

专题报告

中国管理通胀预期目标下的六个宏观政策取向

2010 年 9 月 9 日

主要预测

%	09A	10E
GDP	9.1	9.8
CPI	-0.7	3.5
PPI	-5.4	5.5
社会消费品零售	15.5	18.0
工业增加值	11.0	16.0
出口	-16.0	10.9
进口	-11.2	15.7
固定资产投资	30.5	22.8
M2	27.7	17.1
人民币贷款余额	31.7	18.8
1 年期存款利率	2.2	2.52
1 年期贷款利率	5.31	5.58
人民币汇率	6.83	6.62

最新数据 (7 月)

工业	13.4
城镇投资	24.9
零售额	17.9
CPI	3.3
PPI	4.8

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
 xieyx@cmschina.com.cn
 S1090210040004

赵文利

852-31896126
 wenlizhao@cmschina.com.cn
 S1090210060002

研究助理:

孙彬彬

86-755-82943231
 sunbb@cmschina.com.cn

日前, 中国人民银行货币政策委员会在 2010 年第二季度例会中将“管理通货膨胀预期”列为下半年货币政策目标的三个目标之一。我们认为到 2011 年, 通胀都将是中国经济需关注的主要问题, 管理通胀预期仍是货币政策的中心目标。

1、何谓通货膨胀预期

根据中国人民银行的定义: 通胀预期是“社会公众对未来通货膨胀变动方向和幅度的事前主观估计。”

2、如何测度通货膨胀预期

通胀预期的测度方法有两个: 一个是观察金融市场交易数据, 另一个是调查法, 根据调查对象可细分为对家庭(消费者)、企业和专家(包括金融市场参与者如券商分析师)调查三类。

3、为何要管理通货膨胀预期

管理通胀预期有两个基本作用: 一是阻断通胀传导, 防止供给冲击演变成全面通胀; 二是降低菲利普斯曲线斜率, 提高宏观政策有效性。

4、如何管理通货膨胀预期

管理通胀预期的“常规武器”包括: 控制货币供应量的增速, 实行通胀目标制, 提高货币政策透明度, 工资与价格管制。管理通货膨胀预期的“核武器”是加息。

5、中国管理通货膨胀预期目标下的六个宏观政策取向

首先, 在明确全年 3% 通胀目标的同时, 加强信息沟通。

其次, 坚持全年 7.5 万亿的信贷规模控制, 保证 M2 的增速回到 17% 左右的趋势值。

第三, 采取综合措施保持国内农产品价格的基本稳定。

第四, 是在通胀威胁消失之前, 房地产调控政策难以实质性放松。

第五, 水、电、油、气等资源类产品价格改革推出的时间点可能推迟, 力度将有所调整。

第六, 由于通胀上升本身会推高通胀预期, 所以在农产品等关键领域, 在春节前后等关键时间点保持价格水平相对平稳尤为重要。

Macro Focus

The Six Implied Policy Directions of Inflation Expectation Management

09 September 2010

Key Data

%	09A	10E
GDP	9.1	9.8
CPI	-0.7	3.5
PPI	-5.4	5.5
Retail Sales	15.5	18.0
Industrial Added Value	11.0	16.0
Export	-16.0	10.9
Import	-11.2	15.7
FAI	30.5	22.8
M2	27.7	17.1
RMB Loans	31.7	18.8
1 yr Deposit Rate	2.25	2.52
1 yr Lending Rate	5.31	5.58
RMB Exchange Rate	6.83	6.62

Latest Data (June)

Industrial Added Value	13.4
Urban Investment	24.9
Retail Sales	17.9
CPI	3.3
PPI	4.8

Source: CEIC, China Merchants Securities

Dr. David XIE

86-755-83295524
 xieyx@cmschina.com.cn
 S1090210040004

Dr. Cliff ZHAO

852-31896126
 wenlizhao@cmschina.com.cn
 S1090210060002

Assistant:

Dr. Binbin SUN

86-755-82943231
 sunbb@cmschina.com.cn

Recently on the 2Q2010 regular meeting, Monetary Policy Commission of the PBoC states 'inflation expectation management' as one of the three monetary policy objectives in 2H2010.

1. What is inflation expectation?

According to the definition of the PBoC, inflation expectation reflects the public ex ante estimation on the magnitude and direction of future changes in inflation

2. How can we measure inflation expectation?

There are two methods to measure inflation expectation: one is observing data in financial market, another one is based on survey result from household, companies and professionals (including financial market participants such as securities analyst).

3. Why should we manage inflation expectation?

There are two reasons to control inflation expectation: one reason is blocking inflation transmitting to avoid supply shocks become generalized inflation. Another reason is reducing the slope of Phillip's Curve to improve efficiency of monetary policy.

4. How can we manage inflation expectation?

The common methods to control inflation expectation are controlling money supply, implementing inflation target, improving the transparency of monetary policy and controlling the salary and price. The most effective way is increasing interest rate.

5. The six implied macroeconomic policies directions of inflation expectation management

- Clearly target inflation rate at 3% and enhance information communication
- Control credit quota within RMB 7.5 trillion this year and contain M2 growth to the trended 17%
- Maintain domestic agricultural product price stable
- Real estate market control will not be eased before inflation threaten disappears
- The price reform of natural resources such as water, electricity, oil and gas may be delayed, with policies strength being adjusted.
- It is important to keep price stable in agricultural product around the Chinese New Year because inflation itself can push up the inflation expectation.

1、理解通货膨胀预期的三个要点

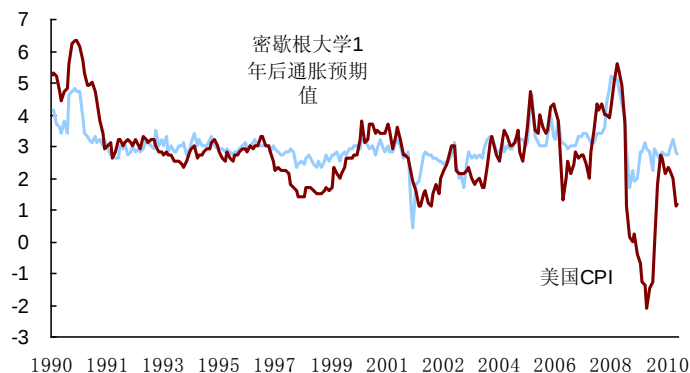
根据中国人民银行给出的定义，通货膨胀预期是：“社会公众对未来通货膨胀变动方向和幅度的事前主观估计。”从该定义看，全面理解通货膨胀预期有以下三个要点：

通货膨胀预期来自“社会公众”。即所谓“经济主体”，包括个人和家庭、企业、非盈利单位等。通货膨胀预期会影响到家庭的消费决策，影响到劳动力的供求状况和劳动力价格，影响到企业的定价和投资等经济决策，从而对整体价格水平产生影响。例如，在目前的情况下，就有上市公司表明，如果CPI增速超过7%，企业将采取加价策略。

“通货膨胀”是包括资产价格的广义概念。尽管在理论上仍有争议，但越来越多的央行在实践中使用广义通胀的概念，既包括实体经济层面的通货膨胀，也包括资产价格波动。由于资产市场具有更强的流动性和货币替代的功能，其价格变化受通胀预期的影响大；同时，资产价格的过快上涨反过来会通过“财富效应”和“溢出效应”强化一般消费价格上涨的预期。

