经济增长与民生目标冲突下的中国通货膨胀

陈彦斌　阎 衍　朱 戎

摘要：在经历了 2009 年的下跌之后，我国价格总水平在 2010 年开始回升，并呈现逐季上涨态势，2010 年 CPI 涨幅达到 3.3%。如果考虑到房价没有充分计入 CPI、食品价格上涨幅度较大、物价是在 2007-2008 年高位基础上的继续上涨以及行政管制的干预等因素，当前的通胀形势可能比 CPI 所显示的更为严峻。

如果从经济和社会的双重视角来看，通货膨胀问题的重要性并不亚于经济增长。过去 30 年，解决十几亿人口的吃饭穿衣问题并逐步迈向小康社会是人民最迫切的愿望，保持经济快速增长是我国最主要的任务。但是，在高速的经济增长过程中也积累了大量的社会冲突，尤其是产生了较为严重的贫富差距。而我国通胀对中低收入家庭和弱势群体的影响较为严重，会进一步恶化本已严重的贫富差距，而目前脆弱的社会结构可能难以承受这种进一步加大的社会不稳定因素：1）我国居民恩格尔系数仍然偏高，经常发生的以食品价格大幅上涨为特征的通胀会对居民实际生活造成较大的不利影响，特别是中低收入家庭和农村居民的食品支出占比相对更高，因而所受到的影响尤为严重；2）我国家庭财产结构中存在较大比重的存款，而长期较低的存款利率使得储蓄存款很可能在通胀中出现实际利率为负的情况，从而造成家庭财产的实际受损，特别是我国的穷人和中间阶层往往持有更高比例的存款，因而会在通胀中遭受更大的损失；3）我国的工资形成机制缺乏集体谈判等成熟、有效的市场化措施，工资调整往往滞后于通胀，导致通胀时期实际工资下降，从而对以工资为主要收入来源的中低收入家庭造成更大的损害；4）相比穷人和中间阶层而言，富人抵御通胀的能力更强，能够通过资产持有结构的多元化，特别是投资房产等可以保值甚至升值的资产来减少通胀对自身财产所造成的侵蚀。

在资本深化、房地产深刻影响宏观经济、刘易斯拐点逐渐到来等大背景下，我国当前通胀形成机制出现了一些新变化：1)我国 2009 年过度宽松的货币政策、2010 年超计划的货币投放和不断攀升的外汇占款等因素导致的充裕流动性在农产品市场和房地产市场寻找出口，直接造成了物价和房价的迅速上升，而外资的涌入和高通胀预期下的高货币流通速度则进一步加剧了这一过程；2）刘易斯拐点的逐渐到来带动了低端劳动力工资的持续上涨，造成了低端服务业和农产品价格上涨；3）国际粮价和国际原材料价格通过影响国内农产品价格来推高 CPI，输入型通胀逐渐显现。

改革开放以来，我国经常面临通胀压力，特别是 2003 年以来，通胀逐渐出现常态化的趋势。我国之所以经常面临通胀压力，其根源在于增长主义的发展模式。我国长期以来一味追求经济的高速增长，特别是希冀以单纯的经济更高速增长来解决或掩盖发展过程中出现的各种矛盾和问题，已经表现出明显的“增长依赖症”和“投资饥渴症”。这种增长模式带来的高增长和高投资容易导致经济体出现资源紧张、经济过热，引发需求拉动型的通货膨胀。另外，以增长为首要目标的宏观调控体系为经济体注入大量流动性，更加剧了通胀压力。因此，不改变我国当前这种增长主义发展模式，不将增长主义政府转型为公共服务型政府，就难以从根本上改变我国经常出现通胀的局面。

依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型（CMAFM）测算，2011 年我国将存在温和的通胀，全年通胀率预计为 4.5%，高点将出现在第二季度：1）流动性存量较大、信贷惯性较大和外汇占款比重较高等因素使得 2011 年的物价上涨仍有较为充足的流动性基础；2）受春季干旱、输入型价格上涨、农业劳动力机会成本增加、国家粮食收购价格提高和大量闲散资金流入的影响，农产品价格在 2011 年可能会进一步上涨并推高整体物价；3）2011 年美国等主要发达经济体将继续推行宽松货币政策，将进一步推高国际能源和金属等大宗原材料价格，这势必增加输入型通胀压力；4）但是，实体经济基本保持平衡，宏观调控政策的基调已回归稳健，因而 2011 年并不存在出现恶性通胀的基础。

主要政策建议包括：

1）全年尤其是上半年应实施稳健偏紧的货币政策，着力回收过于宽裕的流动性，积极应对当前的通货膨胀：着力防止 M2 全年增速超过 16%的预期目标；实施动态调整差别存款准备金率，进一步提高存款准备金率到 20.5%至 21.5%的区间，全年新增信贷规模控制在 7 万亿以内；全年加息到 3.5%至 4%的区间；适度加快人民币升值进程，2011 年升值幅度可达到 3 至 5 个百分点。

2）积极发展实体经济，着力推动民营经济发展。

3）加大支农力度，增强农业综合生产能力，进一步加强和巩固农业基础地位，积极保障粮食安全。

4）加强能源储备建设，提高能源利用效率，积极保障能源安全。

5）积极推进工资形成机制市场化变革，建立工资的通胀指数化机制。

6）加强对房地产市场的调控，抑制房价泡沫。

7）积极推进中长期改革，推动治理通货膨胀水平的有效提升：积极推进市

场化改革，降低使用行政手段干预物价的频率；积极推动行政体制改革，将增长主义政府转型为公共服务型政府；积极推进货币政策改革，提高货币政策调控物价的能力。

第一部分 当前严峻的通胀形势会加剧本已严重的贫富差距[1]

在经历了 2009 年的下跌之后，我国价格总水平在 2010 年开始回升，并呈现逐季上涨态势，2010 年 CPI 涨幅达到 3.3%。如果考虑到房价没有充分计入 CPI、食品价格上涨幅度较大、物价是在 2007-2008 年高位基础上的继续上涨以及行政管制的干预等因素，当前的通胀形势可能比 CPI 所显示的更为严峻。

然而，一种流行的观点认为，在我国，通货膨胀并不是主要问题，经济增长才值得特别关注；其核心逻辑是，我国通胀往往都是以食品价格上涨为特征的结构性通胀，在工业品生产产能过剩的情况下不会引起物价的全面上升。

我们认为，这种观点值得商榷。如果从经济和社会的双重视角来看，通货膨胀问题的重要性并不亚于经济增长。过去 30 年，解决十几亿人口的吃饭穿衣问题并逐步迈向小康社会是人民最迫切的愿望，保持经济快速增长是我国最主要的任务。但是，在高速的经济增长过程中也积累了大量的社会冲突，尤其是产生了较为严重的贫富差距。而以食品价格上涨为特征的通货膨胀却会进一步扩大贫富差距，由此所凸显出来的各类社会问题可能难以为当前脆弱的社会结构所承受。

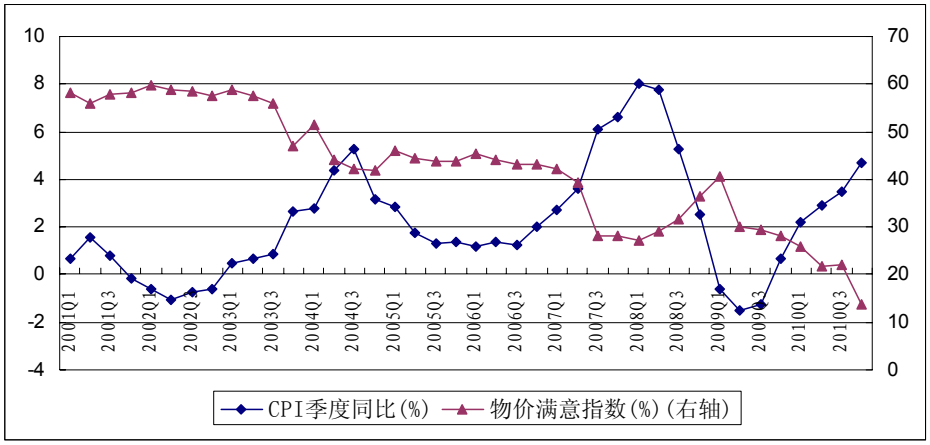

图 1：CPI 季度同比与满意度

一、如果考虑到房价没有充分计入 CPI、食品价格上涨幅度较大、物价是在 2007-2008 年高位基础上的继续上涨以及行政管制的干预等因素，那么当前通货膨胀的形势已经比较严峻

1、如果充分考虑当前高企的房价在 CPI 中的权重，那么当前的通胀水平会更高，已经接近甚至高于 2007 年和 2008 年的通胀水平。我国 CPI 的编制在居

[1] 除特殊说明外，本文所有原始数据均来源于中国国家统计局、IMF、世界银行、CEIC、中经网统计数据库，相应的测算均来自中国人民大学经济研究所。

住价格的处理方面存在缺陷；高房价对 CPI 的影响过小，主要考虑房租，从而低估了生活在房价普遍高企的城市中的居民所承担的生活成本。分报告的分析显示，如果在 CPI 核算中充分考虑住房价格，则根据多种方法所计算的 2010 年 11 月的 CPI 都超过了国家统计局所公布的结果，这意味着我国当前通胀的实际水平显著高于国家统计局数据所显示的情形。比较修正后 2010 年 11 月份的通胀水平与 2008 年修正后的通胀水平可以看出，目前的价格上涨幅度已经达到 6%，接近修正后 2008 年的价格上涨幅度；在一些方法中，修正后 2010 年 11 月的 CPI 甚至高于修正后 2008 年的 CPI，这更显示出，当前以房价上涨为主要特点的资产泡沫可能已经极大地增加了我国居民的生活成本。

表 1：根据修正的房屋权重和不同的房屋价格重新计算的 CPI

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 11 月
竣工价值	104.83	106.1	102.52	105.23
商品房售价	105.58	106.3	103.54	105.69
使用成本 1	106.29	106.52	105.36	106.9
使用成本 2	105.84	106.35	104.34	106.34
使用成本 3	106.04	106.49	104.66	106.28
使用成本 4	105.58	106.35	104.38	106.38
消费成本 1	106.06	106.45	104.27	105.99
消费成本 2	105.1	106.25	103.62	105.91
消费成本 3	105.71	106.39	104.58	106.48
消费成本 4	105.15	106.22	103.71	106.07
国家统计局公布的 CPI 指数	**104.5**	**105.6**	**101.8**	**104.9**

2、食品价格的全面上涨，尤其是蔬菜和粮食等价格的大幅上涨对居民生活产生了较大的负面影响。本轮通胀具有明显的结构性特征，突出表现在食品消费价格在所有月份里的涨幅都大大高于其他 7 类商品价格，2010 年全年总涨幅达到了 7.2%。食品价格上涨自 2010 年第四季度以来更明显，10 月和 11 月的涨幅都超过了 10%，12 月的同比涨幅虽然略低于 10%，但也高达 9.6%，并且该值在 2011 年 1 月份进一步回升至 10.3%。在各类食品价格中，尤以鲜菜和粮食价格涨幅最为突出[2]，鲜菜价格在前 11 个月涨幅几乎都在 15%以上，10 月涨幅达到最大值 31%；粮食价格每月涨幅基本都在 10%以上，12 月涨幅达到最大值 15.6%。

表 2：CPI 分类指数月度同比涨幅（%）

月份	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及服务	医疗保健和个人用品	交通和通信	娱乐教育文化	居住

[2] 鲜果价格涨幅也非常明显，但一方面该类商品不属于对生活影响极大的必需品，另一方面其月度涨幅具有明显的季节性和波动性，7 月涨幅为 4.5%，12 月涨幅则达到了 34.4%。

2010-01	3.7	1.5	-0.4	-1.1	2.3	-0.5	-1.2	2.5
2010-02	6.2	1.6	-1.3	-0.8	2.4	0.1	0.8	3.0
2010-03	5.2	1.7	-1.1	-0.7	2.5	0.0	0.3	3.3
2010-04	5.9	1.7	-1.3	-0.5	2.8	0.0	0.4	4.5
2010-05	6.1	1.7	-1.2	-0.3	3.2	0.1	0.6	5.0
2010-06	5.7	1.7	-1.0	0.0	3.2	-0.3	0.9	5.0
2010-07	6.8	1.6	-0.8	0.2	3.3	-0.7	1.1	4.8
2010-08	7.5	1.5	-1.2	0.4	3.3	-0.6	1.2	4.4
2010-09	8.0	1.4	-1.5	0.4	3.4	-0.7	1.2	4.3
2010-10	10.1	1.5	-1.3	0.5	3.7	-0.5	0.9	4.9
2010-11	11.7	1.6	-0.7	0.7	4.0	-0.7	0.6	5.8
2010-12	9.6	1.8	0.1	1.2	4.0	-0.7	0.7	6.0
2011-01	10.3	1.8	-0.2	1.4	3.2	-0.1	1.0	6.8

表 3：食品价格分类指数月度同比涨幅（%）

月份	粮食	鲜菜	鲜果	蛋类	肉禽及其制品	水产品	外用膳品
2010-01	9.8	17.1	9.8	6.2	-3.5	3.9	1.2
2010-02	9.6	25.5	19.0	8.7	-1.6	8.8	2.2
2010-03	9.2	18.5	18.8	5.7	-2.2	6.3	2.3
2010-04	10.7	24.9	16.4	1.8	-1.8	5.5	2.5
2010-05	11.5	21.3	11.8	0.2	0.8	5.6	2.9
2010-06	11.7	14.6	9.2	2.2	1.8	6.5	3.3
2010-07	11.8	22.3	4.5	7.5	4.1	7.6	3.5
2010-08	12	19.2	8.1	9.6	5.4	8.5	3.7
2010-09	12.1	18.0	13.2	9.9	5.4	10.9	4.1
2010-10	12.3	31.0	17.7	10.5	6.8	11.1	4.5
2010-11	14.7	21.3	28.1	17.6	9.9	11.9	5.9
2010-12	15.6	-5.7	34.4	19.0	10.2	10.9	6.8
2011-01	15.1	2.0	34.8	19.0	10.9	11.1	6.9

3、当前的物价水平是在 2007 年和 2008 年物价上涨至高位之后的继续上涨；因此，当前价格总水平相比于 2006 年已经有了相当幅度的提升。虽然我国在 2009 年出现过物价下跌，但 2007 年至 2010 年这段时期依然是进入新世纪以来物价上涨最快的时期；在短短的四年时间里，我国居民消费价格指数上涨了 13.84%，远高于 2001 年至 2006 年六年间的 8.53%。从分类指数来看，除了娱乐教育文化价格指数和居住价格指数两大类价格指数之外，其他六大类在 2007 年至 2010 年间的涨幅都高于 2001 年至 2006 年间的涨幅。另外，虽然 2010 年的物价涨幅仍相对温和，但是考虑到这是在 2008 年物价高位后的继续上涨，目前的物价水平已经远远高于 2006 年的水平，尤其是食品价格在 2006 年的基础上已经上涨了 38.56%。

表 4：CPI 分类指数累计涨幅（%）

年份	消费	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及服务	医疗保健和个人用品	交通和通信	娱乐教育文化	居住
2001-2006	8.53	18.90	1.60	-9.88	-7.51	0.38	-7.47	11.90	19.38
2007-2010	13.84	38.56	7.92	-5.01	4.96	9.72	-4.53	-1.80	11.06

4、如果没有政府行政管制等非经济手段对价格上涨的干预，那么当前物价水平可能会更高。2010 年各级政府密集出台了多项政策治理通胀，其中不乏一些行政干预物价的措施。例如，国家发改委要求四大粮油企业所有的小包装食用油产品 4 个月内不要涨价；福州市对本地超市推出 4 种蔬菜销售指导价等。其中，旨在遏制房价上涨势头的“新国八条”对房地产市场的行政干预力度空前严厉，“限购令”等措施得到全面升级。行政干预物价对于防止部分商品价格过快上涨具有显著效果，但同时也强制改变了经济本身的运行情况。如果排除行政干预措施的强制限制，那么当前物价水平很可能会根据经济自身的运行情况出现报复性反弹，并带动价格总水平的进一步上升。

二、我国通胀对中低收入家庭和弱势群体的影响较为严重，会进一步恶化本已严重的贫富差距，而目前脆弱的社会结构可能难以承受这种进一步加大的社会不稳定因素

1、我国居民恩格尔系数仍然偏高，经常发生的以食品价格大幅上涨为特征的通胀会对居民实际生活造成较大的不利影响，特别是中低收入家庭和农村居民的食品支出占比相对更高，因而所受到的影响尤为严重。

我国经常发生的以食品价格大幅上涨为特征的通货膨胀对居民实际生活造成的不利影响较大。虽然自改革开放以来，我国居民的恩格尔系数一直在下降，但目前仍然高达 40%。相比之下，美国等发达国家的恩格尔系数则基本在 6-15%之间；这说明我国居民的消费结构依然有待改善，食品支出依然是居民家庭支出的主要部分。与此同时，由于二元经济结构的长期存在和农产品资本化倾向加剧等现象，我国食品消费价格指数不但具有更高的波动性，而且更容易出现大幅上涨，从而引起结构性通货膨胀。在 1994-1995 年、2004 年、2007-2008 年和 2010 年等几轮明显的通胀过程中，食品消费价格指数都出现了高于 CPI 涨幅的大幅上涨，而且自 2003 年以来每年的食品消费价格指数涨幅都超过了 CPI 的涨幅；其中 2004 年和 2008 年，食品消费价格指数的涨幅分别达到了 9.9%和 14.3%，皆远远高于同期 3.9%和 5.9%的 CPI 涨幅。由此可见，我国居民消费支出结构的特

