

## 是什么力量促发中国经济爬行式通胀

◎主持人: 邹民生、乐嘉春

### 中国经济基本面与内在逻辑决定本轮通胀难以避免

主持人: 高博士, 你好。前两天看到你的一项研究, 认为中国经济已经步入了需求拉动型通胀通道。我看你是从中国经济的基本状况和内在逻辑来分析通胀问题的。这和时下流行的看法有很大区别。那种看法认为, 尽管猪肉等农副产品短期因素对 CPI 影响比较大, 但还不能据此断定通胀形势, 还需要观察。你同意这样的看法吗?

高鹤: 当然不能根据猪肉价格的短期波动来判断中国的通胀形势, 更不能凭农副产品价格或其他个别因素来诱导人们简单地看待那么复杂的通胀问题了。从目前的经济情况看, 中国的通胀问题确实到了需要我们高度关注并加以警惕的时候了。

这里, 先扼要说一下我的看法。我认为, 中国经济可以说已经步入了需求拉动型的通货膨胀通道。首先, 从 2003 年开始我国经济已进入正的产出缺口阶段, 实际总需求大于潜在产出水平; 其次, 近年来受巨额外贸顺差和国外资本流入的影响, 我国货币供应出现了高速增长态势, 同时银行存款出现存款活期化的趋势, 表明我国微观经济主体风险偏好上升, 投机交易性货币需求旺盛, 经济主体通胀预期明显; 最后, 基于物价指数的观察也表明, 自 2003 年开始, 我国居民消费价格指数 CPI 也结束下降格局, 开始走高。随着经济持续走高, 先是部分行业出现过热迹象, 而后资产价格大幅上涨。到今年 7、8 两月, CPI 同比增长分别达 5.6%、6.5% 的水平, 通胀问题已经不是用个别短期因素来说明得了的, 需要从中国经济运行的内在逻辑中加以解析。

主持人: 你所说的内在逻辑是怎么回事?

高鹤: 当前中国经济运行的基本逻辑架构是人口红利、低资金成本和低资源环境成本导致了两个重要结果: 一是在中国境内的投资具有很高的资本回报率, 高资本回报率使得外资大量涌入; 二是凭借低工资、低利率, 中国企业在国际市场上表现出强劲的竞争能力, 再加上近年来国际市场需求大增, 使得中国出口强劲, 贸易顺差大幅攀升。

高资本回报率推动下的外资涌入

■嘉宾



高鹤: 经济学博士, 银河证券研究所宏观研究员, 主要从事宏观经济与金融市场研究。曾在北京大学光华管理学院与中国华融资产管理公司从事博士后研究工作, 获得过中国高校科技进步奖、一等奖等奖励。

以及贸易顺差的持续攀升, 使得人民币面临巨大的升值压力。在稳定人民币汇率、避免人民币升值过于迅速的目标下, 人民币基础货币的投放被迫迅速扩张和增加, 中国外汇储备大增。而中国人口红利也带来了持续多年的高储蓄。基础货币的被动迅速扩张和高储蓄率, 便直接导致了我国持续的流动性过剩。流动性过剩推动资产价格上涨, 带来股票、房地产等资产价值的重估。

资产价值重估意味着企业抵押物价值的上升以及赢利预期的增强, 从而直接提升企业融资能力, 在银行主导型的融资结构下, 导致银行信贷扩张, 银行信贷扩张引发货币供应总量增加, 又进一步推动资产价格上涨和重估, 从而形成正反馈, 出现贷款扩张的自我增强。在经济体中形成新的投资增加收入, 从而刺激了进一步的投资, 收入进一步增长的格局, 使经济步入上升期。

此外, 随着我国分税制改革的推进, 营业税、土地转让收入成为地方政府的主要财源, 这使得地方政府行为由发展企业转移到以土地开发为主的城市化上面来。地方政府的城市化冲动, 也使资金和银行信贷流向城市基础设施、建筑业和房地产业等等与城市化相关的行业, 从而推高土地、房产等资产价格。

资产价值重估带来信贷约束的放松, 使得效率低下的企业和项目也能得到资金的支持, 出现资源的错配, 投机需求增强, 从而一方面使得整个经济的生产效率下降; 另一方面使得