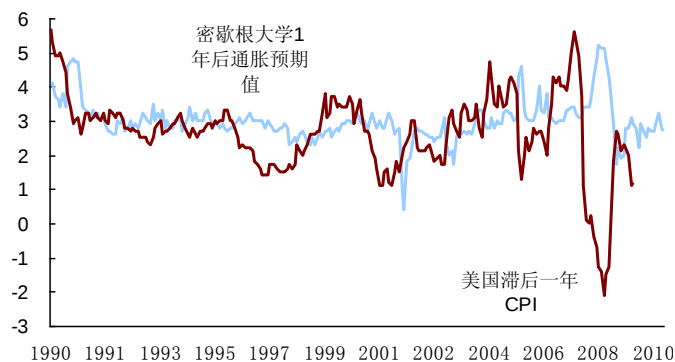
通货膨胀预期是“事前”的和“主观”的。社会公众形成通货膨胀预期的方法有两个极端，一极是静态预期，即简单预期本期通货膨胀率等于上期通货膨胀率；另一极是理性预期，即根据最优经济模型预测出最接近（只受随机因素扰动）真实值的通货膨胀率。介于其间的是适应性预期，即经济主体根据过去的情况来预测将来，如果过去预测的通胀率低于实际值，则预测本期通胀率继续上行。根据英国央行的调查表明，全部经济主体的预期在适应性预期和理性预期之间，在更大程度上偏向于适应性预期。从我们对包括中国、美国、欧元区等国家通胀预期的观察看，经济主体倾向于适应性预期。

图 1：美国消费者通胀预期属于典型的适应性预期



资料来源：美联储，彭博，招商证券研发中心

图 2：美国消费者通胀预期主要决定于当前通胀状况



资料来源：美联储，彭博，招商证券研发中心

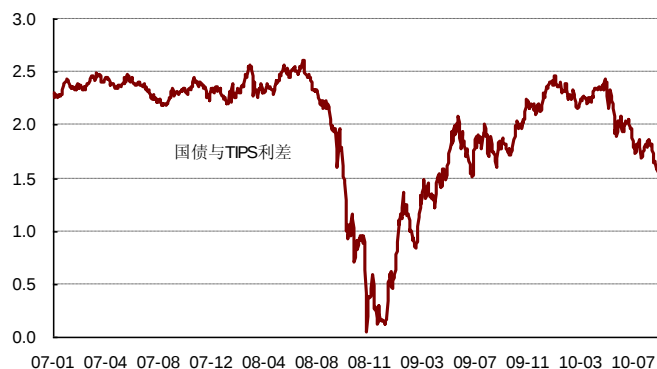
2、如何测度通货膨胀预期

各主要央行对通胀预期的测度都非常重视，概括而言，通胀预期的测度方法有两个：一个是观察金融市场交易数据，典型的如美国的通胀挂钩债券（TIPS）和10年期国债收益率的差；另一个方法是调查法，根据调查对象细分为对家庭（消费者）、企业和专家（包括金融市场参与者如券商分析师）调查三类。其中最常见的是对家庭的调查，根据国际清算银行的一个研究，在15个国家和地区开展的23项通胀预期调查中，对家庭的调查10项，对专家的调查8项，对企业的调查有5项（详情见附件一及附件二）。不同方法测度的通胀预期各有其特点，这点从以下几种典型的预期调查及其与实际通胀

的关系可以很明显观察到。

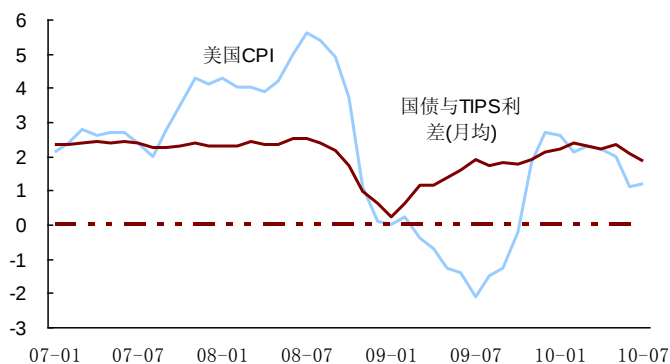
美联储关注的消费者通胀预期调查和 TIPS 利差通胀预期。美联储会参考密歇根大学和路透社联合主持的 surveys of consumers 的调查结果作为 5-10 年长期通胀预期数据，也参考市场上美国国债的名义收益率与通胀挂钩债券收益率的差额来预测通胀预期。前者反映了消费者对通胀的看法，后者反映了市场投资者对通胀的预期。与消费者调查的通胀预期相比，美国金融市场显示的通胀预期较好领先了实际通胀，理性预期的成分高些。

图 3: 国债与 TIPS 利差的波动率远高于实际通胀



资料来源：美联储，彭博，招商证券研发中心

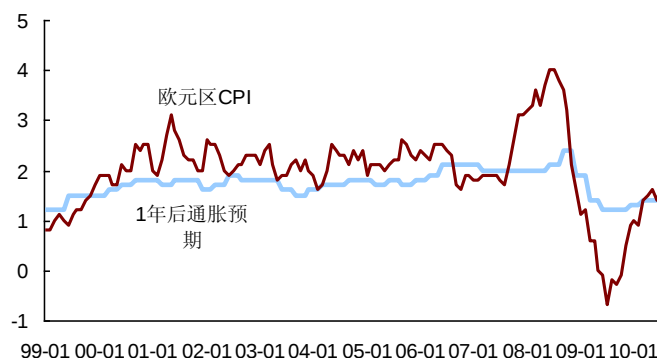
图 4: 金融市场交易通胀预期较好领先实际通胀



资料来源：美联储，彭博，招商证券研发中心

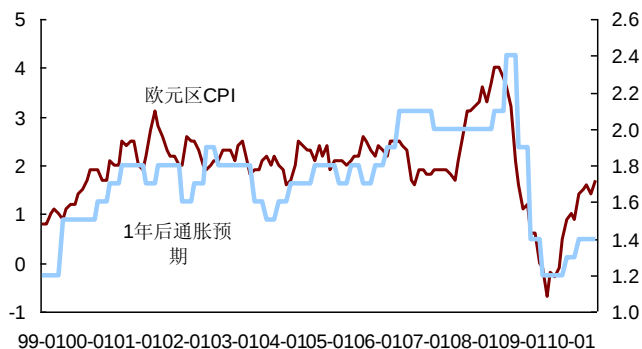
欧洲央行的专家通胀预期调查。通货膨胀预期统计是欧洲央行 SPF(Survey of Professional Forecasters)问卷调查的重要内容之一。SPF 在每季度的第一个月份调查参与统计的专家对通货膨胀、实际 GDP 增长率和失业率的预期。该调查要求专家根据最新发布的 HICP(Harmonised Index of Consumer Prices)数据预测整个欧盟的数据。参加调查的专家大约 90 位左右，均来自欧盟国家的金融部门、研究机构和雇主协会、贸易联盟以及劳工机构。SPF 调查的是通胀的年预期数据，这其中包含三种数据：一是每年前两个季度的调查中，专家需要提供当年和下一年度的预期数据；在三、四季度的调查中，还需提供下两个年度的预期数据。二是专家要求提供每季度第一个月份明年和后年月度预期。三是 SPF 还包括五年的长期预期数据。鉴于预期的不确定性，SPF 还包括区间预测，即专家需要报告通货膨胀率在某一个区间的概率。从与美国的通胀预期比较看，欧元区的通胀预期的稳定性明显要高。