点和通胀的食品价格领涨特征使得通胀对我国整体居民生活的负面影响很大。

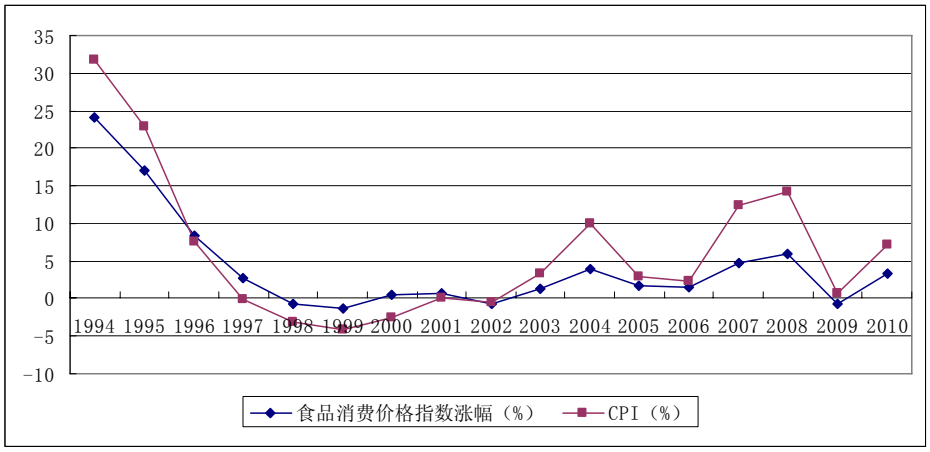

图 2：食品消费价格与 CPI

结构性通胀对恩格尔系数相对更高的中低收入居民和农村居民的负面影响会更大。2009 年城镇居民恩格尔系数是 36.5%，而农村则为 41%，较之城镇居民高出 4.5 个百分点；在城镇不同收入水平的家庭中，最高收入 10%家庭的恩格尔系数为 28%，中间收入 20%家庭的则是 39%，而最低收入 10%家庭的则高达 46.8%。因此，食品价格的大幅上涨对农村居民生活成本的影响会大于城镇居民；同样，低收入家庭的生活成本也会比高收入家庭提高得更快。我们根据城镇和农村不同收入水平家庭各自的恩格尔系数计算出各自的消费者价格指数；通过不同群体的消费者价格指数对比可以更客观地反映出这种结构性通胀对食品支出占比相对较高的中低收入家庭和农村居民带来了更大的负面影响。我们发现，在正常年份中，城乡居民之间，低收入和高收入家庭之间的生活成本上升幅度相差不大；而在通胀时期，农村居民和中低收入家庭的生活成本则明显上升更快。在 2004 年 7 月和 2008 年 2 月的两次高通胀时期，农村居民的消费者价格指数同比涨幅分别为 7.3%和 11.1%，比城镇居民消费品价格指数的同比涨幅分别高出 1.30 和 1.26 个百分点；城镇最低收入家庭的消费者价格指数涨幅分别为 7.7%和 12%，较之最高收入家庭分别高出 2.8 和 4.1 个百分点；农村最低收入家庭的消费者价格指数涨幅分别为 8.5%和 12.6%，比最高收入家庭分别高出 2.3 和 3.0 个百分点。

表 5：中国城乡各收入阶层恩格尔系数（%）

	城镇				农村			
	整体	最低收入	中等收入	最高收入	整体	最低收入	中等收入	最高收入
1994	49.9	61.2	51.1	40.0				
1995	50.1	59.5	51.4	40.5				
1996	48.6	58.3	49.9	39.8				
1997	46.4	57.1	48.0	37.3				
1998	44.7	54.3	46.2	35.1				

1999	42.1	52.1	43.3	33.4				
2000	39.4	49.5	40.9	30.8				
2001	38.2	48.3	39.6	29.7				
2002	37.7	37.7	39.3	36.5	46.3	55.9	49.2	38.7
2003	37.1	47.7	39.2	29.8	45.6	54.1	48.5	38.1
2004	37.7	49.7	39.7	29.2	47.2	55.6	50.5	39.1
2005	36.7	47.4	38.8	28.0	45.5	51.4	48.2	39.4
2006	35.8	46.3	38.2	27.3	43.0	49.6	45.0	37.3
2007	36.3	47.2	38.9	27.6	43.1	50.4	45.1	36.8
2008	37.9	48.1	40.4	29.2	43.7	50.7	46.5	36.8
2009	36.5	46.8	39.0	28.0	41.0	47.0	43.7	34.8

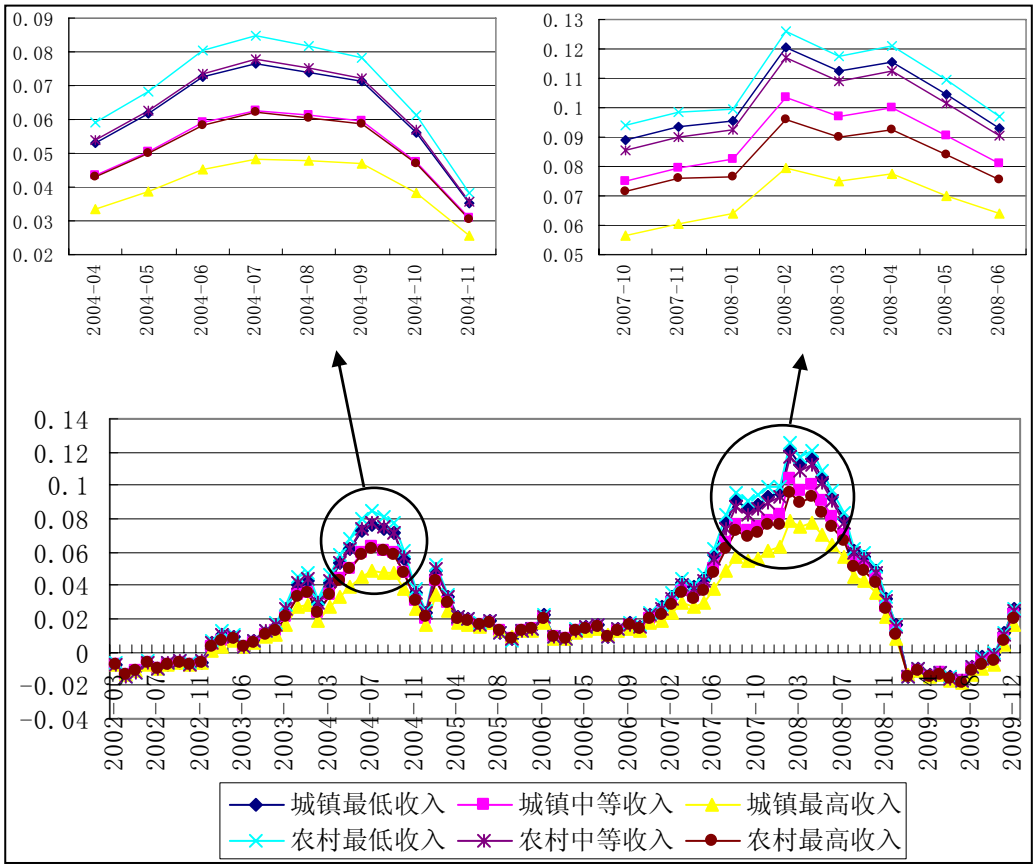

图 3：不同收入阶层居民的消费者价格指数同比增幅

2、我国家庭财产中存款所占比重较大，而长期较低的存款利率使得储蓄存款很可能在通胀中出现实际利率为负的情况，从而造成家庭财产受损，特别是我国的穷人和中间阶层往往持有更高比例的存款，因而会在通胀中遭受更大的损失。

储蓄存款是容易受到通胀影响而出现实际价值缩水的金融资产之一，其实际收益率会因为通胀率的上升而下降。我国由于尚未实现完全利率市场化，利率长期处于较低水平，存款的实际利率可能在通胀时甚至为负，因而造成家庭财产的

实际损失。我国一年期定期存款利率从 1998 年以来一直低于 5%，近十年的平均水平仅为 2.45%；五年期定期利率从 1998 年以来也基本维持在 4-5%的水平。较低水平的存款利率相比较高的通胀水平，使得我国的实际利率长期很低。一年期定期存款的实际利率从 1990 年以来平均只有 0.38%，近十年平均实际利率也仅为 0.44%。而一旦出现较高的通胀率，存款的实际收益率甚至可能为负。我国从 1990 年以来共出现过四次负利率[3]，其中 1992-1995 年和 2006-2008 年的两次负利率时期分别持续长达 38 个月和 23 个月之久。负利率事实上直接对广大持有存款的家庭的财产造成了明显的侵蚀。

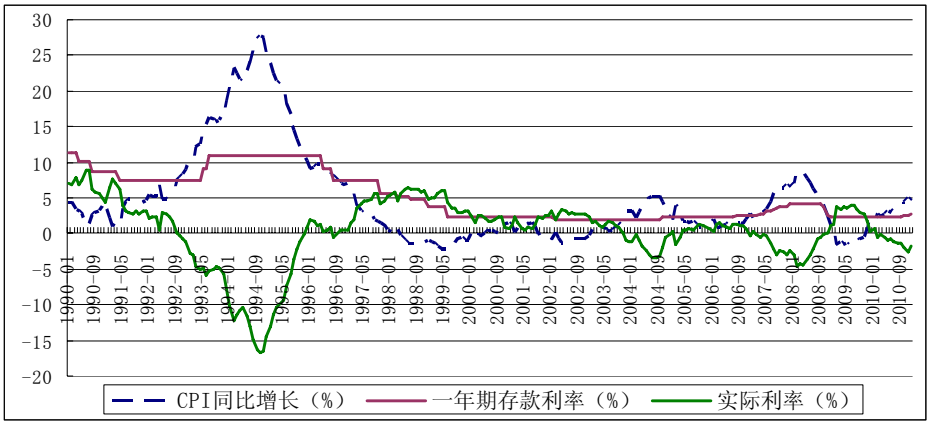

图 4：我国一年期定期存款实际利率

在存款实际收益率很低甚至为负的情况下，存款在我国家庭财产中却占了很大比重，特别是穷人和中间阶层的存款占其资产的比重更高，使得他们在通胀中会遭受更严重的财产损失，从而进一步恶化我国的贫富差距问题。通过整理 2007 年北京奥尔多投资研究中心的家庭资产调查数据可以发现，在我国城镇居民持有的资产中，存款占比为 28.12%，其中财产持有最富裕 10%的家庭存款比重最低，为 18.89%；而对于财产持有位于中、低阶层的家庭来说，其存款比重则较高，分别达到了 38.30%和 56.87%。

表 6：我国城镇居民存款占总资产比重（%）

财产最低 10%组	财产中间 20%组	财产最高 10%组	全部家庭
56.87	38.30	18.89	28.12

数据来源：奥尔多投资研究中心调查结果

3、我国的工资形成机制缺乏集体谈判等成熟、有效的市场化措施，工资调整往往滞后于通胀，导致通胀时期实际工资下降，从而对以工资为主要收入来源的中低收入家庭造成更大的损害。

[3] 1990 年以来我国四次负利率时期分别是 1992 年 10 月至 1995 年 11 月，2003 年 11 月至 2005 年 3 月，2006 年 12 月至 2008 年 10 月，2010 年 2 月至今。

我国中低收入家庭的收入来源主要以工资收入为主，而高收入家庭则主要以对企业、房地产市场、金融市场等的投资所获取的收益作为其主要收入来源。改革开放以来，随着经济的高速发展，市场各个领域的投资回报一直较高，尤其是房地产市场。投资收益虽然也会因为通胀时期的市场波动而受到一定影响，然而投资者往往能够通过资产组合多元化的方式在一定程度上抵御通胀的冲击。因此，作为主要以投资收益为主要收入来源的高收入家庭，通胀对其收入的冲击相对较小。相反，我国职工工资收入则远远不能与投资回报相比，其增速也远低于投资回报的增速。大量普通劳动者的工资收入增速滞后于通货膨胀率，造成其在通胀时期实际工资的下降。于是对于那些以工资收入为主要收入来源的中低收入家庭，其收入会在通胀时期受到较严重的影响，这会进一步造成贫富差距的恶化，并使大量低收入家庭的生活更加艰难。

4、相比穷人和中间阶层而言，富人抵御通胀的能力更强，能够通过资产持有结构的多元化，特别是投资房产等可以保值甚至升值的资产来减少通胀对自身财产所造成的侵蚀。

富人往往持有多样化的资产形式，他们能够通过资产组合的多元化来有效抵御通胀对财产的冲击；相反，我国穷人和中间阶层的资产结构较之富人而言更为单一，主要以存款为主，还持有一部分股票和基金，因而其财产会在通胀中遭受较大的损失。由奥尔多投资研究中心 2007 年的数据可知，富人除了将资金投入股票（5.68%）和基金（6.60%）市场以外，还持有期货（0.42%）和其他金融理财产品（0.36%）等各类金融资产。相反，中间阶层和穷人则基本上不持有这些金融资产。富人之所以在通胀中的损失相对较小，除了因为其持有更加多样的金融资产外，更重要的是其资产中有较大比重的实际资产，实际资产主要包括房产、收藏品、外汇等。与存款、债券等名义资产不同，实际资产的价值并不会因为通货膨胀而缩水，因而是抵御通货膨胀的良好手段。财产持有最高 10%的家庭资产中，房产、收藏品和外汇分别占到了 45.98%、1.40%和 0.88%。相反，中间阶层持有的外汇和收藏品就相对较少；财产持有最低 10%的家庭更是基本不持有实际资产。中间阶层和穷人的资产构成中以名义资产为主，主要是因为房产、收藏品等实际资产的持有往往需要较高的资金投入，需要家庭的高收入作为支撑。不同财产水平家庭间资产组合结构的差异必然导致通胀对穷人和中间阶层财产的侵蚀更大，从而进一步拉大我国的贫富差距。

表 7：不同财产水平家庭的资产结构（占总资产比重，%）

资产	财产最低 10%组	财产中间 20%组	财产最高 10%组	全部家庭
股票	3.11	3.63	5.68	3.98
基金	1.18	1.83	6.60	1.95
期货	0	0.04	0.42	0.19
其他金融理财产品	0	0.20	0.36	0.20
外汇	0.05	0.33	0.88	0.48
收藏品市场价值	0.10	0.16	1.40	0.71
自有房屋的估计市场价值	0.56	37.40	45.98	44.58

数据来源：奥尔多投资研究中心的调查结果。

注：限于篇幅，这里仅给出了部分资产类型占比。

不仅如此，由于富人为规避通胀风险而大量购买房产，房价随之大幅上涨，这也进一步增大了贫富差距。房屋具有投资品和消费品等双重属性，在我国地少人多、城市化高速进行和传统文化等背景下具有较强的保值增值能力。1998 年我国房改之后，历年各类房屋销售价格涨幅都高于 CPI 涨幅，且在 2001 年之后差距大幅提高。而投资房产所需要的资金远高于其他投资品种，是一种只适宜富裕人群的防通胀投资工具。购买住房可以使用自有资金和银行贷款，但即使是通过银行贷款途径筹集资金，高额的首付对于中低收入者来说也是难以承受的，因此房价上涨所带来的财产保值增值收益严重偏向于富人。通胀的发生促使富人选择购买更多的房产以作资产保值升值之用，大量投资资金进入房市将会进一步推高房价，从而使得不同阶层的财产差距不断扩大，带动贫富差距进一步扩大。

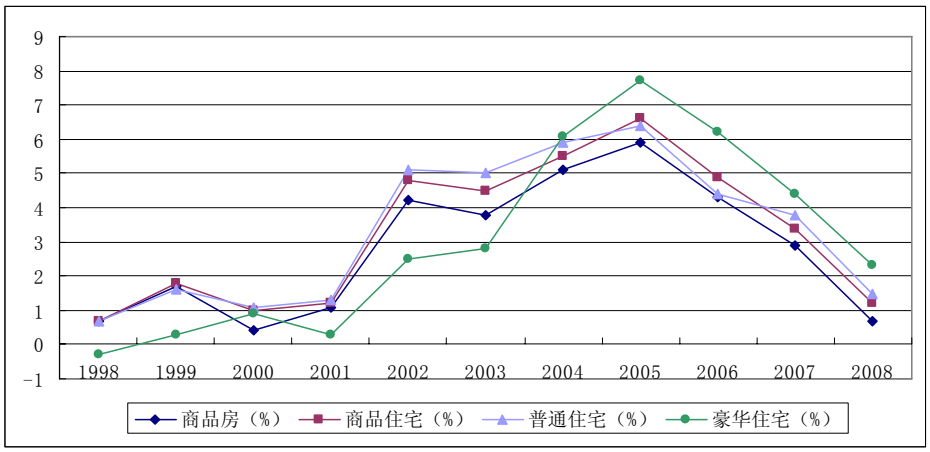

图 5：各类房屋销售价格涨幅与 CPI 涨幅之差

第二部分 我国当前通货膨胀形成机制的新变化

当前通货膨胀发生的宏观背景与历次通胀存在显著不同：实体经济没有过热，产出缺口不大、经济增长平稳、煤电油运等没有出现整体性紧张，但通胀压力却很大。2010 年产出缺口在 2009 年的基础上出现了一定幅度的恢复，虽然仍

为负数（-0.56%），但已处于常态区间；另外，目前的产出缺口与经济过热时的较大正向产出缺口（如 1984 年的 5.09%、1992 年的 4%和 2007 年的 3.47%）相比仍有很大距离。2010 年实际 GDP 增速较为平稳，达到 10.3%，与 2000 年至 2009 年这一轮经济周期的平均经济增长率相当，远低于 2007 年经济过热时 14.2%的增速。煤电油运等在 2010 年都没有出现整体性紧张，以发电量为例，2010 年下半年发电量增速持续下滑，增长率甚至低于正常时期。

这种情况的发生与宏观经济运行机制发生了显著变化不无关系。在资本深化、房地产深刻影响宏观经济、刘易斯拐点逐渐到来的大背景下，我国通货膨胀形成机制出现了一些新变化。深入研究通胀形成机制的新变化对于有的放矢地治理当前通胀具有重要意义。

