

Finance

■金融圆桌·“解构中国通胀”之一

全球通胀压力下的中国：通胀是经济发展常态

今天，油价高涨已将全球通胀水平推高至近20年高位。摩根士丹利预计，今年夏季美国通胀率将达5%至5.5%，欧洲将达3.5%，而新兴市场则可能出现两位数的通胀率。投资银行花旗日前发表的最新研究报告称，将大幅调高中国于2008年和2009年的消费者价格指数(CPI)预测至7.4%和5.7%，并相信政府会采取更多干预措施。而同时发布的中银国际研究报告则称，预计5月份CPI涨幅将回落至7.8%附近，央行将继续执行从紧的货币政策……

自2007年始，对中国通胀问题的分析热度空前，“CPI”这三个字母的组合从未如此深入人心。时至今日，随着美国次贷危机影响的进一步深入，美联储快速降息，美元加速贬值，导致了以美元计价的商品价格，尤其是大宗商品价格快速上升，通胀已经成为一个全球问题。而通胀型的国际金融形势对中国的影响已经显现。

周小川在不久前举行的“陆家嘴论坛”上演讲时，就观点鲜明地提出了当前中国货币政策目标的重点：反通货膨胀。反通货膨胀，在思维上就要到货币里去寻找物价总水平上涨的根源。找到这个症结所在，讨论中国通胀问题的解决之道才能有的放矢。

“金融圆桌”今日起推出“解构中国通胀”的系列报道，试图站在全球的视野对中国通胀迷局进行深入分析，通过不同角度为读者梳理通胀问题错综复杂的脉络，以期为更好解决通胀问题出谋划策。

相信我们的努力正当其时。 ○本报记者 石贝贝

全球问题

请问，目前全球通胀压力的态势如何，尤其是包括中国在内的新兴市场国家？成因又是什么？

Paul Sheard: 全球范围内通胀压力持续上升，主要由于大宗商品尤其原油和食品价格上涨所导致，核心通胀率则相对未出现大幅上涨。比如，美国今年第一季度通胀率是4.2%，但是核心通胀率为2.4%，在欧元区上述数字分别是3.4%和1.8%。第一，通胀压力上升主要由于大宗商品和食品价格迅速上涨。第二，目前核心通胀未上升到较高水平，这也表明通胀预期并未大幅上涨，通胀上涨趋势尚未进一步明确，更多程度上它是一种潜在问题和令货币当局头痛的事情。

在新兴市场，食品占据CPI指数相当大比例，同时货币当局控制通胀的能力较弱。它们外在、内在的抵御通胀的货币政策框架并未完善建立，同时央行们在调控通胀预期和抵御通胀方面的信用度也较低。新兴市场通胀压力上升的部分原因，与许多经济体的货币当局盯住名义汇率有关，同时它们对于本国货币政策没有足够的调控能力。

然而，我们对于通胀的前景并不需要大惊小怪，尤其是对于那些发达国家。首先，通胀本身对于经济情况、货币政策等反映存在时间差，它未来发展路径也依赖于国家经济发展。我们认为目前美国处于二战后房地产经济衰退期的中间，这些因素夹杂着信贷危机已使得全球经济已经进入一个被拖延的经济下滑期。随着经济增长放缓，这将减轻物价上行压力。第二，短期内大宗商品和食品价格显著上涨。随着供给对价格上涨信号的反映，经济增长放缓等，大宗商品价格会出现回落，呈现出reversion to mean(回归中位数)的特点。这会令通胀带来下行压力。第三，在发达国家，央行是独立的、能够在浮动汇率制度下采取以调整通胀为目标的政策框架。过去几十年它们以维护物价稳定获得市场巨大信任，这使得它们无论在反通胀还是反通缩中，都能使得通胀预期保持稳定。只要主要经济体的央行们能够维持这种信任，就能阻止通胀从食品向工资水平的传递、以及阻止核心

通胀率的上升，从而使得通胀处于可控范围之内。最后，值得注意的是，从历史标准来看本轮通胀是从较低的水平开始攀升的。2007年美国、欧元区、日本和亚洲地区(除日本)的通胀率分别是2.9%、2.3%、0%和4.0%。

