

通货膨胀的传导和治理：中国事实与中国视角*

侯成琪 卞志村

〔摘要〕 本文从如下四个方面系统梳理了改革开放以来中国通货膨胀的传导特征以及通货膨胀治理的学术成果：(1)1978~1996年改革开放初期几次通货膨胀的成因和治理；(2)中国通货膨胀的价格粘性、通胀惯性、纵向传导和横向传导等传导特征；(3)从总需求和总供给、货币政策和财政政策等视角分析中国通货膨胀的成因和治理，从完善货币政策框架视角探究如何提升通货膨胀的治理效能；(4)中国通货膨胀预期的测度、形成机制、影响因素和预期管理。此外，人类进入数字经济时代，经济全球化遭遇逆流等时代变迁以及中国进入新发展阶段对通货膨胀的传导和治理具有重大影响，许多新的课题需要深入研究。

关键词：通货膨胀传导 通货膨胀治理 货币政策 预期管理

JEL 分类号：E31 E52 E58

一、引言

从全球范围来看，主要经济体的通货膨胀趋势大致相同，大多经历了 20 世纪 70 年代两次石油危机引发的滞胀，并从 20 世纪 80 年代中期开始进入了长达 40 年左右的大缓和时期(The Great Moderation)。而自 2021 年第 1 季度以来，全球通胀节节攀升，很多经济体的通胀达到近几十年来的最高水平。因为实行中国特色社会主义市场经济制度，经历了经济体制改革和发展阶段转变等重大变迁，所以中国的通货膨胀与西方发达国家存在显著差异。对比中国、美国和欧元区的消费价格指数可以发现(见图 1 和图 2)，美国和欧元区的消费价格指数走势高度一致，而中国消费价格指数与其存在较大差异。例如，20 世纪 70 年代两次石油危机结束之后，美国通胀逐步缓和，而中国在 20 世纪 80 年代和 90 年代初期经历了几次比较严重的通货膨胀；2021 年以来欧美的通货膨胀达到近四十年来的最高水平，而中国通胀却保持平稳。

新中国在建立之初学习苏联模式实行指令性计划经济，所有的生产资料和生活资料都由各级计划部门统一调拨、统一经营和统一定价。改革开放初期我国实行价格双轨制，在计划轨之外开辟了商品流通和价格的市场轨，计划之外的商品按市场供求决定的价格出售，市场开始在资源配置中发挥越来越重要的作用。在党的十四大提出建立社会主义市场经济体制的改革目标之后，我国开启了建立社会主义市场经济的重大改革。至 20 世纪 90 年代中期，我国基本形成了与市场经济体制相适应的商品流通体系和宏观经济管理体系，通货膨胀率从受计划控制的外生变量逐步转变为随着市场供求变化的内生变量，通货膨胀的成因和传导更加复杂，保持价格稳定和通货膨胀治理成为宏观经济治理的主要最终目标之一，治理通胀和稳定价格的手段从行政干预转变为越来越依靠市场调节。

* 侯成琪(通信作者)，北京理工大学经济学院，教授，管理学博士；卞志村，上海财经大学金融学院，教授，经济学博士。本文得到国家社科基金重大项目《货币政策分配效应与缩小收入和财富差距的有效路径研究》(项目批准号：20&ZD105)、《高水平开放背景下全球金融周期冲击与系统性金融风险防控研究》(项目批准号：22&ZD120)的资助。

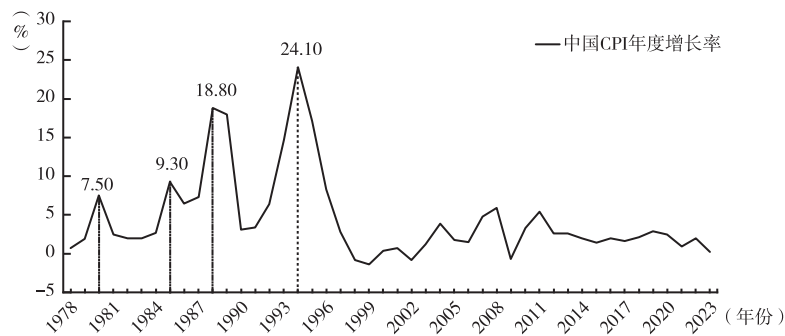


图1 我国CPI的年度增长率

数据来源:国家统计局。

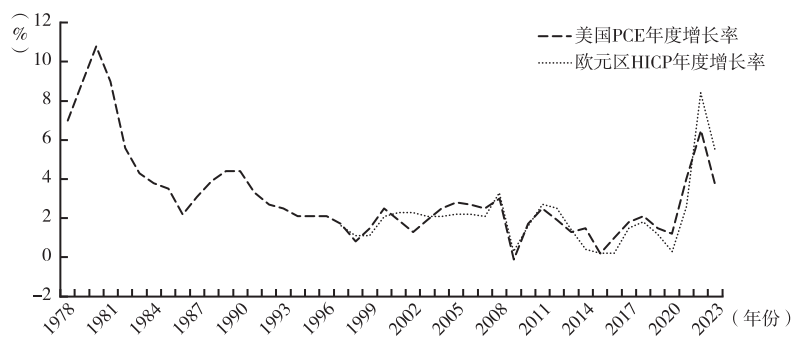


图2 美国PCE和欧元区HICP的年度增长率

数据来源:美国商品期货交易委员会、欧盟统计局。

图1给出了我国CPI从1978年至2023年的年度增长率。可以看到,我国通货膨胀大致以1996年实现“软着陆”为分界线。在1996年之前我国的通货膨胀率大起大落,并出现了以1980、1985、1988和1994年为波峰的几次严重的通货膨胀。对于这一时期发生的几次通货膨胀,国内学者认为主要原因是新旧体制的矛盾和摩擦、经济体制和市场机制不完善、积累的隐蔽型通货膨胀快速释放等。此外,改革开放后货币供应量从服从于经济计划的内生变量变成一个对经济有重要影响、外生性越来越强的变量。我国学者提出了“货币化进程”这一理论,以分析这一时期货币供应量对通货膨胀的影响。

1996年实现“软着陆”之后,前期的通货膨胀得到了有效治理,而且随着市场经济体制和经济管理体制的不断完善,我国的通货膨胀率及其波动都下降明显,但是依然呈现周期波动的特征。本文利用转折点法划分了1996年之后我国通货膨胀的周期,发现存在以2001年第2季度、2004年第3季度、2008年第1季度、2011年第3季度、2013年第4季度、2020年第1季度、2022年第3季度等为局部峰值的7个通货膨胀周期。对于这一时期我国通货膨胀的传导规律、如何识别通货膨胀的起因并对症下药、如何通过完善货币政策框架和加强通货膨胀预期管理提高通货膨胀治理效能等问题,我国学者进行了系统深入的研究,并形成了一批中国自主的通货膨胀理论成果。

本文余下部分的结构安排如下:第二部分介绍我国学者关于1978~1996年间价格改革、通货膨胀的成因和治理的理论成果。第三部分分析和总结中国和美欧通货膨胀周期的差异以及我国通货膨胀的纵向传导、横向传导以及对经济金融体系的传导等方面的传导特征。第四部分从总需求和总供给、货币政策和财政政策两个视角探讨我国通货膨胀的成因和治理,并分析如何通过完善

货币政策调控来提升通货膨胀治理效能。第五部分介绍我国学者关于通货膨胀预期的测度、形成机制、影响因素和预期管理的理论成果和理论贡献。第六部分为结语和对未来研究的展望。

二、1978~1996年通货膨胀的成因和治理

改革开放之后,作为经济体制改革的重要组成部分,价格改革备受关注。我国的价格改革从农副产品开始。1979年起我国开始调整农副产品的统购统销制度,逐步减少统购统销的农副产品品类、提高农副产品的收购价格,完成国家计划之后的剩余部分可以在市场上自由交易,形成了农副产品价格的双轨制,直至1985年我国才取消统购统销制度。工业产品领域,一方面在农村经济体制改革过程中乡镇企业异军突起;另一方面,在1984年开始的以城市为重点的全面经济体制改革中,国有企业的经营自主权逐步增加,工业产品也开始实施双轨制价格。实施价格双轨制之后,市场开始在资源配置中发挥越来越重要的作用。但是,放开价格管制和市场机制不健全等原因导致1978~1996年期间通货膨胀率大起大落,造成以1980、1985、1988和1994年为波峰的几次严重通货膨胀。

(一)价格改革和双轨制

在改革开放初期,我国学者对价格改革进行了深入研究,也产生了很多争论(楼继伟和周小川,1984;华生等,1988;吴敬琏等,1988)。部分学者认为应该调整价格体系,即“在我国当今的经济条件下,难以实现理想市场,对重要产品还要用计划价格”,这一说法的根据是“市场上靠自然力平衡出来的价格,可能是混乱的、不一致的,在宏观上也不反映分类产品的供求平衡”。而“从宏观上通过计算获得的分类产品总体供求平衡的理论价格,其中考虑了我国长期发展战略,收入分配合理化和抑制经济波动因素”,并依此提倡先计算出“供求平衡指导价”,再由该价格确定计划价格和调整比价,使价格体系更加合理。而另一些学者主张改变价格形成体制,认为是“旧的集中的价格管理办法”导致了我国该时期不合理的价格体系。“苏联和东欧国家调价的历史说明,由于种种实际因素的制约和理论价格测算本身的误差,实际上没有一次调价就能达到合理状况的。随着经济的发展变动,它只是为下一次调价准备条件。可见,即使大步调价,也不是解决价格问题的根本出路,只不过是在旧体制内达到短期平衡的调节手段”。最后,政府采纳并在1985年实施了具有“放调结合、国家参与培育市场”特点的双轨制价格改革思路。

杨圣明(1991)认为,从表象来看,双轨制是渐进式价格改革引起的体制现象,是从计划价格模式转向市场价格模式必然采取的过渡形式,从深层来看,双轨制是在生产力水平较低、商品不够丰富、存在着短缺的情形下,不得已采取的一种办法。总体上来说,我国经济的现实条件为商品供给短缺严重,如果放弃计划价格而完全转向市场价格,则必然导致物价飞涨,使经济运行混乱,在这种情况下,只能逐步放开价格。

逐步放开价格存在两种方式,分别对应了“板块式”和“比例式”的价格双轨制。“板块式”双轨制按照商品的不同品种,一批一批地逐渐放开,“比例式”双轨制则是在每种商品内部,按照比例一部分一部分地放开。一些学者指出,采用“板块式”价格双轨制,不可能较好地识别经营性因素和政策性因素的影响以硬化企业预算约束,而采用“比例”式的价格双轨制对克服双轨交错产生的宏观管理和微观管理困难起到了关键的支持作用。因此,在生产资料普遍缺乏的背景下,采用“比例式”价格双轨作为主要价格改革形式,既可以稳固重点生产建设,又赋予市场活力(杨圣明,1991;郑超愚,1991)。

价格双轨制既有利又有弊。一方面,其引入市场价格机制,促进了价格形成机制的转换,为工业生产资料和乡镇企业的发展提供了巨大动力。另一方面,在总体供不应求的条件下,价格双轨

制造成了严重的寻租和设租行为,也造成了商品价格的螺旋上升和产业结构的失调。至20世纪90年代中期,与市场经济体制相适应的商品流通体制基本形成,价格双轨制也退出了历史舞台。

在改革开放之初,我国学者就注意到价格改革会导致价格水平呈不断上升的趋势。黄达(1980)认为,经济体制改革必然涉及价格改革,特别是要解决农业品和工业品之间以及原材料工业品和加工工业品之间的不合理比价问题。由于把比价偏低的商品价格上调比把比价偏高的商品价格下调更容易,这一事实将会导致总体价格水平上升,要想同时实现较低的通货膨胀水平与较快的经济增长目标,需要在调整比价所必需的限度内控制价格水平的变动。另一方面,如果限制价格水平长期保持不变,则会累积更多的比价不合理的矛盾,使财政压力增大。郑超愚(1991)认为,解除价格行政管制将使隐蔽的通货膨胀显现出来,在供不应求的条件下市场轨价格会上涨,进而从成本上推动并从利益上拉动计划轨价格上升,造成了商品价格的计划轨价格和计划轨价格螺旋上升。吴晓求(1991)将“受宏观短缺、非自由价格制度和行政性配给的影响,相当数量的处在膨胀状态的通货会被暂时或在一个较长时期内沉淀下来,在短期内不会直接影响价格信号变动的现象”定义为隐蔽型通货膨胀,并提出了隐蔽型通货膨胀的计量方法。

(二)通货膨胀的成因和治理

对于这段时期几次通货膨胀的成因,我国学者认为主要是两个方面。

一是从新旧体制的矛盾和摩擦、经济体制和市场机制不完善以及积累的隐蔽型通货膨胀快速释放等角度解释通货膨胀。郭树清(1989)认为,在改革过程中,传统的计划经济体制依然程度不同地发挥作用,而市场经济体制还不健全,导致我国出现机制性通货膨胀。首先,国家向企业放权让利,在供给相对不足的情形下形成了企业推动价格上涨的机制;中央向地方放权让利,导致地方之间攀比发展速度、投资规模、信贷规模、放松价格控制。其次,在不断开放市场调节范围时,市场竞争机制还不健全,形成了有市场无竞争的卖方市场。洪银兴(1994)认为,我国改革开放以来,每隔几年就反复出现一次较为严重的通货膨胀,其深层次原因就在于诱发通货膨胀的体制性基础还存在,只要预算约束软化的企业体制、投资体制、财政体制等还没有根本改革,只要对个人可支配收入过快增长还缺乏有效控制办法,投资和消费需求“双膨胀”就会不断被再生产出来,加之金融体制没有根本改革,在倒逼机制作用下,很容易造成货币的过量供应,从而使通货膨胀反复再现。马凯(1997)从三个角度分析了1993~1995年通货膨胀的成因,包括社会总需求的过快增长、改革过程中基础产品成本压力快速释放,以及相关外界因素如企业行为不当、市场机制和政府监管不够健全等。

二是从货币供应量的角度解释通货膨胀。杨仲伟等(1988)认为,在计划经济体制下以及在向市场经济体制转轨的过程中,经济增长与货币供应之间的因果关系与货币数量论有明显的区别。在计划经济体制下,经济增长目标处于支配地位,货币供应服从于经济增长计划。因此,当经济过热时就会有过量的货币供应,当压缩经济增长时货币供应也就随之减少。在双重体制下,虽然出现了利益主体独立化和经济决策多元化,一部分价格已经放开并且成为经济主体预期形成和进行决策的重要参数,但是经济增长和货币供应之间的因果关系并未发生根本变化,与过去的差别只是过热的经济增长不再由中央计划单独决定,而是各个经济主体共同活动的结果。Yi(1991)提出货币化进程的理论来解释为什么1979~1984年我国的货币供给增长率远远大于通货膨胀率和GNP增长率之和。这一理论认为,我国国民生产总值中有一部分是自产自销的,不需要使用货币媒介进入市场,被称为非货币化部分。货币化过程是指在总产值增长的基础上,以货币为媒介的货币化经济比例也不断增长,新的货币化部门消化了大量货币增量,这一货币化进程既给中央政府带来了大量收入,也没有造成较为严重的通货膨胀。而我国的货币化进程在1985年之后放缓,经济总体吸收货币发行的能力下降,超发的货币更多地转化为通货膨胀。谢平(1994)认为,转型经济

