

当前影响中国通货膨胀的因素分析

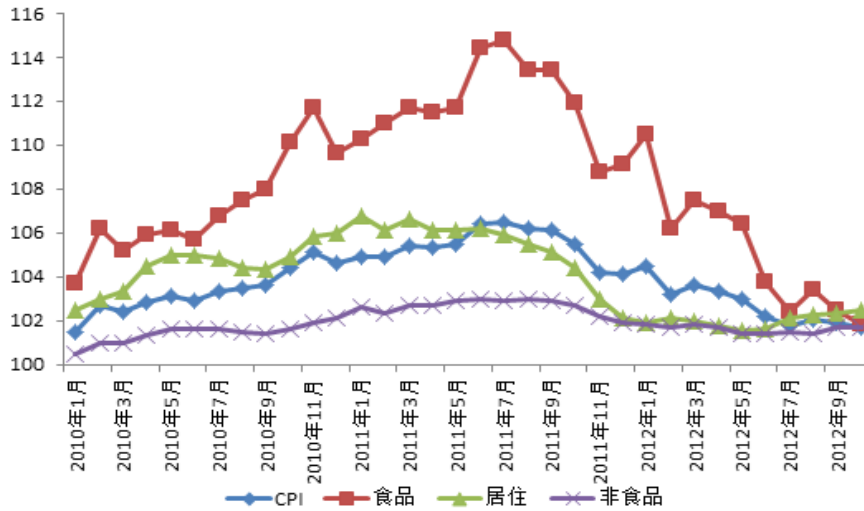
范志勇

摘要: 本报告对当前影响中国通货膨胀的因素分析。本文发现, 目前中国增量基础货币供给渠道已经发生转变, 中央银行对其他存款性货币公司债权代替外汇资产成为最重要的新增基础货币来源。新一轮量化宽松(QEIII)可能导致热钱流动方向逆转, 对中国货币供给造成直接的冲击, 但美国量化宽松政策对中国货币政策的冲击大小取决于央行货币冲销的力度。

一、当前通货膨胀的现状

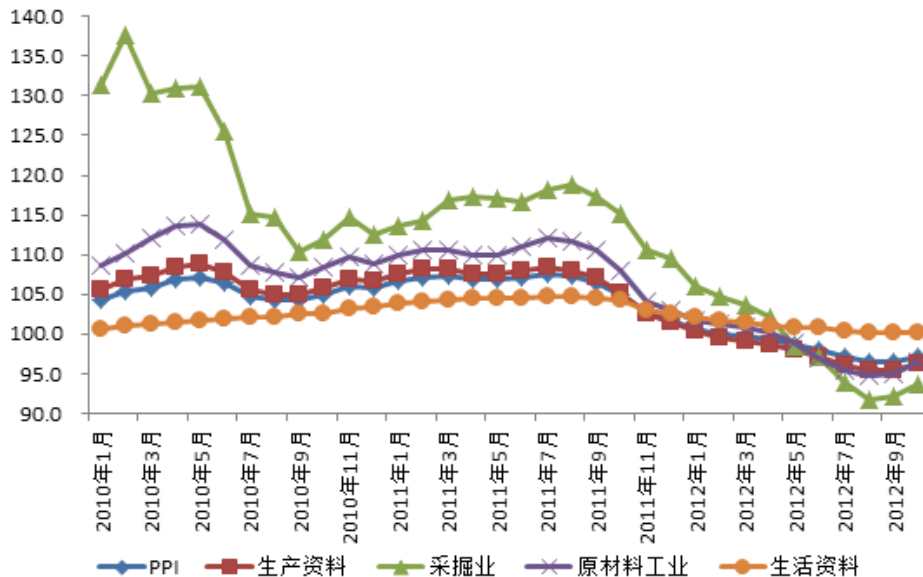
2010 年以来, 通货膨胀呈显出县长后跌的变化趋势。2011 年年中在“控通胀”的宏观政策作用下通货膨胀逐步开始下降, 2011 年 7 月份 CPI 指数同比增长率为 6.5%; 而到了 2012 年 10 月份 CPI 同比增长率仅为 1.7%, 其中从分项产品来看, 食品价格上涨 1.8%, 非食品价格上涨 1.7%, 消费品价格上涨 1.5%, 服务项目价格上涨 2.3%。与历次通货膨胀波动的情况一致, 由于食品类在 CPI 中的权重最大, 消费者价格指数的下降主要归因于食品价格的降低。但是而非食品价格同比指数并未像食品价格一样呈现下降趋势, 而是基本保持了自 2012 年初以来的稳定水平, 其中, 居住类价格指数自 6、7 月份以来呈现上升趋势, 由于居住类在 CPI 中的权重约占 18%, 是仅次于食品的第二大支出项目, 该指数的上升会对部分消费者造成一定影响, 值得特别关注, (见图 1)。

与消费者价格指数类似, 生产者价格指数同样在 2011 年中出现了加速下滑的趋势。2011 年 7 月份, PPI 同比指数为 107.5%, 而 2012 年 10 月份全国工业生产者出厂价格同比降为 97.2 %。同样的, 生产者价格指数主要受生产资料的价格变化影响, 2012 年 10 月份生产资料价格同比下降 3.7%, 其中采掘工业价格下降 6.4%, 原材料工业价格下降 3.4%, 加工工业价格下降 3.5%; 而生活资料价格同比上涨 0.2%, 与生产资料价格不同, 生活资料价格小幅上升而且价格变化幅度要小于生产资料的变化水平。值得关注的是, 自 9 月份以来生产资料价格同比增长率开始呈现反弹迹象, (见图 2)。



(图 1) CPI 及主要组成部分同比指数(%)

资料来源：统计局网站



(图 2) PPI 及主要组成部分同比指数(%)