图 5: 欧元区的通胀预期锚定相对稳固



资料来源：欧洲央行，彭博，招商证券研发中心

图 6: 欧元区的通胀预期也还是适应性预期

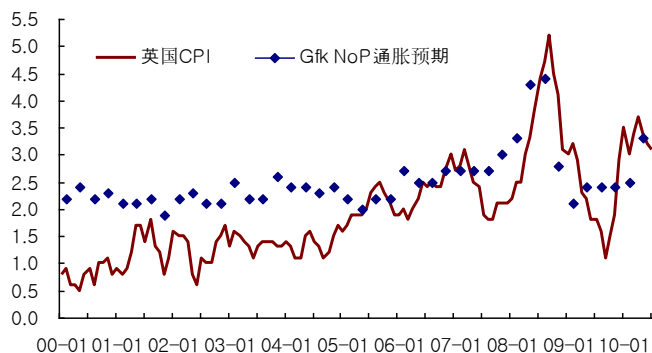


资料来源：欧洲央行，彭博，招商证券研发中心

英国央行的公众（消费者）通胀预期调查。英国央行通过 Bank of England/GfK NOP

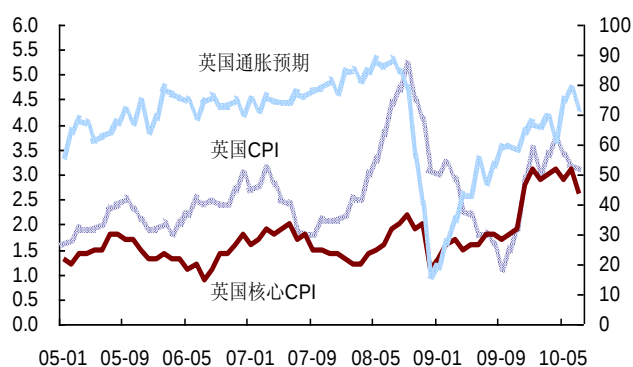
Inflation Attitudes Survey 调查国内民众的通货膨胀预期。这项调查开始于 2001 年，由 GfK NOP 执行。同 SPF 一样，Inflation Attitudes Survey 也是每季度采用问卷方式进行调查。一般情况下，问卷共有 9 个问题，这些问题涵盖了通膨、利率预期，MPC 的满意程度等等。例如，对过去 12 个月物价、利率变化的看法；对未来 12 个月物价、利率变化的期望；如果物价增速超过当期速度，对英国经济有何影响等。

图 7：英国通胀预期同样属于适应性预期



资料来源：英国央行，彭博，招商证券研发中心

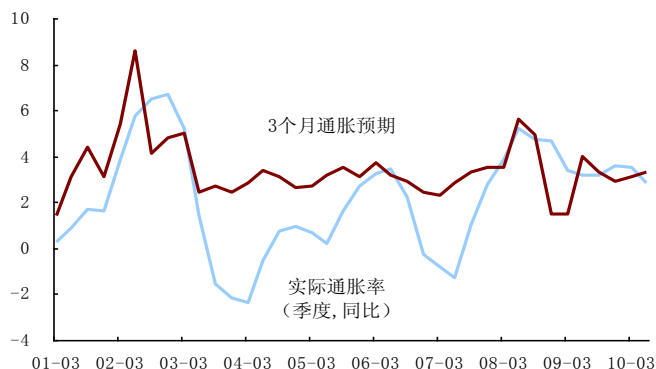
图 8：从核心 CPI 波动看英国通胀预期锚定相对稳固



资料来源：美联储，彭博，招商证券研发中心

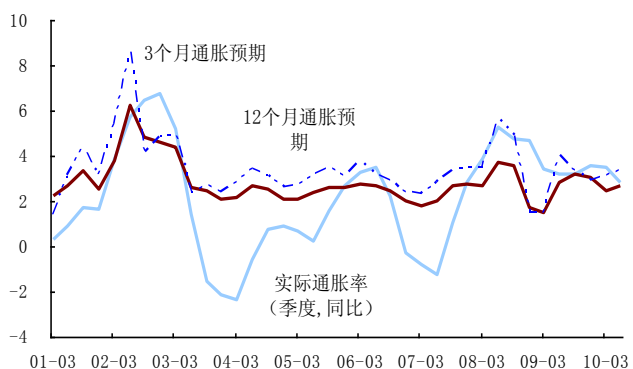
以色列央行的大企业通胀预期调查。以色列央行对大企业的通胀预期是对企业通胀调查的代表。从 1983 年开始，以色列央行就对 600 家左右的非银行私人企业进行调查，调查关注企业对未来 3 个月和 12 个月通胀率的预测，被调查企业按照行业分类后随机抽样选取。与其他国家的通胀预期相比，以色列企业通胀预期显示更强的稳定性，在实际通胀波动较大的情况下，通胀预期的波动小。另外，与消费者通胀预期比较，企业的通胀预期似乎更具有理性预期的成分，一方面表现在企业预期的通胀高点和低点能够领先实际通胀转折点，另一方面表现在通胀预期不是简单跟随实际通胀波动，而是有一定的独立性，比如最近期两者的走势就出现了分歧。

图 9：以色列企业通胀预期锚定相对稳定



资料来源：以色列央行网站，招商证券研发中心

图 10：企业通胀预期较之消费者预期有更理性

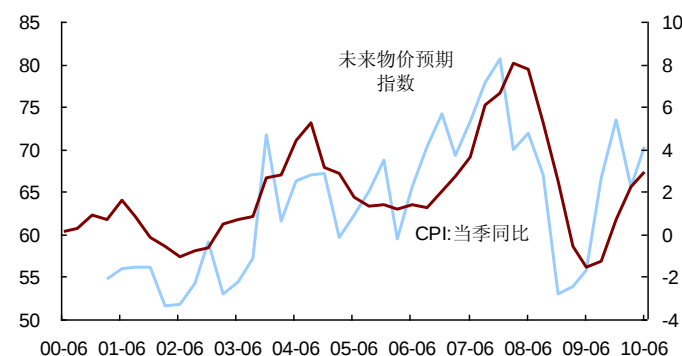


资料来源：以色列央行网站，招商证券研发中心

中国人民银行的城镇储户通胀预期问卷调查。该调查按照分层随机抽样原则，在全国范围内选定具有代表性的 50 个（大、中、小）调查城市，并在调查城市中共抽取 400 个银行网点作为调查基点，每个调查网点随机抽取 50 名个人储户作为调查对象，全国共 20000 名。根据《2010 年第 2 季度全国城镇储户问卷调查综述》，调查内容主要包括储户对当期收入和物价满意程度、购房、投资、消费和储蓄意愿的变化，还包括储户未

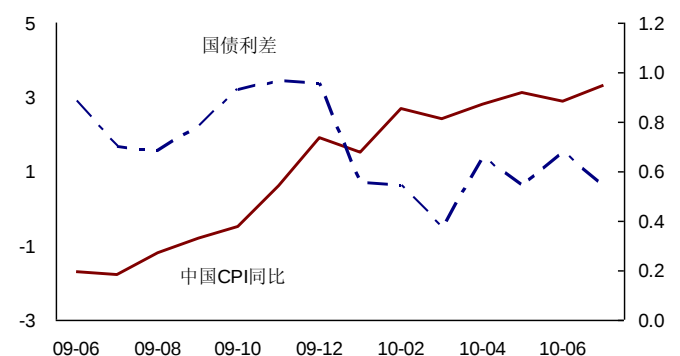
来收入、物价水平和房价水平变化的预期。中国人民银行调查的“未来物价预期指数”属于扩散指数，即该指数超过 50% 表明储户预期未来价格上升；低于 50%，表明储户预期未来价格下降。央行的调查显示，中国储户的通胀预期随通胀同向波动，属于适应性预期，但债券市场对通胀的预期更理性。