中的货币化进程导致超速的货币供应,政府通过集中分配货币发行收入,采取随时协调补救的方式,加之中国经济转型的渐进过程,保证了这一时期在经济高速增长的同时没有发生严重通货膨胀;而当经济货币化趋于饱和时,货币发行收入相较于利益补偿所需的贷款的数量已经较少,便会进一步引起通货膨胀。易纲(1995)对我国货币供应量与通货膨胀之间的关系进行了系统分析,发现在改革开放之前,货币供应量和产出水平之间没有显著的超前关系,表明货币供应量在计划经济体制下是被动的内生变量;改革开放后,货币供应量变成一个对经济起落有重要影响的、外生性越来越明显的变量,但是基础货币依然具有较强的内生性。

三、1996年以来通货膨胀的主要特征

1996年经济实现“软着陆”之后,随着市场经济体系和经济管理体系的不断完善,我国的通货膨胀率及其波动都明显下降,但是依然随着经济周期波动。本部分从通货膨胀的周期特征、纵向传导、横向传导及其对经济金融体系的传导等四个方面梳理我国学者的理论成果。首先,使用转折点法对中国和美欧通货膨胀周期进行划分和对比,提出通货膨胀周期的分析框架;第二,分析我国不同价格指数之间、国际因素与国内价格水平之间的纵向传导特征;第三,从农业部门和非农部门之间的结构性通货膨胀以及更广义的结构性通货膨胀角度,分析我国通货膨胀的横向传导特征;第四,分析通货膨胀的福利成本以及通货膨胀对企业的投资、经营决策以及金融体系的传导。

(一)周期特征

1.我国通货膨胀周期的特征

本文采用转折点法对中国、美国和欧元区通货膨胀周期进行识别,结果分别如图3、图4和图5所示^①。

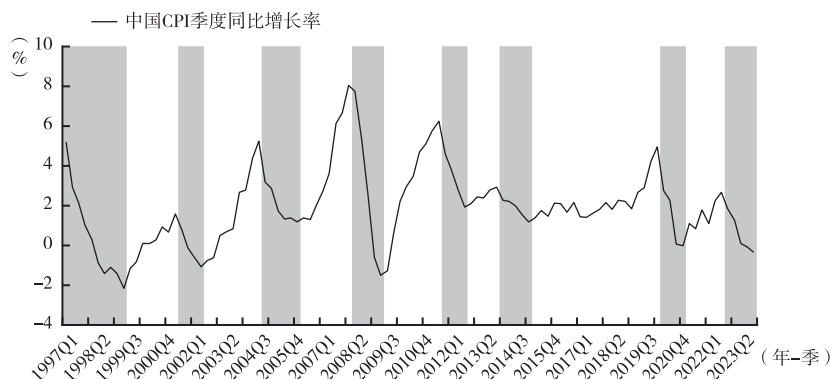


图3 我国CPI季度同比增长率的周期波动

数据来源:国家统计局。

从划分结果来看,我国存在以2001年第2季度、2004年第3季度、2008年第1季度、2011年第3季度、2013年第4季度、2020年第1季度、2022年第3季度等为局部峰值的7个通货膨胀周期;美国存在2000年第3季度、2003年第1季度、2008年第3季度、2011年第3季度、2018年第3季度、2022年第2季度等为局部峰值的6个通货膨胀周期;欧元区存在以2001年第2季度、2008年第3季度、2011年第4季度、2017年第1季度、2022年第4季度为局部峰值的5个通货膨胀周期。

^① 价格序列的扩张和衰退状态持续时间最少为3个季度,一个完整周期的持续时间最少为5个季度。

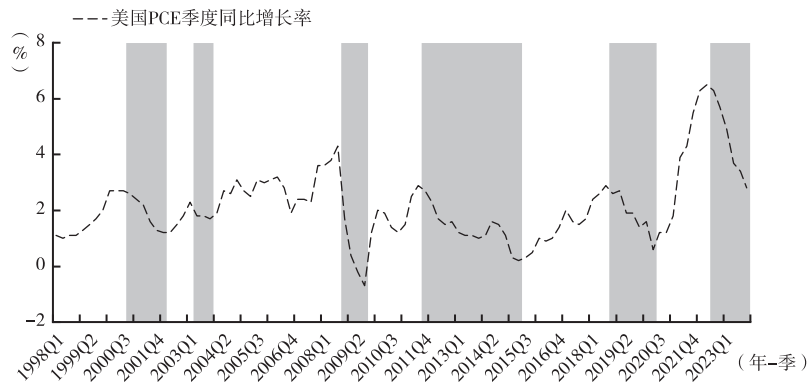


图4 美国PCE季度同比增长率的周期波动

数据来源: 美国经济分析局。

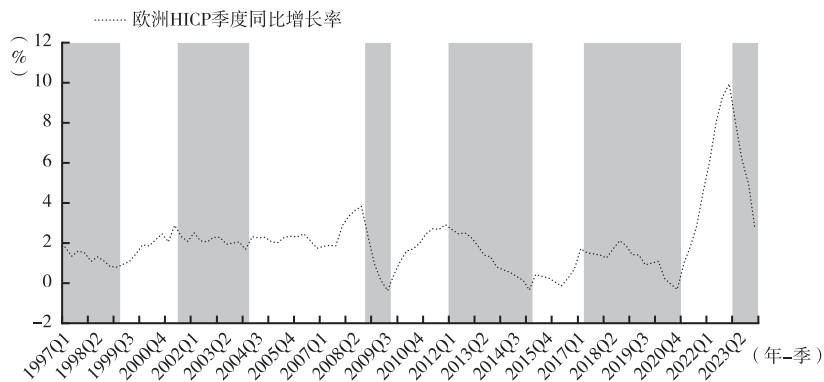


图5 欧元区HICP季度同比增长率的周期波动

数据来源: 欧盟统计局。

从中国和美国、欧元区通胀周期动态表现来看,除了2008年国际金融危机时期中国和欧美国家均出现了不同程度的价格水平下跌之外,中国的通胀周期波动与美国、欧元区存在显著差异。首先,从1996年中国经济实现“软着陆”之后到2020年这段时期内,中国CPI局部峰值一般在4%以上,2008年国际金融危机前的通胀峰值甚至达到了8%左右,而欧美国家在这一时期的通胀峰值大多处于4%水平以下,中国的通货膨胀波动幅度较欧美等国家更大。其次,从2020年末开始,中国CPI通胀率稳定保持在低位,最高峰值为2%左右,欧美国家则在这一时期通胀飙升,美国PCE价格指数峰值超过6%,欧元区HICP指数一度接近10%水平。此外,对直观的周期波动数据进行分析发现,在各个国家通胀周期的平均振幅方面,中国平均振幅为4.6%左右,较美国2.8%以及欧洲3.4%的平均波动幅度更大;在通胀周期平均持续时长上,中国的通胀上升阶段平均持续时间为9.3季度,美国和欧元区均为10.4季度,中国通胀下降阶段平均持续时长为4.7季度,美国和欧元区分别为7季度和10.8季度,即中国通胀周期无论在上升阶段、下降阶段还是总周期平均持续时间上均小于美国和欧元区。总体来看,中国通货膨胀在2020年前较欧美国家波动幅度更大,在2020年之后并未出现像欧美国家一样的通胀飙升,且中国通货膨胀周期相较于欧美国家表现出平均周期持续时间更短、波动幅度更大的特征。

2. 通货膨胀周期的分析框架

描述通货膨胀周期的主要理论工具是菲利普斯曲线。最初的菲利普斯曲线是从劳动力需求视角解释工资的变化——当劳动力市场存在超额需求时,失业率低于自然失业率,劳动力的超额需求

导致工资上涨。随着菲利普斯曲线形式的演进,目前经济学家主要用超额最终需求(表现为产出水平和自然产出水平之差)和所有生产要素的超额需求(表现为真实边际成本对其稳态水平的偏离)来解释通货膨胀。此外,附加预期的菲利普斯曲线使得通货膨胀预期成为分析通货膨胀和货币政策的一个关键变量。目前常用的菲利普斯曲线是将理性预期和价格粘性融为一体的新凯恩斯菲利普斯曲线,如 Christiano et al.(2005)提出的混合型新凯恩斯菲利普斯曲线具有下面的形式:

$$\pi_t = \frac{\beta}{1+\beta} E_t\{\pi_{t+1}\} + \frac{1}{1+\beta} \pi_{t-1} + \frac{(1-\beta\theta)(1-\theta)}{(1+\beta)\theta} (\widehat{mc}_t + \varepsilon_t) \quad (1)$$

其中, π_t 为通货膨胀率, \widehat{mc}_t 为真实边际成本(采用相对于稳态真实边际成本的对数偏离形式), ε_t 为供给冲击, $1-\theta$ 为每一期厂商重新定价的概率, β 为折现因子。

根据菲利普斯曲线,通货膨胀的驱动因素主要包括:(1)需求因素,包括代表最终需求的产出缺口和代表要素需求的真实边际成本,过度需求会带来通货膨胀压力;(2)供给因素,包括技术进步导致的供给能力提升和成本下降缓解通货膨胀压力,石油、主要工业品和主要农产品的不利供给冲击带来通货膨胀压力;(3)通货膨胀预期,不仅会与需求因素和供给因素形成正反馈,而且具有自我实现的特征。此外,因为货币政策和财政政策是宏观经济治理的核心手段,对总需求、总供给和通货膨胀预期都有至关重要的影响,所以货币政策和财政政策不仅是通货膨胀的主要驱动因素,也是通货膨胀治理的主要手段。本文第四部分和第五部分将从如上因素入手分析我国通货膨胀的成因和治理。

根据菲利普斯曲线,价格粘性和通货膨胀惯性将对通货膨胀传导产生至关重要的影响。根据式(1),价格粘性指数 θ 越大,真实边际成本 \widehat{mc}_t 或产出缺口 \tilde{y}_t 的变化对当期通货膨胀率影响越大;通货膨胀惯性越大,意味着上一期的通货膨胀对本期的通货膨胀影响越大。在真实世界中,价格粘性和通胀惯性的影响有多大?

估计价格粘性需要微观价格调查数据,如 Bils and Klenow(2004)使用微观价格数据估计了美国CPI及分类商品的价格调整频率,Nakamura and Steinsson(2008)使用了比 Bils and Klenow(2004)更加详尽的微观价格调查数据对美国CPI及分类商品的价格粘性进行了更加深入的分析。缺乏微观价格调查数据一直是我国价格粘性研究的重要制约因素。为了解决微观价格调查数据缺乏的难题,我国学者提出了利用网络大数据估计价格粘性的方法。金雪军等(2013)发现我国价格粘性水平相对于发达国家较低,总体价格调整周期的中值为81天;我国CPI八大分类指数的价格粘性存在显著差异,其中居住类的价格粘性最强,价格调整周期为145天,衣着类的价格粘性最弱,价格调整周期为48天;在价格调整幅度的分布上,由于小幅度的价格调整行为较少发生而呈双峰分布形态。姜婷凤等(2020)发现我国总体上调价较为频繁、调价幅度较大、不对称性显著;CPI八大分类指数的价格粘性存在显著差异,其中居住类的价格粘性最强,价格调整周期为138天,而生活用品及服务的价格粘性最弱,价格调整周期为33天;线上价格调整可能是状态相依定价模型和时间相依定价模型两种模式的结合。

除了利用网络大数据估计价格粘性之外,我国学者还研究了如何利用宏观经济数据估计价格粘性。使用宏观经济数据估计价格粘性具有两方面的意义,第一,如果使用宏观经济数据估计的结果与使用微观经济数据的情况下一致,那么便可以在缺乏微观数据时,直接使用宏观经济数据进行估计;第二,使用宏观经济数据的估计结果还包含了宏观经济动态相关的价格调整信息,相较于使用微观数据的信息更加全面,具有其独特意义。侯成琪和龚六堂(2014)给出了多个异质性生产部门情形下的混合型新凯恩斯菲利普斯曲线:

$$\pi_{jt} = \frac{\beta}{1+\beta} E_t\{\pi_{j,t+1}\} + \frac{1}{1+\beta} \pi_{j,t-1} + \frac{(1-\beta\theta_j)(1-\theta_j)}{(1+\beta)\theta_j} \widehat{mc}_{jt} + \frac{(1-\beta\theta_j)(1-\theta_j)}{(1+\beta)\theta_j} \hat{p}_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

其中, π_{jt} 、 \widehat{mc}_{jt} 和 \hat{p}_{jt} 为第j个部门的通货膨胀率、真实边际成本和价格缺口(总体价格水平与部门价格水平之间的差异), θ_j 为第j个部门的价格粘性指数。侯成琪和龚六堂(2014)使用结构化GMM方

法,估计了我国CPI指数中涉及的八大分类商品的部门新凯恩斯菲利普斯曲线,发现我国CPI八大类价格粘性最弱的是食品和居住,一个季度之后食品价格和居住价格保持不变的概率分别为26.98%和27.55%;价格粘性最强的是家庭设备,一个季度之后家庭设备价格保持不变的概率达到68.71%;八大类商品价格粘性指数的加权中位数为38.51%,即平均价格调整周期为1.63个季度。

关于通货膨胀惯性,我国学者进行了系统的实证分析,总体而言,学者们基于对CPI同比数据的分析认为我国通货膨胀具有较强的惯性特征(张屹山和张代强,2008;王少平和王津港,2009;何启志和范从来,2011),而基于CPI环比数据的分析则得到了中等程度的通货膨胀惯性(王少平等,2012)。一些研究还发现,随着经济结构的调整和物价水平同比增速的换挡,通货膨胀惯性会在时间波动路径中出现内生的结构转变,较低通胀水平下通胀持续性会减弱,高通胀水平下通胀持续性和稳定性较强,说明我国通货膨胀惯性存在区制转换特征(王少平和王津港,2009)。除了关注加总的CPI之外,一些学者还研究了CPI分类指数的惯性特征。孔丹凤和张成祥(2012)分析了我国CPI及其八大类价格指数的持久性,认为宏观经济波动公共因子主导了我国通货膨胀高持久性,各分类项目的特定因子对其也具有一定的推动作用。王少平等(2012)从宏观成分和特质成分两个角度对CPI分类指数的波动进行了分解,发现宏观成分的持久性更强,且这两个成分都是导致CPI及其分类指数波动的主要成因。

因为我国通货膨胀具有显著的结构特征,包括PPI与CPI之间的纵向传导和CPI不同部门之间的横向传导,所以除了价格粘性和通货膨胀惯性,我国学者还非常注重从生产部门异质性和投入产出网络的视角研究通货膨胀的纵向传导和横向传导,这也成为我国通货膨胀理论研究的主要特色。例如根据式(2)所示的部门菲利普斯曲线,不同部门的供给和需求、通货膨胀预期、通货膨胀惯性和价格粘性都可能存在显著的异质性,使得不同部门之间的通货膨胀存在显著的异质性,而不同部门的通货膨胀又通过投入产出网络相互影响,形成复杂的结构特征和传导关系。

(二)纵向传导特征

通货膨胀的纵向传导主要关注国际大宗商品价格、PPI和CPI等上下游价格之间的传导。研究上下游价格的传导规律对于预判CPI走势和及时采取应对措施很有帮助。根据价格传导规律,一方面,上游价格对下游价格具有正向传导机制,即上游价格的变化会通过投入-产出关系引起下游价格的同方向变化;另一方面,下游价格对上游价格也具有反向传导机制,即下游价格的变动也会对上游价格产生一定的反馈作用,引起上游价格的同方向变化。在一般情况下,上下游价格的涨跌方向和幅度是大致相同的。但是,由于统计口径、影响因素和传导路径等方面的差异,上下游价格之间的传导可能比较松散,甚至会出现背离。