资料来源：统计局网站

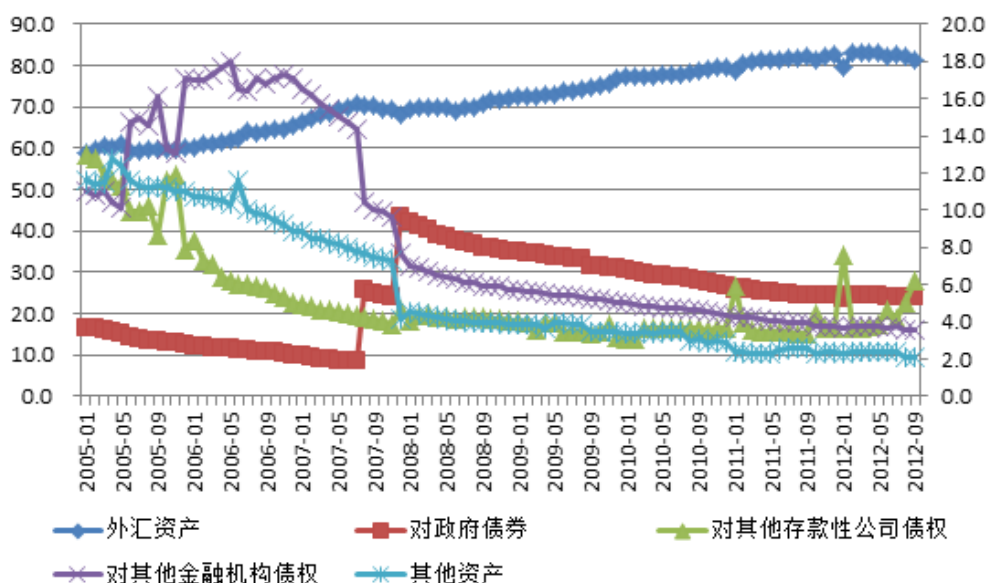
二、货币供给对通货膨胀的影响

长期来看，货币供给是决定通货膨胀的关键因素。金融危机以来，中国货币供给的来源和渠道都发生了显著的变化，必然对未来一段时间通货膨胀的结构和走势产生影响。下文我们从货币供给来源和渠道两个层面进行分析。

(一) 货币政策：基础货币供给

1、危机后基础货币供给渠道的变异

进入新世纪以来，随着中国加入 WTO 和对外开放力度不断增强，中国基础货币供给的渠道发生了结构性变化。就本文目前所掌握的数据 2002 年 1 月份，占中国人民银行总资产（约 4.53 万亿）份额最大的是外汇资产，所占比重约为 39.7%，其次是对其他存款性公司债权，约占 27.8%，第三是对其他金融机构债权，约占 15.6%，对政府债权约占 6%。此后外汇资产呈现出稳步上涨的趋势，截至 2012 年 9 月份已经达到 80%；其他各类国内资产虽然此消彼长，但总体呈现下降趋势。根据资产与负债相等的原则(忽略央行净资产)，约 80%的基础货币是通过购买国外资产供给的。此外值得关注的是自 2012 年 3 月份以来，外汇资产在总资产中所占的比例出现了企稳甚至略微下降的现象；与此同时对其他存款性公司(主要是商业银行)债权的比重呈现快速上升，从 3 月份的 3.7% 上升至 9 月份的 6.2%。这表明在全球经济危机以及中国“双顺差现象”逆转的大背景下，基础货币的投放渠道开始由购买外汇资产向向金融机构提供借入准备金转变，见图(3)。



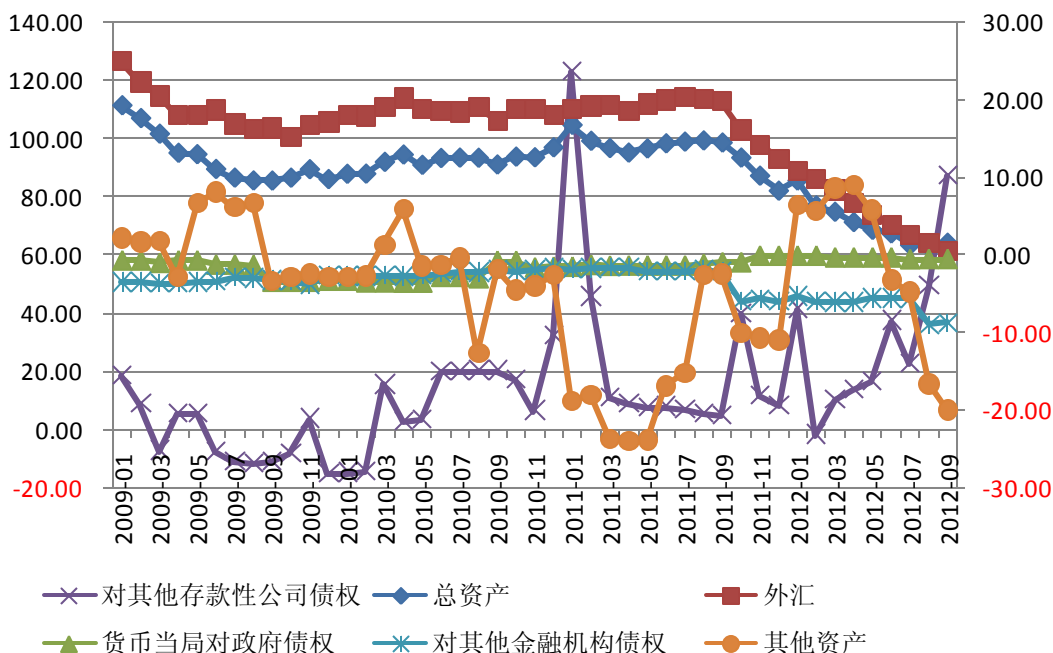
(图 3) 中国人民银行资产结构(%)^①

资料来源：中国人民银行网站

从资产增长率来看，2009 年中期之前总资产增长率经历了一个下滑过程，显示出金融危机对基础货币供给的直接冲击，此后一直保持在 10%-15% 之间，直到 2011 年 4 季度后，总资产增长率再次呈现快速下滑，2012 年 9 月份已经降至约 1.7% 的历史低位，表明基础货币供给速度出现了快速下滑。导致基础货币供给快速下降的原因在于占人民银行资产份额最大的外汇资产增长率出现了与总资产类似的下降，2011 年 8 月份外汇资产增长率约为 20%，截至 2012 年 9 月份