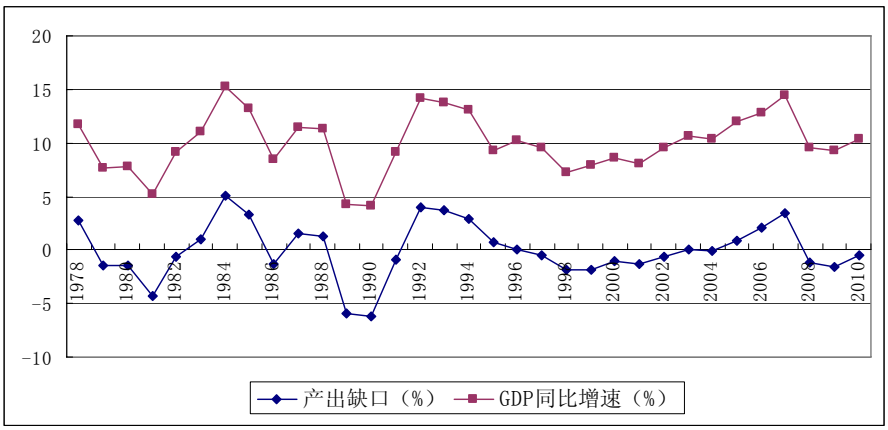

图 6：产出缺口与 GDP 增速图

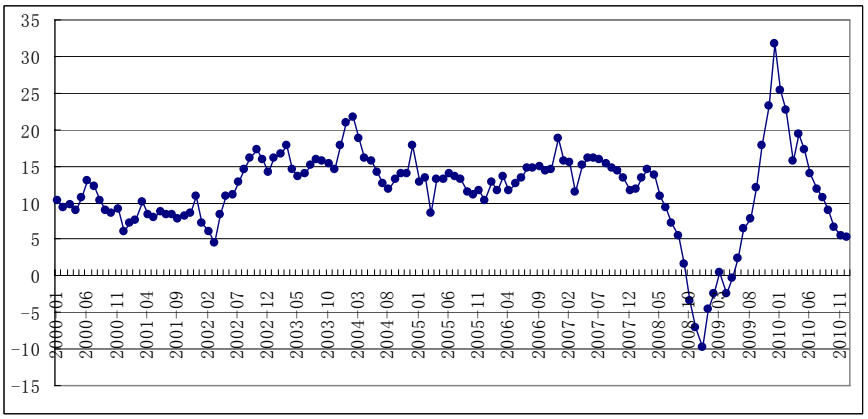

图 7：发电量增速_三月移动平均值（%）

一、我国 2009 年过度宽松的货币政策、2010 年超计划的货币投放和不断攀升的外汇占款等因素导致的充裕流动性在农产品市场和房地产市场寻找出口，直接造成了物价和房价的迅速上升，而外资的涌入

和高通胀预期下的高货币流通速度则进一步加剧了这一过程

1、流动性泛滥是一个不争的事实。

2009 年，M2 占 GDP 比重、M2 增速、M2 增速与 GDP 增速之差以及全年贷款总额均处于历史高位，流动性泛滥现象十分明显。M2 占名义 GDP 比重在 2009 达到了 178%，是 1990 年以来最高的一年，比 2002-2008 年高出约 20 个百分点，远高于 2000 年之前任何一年。2009 年的四个季度中，M2 增速都在 25%以上，M2 增速与 GDP 增速（名义和实际）之差基本都在 20%以上，都出现了明显超过历史最高增速的超常增长，这显示出 2009 年的货币发行量增速不但远高于往年，而且与产出增速的缺口远远超过以往，因而也超出了实际经济运行的需要。信贷投放方面，2009 年金融机构贷款增速远高于历史常规水平（10-20%），第二、三、四季度的贷款增速罕见地超过了 30%；全年新增贷款总额达到 9.59 万亿，比 2008 年的 4.9 万亿增长了近一倍。

2010 年，M2 占 GDP 比重上升至历史最高点，M2 增速、贷款增速虽然较 2009 年略有回落，但仍然在 2009 年的高基数水平之上保持了历史较高水平的增长，流动性泛滥形势依然十分严峻。M2 占名义 GDP 比重在 2010 年达到了 182%的历史最高水平，甚至高于 2009 年。M2 增速和信贷增速虽然均回落至 20%左右，但只是仅仅低于 2003 年和 2009 年的水平，事实上仍处于相对高位。M2 增速与名义 GDP 或者实际 GDP 增速之差都高于 2004 年至 2008 年高增长时期的水平。全年新增贷款 7.95 万亿，虽然较之 2009 年要少，但仍远高于 2008 年的水平。

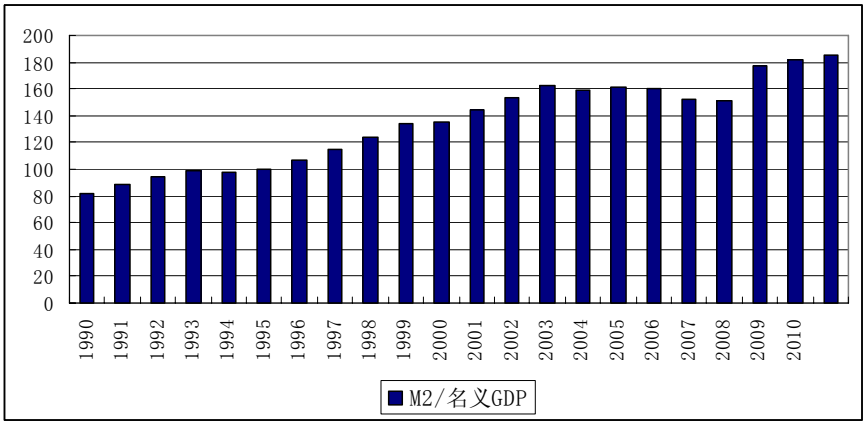

图 8：M2 占名义 GDP 比重（%）

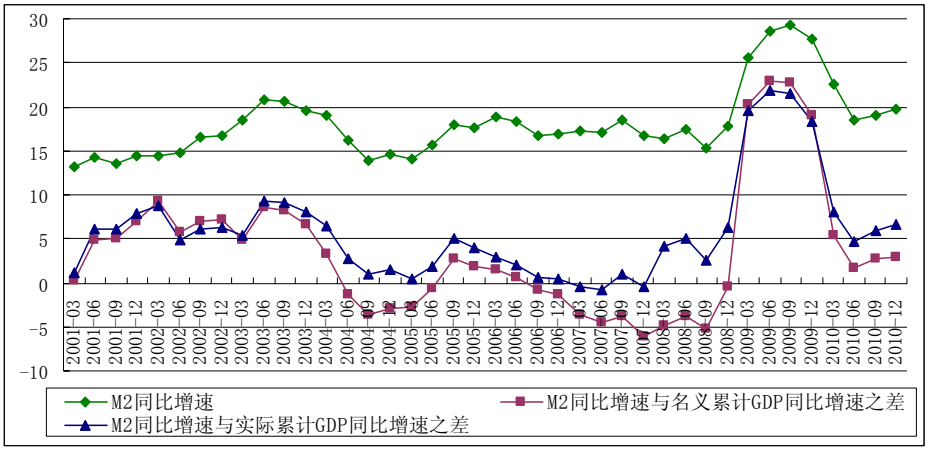

图 9：M2 增速及其与产出增速的对比情况（%）

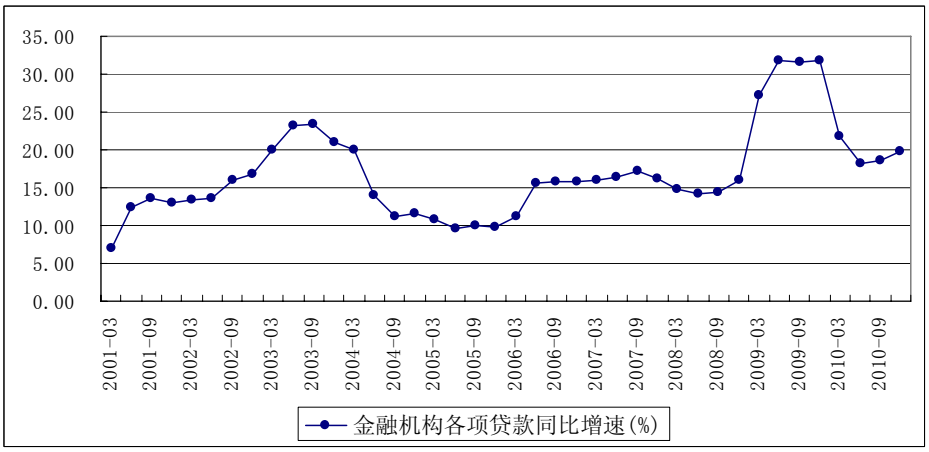

图 10：信贷规模扩张情况（%）

2、过多的流动性主要来自于 2009 年过度宽松的货币政策、2010 年超计划的货币投放和不断攀升的外汇占款。

第一，2009 年我国政府为应对全球金融危机，保持经济平稳快速增长，采取了超宽松的货币政策，投放了大量流动性。受全球金融危机和国内经济周期性下滑影响，我国经济在 2008 年下半年至 2009 年上半年期间遇到了严重困难。从 2008 年下半年开始，我国经济开始出现下滑，并在 2008 年四季度和 2009 年一季度中出现了近十余年来最差的经济表现，这两个季度的经济增长率分别只有 6.8%和 6.2%，工业增加值增速也分别只有 6.4%和 5.1%。面对这种严峻的经济形势，国家出台了一系列大力度刺激经济的宏观调控政策，使用大量的货币刺激、信贷刺激和财政刺激为经济运行注入活力，其间所释放的巨额流动性在成功保持经济平稳较快增长的同时，也不可避免地为走出危机后的经济留下了流动性过剩的隐忧。

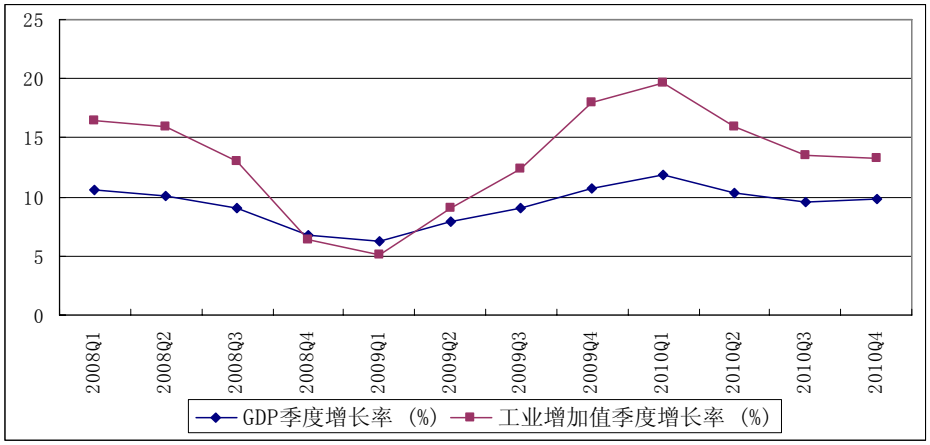

图 11：国际金融危机期间我国的 GDP 增长率与工业增加值增长率（%）

第二，2010 年货币政策虽然逐步调整为适度宽松，但是货币仍出现了超计划投放，流动性在 2010 年仍保持宽松状态。一是货币供应量增速虽然小幅回落到 19.7%，但依然超过了 17%的目标值。二是 2010 年的信贷总额高达 7.95 万亿，超过去年初政府制定的 7.5 万亿的信贷目标。三是在 2010 年下半年通胀苗头较为明显时，货币政策的紧缩性力度不足。由于 2010 年上半年经济复苏势头尚不稳固，为防止经济二次探底，国家三次调整存款准备金率以回收流动性，但力度相当之弱，大型金融机构的存款准备金率仅恢复到 2008 年年初的水平，而中小金融机构的准备金率甚至未恢复到 2008 年的水平。在 2010 年 5 月中旬至 10 月中旬长达 5 个月的时间内，央行没有出台任何新的紧缩性政策，而事实上 CPI 涨幅从 7 月起已经连续 3 个月超过 3%。

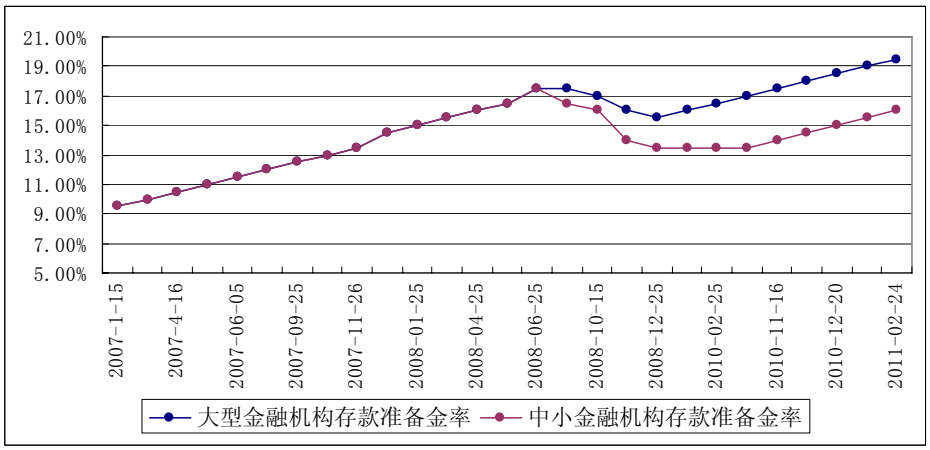

图 12：存款准备金率调整图

第三，2009 年及 2010 年贸易顺差和国际资本流入的进一步增加推高了外汇占款，导致货币大量被动发行。2009 年和 2010 年，我国外汇占款增量分别达到 26966 亿元和 32683 亿元，分别处于历史第五和第二高位，外汇占款的持续增加

不可避免地带动了我国货币的大量被动发行。事实上，2009 年和 2010 年我国外汇占款占 M2 的比重高达 30%以上；除去 2007 年和 2008 年，该比重处于自 1990 年以来的最高水平。这意味着，在我国目前发行的基础货币中，已经有约 1/3 是由国际因素所决定的。

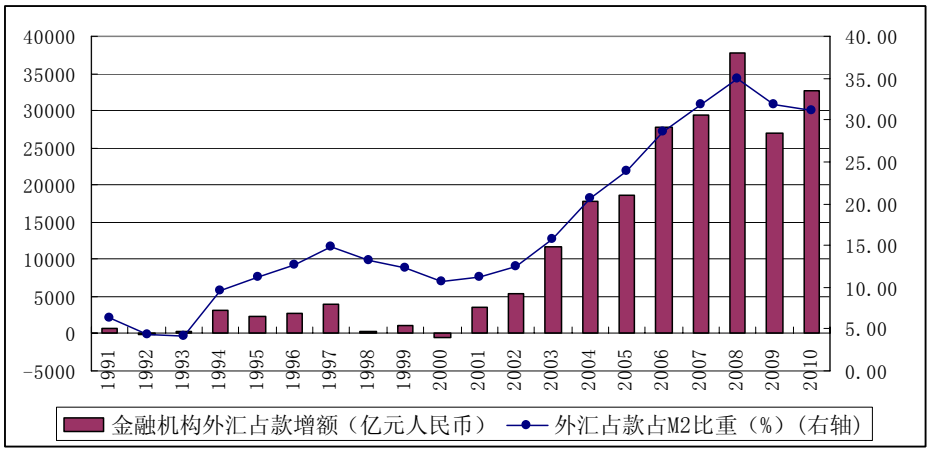

图 13：外汇占款增额与外汇占款占 M2 比重

当前外汇占款的增加主要有两个来源：一是随着全球经济复苏，我国外贸形势出现改善，外贸顺差出现一定程度的恢复。2009 年和 2010 年，虽然外贸顺差分别只有 1957 亿美元和 1831 亿美元，低于 2007 年和 2008 年，但仍处于较高水平。另外，从 2010 年的月度数据来看，虽然我国在 3 月出现了自 2004 年 5 月以来的首次逆差，但之后外贸顺差迅速恢复，并保持在相对高位，5 月至 12 月的月均顺差达到 210 亿美元，已基本恢复到 2007 年的水平。

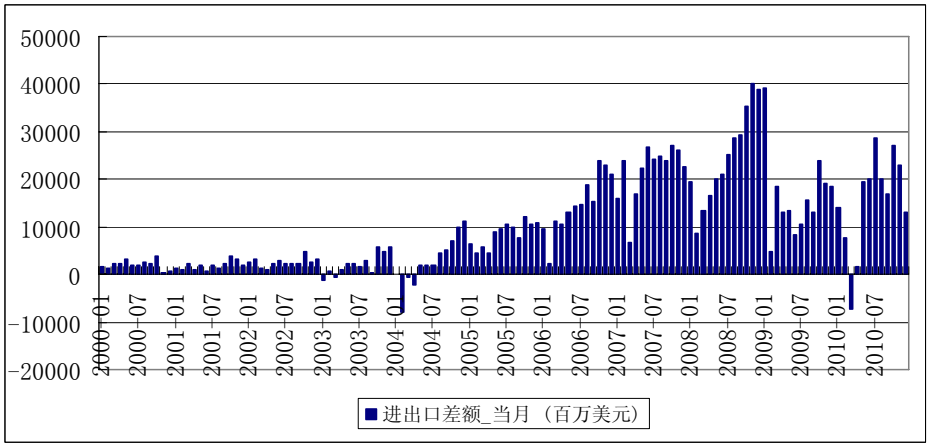

图 14：进出口差额

二是以美国为代表的发达国家所实施的宽松货币政策给以中国为代表的新兴经济体带来了大量的资金流入。为应对此轮国际金融危机，一些发达国家实行

了极度宽松的货币政策，造成全球流动性泛滥，其中尤以美国在 2010 年 11 月推出的新一轮量化宽松政策（QE2）影响力为巨。由于次贷危机的本质是旧一轮的技术创新浪潮已经平息，而新一轮的技术创新浪潮尚未涌起，因此扩张性货币政策无法将流动性有效注入到实体经济。过剩的流动性因而涌入到虚拟经济部门或国际市场寻求获利机会。