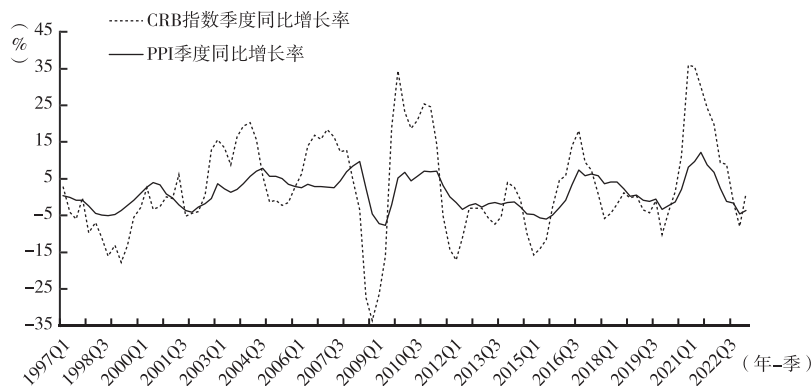


图6 国际大宗商品价格和PPI季度同比增长率

数据来源:路透商品研究局、国家统计局。

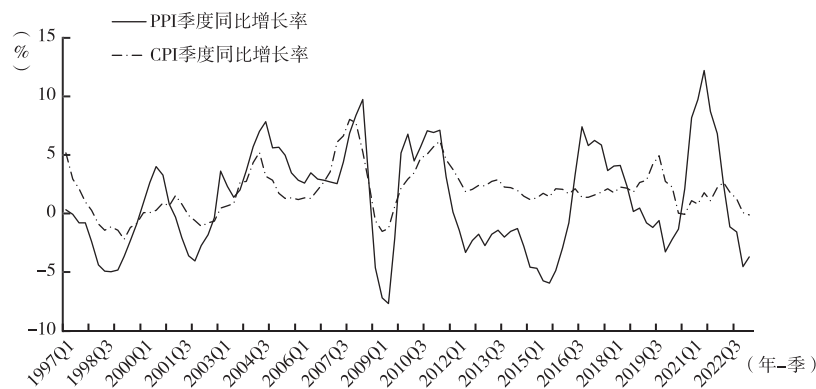


图7 PPI和CPI季度同比增长率

数据来源:国家统计局。

1. PPI与CPI之间的传导关系

我国学者对PPI和CPI之间的传导关系进行了大量实证分析,但是结论并不一致。一方面,贺力平等(2008)分析了2001至2008年我国PPI和CPI序列的因果关系,发现CPI是PPI的格兰杰原因,而PPI不是CPI的格兰杰原因,其原因是CPI主要代表消费品需求市场而PPI代表工业品供给市场,在样本期内驱动通货膨胀的需求因素较供给因素占主导地位。刘凤良和鲁旭(2011)引入货币因素和实际经济因素,构建了四变量的VECM模型对PPI和CPI进行格兰杰因果检验,发现CPI是PPI的格兰杰原因,反之则不成立。另一方面,徐伟康(2010)认为CPI和PPI具有协整和长期因果关系,且二者在短期内互为格兰杰因果关系。

上述研究主要基于线性角度对PPI和CPI之间的传导关系进行了分析,而杨子暉等(2013)采用TVAL非参检验和 T_n 非参检验等方法进行非线性格兰杰因果检验,发现PPI向CPI的非线性传导机制较为突出,表现为上游生产要素价格带动下游消费价格同向变动,而下游价格对上游价格的反向传导机制同样日益凸显。孙坚强等(2016)基于价格预期机制和产业链建立了包括货币因素在内的PPI和CPI的多维度Mackey Glass混沌系统,在进行非线性检验的同时引入货币视角,发现PPI和CPI同时存在正向和反向传导关系,供需两侧的因素共同推动了我国物价机制的形成,且需求侧对通胀或通缩的影响更大。

一些学者采用频率时间序列分析的方法研究PPI和CPI之间的传导关系。董直庆等(2009)采用谱分析方法考察了短期内PPI和CPI及其各个子类的相关关系及领先滞后关系,发现在短期内CPI的波动主要来自于食品类消费品供给的波动,表现为CPI向PPI生活资料分类指数再向PPI生产资料分类指数的传递,并不存在PPI向CPI方向的传导;而在中长周期内CPI和PPI相关程度较高且保持同步波动趋势,中长周期PPI波动由投资驱动,CPI波动主要由货币供应量驱动。彭红枫和肖祖沔(2017)在连续小波变换的分析框架下对PPI及PPI细分指数和CPI之间的传导关系进行了分析,发现PPI和CPI在短期内相互传导,而在长期内PPI的变动领先于CPI,仅存在PPI向CPI的传导。

2. PPI与CPI之间的背离

我国CPI和PPI之间的传导关系不仅存在争议,而且在2012~2016年和2019~2020年期间,二者走势甚至出现长时间背离。我国学者从以下四个角度对我国PPI和CPI之间的长期背离进行了系统的理论解释。

(1)外生冲击角度。侯成琪等(2018)建立了一个包括上游工业品生产和下游消费品生产的两

阶段生产 DSGE 模型,发现大宗商品价格的负向冲击和下游消费品部门的负向供给冲击,显著驱动了从 2011 年底至 2016 年初我国 PPI 和 CPI 之间出现的持续背离,通过福利分析发现,除非货币当局极端重视产出稳定,即在福利损失函数中产出波动性的权重远大于通货膨胀波动性的权重,否则货币政策就应该同时盯住 PPI 和 CPI。李文喆和李斌(2018)从工业品和消费品生产商的生产函数、市场竞争、定价行为出发,建立 DSGE 模型来解释 2012~2016 年期间 PPI 和 CPI 之间的背离,发现在此期间物价变化的原因主要是大宗商品价格下跌,而不是国内需求不足;CPI 涨幅与 PPI 涨幅差值扩大主要源自工业品和消费品在产品价格粘性和对劳动依赖程度两个方面的不同。

(2) 产业链角度。倪红福等(2023a, 2023b)从产业链角度研究了 PPI 和 CPI 的分化问题,指出了我国现有 PPI 统计体系存在没有将服务价格纳入统计和重复计算问题,他们借鉴美国劳工统计局的 FD-ID PPI 体系构建方法对我国现有 PPI 统计体系进行改进,构建了基于上游度方法的产业链 PPI 统计指标体系,利用我国投入产出表数据进行测算,新构建的 FD-PPI 与 CPI 走势相当一致, PPI-CPI 分化几乎消失。肖雅慧和侯成琪(2023)发现,投入产出网络既会通过中间品需求渠道增强通货膨胀传导,又会通过零售价格粘性、中间品投入比例和中间品构成等产业链因素阻滞通货膨胀传导。当面临加总冲击时,中间品需求渠道占主导,通货膨胀传导表现为完全传导;当面临部门异质性冲击时,产业链因素的阻滞作用占主导,通货膨胀传导表现为相对松散的不完全传导。根据该传导机制,当不同部门异质性冲击同时发生且方向相反时, PPI 和 CPI 的走势由本部门的异质性冲击主导从而会发生背离。

(3) 产业结构和贸易结构角度。伍戈和曹红钢(2014)认为 PPI 相对于 CPI 的变动幅度会受到贸易品部门劳动生产率影响,当一国贸易品部门劳动生产率高于其他国家时,其非贸易品价格相对于贸易品价格变动明显,并进一步导致 PPI 涨幅高于 CPI。吕捷和王高望(2015)发现劳动力会受到宽松的货币政策影响而从基础农业部门向加工服务部门流动,造成加工服务部门扩张和基础农业部门收缩,促使 PPI 下降而 CPI 上升。莫万贵等(2019)认为产能过剩、巴拉萨-萨缪尔森效应等结构性因素是我国 PPI 与 CPI 背离的主因。

(4) 市场摩擦角度。徐臻阳等(2019)建立了包含民营企业和国有企业两种不同类别企业的 DSGE 模型,发现当货币紧缩政策持续加码时,民企自有资金减少且相对于国企的融资成本更高,而上游投资品和下游消费品分别主要由国企和民企生产,民企更高的融资成本导致了更高的下游消费品价格,表现为消费品价格相对于资本品提高更多,并进一步导致 PPI 和 CPI 背离。吴立元等(2020)和吴立元等(2021)认为 PPI 的下降主要来源于大宗商品价格的下跌,而 CPI 受到货币政策宽松和上下游金融摩擦异质性的影响而上升,此外,上下游劳动力市场的摩擦加剧了 PPI 向 CPI 的传导不畅,共同导致了 PPI 和 CPI 的背离。

3. 国际因素对国内价格的传导

自 1978 年改革开放特别是 2001 年加入 WTO 以来,我国经济已深度融入全球贸易体系和全球金融体系,受国际因素的影响越来越大。在此背景下,对通货膨胀的研究也需要在开放经济视角下进行,现有研究从多个国际视角进行了分析。

(1) 外部需求冲击视角。与国内需求旺盛对价格水平的拉动类似,我国出口贸易在总体经济中占有重要地位,现有较多文献研究发现外国需求的增多同样会推动国内价格升高,进而形成通货膨胀压力。张成思(2012)建立理论模型并进行实证检验,发现外国产出缺口对解释国内通货膨胀具有重要作用,在样本期内其影响超过了国内产出缺口。祝梓翔和邓翔(2023)建立了时变参数向量自回归模型对中国菲利普斯曲线进行分析,发现外国产出冲击对本国通胀有正向影响。

(2) 外部供给冲击视角。现有研究表明,这种外部供给冲击会增加我国企业生产成本并向下游消费价格传导。尹力博和韩立岩(2012)采用 FAVAR 方法分析国际大宗商品价格冲击、货币冲

击和需求冲击这三类冲击对PPI的影响,发现国际大宗商品价格冲击是影响PPI的首要因素,货币冲击和需求冲击次之。陆军等(2012)在国际垂直生产结构的框架下,使用开放经济新凯恩斯菲利普斯曲线分析了价格传导问题,发现通胀水平受到国内和进口中间品的显著影响,国际能源价格的上升会推高通胀。孟庆斌等(2014)基于开放经济条件下菲利普斯曲线的非线性扩展形式,构建马氏域变实证模型研究了宏观经济环境因素波动对通胀率造成的冲击,发现国际大宗商品价格对我国通胀的影响在不断增强。

(3)货币冲击视角。中国经济增长与宏观稳定课题组(2008)认为人民币汇率变动、国际利率变化对国内价格水平存在影响,全球流动性的转化因央行的有效对冲对国内物价的影响较小。施建淮等(2008)对人民币汇率向国内不同价格指数的传导进行了研究,发现人民币有效汇率对国内价格传导不完全且存在时滞,但在2005年汇率改革之后对降低国内通货膨胀起到了关键推动作用。胡援成和张朝洋(2012)分析了美元贬值对中国通货膨胀的影响,发现美元贬值会通过成本推动渠道、资金输入渠道和货币扩张渠道等对我国通货膨胀产生了影响。

(4)全球化及产业链重构视角。现有文献从全球化、产业分工的角度解释了过去四十年内全球多个国家同时出现了经济增长较快和价格水平较低的现象,并发现中国通货膨胀也会受到产业链重构、供应链压力等全球化因素的影响。张成思和李颖(2010)将国外产出缺口、进口价格等全球化因素引入传统的通货膨胀动态机制进行研究,发现全球化因素在近十年来对通货膨胀的影响程度明显增强,而且开放度越高的国家其通货膨胀对进口价格的敏感度越高。Wei and Xie(2022)认为数字技术的进步和全球产业链的完善会使厂商通过生产外包降低成本,增强不同国家的生产联动,提高各个国家的PPI协同性,但使得每个国家内部PPI和CPI之间的相关性下降。邵军等(2022)分析了嵌入全球价值链与通胀协同之间的关系,认为价值链贸易对PPI通胀协同具有显著为正的影响,但对CPI通胀协同的影响则缺乏稳健性。谭小芬等(2023)研究了全球化对通货膨胀的影响及背后的逻辑机制,发现从通货膨胀趋势来看,以参与全球价值链为标志的贸易全球化是发达经济体通货膨胀趋势下行的主要驱动因素。贾妍妍等(2025)建立了基于投入产出网络的HSAR模型研究外部冲击对通货膨胀影响,发现全球视角下中国通货膨胀会受到全球供应链压力、全球实体经济活动和美国货币政策的影响。

(三)横向结构特征

通货膨胀是一般价格水平的持续性上升,其中“一般价格水平”实际上是指所有商品和服务价格的普遍性上升。CPI由多种分类价格指数构成,每一大类分类价格指数又由更细的子类构成。这些分类价格指数除了受宏观货币金融形势等共同因素的影响,也受一些部门特有因素影响,从而具有不同的特征。例如,我国CPI的八大分类价格指数的均值和波动性都有显著差异(见表1)。

表1 CPI八大分类价格指数季度环比增长率的统计特征

	食品	烟酒	衣着	居住	交通 通信	医疗保健 及个人 用品	娱乐教 育文化 用品	家庭 设备	
2001q1-2015q4	平均值	1.28	0.31	0.01	0.69	-0.23	0.34	0.19	0.11
	最大值	9.80	1.98	3.23	2.89	0.80	2.21	1.59	1.00
	最小值	-3.15	-0.36	-1.73	-2.85	-1.93	-0.60	-0.90	-0.87
	标准差	2.82	0.47	1.21	1.00	0.50	0.50	0.50	0.46

续表 1

		食品烟酒	衣着	居住	交通 通信	医疗 保健	教育文化 和娱乐	生活 用品	其他 用品
2016q1-2023q3	平均值	0.72	0.18	0.27	0.14	0.62	0.51	0.18	0.62
	最大值	6.19	1.61	0.84	3.46	1.96	1.83	0.87	2.56
	最小值	-4.45	-0.70	0.62	-3.50	0.03	-0.42	-0.50	-2.05
	标准差	2.44	0.65	0.33	1.33	0.54	0.63	0.25	0.93

注:国家统计局分别在2001年1月和2016年1月重新调整了CPI及其分类指数的统计口径,按照用途将商品划分为八大类。其中,2001年1月到2015年12月的CPI分类为食品、烟酒及用品、衣着、居住、交通和通信、医疗保健及个人用品、娱乐教育文化用品和服务、家庭设备用品及维修服务;2016年1月后的CPI分类为食品烟酒、衣着、居住、交通和通信、医疗保健、教育文化和娱乐、生活用品及服务、其他用品和服务类。表1中的统计指标均根据CPI及其八大分类价格指数的季度环比数据计算,并按统计口径变化的时间进行分段。

当不同分类价格指数的涨跌幅度不一时,因为总量货币政策是对支出比例加权的CPI作出反应,所以会对不同部门产生不同的影响——对涨幅高于平均水平的部门通货膨胀反应不足,对涨幅低于平均水平的部门通货膨胀反应过度。因此,必须分析通货膨胀横向结构特征的成因,并采用针对性的策略^①。我国学者对于农业部门和非农部门之间的结构性通货膨胀问题即食品价格和非食品价格之间结构性问题以及竞争性部门和垄断部门之间、高金融化部门和低金融化部门之间等更广义的结构性通货膨胀问题进行了探讨。

1. 农业部门和非农部门之间的结构性通货膨胀

现有研究普遍认为,结构性通胀表现为不同部门价格之间的涨跌幅度不同,主要由经济结构变化驱动。在我国,农业部门和非农业部门的发展差异是最显著的部门结构变化,表现形式为食品价格上涨相对较快。吴军和田娟(2008)使用“部门瓶颈模型”对结构性通胀的形成机制进行了研究,使用基于部门间CPI的离散程度来衡量结构性通货膨胀的数量特征,发现食品价格的上涨幅度较大主要源于农业部门发展相对滞后。袁江(2009)基于中国价格水平中农产品价格涨幅大于工业品价格这一“二元分化”问题,构建了含有强制性技术变迁假说的结构性通胀模型进行分析,发现技术引进部门可以依靠技术进步和规模经济降低生产成本,使其价格相对下降,需求旺盛,而非技术引进部门会由于缺乏技术而导致产能和供给不足,二者共同导致了非技术引进部门价格的上涨。侯成琪和龚六堂(2013)建立了一个多部门新凯恩斯模型来描述食品部门在需求价格弹性、价格粘性和供给冲击等方面的异质性,发现食品价格粘性较低和食品需求缺乏弹性是导致我国食品价格较快上涨的主要原因。