^①外汇资产为左轴，其他为右轴。

已降至 0.6%。值得说明的是由于上述增长率是基于人民币计价的，由于在此期间人民币兑美元整体呈现升值状态，因此实际以美元计价的外汇资产增长率将会更低。导致外汇资产增速下降的主要原因在于经济危机导致的贸易顺差和外资流入的减少以及因为担心中国经济硬着陆所出现的热钱流出，见（图 4）。



图（4）中国人民银行分类资产同比增长率(%)^②

资料来源：中国人民银行网站

在全球危机之前由于人民币升值预期等原因导致中国外汇占款持续增加，一度成为基础货币增加的主要来源。中国人民银行不得不通过冲向干预和提高存款准备金等方式对货币市场进行干预。目前由于外汇占款增加压力减小，在“稳增长”成为当前主要目标的前提下，中国人民银行在 2012 年初以来已经开始加快对其他存款性公司资产供给，人民银行对其他存款性公司债权增长率已从 2012 年年初的接近 0% 的水平提升到 2012 年 9 月份约 87% 的水平。由于商业银行体系可以实现货币创造功能，中央银行希望通过基础货币供给渠道的调整能够将货币供应量维持在适宜的水平。

2、欧美量化宽松货币政策、资本异动与基础货币供给

2008 年以来，为了拯救美国经济，美联储已经连续推出了三轮量化宽松货币政策。除了美国之外，英国、欧元区和日本等主要经济体都事实上开始执行扩张性货币政策刺激本国经济。

(表 1)主要经济体量化宽松政策

	时间	规模
美国	首轮量化宽松(QE): 2008 年 11 月-2010 年 4 月	美联储在首轮定量宽松政策的执行期间共购买了 1.725 万亿美元资产。
	第二轮量化宽松(QE2):	美联储第二轮定量宽松总计将采购 6000 亿美元的资

^②对其他存款性公司债权为左轴，其他为右轴。

	2010年11月-2011年6月	产。
	扭转操作：2011年9月-2012年6月	美联储在2012年6月底前购买4000亿美元6年期至30期国债，并将在同期出售相同规模的三年期或更短期的国债。
	第三轮量化宽松(QE3)：2012年9月至“以美联储认为经济形势令人满意作为终点”	美联储将每月购买400亿美元构抵押贷款担保债券，并视情况决定额外采购额度。
英国	2009年3月	英格兰银行开始实施总值750亿英镑的资产收购计划。
	2009年11月	英格兰银行货币政策会议决议将量化宽松规模扩大250亿英镑，至2000亿英镑。
	2011年10月	10月6日英格兰银行决议将量化宽松规模增加至2750亿英镑，并将基准利率维持在0.5%的历史低点。
	2012年2月	2月9日英格兰银行货币政策委员会宣布量化宽松政策规模扩大至3250亿英镑，同时继续维持当前0.5%的基准利率不变。
	2012年7月	7月5日，英国央行宣布再度扩大量化宽松规模扩大500亿英镑至3750亿英镑，同时维持基准利率于0.5%不变。
欧元区	2011年12月	欧洲央行宣布，通过长期再融资操作，提供给银行业4890亿欧元。
	2012年2月	2月29日，欧洲央行将以1%的超低利率进行第二轮无限额三年期贷款招标及第二轮长期再融资操作
日本	2010年10月	日本央行首次推出量化宽松政策，累计量化宽松规模达到35万亿日元。
	2011年3月	日本央行宣布进一步放宽货币政策至40万亿日元。
	2011年8月	日本央行将资产购买以及有担保市场操作的资金规模从40万亿日元提高至50万亿日元。
	2011年10月	日本央行决定以长期国债为对象，将现有的资产购买计划扩大到55万亿日元。
	2012年2月	日本央行宣布将资产购买规模扩大10万亿日元至65万亿日元。

资料来源：作者根据相关新闻资料整理。

量化宽松政策导致大量资本从美国流出，将会对国际资本市场造成一系列冲击，包括美元贬值，人民币重回升值通道等等，这些都会导致短期内国际资本流动的方向出现逆转，对中国货币政策造成直接的冲击。^⑥从美国前两次量化宽松政策以及2011年9月至2012年6月政策调整期间的经验来看，量化宽松政策往往伴随着中国热钱的大量流入，而宽松政策的推出有可能引发资本的外逃。

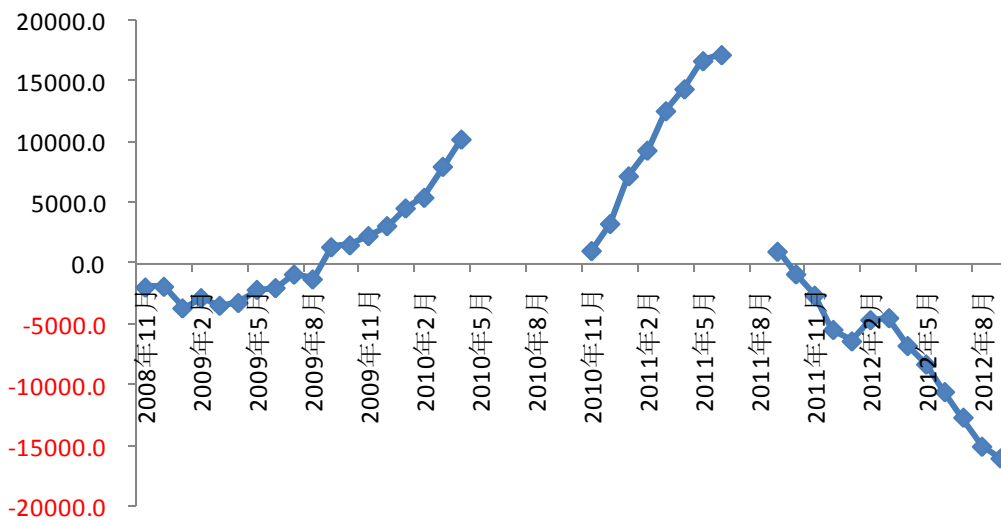
（图5）显示美国量化宽松政策期间中国热钱流动的基本情况，其中热钱的定义为外汇占款与实际外资利用和贸易顺差之差。以2008年11月量化宽松政策开始实施作为起点，在政策实施初期中国尚呈现资本净流出的情况，主要原因是金融危机之后由于市场恐慌和避险情绪导致国际资本向美国和日本等发达国家

