

通货膨胀趋势与货币政策的渐进退出

张晓晶¹

随着中国经济复苏强劲以及发达经济体也在进入复苏通道，人们开始担心通货膨胀。2009年11月份CPI同比涨幅由负转正，12月同比上涨1.9%，2010年1月份CPI同比上涨1.5%，通货膨胀已经显示出抬头的迹象。如果考虑到之前各国应对危机所采取的超常规的宽松货币政策，对于未来通胀的担忧就更为强烈了。那么，未来通货膨胀风险到底有多大？货币政策该如何应对呢？

一、通货膨胀趋势的基本判断

影响通货膨胀的因素很多，这里主要从以下几个方面进行分析。

1. 潜在增长率。通货膨胀取决于供求的是否平衡。因此，理论上，供给与需求的力量同样重要。但短期而言，起主导作用的还是总需求，或者说是GDP的增长。如果GDP的增长远远超出了潜在增长率，那么通货膨胀肯定会到来。从目前来看，2009年GDP增长为8.7%，低于潜在增长率（根据我们的测算，过去30年经济潜在增长率在9.5%左右），这就是为什么2009年全年通货膨胀率仍然为负。我们预期2010年GDP增长在9.5%左右（IMF最新预测为10%），接近潜在增长率。GDP增长率由8.7%上升到9.5%，总需求的上升显然会给通货膨胀带来很大压力。不过，我们判断，2010年的经济增长不会超过潜在增长率，这一方面由于外部环境仍存在不确定性，另一方面，就政策当局而言，也不会希望经济出现过热迹象，毕竟，经济内生增长的动力还没有被很大程度上激发起来，政府调结构的任务仍很艰巨，再加上全球复苏仍存在一定的不确定性，经济过热缺乏有力的支撑。从而通胀压力也不会太大。即便2010年经济增长很快，高通货膨胀的来临也往往会是2011年。改革开放以来的经验表明：一般是GDP增长率先达到顶峰，通货膨胀率会滞后一年达到顶峰。比如，上一轮周期中，经济增长率在2007年达到周期峰值，通货膨胀率在2008年达到周期的峰值。尽管如此，强劲的复苏一定会给通货膨胀带来压力。2010年的通货膨胀率可能不高，但2011年的风险更大。

2. 输入性通胀。考虑到发达经济体复苏相当微弱，其GDP增速离潜在增长率还有较大距离，输入性通胀压力也不大。在发达经济体，由于能源价格足以抵消劳动力成本放缓有余，预计总体通货膨胀将从2009年的零上升到2010年的1.25%。这里需要关注的是大宗商品价格。由于一些经济体复苏强劲，使得大宗商品价格也有较快上涨。不过，由于库存高于平均水平以及许多商品部门产能严重过剩，预计上升压力将较温和。国际货币基金组织对2010年原油价格的预测保持不变，2011年的预测略有上调（从每桶79美元上调到每桶82美元）。其他非燃料商品价格上调幅度也较小。我们认为，大宗商品价格最终驱动因素仍然

¹ 中国社会科学院经济研究所宏观室主任、研究员。

是基于经济复苏的真实需求，因此，在全球复苏相对疲弱的情况下，大宗商品价格上涨也是有限的，不会出现危机爆发前的井喷局面。

3. 粮食与食品价格。由于粮食与食品价格在我国 CPI 构成中所占比重较高，它们往往成为通货膨胀的重要导火索。不过，我们认为这些因素往往是总需求上升的结果，较难成为引起全面通胀的独立原因。目前来看，2009 年粮食丰收。来自全国农业工作会议的信息，预计 2009 年中国粮食产量为 10600 亿斤以上，再创历史新高，连续 3 年稳定在 1 万亿斤以上，实现连续 6 年增产。粮食丰收使得粮价以及与之相关的食品价格上涨的压力会减少。

4. 劳动力成本。关于劳动力成本上升很快并成为中国通胀的主因，也不能成立。当前劳动力成本是在一个较低水平下上升的。来自农业部农村经济研究中心的调查报告显示，2008 年受危机冲击，农民工工资性收入增幅回落。外出就业劳动力下半年的月工资水平仅为 1064 元，比上半年减少 14.2%。我们判断，2009 年农民工工资有所回升，但这种劳动力成本的上升是在原有较低水平上的回升。尽管一些地方在上调最低工资标准(如江苏省在全国率先确定上调最低工资标准，此后，北京、重庆、东莞、上海等也纷纷表示已具备上调最低工资标准的条件)以及事业单位推行工资改革，但在整体就业形势依然严峻的情况下，劳动力成本不可能上升很快。所谓的“民工荒”仍然是局部现象。因此，尽管长期而言，劳动力成本有上升趋势，但从短期看，劳动力成本对通胀形成一定的压力，但还不会成为通胀的主因。

5. 产能过剩问题。统计局的数据显示：2009 年的四季度，工业企业产能利用率 81.5%，比三季度回升了 1.6 个百分点，但是这个产能的利用率相对于 2008 年前三季度 84% 的水平仍然是偏低的，这在某种程度上意味着一部分行业存在着产能过剩。产能过剩问题也使得成本上升往往是削减了企业利润而较难直接导致最终产品价格的上涨。