2. 更广义的结构性通货膨胀

张晓慧等(2010)建立了包含竞争性部门和垄断部门的两部门模型来分析结构性通货膨胀,认为竞争性部门主要面临“需求约束”,其生产效率较高、产业竞争较强、供给弹性较高,而垄断部门主要面临“供给约束”,包括房地产、股票以及能源、资源等初级产品,其需求刚性较大,供给弹性相对不足;当实施扩张性政策时,竞争性部门的产出提高,而垄断部门产品的需求增多,导致供给缺乏弹性的垄断部门产品价格相较于竞争性部门产品上涨幅度更大,而初级产品、股票和房地产的投资属性会使其价格率先大涨。张成思等(2014)分析了商品金融化程度与通货膨胀传导的关系。商品金融化主要指普通商品与金融产品在本国资本聚集度等方面产生相似性,在银行主导型金融体系下更多地从金融渠道积累利润。他们发现,商品金融化程度越高,其价格变动对通胀的影响传导持续时间更长,且与通货膨胀存在双向互动关系。

^① 针对通货膨胀的结构性特征,目前经济学界主要采用改进货币政策盯住的通货膨胀指标的度量方法来应对,详见本文第四节。

(四)通货膨胀对经济金融体系的传导

通货膨胀受到总供给和总需求、货币政策和财政政策等诸多经济金融因素的影响,而通货膨胀又会通过各种渠道反过来影响经济金融体系,既会影响消费和投资等实体经济指标,又会通过资产价格水平和利率等影响金融市场稳定。

1. 通货膨胀对实体经济的传导

在消费端,我国学者重点分析了通货膨胀的福利成本。通货膨胀的福利成本指的是高通货膨胀迫使人们减少货币持有所造成的经济损失,其衡量方法主要包括消费者剩余法、货币效应模型等。陈彦斌和马莉莉(2007)运用消费者剩余方法和新古典宏观经济学一般均衡模型对中国通货膨胀的福利成本进行了计算和比较,发现在中国高通货膨胀会带来较高的福利损失。陈刚(2013)评估了中国的通货膨胀率对居民幸福感的影响,并以此测算通货膨胀的福利成本,发现预期型和非预期型通胀均降低了居民幸福感,但不改变福利成本。严成樑(2020)分析了货币政策通过通货膨胀渠道作用于产业结构变迁的传导机制,并估算通货膨胀的社会福利损失,发现10%的通货膨胀率提升的福利效应相当于2%至5%左右的消费削减。在生产端,我国学者深入研究了通货膨胀对企业投资和经营决策行为的影响。饶品贵等(2016)发现预期通货膨胀率的变动会影响企业存货水平,当预期通货膨胀率较高时存货持有水平增加。黎文靖和郑曼妮(2016)实证检验了通货膨胀预期对企业投资行为的影响及其内部机理,发现预期通货膨胀率的上升会促使微观企业增加当期资本支出规模,但会降低投资效率。钟腾等(2020)考察了通货膨胀预期对企业研发创新活动的影响及其内在机理,发现高通货膨胀预期导致企业创新投入下降,且对国有企业的创新活动的负面影响更小。

2. 对金融体系的传导

过高的通货膨胀会影响资产价格,增大股权资产的价值波动,加速货币债权类资产实际价值的衰减,推动企业改变资产配置组合;我国学者对该问题的分析主要基于“通货膨胀幻觉”视角。“通货膨胀幻觉”是指企业投资者无法正确调整通货膨胀对公司价值产生的影响。张宗新和朱伟骅(2010)发现在通胀预期条件下投资者情绪和主观风险溢价会影响资产定价和股票价格,并导致市场过度投机和资产价格非理性膨胀。罗勇根等(2018)认为“通货膨胀幻觉”的内在机制可能是通货膨胀显著降低了公司的盈余质量。陆蓉等(2022)基于“通货膨胀幻觉”研究了经济环境变化对企业金融活动的影响,发现高通货膨胀预期会促进非金融企业扩大当期金融活动。此外,通货膨胀还会导致贷款行为变化,改变企业资产配置和融资决策。饶品贵和张会丽(2015)建立随机游走模型,研究企业现金持有行为是否受到预期通货膨胀率波动的影响,发现企业现金持有水平随预期通货膨胀率上升而减少,预期通胀率主要影响经营性活动现金流量。李青原等(2015)使用上市公司数据研究通货膨胀预期如何影响企业银行债务融资,发现预期通货膨胀率是资本结构的重要决定因素,当预期未来将发生通货膨胀时,商业银行更加惜贷,通货膨胀预期对企业银行债务偏离具有显著影响。

四、通货膨胀周期的成因和治理

我国学者一方面以菲利普斯曲线为理论工具,从总需求和总供给出发分析通货膨胀的成因并提出了需求侧和供给侧协同发力的通货膨胀治理方案,另一方面系统分析了货币政策和财政政策对通货膨胀的影响,以及如何从改进货币政策盯住的通货膨胀指标、利用货币政策规则提高政策可信度等方面完善货币政策框架进而提升通货膨胀治理效能。自1996年经济实现软着陆以来,我国通货膨胀率虽然存在周期波动,但是整体保持平稳,没有出现比较剧烈的增长。这表明我国的通货膨胀治理是有效的,保持了整体的价格平稳,为价格有效引导资源配置和经济平稳运行提供了有力保障。

(一) 总需求和总供给视角的成因和治理——基于菲利普斯曲线

刘树成(1997)和范从来(2000)认为,在改革开放以前我国的经济增长率和通货膨胀率与菲利普斯曲线描述的正相关关系不符。其原因在于,在短缺经济条件下政府对许多商品实行了票证、定额等计划形式的限量需求,价格只有随供给变化。在经济增长率上升、产品供给有所改善的时候,通货膨胀率随之下降;反之,在经济增长率下降、产品供给恶化、物资短缺程度加剧的时候,通货膨胀率就随之大幅度上扬。在改革开放之后,经济增长率和通货膨胀率呈现出与菲利普斯曲线一致的正相关关系,反映了市场经济条件下价格水平随市场供求变化而变动的基本特征。刘斌和张怀清(2001)、刘金全等(2006)、郑挺国等(2012)、伍戈和刘琨(2014)等对菲利普斯曲线进行了实证检验,发现我国产出缺口和通货膨胀之间存在菲利普斯曲线描述的同向关系,且可能是非线性的。

新凯恩斯模型将理性预期与凯恩斯主义的名义刚性结合起来,从厂商的最优定价出发提出了新凯恩斯菲利普斯曲线,成为当前研究通货膨胀的主要理论工具。相较于传统菲利普斯曲线,新凯恩斯菲利普斯曲线不仅具有微观基础,也可以更加准确地描述通货膨胀预期。我国学者对新凯恩斯菲利普斯曲线进行了系统检验。陈彦斌(2008)使用基于微观调查数据的通胀预期,建立了包含需求拉动、成本推动、通胀预期和通胀惯性四种因素的新凯恩斯菲利普斯曲线模型,发现成本推动对通胀的影响并不显著,对当前通胀的影响最明显的是通胀预期,紧接着是通胀惯性和需求拉动。杨继生(2009)基于新凯恩斯混合菲利普斯曲线,考察我国通货膨胀预期的性质以及流动性过剩对通货膨胀的影响,发现我国通胀具有适应性预期和理性预期并存的动态性质,与短期新凯恩斯混合菲利普斯曲线的典型特征相符。何启志和范从来(2014)分别构建了学习型预期和消费者预期指数下中国扩展的新菲利普斯曲线,发现中国通胀惯性非常强,但是消费者预期指数以及学习型预期对通胀的决定作用有限,后顾性因素较前瞻性因素在短期通胀动态中具有更重要的影响。卞志村和胡恒强(2016)估计了粘性信息模型以及存在粘性信息和粘性价格的双粘性模型,发现粘性信息对我国通货膨胀的解释力严重不足,双粘性模型主要体现为粘性价格成分,其估计结果同粘性价格模型相似。

近年来菲利普斯曲线平坦化等问题引发了学界关注。所谓菲利普斯曲线平坦化,指的是经济周期对价格水平的正向拉动作用减弱,二者的相关关系变得模糊甚至消失,导致菲利普斯曲线中描述经济周期和总需求的产出缺口对通货膨胀的系数变小且不显著。祝梓翔和高然(2022)结合实证分析和理论模型研究了中国菲利普斯曲线平坦化的问题,发现2010年后我国通胀和增长的关系弱化,主要通过边际成本传导变弱及内生增长渠道变强等机制引起菲利普斯曲线或总供给曲线的平坦化。祝梓翔和邓翔(2023)进一步纳入外国产出波动因素,从国际视角研究菲利普斯曲线的平坦化,发现由于贸易开放度的下降,我国通胀对外国产出的敏感性也进一步弱化。刘悦和刘金全(2023)认为由于我国经济处于惯性下行趋势内,而通货膨胀的正负向变动存在非线性,产出的负向变动对通货膨胀的影响系数较正向变动更小,进而引起了菲利普斯平坦化的现象产生。也有相关学者认为菲利普斯曲线并未迷失,经济周期对通货膨胀的驱动作用保持稳定,如万光彩等(2024)发现菲利普斯曲线并未出现迷失现象,而是由于微观企业定价和通胀预期形成机制的变化导致了通货膨胀与经济周期相关性减弱的表象。

综上所述,不管是对传统菲利普斯曲线的研究还是对新凯恩斯菲利普斯曲线的研究,我国学者主要分析了产出缺口形式的菲利普斯曲线,发现产出缺口代表的超额最终需求是我国通货膨胀的主要驱动力量,但是对真实边际成本形式的菲利普斯曲线的研究较少。鉴于产出缺口代表的超额最终需求对我国通货膨胀的显著影响,我国学者从总需求管理和供求平衡角度提出了通货膨胀治理的建议。刘伟和蔡志洲(2008)从历史和现实两个角度分析了我国经济增长对价格水平变动的影响,具体包括在商品和生产要素市场化过程中的高速增长、体制创新、经济发展阶段和经济全球化等因素,并指出需要在供需两侧同时发力治理通货膨胀,发挥深化市场化改革的作用,完善商品和生产要素价格

之间的关系和形成机制。刘伟和苏剑(2014)和刘伟(2016)认为,我国经济进入新常态之后,成本推动型通货膨胀成为常态,结构性通货膨胀更加明显,我国应该转变经济发展方式,采取以供给管理为主、需求管理为辅的宏观政策体系,特别是通过供给侧结构性改革来解决一系列深层次的结构问题。

此外,在对新凯恩斯菲利普斯曲线的研究中,我国学者已经注意到通货膨胀预期对通货膨胀具有显著影响,预期管理已经成为通货膨胀治理的重要选项。本文将在第五部分介绍我国学者在通货膨胀预期的形成和影响因素、通货膨胀预期管理方面取得的研究成果。

(二)货币政策视角的成因和治理——基于货币数量论

因为货币数量论和弗里德曼的著名论断“无论何时何地通货膨胀都是一种货币现象”,货币供应量往往成为研究通货膨胀时最被关注的因素。根据前文介绍的谢平(1994)和易纲(1995),当中国经济的货币化进程基本完成之后,货币供应量将成为决定通货膨胀的重要因素。一些学者的研究支持货币数量论,认为货币供应量是决定通货膨胀的重要因素。黄益平等(2010)、徐忠等(2012)和张成思(2012)都发现,过量的流动性是通货膨胀的重要成因,管理流动性仍是控制通胀的主要手段。但是,也有一些学者指出,改革开放之后我国 M2/GDP 快速上升,在 20 世纪 90 年代中期突破 100% 关口并超越很多欧美发达国家,如此大规模的货币供应量并没有引发严重通货膨胀(该现象被称为“中国之谜”),认为货币数量论无法解释这种现象,并对其原因进行了深入分析,主要观点有以下几个方面。

1. 由于理论与逻辑缺陷,高 M2/GDP 不能作为货币超发的依据。范从来和王勇(2014)认为,用高 M2/GDP 判断货币超发的理论基础是货币数量论,除了货币数量论本身的缺陷,还存在逻辑上的缺陷,例如交易方程式主要考虑的是货币的交易需求,用 M2 这个货币统计口径是否合适存疑,未考虑货币流通速度的变化从而直接将 M2 超出 GDP 的部分视为超发货币值得商榷。此外,没有考虑生产过程中的中间投入和金融资产等交易也会低估货币需求。陈彦斌等(2015)建立了一个动态一般均衡模型来研究中国货币数量论失效的机制,发现房地产泡沫的膨胀和地方政府债务的扩张对解释金融危机后中国货币数量论失效具有重要作用,家庭对货币的持有意愿会随着房地产泡沫的膨胀和地方政府债务的扩张而增强,进而导致货币流动速度下降和较低的通胀。

2. 高 M2/GDP 由我国经济的一些特点决定,不能作为货币超发的依据。刘明志(2001)认为,我国金融体系以商业银行为主体,大量金融资产以存款形态存在,存款的投资性质导致了高 M2/GDP。张杰(2006)认为,高货币化是政府通过有效控制银行体系来追求“金融剩余”和“铸币税”的结果。范从来和杜晴(2015)的实证研究表明,我国的产业结构现状是 M2/GDP 比值偏高的原因之一。何运信等(2015)认为收入差距的扩大是推动我国 M2/GDP 长期上升的一个不可忽视的重要因素。

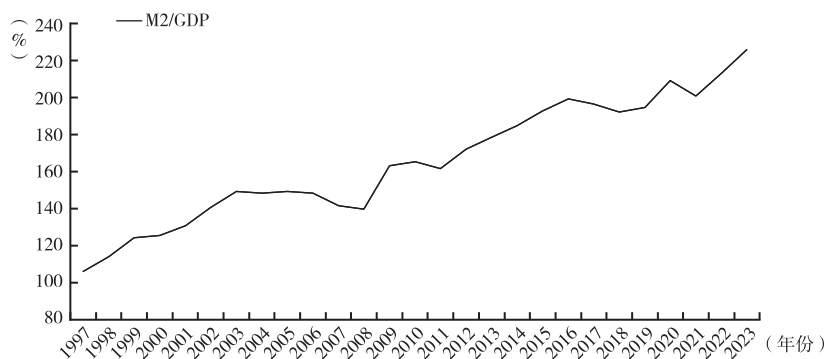


图 8 1997~2023 年中国 M2/GDP 走势

数据来源:中国人民银行、国家统计局。

3. 金融资产囤积假说。伍志文(2002)通过引入资本市场构建了一个三部门的广义货币数量论模型,基于此提出金融资产囤积假说,发现当考虑到金融资产对货币供应量的影响之后,货币数量论失效。罗富政等(2019)建立了包含货币市场、实体经济和虚拟经济三部门的货币数量论修正模型,发现受虚拟经济虹吸效应影响,货币供给相较于实体经济更多地流向虚拟经济,这一结构性失衡导致了货币供给与通货膨胀的进一步背离。