图 11：中国储户通胀预期领先实际通胀



资料来源：中国人民银行，WIND，招商证券研发中心

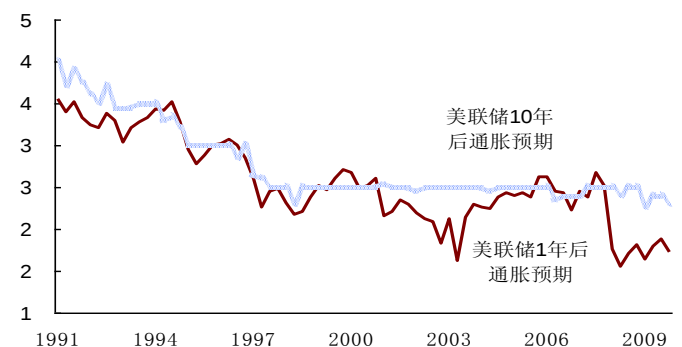
图 12：国债利差显示的加息预期似乎更具理性预期



资料来源：WIND，招商证券研发中心

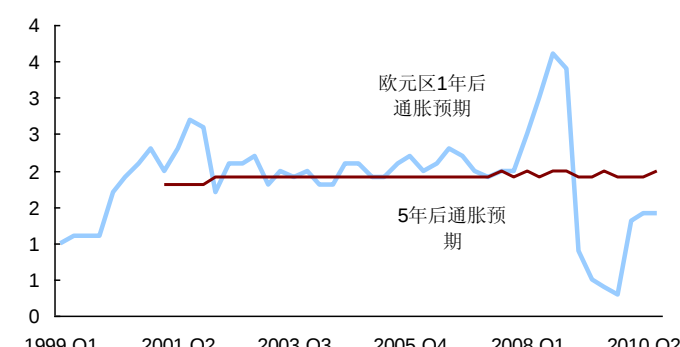
美联储和欧洲央行的长期通胀预期调查。以美联储和欧洲央行为代表的发达国家中央银行重视监测经济主体的长期通胀预期，因为长期通胀预期对货币政策决策的参考作用更高。美国的 10 年通胀预期比 1 年的通胀预期更为稳定，但是较之欧洲央行调查的 5 年通胀预期，其波动性还是要大一些。从数据比较很明显可以看出，欧元区的长期通胀预期的锚定稳固程度要高于美国。

图 13：美联储的长期通胀预期相对短期预期稳定



资料来源：美联储，彭博，招商证券研发中心

图 14：欧元区长期通胀预期较之美国更稳定



资料来源：欧洲央行，彭博，招商证券研发中心

理想的通胀预期测度方法。从以上各种不同通胀预期测度方法的实践和表现看，其都有各自的优缺点（下表），都能够给货币政策制定者提供重要的参考消息，但也都不是理想的通货膨胀预期的测度方法。理想的通胀预期测度方法要满足三个标准：一是测度谁的通货膨胀预期，理论上应该是所有有关经济主体的通胀预期，操作上至少应包括价格制定者-企业，劳动力供给者和消费决策者-家庭。二是测度多长时间维度的通胀预期，从政策制定者的角度看，所关注的应该是中长期通胀预期的锚定程度，所以理论上应以 5 至 10 年的通胀预期为主，但现实操作中，似乎更应该结合 1 至 5 年的中期通胀预期，并重点观察不同期限通胀预期的关系。三是，通胀预期应以多快的频率测度。理想的情况是频率越高越好，但是现实中不能不考虑测度成本和通胀预期的变化程度，所以较理

想的状况是日交易数据、月度的消费者调查数据和季度的企业及家庭调查数据相结合。

表 1: 不同通胀预期测度方法的优缺点

测度方法	优点	缺点
家庭和企业调查	容易实施	1、受当前通胀干扰大 2、多为短期通胀预期
专家预测	直接给出不同期限的通胀预期值	1、预测不等于预期 2、专家预测受“策略”干扰
金融市场信息	多为日数据，及时性较强	受流动性等其他因素干扰

资料来源：招商证券研发中心

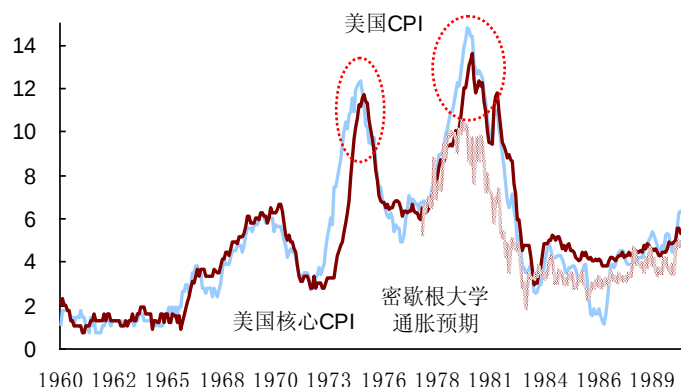
3、为何要管理通胀预期

通胀预期决定均衡状态下的通胀和就业状况。大多数现代经济学家认为，通货膨胀预期是通货膨胀动态调整的核心影响因素。伯南克 2007 年在美国国民经济研究局货币经济学研讨班上题为《通货膨胀预期与通货膨胀预测》演讲中认为：“通胀预期对实际通胀有巨大的影响力，并进而影响央行维护价格稳定的能力”。在理论上，对这一点做出精致阐述的模型是 2006 年度诺贝尔经济学奖得主、美国经济学家埃德蒙·菲尔普斯提出的“附加预期的菲利普斯曲线”：

$$\text{实际通货膨胀率} = \text{预期通货膨胀率} + \text{产出缺口（失业率偏离自然失业率的程度）}$$

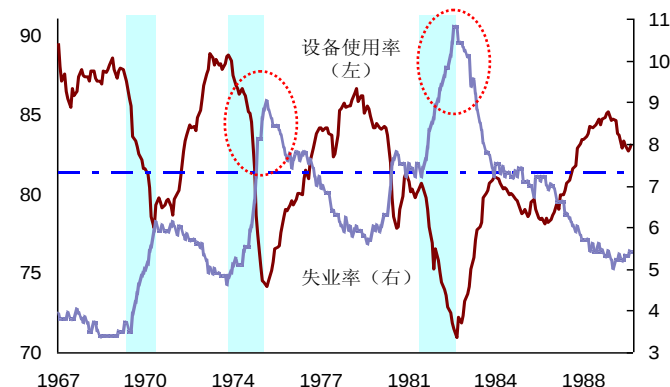
模型表明，实际的通货膨胀率不仅决定于产出缺口或者说目前的就业状况，还决定于预期的通货膨胀率。当预期通胀较高时，实际通货膨胀水平也处于高位。只有在实际通胀进一步高于预期时，失业率才能下降，这解释了“滞胀”状态的成因。早在 1968 年，弗里德曼就警告货币政策制定者不要把经济主体的通货膨胀预期视为静态和不变的，也不要认为通胀预期不影响经济主体的行为方式。但是当时的理论界和政策制定者都忽视了这个忠告，70 年代的石油危机及随之而来的“滞胀”是对这种忽视的惩罚。从下图可见，在两次石油危机期间，通胀预期极不稳定，供给冲击在影响 CPI 的同时迅速传导到其他商品，引起核心 CPI 的大幅上升。而此时，高失业率，低产能利用率，负的产出缺口和高通胀伴随，经济陷入“滞胀”。