6. 改革因素。当然，除了以上因素，还需要考虑到改革的影响。比如事业性单位的工资改革，最低工资标准的可能上调，新劳动法的严格执行(危机期间打了折扣)，特别是资源能源价格的调整，这些都可能导致价格的上升。但总体上，这些改革的推进是渐进的、有序的并且是完全可控的，从而不会对通货膨胀造成很大冲击。

总之，我们认为 2010 年爆发全面通货膨胀的风险并不大，CPI 应能控制在 4% 以下。但经济复苏的强劲加剧了通胀风险。这一判断的政策含义是，要想控制通货膨胀，需要控制 GDP 增长，复苏过快对于整个经济而言未必都是好消息。

二、货币政策的渐进退出

如果说此次危机是百年一遇，那么各大经济体对于危机的反应也是前所未有、规模空前。考虑到雷曼兄弟倒闭后所出现的全球性恐慌，一些超常规的反应是可以理解的。不过，在经历了 2009 年的经济“修复”过程，以及全球经济逐步进入复苏通道，考虑政策退出以及更多关注政策的常态化就变得非常重要了。不过，采取什么样的方式、在什么时点退出却是考验货币当局的难题。对中国而言，货币政策的渐进退出可以考虑以下的安排：

1. 宣布适时退出，合理引导通货膨胀预期。

国际货币基金组织的一项研究发现，在一些发展中国家，通胀原因的 60%可归于公众对未来价格上涨的预期。这就凸显了稳定通胀预期的重要性。目前我们宏观调控的主要任务也是保增长、调结构与管理好通胀预期。那么，如何管理通货膨胀预期？我们认为，明示货币政策适时退出或中性化，将是扼制通胀预期强化的重要举措。就中国而言，宣布货币政策适时退出也是宜早不宜迟。2009 年信贷增加了 9.6 万亿元，比上年多增 4.7 万亿元。2010 年 1 月份信贷投放又高达 1.4 万亿。这进一步加剧了通货膨胀预期，宣布退出是非常有必要的。

有人认为中国经济复苏基础不稳固，不能宣布退出。这种说法忽视了货币政策影响的滞后性。随着 2010 年经济增长逐步进入潜在增长区间，通胀压力在加大(与此同时也还面临资产价格上涨过快风险)，因此，尽早宣布退出是合适的；如果真的要等到总需求快速上升，经济有过热迹象的时候再调整，恐怕为时已晚了。

而且，宣布退出并不意味着马上退出，只是表明政策当局在考虑相应的步骤，从而稳定市场的通胀预期。比如美联储刚刚宣布了关于宽松货币政策退出的路线图。其宣示效果大于实质性的退出，因为通篇也没有讲什么时候退出，只是强调一定要退出。

2. 渐进退出的可能安排

尽管央行仍维持适度宽松的货币政策基调不变，但着重强调政策的针对性与灵活性以及相应的政策安排，实际上已经勾勒出了政策退出的路径。

指导思想上是“控制信贷总量、调整信贷结构”。未来信贷规模和货币供应增速应在 2009 年的基础上有所下降，适当收紧流动性；在控制货币总量的同时，注意信贷投放的结构，促进实体经济发展，特别是要加强信贷对就业、社会薄弱环节、战略性新兴产业以及小企业的支持。目前已经开始了一些渐进退出的安排，比如对产能过剩行业的放贷实行限制，上调存款准备金率(1 月 12 日央行宣布上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点)等。

政策工具上是“监管手段与价格手段并用”。监管手段可以点对点地进行调整，尤其在应对资产价格方面，主流看法认为监管手段更有效。比如面对房价上涨过快，调整房贷首付比率可能比一般性地加息效果更好。

价格手段方面，至为关注的是加息。加息的原则是综合考虑国内经济增长与通胀的总体态势，同时关注美联储的反应。如果经济有过热迹象，那么加息将很快来临。而如果经济复苏基础还不够稳固，那么加息的可能性很小，即便某些月份出现较高的通胀(比如超过 3%)，也不会轻言加息。从目前来看，2010 年出现经济过热的可能性不大，尽管一季度会出现两位数的增长，但也不构成加息的理由，因为这很大程度上可能是 2009 年的基数过低造成的。因此，加息的决断基本上会在二季度数据出来以后。

此外，要格外关注加息对于资本流动的影响。不同经济体的政策退出会导致资金流向的不确定性。一方面，资金在全球范围内寻找利润机会。如果一些国家选择退出(比如巴西征收资本税)，另一些国家还没有，就会导致监管套利，资金就会流向那些还没有退出的国家。另一方面，非常重要的是，美国的政策退出比如加息，可能会导致资金的反向流动，即此前流出美国的资金会回流，这样，此前因资本流入导致资产价格高涨的新兴市场经济体就可能面临资本流出带来资产价格下跌的风险。目前美元利率接近于 0，出现当年日元那样的套息

交易(carry trade)。如果我们加息，将进一步加大套息交易的空间，美元的流入会使得外汇储备增加，从而加大货币增发的压力。不过，国内资产价格上涨也是诱致资本流入的重要因素，如果加息能够抑制资产泡沫，也会使资本流入的动机减弱。可见加息对资本流入有双重效应，其净效应要视实际情况而定。因此，货币政策渐进退出过程中，加息要格外谨慎。