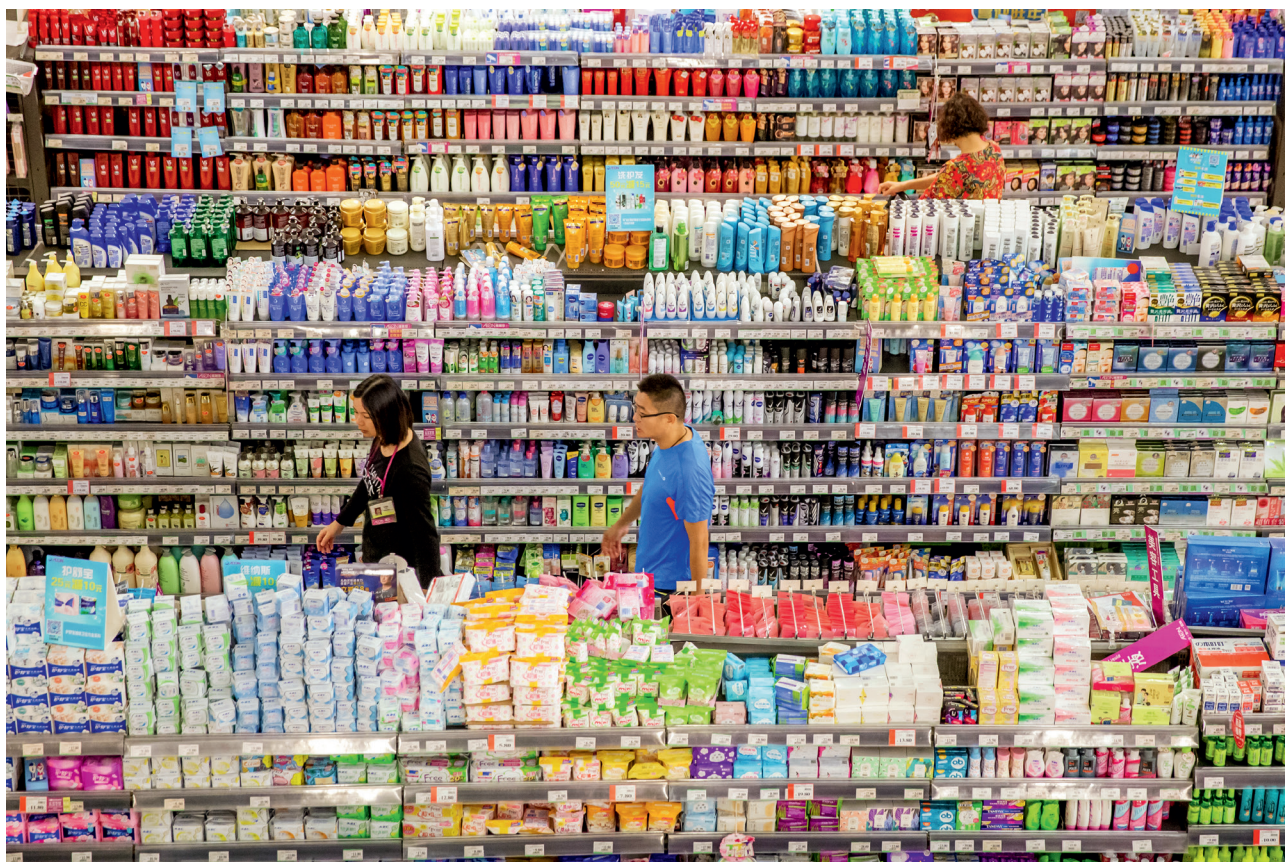


# 亟需更为客观 全面的通货膨胀标尺

既然 CPI 作为消费价格无法容纳投资品价格和资产价格，那么，不妨制定一个综合考虑投资价格和消费价格的广义通货膨胀指数。尽管这项开创性工作说起来容易、做起来难，却对国家宏观调控和长期发展十分有益。

文 | 王召



当前，中国宏观经济运行已经进入较好阶段，在经历疫情最为痛苦的时间窗口之后，去年中国经济各季度呈现出一种对勾式反弹态势，增长速度从第一季度的-6.8%逐季恢复到6.5%，并且有望在今年继续保持6%以上的增长态势；同时，以居民消费价格指数CPI衡量的通胀水平也十分温和。2021年是“十四五”的开局之年，有必要进一步提升经济金融宏观调控的科学性和前瞻性。其中，将离不开对通货膨胀这一宏观经济变量的统计优化。