^⑥除此之外量化宽松货币政策造成国际大宗商品价格上涨将会对中国形成输入性通胀压力，在下文中将对此进行说明。

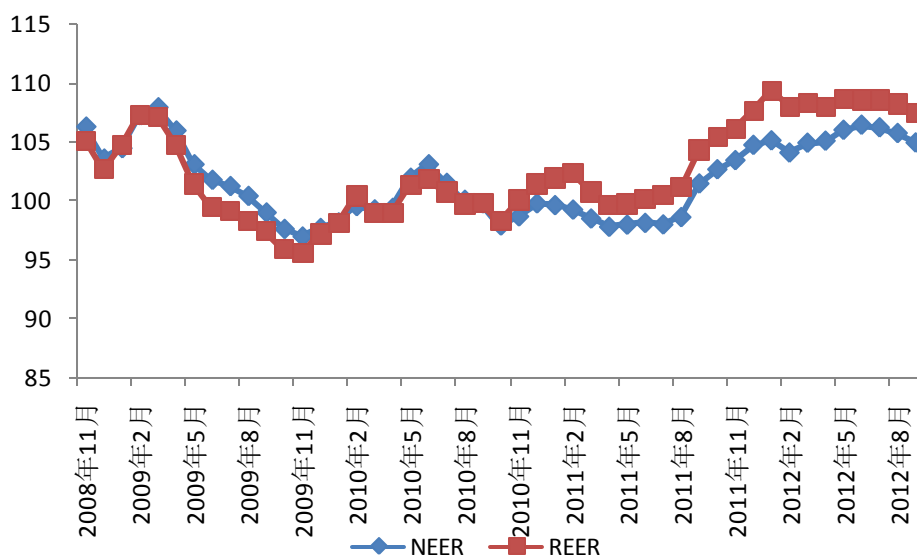
回流造成的。然而从 2009 年 2 季度开始，资本净流出开始转变为资本净流入的情况，而且呈现加速流入，2008 年 11 月至 2010 年 4 月期间热钱流入规模累计达到 10213 亿元人民币的规模，占此间中国人民银行资产增量 3.51 万亿的比例为 29%，热钱流动对基础货币供给的影响可见一斑。2010 年 11 月至 2011 年 6 月第二轮量化宽松政策期间，热钱流动的规模达到 17170 亿人民币，占此间中国人民银行资产增量 2.16 万亿的比例更是高达 79.4%。伴随着美元的量化宽松，人民币汇率基本保持了升值趋势，见（图 6）。

最为对照，本文还考察了第二次量化宽松之后的政策调整期间，美联储在 2011 年 9 月宣布要在 2012 年 6 月底前购买 4000 亿美元 6 年期至 30 期国债，并将在同期出售相同规模的三年期或更短期的国债。伴随着这一政策的调整，国内出现了热钱外流的现象，从 2011 年 9 月份到 9 月份累计热钱外流规模为 16069 亿元人民币，是此间中国人民银行总资产增量的 3.38 倍，而且目前尚未有扭转的迹象。在此期间，人民币出现了一定幅度的名义和实际贬值现象。通过上文的分析我们不难发现，伴随着美国量化宽松政策的调整和国际资本市场的异动，中国的短期资本流动变化相当剧烈，当美国执行量化宽松政策时，中国往往呈现热钱净流入的现象；而美国对量化宽松政策进行调整的时候，中国有面临着热钱净流出。其次热钱异动规模巨大，对中国基础货币供给造成了较大的冲击。

可以预见，随着第三轮量化宽松政策效果逐步显现，中国可能再次面临着短期资本的剧烈流动，热钱流动的方向极有可能由流出变为流入，对中国基础货币供给和通货膨胀都可能造成直接的冲击。届时中国人民银行在“稳增长”和“控通胀”双重目标下可能再次通过提高存款准备金率、发行央行票据等方法对货币市场进行干预。更重要的是，在中国经济复苏前景尚未完全明朗的情况下，货币政策的被动调整可能打乱中国经济复苏的进程。



图（5）美国量化宽松政策期间中国热钱流动情况(累计值，亿元人民币)



(图 6) 人民币名义和实际有效汇率(2005=100)

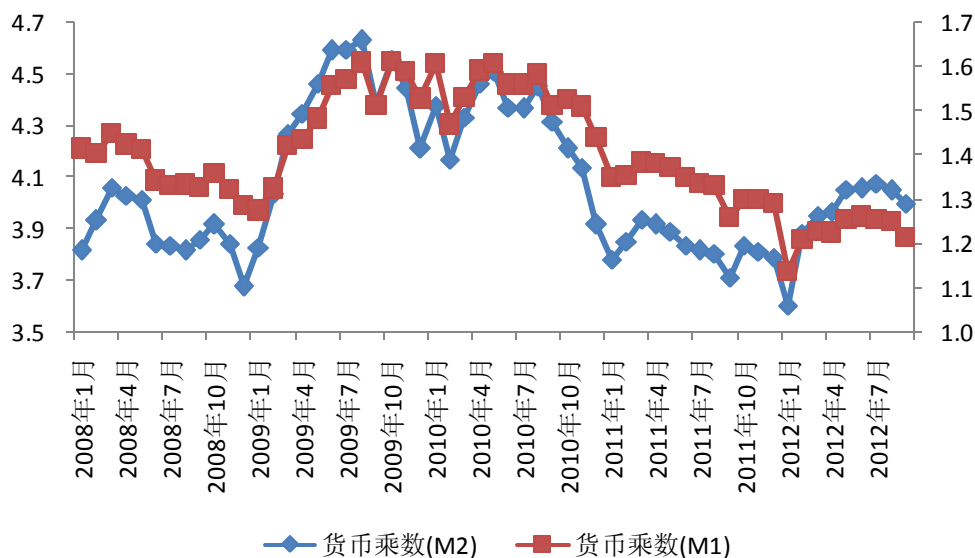
资料来源：国际清算银行(BIS)