作为金融危机后高速增长的新兴经济体代表，中国成为了国际资本尤其是热钱最青睐的对象之一。一方面，充裕的国际资本希望分享新兴经济体迅速从国际金融危机中恢复并保持高速增长所得到的红利，中国强劲的增长态势和潜力自然成为国际资本的重点关注对象，并吸引了大量 FDI 进入。与 2008 年相比，我国实际利用外资金额在 2009 年和 2010 年没有太多回落，2010 年前 11 月实际利用外资额仍达到了 917.07 亿美元，仅稍低于 2008 年全年的水平。

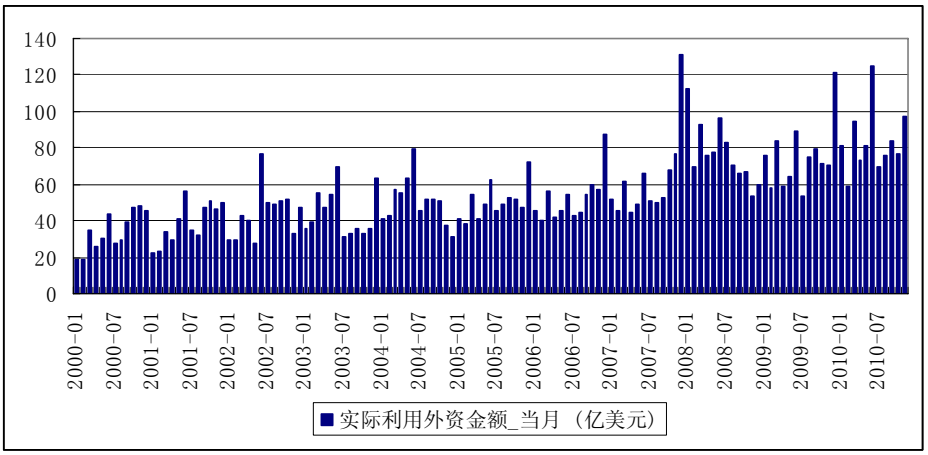

图 15：实际利用外资金额

另一方面，美国新一轮的量化宽松政策强化了人民币升值预期，加之我国将进入加息通道的预期，两种预期因素导致大量热钱进入中国。在新一轮的量化宽松政策正式公布之前，外界通过对美国国内经济数据和政策动向的分析就已经对 2010 年 11 月份政策的出台形成了强烈的预期，因此早在 11 月份之前热钱就已经具有涌入中国的强大动机。另外，央行于 2010 年 10 月 20 日、12 月 26 日以及 2011 年 2 月 9 日的三次加息所产生的更高的利率和我国将进入加息通道的预期进一步强化了热钱流入的动机。2010 年 9 月和 10 月，我国来自非贸易非 FDI 的外汇增加量[4]分别达到创纪录的 752 亿美元和 777.8 亿美元，说明热钱的涌入趋势在加剧。外汇储备数据也显示出热钱流入加剧的特点：2010 年 9 月和 10 月的

[4] 目前国际上一直没有准确的“热钱”定义，通常的做法可以用外汇储备的增加量减去外商直接投资（FDI）和贸易顺差来计算，但这种算法得到的数据与国家外汇管理局公布的数据并不一致。

单月外汇储备增加量是 21 世纪以来最高的两个月，远多于其他时期，而 12 月份外汇储备增加量再次升高到仅次于 9、10 月份的历史高位，这可能与实际发生的两次加息以及对未来仍会加息的预期有关。

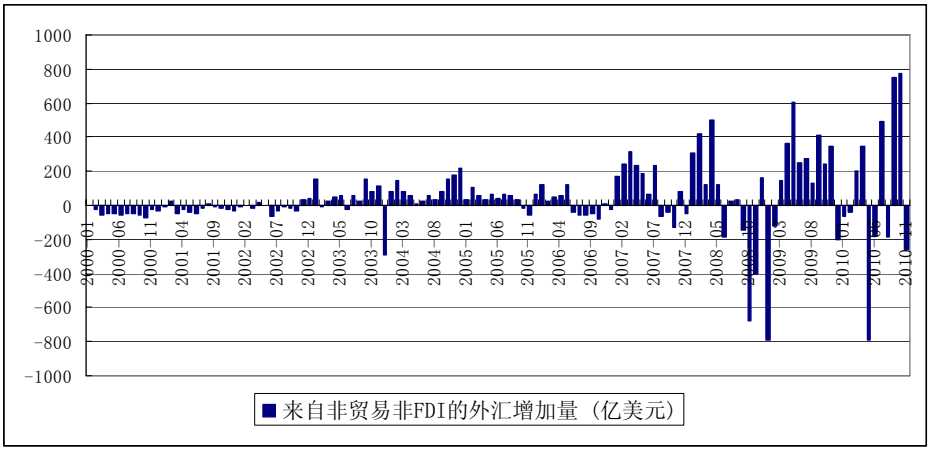

图 16：来自非贸易非 FDI 的外汇增加量

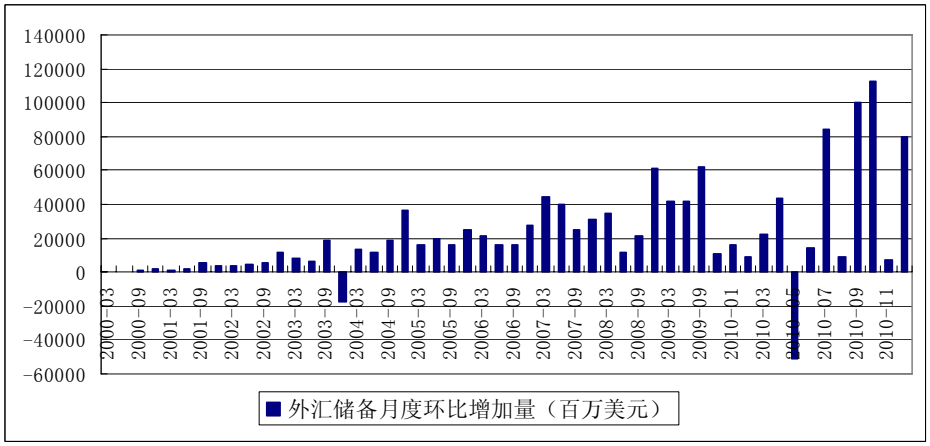

图 17：外汇储备月增加量

3、充裕的流动性在农产品市场和房地产市场寻找出口，直接造成了物价和房价的迅速上升。

第一，过剩的流动性在农产品市场得到一定释放，引起了农产品价格上涨。

目前我国实体经济发展相对不足，缺乏强有力的经济增长点，实体经济吸纳资金的能力较弱，而作为我国传统两大投资渠道的股票市场和房地产市场在 2010 年对资金的吸引力也显疲软。全年上证综合指数大跌 14.3%，跌幅全球第三；房地产行业的不确定性和“有价无市”氛围也由于国家出台的一系列严厉的调控措施而大大加强。

在这种市场环境下，大量的投资和投机资金开始向其他市场转移，而农产品因其市场及产品特点成为流动性转移和释放的对象。农产品市场处于“紧平衡”

状态，需求价格弹性低，短期内供给难以大幅增加，因而具有充足的炒作获利空间。另外，分报告的分析显示，我国目前分散的农产品流通体制也给游资炒作提供了便利：游资进入流通环节，对分散的经纪人、批发商乃至零售商进行纵向整合，就能获得高额利润。

2010 年我国农产品资本化倾向严重，改变了以往的单纯消费品属性，部分农产品价格的形成机制出现明显变异，开始脱离供求层面，并出现轮番上涨。2010 年，大量剩余资金涌向产区集中、易于储藏的必需农产品，造成了大蒜、棉花、苹果等农产品价格轮番的急速上涨。2010 年 2、3 月份苹果价格大幅上涨 30%以上，5 月份大蒜价格飙升至去年同期价格的 5 倍以上，6 月份玉米价格涨幅达到年内最大值 21.3%，11 月份籽棉和大豆价格涨幅达到顶峰，分别为 79.45%和 14%，12 月份苹果价格再次高涨 45.9%。

表 8：部分农产品同比价格涨幅(%)

	苹果	大蒜	籽棉	大豆	玉米
2010-02	32.24				
2010-03	33.43		29.26	4.89	19.02
2010-04	21.24		25.00	7.05	18.45
2010-05	3.94	414.71	23.43	9.23	21.18
2010-06	-4.50	250.05	23.58	8.30	21.26
2010-07	1.68	231.37	23.83	8.07	17.78
2010-08	16.63	185.28	22.95	8.47	14.59
2010-09	13.99	164.13	34.76	8.46	12.11
2010-10	19.01	139.80	58.84	11.28	14.21
2010-11	42.12	84.06	79.45	13.98	16.48
2010-12	45.88	47.54	58.16	10.84	13.98

第二，充裕的流动性为房地产市场注入了充足的资金来源，并推动了近期房价的快速上涨。近十余年来，我国货币供应量与商品房销售价格指数呈现明显的正向关系，货币供应量的上涨一般将会导致房价上涨，虽然这种影响存在一定的滞后性。例如，2008 年以来货币增速与房地产价格的关联尤为明显：自 2008 年初开始的货币增速下滑导致了其后的房地产价格指数增速下滑；而 2009 年初的货币增速提高也带动了房地产市场的回暖，价格指数稳步增加。另外，度量资金充裕程度的同业拆借利率与房地产市场价格指数也呈现出强烈的负向关系，且二者的同步性非常明显。2009 年的同业拆借利率的大幅下滑带动了同期房屋价格指数的迅速上涨。

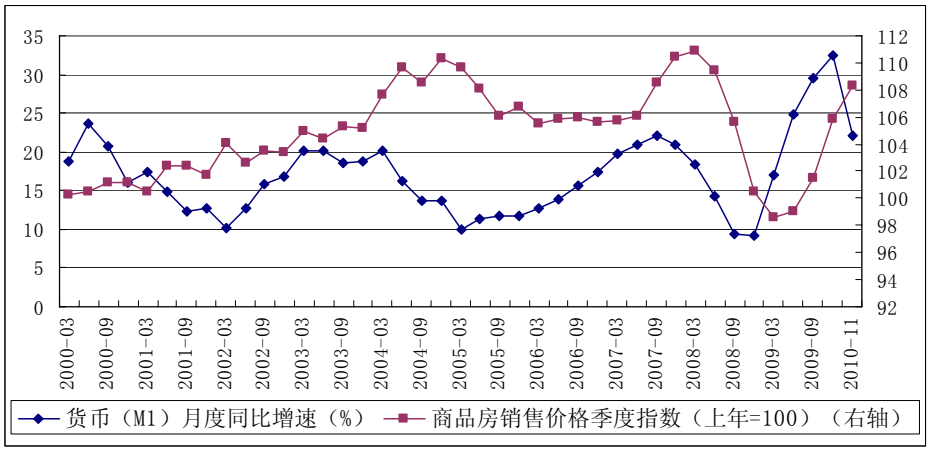

图 18：货币增速与商品房消费价格涨幅

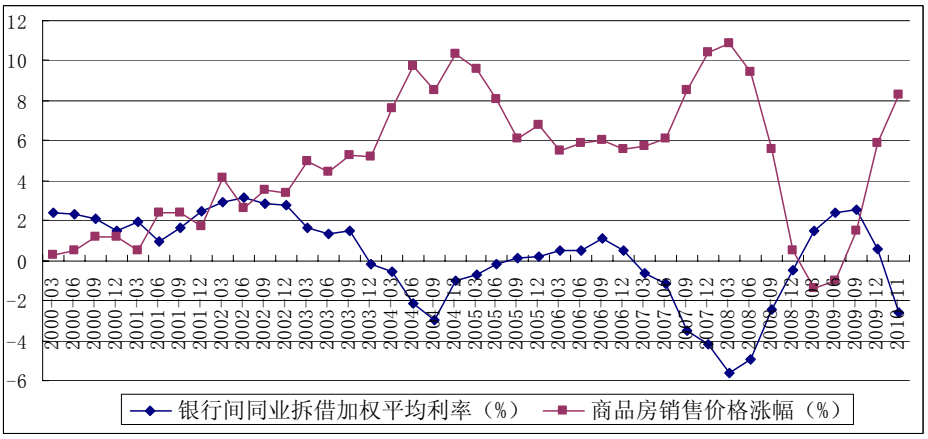

图 19：银行间同业拆借利率与商品房消费价格涨幅

第三，外资的涌入具有鲜明的投机特征，加速带动了资金向资本市场、房地产市场和农产品市场的涌入。2010 年起，我国房地产行业调控日益趋紧，房地产开发资金增速在 2 月达到最高值后出现快速回落。然而，外资却逆市涌入房地产市场，房地产开发资金来源中外商投资增速逐渐上升，增长速度不但快于房地产资金来源增速，也快于固定资产投资资金中利用外资增速，外资投资于泡沫性投机行业的倾向十分明显。外资加速进入如房地产市场、资本市场和农产品市场，导致这些市场泡沫日益扩大，进一步带动国内投机性资金进入这些行业并推高了相关商品价格。

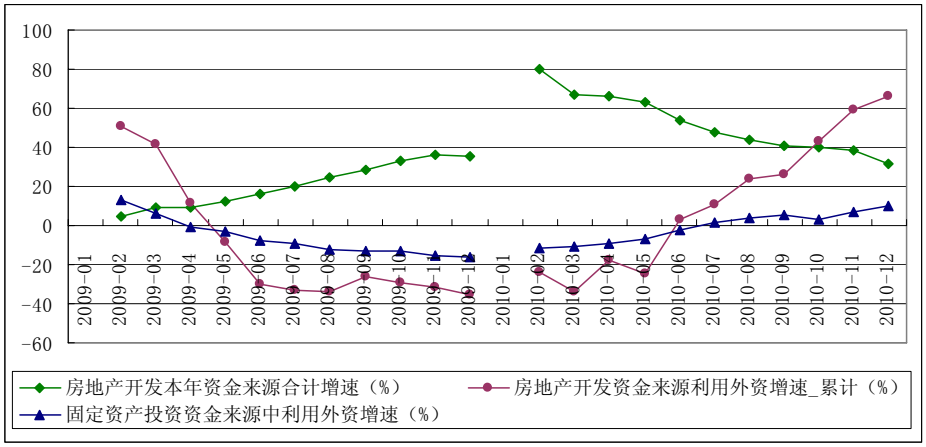

图 20：外资逆市进入房地产市场图

第四，因泛滥的流动性引起的强烈通胀预期，加快了货币流通速度，进一步加剧流动性过剩，并造成显著通胀压力。央行公布的未来物价预期指数显示，居民通胀预期目前已经处于历史高位。居民通胀预期指数在2010年的四个季度持续上升，第四季度的未来物价预期指数已经达到了自1999年四季度以来的最高值，预测下季度物价将上涨的居民高达61.4%。从M1与M2增速之差来看，2010年四个季度的差额均为正值，说明存款活期化程度趋势强，资金活跃程度高，也反映出通胀预期一直处于较高位。

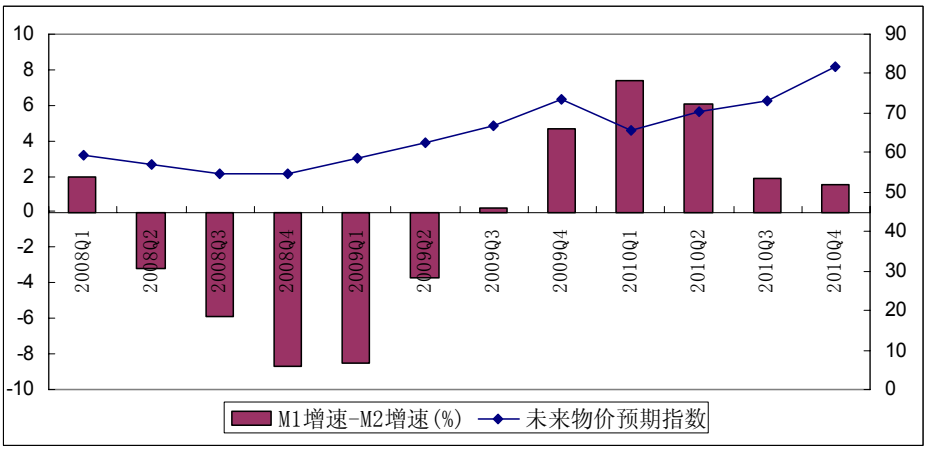

图 21：M1-M2 增速与物价预期指数

二、刘易斯拐点的逐渐到来带动了低端劳动力工资的持续上涨，造成了低端服务业和农产品价格上涨

1、中高端劳动力市场的劳动力成本上涨幅度不大，且劳动生产率出现大幅提高，因此由中高端劳动力成本上涨推动当前通胀形成的可能性较小。[5]我国企

[5] 我国全部城镇单位从业人员数、在岗职工人数及其相应的收入统计都不包括农民工，因此本文将纳入一般统计数据的劳动力称为中高端劳动力，以便于以农民工为主的低端劳动力相区别。

业劳动力成本在 2010 年基本处于常规增长轨迹，没有表现出劳动力成本加速上涨态势。2010 年企业劳动力名义和实际成本的增长幅度均低于近十年平均水平，前三季度的全部单位从业人员名义劳动报酬季度平均增速为 14%，略低于从 2001 年起至今的 14.75%的季度平均增幅，也远低于 2007-2008 年通胀时期 17.93%的增速；前三季度的全部单位从业人员实际劳动报酬季度平均增速为 10.82%，远低于 2001 年至今的 13.43%的季度平均增速，也低于 2007-2008 年通胀时期 12%的增速。另外，当前劳动生产率的大幅提高降低了单位产品劳动力成本，增强了企业消化劳动力成本上升的能力，进一步降低了由劳动力成本上升导致通货膨胀的可能性。2010 年各月工业总产值增速均在 30%以上，远高于从业人员数在 5%-8%之间的增速；各季度工业劳动生产率基本在 20%以上，高于从业人员平均劳动报酬增速 5 个百分点以上。