陶冬: 通货膨胀是一个全球性现象，我相信目前拉动通胀上升的主要原因是原材料、食品等价格的上涨。大宗商品价格上涨在过去几年已经产生，在相当程度上它摊薄了生产商的利润，但是对消费者的影响冲击并不大。然而，随着中国、印度等所谓“世界加工厂”开始输出物价上涨的压力，上述对于消费者的冲击因素变大了。此外，从去年下半年开始，农产品价格的新一轮提升也为通胀带来了新的压力。

而且，当今世界不仅面临通胀上升的困惑，同时还面临经济放缓、甚至衰退的问题。各国央行面临着一个上世纪80年代初之后就未有再遇到过的政策两难。这在很大程度上限制了货币政策的发挥，加大了宏观经济的风险。另外我想讲，出现通货膨胀其实是经济发展的常态，没有通胀才是历史中的例外。

王庆: 美国、欧洲、新兴市场国家等出现通货膨胀是一个事实，这是一个全球通货膨胀的现象。中国、印度、越南及俄罗斯等新兴市场国家的CPI指数居高不下，美国、欧元、日本也一直处于通胀状态。这些是一个国际性现象，而它背后一个普遍来源就是：国际大宗商品价格快速上涨，尤其是去年年底以来的国际大宗商品价格快速上涨。

背后有两个原因：从供给方面来讲，如果短期内供给有限，而需求保持强硬的话，自然会推高价格上涨。相对而言，这是一个长期因素。更为重要的是，去年年底以来的国际大宗商品的快速上涨，这与美联储的货币政策有很大关系。美联储大幅降息，美元迅速贬值，并导致国际市场上以美元计价的大宗商品价格飙升，通胀压力就以大宗商品为载体向其他国家传递。

传导路径

在此背景下，中国与世界其他经济体之间的物价上涨压力是如何进行相互传递的呢？

Paul Sheard: 美联储不应被责怪为导致全球通胀的罪魁祸首。对于严重衰退和潜在金融危机的威胁，美联储的反应正确、有力。美联储确实曾扮演既维持增长又保证通胀率稳定的“双重角色”。CPI指数首先是衡量国内经济的指标，而“全球”通胀则是各个国家通胀情况的总结。一国将国内通胀传递至他国主要通过贸易。如，进口成本上升。但相对于一国经济总量而言，从任何其他国家的进口都只占据相对较小比例；同时，由于进口价格上涨而导致一国CPI指数上涨的情况相对微弱。因此，这并不能成为某些国家通胀压力上升进而集聚导致全球通胀压力上升的主要原因。

更具可行性的渠道是，短期内美联储货币政策或对资金流动产生影响，进而可能间接影响原油和其他大宗商品价格。主要有三个途径进行传导：一，市场认为美联储会成功阻止美国经济衰退和迅速重建，但对于已发生危机这些措施则稍显过晚，因此，过度刺激经济的政策或导致对于全球经济增长、大宗商品价格和通胀等预期的提高。二，市场认为未来通胀会上升，将大宗商品作为对冲通胀的工具。美联储的行为或导致资金集聚在大宗商品，进而推高其价格，提升通胀压力。三，以美元为标价的原油、其他大宗商品价格的飙升，以及美元贬值等激活了上述效应。即便上述效应属实，也不应责备美联储，毕竟它拥有有限调控工具，并需要使用这些工具去引导国内经济和物价水平。

Paul Cavey: 中国通胀压力与外部的关系，主要与三类大宗商品价格上涨相关。第一，粮食。中国从来就不是依赖食品进口的国家。除非发生大面积减产，中国粮食作物一直都保持自给自足，证据之一是即便近期国际米价大幅高涨，中国粮价也无动于衷。因此，由于粮食价格引发的通胀在中国还未成为非常大的问题。第二，中国进口的、同时中国需求对其国际价格确实产生影响的农产品，比如原油。第三，中国需求的波动将导致其国际价格波动的商品，如铁矿石。