(二) 货币政策：货币供给传导

在信用货币体系下，货币供给是通过中央银行和商业银行等金融机构共同完成的。在货币倍增过程中，作为流动性需求方的企业和供给方的商业银行都可能造成货币供给传到渠道阻塞，从而造成货币供给出现扭曲。

(图 7) 显示自金融危机爆发以来，中国货币创造乘数发生了较大的周期性波动。危机爆发初期，在此前控通胀的目标下，货币创造乘数呈现下降趋势；此后在 4 万亿投资刺激计划的推动下，货币乘数也出现了快速的上升，与基础货币一起推动总量货币供给快速增长。此后在审慎的宏观调控政策作用下货币乘数逐步下降，目前大致处于金融危机爆发之前的水平。造成当前货币乘数下滑的原因及包括资金需求面也包括货币供给下，下文将分别进行讨论。

在现代市场经济中，当企业产生融资需求时，在银行认为企业可信赖的前提下，银行会给企业供给信贷或者购买其发行的金融票据，企业以此为基础进行支付购买。企业获得贷款后可用于支付工资或者购买原材料，工人和其他企业获得收入，体现为银行存款增加。此时货币（存款）就变成了存量，对应于工人和企业持有金融资产组合的一部分。在存在法定存款准备金要求时，商业银行必须向中央银行借款满足准备金要求。由于这是整个银行体系产生的借款，央行需要供给，否则会产生系统性金融风险。在上述货币创造过程中，有两个关键因素发挥着重要作用：一是企业贷款需求得到银行满足，这需要企业有足够的抵押品或者信用；二是商业银行的准备金需求能够得到中央银行的足额供给，这要求有适度宽松的货币政策。



(图 7) 金融危机以来货币乘数的变化^④

资料来源：作者自行计算

1、资金需求：投融资体制扭曲导致货币供给渠道阻塞

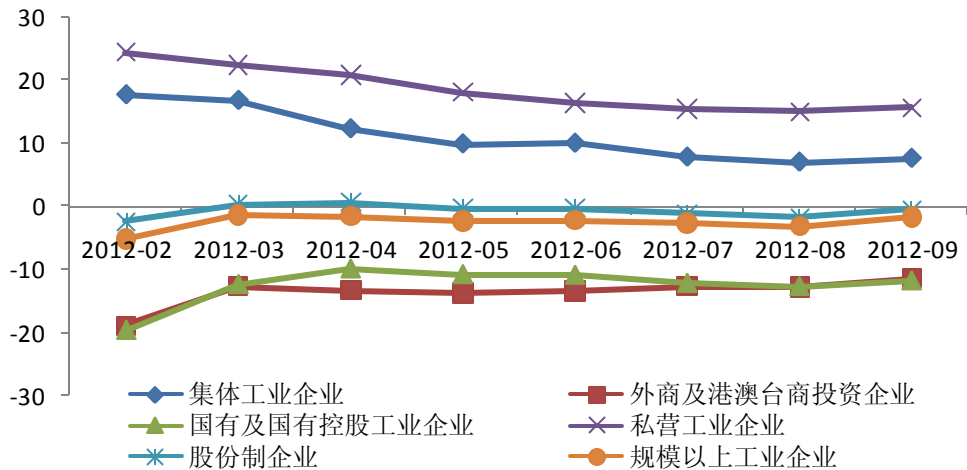
金融危机以来，多数企业经营出现了不同程度的困难，进而导致企业偿还债务能力下降，对资金“有效需求”不足。此外由于企业间互相担保所产生的“债务链”断裂以及“三角债”等问题都使得金融市场环境遭受不同程度的扭曲。2012年中国上市公司半年报于8月31日披露完毕，其中非银行上市公司中报净利降15.7%，应收账款激增5000亿元，骤增32.4%至1.88万亿元，引起市场对上市公司“三角债”抬头的风险担忧。

1.1 企业利润下滑和应收帐款增长导致金融市场扭曲，导致货币供给渠道阻塞

金融危机爆发以后，国内企业面临比较严重的经营困难，直接的反映就是企业利润增速下降。事实上危机之前在抑制通胀的紧缩政策下，工业企业利润增长率已经呈现下降趋势，2009年大部分时间累计利润同比增长率为负值，仅是到11月份是累计利润增长率勉强达到7.8%的水平。2010年在4万亿投资计划的刺激下，工业企业利润增速出现了快速反弹，但是随着刺激计划的退出，企业利润增速再次呈现快速下降。进入2012年之后工业企业利润更是进入了负增长时期。

(图8)显示2012年以来，外商投资企业和国有及控股企业利润累计增速均在-15%左右；股份制企业维持在0增长左右的水平；私营企业和集体企业尽管利润增速下滑，但尚能维持正增长。但在中国现有的融资体系中，国有及控股企业、外商投资企业和股份制企业在金融市场上的融资能力较强，而集体企业和私营企业进入金融市场的壁垒较多，更加剧了企业利润下滑导致的资金有效需求不足局面。