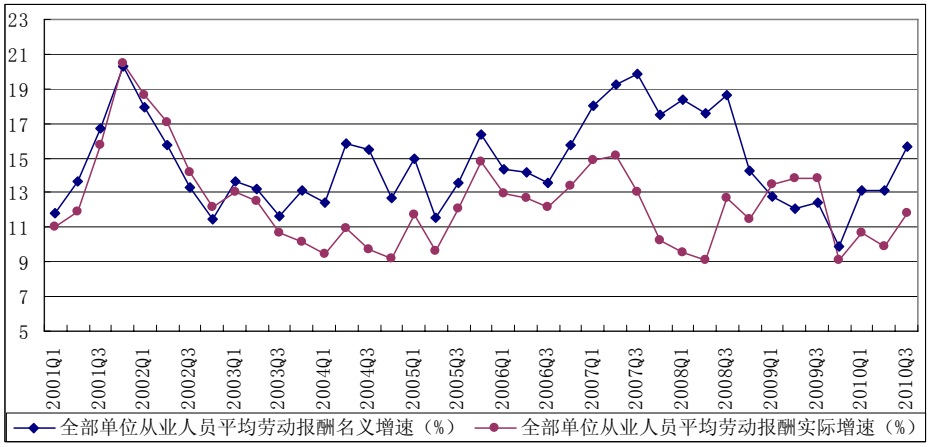

图 22：从业人员名义和实际劳动报酬同比增速

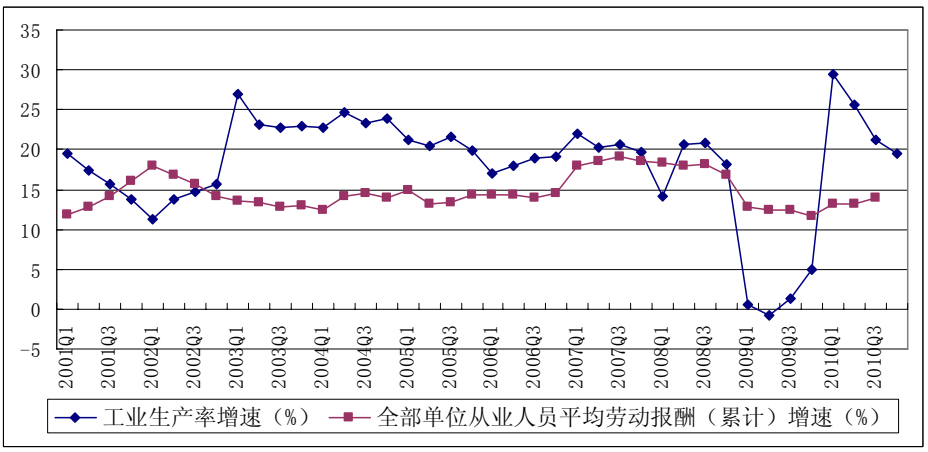

图 23：工业生产率增速与从业人员平均劳动报酬增速

2、低端劳动力价格的持续上涨造成低端服务业和农产品价格上涨，进而推高了整体物价涨幅。

2010 年我国低端劳动力市场供给由总量过剩转向结构性过剩，促使低端劳动力价格大幅上涨。2010 年城市劳动力需求供给比是 1.01，达到 21 世纪以来的最高值，劳动力需求量首次超过求职人数；东部地区劳动力需求供给比在一季度达到历史最高值 1.07，而且传统劳务输出的中部和西部地区的数据也首次超过 1。局部地区“民工荒”现象再次出现，且呈现出从东部沿海地区向中部和西部地区扩散的趋势。人保部公布的 2010 年农村外出务工人员就业情况调查结果显示：有 70%的被调查企业预期招工“有困难”或“有一定困难”，比往年上升了 5 个百分点。低端劳动力市场供需的重要变化推动低端劳动力价格大幅上涨。20 多个地方政府提高最低工资标准，平均增幅多在 20%以上，许多外商投资企业和民营企业为解决招工难问题开始对农民工大幅加薪。2010 年前三个季度的农村家庭人均工资性收入增速超过了 15%，远高于平均工资增速，显示出农民工工资事实上在 2010 年出现了大幅上涨。

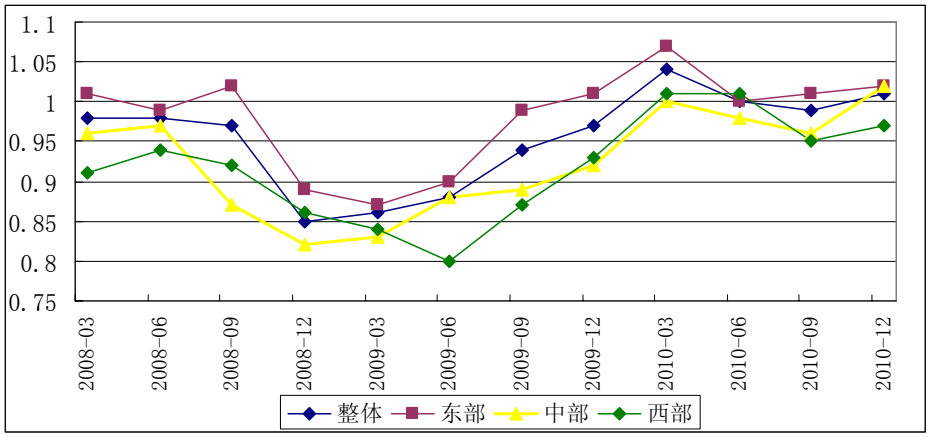

图 24：城市劳动力需求供给比率

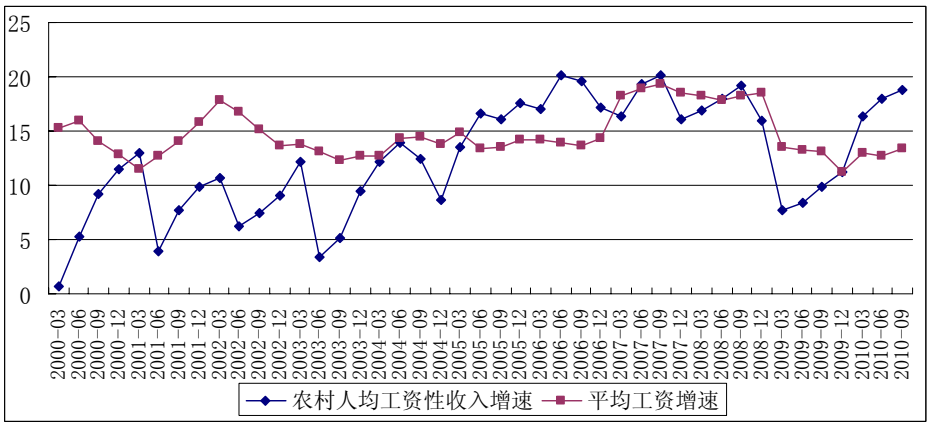

图 25：农村人均工资性收入增速与平均工资增速（%）

低端劳动力价格上涨推动低端服务行业和农产品价格出现上涨，对整体通胀造成明显压力。一方面，农民工工资上涨直接推动所在低端服务业的成本和价格上升。服务业技术进步比较慢，且大量使用低端劳动力，因此低端劳动力价格上涨会显著推动低端服务业成本和价格的上涨。家庭服务及加工维修服务是典型的低端服务行业，其价格涨幅在 2010 年的各月都超过了 CPI 涨幅，平均高出 3.38 个百分点。另一方面，农民务工收入的增长意味着务农的机会成本增加，同时农业也同样具有技术进步慢和劳动密集型特征，因此劳动力成本上涨会对农业生产总成本和农产品价格造成显著的上涨压力。低端服务业广泛涉及到居民日常生活和经济运转的方方面面，农产品是典型的基础产品，因此低端劳动力价格上涨通过农业和低端服务业对整体物价水平上涨产生了重要的推动作用。

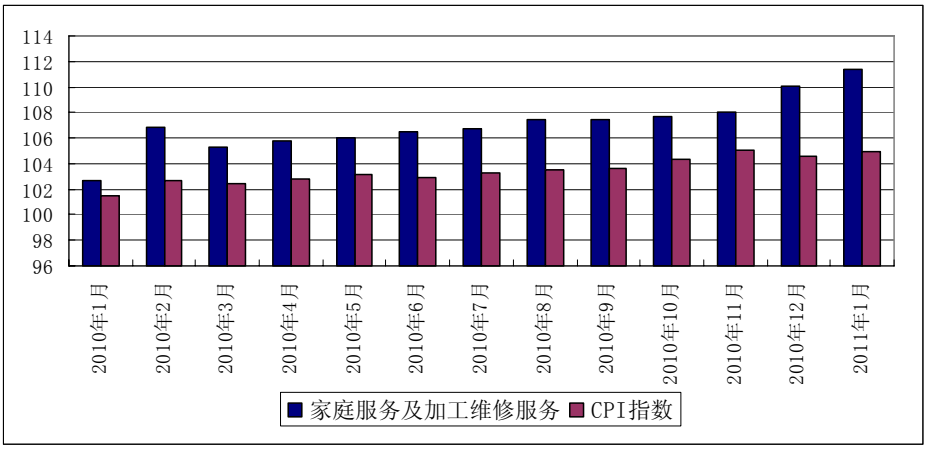

图 26：家庭服务及加工维修服务价格与 CPI 指数

三、国际粮价和国际原材料价格通过影响国内农产品价格来推高 CPI，输入型通胀逐渐显现

1、国际粮价持续上涨带动国内农产品价格上涨。受国际农产品价格对国内农产品价格传导因素的影响，2010 年下半年以来，我国粮食价格在国际粮价大幅上涨的大背景下快速上升，国际粮食价格对国内 CPI 影响逐渐显著。2010 年全球频发的极端天气使得国际粮食减产较为明显，加之国际流动性处于持续宽裕状态，国际主要农产品价格自 2010 年 6 月份以来一直保持持续快速上涨的势头。联合国粮农组织发布的数据显示，到 2011 年 1 月，食品价格指数已经连续七个月上升，1 月份的名义点位已经达到 231 点，比 2010 年 12 月份又提高了 3.4%，无论按实际点位还是名义点位计算都创下 1990 年该指数设立以来的最高水平。与此同时，我国国内食品价格自 2010 年 6 月份起也进入了新一轮的高速上涨，居民食品价格同比涨幅由 6 月份的 5.7%一路攀升至 11 月份的 11.7%，我国居民

食品消费价格指数在国际食品价格创下历史新高的大背景下也达到了 10 年来的最高点。分报告的经验分析也证实国际农产品价格对国内价格具有经济意义上的显著影响，国际农产品价格上涨带来的输入型通货膨胀逐渐显现。

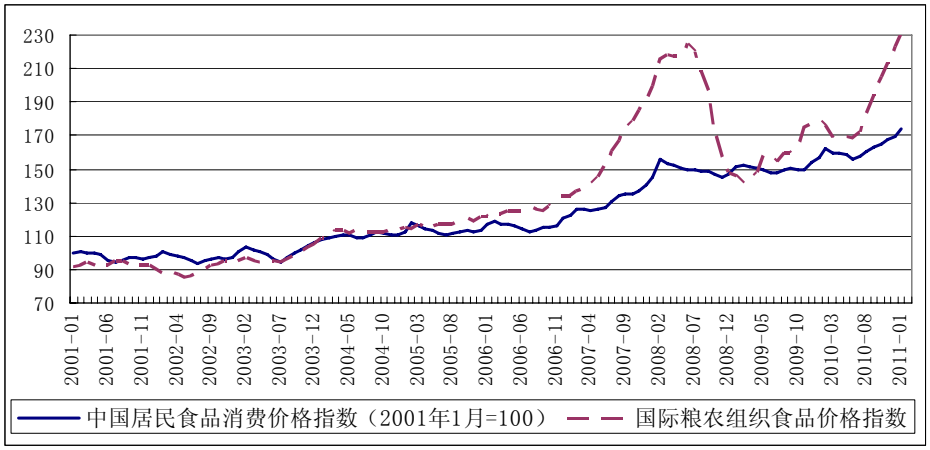

图 27：我国食品价格与国际粮农组织食品价格指数

第一，我国主要进口农产品对外依存度不断提高，使得主要进口农产品国际价格的快速上涨直接带动了国内相关价格的上升。2001 年至 2010 年期间，我国农产品进口额年均增长 22.3%，增速远远高于其他农产品进口大国。其中，大豆的国内供给缺口最大，2010 年全年进口大豆 5480 万吨，远超出国内产量 2000 万吨，其对外依存度已经超过 70%；此外，玉米的国内供给缺口也在逐步显现。我国农产品对外依存度的提高使得国内农产品价格上涨的输入型特征更为明显。

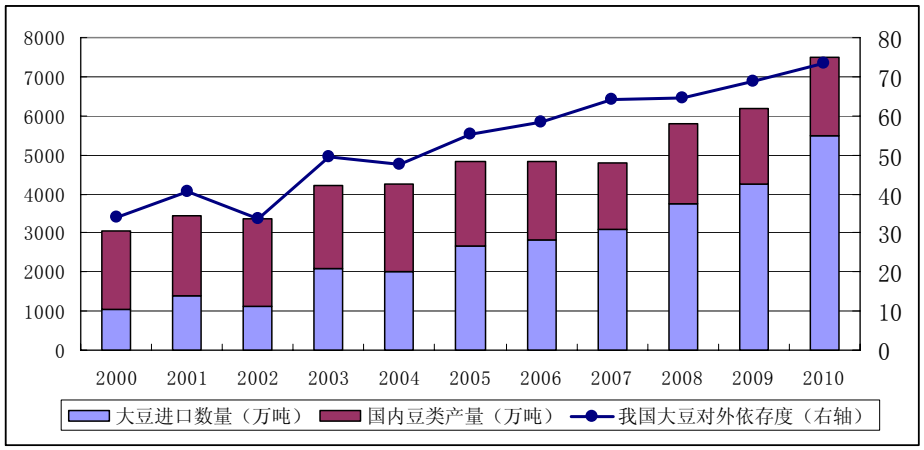

图 28：我国大豆对外依存度（%）

第二，我国主要进口农产品多为上游粮食作物，其国际价格的提高将直接带动国内相关下游农产品价格的上涨，从而强化并进一步放大了国际农产品价格上升的影响。我国对外依存度最高的农产品是大豆和玉米，而大豆加工的副产品豆粕和玉米分别是生猪和禽类的主要饲料原料，因此，国际大豆、玉米价格的

上涨带动下游肉禽制品的价格上涨。2010 年 6 月以来的国际粮价快速上升迅速拉高了国内大豆、玉米等粮食价格，并逐步向国内肉禽及其制品的价格进行传导，进而影响到整体的物价水平。四季度国内肉禽及其制品价格指数同比上涨 9.0%，远远高于前三季度 0.9%的平均增速。

第三，国际农产品期货价格上升推动了国内相关农产品期货的价格，进而影响到国内农产品现货价格。国内外的相关研究表明，芝加哥商品交易所（CBOT）期货价格主导了全球农产品期货市场的价格信息传递，其他各国的期货价格变动对于 CBOT 价格有较高的依赖性。[6]2010 年 7 月份后，CBOT 主力粮食期货价格一路攀升，受此影响，国内大连、郑州商品交易所的粮食期货价格指数也全面上涨，而国内粮食期货价格的上涨通过指导作用也带动了相关商品现货价格的上升。

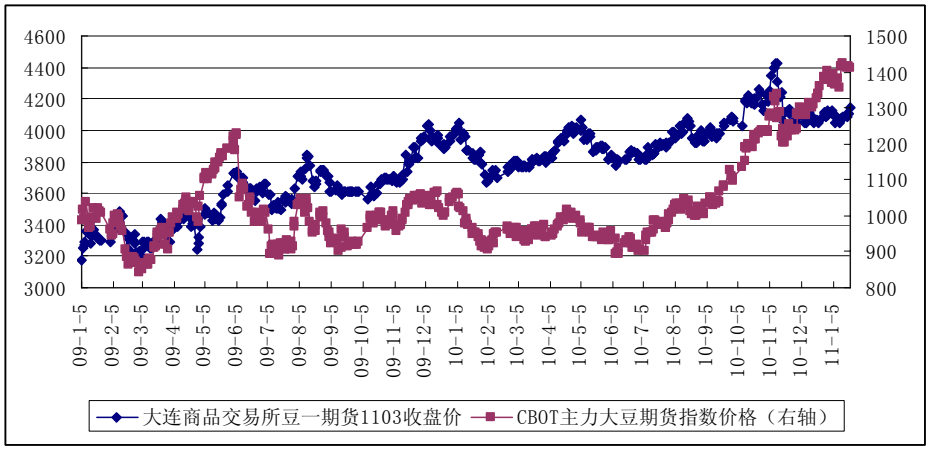

图 29：我国大豆期货价格与 CBOT 大豆期货指数

2、国际原材料价格的迅猛上涨对国内农产品产生了较强的成本推动压力，推动了以食品价格上涨为主导的 CPI 上涨。

分报告分析显示，国际原材料价格变动是影响我国国内通货膨胀水平的主要外部因素，对我国国内的物价水平波动造成了显著影响。当前国际原材料价格对国内通货膨胀的主要影响途径是：国际原材料价格上涨→国内资源品价格上涨→国内农业生产资料价格上涨→农产品价格上涨。

第一，2010 年国际原材料价格的大幅上涨推动了国内相关资源品价格上涨。2010 年国际原油和金属价格指数月平均涨幅分别达到了 35.6%和 48.8%。由于我国经济对能源、金属等资源品的高进口依存度和低进口需求价格弹性，国际原材