图 15: 两次石油危机期间通胀预期非常不稳定



资料来源：美联储，彭博，招商证券研发中心

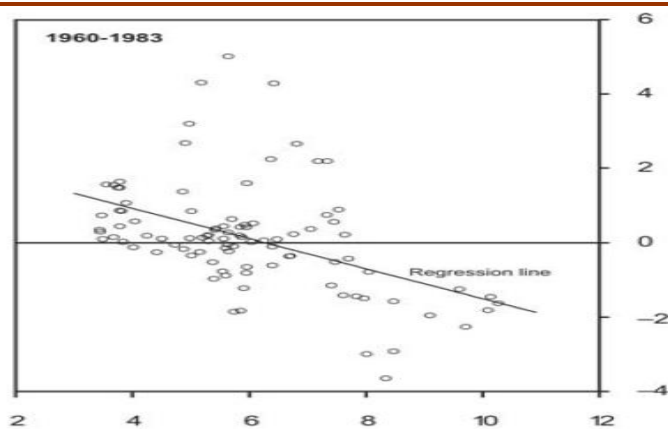
图 16: 高通胀、高失业率和低产能利用率并存



资料来源：美联储，彭博，招商证券研发中心

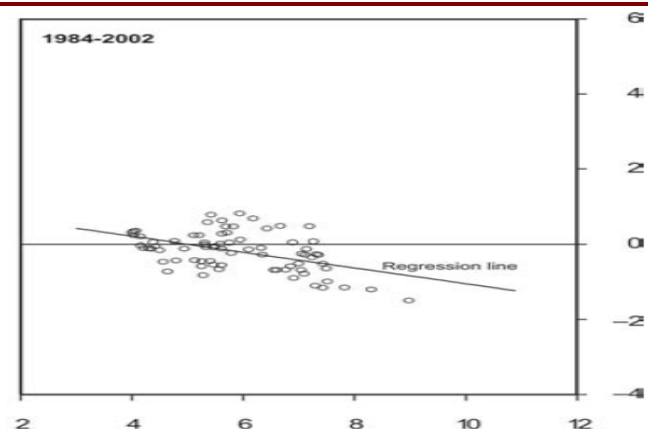
通胀预期影响通胀的三个渠道。第一个渠道是传统的**总供给传导渠道**：一种方式是通过影响劳动力市场，通过工资-物价螺旋上升推高通胀水平；另一种方式是通过直接影响有价格决定能力的企业，对同样的产出定出更高的价格。其直接表现只有一个，就是总供给曲线的上移。第二个渠道是**总需求传导渠道**：当家庭和企业预期通胀上升时，预期实际利率下降，家庭选择减少储蓄，增加消费；企业选择增加存货投资和设备等固定资产投资。消费开支和投资开支的增加通过增加总需求推高通货膨胀水平。第三个渠道是**资产价格传导渠道**：在通胀预期下，经济主体增加对资产的需求包括传统的股票和房地产，引起资产价格上升，进而通过“财富效应”和“溢出效应”影响通胀水平和预期。在有些极端的情况下，非理性的通胀（通缩）预期本身会成为一种独立的冲击，通过自我实现和自我强化，影响整体价格水平和宏观经济的稳定。

图 17：1960 年至 1983 年相对陡峭的菲利普斯曲线



资料来源：亚特兰大联储经济评论，招商证券研发中心

图 18：1984 年至 2002 年相对平坦的菲利普斯曲线



资料来源：亚特兰大联储经济评论，招商证券研发中心

通胀预期影响通胀的实证。欧洲央行在 2009 年 2 季度的《货币政策和经济》报告中指出，对通胀预期的冲击显著影响实际的通货膨胀。我们利用 VARGranger 检验美国密歇根大学通胀预期和美国 CPI 和核心 CPI 之间的关系，结论是：在 1990 年代之前，通胀和通胀预期之间互相影响，CPI 和核心 CPI 的变化引起通胀预期的变化；同时，通胀预期的变化也引起 CPI 和核心 CPI。而在 1990 年代之后，在“沃克规则”的强烈影响下，美国的通胀预期锚定稳定性开始提高，虽然 CPI 的变动会引起通胀预期变动，但核心 CPI 的变化不会引起通胀预期的变动；同时，通胀预期的变动不再引起 CPI 和核心 CPI 的变动。使用同样方法对中国数据的检验表明，通胀水平影响通胀预期，同时，通胀预期也影响通胀水平。从横向比较看，我们可以观察到通胀预期锚定稳固的国家，其通货膨胀特别是核心通货膨胀率的波动性也比较低。以反通胀态度坚决著称的欧元区，其通胀预期的锚定程度显著高于美国，其核心 CPI 的波动性也显著低于美国。比较而言，中国的通胀预期的锚定程度要远低于欧美等发达国家，我们管理通胀预期面临的挑战较大。

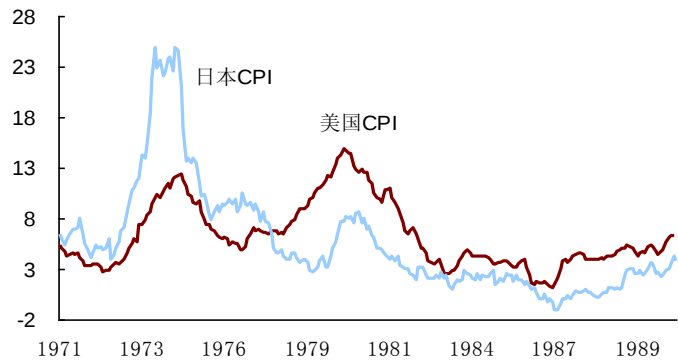
表 2: 各国通胀预期、CPI 和核心 CPI 波动率关系

	通胀预期	CPI	核心 CPI
欧元区	0.2675	0.7873	0.4057
英国	0.5201	1.8655	0.6147
以色列	0.9434	2.3517	-
美国	1.8488	2.904	2.6298
中国	7.9912	6.6431	-

资料来源：中国人民银行，美联储，欧洲央行，英国央行，以色列央行

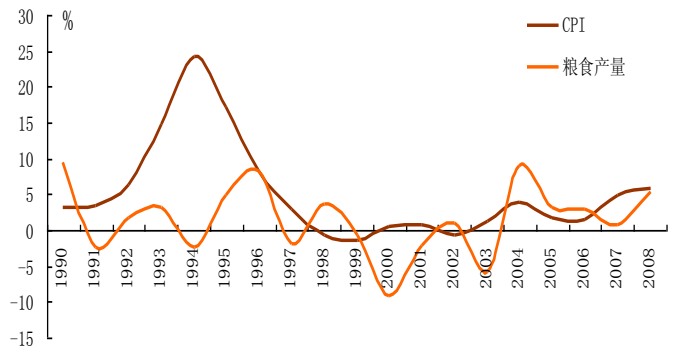
管理通胀预期的两个基本作用。鉴于通胀预期在理论和货币政策实践中的重要作用，各国央行都将管理通货膨胀预期视为货币政策的一个主要组成部分。从以上分析可见，管理通货膨胀预期具有两个基本作用：一个是**阻断通胀传导，防止供给冲击演变成全面通胀**。单个商品价格的波动是市场供求作用的表现，只有通过价格的波动才能实现供求的动态均衡。正常情况下，单个商品价格的上升不会扩散到全社会各种商品价格上涨，不会形成持续的价格上升。但是，如果通货膨胀预期锚定不稳固，单个商品特别是食品和原油的供给冲击和价格上升可能演变成持续和全面的通货膨胀。这个方面最好的例证是 1973 年和 1979 年两次石油危机中的美国，反面的例证如第二次石油危机中的日本。**二是降低菲利普斯曲线斜率，提高宏观政策有效性。**我们之前已经分析过，锚定稳固的通胀预期意味着一个相对平坦的菲利普斯曲线或总供给曲线。而在粘性价格的条件下，宏观政策的有效性提高。以货币政策为例，如果央行控制通胀的目标明确，经济主体通胀预期锚定稳固，则同等力度的积极货币政策带来的通胀上升更少，产出增加更多。同样，如果通胀预期锚定在较低水平，而实际通胀较高的情况下，同等力度的紧缩货币政策能够以更小的“牺牲率”降低通胀。