社会总需求迅速扩张, 出现需求拉动型的通货膨胀。但是, 投资的迅速扩张, 一方面将带来对劳动力和资源需求的上升, 从而推动工资和资源价格上涨, 提高企业成本, 最终将削弱企业竞争能力; 另一方面将导致生产过剩和重复建设。一旦出现外来冲击, 贸易顺差缩小, 低效率企业被淘汰, 银行实行信贷紧缩, 外资撤出, 股票、房地产等资产价格也将随之下跌。

很显然, 在此逻辑架构下, 本轮经济繁荣是由那些出口导向的产业启动的, 主要是那些劳动密集型和资源密集型的行业和企业, 而后由于资本密集型和资产密集型的行业和企业推动, 如房地产行业 and 金融业, 最后在价格放开的食品、旅游、交通运输等消费型下游行业形成繁荣格局。

在此过程中, 由于工资上涨的滞后性, 最先获益的也是那些出口导向型的、国际市场价格大幅上涨的行业, 这些行业也将吸引大量资金流入; 而后是由于流动性过剩导致的低利率, 甚至负利率, 使得那些资本和资源密集型行业获得低资金成本的好处; 最后才是因上述行业的高利润推动劳动工资的上升以及带来的财富效应, 使得旅游等下游消费类行业出现繁荣格局。

主持人: 中国经济目前正面临发展思路和模式的结构性大调整。从你的解说看, 本轮通胀其实和中国特殊特殊的内在结构, 以及这种结构面临的巨大调整有很大关系。那么, 引发

本轮通胀的最主要的因素是什么? 有哪些因素起了特殊作用呢?

高鹤: 没错。从本轮景气周期的逻辑来看, 本次通货膨胀与 1988 年、1994 年通货膨胀还是存在显著差异的。1988 年在很大程度上是成本推动型的, 而 1994 年虽然也是需求拉动型的, 但是主要是在银行主导型的融资结构下, 由地方政府投资冲动所引发的; 而本轮通货膨胀如前所述, 很大程度上是在稳定汇率目标的背景下, 巨额贸易顺差和大量外资流入导致基础货币大量被动投放所引发的。

而在本轮经济周期中, 流动性过剩扮演了重要角色。流动性过剩既有数量表现, 也有价格表现。随着我国持续的流动性过剩, 我国实际利率水平也表现出明显的下降趋势, 使得我国资金成本降到了很低的水平了, 一方面推动了资产价格的上涨, 另一方面由于资金成本的下降, 劳动力工资调整存在一定的刚性, 在流动性过剩的背景下, 各行业出现了利用资本替代劳动力的现象。

利用采矿业、制造业、电力、燃气及水的生产和供应业这三大行业的数据分析表明, 从 2000 年开始, 这些行业的劳动密集程度(平均从业人数除以总资产)呈现直线下滑趋势。2000 年这三大行业总体劳动密集度为每万元 0.0436 人, 到 2007 年 5 月这一数据下降到每万元 0.024 人。而 2000 年至 2006 年这 6 年来各行业的总资产年均增速都明显快于从业人员的年均增速。

### 中国爬行式通胀要持续一两年时间, 但发展成奔跑式通胀的可能性不大

主持人: 从你们的研究看, 未来一段时间, 中国将面临怎样的通胀压力? 汇率与利率走向如何? 投资趋势又怎样?

高鹤: 根据通货膨胀的严重程度, 可以把通货膨胀分为爬行式通货膨胀(年物价上涨率在 10% 以下)、奔跑式通货膨胀(年通货膨胀率超过两位数)和恶性通货膨胀(物价呈天文数字般地急剧上涨)三类。从我国通货膨胀的形成逻辑来看, 我国目前爬行式通货膨胀有可能仍然持续一到两年的时间, 但发展成奔跑式通货膨胀的可能性很小。

首先, 在本轮景气周期中, 货币扩张主要影响物价水平, 而对产出影响有限。而货币扩张主要是由贸易顺差和外

资流入引起的, 如果人民币汇率升值进一步加快, 将能有效减轻基础货币被动投入压力, 缓解流动性过剩格局, 从而抑制通货膨胀进一步恶化。

利用 1998 年一季度到 2007 年第二季度的 GDP、CPI 和 M1 增长率的季度数据进行计量分析表明货币供应量变化对 CPI 的影响大约滞后一年, 在一年以后货币供应量的变化可以解释 CPI 变化的 30%, GDP 增长率的变化可以解释 CPI 变化的 40%。2007 年一季度和二季度 M1 的增长率分别高达 19.8% 和 20.92%, 达到了 2003 年一、二季度以来的最高水平。目前货币供应速度的高速增长, 最终将在 3 至 4 个季度以后反映到价格水平增长上来, 因此在未来一至两年内我国 CPI 同比增长率仍将面临较高压力, 随着我国经济主体通胀预期的形成, 未来一段时间内中国将面临较高的通货膨胀压力。

