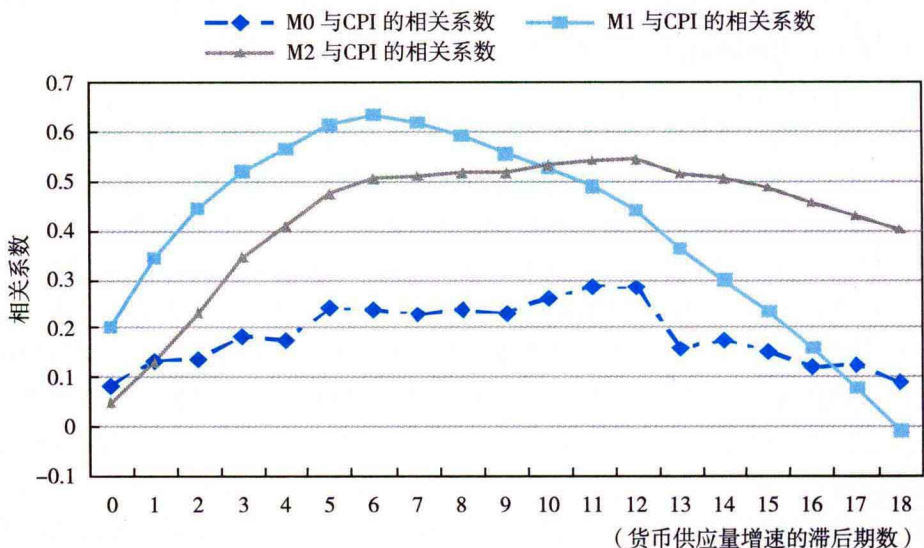


图 1-1-1 CPI 与 M0、M1 和 M2 增速滞后各期相关系数
(1997 年 3 月—2009 年 12 月)

数据来源：作者整理计算。

第二，CPI 变化与 M1 和 M2 增速等领先指标在趋势上存在一致性。如图 1-1-2、图 1-1-3 显示，M1、M2 增速与 CPI 波动在趋势上的一致性仍然较好，尤其是滞后 6 个月的 M1 增速与 CPI 的同步性更好。

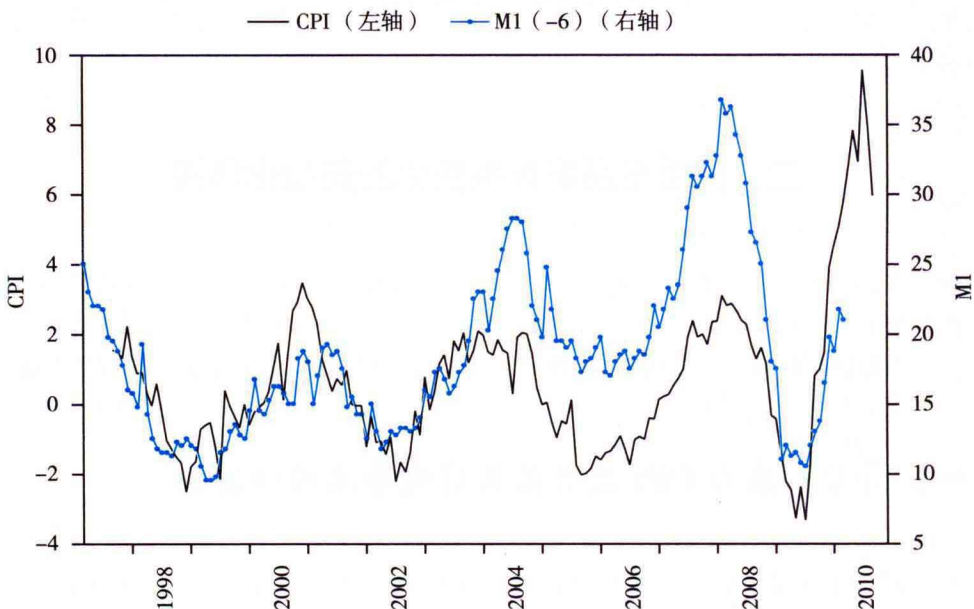


图 1-1-2 M1 增速与 CPI 波动趋势一致 (1998—2010 年)