图 19: 日本在第二次石油危机中控制货币管理通胀预期



资料来源：美联储，日本银行，CEIC，招商证券研发中心

图 20: 从中国的情况看供给冲击并不必然导致通胀



资料来源：中国人民银行，CEIC，招商证券研发中心

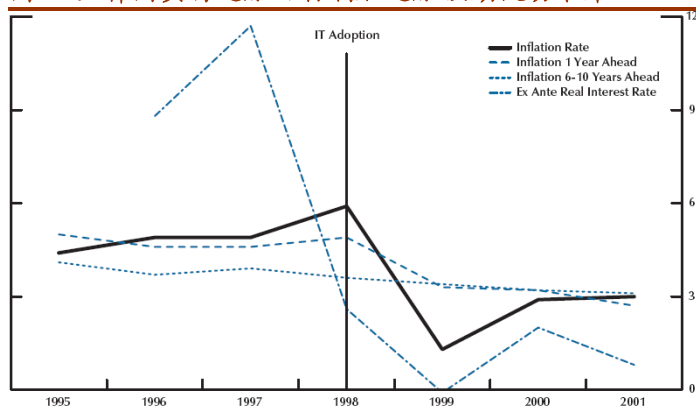
4、如何管理通货膨胀预期

通货膨胀预期的决定因素。在上述提及的伯南克的文章中，他认为通胀预期决定于两个因素：一是现在和过去的货币政策，一是当前实际通胀水平和预期通胀之间的差。加拿大央行在一篇综述文章中指出，通胀预期受央行的通胀目标、央行的可信度和食品价格波动影响，但受石油价格的影响似乎较小。对巴西、智利、哥伦比亚和墨西哥四个国家的研究表明，利率和央行的通胀目标与通胀预期之间有长期关系；此外，央行的货币政策立场越多变，通胀预期的波动性越高。目前，关于通胀预期形成较成熟的理论是“学习论”，即经济主体不能做到“理性预期”，只能根据经济数据作出推测。如果公众对目

前推测出的长期通胀率有信心，使得此预测不受新信息的影响，则通胀预期锚定稳固。但如果公众失去信心，则长期通胀预期可能会滑向另外一个区间。学习论为管理通货膨胀预期提供了理论依据。

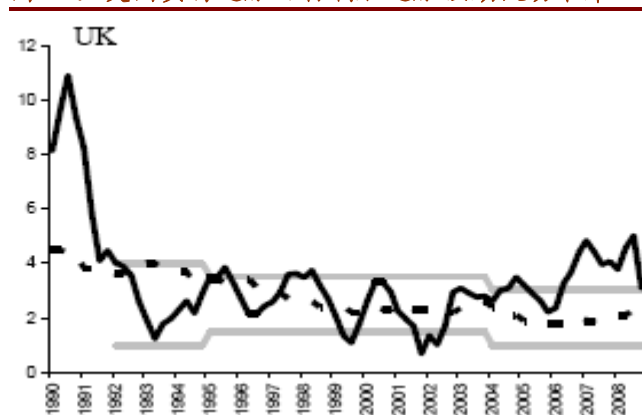
管理通货膨胀预期的“常规武器”。一是控制货币供应量的增速。经济主体普遍认为，通胀是货币现象，所以控制货币供应量是管理预期的关键。策略之一是所谓“冷火鸡”疗法，即快速坚决地降低货币供应量的增长率；比较常采用的是策略二即渐进主义疗法，逐步降低货币供应量，避免经济“硬着陆”。二是实行**通胀目标制**，增强社会公众对货币政策控制通胀的信心。英国央行在 2008 年一篇研究报告中指出，中央银行引入通胀目标后，公众和专家都锚定了其通胀预期，而不是像没有通胀目标时那样简单根据当前的通胀水平来形成通胀预期。三是中央银行**加强与公众沟通**，提高货币政策透明度，引导公众预期。例如，在英国 CPI 今年上半年超过 3% 的临界值时，英国央行行长即按规则向财政部长写信，说明通胀超临界值主要原因是 2009 年税制改革和前期英镑的贬值，通胀未来的走势不会是持续上升，英国央行的决策是年底前不加息。如果中国央行能够清楚地表明其对中国通胀原因的解釋，通胀走势的判断及对通胀的态度，则管理通胀预期的目的可以据此得以强化。四是**工资与价格管制**。必要时对一些基础性生产资料价格进行限制，如保证工资增长率不超过劳动生产率的增速，可避免出现物价-工资螺旋上升式的通货膨胀。但从美国 70 年代价格管制的实践看，管制价格必须配合从紧的货币和财政政策以抑制过热的总需求，否则放松价格管制后，价格会一次性回升到位。

图 21：韩国实行通胀目标制后通胀预期波动下降



资料来源：OECD Working Paper 518，招商证券研发中心

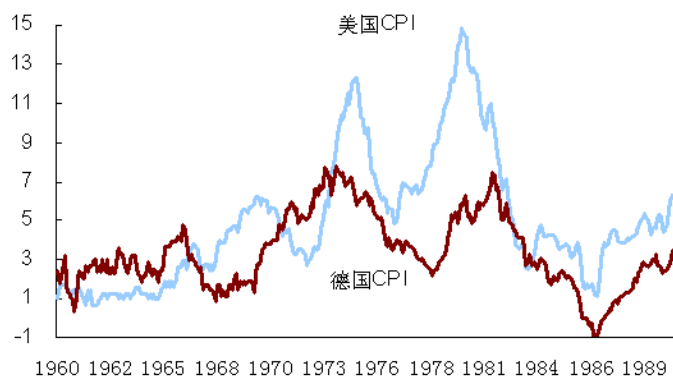
图 22：英国实行通胀目标制后通胀预期波动下降



资料来源：EUI Working Paper 201010，招商证券研发中心

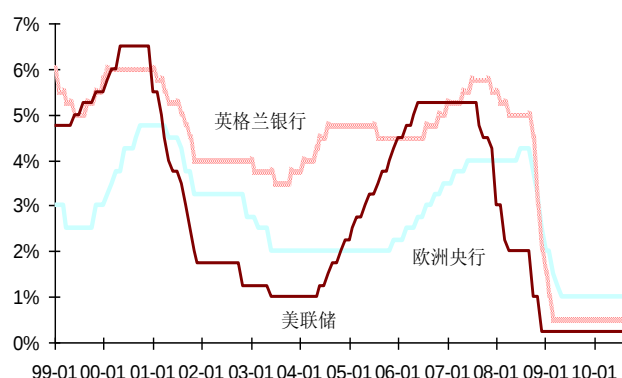
管理通货膨胀预期的“核武器”。管理通胀预期不同于管理通胀，前者主要涉及控制总供给曲线的斜率，使之更为平坦；后者则主要针对总需求曲线，降低总需求水平，促使总需求曲线左移。在通胀已经抬头并具有自我实现和自我加速的趋势时，央行不得不采取加息的手段来管理通胀预期。2005 年至 2008 年全球通胀的初期，主要发达国家的长期通胀预期都有抬头的趋势，美联储、欧洲央行和英国央行等都非常重视这一趋势性变化，并都尝试通过加息来锚定通胀预期。对巴西的研究也表明，通胀预期和通胀本身、央行的通胀目标以及汇率正相关，和政策目标利率负相关，提高货币政策目标利率有助于干预通胀预期。