此外,从货币政策的实践来看,如果货币供应量已经不适合作为货币政策中介目标,那么即使货币供应量对通货膨胀有影响,也只是众多影响因素之一而非关键的决定性因素。对于中国货币政策应该选择哪个指标作为中介目标,我国学者也存在争议。夏斌和廖强(2001)认为,货币供应量不适合作为我国货币政策的中介目标,其对通货膨胀的解释能力也较差。而盛松成和吴培新(2008)认为,信贷规模和货币供应量是我国货币政策实际上的两个中介目标,分别对实体经济领域和金融市场领域进行调控。也有一些学者提出了折中观点。范从来(2004)认为应通过调整货币供应量的统计内涵,创造出一种有利于货币供应量发挥中介作用的货币控制机制,克服目前货币供应量作为中介目标的局限性。盛松成和谢洁玉(2016)认为随着我国金融市场的多元化发展,社会融资规模(增量与存量)相较于信贷规模能够更综合地反映全社会融资总量和结构,与货币政策最终目标的相关性和可控性(尤其在2009年之后)优于新增人民币贷款。

改革开放之初,中国采用以货币供应量为中介目标的数量型调控,所以在货币政策分析时我国学者比较注重货币供应量、信贷规模和社会融资规模等数量型指标。然而,随着金融创新和金融脱媒的迅猛发展,货币供应量的可测性、可控性和相关性不断下降,数量型调控越来越难以实现精准的调控效果。而且,随着社会主义市场经济体制逐步完善、金融市场不断发展,金融机构和其他微观主体自主决策能力逐步增强,利率市场化持续推进,市场在资源配置中的作用越来越强,利率这个价格信号在资金配置中的作用越来越大,中国货币政策开始逐步向价格型调控转型,价格型调控的作用不断增强,应该更加重视从利率调控视角研究通货膨胀治理。

(三) 财政政策视角的成因和治理——基于价格水平的财政理论

虽然财政政策和货币政策同为宏观经济治理的核心手段,都能通过调控总需求来影响产出水平和价格水平,但是因为货币数量论和弗里德曼的著名论断,当分析通货膨胀问题时,货币政策往往更受关注。其实,历史上很多恶性通货膨胀都是财政赤字货币化的产物,只不过在财政赤字货币化中财政赤字和货币超发同时存在,依然可以用货币供应量来解释通货膨胀。

许多研究表明,财政政策对通货膨胀的影响显著。许雄奇和张宗益(2004)分析了中国财政赤字和通货膨胀之间的关系,发现短期内财政赤字对中国通货膨胀具有显著正向影响,货币因素和财政因素均对通货膨胀具有一定的解释力。刘贵生和高士成(2013)发现通货膨胀虽然在一定程度上受到财政支出的影响,但是影响效果弱于货币政策。杨子暉等(2014)发现我国货币政策在很大程度上被动适应于财政政策,从而增大了诱发财政驱动的通货膨胀风险,现阶段我国通货膨胀不仅是一种货币现象,同时也是一种财政现象。

价格水平的财政理论是从财政政策视角研究通货膨胀的主要理论工具。龚六堂和邹恒甫(2002)基于宏观经济模型证明通货膨胀既是货币现象也是财政现象,给出了带货币和不带货币的跨时宏观模型的价格水平决定公式。方红生和朱保华(2008)通过实证分析识别我国属于李嘉图制度还是非李嘉图制度,认为价格水平的财政理论比货币主导型的李嘉图制度更适合描述我国的通货膨胀。董秀良和帅雯君(2013)的实证研究表明,我国宏观经济政策在1982~1996年为M区制(货币政策为主财政政策为辅),在1997~2011年为F区制(财政政策为主货币政策为辅),在F区制下财政政策比货币政策对通货膨胀的影响更大,且通货膨胀受到财政政策的长期影响。崔惠民等(2014)认为在当前政府融资体制安排下,财政政策主导了我国的价格水平,货币政策对通货膨胀

的影响小于财政政策,我国通货膨胀更多地表现为财政现象。

近年来,现代货币理论(Modern Monetary Theory)受到学界的广泛关注。该理论认为政府的财政活动应该以实际的经济运行指标,如价格稳定、充分就业等作为目标,政府的财政约束来自于资源环境、生产能力和通货膨胀约束而不是财政平衡约束,在经济并不处于充分就业的情况下,政府可以使用更加积极的财政政策促进经济增长且避免通货膨胀的产生(贾根良和何增平,2020)。这对政府部门进行通货膨胀调控治理以及经济增长平衡上具有一定的借鉴意义。也有学者认为现代货币理论在中国并不完全适用,仍需进一步的发展,如张晓晶和刘磊(2019)认为现代货币理论有关政府发债无约束、充分就业下的扩张政策不会引起通胀等主张与现实有距离,且理论逻辑自洽方面存在不足,但对解决现实经济问题方面具有一定的启示。总体而言,现代货币理论为货币政策和财政政策的相互影响和协调配合提供了一个新的视角,为通货膨胀治理提供了一个新的思路。

(四)改进通货膨胀的度量方法

经济学界认为,相对于以CPI和GDP平减指数为代表的支出比例加权的标题通货膨胀,核心通货膨胀更适合作为货币政策盯住的通货膨胀指标。目前经济学界存在基于持续性通货膨胀和基于普遍性通货膨胀两种核心通货膨胀的定义,并根据不同定义衍生出多种核心通货膨胀度量方法。此外,货币政策是否应该盯住资产价格也引起了经济学界的广泛关注。

1. 核心通货膨胀

在持续性通货膨胀的视角下,核心通货膨胀被定义为标题通货膨胀的持续性部分。由于货币政策要经过一个较长且不确定的时滞期才能对价格水平产生影响,如果货币政策对暂时性的价格上涨作出反应,则当货币政策对价格水平产生影响时,暂时性的价格上涨可能已经结束,从而使货币政策不但不能熨平反而会加剧宏观经济的周期波动。因此,货币政策仅应对核心通货膨胀即标题通货膨胀的持续性部分作出反应。按照核心通货膨胀的“持续性通货膨胀”定义,标题通货膨胀 π_t 可以分解为:

$$\pi_t = \pi_t^* + x_t \quad (3)$$

其中, π_t 为标题通货膨胀, π_t^* 为标题通货膨胀的持续性部分即核心通货膨胀, x_t 为标题通货膨胀的暂时性部分即暂时性通货膨胀。

基于持续性通货膨胀的定义,可以通过平滑和滤波的方法剔除暂时性通货膨胀的影响,得到核心通货膨胀。常用的平滑方法包括移动平均方法、指数平滑方法,还有Quah and Vahey(1995)提出的将标题通货膨胀中对中长期真实产出没有影响的部分定义为核心通货膨胀并通过SVAR进行估计的方法。常用的滤波方法包括HP滤波(Hodrick- Prescott Filter)、带通滤波(Bandpass Filter)、卡尔曼滤波(Kalman Filter)和小波方法(Wavelet Methods)。简泽(2005)、赵昕东(2008)以及田新民和武晓婷(2012)等用基于SVAR的方法研究了中国的核心通货膨胀。

在普遍性通货膨胀的视角下,核心通货膨胀被定义为标题通货膨胀的普遍性部分,即所有商品价格变化的共同趋势。总量型货币政策并不具备结构调节功能,面对一些部门特有的价格上涨(如恶劣天气、瘟疫和病虫害等原因会导致农副产品减产,从而导致食品价格上涨),虽然紧缩的货币政策能够抑制这些部门的价格上涨,但是也会使那些未出现价格上涨的部门陷入衰退。因此,货币政策仅应对所有商品价格变化的共同趋势即核心通货膨胀作出反应。根据核心通货膨胀的“普遍性通货膨胀”定义,可以将各类商品的价格变化分解为:

$$\pi_{jt} = \pi_t^* + x_{jt} \quad (j = 1, 2, \dots, J) \quad (4)$$

其中, π_{jt} 表示第j种商品在第t期的价格变化; π_t^* 表示第t期所有商品价格的共同变化趋势,即核心通货膨胀; x_{jt} 表示第j种商品在第t期的异质性相对价格变化。根据这种分解方法,衍生出两类核心通货膨胀度量方法:基于波动性的计算方法(Methods Based on Volatility)和基于动态因子的计算

方法(Methods Based on Dynamic Factor)。

基于波动性的计算方法认为,核心通货膨胀 π_i^* 与异质性相对价格变化 x_{ji} 不相关,故部门通货膨胀 π_{ji} 的方差等于 π_i^* 的方差与 x_{ji} 的方差之和。因为核心通货膨胀 π_i^* 是所有 π_{ji} 共有的部分,所以异质性相对价格变化 x_{ji} 的方差越大(这表示异质性相对价格变化在商品价格变化中所占比重越大)则 π_{ji} 的方差越大,相应的 π_{ji} 在核心通货膨胀中的权重就越小。基于波动性的计算方法根据各类商品价格波动性的大小给这些商品重新赋权,再通过加权平均计算核心通货膨胀,主要包括剔除法(Exclusion Method)、加权中位数法(Weighted Median Method)、截尾平均法(Trimmed Mean Method)、波动性加权法(Volatility Weighted Method)。范跃进和冯维江(2005)、王宇和李季(2012)、徐强(2013)以及徐强和陈华超(2017)利用这些方法分析了中国的核心通货膨胀。

基于动态因子的计算方法从各类商品的价格变化中提取共同的动态因子对核心通货膨胀进行估计。王少平和谭本燕(2009)建立误差修正模型,对各分类商品价格指数之间的协整关系进行分解得到核心通货膨胀指数。赵昕东和汤丹(2012)使用我国CPI八大分类指数建立动态因子指数模型对核心通货膨胀进行估计,发现核心通货膨胀很好地反映了通货膨胀的趋势和或货币供给的变化。张世伟等(2021)采用结构化动态因子模型测算反映中国物价长期变化趋势的核心通货膨胀指标,并刻画核心通货膨胀的总体趋势、总体波动、部门趋势和部门波动,发现中国核心通货膨胀的走势渐趋平稳,特别是2012年后保持温和水平。侯成琪等(2011)从理论上改进了基于动态因子的核心通货膨胀度量方法,根据式(3)所示的多部门新凯恩斯菲利普斯曲线提出了各部门商品价格变化的理论分解公式和核心通货膨胀的理论表达式。以这两类理论公式为基础,各部门商品的价格变化应该分解为:

$$\pi_{ji} = \alpha_j \pi_i^* + x_{ji} \quad (j = 1, 2, \dots, J) \quad (5)$$

其中, α_j 取决于各部门商品的价格粘性和支出比例等因素。侯成琪等(2011)提出了估计核心通货膨胀的计量经济模型及其两阶段估计方法,给出了根据稳态权重估计核心通货膨胀的简便方法。

侯成琪和龚六堂(2013b)通过福利分析研究了货币政策是否应该盯住核心通货膨胀以及应该如何应对食品价格波动,发现货币政策盯住核心通货膨胀能够降低外生冲击导致的福利损失,而且食品价格在最优核心通货膨胀中的权重为8.8%,这意味着既不应该由于食品具有较大的支出权重而对食品价格上涨过度反应,也不应该由于食品价格具有较高的波动性而对食品价格上涨无动于衷。侯成琪等(2018b)和肖雅慧和侯成琪(2023)发现货币政策需要根据冲击的类型和持续性选择通胀目标:面临加总冲击或持续性较强的部门异质性冲击时,货币政策应同时盯住PPI和CPI;面临持续性不强的部门异质性冲击时,货币政策只需盯住CPI。这一结论同样支持基于持续性和普遍性的核心通货膨胀理论。

2. 资产价格和广义价格指数

关于货币政策是否应该对资产价格作出反应, Bernanke and Gertler(2000, 2001)的经典研究表明,直接对资产价格波动作出反应的货币政策规则可以使产出波动小幅下降,但是会导致通胀波动大幅上升;即使资产价格对通货膨胀有预测作用,也仅需在形成通货膨胀预期时考虑资产价格波动,不需要货币政策对资产价格作出直接反应。但是,至今为止,货币政策是否应该对资产价格作出反应依然是一个富有争议的话题,其中住房价格和股票价格是关注的焦点。

关于住房价格问题,目前全球还没有国家将住房价格纳入CPI的统计范围,因此并没有通行的国际标准可供参考以解决CPI中自有住房服务的处理方法,对此各国所使用的方法不尽相同,主要包括等价租金法(Rental Equivalence Approach)、使用者成本法(User Cost Approach)、净购置法(Acquisitions Approach)和支出法(Payments Approach)。孙文凯和罗圣杰(2011)对修正CPI等问题进行了研究,他们采用使用者成本法得到了多种修正居住类权重和修正CPI,发现只有把竣工住房

价值作为自有住宅单价测度时得到的居住类权重和修正CPI与统计局结果相近,而其他采用商品房价格作为自有住宅价格的居住类权重的结果均偏高。

对于构建包含资产价格的广义价格指数,由于资产价格变动原因的复杂性,广义价格指数的编制具有较大难度。学界构建广义价格指数的方法主要包括支出比重法、动态均衡指数法和动态因子指数法三种。目前国内研究主要通过动态因子法将资产价格纳入通货膨胀以构建广义价格指数。该方法首先要找到多种价格指数中包含的“共同趋势”成分,而后根据不同价格指数对于该“共同趋势”的贡献提取权重,并进一步构建广义价格指数。丁慧等(2014)基于动态因子法将资产价格纳入通胀指标,进而构建了整体价格水平的广义价格指数。鉴于在CPI的统计框架下妥善处理住房价格仍然没有一致的结论,以及核心通货膨胀更适合作为货币政策的通货膨胀目标,侯成琪和龚六堂(2012)估计了住房价格对核心通货膨胀的影响,发现其效应微乎其微,这表明如果价格是货币政策的唯一目标,则货币政策无需考虑住房价格。也有学者指出,房地产价格对我国通货膨胀存在显著影响但没有证据表明股票价格影响到物价水平(纪敏等,2012),所以在构建广义价格指数时具体应纳入哪些资产价格尚存分歧。

(五)政策可信度和货币政策规则

Kydland and Prescott(1977)发现,当缺乏预承诺机制时,决策者选择的最优政策则存在时间不一致性,即当期最优决策方案在后续各期可能丧失最优属性。Barro and Gordon(1983)认为当货币当局目标与社会福利函数存在偏离时——例如设定低于自然失业率水平的失业率目标,或制定超过潜在产出的产出目标——采用相机抉择型货币政策会产生时间不一致性,导致通胀水平持续偏离而产出并未实现预期增长。我国学者研究发现,相对于相机抉择,规则型货币政策操作可以减少经济的波动,基于此原因,中国货币政策操作应该从相机抉择型转为规则型。刘斌(2003)对不同类型的货币政策操作效果进行了比较,发现较于最优泰勒规则,相机决策的货币政策会产生较大的通胀波动和福利损失。卞志村(2007)以及卞志村和毛泽盛(2009)分别在封闭经济和开放经济条件下分析了产出和通货膨胀在相机抉择性货币政策成分和规则性货币政策成分影响下的表现差异,发现相机抉择型货币政策操作在中国货币政策操作中占主导低位,而数值模拟的结果显示规则型货币政策操作可以降低中国经济的波动程度。马勇和姚驰(2022)系统考察了通胀目标调整过程中的结构性转变,以及政策可信度对该转变的传导机理,发现政策可信度可以降低政策实施过程中的经济波动,降低政策实施成本。

我国学者对中国货币政策规则进行了大量研究。谢平和罗雄(2002)、陆军和钟丹(2003)、卞志村(2006)以及张屹山和张代强(2007)的估计结果表明,我国短期名义利率对通货膨胀的反应不足,不符合泰勒规则,名义利率的上调幅度小于通货膨胀率,导致真实利率下降并刺激总需求,是一种不稳定的货币政策规则。刘金全和张小宇(2012)估计了时变参数泰勒规则,发现在大部分样本期内名义利率对通货膨胀的反应不足,与上述研究结论基本一致。郑挺国和刘金全(2010)估计了区制转移形式的泰勒规则,发现存在两个区制,一个区制的货币政策是不稳定的,而另一个区制的货币政策符合泰勒规则。郑挺国和王霞(2011)的估计结果表明,后顾性和同期泰勒规则无法起到稳定经济的作用,而前瞻性泰勒规则可以抑制通胀、稳定经济。陈创练等(2016)重新估计了时变参数泰勒规则,发现2013年之前的货币政策对通货膨胀反应不足,2013年之后我国货币政策才表现出明显的治理通胀偏好,名义利率对通货膨胀的反应系数大于1。伍戈和连飞(2016)、庄子罐等(2016)、王曦等(2017)以及孟宪春等(2019)考虑了数量型规则、价格型规则和混合型规则等多种规则的选择问题,认为混合型规则更适合表述中国货币政策。