尽管目前我国货币供应量的高速增长使得未来一至二年我国面临较高的通货膨胀压力, 但我国的货币扩张主要是由贸易顺差和外资流入引起的, 这是可控的。我国自 2005 年 7 月放宽人民币汇率调整幅度, 人民币兑美元汇率开始缓慢回升。2005 年 6 月到 2007 年 6 月, 我国外汇储备由 7110 亿美元增加到 13326 亿美元, 增加 87%, 与之相对应, 人民币兑美元汇率也由 8.2765 上升至 7.633, 升值 8.43%。按此计算, 由于人民币升值使得我国基础货币投放减少了 8575 亿元, 相当于此期间基础货币投放的 33%。

可见人民币汇率升值冲减流动性的能力是非常强大的。随着我国流动性过剩局面的进一步恶化, 我们有理由预期人民币汇率升值会进一步加快, 而人民币汇率升值将有效抑制我国基础货币被动投放的格局, 最终减轻物价上涨压力。

其次, 从利率走势来看, 我国利率提升空间仍然很大, 提高利率将能成为有效抑制我国已经出现的需求拉动型的通货膨胀另一个有力手段。2007 年 3 月以来, 我国加息频率明显加快, 然而尽管多次加息, 我国仍然处于负利率状态。

在前述逻辑下, 负利率推动资产价格进一步上涨, 资产价格的上涨使得企业融资能力上升, 导致银行信贷扩张, 因此为控制信贷扩张, 进一步提高利率水平是势在必行。此外, 利率的提升还将有效阻止目前我国出现存款向股市转移的现象, 同时使消费需求减少。而利率的提升也能提高投资成本, 从而对投资需求起到抑制作用, 最终遏制通货膨胀的进一步发展。

## 我国经济或已步入需求拉动型通胀通道

◎银河证券研究所宏观部 高鹤

从经济运行特征看, 可以说, 目前我国经济已经步入了需求拉动型通货膨胀的通道。作这样的判断, 是基于以下几方面的分析。

1、对 GDP 增长率的观察表明, 我国目前实际总需求大于潜在产出水平, 存在较大的需求拉动型通货膨胀压力。

为从总体上观察中国经济波动情况, 我们利用 1978 年到 2006 年年度国内生产总值指数, 选择 HP 滤波方法, 采用消除趋势法来估算产出缺口, 得到的产出缺口变化曲线图显示(见图)。估算中参数选择 100, 图中产出缺口曲线在纵坐标 0 值以上的部分是实际总需求大于潜在产出水平的阶段, 0 值以下的部分是实际总需求小于潜在产出水平的阶段。从 1998 年到 2002 年, 中国一直处于实际总需求小于潜在产出水平的状态, 与此相伴的是经济增长持续走低与通货紧缩。而从 2003 年开始, 国民经济又开始进入正的产出缺口阶段, 实际总需求大于潜在产出水平, 表现出较大的需求拉动型通货膨胀压力。

2、从货币供应和需求总量来看, 我国出现了货币供给被动扩张的格局, 通胀预期明显。

首先, 我国居民和企业部门持有名义货币余额的意愿在持续增强。自 2006 年 11 月以来, M1 增速已连续超过 M2 增速, 金融机构存款呈现活期

化趋势, 居民对活期存款的需求迅速增加。这一是表明了我国经济主体对通货膨胀的预期在不断增强; 二也意味着近年来, 随着金融市场的发展特别是资本市场的活跃, 我国居民和企业部门的资产选择行为和投资偏好发生了较为显著的改变, 微观主体更愿意持有风险资产(股票、房地产等)。此外, 近年来我国货币流通速度也扭转了持续下降的格局, 呈现上升趋势。从 1978 年到 2003 年, 我国货币流通速度(国内生产总值除以平均货币余额)一直保持持续下降(1988 年、1994 年除外)的格局, 但是到了 2004、2005 年这一格局被扭转, 我国货币流通速度呈上升趋势, 2005 年我国 M0、M1 流通速度的变化率分别达到 4.52% 和 2.86%。货币流通速度具有顺经济周期变动的特点。这一格局的改变, 其意义是值得关注的。