[6] 国内代表性文章有周应恒、邹林刚（2007）运用向量自回归（VAR）模型，发现中国大豆期货市场与国际大豆期货市场存在着整合关系，而美国芝加哥商品交易所（CBOT）的价格在世界期货价格形成中占据主导地位。

料价格上涨有效地传导到国内资源品。国内主要资源品如柴油、无铅汽油和不锈钢板价格在国际商品价格的带动下，都完全扭转了 2009 年以来的负增长态势，2010 年年内月平均涨幅分别达到 16.6%、15%和 4%。

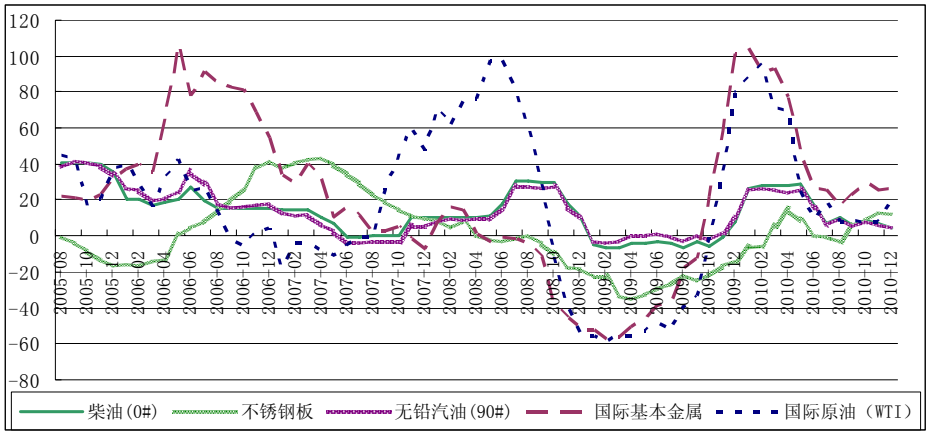

图 30：国内与国际原材料价格同比涨幅

第二，当前的国内资源品价格带动了农业生产资料价格上涨。以原油和金属为主的资源品价格上涨造成了农用燃料动力、化工用品和机械用品价格上涨。农用机油、化学肥料和机械化农具价格是各类农业生产资料中价格上涨比较明显的三种，它们在 10 月份之后上涨幅度尤其明显，有力地带动了总体农业生产价格指数上涨。

第三，农业生产资料价格上涨带动了当前农产品价格上升。农业的行业特征使得农业生产成本上涨一般会转化为农产品价格上涨：农业生产资料成本在农业生产的总成本中占较大比重；农产品行业技术进步慢、消化成本上升的能力低；农产品市场供求基本处于紧平衡状态，价格的提高容易为市场所接受。事实上，从较长期来看，我国农业生产资料价格指数与食品消费价格指数走势非常相似，说明农产品价格对生产资料成本的增加比较敏感，农业生产资料价格上涨带动了农产品价格上涨。就此轮通胀来看，2010 年农业生产资料成本的持续上升事实上提高了农业生产成本，并对食品消费价格起到了明显的带动作用。

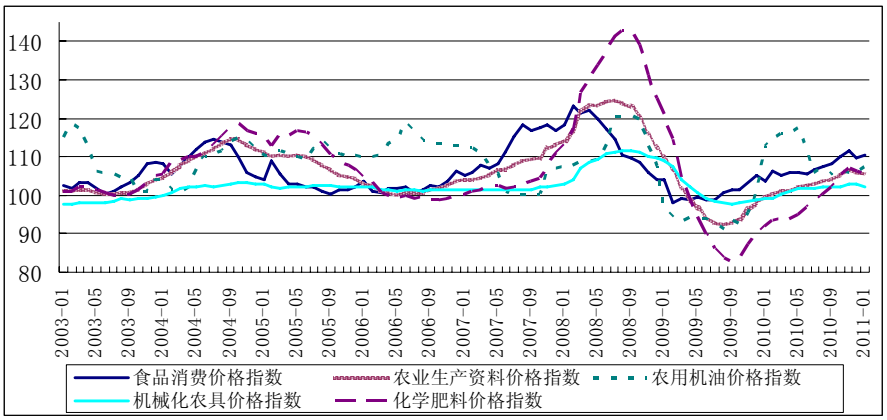

图 31：农业生产资料价格指数

第三部分 增长主义发展模式是我国经常面临通胀压力的根本原因

改革开放以来，我国长期存在通货膨胀压力，并经常发生通货膨胀。1978-2010 年的 33 年间，有 17 年的 CPI 涨幅超过 3%的警戒线水平，有 5 年的 CPI 涨幅甚至超过 10%；特别是 2003 年以来，我国除 2009 年以外，几乎每一年都处在通胀危险之中，通胀逐渐出现常态化的趋势。

我国之所以经常面临通胀压力，其根源在于增长主义的发展模式。我国长期以来一味追求经济的高速增长，特别是希冀以单纯的经济更高速增长来解决或掩盖发展过程中出现的各种矛盾和问题，已经表现出明显的“增长依赖症”和“投资饥渴症”。这种增长模式带来的高增长和高投资容易导致经济体出现资源紧张、经济过热，引发需求拉动型的通货膨胀。另外，以增长为首要目标的宏观调控体系为经济体注入了大量流动性，更加剧了通胀压力。因此，不改变我国当前这种增长主义发展模式，不将增长主义政府转型为公共服务型政府，就难以从根本上改变我国经常出现通胀的局面。

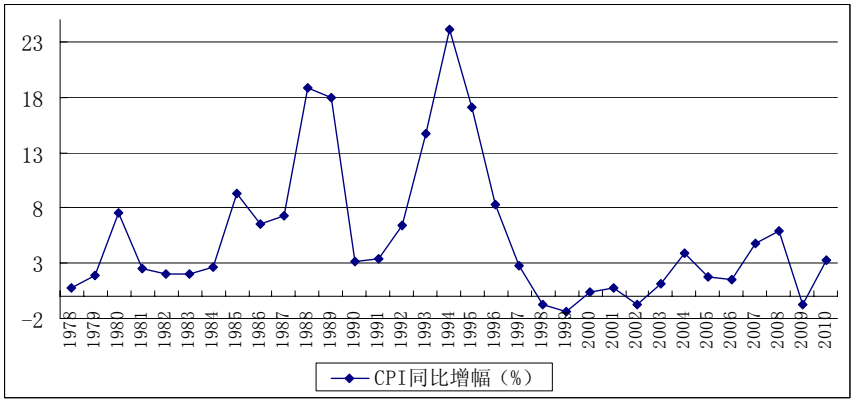

图 32：改革开放以来各年度通货膨胀率（%）

一、增长主义发展模式带来的“投资驱动型”增长方式容易导致经济体出现资源紧张、经济过热，引发需求拉动型的通货膨胀

我国政府长期重视经济增长，并事实上采取了增长主义发展模式。中国从近代以来长期落后于西方，饱受列强侵略；而战争、革命、建国后路线与政策的失误，更拉大了我国在经济实力、人民生活水平等方面与西方发达国家之间的差距。所以，实现经济的腾飞和国家的崛起成为了一种强烈的民族愿望。在这种民族意愿的支撑下，在国内外经济政治环境变化的前提下，改革开放以后，我国政府确立了“以经济建设为中心”的基本路线，并以发展作为党执政兴国的第一要务。这种对经济增长的重视，使得政府事实上采取了增长主义模式，各级政府集中精力发展经济。

官员考核模式和财政制度导致地方政府具有推动经济增长的强大动力。经济增长是对我国地方官员进行政绩考核的最主要指标，为了在政治晋升中占据有利位置，地方官员将在任期内尽力推动经济增长。财政制度方面，长期以来我国财政采取“分灶吃饭”制度，地方政府官员的收入和待遇水平直接取决于地方政府的财政状况，而推动经济增长可以明显地改善地方财政收入状况，进而有效提高当地政府部门和政府官员的收入。

政府主要通过推动投资增长促进经济增长，投资冲动的周期性释放导致通胀水平周期性变动，而近几年投资的高速增长导致我国经常性存在通胀压力。在三大需求（消费、投资和净出口）中，政府能够最大幅度地施加影响的是投资，地方政府往往会在强烈的增长冲动下调控投资来推动经济增长。因此，一旦经济形势有利，地方政府的投资冲动就会得到释放，从而对通货膨胀造成很大压力。事实上，我国历次投资高速增长时期往往也是高通胀时期，而投资低速增长时期往往伴随着通货膨胀的较低水平。在 1987-1989 年的通货膨胀中：1985-1988 年全社会固定资产投资增长率一直保持在 20%以上，高于 GDP 增速；其中 1985 年投资增速甚至高达 38.75%，超出 GDP 增速 13.67 个百分点。在 1993-1995 年通货膨胀中：全社会固定资产投资增长很快，增速都在 20%以上；尤其是通货膨胀严重的 1993 年，投资额增长 61.78%，超过 GDP 增速 30.54 个百分点。而在 1995-1999 年投资水平增速持续下滑的过程中，通胀水平也出现了持续的下跌。另外，2003-2008 年，全国固定资产投资平均年增长率高达 25.79%，比 GDP 增长率高出 10 个百分点以上，如此高速的投资增长也导致我国近几年里经常性出现通胀压力。

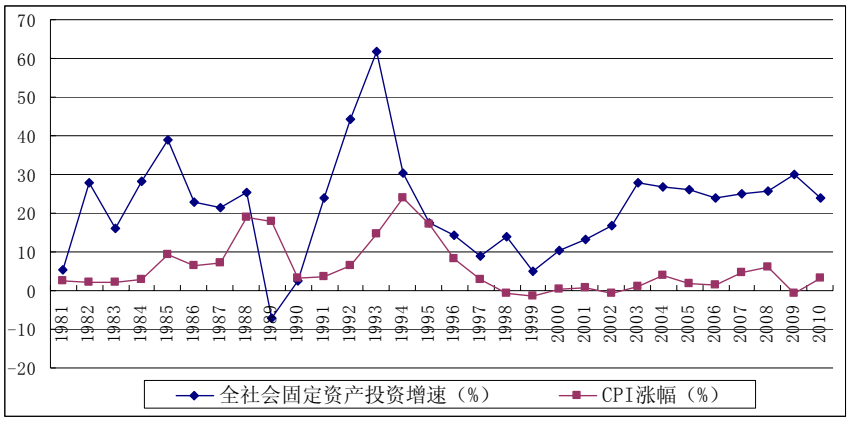

图 33：全社会固定资产投资增长率与通货膨胀率

投资过热带动经济过热，并引发需求拉动型通胀，从而使得我国历次通胀都成为经济高速增长的产物。我国政府对经济增长的重视和大力推动使得经济增长具有浓厚的政府主导色彩，一旦经济自身发展趋势向好，政府就积极推动投资增长，进而带动宏观经济趋好甚至过热，并引发需求拉动型通货膨胀。[7]我们的研究发现，经济增长对我国价格总水平影响显著，来自经济增长的正向冲击将导致短期和中期内的通货膨胀率显著提高。[8]事实上，我国经济增长率很高的几年都伴随着较大的通货膨胀压力：如 1992-1994 年的经济过热期间出现了高通胀，2004 年的经济过热也伴随着通货膨胀。

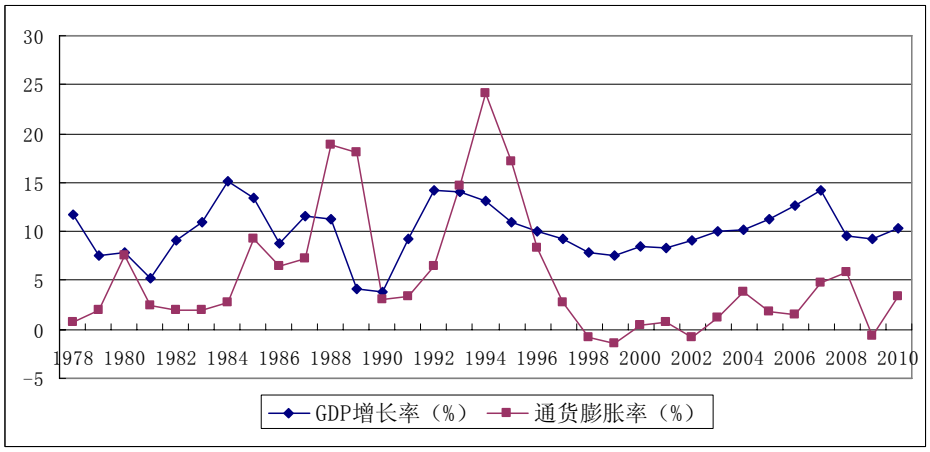

图 34：GDP 增长率与通货膨胀率

二、通胀带来的低实际利率甚至是负利率导致家庭部门为国民经济发展特别是国有企业和银行业发展提供了强有力的支持，因此增长主义政府治理通胀的动力相对不足

[7] 一些研究发现，我国经济波动显示出陡升缓降和深度扩张的不对称特点，这即表明我国易出现经济过热。
[8] 参见：陈彦斌、唐诗磊、姚一旻，2009，我国价格总水平影响因素与宏观调控策略研究，经济研究参考，第 65 期。

由于存在利率管制，我国利率长期较低，通胀的频繁出现则使得实际利率进一步降低，并且容易造成持续时间较长的负利率。特别值得关注的是，我国经常出现负利率现象，1990 年以来共出现过 4 次；而且持续时间较长，其中 1992-1995 年和 2006-2008 年的负利率时期的持续时间分别长达 38 个月和 23 个月，这说明政府对负利率的容忍程度较大。

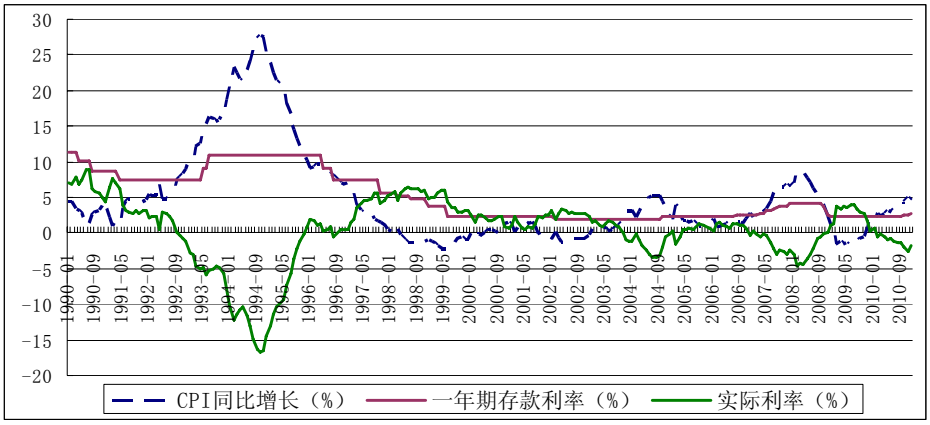

图 35：通货膨胀与实际利率

表 9：1990 年以来负利率情况

起止年月	持续时间（月）
1992/10-1995/11	38
2003/11-2005/03	17
2006/12-2008/10	23
2010/02-今	13

1、低利率降低了国家使用资金的成本，为国家实施各种扩张性的经济政策提供了廉价的资金支持。[9]长期以来我国政府负债数额较大而且呈现增长趋势。我国政府国债发行额从 2001 年之后就超过 5000 亿元，2007 年发行额甚至超过了 2 万亿。我国政府的银行贷款规模也比较大，21 世纪以来政府从国有商业银行的借款每年都超过 7500 亿元，并且持续走高，在 2009 突破 2 万亿。考虑到政府所使用国债和银行贷款的庞大规模，通胀所产生的低利率可以大大减轻政府的资金使用成本，进而提高动用资金的能力，并事实上为政府推动经济增长提供了动力支持。

[9] 此外，我国通胀往往伴随着货币供应量的高速增长，为政府直接带来膨胀税收益；相对于，征收更多的一般税款和发行债券，膨胀税收益是一种隐蔽的、容易实行的、低成本的国家融资方式。

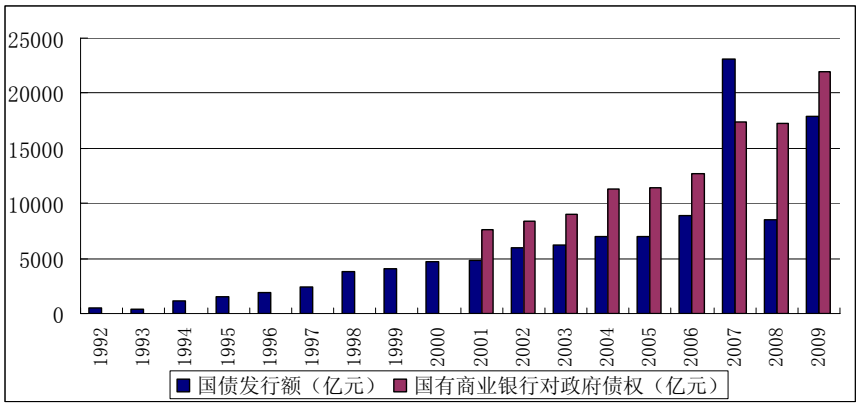

图 36：政府国债和国有商业银行对政府债权

2、低利率为国有企业发展提供了大量低成本的资金，促进了国有企业的蓬勃发展。长期以来，我国金融市场的欠发达使得企业融资结构以间接融资为主导，企业的资金来源对银行的信贷依赖很大。股票和企业债等两大直接融资渠道的筹款总量占金融机构新增贷款规模的平均比重在 1992-2009 年间仅有 16.3%，且绝大多数年份内的比重不足 25%。由于中国目前依然处于经济转轨时期，尚未完全摆脱政府主导的资源配置方式。作为经济发展主要推动力的国有企业依然在信贷市场中享受优先权，国家通过政府控制的银行体系依然将大部分贷款提供给了国有企业或者相关企业：据 2002 年中国人民银行的抽样调查结果显示，2001 年 9 月末和 2002 年 9 月末国有企业贷款余额占全部金融机构贷款余额的比重分别高达 45.9%和 43.6%；另据统计数据显示，[10]在 2009 年的前两个月中，我国银行新增贷款中的 90%都流向了国有企业中标的政府工程。通胀导致的低利率使得国有企业所掌握的大量银行信贷资金变得更加廉价，从而为其在国家发展经济意愿的指导下进行更为活跃的生产和经营提供了有力的资金保障。