目前中国惟一大量进口的食品是大豆类的油料作物，因此国际上豆类价格的上涨，是除猪肉、蔬菜涨价外导致中国CPI高企的原因之一。

当人们分析中国的通胀压力时，并不仅仅参考中国国内物品价格，而同时也会参考国际大宗商品价格。中国对于国际大宗商品的需求如此旺盛，也在某种程度上促进了它们价格的上涨。这些都是中国不可避免的。

陶冬: 中国CPI高企与全球通胀彼此之间是相关的，这包括材料价格的上涨、农产品价格的上涨等多方面存在着共同性，都属于成本拉动型。

但是，两者的重要不同在于：中国的这一轮物价上涨似乎已经开始导致工资上涨，而世界许多其他地方，尤其是发达国家，工资并没有出现明显上涨。这也是为什么我个人对于中国的CPI高企更为担心。



Paul Sheard

通胀之辩

关于CPI指数的商品篮子。最近有一个观点吸引了大家的注意，它回顾了上世纪70年代美国经济、货币政策等情况，指出现代经济学实践中比较黑暗的时刻之一，就是核心通胀率的诞生日。而在核心通胀率指导下的货币政策则给予我们最为刻骨铭心的政策错误方面的教训。如何看待我国目前对于CPI指数、核心CPI指数等指标的态度？

陶冬: 只关注核心通胀的观点是毫无道理的，而且这也是经济学家书生之见。经济学中，确实有通胀和核心通胀的区分。粮食和能源等属于非核心通胀因素，这主要指由于气候、生产供应暂时中断等而导致食品、能源价格大幅度波动时，我们应当把这些成分剔除出去考虑。经济学核心通货膨胀中剔除这些成分，我认为是合理的。

但是，如果粮食通胀不是一时性的，而是长期持续的话，我相信这就是核心的通胀。所谓通货膨胀，实际上是对于物价上涨的预期，当物价上涨预期改变之时，人们的行为就会发生改变。如果粮食价格因为天气因素而出现波动，我相信不应该把它作为核心通胀的一部分，更不应该成为货币政策调整的原因。但是如果持续出现粮食价格上涨的情况，势必改变人们对于物价的预期，所以货

币政策制定者也应该对它作出适当的政策反应。

Paul Cavey: 区分两者非常重要。事实上，中国目前CPI高企主要由于食品价格驱动，人们的担忧出于很多不同原因，比如，中国经济是否过热。而对于一些收入较低的人群，他们可能由于物价上涨而无法支付生活所需。

我不太赞同在中国进行整体通胀压力与核心通胀压力的划分，我比较倾向于食品价格、非食品价格通胀压力的区分。目前中国食品价格上涨较大，非食品价格上涨有限，但也不能因非食品价格上涨较低而忽视它。区分这些只是为了在制定宏观经济政策时有所侧重。

中国将食品价格上涨、非食品价格上涨导致的通胀压力区分开来，这对于中国而言非常重要，也非常好。

两难困境

过去几十年里，美联储被认为一直在某种程度上扮演着“全球中央银行”的角色。然而，美国次贷危机爆发后，美联储为了延缓危机的爆发、挽救本国经济，采取频繁向市场注资、降息等政策。作为本国银行而言，这些政策或许无可厚非，但却将其经济体的货币政策推入“两难困境”：通胀压力上升需要采取偏紧货币政策，同时面临降息压力。如何看这些问题？

Paul Sheard: 美联储不应被责备，部分原因我已提到。

美国仍然是全球最大经济体、拥有最活跃和多数占据主导地位的市场，因此美联储的决策间接影响世界其他经济体。当全球金融系统 lender-of-last-resort(最后借贷方)缺失时，美联储被认为在扮演该角色。作为所有大学都沉浸于货币经济学学术研究的国家的中央银行，美联储同时也扮演着全球央行的智力领袖。即，美联储并不为各国央行和货币当局的货币政策负责。

所谓“两难困境”主要与中国内地、香港和中东地区的经济体有关，它们的汇率盯住或部分盯住美元。根据诺贝尔经济学奖得主、欧元之父“罗伯特·蒙代尔 Robert Mundell”的观点，如果资本项目开放的话，一国难以同时盯住汇率和本国利率。对于本国利率失控表明货币当局需要被迫“进口”美联储的货币政策，也意味着该国利率需要与联储保持一致，以避免引发资本流动、进而使其盯住汇率