五、通货膨胀预期和预期管理

自弗里德曼和菲尔普斯提出附加预期的菲利普斯曲线以来,通货膨胀预期成为分析通货膨胀和货币政策的一个关键变量。通货膨胀预期会影响居民和厂商的决策,同时影响中央银行的货币政策决策及其效果。如何度量通货膨胀预期,如何进行通货膨胀预期管理,已然成为通货膨胀研究领域的一个重要课题。本节将对通货膨胀预期的测度方法、形成机制、影响因素和预期管理这四个关键问题进行分析。

(一)通货膨胀预期的测度方法

度量通货膨胀预期主要有两种方法,一种是通过通货膨胀预期的微观调查或通货膨胀指数化债券的收益率直接计算,另一方法是通过计量模型间接估计。

肖争艳和陈彦斌(2004)基于中国人民银行《居民储蓄问卷调查系统》的定性数据,使用差额统计法和概率法将其转换为定量预期通货膨胀率,对我国通胀预期的在长期和短期内的性质进行了研究,发现我国通货膨胀预期是无偏的,在长期中没有过高或者过低估计实际通货膨胀率;但是,由于预期的认知偏差存在自相关,所以不是完全的理性预期。肖争艳等(2005)进一步根据储蓄动机将居民分为五类群体,发现不同群体的通货膨胀预期具有稳定的异质性。何启志和姚梦雨(2017)提出了将学习型预期理论和调查问卷法结合的可预测滚动法,发现该方法估计的通货膨胀预期既可以起到预测作用,又克服了已经实现的预期值随着信息更新而变化的不足。

通过计量模型间接估计通货膨胀预期的方法主要利用利率期限结构信息,推导出市场隐含的通货膨胀预期。姚余栋和谭海鸣(2011)将离散时间两因子无套利广义高斯仿射模型运用于我国银行间债券市场,从中国国债收益率曲线中分解出金融市场对通胀的预期,发现该通货膨胀预期与储户通货膨胀预期指数和朗润通货膨胀预期指数基本一致。曾耿明和牛霖琳(2013)基于简约型无套利宏观金融模型,对中国银行间国债收益率曲线进行分解得到的债券市场实际利率和通胀预期的整个期限结构,发现得到的通胀预期与债券市场通胀预期的水平和变化趋势相匹配,与通胀周期的变化相符。洪智武和牛霖琳(2020)构建混频无套利 Nelson-Siegel 利率期限结构扩展模型,在对不同期限债券进行一致性定价理论约束下,提取了中国通货膨胀预期的期限结构并对其进行影响因素分析,研究结果表明,提取的通胀预期期限丰富、结果稳健。李成等(2011)基于新凯恩斯动态随机一般均衡模型对我国季度通胀预期进行了测度,发现模型测度的通胀预期可以较好地与实际通胀匹配,相较于统计调查法、状态空间模型、SVAR 模型和马尔科夫范式转换模型等方法更具有优势。

(二)通货膨胀预期的形成机制

经典的宏观经济理论认为,通胀预期的形成机理不仅影响着实际通货膨胀的形成,而且对货币政策运行效果也有显著影响。现有研究主要从静态预期、理性预期、适应性预期及有限理性预期这几个角度分析了通胀预期的形成方式。其中,静态预期把上一期的市场价格作为本期预期市场价格,不涉及价格的动态波动;理性预期认为经济主体能够获得全部信息并对宏观经济变量实现无偏预测;适应性预期理论假设经济主体可以利用以前的预期误差程度对每一期的预期进行修正,针对适应性预期的一个拓展便是适应性学习预期。

国内关于预期形成机制的研究从中国特有转轨经济体制特征出发,寻找契合实际的预期形成机制(李拉亚,1993、1994;薛万祥,1995),但目前尚无达成一致意见。相关研究基于新凯恩斯菲利普斯曲线框架分析了适应性预期(范从来,2000;王少平等,2001;高铁梅等,2003)、理性预期(陈彦斌,2008;张蓓,2009)、兼具适应性预期和理性预期的混合型预期(杨继生,2009)、学习型预期(何

启志和范从来,2011;孙坚强等,2019)、有限理性预期(李仲飞等,2015)等形成机制。

目前来看,通胀预期形成机制仍是悬而未决的难题。虽然有从完全理性、有限理性和适应性学习等角度出发的理论研究,但其解释能力仍然有待提高,取得的共识有限,并且存在一定争议。这种态度上的差别,源于缺乏判断我国通胀预期形成机制的统一标准与方法,理性还是适应性预期的判断需要科学严谨的调查数据与判断方法,任何主观假定都缺乏相应说服力。因此关于如何构建恰当的模型,给出更加完整和具体的通货膨胀预期理论分析,仍有待进一步研究。

(三)通货膨胀预期的影响因素

我国学者集中关注了媒体舆论和新闻报道等因素对公众通胀预期形成过程的影响以及通货膨胀预期的异质性。

张成思和芦哲(2014)发现媒体舆论显著驱动居民通胀预期,通过减少负面情绪报道、深化新闻媒体“走转改”等方式正确引导媒体舆论,有助于推动国内通胀预期稳定进而减少通货膨胀波动。张成思和芦哲(2016)把传播学领域“沉默的螺旋”理论与流行病学传染机制作为统一的理论基础,应用于通胀预期的传染机制分析,研究纸质媒介和网络媒介对物价的报道如何影响通胀预期,发现不同媒体报道形成的“意见气候”在方向和传染强度上均存在差异,形成“不对称的螺旋”。

现代主流宏观经济理论假设公众通胀预期是相同的,但是越来越多的消费者问卷调查却显示,通货膨胀预期受信息、初始认知和学习等个体因素的影响,经济主体的预期并非是理性的单一同质预期。国内学者主要聚焦于公众预期和专家预期的异质性,二者分别代表普通公众和专业人士对通胀走势的预测。何运信等(2014)、赵林海和刘兴宗(2016)、张成思和田涵晖(2020)均选择居民通胀预期和在宏观经济预测方面有专业能力的职业经济学家(专家)的通胀预期作为其研究对象。此外,李晓峰和陈华(2010)、许志伟等(2015)、邓燕飞等(2017)、杨源源等(2017)通过将异质性预期引入理论模型展开了系列研究。

(四)通货膨胀预期管理

弗里德曼和菲尔普斯在附加预期的菲利普斯曲线中以及理性预期学派考虑的预期是通货膨胀预期,具体来说是货币政策如何影响通货膨胀预期。因此,货币政策预期管理一直是预期管理的重点。中国学者在研究预期管理时,研究范围有了扩大和创新,还包括了财政政策的预期管理(如沈少川和郭克莎,2020b)和房地产政策的预期管理(如王频和侯成琪,2017)。陈彦斌等(2017)认为,中国特色的预期管理不仅仅包括货币政策预期管理,还包括短期、中期和长期三个维度。短期主要通过每年的中央经济工作会议和两会发布全年经济运行的前瞻性指标并明确表述宏观政策定位,中期主要通过制定经济发展五年规划明确未来五年经济发展的总体目标、具体任务和政策导向,长期则通过2035年远景目标和“两个一百年”奋斗目标前瞻性地设定不同阶段的经济发展目标。郭克莎和沈少川(2020)、沈少川和郭克莎(2020a)以及郭克莎和沈少川(2023)从经济新常态、供给侧结构性改革、货币政策有效性、房地产宏观调控和国际经济一体化等五个方面探讨了当前我国加强宏观经济预期管理的重要性。限于篇幅和主题,本文仅介绍我国学者在货币政策预期管理领域的理论贡献。货币政策预期管理主要包括政策可信度、中央银行沟通、前瞻性指引三个方面。因为我国实施的是隐性的开放式前瞻指引政策且可信度有待提高,所以除了已经介绍的政策可信度的研究之外,我国学者主要关注中央银行如何通过沟通进行预期管理,其中现代预期管理主要从提高管理透明度、降低信息不对称和动态摩擦等入手影响预期的形成,关注“沟通”即“说什么和怎么说”。

我国央行沟通事件主要包括每季度的货币政策执行报告披露、每季度的货币政策委员会会议决议、中央银行举行的关于货币政策和金融稳定的新闻发布会、货币政策委员会成员(非央行行

长)就未来政策取向和金融稳定发表的讲话和采访,以及央行行长就未来政策取向和金融稳定发表的讲话和采访等(熊海芳和王志强,2012;汪莉和王先爽,2015)。我国学者分析了央行沟通对通胀预期的影响作用,大多支持央行沟通和信息披露在降低公众预期偏差、引导市场预期上的作用。卞志村和张义(2012)研究了央行信息披露指数对通胀预期的影响,他们基于央行货币政策执行报告构建指数,发现央行信息披露对居民的预期引导时效快于传统货币政策工具,但在长期影响程度上小于利率工具。闫先东和高文博(2017)基于中国人民银行各期货币政策执行报告,使用方差分析方法构建央行信息披露指数,发现央行信息披露相较于传统的价格型和数量型货币政策工具对通胀预期的影响效果更加显著。郭豫媚和周璇(2018)建立 DSGE 模型,从央行公共信息和公众私人信息等角度分析央行沟通问题,发现当央行的公共信息准确度高于私人信息时,央行沟通能够有效引导公众向理性预期均衡收敛,显著提高货币政策有效性。林建浩等(2019)、林建浩等(2021)和陈良源等(2021)采用大数据文本分析方法测度央行沟通,发现央行沟通对于直接可控的基准利率和存款准备金率具有持续的预测能力,能够改善宏观经济预测的精度,从预测角度验证了央行沟通在预期管理中的作用。刘金全和刘文轩(2023)运用大数据文本分析方法构建央行沟通指数,发现央行沟通指数能够较好地拟合我国货币政策的松紧变化,在重大危机事件发生导致经济不确定性上升时,我国央行沟通能够及时进行政策反馈,对金融市场预期管理具有显著效果。

我国学者的研究表明,预期管理对于政策效果具有显著影响。徐亚平(2006,2009)认为由于经济主体对经济运行过程存在不完全认知,其学习过程会随货币政策透明性的增加而提升,提高货币政策透明度可以稳定并引导公众通胀预期,提高货币政策的有效性。姚余栋和谭海鸣(2013)发现,通胀预期是影响当前我国通胀的重要决定因素,对我国实体经济的影响很大,而通胀本身对实体经济的影响相对较小;由于通胀预期存在很强的惯性,因此货币政策需要及时对通胀预期作出足够反应,才能发挥最大效用。郭豫媚等(2016)认为通过预期管理引导市场通货膨胀预期,可以起到稳定经济和大幅降低经济波动的作用,在货币政策有效性不足的情况下引入预期管理,可以使社会福利损失下降近 40%。

然而,现有研究也表明,我国央行的预期管理还存在不足,货币政策框架还需改进。卞志村和张义(2012)指出,目前央行信息披露的精确度可能不高,通胀预期受信息披露的冲击较实际干预来说反应程度较小。闫先东和高文博(2017)认为由于中央银行在实际操作中没有一个明确固定的长期“名义锚”,市场主体难以对货币政策形成长期一致预期,增加了预期管理的成本。郭豫媚和陈彦斌(2017)认为,我国货币政策目标过多,不利于预期的形成;货币政策定位不明确,增加了市场形成预期的难度;货币政策信息披露较为滞后,容易误导市场预期;央行与市场沟通的信息不够充分。根据上述研究,我国应该改进货币政策框架,进一步减少并明确货币政策调控目标,加强央行与市场的沟通。

六、结语与展望

与美国等发达国家和地区相比,新中国在建立之初实行计划经济体制、在改革开放之后建立并逐步完善社会主义市场经济体制,经历了经济体制改革和增长方式转变等重大变迁,所以我国通货膨胀具有独有的特征。对于中国通货膨胀的传导规律、如何识别通货膨胀的起因并对症施策、如何通过完善货币政策框架和加强通货膨胀预期管理提高通货膨胀治理效能等问题,我国学者进行了系统深入的研究,并形成了一批中国自主的通货膨胀理论成果,主要体现在以下四个方面:

第一,关于 1978~1996 年改革开放初期我国通货膨胀的成因和治理,我国学者认为价格双轨制

一方面推动了价格形成机制的转换,另一方面在总体供应短缺的条件下造成了价格的螺旋上升,并从新旧体制的矛盾和摩擦、经济体制和市场机制不完善、积累的隐蔽型通货膨胀快速释放等多个视角解释了这一时期发生的几次比较严重的通货膨胀,提出了“货币化进程”这一理论来分析这一时期货币供应量对通货膨胀的影响。

第二,关于通货膨胀的传导,在缺乏微观价格调查数据的条件下提出了利用网络大数据以及利用多部门新凯恩斯菲利普斯曲线和宏观经济数据估计各类商品价格粘性的方法,对以PPI和CPI之间出现持续背离为代表的纵向传导特征,以农业部门和非农部门、竞争性部门和垄断性部门、高金融化部门和低金融化部门之间的结构性通货膨胀为代表的横向传导以及通货膨胀向经济金融体系的传导给出了系统的理论解释。

第三,关于通货膨胀的治理,从总需求和总供给,货币政策和财政政策等视角探究通货膨胀的成因并对症施策治理通胀,解决了货币数量论无法解释的通货膨胀谜题,提出了需求侧管理和供给侧管理相结合进行通货膨胀治理的政策主张;从改进通货膨胀的度量方法和提高政策可信度等视角探究如何提高通货膨胀治理效能,提出了系列核心通货膨胀和广义价格指数的度量方法,并对我国货币政策规则进行了系统研究。

第四,关于通货膨胀预期和预期管理,从通货膨胀预期的测度、形成机制、影响因素和预期管理等多个视角进行了系统研究,提出了用定性数据度量通货膨胀预期以及利用模型推导市场隐含的通货膨胀预期的方法,讨论了我国通货膨胀预期的形成机制和影响因素,分析了我国央行沟通对通货膨胀预期的影响以及预期管理的效果和不足,提炼了包含短期、中期和长期三个维度的中国特色预期管理理论。

总体而言,我国学者对于中国通货膨胀的传导特征进行了系统深入的研究,为通货膨胀治理奠定了坚实的实证基础。特别是对于中国通货膨胀存在的结构性特征,我国学者非常注重从生产部门异质性和投入产出网络的视角研究通货膨胀的纵向传导和横向传导。对于结构性通货膨胀的治理,我国学者也进行了有益的探索,但是关于复杂投入产出网络情形下通货膨胀的传导和治理仍有一些问题需要深入研究。关于通货膨胀的成因和治理,我国学者和宏观调控部门已经形成了包括总需求和总供给、货币政策和财政政策、通货膨胀预期管理、完善货币政策框架等多个层次、多个维度的分析框架,现实表明我国通货膨胀治理成效显著,能够保持整体价格稳定,为价格有效引导资源配置和经济平稳运行提供了有力保障。此外,因为我国宏观经济治理是以财政政策和货币政策为主要手段,多种政策紧密配合的政策体系,而且当前我国通货膨胀领域需求侧和供给侧、总量和结构等多种因素交织,所以通货膨胀治理作为宏观经济治理的重要组成部分,也需要进一步加强稳定政策、增长政策和结构政策等重要宏观政策的协调配合(陈彦斌,2022)。