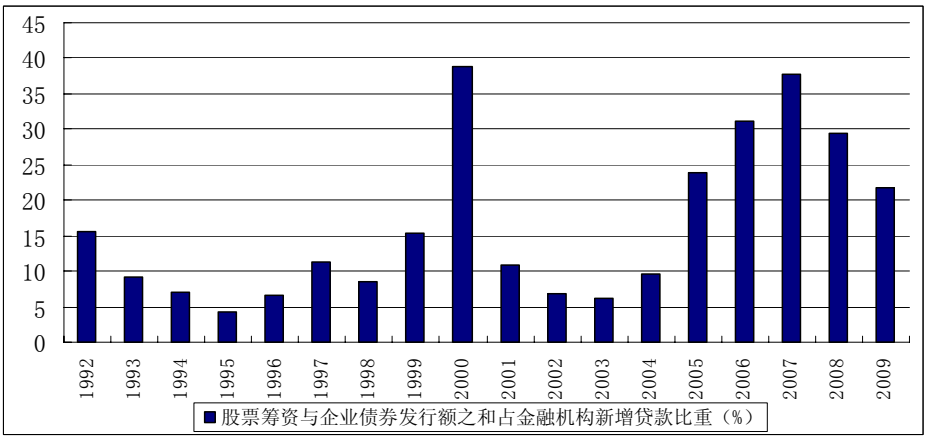

图 37：主要融资渠道对比

[10] 数据来源于中国物资采购网经研中心。

3、低利率提高了银行业的利差收益，有力地支持了银行业发展。我国投资渠道长期比较狭窄，因此即使出现低实际利率甚至负利率，银行的存款也不会大量减少，资金来源不会受到明显的冲击。例如在 1992 年至 1995 年长达 38 个月的负利率时期，金融机构存款增速仍然保持在高位，并且在 1994 年超过了 35%，成为仅次于 1989 年的历史高点。同时，处于低位甚至为负值的实际利率极大刺激了企业的贷款动机，工业企业负债增速在 2004 的负利率时期猛增至 25%的历史最高点，在 2007-2008 年的负利率时期则再次升至历史高位，超过了 20%。贷款量的大幅增加会提高银行的贷款收入，在我国银行普遍高度依赖利差收益的环境下，必将大幅改善银行的经营业绩。

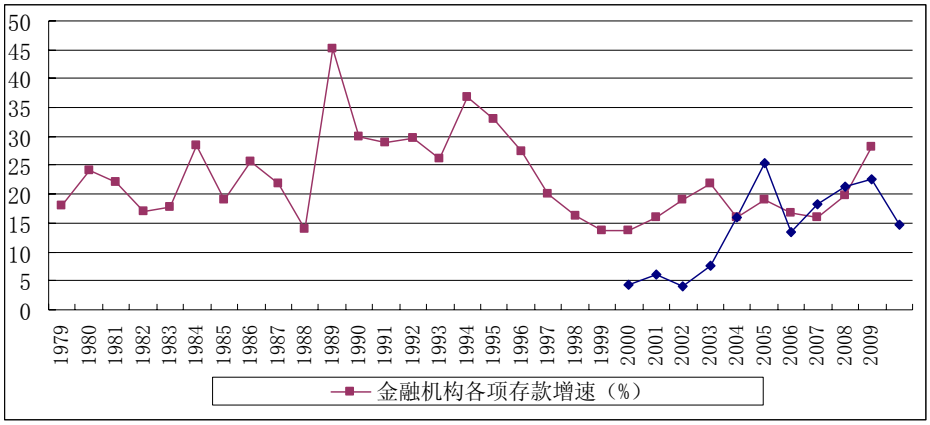

图 38：金融机构存款与工业企业负债增速（%）

三、以经济增长为主要目标的宽松财政政策导致货币政策被动宽松，从而为经济体注入大量流动性，并导致经济长期存在通胀压力

我国货币供应量的高速增长是我国频发通胀的主要原因。考虑货币与通胀的中长期关系，货币学派关于通货膨胀是一种货币现象的论断基本得到了确认。我国货币增速一直相当快，1991-2009 年的年平均增速达到 20.5%。同时，货币供应量增长速度在多数年份都明显高于经济增长率：与 1990 年相比，2009 年 M2 增长了 39.6 倍，而名义 GDP 增长 18.3 倍，实际仅增长 6.61 倍。事实上，我国货币供应量的增长与通胀关系十分密切，高通胀时期一般都伴随着高货币增长：1993-1995 年时期的货币增速处于历史高位，而同期的通胀率也居高不下；2004 年的温和通胀与 2003 年的货币高速增长不无关系；2007-2008 年的通胀与 2005-2008 年的货币高速增长关系紧密。那么，我国货币供应量高速增长的原因何在？回答了这个问题，就可以厘清为何我国会经常性出现由大量货币供应所带来的需求拉动型通货膨胀。

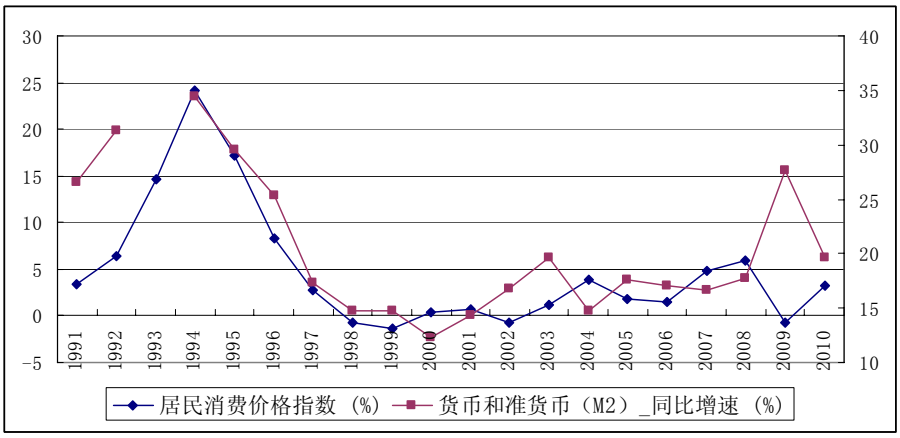

图 39：历年 M2 增速与 CPI

1、在增长主义思想的影响下，我国政府偏爱扩张性的财政政策以推动经济增长。

较之于美国繁琐的财政政策制定流程，我国财政政策的制定流程相对较为简洁，其时效性较之美国的财政政策也要高得多，因此，中国政府更加偏向于利用财政政策对经济进行宏观调控。由于我国政府以经济建设为主要任务，各种政策措施的出台都基本上以推动经济增长为主要目标，作为政府调控宏观经济主要工具的财政政策也不例外。改革开放以来，扣除价格因素的实际财政支出增速各年度平均值高达 9.1%，大多数年份都在 5%以上，1997 年之后则全部在 10%以上；另外，除 1978 年、1981 年、1985 年和 2007 年以外，我国均存在不同程度的财政赤字。长时期高速财政支出增长和财政赤字意味着我国在事实上实行的是扩张性的财政政策。一些关于我国财政政策周期性特征的研究也发现我国事实上采取的是“扩张偏向的财政政策”，而并没有采取顺周期或逆周期的财政政策：在控制其他变量的影响之后，中国地方政府在衰退期采取的是反周期性财政政策，即实际 GDP 每低于潜在 GDP 一个百分点，中国地方政府的政府支出占 GDP 的比重将会平均增加约 1.7 个百分点；而在繁荣期则采取的是顺周期性财政政策，即实际 GDP 每高于潜在 GDP 一个百分点，中国地方政府的政府支出占 GDP 的比重将会平均增加约 0.25 个百分点。[11]

[11] 参见：方红生、张军，2009，中国地方政府竞争、预算软约束与扩张偏向的财政行为，经济研究，第 12 期。

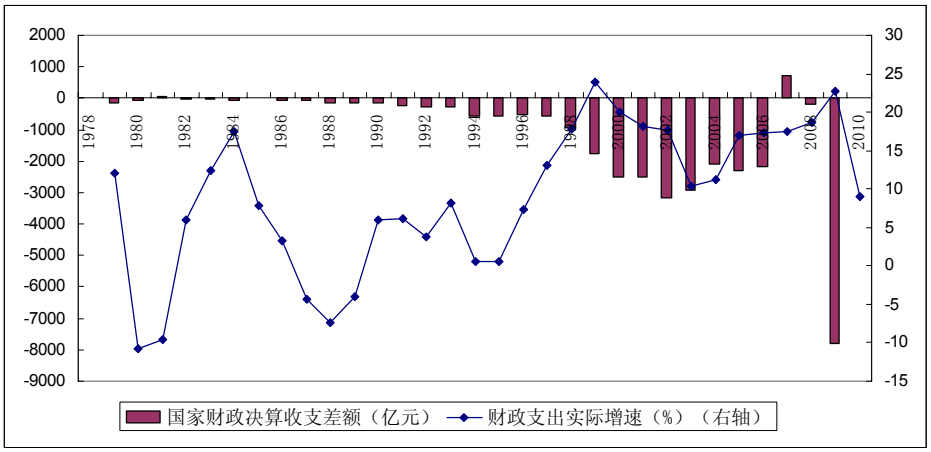

图 40：财政盈余与财政支出实际增速

2、在类似固定汇率制度下，我国经常采取的扩张性财政政策使得货币政策被动扩张，从而导致大量流动性被注入经济体。

虽然我国目前实施有管理的浮动汇率制度，但从长期来看，汇率波动幅度相对较小，因此可近似看成固定汇率制度。1994 年 1 月至 1995 年 5 月，人民币处于缓慢升值状态，人民币对美元加权平均汇率（人民币兑美元）由 8.7 减少到 8.4；1995 年 6 月至 2005 年 6 月间，我国汇率基本稳定，基本没有波动；2005 年 7 月 21 日起，我国实施新的汇率形成机制，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币又一次步入升值区间，但升值幅度相对较慢；2008 年 9 月之后，人民币升值幅度又出现进一步放缓。从总体来看，自 1994 年以来，我国大部分时间人民币保持稳定，汇率形成机制改革后人民币升值幅度也相对有限。

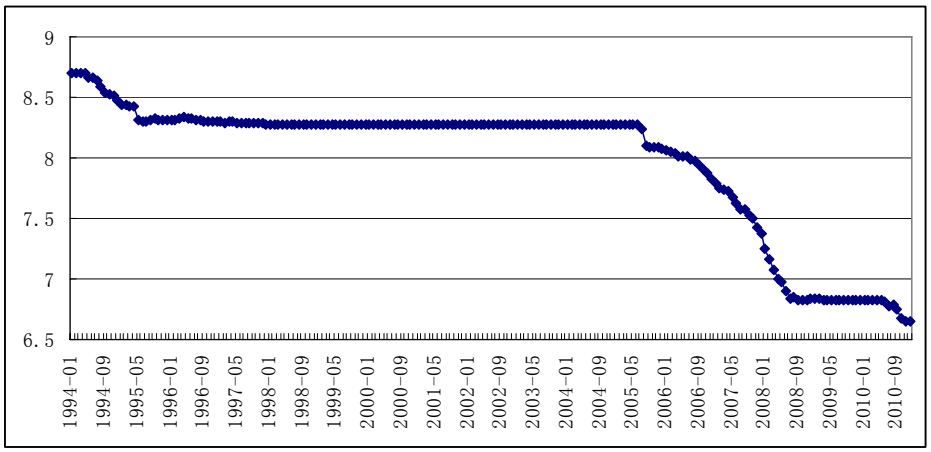

图 41：人民币对美元加权平均汇率_当月数 (人民币/美元)

在近似固定的汇率制度下，扩张性的财政政策使得货币政策被迫大规模扩张，从而为经济体注入大量流动性。在近似固定的汇率制度下，扩张性的财政政

策导致利率上升，进而导致资本流入并加大汇率升值压力。为维持币值稳定，货币政策当局被迫发行货币以降低利率。此外，在固定汇率制度下，央行还难以实施有效的货币政策控制流动性。假设政府采取紧缩性的货币政策，则将提高国内利率，资金将会大量流入，本币将会存在升值压力。为维持固定汇率，央行将干预外汇市场并投放本币，本币供给增加，这意味着货币政策又趋于宽松。

第四部分 2011 年我国通胀形势预测

依据中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型（CMAFM）测算，2011 年我国将存在温和的通胀，全年通胀率预计为 4.5%，高点将出现在第二季度。

一、流动性存量较大、信贷惯性较大和外汇占款比重较高等因素使得 2011 年的物价上涨仍有较为充足的流动性基础

1、长期的高速货币发行导致目前累积的流动性存量较大，大量的流动性难以在短时间内有效收回。2010 年，我国 M2/GDP 比值达到 182.4%的历史高位。按照中国人民银行《2010 年第四季度中国货币政策执行报告》的预测，M2 在 2011 年将增长 16%，结合中国人民大学中国宏观经济分析与预测模型（CMAFM）所预测的 GDP 数据，2011 年我国 M2/GDP 将达到 185.5%，再创历史新高，流动性过剩问题仍将十分严重。如果要使得 2011 年的 M2/GDP 与 2010 年的相同，则 M2 增速应该降到 14%，如此低速的 M2 肯定难以实现。因此，只要 M2 增速在 14%以上，流动性过剩问题就难以得到有效缓解。

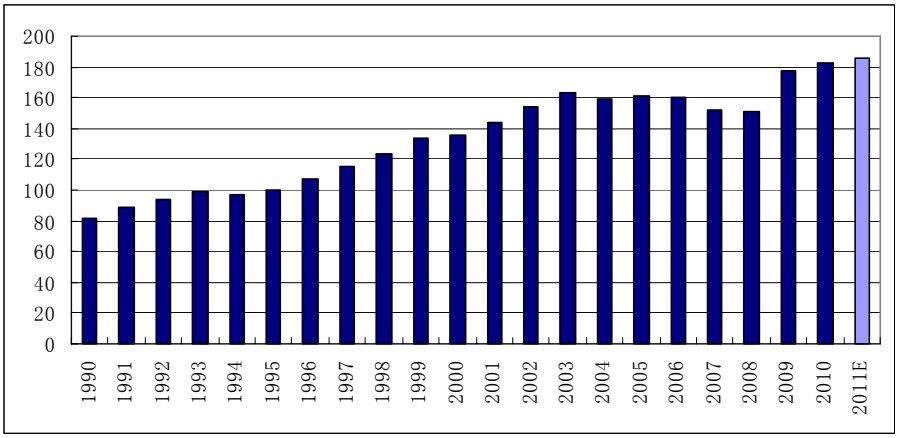

图 42：M2 占名义 GDP 比重（%）

2、2010 年中长期贷款占比较高，导致 2011 年的信贷惯性较大，贷款仍将保持高速增长。在应对国际金融危机的过程中，政府大力刺激投资增长，尤其是

推动大规模投资增长。在直接融资规模难以显著扩大的情况下，众多大规模投资项目只能依靠银行贷款，这导致金融机构中长期贷款占比从 2009 年 4 月份起逐渐攀升，并在短短一年间内由以前的 50%提高到 60%。大量周期长、规模大的中长期项目对后续资金的需求必然会对信贷投放规模的压缩形成较大阻力，因而造成较大的信贷投放惯性。

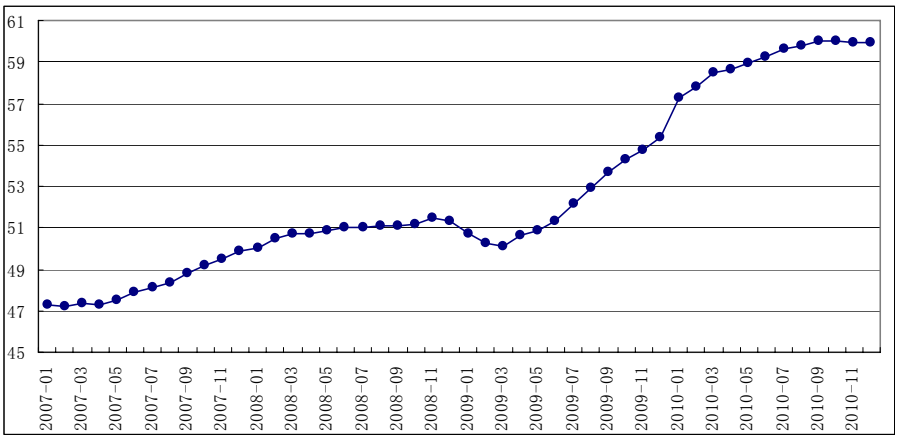

图 43：金融机构中长期贷款占比（%）

3、热钱流入和贸易顺差持续高位运行将使得外汇占款比重依然较高，从而抵消紧缩性货币政策的效果。2011 年，主要发达国家仍然面临修复金融体系、巩固实体经济、解决财政失衡等诸多问题，经济复苏形势依然比较低迷。IMF 的预测数据显示，2011 年发达经济体经济增长率将比 2010 年放缓 0.6 个百分点，失业率将继续维持在 8.3%的高位，各主要发达经济体的经济形势都不乐观。受经济复苏形势疲软的影响，发达经济体继续奉行宽松货币政策的可能性较大，这会进一步增大人民币升值预期，从而大大增加热钱流入的风险。另外，虽然在政府的大力推动下，我国进口将可能保持高速增长；但是，由于我国经济增长在短期内还难以改变对出口依赖较大的局面，仍然具有发展对外贸易的强大动力，而且我国的贸易竞争力仍然较强，2011 年的出口增速仍会保持在高位。因此，从总体来看，2011 年我国的贸易顺差可能仍会维持在较高位。