^④M2 货币乘数为左轴，M1 货币乘数为右轴。以 M2 为例，货币乘数的计算公式为： $M2/\text{央行储备货币}$ 。原始数据均得自中国人民银行网站。

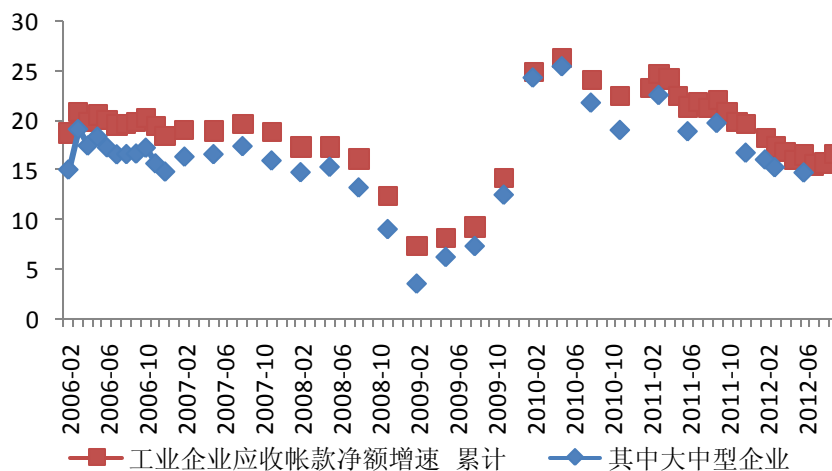


(图 8) 工业企业利润累计增速 (%)

资料来源：国家统计局网站

除此之外，我们还应该看到在利润增速下滑的同时企业间债务拖欠可能变得更加严重。由于利润是根据会计上的“权责发生制”而非“收入实现制”予以确认的，即当企业间通过商业信用实现商品交易时，虽然企业实现了会计意义上的利润，但是利润的增加并未使企业的现金收入增加，更多的是体现在企业的应收帐款上。应收帐款既不能用于偿还债务，也不能用于向银行抵押贷款；当负债企业出现经营困难甚至破产时，就变成了债权企业的坏账损失。

截至9月，全国工业企业应收账款累计为8.15万亿元，较上年同期增加16.5%，见(图9)。在上市公司中，截至8月23日已公布半年报的1437家上市公司应收账款整体规模达8039亿元，较去年同期激增约45%。有超过五成的上市公司应收账款在增加，其中很多产生时间不到一年。因此从目前情况看，由于企业间债务增加所导致的“三角债”问题在不同行业已经不同程度存在，并有进一步蔓延扩大的风险，导致金融市场扭曲程度进一步恶化。



(图 9) 工业企业应收帐款净值增速(%)

资料来源：中经网统计数据库

1.2 地方融资平台清理整顿也在一定程度上导致货币供给渠道阻塞

2012 年以来,在经济增长放缓的大背景下,中央把“稳增长”摆在了更加突出的位置。地方政府也纷纷出台庞大的投资计划以推动经济增长。截至目前为止,约有 13 个省市共公布了约 12.8 万亿的地方经济振兴计划。巨额地方经济刺激计划面临的现实问题是投资资金来源不足。以长沙为例,长沙市 2011 年全年的地方财政总收入只有 668.11 亿元,这意味着 8000 多亿元的投资项目需要该市 10 多年的财政收入。而将投资 3 万亿元发展旅游文化产业的贵州省 2011 年的财政收入只有 1330 亿元。然而在雄伟的投资计划背后却是巨大的资金缺口。地方政府的资金可能有两种途径,一方面通过地方债形式融资,2012 年以来已有沪深粤浙四个地方自行发债试点;另一方面则是通过地方融资平台,向银行借贷。

为应对 2008 年以来的国际金融危机,我国政府批准为期两年的 4 万亿经济刺激方案。但新增的 4 万亿元投资中,新增中央政府公共投资 1.18 万亿元,剩余的 2.82 万亿投资需要由地方财政承担。在这 2.82 万亿元中,按平均水平 60% 从银行信贷融资计算,仍存在 1.12 万亿元的资金缺口。在预算法和担保法约束条件下,地方融资平台成为弥补这个缺口不二选择。来自监管层的统计数据显示,截至 2010 年 8 月底,地方融资平台贷款余额 7.66 万亿元。2008 年初这个数据仅为 1.7 万亿元,短短两年时间激增 4.5 倍。中国社科院预测至 2010 年末地方融资平台贷款余额将升至 9 万亿-10 万亿,2011 年则将达 11 万亿元规模。而中国人民银行对 2008 年以来全国政府融资平台贷款情况的专项调查显示截至 2010 年年末,全国共有地方政府融资平台 1 万余家,较 2008 年年末增长 25% 以上。2010 年年末各地方政府融资平台贷款占当地人民币各项贷款余额的比例基本不超过 30%。如果按照 2010 年人民币贷款余额 47.9 万亿元来算,截至 2010 年末政府融资平台贷款在 14.4 万亿元左右的范围,总量超过 10 万亿。由于地方政府融资平台基本上属于国有独资公司,无论是人事管理还是具体业务都受到地方政府实际控制,融资平台责任主体模糊。多数融资平台没有建立和执行严格的风险管理控制制度,不按贷款用途使用贷款或随意改变贷款投向、以其他项目贷款作为建设项目的资本金、因为项目规划不当造成信贷资金闲置等损失浪费和违反建设项目管理规定等问题时有发生。由于缺乏有效约束,较低设立门槛使得地方政府融资平台大量增加,在这种情况下,担保单位的担保能力、代偿能力普遍下降,且融资平台之间普遍存在互保现象,出于竞争一些银行放松贷款审查,加剧银行贷款的潜在风险。

然而一方面,在严厉的房地产调控政策下,房地产价格下降,销量萎靡,地产商资金链紧张,购地意愿不强,以土地财政为基础的地方融资平台融资能力大受影响。此外,经济萎靡造成的企业债务拖欠、三角债增加甚至“逃债”现象出现都导致商业银行放款行为日益谨慎。另一方面,随着累计的潜在风险加剧,监管部门和商业银行强化风险控制和监管也加大了地方融资平台融资的难度。地方政府融资平台将迎来偿债高峰,未来三年内将有 35% 的贷款集中到期。而事实上,部分地方政府融资平台项目确实面临较大还款压力,个别贷款已出现偿付困难。