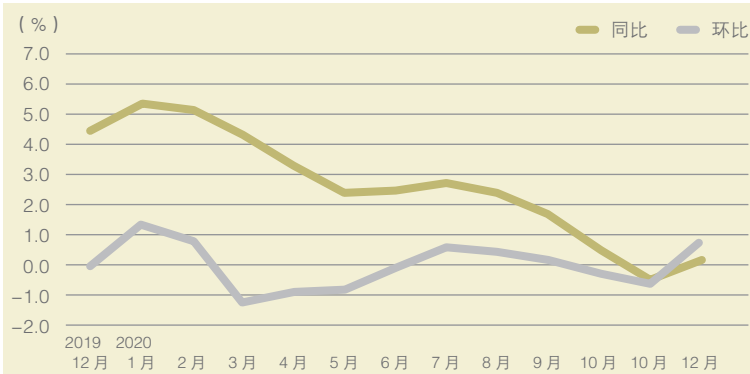
### 通胀水平与货币政策目标

温和的通货膨胀水平和较高的经济增长速度一样，都是经济金融领域梦寐以求的目标。20世纪90年代以来，为了更好地控制通胀预期和通胀水平，越来越多国家的中央银行开始实行通货膨胀目标制。

据资料记载，世界上最早实行通货膨胀目标制的国家是新西兰。1973年10月，第四次中东战争爆发，石油输出国组织（OPEC）为了打击对手以色列及其支持国家，宣布石油禁运、暂停出口，造成油价上涨，使得原油价格由原来的不到3美元/桶上涨到超过13美元/桶，并最终酿成战后资本主义世界最大的一次经济危机。从那时起，新西兰就开始承受两位数的通胀折磨，由于通胀预期深深扎根于新西兰社会，最终引发社会危机。痛定思痛，新西兰中央银行于1990年开始向通货膨胀宣战，并获得了治理通胀的成功。紧随其后，加拿大、英国、澳大利亚、西班牙、芬兰、巴西、智利、波兰、南非、捷克等国家的中央银行，也纷纷确立通货膨胀目标，划定通货膨胀波动的范围，并明确表示货币政策的首要目标是较低且稳定的通货膨胀。

通货膨胀也是我国中央银行的重要考量。截至目前，我国的通货膨胀水平高低仍然是用

### 全国居民消费价格涨跌幅



> 数据来源：国家统计局

CPI来度量的。但是，如果简单地用CPI与货币供给的正相关性来判定中央银行政策的科学性，就不免带有局限性。

对于近期我国通货膨胀水平曾经有个形象的比喻，就是“拿掉猪肉，都是通缩”。换句话说，除了生活资料通胀之外，生产资料都在通缩。2020年12月，依然可以发现类似现象：核心CPI同比上涨只有0.4%，为连续5个月增长0.5%后首降，也是2013年发布数据以来的最低值；CPI由降转涨，同比上涨0.2%，环比上涨2%。

如果中央银行仅仅盯住CPI的涨跌，那么货币政策应该趋于宽松才对。但我们观察到，恰恰在2020年的最后一天，人民银行发布了《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，要求房地产贷款集中度符合管理规定的中资法人银行业金融机构，应稳健开展房地产贷款相关业务，保持房地产贷款占比、个人住房贷款占比基本稳定，并公布了房地产贷款和个人住房贷款占比上限。显而易见，这是带有紧缩含义的货币政策。细究出台原因，主要是为了一手促进房地产市场平稳健康发展，

如果简单地用CPI与货币供给的正相关性来判定中央银行政策的科学性，就不免带有局限性。

我国中央银行货币政策不但关注CPI的涨跌，同时也关注资产价格的变化。

一手支持制造业、科技等经济社会发展重点领域和小微、三农等薄弱环节融资，从而实现金融、房地产同实体经济均衡发展。这充分表明，中央银行货币政策视野，早已开始同时兼顾传统意义上的消费价格（CPI）和资产价格。

### 资产价格不容忽视

随着经济金融发展，我国城镇居民收入已经不仅用于吃穿，而更多用于住行，如以住房投资为代表的支出已是民众最重要的支出，这就导致如今波动相对平稳的CPI和公众对通货膨胀的直观感受大相径庭。进一步说，如果CPI无法与时俱进地加入对房地产价格波动的考量，它就不宜再作为通货膨胀的一种客观而全面的衡量标尺。为此，有必要制定一种更为贴近公众直觉的新的通货膨胀指数。

按照“五年一大调、每年一小调”的制度惯例，国家统计局将在今年对CPI构成分类及相应权重进行大幅调整。截至目前，我国CPI统计涵盖全国城乡居民生活消费的食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务等8大类262个基本分类的商品与服务价格。距离今年最近的一次CPI权重调整发生在2016年，当时最大的调整是提升了烟酒项目权重，而降低了食品项目权重。可以预期的是，本次调整有望进一步下调食品项目权重，相应上调居住项目和医疗保健项目权重。那么，可否寄望国家统计局在这次针对CPI的“五年一大调”时把房地产等投资性因素也充分考虑在内呢？