表 10：IMF 预测的世界及发达经济体未来经济指标（单位：%）

年份	世界	发达经济体	美国	欧元区	G7 国家
	经济增长率				
2010	5	3	2.8	1.8	2.5
2011	4.4	2.5	3	1.5	2
2012	4.5	2.5	2.7	1.7	2.5
	失业率				
2010		8.3	9.7	10.1	8.3
2011		8.3	9.6	10	8.1
2012		7.7	8.8	9.7	7.6

二、受春季干旱、输入型价格上涨、农业劳动力机会成本增加、国家粮食收购价格提高和大量闲散资金流入的影响，农产品价格在 2011 年可能会进一步上涨并推高整体物价

1、部分主产粮区出现大面积干旱，我国粮食产量在 2011 年实现连续八年增产的难度较大。2010 年 10 月以来，我国北方部分粮食产区出现持续干旱的情况，而目前的旱情可能在 4 月以前都无法得到根本缓解。截至 2 月 8 日，全国作物受旱面积 1.12 亿亩，小麦受旱面积约占播种总面积的 40%。[12]由于受旱八省冬小麦面积和产量均占全国的八成以上，此次旱情可能会对粮食生产造成一定程度的负面影响。另外，我国粮食目前已经实现了连续七年增产，未来继续增产的难度日益增大，出现减产的概率也在增大，这也使得今年继续保持增产的难度很大。

2、全球自然灾害频发导致国际农产品价格可能在 2011 年持续上涨，这将给我国农产品价格带来较强的输入型价格上涨压力。国际农产品价格目前已经处于新一轮的上涨周期，2011 年持续上涨的概率仍然较大。粮农组织食品价格指数从 2010 年 6 月起快速上升，并在 2011 年 1 月达到了自 1990 年该指数设立以来的最高水平，已经高于 2008 年的历史高点。而去年和今年两年中，全球频发的极端天气情况影响了国际农产品供给，干旱、暴雨等已经对美国、澳大利亚、阿根廷和巴西等粮食主产国的相关农产品生产造成了一定程度的负面影响。这种由自然灾害导致的农业供给减少已经并将继续推高国际农产品价格。另外，由于近两年来国际农产品市场供需日益趋紧，国际粮食库存已经处于较为紧张的状态，不少农产品库存已经接近历史最低水平，这也削弱了各国政府通过储备干预农产品价格的能力，因而可能也会为国际农产品价格的继续上涨提供推动力。

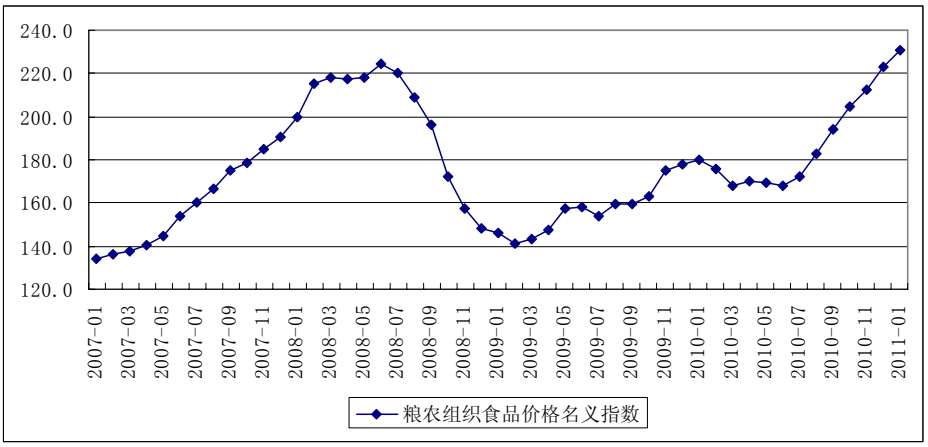

图 44：联合国粮农组织食品价格名义指数

[12] http://www.moa.gov.cn/fwllm/jjps/201102/t20110210_1816626.htm

3、2011 年我国“民工荒”现象加剧，农民工工资将进一步上升，由此产生的农业劳动力机会成本上涨压力将进一步推高农产品价格。伴随着人口结构的转变和刘易斯拐点的到来，我国农村地区的劳动年龄人口增速逐渐放缓，农村劳动力的过剩程度也将逐年降低。由于经济企稳回暖，中西部地区开发建设力度加大，用工需求量迅速扩张，2011 年我国的“民工荒”现象相比前几年已经更为严重，发生的地域范围出现明显扩张，因而农民工工资上涨压力和随之产生的农产品价格上涨压力将进一步增加。

4、在流动性过剩背景下，“新国八条”等政策严密调控下的房地产市场不景气使得大量闲散资金可能加速流入农产品市场，进而推高 2011 年的农产品价格。2011 年，在“新国八条”等一系列房地产宏观调控政策的持续作用下，房地产行业将面临骤增的资金压力，房价也可能由此进入下行区间。房地产市场的相对不景气和对资金吸引力的下降，将使得流动性过剩背景下的大量资金开始向其他市场转移。与之不同，2011 年农产品市场出现的负面供给冲击较大，这将为资金提供炒作机会，因而大量资金可能加速流入农产品市场，并进一步推高农产品价格。

5、2011 年我国继续上调稻谷和小麦等农产品的最低收购价格，这可能将进一步推高已经持续上涨的粮食价格。2011 年 2 月 9 日，国家上调了稻谷和小麦的最低收购价格，早籼稻、中晚籼稻、粳稻的最低收购价分别从 2010 年的 0.93 元/斤、0.97 元/斤、1.05 元/斤提高到 2011 年的 1.02 元/斤、1.07 元/斤、1.28 元/斤。提高粮食收购价格，可以提高农民的生产积极性、增加农民收入，对保障国家粮食安全有积极意义；但是，也必须看到，提高最低收购价格将会进一步推高已经持续上涨的粮食价格。

表 11：国家对稻谷、小麦的最低收购价格（元/斤）

年份	早籼稻	中晚籼稻	粳稻	白小麦	红小麦	混合麦
2005	0.7	0.72	0.75			
2006	0.7	0.72	0.75	0.72	0.69	0.69
2007	0.7	0.72	0.75	0.72	0.69	0.69
2008	0.77	0.79	0.82	0.77	0.72	0.72
2009	0.9	0.92	0.95	0.87	0.83	0.83
2010	0.93	0.97	1.05	0.9	0.86	0.86
2011	1.02	1.07	1.28	0.95	0.93	0.93

三、2011 年美国等主要发达经济体将继续推行宽松货币政策，将进一步推高国际能源和金属等大宗原材料价格，这势必将增加输入型通胀压力

由于经济复苏步伐放缓，以美国为代表的发达经济体近两年来大力推行宽松货币政策。受此影响，全球流动性过剩问题日益严峻，进而造成美元的持续贬值和国际大宗原材料价格的不断上涨。2011 年，欧美地区经济复苏仍不明朗，为此各主要发达经济体仍将继续推行宽松货币政策，而这无疑会进一步加大美元的贬值压力，并由此推高国际能源和金属等大宗原材料价格。另外，随着经济持续高速增长，我国在大宗原材料上的对外依存度不断增加，其中原油对外依存度 2010 年已达到 53.7%的历史最高水平。充分考虑到我国在大宗原材料上的较高对外依存度，2011 年国际大宗原材料价格的上涨势必增加生产资料市场的输入性价格上涨压力。生产资料价格的持续上涨，将势必通过 PPI 向 CPI 的传导以及农业生产资料成本提高等途径带动我国消费价格指数进一步上涨。

图 45：美元指数收盘价变动趋势

四、实体经济基本保持平衡，宏观调控政策的基调已回归稳健，因而 2011 年并不存在出现恶性通胀的基础

1、2011 年总需求不会大幅增加，经济难以全面过热，出现较大的产出缺口并引发需求拉动型通胀的概率较小。2011 年房地产投资的减速和其他投资保持平稳将使得总投资增速可能出现一定回落。2011 年国家的房产调控政策将在以往的高压态势下继续加码，可能会引发房地产市场的深度调整，房地产投资增速将出现显著下滑，进而带动总投资增速回调。2010 年其他产业的投资增速平稳且较慢，每月增速都在 20%左右，在 2011 年企业经营环境没有发生剧烈变化的

情况下这一趋势仍会保持。此外，消费一般由经济结构、金融发育程度和文化习惯等长期因素决定，很难在短期内出现大幅上升。世界经济增长放缓和发达经济体形势严峻等因素使得国际贸易环境并不乐观，IMF 预测 2011 年世界贸易总量将比 2010 年下降近 5 个百分点，因此我国所面临的外部需求也不会出现显著提高。

2、工业劳动生产率的持续提高会缓解国内工资上涨所带来的成本上升压力，我国在 2011 年仍难以出现“工资—通胀”螺旋。2010 年中国低端劳动力市场出现了结构性拐点变化，并进一步带动工资形成机制向市场化方向推进，这会增加未来工资水平发生较快增长的概率。但与此同时，我国工业劳动生产率仍将保持较高增速，2010 年各月工业总产值增速均在 30%以上，远高于从业人员数在 5-8%之间的增速；各季度工业劳动生产率增速基本在 20%以上，高于从业人员平均劳动报酬增速 5 个百分点以上。考虑到整体经济形势仍较平稳，2011 年工业劳动生产率仍会保持快速上涨，企业仍然具有较强的消化成本上升的能力，这将大大降低单位产品劳动力成本上升的压力，从而降低“工资—通胀”螺旋出现的可能性。

3、宏观调控政策的基调已回归稳健，2011 年很难再次出现流动性大幅增加的局面，因而不存在出现恶性通胀的流动性背景。目前中国实体经济已经基本实现了常态化增长，宏观政策为保增长服务的压力相对较弱，政策的调控重心因而可以转移到调控通货膨胀上来。事实上，政府的宏观调控基调已经出现转变。在 2010 年 12 月 3 日召开的中共中央政治局会议上，政治局定调 2011 年要实施积极的财政政策和稳健的货币政策。这种政策转向显示目前中国政府已经开始逐渐重视通货膨胀问题。政府事实上的货币政策操作也显示出这种倾向：从 2010 年 10 月起，政府已经三次加息，五次提高存款准备金率；2011 年广义货币供应量 M2 初步预期增长 16%左右[13]，已经恢复到常态值，比 2010 年初设定的 2010 年 M2 增长 17%的目标值也有所下调。因此 2011 年的宏观调控政策仍将保持回收流动性的较大力度，基础货币增速和信贷投放将回归正常范围，流动性过剩的局面将会得到进一步改善。

[13] 稳健的货币政策情况下常态的 M2 增速计算公式为：M2 增速＝GDP 实际增速＋通货膨胀率＋3 至 4 个百分点。

第五部分 政策建议

一、全年尤其是上半年应实施稳健偏紧的货币政策，着力回收过于宽裕的流动性，积极应对当前的通货膨胀

2011 年，央行应在回归稳健的基础上进一步收紧货币政策，着力调控通胀，对于经济增长目标则可以适度淡化。2011 年整体经济具有继续向自主增长的正常轨道演进的有利形势。相对而言，我国通胀风险明显高于经济减速风险，通胀水平可能达到 4.5%；如果通胀治理不力，通胀率可能更高，其对社会的负面影响可能更严重。央行应当及时通过稳健偏紧的货币政策来彰显政府抑制通胀的决心，由此起到稳定通胀预期的作用。需要指出的是，受翘尾因素、农产品价格的持续性上涨等因素影响，我国 2011 年通胀将呈现前高后稳的态势，紧缩性货币政策应该集中于 2011 年上半年出台。

1、着力防止 M2 全年增速超过 16%的预期目标。虽然 16%的增速目标基本与稳健货币政策所要求的 M2 增速持平，但考虑到 2009 年及 2010 年货币投放增长过快，2011 年 16%的增速仍稍显宽松；另外，考虑到大多数年份货币增长率都会超过央行的预定目标，若今年实际增速超过 16%的增速目标，则流动性过剩问题将更为严重。由于流动性过剩是此轮通胀的核心原因，回收流动性对治理通胀相当关键，严防死守 M2 增速超过 16%的目标可能是实现有力调控通胀的政策重点之一。

2、实施动态调整差别存款准备金率，进一步提高存款准备金率到 20.5%至 21.5%的区间，全年新增信贷规模控制在 7 万亿以内。2010 年至今，央行已八次上调存款准备金率，目前大型金融机构的存款准备金率已达到 19.5%的高位。即便如此，今年 1 月份的信贷投放规模仍然较大。如不采取进一步紧缩性政策，信贷规模可能在全年仍会出现高位增长，流动性过剩局面仍较为严重；另外，目前经济增长形势相对较好，经济增速不存在严重下滑的隐忧，在 2009 年和 2010 年信贷高投放的基础上缩减新增信贷规模并不会对经济增长造成很大负面影响。

3、全年加息到 3.5%至 4%的区间。考虑到今年通胀率可达 4.5%，部分月份甚至可能达到 6%，则目前的实际存款利率将低于-1.5%，部分月份甚至仅有-3%。从关注民生角度考虑，应该通过加息逐步缩小负利率。另外，加息也可起到稳定通胀预期和调整总需求的作用。

4、适度加快人民币升值进程，2011 年升值幅度可达到 3-5 个百分点。考虑

到今年国际大宗商品，尤其是农产品价格可能出现进一步上涨，人民币继续升值可降低初级产品进口成本，略微缓解发生输入型通胀压力；另外，热钱流入导致外汇占款的持续上涨对国内货币发行造成很大影响，人民币继续升值可以减轻热钱流入压力，并缓解国内流动性过剩的局面。

二、积极发展实体经济，着力推动民营经济发展。政府应该积极为发展实体经济创造条件：积极放开民营企业的行业准入限制，拓宽民间投资渠道；加大金融创新力度，为各类企业、尤其是中小企业发展提供更充足的金融支持；完善财税体制改革，积极减税，降低企业的税收负担。

三、加大支农力度，增强农业综合生产能力，进一步加强和巩固农业基础地位，保障粮食安全。加大如农田水利设施建设等农业生产基础设施投入，进一步改变农业基础设施相对薄弱的局面；进一步提高农业生产补贴，扩大农业生产补贴范围，改革和完善农业补贴发放的方式；采取如加大农业科研投入等多种形式的政策手段推进农业科技创新和农业生产机械化进程，提高农业生产的科技化和机械化；进一步加强农业流通体制改革，健全农业服务体系；推动农村金融体系改革，发挥农村金融对现代农业的支持作用；稳步提高粮食收购价格，健全和完善粮食储备制度，确保国家粮食安全和粮食价格平稳。

四、加强能源储备建设，提高能源利用效率，积极保障能源安全。应加快推进石油战略储备和商业储备体系建设，进一步增加石油储备量；积极推行能源企业“走出去”战略，提高能源企业参与国际能源开发与贸易的广度和深度；深化国内能源定价机制市场化改革，加强节能环保，逐步减少单位 GDP 的能耗；积极推进能源结构调整，进一步培育和推动新能源、节能环保产业发展。

五、积极推进工资形成机制《中华人民共和国劳动法》，建立工资的通胀指数化机制。逐步形成工资集体协商谈判机制，改变劳动者个人与用人单位在谈判中的不对等地位；贯彻落实如《中华人民共和国劳动法》等在内的保护劳动者权益的各项法规，严格保护劳动者权益；逐步完善工会制度，加强劳资纠纷的立法；建立工资的通胀指数化机制，根据物价指数调节居民的工资水平。

六、加强对房地产市场的调控，抑制房价泡沫。进一步推动土地供应制度变革，增加土地供应，理顺土地价格形成机制；给予商品房开发投资以一定程度的扶持，避免因过度的需求管理而影响供给能力的提高；加大保障性住房

建设，尤其重视推动廉租房和公租房建设；不能过度依赖行政干预，应更加重视房地产市场的市场化运行制度建设。

七、积极推进中长期改革，推动治理通货膨胀水平的有效提升

1、积极推进市场化改革，降低使用行政手段干预物价的频率。应继续积极推进市场化改革，减少物价的人为扭曲，发挥市场“看不见的手”调控资源、平抑物价的作用。应充分认识过度价格管制的弊端；除非是重大经济危机期间，或者是市场严重失灵的非常时期，否则政府不宜直接干预物价。

2、积极推动行政体制改革，将增长主义政府转型为公共服务型政府。采用各种手段积极推动我国经济增长模式转变，降低对投资和外需的过度依赖，着力推动内需、尤其是消费需求的增长；不再简单追求经济增长的速度，而是更加重视经济增长的质量，更加重视人民收入和福利水平的改善；降低 GDP 在地方官员考核中的权重，增加改善民生、节约资源和保护环境等的考核权重；进一步增加政府的民生支出，优化政府支出结构。

3、积极推进货币政策改革，提高货币政策调控物价的能力。

第一，增强央行独立性。改变货币政策“政出多门”的现状，将货币政策权力集中在中国人民银行；完全赋予中国人民银行货币政策决策权，而不是目前的部分决策权；进一步提高中国人民银行的行政地位，增强其在货币政策制定上的独立性。

第二，推动货币政策目标改革。改变我国货币政策目标“多而不明”的现状，货币政策主要目标应侧重防通胀，其次是经济增长；除非是资产价格严重偏离均衡，否则货币政策不应过度关注资产价格特别是股票市场价格。

第三，推动货币政策工具改革。积极推进利率市场化以完善利率对经济的调控作用；稳步推进汇率形成机制改革，进一步发挥市场机制在汇率形成中的基础性作用，并增强货币政策的对外独立性；推进构建逆周期的金融宏观审慎性政策框架，维护金融体系稳定；进一步加强价格型和数量型政策工具的配合，充分发挥货币政策组合对经济的调控作用。