当今世界正经历百年未有之大变局。一方面,人类正进入数字经济时代,生产方式、生活方式和治理方式正发生深刻变革。另一方面,西方国家出现了明显的逆全球化倾向,全球产业链发生重大重组。而我国已经进入全面建设社会主义现代化国家、向第二个百年奋斗目标进军的新发展阶段,社会矛盾发生重大变化,增长方式发生深刻变革。这些深刻变化对通货膨胀的传导和治理具有深刻影响,很多重大课题有待深入研究。

第一,在数字经济时代价格粘性、工资粘性、信息粘性和预期形成机制都会发生深刻变化,价格歧视、转移定价、免费商品和虚拟商品的存在使得加总价格指数更加难以统计,价格稳定和产出稳定面临更加复杂的权衡关系,通货膨胀的传导规律和治理方式会发生重大变化。

第二,在中国构建以国内大循环为主体的新发展格局、全球产业链加速重组的时代背景下,进行通货膨胀治理必须充分考虑全球产业链和国内产业链的特征,充分考虑本国部门之间以及本国部门与国外部门之间的复杂投入产出关系,深入分析供给结构在通货膨胀传导中的作用。

第三,我国货币政策框架需要随着经济发展阶段的变化进行调整,价格稳定和产出稳定两个最终目标需要更好平衡,从数量型调控转向价格型调控意味着政策工具和调控方式的转变,提升政策透明度和健全沟通机制意味着预期管理的重要性进一步提高,通货膨胀治理必将发生显著变化。

参考文献

- 卞志村(2006):《泰勒规则的实证问题及在中国的检验》,《金融研究》,第8期。
- 卞志村(2007):《转型期中国货币政策操作规范》,《世界经济》,第6期。
- 卞志村、毛泽盛(2009):《开放经济下中国货币政策操作规范研究》,《金融研究》,第8期。
- 卞志村、张义(2012):《央行信息披露、实际干预与通胀预期管理》,《经济研究》,第12期。
- 卞志村、胡恒强(2016):《粘性价格、粘性信息与中国菲利普斯曲线》,《世界经济》,第4期。
- 陈创练、郑挺国、姚树洁(2016):《时变参数泰勒规则及央行货币政策取向研究》,《经济研究》,第8期。
- 陈刚(2013):《通货膨胀的社会福利成本——以居民幸福感为度量衡的实证研究》,《金融研究》,第2期。
- 陈良源、林建浩、王少林、詹焯扬(2021):《央行沟通对于货币政策实际干预的预测能力研究》,《统计研究》,第1期。
- 陈彦斌、马莉莉(2007):《中国通货膨胀的福利成本研究》,《经济研究》,第4期。
- 陈彦斌(2008):《中国新凯恩斯菲利普斯曲线研究》,《经济研究》,第12期。
- 陈彦斌、陈伟泽、陈军、邱哲圣(2013):《中国通货膨胀对财产不平等的影响》,《经济研究》,第8期。
- 陈彦斌、郭豫媚、陈伟泽(2015):《2008年金融危机后中国货币数量论失效研究》,《经济研究》,第4期。
- 陈彦斌、陈小亮、刘凯(2017):《宏观政策评价报告》,科学出版社。
- 陈彦斌(2022):《宏观政策“三策合一”新理论框架》,《经济研究》,第11期。
- 崔惠民、马涛、崔永(2014):《中国的财政赤字与通货膨胀,1952-2012》,《经济学家》,第4期。
- 邓燕飞、董丰、徐迎风、冯文伟(2017):《价格刚性、异质性预期和通货膨胀动态》,《管理世界》,第9期。
- 丁慧、范从来、钱丽华(2014):《中国广义价格指数的构建及其货币政策含义》,《中国经济问题》,第5期。
- 董秀良、帅雯君(2013):《中国财政政策通货膨胀效应的实证研究》,《统计研究》,第3期。
- 董直庆、蔡玉程、谢加贞(2009):《CPI和PPI周期协同效应——基于频带分析方法的实证检验》,《数量经济技术经济研究》,第10期。
- 范从来(2000):《菲利普斯曲线与我国现阶段的货币政策目标》,《管理世界》,第6期。
- 范从来(2004):《论货币政策中间目标的选择》,《金融研究》,第6期。
- 范从来、王勇(2014):《中国“货币超发”:判断标准、成因及其治理》,《经济理论与经济管理》,第3期。
- 范从来、杜晴(2015):《产业结构影响M2/GDP比值的实证研究》,《中国经济问题》,第2期。
- 范从来、高洁超(2016):《适应性学习与中国通货膨胀非均衡分析》,《经济研究》,第9期。
- 范跃进、冯维江(2005):《核心通货膨胀测量及宏观调控的有效性,对中国1995-2004的实证分析》,《管理世界》,第5期。
- 方红生、朱保华(2008):《价格水平决定的财政理论在中国的适用性检验》,《管理世界》,第3期。
- 高铁梅、刘玉红、王金明(2003):《中国转轨时期物价波动的实证分析》,《中国社会科学》,第6期。
- 龚六堂、邹恒甫(2002):《财政政策与价格水平的决定》,《经济研究》,第2期。
- 郭克莎、沈少川(2020):《我国“十四五”时期做好预期管理的一个视角——日本和美国预期管理政策的比较及启示》,《财贸经济》,第12期。
- 郭克莎、沈少川(2023):《宏观经济预期管理的理论发展和中国的实践创新》,《社会科学战线》,第2期。
- 郭树清(1989):《我国通货膨胀的形成原因、制约机制及其可能的收敛方式》,《金融研究》,第6期。
- 郭豫媚、陈伟泽、陈彦斌(2016):《中国货币政策有效性下降与预期管理研究》,《经济研究》,第1期。
- 郭豫媚、陈彦斌(2017):《预期管理的政策实践与改进措施》,《中国人民大学学报》,第5期。
- 郭豫媚、周璇(2018):《央行沟通、适应性学习和货币政策有效性》,《经济研究》,第4期。
- 何启志、范从来(2011):《中国通货膨胀的动态特征研究》,《经济研究》,第7期。
- 何启志、范从来(2014):《学习型预期与中国扩展的新菲利普斯曲线研究》,《金融研究》,第9期。
- 何启志、姚梦雨(2017):《中国通胀预期测度及时变系数的菲利普斯曲线》,《管理世界》,第5期。
- 何运信、沈宏、耿中元(2014):《居民与专家通货膨胀预期的差异及两者间关系——流行病学模型在中国的检验》,《金融研究》,第5期。
- 何运信、钟立新、耿中元(2015):《收入差距、货币需求与中国高M2/GDP之谜》,《经济社会体制比较》,第6期。

- 贺力平、樊纲、胡嘉妮(2008):《消费者价格指数与生产者价格指数,谁带动谁?》,《经济研究》,第11期。
- 洪银兴(1994):《中国通货膨胀的形成机理和治理对策》,《经济学动态》,第12期。
- 洪智武、牛霖琳(2020):《中国通货膨胀预期及其影响因素分析——基于混频无套利 Nelson-Siegel 利率期限结构扩展模型》,《金融研究》,第12期。
- 侯成琪、龚六堂、张维迎(2011):《核心通货膨胀:理论模型与经验分析》,《经济研究》,第2期。
- 侯成琪、龚六堂(2012):《住房价格应该纳入通货膨胀的统计范围吗?》,《统计研究》,第4期。
- 侯成琪、龚六堂(2013):《食品价格、核心通货膨胀与货币政策目标》,《经济研究》,第11期。
- 侯成琪、龚六堂(2014):《部门价格粘性的异质性与货币政策的传导》,《世界经济》,第7期。
- 侯成琪、罗青天、吴桐(2018):《PPI和CPI:持续背离与货币政策的选择》,《世界经济》,第7期。
- 胡援成、张朝洋(2012):《美元贬值对中国通货膨胀的影响,传导途径及其效应》,《经济研究》,第4期。
- 华生、张学军、罗小朋(1988):《中国改革十年,回顾、反思和前景》,《经济研究》,第9期。
- 黄达(1980):《试论物价的若干问题》,《中国社会科学》,第6期。
- 黄益平、王勋、华秀萍(2010):《中国通货膨胀的决定因素》,《金融研究》,第6期。
- 简泽(2005):《中国核心通货膨胀的估计》,《数量经济技术经济研究》,第11期。
- 纪敏、周源、彭恒文(2012):《资产价格影响通货膨胀了吗?——基于中国月度数据的实证分析》,《国际金融研究》,第11期。
- 金雪军、黄滕、祝宇(2013):《中国商品市场名义价格粘性的测度》,《经济研究》,第9期。
- 贾根良、何增平(2020):《现代货币理论与通货膨胀》,《学术研究》,第2期。
- 贾妍妍、彭敬文、李政、林应昕(2025):《外部冲击与中国通货膨胀:基于生产网络的视角》,《财贸经济》,第5期。
- 姜婷凤、汤珂、刘涛雄(2020):《基于在线大数据的中国商品价格粘性研究》,《经济研究》,第6期。
- 孔丹凤、张成祥(2012):《中国通货膨胀持续性研究:1994~2011——基于总体及其八大类构成成分视角的实证检验》,《金融研究》,第10期。
- 吕捷、王高望(2015):《CPI与PPI“背离”的结构性解释》,《经济研究》,第4期。
- 黎文靖、郑曼妮(2016):《通货膨胀预期、企业成长性与企业投资》,《统计研究》,第5期。
- 李成、马文涛、王彬(2011):《学习效应、通胀目标变动与通胀预期形成》,《经济研究》,第10期。
- 李拉亚(1993):《具有理性预期的非线性系统的行为分析》,《经济研究》,第2期。
- 李拉亚(1994):《预期与不确定性的关系分析》,《经济研究》,第9期。
- 李青原、吴素云、王红建(2015):《通货膨胀预期与企业银行债务融资》,《金融研究》,第11期。
- 李文喆、李斌(2018):《对我国PPI与CPI走势的微观解释——一个基于DSGE模型的分析框架》,《财政研究》,第9期。
- 李晓峰、陈华(2010):《交易者预期异质性、央行干预效力与人民币汇率变动——汇改后人民币汇率的形成机理研究》,《金融研究》,第8期。
- 李仲飞、郑军、黄宇元(2015):《有限理性、异质预期与房价内生演化机制》,《经济学(季刊)》,第2期。
- 刘斌(2003):《最优货币政策规则的选择及在我国的应用》,《经济研究》,第9期。
- 刘斌、张怀清(2001):《我国产出缺口的估计》,《金融研究》,第10期。
- 刘凤良、鲁旭(2011):《CPI与PPI的“虚假传导”及其修正——一个相对稳健的实证框架》,《数量经济技术经济研究》,第8期。
- 刘贵生、高士成(2013):《我国财政支出调控效果的实证分析——基于财政政策与货币政策综合分析的视角》,《金融研究》,第3期。
- 刘金全、金春雨、郑挺国(2006):《中国菲利普斯曲线的动态性与通货膨胀率预期的轨迹,基于状态空间区制转移模型的研究》,《世界经济》,第6期。
- 刘金全、张小宇(2012):《时变参数“泰勒规则”在我国货币政策操作中的实证研究》,《管理世界》,第7期。
- 刘金全、刘文轩(2023):《央行沟通与经济不确定性预期管理——基于大数据文本分析的研究》,《中央财经大学学报》,第8期。
- 林建浩、陈良源、宋登辉(2019):《如何测度央行行长的口头沟通信息——一种基于监督学习的文本分析方法》,《统计研究》,第8期。
- 林建浩、陈良源、罗子豪、张一帆(2021):《央行沟通有助于改善宏观经济预测吗——基于文本数据的高维稀疏建模》,《经济研究》,第3期。
- 刘明志(2001):《中国的M2/GDP(1980-2000):趋势、水平和影响因素》,《经济研究》,第2期。
- 刘树成(1997):《论中国的菲利普斯曲线》,《管理世界》,第6期。
- 刘伟、蔡志洲(2008):《供求失衡的特点与通货膨胀的治理》,《经济学动态》,第4期。
- 刘伟、苏剑(2014):《“新常态”下的中国宏观调控》,《经济科学》,第4期。

侯成琪、卞志村: 通货膨胀的传导和治理

- 刘伟(2016):《经济新常态与供给侧结构性改革》,《管理世界》,第7期。
- 刘悦、刘金全(2023):《中国菲利普斯曲线的扁平化特征与利率政策撬动》,《南开经济研究》,第3期。
- 楼继伟、周小川(1984):《论我国价格体系改革方向及其有关的模型方法》,《经济研究》,第10期。
- 陆军、钟丹(2003):《泰勒规则在中国的协整检验》,《经济研究》,第8期。
- 陆军、刘威、李伊珍(2012):《开放经济下中国通货膨胀的价格传递效应研究》,《世界经济》,第3期。
- 陆蓉、朱思源、徐天丽(2022):《通货膨胀预期与企业金融化——基于“通货膨胀幻觉”的视角》,《财贸经济》,第12期。
- 罗富政、罗能生、侯志鹏(2019):《货币供给与通货膨胀的背离——基于虚拟经济虹吸效应的解释》,《经济学动态》,第5期。
- 罗勇根、饶品贵、岳衡(2018):《“通货膨胀幻觉”的微观解释: 盈余质量的视角》,《世界经济》,第4期。
- 马凯(1997):《治理通货膨胀的宝贵经验》,《管理世界》,第2期。
- 马勇、姚驰(2022):《通胀目标调整、政策可信度与宏观调控效应》,《金融研究》,第7期。
- 莫万贵、王立元(2008):《货币供应量和贷款仍是当前合适的货币政策调控目标》,《经济学动态》,第2期。
- 莫万贵、袁佳、魏磊、高海燕(2019):《中国结构性通缩中的周期性与结构性问题》,《金融研究》,第3期。
- 孟庆斌、靳晓婷、吴蕾(2014):《我国通货膨胀影响因素的非线性影响效应分析》,《金融研究》,第4期。
- 孟宪春、张屹山、李天宇(2019):《中国经济“脱实向虚”背景下最优货币政策规则研究》,《世界经济》,第5期。
- 倪红福、闫冰倩、吴立元(2023a):《生产链长度与PPI—CPI分化——基于全球投入产出价格模型的分析》,《中国工业经济》,第6期。
- 倪红福、吴立元、张志达(2023b):《PPI—CPI分化“悖论”及其传导机制——基于生产链PPI统计指标体系的新解释》,《管理世界》,第2期。
- 饶品贵、张会丽(2015):《通货膨胀预期与企业现金持有行为》,《金融研究》,第1期。
- 饶品贵、岳衡、姜国华(2016):《通货膨胀预期与企业存货调整行为》,《经济学(季刊)》,第2期。
- 彭红枫、肖祖沔(2017):《供给侧改革背景下需要将PPI纳入通货膨胀目标吗》,《统计研究》,第9期。
- 沈少川、郭克莎(2020a):《新时期我国加强宏观经济预期管理的思路》,《经济纵横》,第1期。
- 沈少川、郭克莎(2020b):《新时期我国财政政策预期管理有效性的实证研究》,《学术研究》,第5期。
- 盛松成、吴培新(2008):《中国货币政策的二元传导机制——“两中介目标,两调控对象”模式研究》,《经济研究》,第10期。
- 盛松成、谢洁玉(2016):《社会融资规模与货币政策传导——基于信用渠道的中介目标选择》,《中国社会科学》,第12期。
- 施建淮、傅雄广、许伟(2008):《人民币汇率变动对我国价格水平的传递》,《经济研究》,第7期。
- 邵军、史修松、黄群慧(2022):《全球价值链嵌入、通货膨胀国际协同与价格指数的背离》,《世界经济》,第2期。
- 孙坚强、崔小梅、蔡玉梅(2016):《PPI和CPI的非线性传导,产业链与价格预期机制》,《经济研究》,第10期。
- 孙坚强、赵允宁、蔡玉梅(2019):《公司盈余信息、适应性学习与通货膨胀预期》,《经济研究》,第10期。
- 孙文凯、罗圣杰(2011):《基于几种自有住房处理方法的中国城镇CPI重新估计》,《世界经济》,第8期。
- 谭小芬、王欣康、杨雅涵(2023):《全球化与通货膨胀》,《中国工业经济》,第5期。
- 田新民、武晓婷(2012):《中国核心通货膨胀的SVAR模型估计与政策应用》,《中国工业经济》,第12期。
- 万光彩、田涵晖、张成思(2024):《菲利普斯曲线迷失了吗?——基于通胀动态和预期形成机制的分析》,《管理世界》,第3期。
- 汪莉、王先爽(2015):《央行预期管理、通胀波动与银行风险承担》,《经济研究》,第10期。
- 王频、侯成琪(2017):《预期冲击、房价波动与经济波动》,《经济研究》,第4期。
- 王少平、涂正革、李子奈(2001):《预期增广的菲利普斯曲线及其对中国适用性检验》,《中国社会科学》,第4期。
- 王少平、谭本艳(2009):《中国的核心通货膨胀率及其动态调整行为》,《世界经济》,第11期。
- 王少平、王津港(2009):《中国通货膨胀的惯性变化及其货币政策含义》,《统计研究》,第5期。
- 王少平、朱满洲、程海星(2012):《中国通胀分类指数的波动源及其性质》,《管理世界》,第8期。
- 王曦、汪玲、彭玉磊、宋晓飞(2017):《中国货币政策规则的比较分析——基于DSGE模型的三规则视角》,《经济研究》,第9期。
- 王宇、李季(2012):《持续性加权核心通货膨胀的测度及其货币政策涵义》,《国际金融研究》,第4期。
- 吴敬琏、周小川、楼继伟、李剑阁、刘力群、石小敏(1988):《推进经济体制改革的一种整体设想》,《改革》,第1期。
- 吴军、田娟(2008):《结构性通货膨胀解析——基于当前中国通货膨胀问题的思考》,《金融研究》,第9期。
- 吴立元、赵扶扬、刘研召(2020):《CPI与PPI的趋势分化再研究——从大宗商品价格和劳动力市场分割的视角》,《中央财经大学学报》,第9期。
- 吴立元、刘研召、赵扶扬、龚六堂(2021):《PPI与CPI背离、金融摩擦异质性与货币政策选择》,《当代经济科学》,第3期。
- 吴晓求(1991):《中国稳形通货膨胀的计量与分析——1979—1988年中国通货膨胀的总透视》,《经济研究》,第1期。
- 伍戈、曹红钢(2014):《中国的结构性通货膨胀研究——基于CPI与PPI的相对变化》,《金融研究》,第6期。
- 伍戈、刘琨(2014):《中国通胀与产出的动态研究——基于时变性的菲利普斯曲线》,《财贸经济》,第10期。