融资平台贷款集中到期以及流动性压力仍令监管机构在 2012 年 3 月份之后开始着手适度微调授信政策。对地方政府融资平台的监管重点将从确认情况转变为降旧控新。此前银监会仅允许保障房建设新增平台贷款,监管政策微调后,对于土地储备中心贷款、公路建设贷款以及完成 60% 以上的平台项目,银行均可以有条件地继续提供授信支持。此外对地方政府融资平台贷款监管的新思路还包

括对国家重大在建工程要确保资金供应，防止出现烂尾工程，可能允许满足条件的项目“还旧借新”；拓宽新增贷款可投放的领域，除市区级重大工程和保障房外，还可投放于收费公路、重大基建项目等。上述政策都有可能进一步扩大地方融资平台的融资能力。

2、资金供给：银行存贷比约束大，银行资金供需不匹配

除了受实体经济减速的影响之外，商业银行存贷比也是影响当前银行信贷增速放缓的重要原因。金融危机爆发后，存款增速放缓。需要注意的是，2009年和2010年我国新增贷款规模过大，一定程度上提高了商业银行的存贷比。事实上，目前部分股份制商业银行的存贷比已接近了监管上限。存贷比约束一定程度上抑制了金融机构信贷供应能力，特别是在关键的月末或季末时点，由存款同业化导致的存贷比上升将减少全社会信贷供给。

此外，2011年第四季度以来，经济下行压力显现后，商业银行的大量不良贷款也随之“抬头”，从2011年第三季度末的4078亿元，到今年第一季度末的4382亿元，再到第二季度末的4564亿元，一系列数据愈发难缓市场对我国银行业资产质量下降的担忧。在这种背景下金融危机之后，传统行业亏损情况普遍，部分企业出现资不抵债，有的甚至停产、破产；此外不少企业之间相互担保，一家企业破产往往会拖累多家企业。因此对银行而言，企业重复担保的风险乘数正在放大。一方面企业经济困难、偿债能力下降，贷款有效需求下降；另外一方面不良贷款增加导致银行放贷更加谨慎，银行贷款供需不匹配进一步恶化当前的经济环境。破解贷款供需不匹配的难题在于通过税收和货币政策降低企业成本，恢复企业自身的盈利能力和偿债能力，最终走出信贷供给不匹配的恶性循环。

三、通货膨胀的不确定性因素：经济复苏和供给冲击

1、经济复苏导致需求反弹

中国经济在年底可能出现温和反弹，经济复苏将成为未来中国通货膨胀变化的重要不确定性因素之一。根据上文的分析，金融危机期间由于企业经营业绩下滑、银行体系慎贷和监管当局的审慎监等造成了货币供给渠道阻塞现象。但是当经济复苏时，上述现象可能得到相当大程度的改观，从而造成货币供给快速上涨，造成通货膨胀压力。

中国经济去库存化进程以及劳动成本因素也是影响未来通胀走势的重要因素。去库存化进程的结束不仅意味着总需求恢复，也意味着由此带来的商品价格重回上涨通道。金融危机期间，经济下滑和工资成本上涨并存成为中国经济的一大特征，实际工资并未随着就业压力上升而下降，表现出一定的粘性，经济恢复带来的劳动需求增加可能进一步推动劳动成本上升，成为通货膨胀的持续推动力。最后价格改革造成的水、电价格上涨也可能推动总体价格水平上升。

2、输入性通胀压力依然存在

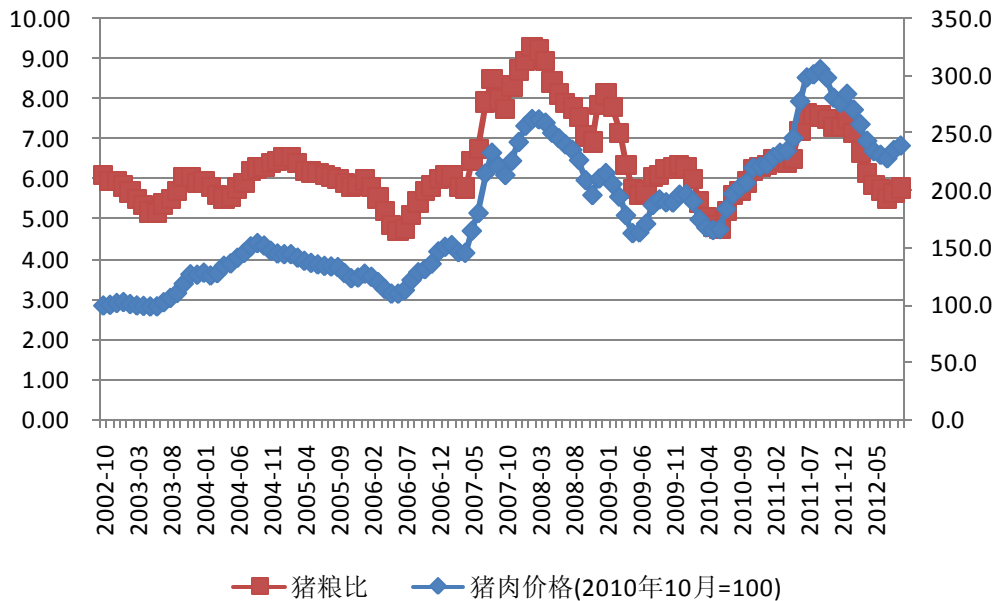
虽然国内因素有利于控制通货膨胀，但由于全球经济进入由于全球经济都进入调整期，需求下降和通货膨胀的下降不同步，未来输入性通货膨胀压力仍不可小觑。以石油价格为例，金融危机爆发后世界原油价格出现了较大下滑，例如布伦特原油期货价格在 2012 年 6 月份跌至 90 美元左右，有利于世界经济回复；然而石油价格此后一路上涨，8 月份达到 115 美元以上，升幅一度接近 30%。实体经济尚未恢复甚至是持续下滑的背景下，石油等大宗商品价格由于金融市场投机因素导致快速反弹，不仅会拖累世界经济回复，也给我国通货膨胀造成了不小的输入性压力。

