

# 通货膨胀：友好消费

葛艺豪 (Arthur Kroeber)

董事长

龙洲经济研究咨询公司

北京

2010年1月21日

# 主要观点

1. 由于紧缩的劳动力市场，中国的正常通货膨胀正在上升。
2. 通货膨胀不应受到抵制，因为它反映了较高的劳动生产率的增长。
3. 由于增加的资本成本和劳动力相对回报率，围绕高通货膨胀制定的宏观政策将有助于中国经济从投资拉动向消费拉动转变。
4. 通过温和的通货膨胀达到重新均衡比汇率快速升值更有利。
5. 日本和韩国的经验表明，8%的GDP增长速度和5%的非加速通货膨胀能够持续至少10年。

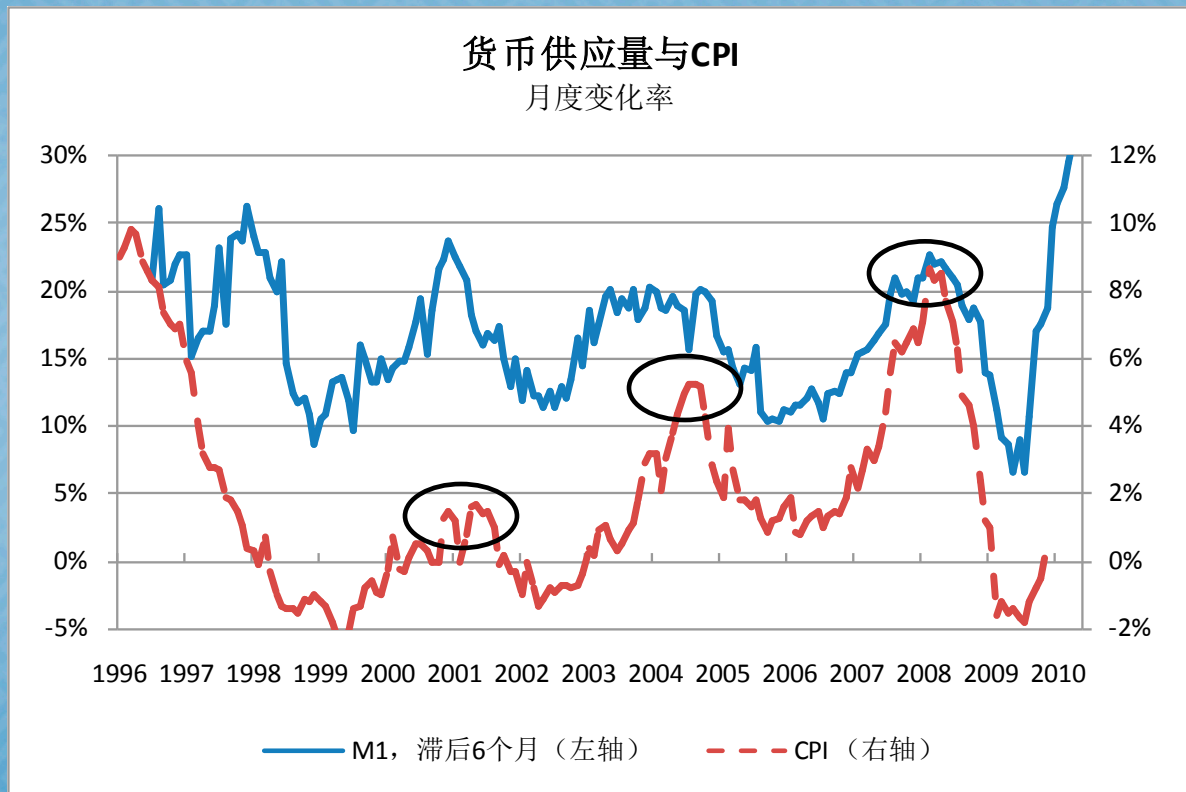