图 23: 德美对通胀的严厉程度明显体现在通胀水平上



资料来源: 美联储, 德意志银行, CEIC, 招商证券研发中心

图 24: 通胀初期三大央行通过加息管理通胀预期

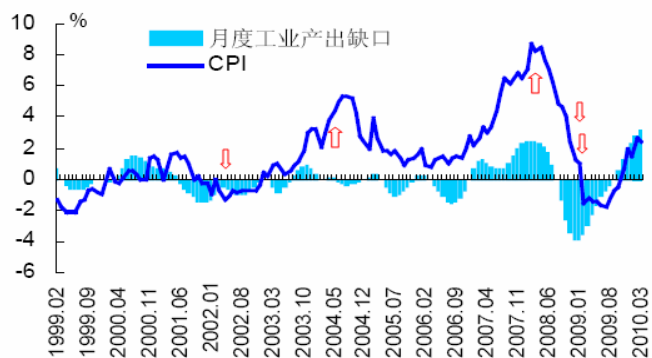


资料来源: 美联储, 欧洲央行, 英国央行, 招商证券研发中心

5、中国管理通货膨胀预期目标下宏观政策六个取向

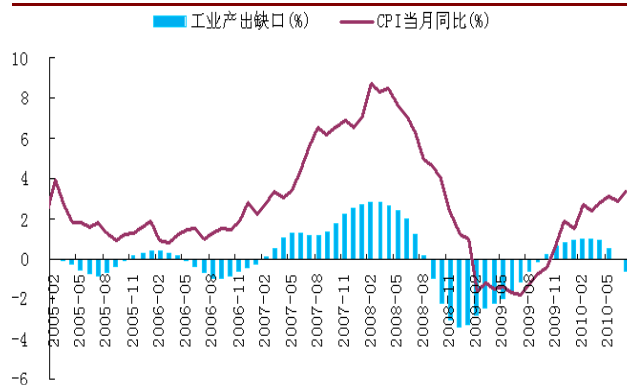
中国人民银行管理通胀预期的五项措施。根据中国人民银行 2010 年第一季度的货币政策执行报告, 管理通胀预期要采取五项措施: 一是做好与公众的**沟通和引导**工作, 增强社会公众对稳定价格的信心。二是通过适当的政策操作**切实管理好流动性和货币信贷总量**, 发挥货币政策工具在管理通货膨胀预期中的作用。三是针对我国食品消费比较高, 食品价格对消费价格总水平影响较大的实际, 采取综合措施增加国内农产品供给, 保持国内**农产品价格**的基本稳定。四是针对我国资产市场相对不成熟以及居民对金融资产需求逐渐增加的特点, 采取综合措施加强宏观审慎管理, 将**金融杠杆率**保持在一个合理审慎水平, 防止房地产等资产价格过快上涨而强化一般消费价格上涨的预期。五是针对我国投资率较高, 资源消耗比重大, 上游价格易受国际初级产品变化冲击的特点, 继续积极稳妥地推进水、电、油、气等资源类**产品价格改革**。

图 25: 央行测算的产出缺口和通胀关系



资料来源: 中国人民银行, CEIC, 招商证券研发中心

图 26: 我们测算的 7 月产出缺口继续下行



资料来源: 中国人民银行, CEIC, 招商证券研发中心

中国管理通胀预期目标下的六个政策取向。

首先, 在明确全年 3% 通胀目标的同时, 加强信息沟通。以季度《货币政策执行报告》和《中国宏观经济形势分析报告》为载体, 表明央行对经济和物价走势的基本看法, 我们认为尤其应重视中国人民银行调查统计司的《中国宏观经济形势分析报告》。

其次, 坚持全年 7.5 万亿的信贷规模控制, 保证 M2 的增速回到 17% 左右的趋势值。如

果外汇占款超预期增长，不排除进一步提高法定存款准备金。但除非通胀走势失控，否则年内及 2011 年上半年动用加息“核武器”的概率较低。我们认为 2011 年管理通胀仍将是货币政策的中心目标之一，因此信贷规模仍将保持在 7 至 7.5 万亿，M2 的增速仍需保持在 16.5%至 17%区间。

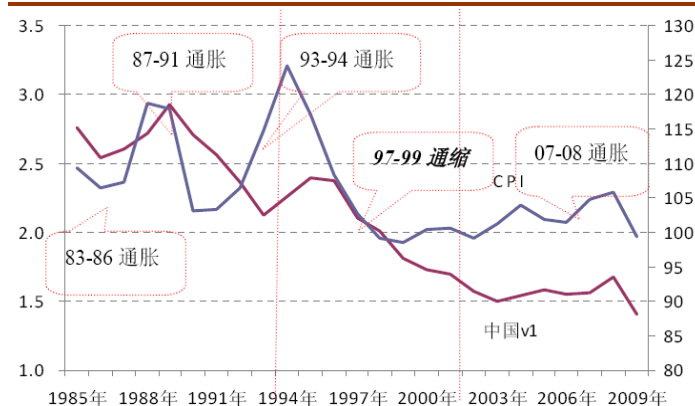
第三，采取综合措施保持国内农产品价格的基本稳定。近期出台的“菜篮子”价格市长负责制就是一个例证。此外，还需关注 2011 年 CPI 构成权重调整的政策取向。

第四，是在通胀威胁消失之前，房地产调控政策难以实质性放松。如果房地产价格反弹，一定会推出更严厉调控政策。

第五，水、电、油、气等资源类产品价格改革推出的时间点可能推迟，力度将有所调整。

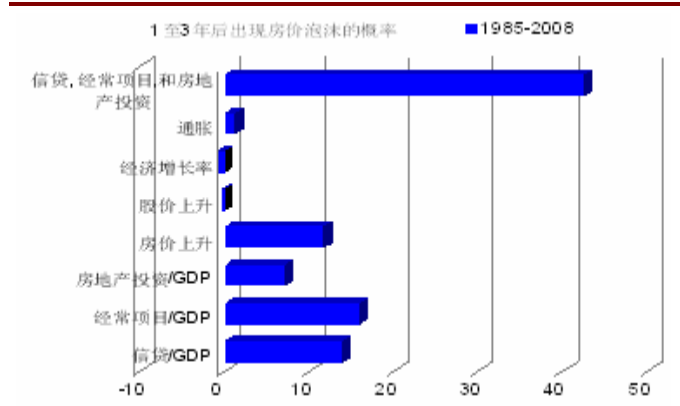
第六，由于通胀上升本身会推高通胀预期，所以在农产品等关键领域，在春节前后等关键时间点保持价格水平相对平稳尤为重要。