未来全球石油等能源价格不确定性较大。一方面伊朗核问题近日再趋紧张，由此引发的欧盟对伊朗实行石油禁运，各国央行所采取的刺激经济措施，以及石油输出国组织(OPEC)限制石油产出等一系列事件都将会影响未来石油价格的走势。另一方面，此前被认为将会成为一种超越传统天然气新能源的页岩气开发受挫。美国能源信息署(EIA)在 2012 年 1 月将美国页岩气储量调低 40%，意味着美国可采量的降低和成本提高。此外美境内几处页岩气的主要产地未来产能也不容乐观。这表明美国对世界能源市场的需求可能比此前预期的更高，未来世界能源价格长期内仍有进一步上升的空间。

3、食品价格可能的异动

食品价格成为导致未来通货膨胀存在不确定性的最直接因素。近期通货膨胀下降主要得益于食品价格下降，尽管蔬菜价格出现了一定上涨，但猪肉价格下降对稳定通胀起到了较大的作用。然而近期猪粮比又现下降趋势，根据历史经验，猪粮比的持续恶化将会导致猪肉供给出现较大波动，生猪供给大起大落将会导致猪肉价格出现较大波动直接影响未来食品价格和通货膨胀的走势。因此猪粮比未来的变化值得特别关注。

根据历史经验，粮食价格和猪肉价格往往要超过通货膨胀的波动程度，特别是当通货膨胀水平较高或者较低的时候，粮食价格和猪肉价的变化程度更大。(图 10)显示了“猪粮价格比”与猪肉价格的走势。猪粮价格比反映了农户养猪成本和收益之间的关系，一般认为 6: 1 为该比例的临界值，当“猪粮价格比”低于该比例时，农户养猪就会出现亏损；当该比例进一步下降时，农户为了减少损失可能会减少能繁母猪数量。由于养殖业具有特定的生产周期性，能繁母猪数量减少将会造成活猪供应，约 18 个月之后活猪的供应能力才能得到修复。根据历史经验，当猪粮比出现拐点时，猪肉价格将出现相反的变化，并在大约未来 1 年半时间左右出现新的观点。例如在(图 10)中，我们可以发现 2003 年 3-4 月、2006 年 5-6 月、2010 年 4-5 月间“猪粮价格比”的低点分别对应着 2004 年 8-9 月、2008 年 1-2 月以及 2011 年 8-9 月间猪肉价格的高位；2004 年底、2008 年初以及 2011 年中“猪粮价格比”的高点对应着 2006 年年中、2009 年年中以及目前猪肉价格的低点。当前“猪粮价格比”已经跌破了 6: 1 的警戒线水平，2012 年 10 月份约在 5.9: 1 的水平，比前两个月略有反弹。如果“猪粮价格比”出现进一步的下跌，猪肉价格可能在未来出现快速上涨，会对通货膨胀造成较大冲击。



(图 10) 猪粮价格比与猪肉价格走势^⑤

资料来源：作者自行计算，原始数据来自《中经网统计数据库》

除此之外，2012 年自然灾害在全球多地爆发，特别是干旱天气对美国等世界粮食出口国产量造成影响。根据美国国家干旱减灾中心旱情检测项目数据，截至 7 月份，美国本土约有 56% 的面积遭遇中等至严重程度的旱灾，约 8.64% 的本土面积遭遇罕见旱灾，持续干旱可能会导致美国玉米单产下降 12.7%。美国农业部 6 月中旬发布的全球小麦产量预测表明，到 2013 年 6 月 1 日粮食年度结束时，全球小麦库存预计为 1.85 亿吨，比上年度减少 6.1%，创 2007 年以来最大降幅。这意味着全球小麦供应正在趋紧。而国际谷物理事会近日也将 2012/2013 年度全球小麦产量预估从之前的 6.71 亿吨调降至 6.65 亿吨，远低于上年度 6.95 亿吨的实际产量。受此旱情持续加重影响，芝加哥商品交易所小麦和玉米期货价格出现大幅上涨。虽然我国粮食今年再次实现增产，但掌握世界主要谷物定价权的美国价格的上涨将对推动世界谷物价格再次步入上行轨道，难免对国内粮价造成上行压力。

四、结论：对未来中国通货膨胀的预期

基于上文对货币政策的分析，我们得到以下几个结论。

(一) 货币供给是影响未来通货膨胀的重要因素，从货币供给角度看：

1、目前，中国增量基础货币供给渠道已经发生转变，中央银行对其他存款性货币公司债权代替外汇资产成为最重要的新增基础货币来源。

2、美国实行的量化宽松政策可能导致全球资本异动。根据历史经验，量化宽松货币政策在导致美元贬值的同时也导致热钱大量流入中国。目前中国是热钱净流出，新一轮量化宽松(QEIII)可能导致热钱流动方向逆转，对中国货币供给造成直接的冲击，不利于中国通货膨胀稳定目标。

^⑤猪粮比为左轴，猪肉价格为右轴。

3、第三，如果近期热钱流动方向发生逆转，中国人民银行的货币政策将重新回到通过被动冲销干预稳定基础货币增速的老路上，不利于货币政策对当前经济情况作出灵活应对。美国量化宽松政策对中国货币政策的冲击大小取决于央行货币冲销的力度。

（二）影响中国通货膨胀的不确定性因素包括以下三个方面：

1、中国经济复苏和去库存过程的完成导致总需求和货币传导渠道变异，加之可能出现的大量热钱流入将加剧通货膨胀的。

2、未来国际能源市场价格可能存在较大的不确定性，一方面中东伊朗地区政局不稳定可能加剧石油价格的波动，另一方面页岩气等能源的开发可能导致全球能源供给结构的变化，影响能源价格的长期走势和通货膨胀。

3、2012年极端恶劣的天气可能导致全球粮食减产，国内“猪肉粮食价格比”再次逼近警戒线，未来可能出现猪肉价格大幅度上涨的情况，推动通货膨胀率上升。