其次, 近年来我国货币供应呈高速增长态势, 外贸顺差和国外资本流入是导致人民币货币供给被动扩张的主要因素。近年来, 我国贸易顺差持续扩大, 国外资本大量涌入, 再加上我国实行银行结汇制, 以及以稳定汇率率为目标, 使得中央银行不得不被动大量收购外汇作为国家外汇储备。我国外汇储备与 M1 之比从 2000 年 1 月的 23% 上升至 2007 年 6 月的 75%。外汇占款的增加直接导致了基础货币的投放, 而且随着国外净资产占货币供应量的比重和外汇占款占中央银行基础货币比重的上升, 国外净资产的

增长对基础货币增长已经具有了支配性作用。

3、对物价指数的分析可以看到, 上游产业价格的波动性、涨幅均大于下游产业, 市场需求主导了消费领域价格走向。

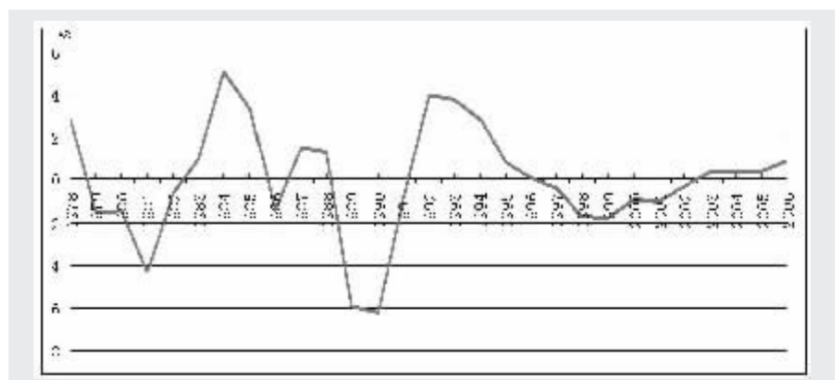
不仅货币供应量的变化会导致经济波动, 而且货币进入实际经济以及在经济体系中运行的途径, 也会影响真实经济变量和最终结果。这里, 问题的关键是“谁先获得新增货币”。

首先, 近年来, 我国各领域物价指数的变动呈现出“时间-结构”的特征, 原材料、燃料动力购进价格指数的波动幅度和月均增长幅度都远大于工业品出厂价格指数和居民消费价格指数。而工业品出厂价格指数中的生产资料价格指数的波动幅度和月均增长幅度又远大于生活资料的出厂价格指数。

按照价格上涨带动利润上涨最后推动工资上涨的逻辑, 我们不难理解 2003 年以来燃料动力、黑色金属材料、钢材、有色金属、化工原料、木材纸浆和建筑材料等领域的公司利润大幅上涨的原因。而相比较来讲, 2003 年至今商品零售价格和居民消费价格的月均上涨幅度要小得多, 这就意味着近年来原材料来的价格上涨基本没有通过成本推动传导到消费领域, 在消费领域需求方仍能主导市场价格。

从各领域价格指数同比增长的波动幅度来看, 越是远离最终消费的生产过程, 波动越剧烈。处于消费领域

1978年至2006年我国产出缺口变化曲线图



数据来源: 根据 Wind 资讯提供数据计算

的生活资料价格、零售商品价格和消费价格指数的标准差都只是在 1.5 左右, 而远离消费的生产资料价格和原材料、燃料动力购进价格的标准差分别高达 3.80 和 4.55, 波动幅度远大于消费领域的价格波动。值得指出的是, 价格波动大, 对于行业处于龙头地位的企业并非坏事, 由于利润曲线对价格的凸性特征, 价格波动反而能使企业获得更多利润。

其次, 从价格传导来看, 上游价格变动能够充分、快速地传递到中游; 但是中游价格向下游传导过程中存在断裂, 反而是下游价格拉动上中游价格, 总需求对下游价格的影响起着主导作用。再从国际市场上来看, 中国在原材进口方面缺乏定价权, 使得国际高原材料价格迅速传导到国内, 而加工制成品出口中国作为整体在国

际市场上具有一定的定价权, 这也使得上游原材料价格能够顺利地传导至中游价格。但就 CPI 和 PPI 而言, 出现了中游价格向下游传导过程中存在断裂的现象, 反而是下游价格拉动上中游价格。