# 通货紧缩已经离去

- 1997-2006年期间的低通胀的经济结构一去不复返。

	GDP	CPI
1997-2006	9.3	0.9
2007	13.0	3.9
2008	9.6	4.8

# 货币效应在加强

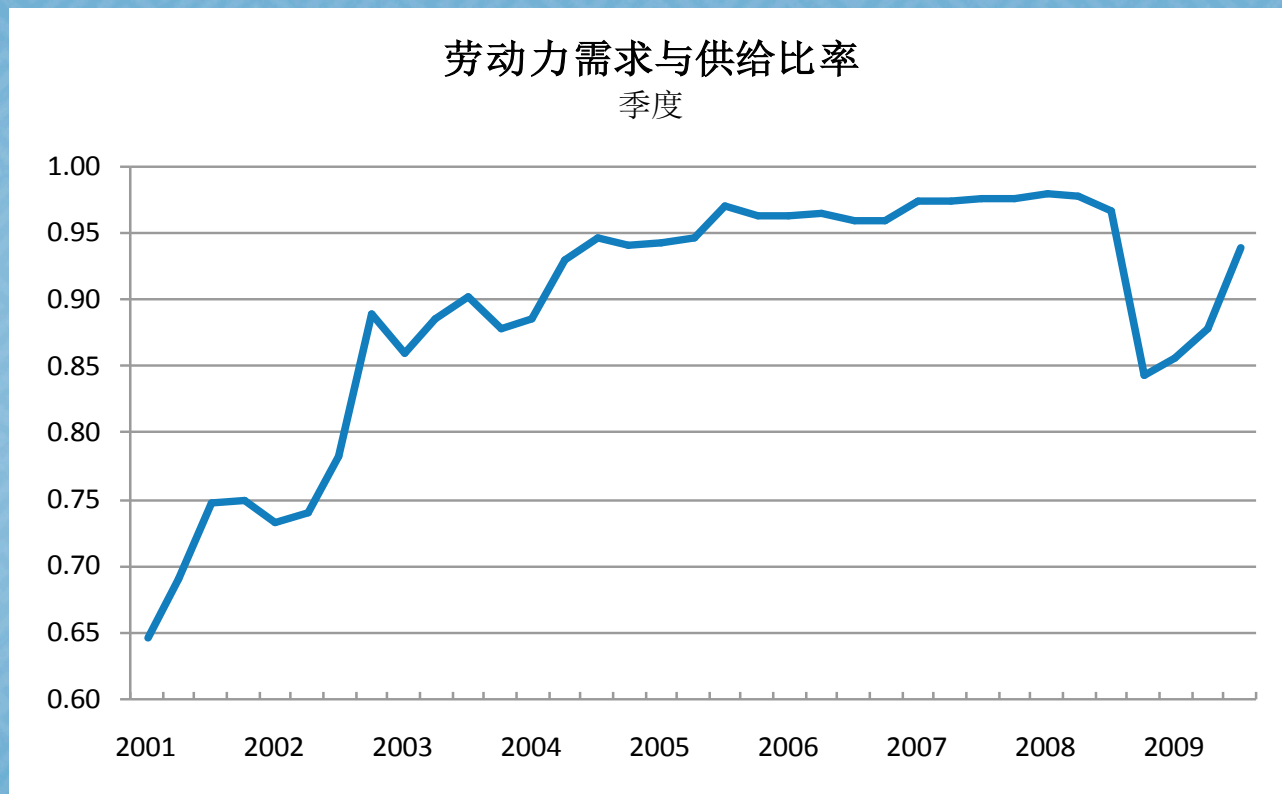
- 高货币增长率向通货膨胀的传递效应正在加强。



	<u>M1峰值</u>	<u>CPI峰值</u>
2001	23%	1.8%
2004	20%	5.8%
2008	23%	8.7%
2010	35%	???

# 更为紧缩的劳动力市场

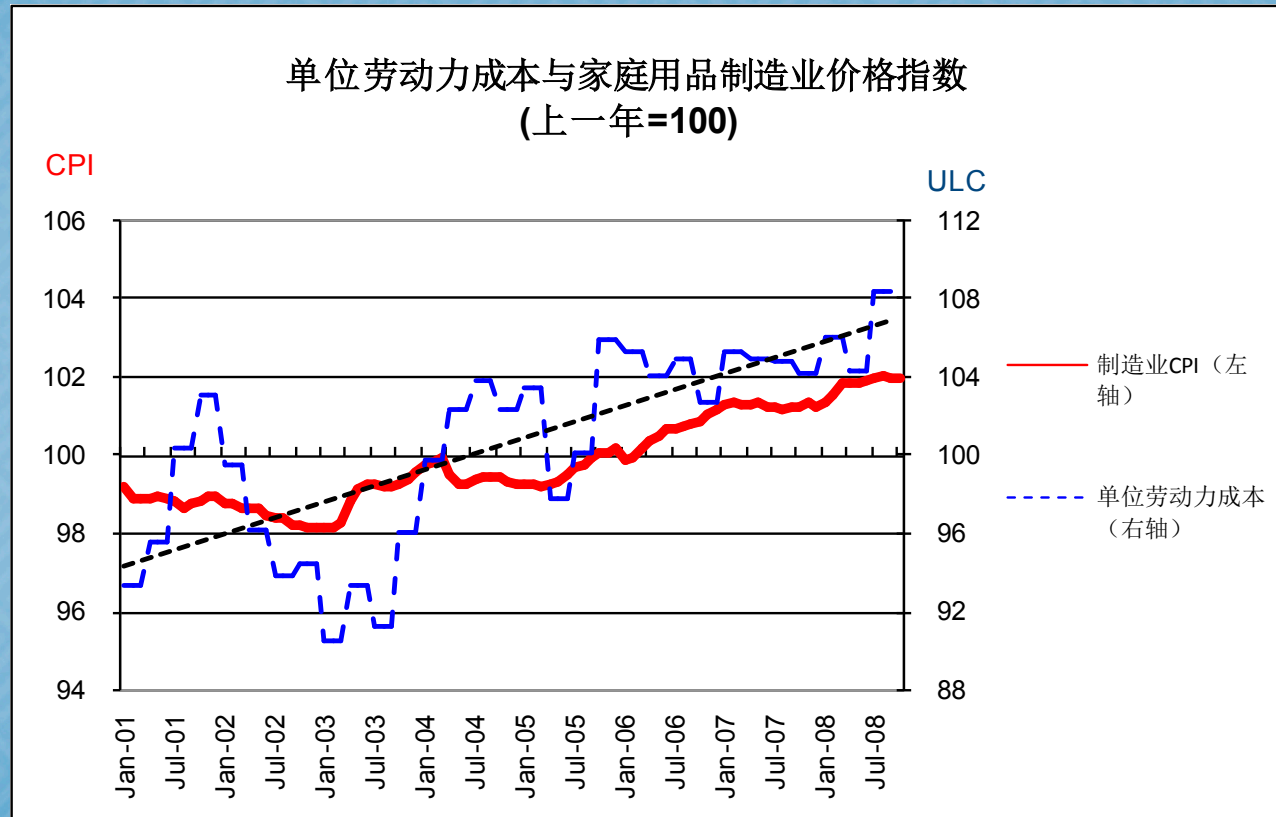
- 紧缩的劳动力市场导致的一个可能的结果是，工资的增长速度高于生产率的增长速度。