- 伍戈、连飞(2016):《中国货币政策转型研究,基于数量与价格混合规则的探索》,《世界经济》,第3期。
- 伍志文(2002):《货币供应量与物价反常规关系:理论及基于中国的经验分析——传统货币数量论面临的挑战及其修正》,《管理世界》,第12期。
- 夏斌、廖强(2001):《货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标》,《经济研究》,第8期。
- 肖争艳、陈彦斌(2004):《中国通货膨胀预期研究:调查数据方法》,《金融研究》,第11期。
- 肖争艳、唐寿宁、石冬(2005):《中国通货膨胀预期异质性研究》,《金融研究》,第9期。
- 肖雅慧、侯成琪(2023):《投入产出网络与通货膨胀传导》,《经济研究》,第11期。
- 谢平(1994):《中国转型经济中的通货膨胀和货币控制》,《金融研究》,第10期。
- 谢平、罗雄(2002):《泰勒规则及其在中国货币政策中的检验》,《经济研究》,第3期。
- 熊海芳、王志强(2012):《货币政策意外、利率期限结构与通货膨胀预期管理》,《世界经济》,第6期。
- 徐臻阳、鄢萍、吴化斌(2019):《价格指数背离、金融摩擦与“去杠杆”》,《经济学(季刊)》,第4期。
- 徐强(2013):《关于改进中国CPI编制和数据发布的思考》,《财贸经济》,第6期。
- 徐强、陈华超(2017):《基于波动性-持续性的中国核心CPI测算及其评估》,《数量经济技术经济研究》,第4期。
- 徐伟康(2010):《对〈消费者价格指数与生产者价格指数,谁带动谁?〉一文的质疑》,《经济研究》,第5期。
- 徐亚平(2006):《货币政策有效性及与货币政策透明制度的兴起》,《经济研究》,第8期。
- 徐亚平(2009):《公众学习、预期引导与货币政策的有效性》,《金融研究》,第1期。
- 徐忠、张雪春、邹传伟(2012):《房价、通货膨胀与货币政策——基于中国数据的研究》,《金融研究》,第6期。
- 许雄奇、张宗益(2004):《财政赤字、金融深化与通货膨胀——理论分析和中国经验的实证检验(1978~2002)》,《管理世界》,第9期。
- 许志伟、樊海潮、薛鹤翔(2015):《公众预期、货币供给与通货膨胀动态——新凯恩斯框架下的异质性预期及其影响》,《经济学(季刊)》,第4期。
- 薛万祥(1995):《预期、博弈与货币政策》,《经济研究》,第12期。
- 严成樑(2020):《通货膨胀的产业结构变迁效应与社会福利损失》,《世界经济》,第2期。
- 闫先东、高文博(2017):《中央银行信息披露与通货膨胀预期管理——我国央行信息披露指数的构建与实证检验》,《金融研究》,第8期。
- 尹力博、韩立岩(2012):《外部冲击对PPI指数的结构性传导——基于FAVAR模型的全视角分析》,《数量经济技术经济研究》,第12期。
- 杨继生(2009):《通胀预期、流动性过剩与中国通货膨胀的动态性质》,《经济研究》,第1期。
- 杨圣明(1991):《价格双轨制的历史地位与命运》,《经济研究》,第4期。
- 杨源源、张晓林、于津平(2017):《异质性预期、宏观经济波动与货币政策有效性——来自数量型和价格型工具的双重检验》,《国际金融研究》,第9期。
- 杨仲伟、张曙光、王诚、韩制能(1988):《我国通货膨胀的诊断》,《经济研究》,第4期。
- 杨子晖、赵永亮、柳建华(2013):《CPI与PPI传导机制的非线性研究:正向传导还是反向倒逼?》,《经济研究》,第3期。
- 杨子晖、周天芸、黄新飞(2014):《我国财政赤字是否具有通货膨胀效应——来自有向无环图研究的新证据》,《金融研究》,第12期。
- 易纲(1995):《中国的货币供求与通货膨胀》,《经济研究》,第5期。
- 易纲(2009):《中国改革开放三十年的利率市场化进程》,《金融研究》,第1期。
- 易纲(2021):《中国的利率体系与利率市场化改革》,《金融研究》,第9期。
- 姚余栋、谭海鸣(2011):《中国金融市场通胀预期——基于利率期限结构的量度》,《金融研究》,第6期。
- 姚余栋、谭海鸣(2013):《通胀预期管理和货币政策——基于“新共识”宏观经济模型的分析》,《经济研究》,第6期。
- 袁江(2009):《强制性技术变迁、二元分化与中国通货膨胀模型》,《管理世界》,第3期。
- 张蓓(2009):《我国居民通货膨胀预期的性质及对通货膨胀的影响》,《金融研究》,第9期。
- 张成思(2012):《全球化与中国通货膨胀动态机制模型》,《经济研究》,第6期。
- 张成思(2012):《通货膨胀、经济增长与货币供应:回归货币主义?》,《世界经济》,第8期。
- 张成思、刘泽豪、罗煜(2014):《中国商品金融化分层与通货膨胀驱动机制》,《经济研究》,第1期。
- 张成思、芦哲(2014):《媒体舆论、公众预期与通货膨胀》,《金融研究》,第1期。
- 张成思、芦哲(2016):《不对称的螺旋,媒体情绪与通胀预期传染》,《财贸经济》,第6期。
- 张成思、田涵晖(2020):《通货膨胀结构性分化与货币政策反应机制》,《世界经济》,第9期。
- 张杰(2006):《中国的高货币化之谜》,《经济研究》,第6期。

侯成琪、卞志村: 通货膨胀的传导和治理

- 张世伟、刘廷宇、刘达禹、王俏茹(2021):《中国核心通货膨胀结构变迁与部门核心通货膨胀分解》,《世界经济》,第1期。
- 张晓慧、纪志宏、李斌(2010):《通货膨胀机理变化及政策应对》,《世界经济》,第3期。
- 张晓晶、刘磊(2019):《现代货币理论及其批评——兼论主流与非主流经济学的融合与发展》,《经济学动态》,第7期。
- 张屹山、张代强(2007):《前瞻性货币政策反应函数在我国货币政策中的检验》,《经济研究》,第3期。
- 张屹山、张代强(2008):《我国通货膨胀率波动路径的非线性状态转换——基于通货膨胀持久性视角的实证检验》,《管理世界》,第12期。
- 张宗新、朱伟骅(2010):《通胀幻觉、预期偏差和股市估值》,《金融研究》,第5期。
- 赵林海、刘兴宗(2016):《媒体报道、贝叶斯学习与通货膨胀预期异质性》,《财贸经济》,第12期。
- 赵昕东(2008):《基于SVAR模型的中国核心通货膨胀的估计与应用》,《统计研究》,第7期。
- 赵昕东、汤丹(2012):《基于CPI分项目价格指数的中国核心通货膨胀估计及政策选择研究》,《统计研究》,第7期。
- 曾耿明、牛霖琳(2013):《中国实际利率与通胀预期的期限结构——基于无套利宏观金融模型的研究》,《金融研究》,第1期。
- 郑超愚(1991):《试论价格双轨制》,《改革和战略》,第2期。
- 郑挺国、刘金全(2010):《区制转移形式的“泰勒规则”及其在中国货币政策中的应用》,《经济研究》,第3期。
- 郑挺国、王霞(2011):《泰勒规则的实时分析及其在我国货币政策中的适用性》,《金融研究》,第8期。
- 郑挺国、王霞、苏娜(2012):《通货膨胀实时预测及菲利普斯曲线的适用性》,《经济研究》,第3期。
- 钟腾、曾剑宇、何凡、蒋骄亮(2020):《通货膨胀预期、资源重配与创新抑制》,《国际金融研究》,第12期。
- 庄子罐、崔小勇、赵晓军(2016):《不确定性、宏观经济波动与中国货币政策规则选择——基于贝叶斯DSGE模型的数量分析》,《管理世界》,第11期。
- 祝梓翔、高然(2022):《通胀—增长权衡和中国菲利普斯曲线的平坦化》,《金融研究》,第11期。
- 祝梓翔、邓翔(2023):《外国产出波动、通货膨胀与中国菲利普斯曲线的平坦化》,《世界经济》,第1期。
- Barro, R. and D. Gordon (1983): “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, 12, 101–121.
- Bernanke, B. (2004): “The Great Moderation”, Remarks at the Meetings of the Eastern Economic Association.
- Bernanke, B. and M. Gertler (2000): “Monetary Policy and Asset Price Volatility”, NBER Working Paper, 7559.
- Bernanke, B. and M. Gertler (2001): “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?”, *American Economic Review*, 91, 253–257.
- Bils, M. and P. Klenow (2004): “Some Evidence on the Importance of Sticky Prices”, *Journal of Political Economy*, 112, 947–985.
- Calvo, G. (1983): “Staggered Prices in a Utility-maximizing Framework”, *Journal of Monetary Economics*, 12, 383–398.
- Christiano, L., M. Eichenbaum and C. Evans (2005): “Nominal Rigidities and the Dynamics Effects of a Shock to Monetary Policy”, *Journal of Political Economy*, 113, 1–45.
- Davis, S. and J. Kahn (2008): “Interpreting the Great Moderation: Changes in the Volatility of Economic Activity at the Macro and Micro Levels”, *Journal of Economic Perspectives*, 22, 155–180.
- Fischer, B., M. Lenza, H. Pill and L. Reichlin (2009): “Monetary Analysis and Monetary Policy in the Euro Area 1999–2006”, *Journal of International Money and Finance*, 28, 1138–1164.
- Kydland, F. and E. Prescott (1977): “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy*, 85, 473–491.
- Nakamura, E. and J. Steinsson (2008): “Five Facts about Prices: A Reevaluation of Menu Cost Models”, *Quarterly Journal of Economics*, 123, 1415–1464.
- Quah, D. and S. Vahey (1995): “Measuring Core Inflation”, *Economic Journal*, 105, 1130–1144.
- Wei, S. and Y. Xie (2022): “On the Wedge Between the PPI and CPI Inflation Indicators”, Bank of Canada Staff Working Paper, 22–5.
- Yi, G. (1991): “The Monetization Process in China during the Economic Reform”, *China Economic Review*, 2, 75–95.

(责任编辑:周莉萍)(编校:周莉萍)

Transmission and Governance of Inflation: Chinese Facts and Perspectives

HOU Chengqi^[a] BIAN Zhicun^[b]

a. School of Economics, Beijing Institute of Technology, Beijing 100081, China

b. School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China

Abstract: Due to the implementation of the socialist market economy with Chinese characteristics, as well as major transformations such as economic institutional reforms and shifts in development stages, China's inflation exhibits notable differences from that of Western developed countries. This paper systematically reviews the transmission mechanisms of inflation in China since the reform and opening-up and summarizes academic research on inflation governance through the following four aspects: (1) the causes and control measures of several inflationary episodes during the initial reform period (1978-1996); (2) the transmission features of inflation in China, including price stickiness, inflation persistence, vertical transmission, and horizontal transmission; (3) an analysis of the causes and governance of inflation from the perspectives of aggregate demand and aggregate supply, monetary policy, and fiscal policy, along with an exploration of how to enhance the effectiveness of inflation control by improving the monetary policy framework; (4) the measurement, formation mechanisms, influencing factors, and management of inflation expectations in China. Furthermore, contemporary changes—such as the advent of the digital economy and the headwinds against economic globalization—as well as China's entry into a new phase of development, have significantly impacted the transmission and governance of inflation, presenting numerous new topics that warrant in-depth research.

Keywords: Inflation Transmission; Inflation Management; Monetary Policy; Expectation Management

JEL Codes: E31; E52; E58

Market Supervision Role of Shareholding by Urban Investment Platforms: A Dual Perspective of Monitoring and Incentives

ZHENG Zhigang^[a] XU Huiyuan^[a] HUANG Jicheng^[a] HU Qing^[a]

a. School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China

Abstract: In addition to being a major investment force in the capital market, urban investment platforms (UIPs) in transition have begun to play a significant role in market supervision. Using data from A-share listed companies from 2008 to 2023, this paper empirically examines the supervisory and governance effects of UIPs as “regulatory shareholders” on the senior executives of listed companies. The results show that shareholding by UIPs helps reduce opportunistic share reduction by senior executives, but it also has the drawback of lowering the sensitivity of executive compensation to performance. Mechanism analysis indicates that UIPs exert market supervision effects by improving information disclosure quality, providing bank credit support, and appointing executives with a state-owned capital background. The “centralized” power allocation characteristic of major shareholders is identified as the reason for the weakened pay-