的目标更难实现。这是采用此货币政策安排的国家自身的选择，并不能因此归咎于美联储。

陶冬: 美联储从来不是世界的央行，而只是美国的央行。只是美国是世界上最大的经济体，它的货币政策影响着其他地区的经济、市场和货币政策。在有必要的时候，美联储也可能适当地采取一些措施，照顾一下世界其他地区。

美联储惟一的职责和授权，就是维持美国经济的稳定、维持美元币值的稳定、维持本国通胀的稳定。从这个意义上讲，美联储在做它应该做的事情。美国次贷危机爆发之后，如果美联储不采取毅然决然的措施，金融市场可能出现“火烧连营”的波动和危害，这对于美国经济基本面、美国金融市场都会带来灾难性打击。

在这个过程中，联储的措施是不是影响了全球的通胀、是不是对于其他国家带来了负面影响？我相信是的。但是这并不是美联储关心的事情，更不是美联储职责范围内的事情。

解决之道

如果把整个世界经济作为一个整体来看，这将是一个相对封闭的经济体。如果有国家率先采取紧缩政策，则有可能牺牲自身经济增长、同时为其他国家的危机“埋单”。那么，对于新兴市场国家，尤其是中国，有什么好的政策建议？

王庆: 目前各国货币政策制定者都在玩一个“谁先眨眼”的游戏。各国纷纷以财政政策、贸易政策和行政性措施等“权宜之计”，来尽量减少通胀对于本国经济的不利影响。但是这种做法反而会加剧通胀压力，比如对财政补贴只会增加而不减少真实需求，限制出口以增加国内市场供给的贸易政策只会加剧全球范围内的供给短缺，价格管制等行政性措施更是饮鸩止渴。

对于一些没办法采取上述“权宜之计”来应对通胀的国家，它们会首先诉诸紧缩货币政策，进而经济增长会放缓，从而为降低全球通胀压力做出贡献。而熬到最后坚持不紧缩的国家，则可能成为 free rider(免费搭便车)，分享全球低通胀的成果。所以我说，目前全球各央行之间都在进行政策博弈，看“谁先眨眼”。

Paul Sheard: 我们需要对通胀原因仔细分析，同时正确认识货币政策和体制的属性。所谓“全球通胀”问题，实际上更多程度是新兴市场经济体的问题，尤其是那些盯住汇率的经济体，而不是那些盯住通胀且采用浮动汇率制的发达国家。浮动汇率有助于经济体消化各种的外部冲

击，包括原油和食品价格冲击。浮动汇率制度使得央行可以采用本国利率调控工具去影响经济、同时稳定国内物价水平。目前的“全球通胀”主要是由于上涨的大宗商品和食品价格引起，但这些都只占CPI指数的相对价格变化中的一部分。对于只盯住名义汇率的新兴市场经济体而言，它们面临双重变化：第一，大宗商品和食品价格占据CPI指数较大比例，第二，当地货币当局并没有实现货币政策自治。

许多国家应允许其货币较快升值，因为强势货币能够弥补进口价格上涨所带来的通胀压力。这将有助于它们实现货币政策调控目标，也有助于稳定物价水平和通胀预期。然而，全球增长放缓时，这对出口有部分负面影响。此时汇率政策应该结合扩张型财政政策一起来弥补上述负面影响。

许多新兴市场经济体采用财政、贸易政策来弥补食品和原油价格上涨所带来的本国通胀压力。然而，更好的政策取向是允许其价格上涨、让价格机制发挥作用，同时向生产者和消费者传递正确的价格信号。使用市场机制才是应对的最好方式，当然同时要注意财政政策对贫困群体的倾斜。



Paul Cavey

话题嘉宾：
雷曼兄弟全球首席经济学家 Paul Sheard
麦格理证券中国研究部主管 Paul Cavey
瑞士信贷中国首席经济学家 陶冬
摩根士丹利中国首席经济学家 王庆