图 27：货币流通速度和通胀预期存在交互影响关系



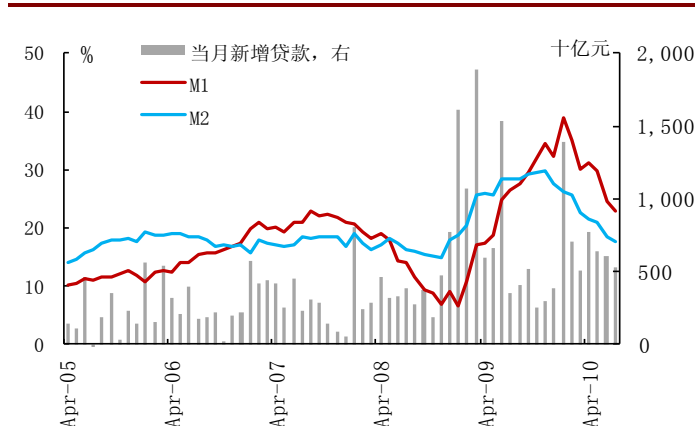
资料来源：中国人民银行，CEIC，招商证券研发中心

图 28：中国存在出现资产价格泡沫的风险



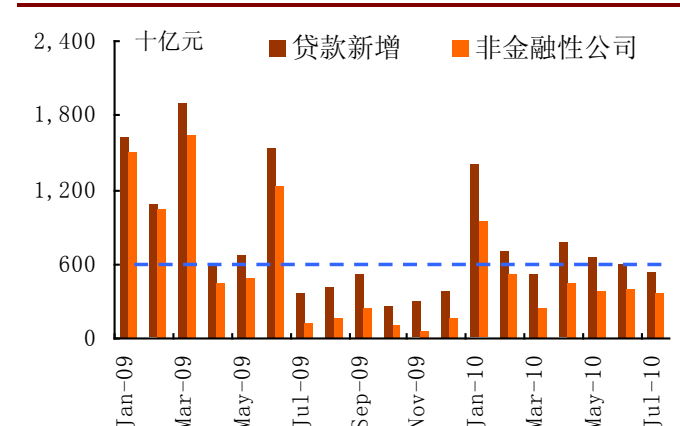
资料来源：中国人民银行，CEIC，招商证券研发中心

图 29：管理通胀预期的关键之一是货币供应量增速



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 30：信贷投放规模继续保持有效控制



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

附件一：主要发达国家通胀预期调查一览表

调查	参与者	起始日期	调查频率	调查机构	衡量通胀预期的方法和时间段
美国					
密歇根消费者态度调查	500 至 700 位消费者	1978	月	密西根大学	提前 12 月预期价格变化
专业预测人员调查	34 位专业人员	1981	季度	费城银行联邦储蓄系统	GDP 缩减指数、CPI、PCE 和核心 PCE: 提前 6 个季度、5 年和 10 年
利文斯顿调查	48 位专业人员	1946	半年	费城银行联邦储蓄系统	CPI: 当季度、提前 2 季度、提前 4 季度
欧洲					
专业预测人员调查	59 位专业人员	1999	季度	欧洲央行	CPI: 提前 1 年、2 年和 5 年的点估值和密度预测
欧洲委员会消费者调查	39900 位消费者	1985	月	欧洲委员会	提前 12 月消费者价格预期变化
英国					
英格兰银行 - GfK/NOP	2000 位消费者	2001	季度	英格兰银行和 GfK/NOP	提前 12 月店内价预期变化
花旗集团/YouGov	2000 位消费者	2005	月	YouGov/花旗集团	提前 12 月消费者商品价格预期变化
加拿大					
专业预测人员调查	500 家公司	1985	季度	加拿大资商局	未来 6 个月和 1 历年公司预期价格增长百分比
商业前景调查	100 家公司	1997	季度	加拿大银行	未来 12 个月预期年 CPI 通胀率
日本					
日本银行调查	3000 位消费者	1993	季度	日本银行	定性调差: 价格会升高、降低还是维持不变? 判断变化的参考价
其他					
IFO 世界经济调查	来自 90 个国家的 1000 位专业人士	1991	季度	IFO 研究中心 (欧洲委员会协助)	提前 6 个月通货膨胀预期
一致预期	来自 85 个国家的 700 位专业人士	1989	月	一致预期经济学公司	当年、未来 1 年、5 年和 10 年的通货膨胀
蓝筹经济指标	50 位专业人士	1976	月	Aspen 出版社	美国提前 0 至 7 个季度通货膨胀, 其他主要经济体提前 1 到 2 年的通货膨胀
巴西银行商业调查	1000 位专业人士	2001	天	巴西银行	未来 12 个月的 IPCA 通货膨胀

资料来源: 加拿大央行经济展望 2010, 招商证券研发中心

附件二：主要新兴国家和地区通胀预期调查一览表

经济体	调查名称	频率/调查起始日期	数据收集技术	总体样本	选择标准/调查对象数量	通胀预期测量方式
阿根廷	REM(Market Expectations Survey)	每月 2003年12月	普查(census)	面向有较高预测水平的机构，自愿参与原则	49个参与者：10家银行、7家投行和经纪人公司、14家金融和经济咨询公司、7家基金和智库以及10所大学	未来1、2和12个月内预期CPI变动水平 当年和下一年度预期CPI变动水平（平均、年末数据）
巴西	Focus Report	每周	普查	公司、金融机构和经济资讯公司		CPI和PPI未来2年和3年以及月度通胀率
智利	Economic Expectations Survey	月度 2000年2月	固定样本	金融机构和资讯公司的管理者和顾问	杰出的管理者和顾问 大致40位左右	通胀
哥伦比亚	Encuesta de Expectativas economicas	季度 2000年	随机样本	商业经理	按概率抽取170位被调查者	未来1-4季度的年度预期通胀率
同上	Encuesta de inflation y tasa de cambio a experto financieros	月度 2003年	普查	金融部门的专家预测者	按概率抽取41位被调查者	12个月后的月末和年末预期通胀
捷克	Inflation expectations of financial markets	月度 1999年5月	固定样本	资本和货币市场非常活跃的大型银行和经纪公司的金融市场分析师	15位	未来1年和3年的CPI预期变动
同上	Inflation expectations of managers of non-financial corporations	季度 1999年6月	固定样本 标准化问卷调查	根据活跃度和在捷克经济中的角色对样本进行分级	固定样本：62个调查对象	未来12个月和36个月的消费者价格年度同比数据
同上	Inflation expectations of household	同上	电话调查	14地区内随机选取15-79岁的家庭成员	根据性别、年龄、职业、地区、size of town、受教育程度、收入、家庭成员数量和工作类别选取600位调查对象	同上
匈牙利	Households' inflation expectation survey	季度	随机样本	家庭	私人访问	过去12月个人感知(Perceived)的通货膨胀率、未来12月的预期通胀
同上	Firms' inflation expectations survey	同上	同上	公司	电话调查	一般国内销售价格的自我感知(Perceived)通胀率和预期通胀率
印度	Inflation expectations survey for households	季度 2005年9月	两阶段抽样设计	全国所有家庭		下一季度和年度的预期通胀率

资料来源：国际清算银行 Working Paper 2009N49，招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《2010 年 8 月份 PMI 数据点评-购进价格大幅上升》2010/9/2
- 2、《2010 年 7 月宏观数据点评-经济增速将继续回落》2010/8/12
- 3、《进出口增速短期内继续回落,但幅度将有所收窄-2010 年 7 月份进出口数据点评》2010/8/11
- 4、《2010 年第二季度货币政策执行报告点评-关注通胀形势、突出宏观调控两难局面》2010/8/10
- 5、《全球宏观经济数据图册-2010 年 7 月份》2010/8/10
- 6、《粮价波动在于通胀预期-关于自然灾害、粮食价格和通胀的思考》2010/8/9
- 7、《2010 年 7 月份 PMI 数据点评-生产活动偏弱,经济主体去库存》2010/8/3
- 8、《在对话宏观经济: CPI 走势判断的逻辑》2010/8/2
- 9、《长株潭调研纪实-中国经济增长的内在动力充足》2010/7/25
- 10、《2010 年 6 月宏观数据点评-经济增长加速回落》2010/7/16
- 11、《2010 年 6 月份金融货币数据点评-信贷投放节奏可能加快》2010/7/14
- 12、《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第二季度例会点评-半年调控目标基本实现、下半年管理通胀预期》2010/7/12
- 13、《2010 年 6 月份进出口数据点评-进出口增速呈现明显回落》2010/7/12
- 14、《人民银行宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革点评-重启汇改显示央行对经济复苏的信心》2010/6/21
- 15、《2010 年 5 月宏观数据点评-产出增速稳步回落》2010/6/11
- 16、《宏观经济 2010 年中期投资策略-在刀锋上跳舞》2010/6/11
- 17、《2010 年 4 月份 PMI 点评-经济过热的风险正在减弱》2010/5/4
- 18、《海外宏观经济点评-希腊走向穷途末路,欧洲债务危机加速蔓延》2010/4/30
- 19、《宏观经济专题报告-关于中国货币流通速度的几个事实》2010/4/29
- 20、《2010 年二季度宏观经济报告-被宏观政策烫平的经济增长》2010/4/14
- 21、《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第一季度例会点评-一季度例会揭示多点新信息》2010/4/1

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观经济研究。

赵文利：南开大学经济学学士、硕士和香港大学经济学博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观策略研究。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。