从目前中国经济运行情况来看, CPI 向 PPI 传导, 而不是 PPI 向 CPI 传导, 主要是由于一方面总体上商品零售竞争压力较大, 产品替代性较高, 从中间产品到下游产品的产业链条较长, 很难将成本上升完全转化为价格上涨; 另一方面也表明 2000 年以来, 在国内总需求对价格的影响起着主导作用, 而从国际市场上进口原材料加工再出口形成的价格传导机制是相对封闭的, 对国内的影响主要是通过出口顺差这一渠道进行的。

■看点

●从 2003 年开始我国经济已进入正的产出缺口阶段, 实际总需求大于潜在产出水平。近年来, 我国微观经济主体风险偏好上升, 投机交易性货币需求旺盛, 经济主体通胀预期明显。另外, 基于物价指数的观察也表明, 自 2003 年开始, 我国居民消费价格指数 CPI 也结束下降格局, 开始走高。随着经济持续走高, 先是部分行业出现过热迹象, 而后资产价格大幅上涨。通胀问题已经不是用个别短期因素来说明得了的, 需要从中国经济运行的内在逻辑中加以解析。

●当前中国经济运行的基本逻辑架构是人口红利、低资金成本和低资源环境成本导致了两个重要结果: 一是在中国境内的投资具有很高的资本回报率, 高资本回报率使得外资大量涌入; 二是凭借低工资、低利率, 中国企业在国际市场上表现出强劲的竞争能力, 再加上近年来国际市场需求大增, 使得中国出口强劲, 贸易顺差大幅攀升。

●从我国通货膨胀的形成逻辑来看, 我国目前爬行式通货膨胀有可能仍然持续一到两年的时间, 但发展成奔跑式通货膨胀的可能性很小。首先, 在本轮景气周期中, 货币扩张主要影响物价水平, 而对产出影响有限。货币扩张主要是由贸易顺差和外资流入引起的, 如果人民币汇率升值进一步加快, 将能有效减轻基础货币被动投入压力, 缓解流动性过剩格局, 从而抑制通货膨胀进一步恶化。其次, 从利率走势来看, 我国利率提升空间仍然很大, 提高利率将能成为有效抑制我国已经出现的需求拉动型的通货膨胀另一个有力手段。负利率推动资产价格进一步上涨, 利率的提升也能提高投资成本, 从而对投资需求起到抑制作用, 最终遏制通货膨胀的进一步发展。

■编余

7、8 两个月的经济数据, 让人们对未来通胀形势又多了几分担忧。然而, 在对通胀趋势的关注中, 有一种现象特别奇怪, 就是很多人, 包括一些专业媒体, 都把眼光盯在猪肉等农副产品价格上。好像猪肉、粮油价格的短期涨跌, 就决定了通胀趋势。肉价固然重要, 但影响通胀的决不止这些。这种把复杂问题简单化、表面化的做法, 并不好会误导公众、误导投资者。

在 CPI 的构成中, 食品价格确实占有相当比重。食品价格关系到每个人的生活, 因而特别引人关注, 这是很自然的事情。但讨论通胀问题, 远不止食品一个因素那么简单。从近两年来的情况看, 原材料价格、生产资料价格的持续上涨, 房地产、股票等资本价格的大幅上涨, 更是我们观察通胀趋势不可忽视的重要因素。

而导致中国经济出现爬行式通胀的深层次原因又是什么呢? 从我们对话嘉宾的研究心得看, 过度的外向型经济造成的过度依赖外部因素来发展经济的思路和做法积累的深层次问题, 以及现在需要作出的结构性调整, 是触发本轮通胀的根本原因。因此, 现在不是有没有通胀的问题, 而是如何面对这种结构调整引发的通胀, 采取什么有效方法加以控制和缓解的问题, 不能等到通胀发展到恶性阶段, 才开始警觉, 加以治理。那样的话, 将来要花的代价就太大了。

一般来说, 防止和治理通胀是各国央行的主要任务。其实, 通胀也并非全是坏事, 在不同阶段, 通胀对经济的影响是不一样的。在温和通胀或者说爬行阶段, 通胀对社会财富与经济结构的调整是可以有正面作用的。利用得好, 可以为经济调控服务。而就资本市场来说, 温和通胀阶段, 可能会引来更多投资者介入这个市场寻求更好的投资收益。所以, 关注通胀趋势, 特别是认清引发通胀的原因, 也许对我们的投资决策更有益。

——亚夫