- 由金融危机引起的就业不足的时间极为短暂。

# 劳动力成本正在上升

- 更高的劳动力成本部分地被更高的生产率所抵消，但不能全部被抵消。



单位劳动力成本数据来源：世界银行。

# 温和的通货膨胀是好的

- 2010-2015年，重要的挑战不再是创造就业：因为私人部门的劳动力需求相当强劲。
- 主要的政策挑战将是管理由更高的工资导致的较高的通货膨胀。
- 我们不应害怕通货膨胀，而是应该欢迎它。
- 由生产率推动的工资增长导致的通货膨胀是健康的。
- 日本与韩国在高速增长时期，都保持了适当的、但不是加速的通货膨胀。
- 拒绝接受通货膨胀将使经济向消费主导型转变更为困难。

# 通货膨胀不需要加快

	日本 <b>1960-72</b>	韩国 <b>1982-96</b>	香港 <b>1983-94</b>
GDP平均增长率(%)	8.9	8.5	6.6
CPI平均增长率(%)	5.6	5.2	8.2
CPI最高值(%)	13.1	11.1	13.4
CPI最低值 (%)	3.6	2.3	3.6



# 通货膨胀有利于消费

- 当生产率的增长快于工资的增长时，经济的产出水平将高于其消费水平。
- 这就导致了超额储蓄和贸易盈余。
- 高的储蓄率压低了资本成本，使得投资于新产能变得便宜，从而导致过度投资。这一循环可以自我强化。
- 然而，当工资增长快于生产率增长时，上述过程得以逆转。
- 通货膨胀上升导致更高的利率和资本成本，从而抑制建造更多的产能，同时提高了投资效率。
- 由于工资的增长速度更快，以及高资本成本导致了投资增长率的降低，**GDP**中投资的份额将下降，消费的份额将上升。

# 政策含义

- 政策问题在于如何防止通货膨胀预期导致价格的加速上涨。
- 一个选择是，使存款利率盯住**CPI**，这样存款者就能知道其储蓄的真实价值不会被通胀侵蚀。
- 另一个关键的措施是对财产价值征税，以防止居民投资于房地产作为其套期保值的工具，这种行为将导致房地产市场泡沫。
- 最后，应当降低**GDP**增长预期。将**GDP**增长目标定在**8%**以上将导致危险的通货膨胀压力和资产泡沫压力。

## 对汇率的含义

- 在经济学中，高通货膨胀等同于汇率升值：因为它们都使得真实汇率升高。
- 然而，相对于一次大规模的汇率升值，温和的通货膨胀更为可取。汇率升值将导致资本流入，而温和的通胀会使得外国投资者认为投资于该国的风险较大，从而抑制资本流入。
- 汇率政策应当被用于限制通货膨胀，而不是作为一个再平衡的工具。

# 未来10年

结论：应当调整政策参数，最重要的是容忍较高的通货膨胀率。

新的经济增长水平、通货膨胀率和汇率可能是：

1997- 2010-

2006    2020

GDP平均增长率 9.3      8.0

CPI平均增长率 0.9      4.0

RMB平均升值 0.0      2.0

龙洲经讯是一个独立的研究和咨询公司，其研究领域集中于中国经济及其对亚洲和世界经济的影响。

[www.dragonomics.net](http://www.dragonomics.net)