数据来源：CEIC。

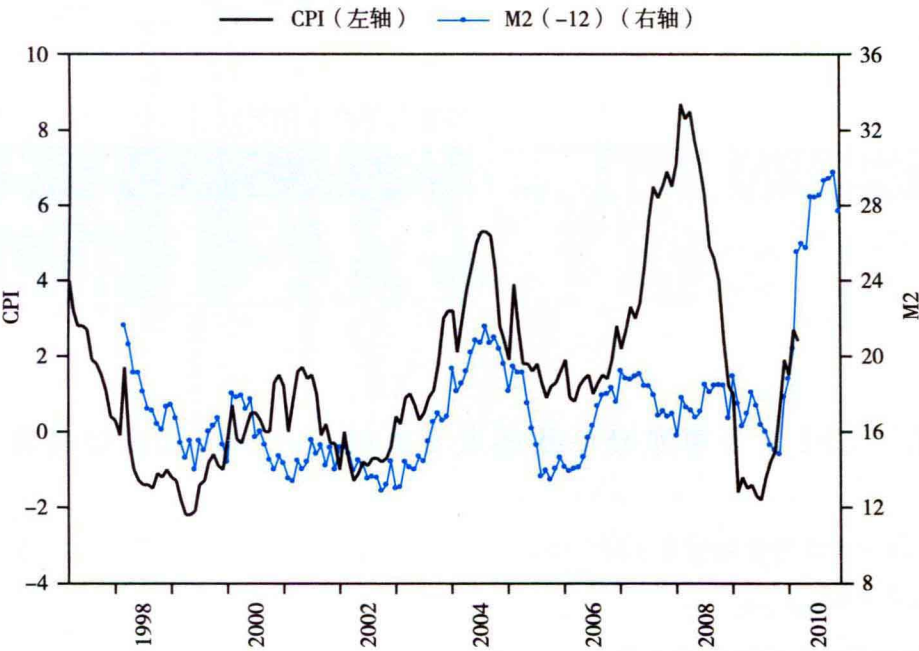


图 1-1-3 M2 增速与 CPI 波动趋势一致（1998—2010 年）

数据来源：CEIC。

（二）CPI 对货币供应量波动的敏感性下降

尽管 CPI 与货币波动仍然具有趋势上的一致性，但从影响程度（敏感性）看，则有逐渐下降的趋势。

从国际看，近些年来，一方面全球货币和流动性总体呈膨胀趋势，另一方面通胀水平总体呈下降趋势。以美国为例，1990—1999 年广义货币（M3）年均增长 7%，同期 CPI 年均均为 3%，简单计算 CPI 对货币变化的弹性为 0.4（CPI 年均值/ M3 增速年均值）；2000—2009 年，广义货币年均增长 11%，同期 CPI 变化仅为 2.5%，CPI 对货币变化的敏感性为 0.2，较上一个 10 年大幅下降一半。如使用 M2 口径计算，情况也基本相同（见表 1-1-1）。

表 1-1-1 CPI 对货币供应量波动的敏感性下降（美国）						单位：%
时 期	CPI 平均	M2 平均	M3 平均	CPI 平均/M2 平均	CPI 平均/M3 平均	
1990—1999 年	3.0	4.0	7.0	0.8	0.4	
2000—2009 年	2.5	6.3	11.0	0.4	0.2	

数据来源：CEIC。

从我国看，总体上货币对 CPI 的影响力也呈下降趋势。1990—1999 年 M2 年均增长 24.9%，同期 CPI 年均均为 7.1%，简单计算 CPI 对货币变化的弹性为 0.3（CPI 年均值/ M2 增速年均值）；2000—2009 年，M2 年均增长 17.9%，同期 CPI 变化仅为 1.8%，相关