如果咬文嚼字，将CPI融入更多的资产或投资项目因素几乎是不可能的。一些经济金融从业者认为，既然CPI是消费价格指数的英文缩写，那它就是与“消费”这一概念一脉相承的；反过来，现在如果把房地产等资产价格纳入CPI的篮子中，就会涉及投资，难免让消费

价格指数这个指标变得不伦不类。

从通货膨胀指标的国际实践来看，房地产价格波动也鲜能进入消费价格指数视野。以美国为例，作为通货膨胀测度的重要指标主要有两个。一是美国劳工部统计局（BLS）发布的消费价格指数CPI，它的调查数据来自美国87个城市、60000个住房单位，23000家零售商店，涵盖了食品饮料、住房、服装鞋类、交通、医疗健康、娱乐、教育、通信和其他项目，并由364个项目物价数据经过加权平均处理后得到。二是美国商务部经济分析局（BEA）公布的个人消费支出指数PCE，它的统计对象包括家庭消费支出（Household consumption expenditures）和为家庭服务的非营利性机构的最终消费支出（Final consumption expenditures of NPISH）。而家庭消费支出又包括食品饮料、服装鞋类、住房和公用及燃料、家居、健康医疗、交通、通信、娱乐、教育、餐饮住宿、金融及保险以及其他项目。由于CPI每月的发布时间通常早于PCE的发布时间，所以CPI对市场的起始影响也更大。

然而，消费价格指数篮子中的商品和服务相对固定，这就可能导致与现实发生脱节；而个人消费支出指数篮子经常会根据消费习惯变化进行调整，所以也更能反映消费者实际支出的物价水平。也正是基于这一原因，美联储从2000年起开始将PCE作为判断通胀的主要指标，从而使市场也越来越重视个人消费支出指数。

近期，美联储又宣布实行“平均通胀目标”政策，市场的理解是要等到将来的通胀水平和过去的通胀水平的平均值达到2%，才开始加息。由于“平均通货膨胀目标”并不是一个新创设的通货膨胀统计测度指标，因此也不可能脱离对PCE或者CPI指标的考量。总而言之，从美国通胀的治理实践来看，无论关注“核心消费

价格指数”，还是“核心个人消费支出指数”，或是“平均通货膨胀目标”，尽管住房相关支出有 CPI 高于 PCE 之分，但那不过与房屋租赁直接相关，不与房价波动直接精确挂钩。

那么，各国中央银行的货币政策是否能漠视资产价格或投资价格波动呢？答案当然是否定的。早在 20 世纪，日本就有广场协议的教训，最终因为资产价格泡沫刺破而导致经济一蹶不振。再看美国、德国、法国和英国，过去 20 余年，除了极少数年份有一两个国家的通胀率高于 3% 以外，绝大部分时间通胀率都在 2% 以下。按照传统经济金融理论，2% 以下都不能叫作通货膨胀。所以，2008 年以来，这些国家的中央银行都在理直气壮地印钞，因为再怎么印钞也不会引发通货膨胀，而放任资产价格上涨这一逻辑又是多么荒谬！

我国中央银行货币政策不但关注 CPI 的涨跌，同时也关注资产价格的变化。但是，正像世界各国一样，由于通货膨胀指数 CPI 没有包括房价上涨因素而失真，加之没有一个能够统一投资价格和消费价格的综合通胀指数，导致我们对一些经济金融现象只能给出含糊其辞的回答。

以 M2/GDP 比例为例，1990 年年末，我国这一比例为 0.8192；到了 2020 年年末，这一比例已达到 2.1524，经历了 30 年，比例上涨到原来的 2.6 倍，早已成为世界上该比例最高的国家。货币发得有点多，这已是不争的事实，但究竟多了多少、该压降多少？恐怕没人能给出一个精确的计量。再如，中央已经明确了“房住不炒”的房地产市场发展原则，需要包括央行在内的国家机构在稳定房地产市场中发挥作用。但是，由于缺乏反映房价的广义通货膨胀指数，容易使得央行货币政策处于左右为难的境地：一方面，很多人会错误地以为，既然 CPI 远未达到 2%，那么出台紧缩性房贷政策就没有必要，而且利

### 目前我国 CPI 统计调查的八大分类

调整前	调整后	2016 年调整幅度	两分法
食品（剔除在外餐饮、茶及饮料）	食品烟酒	-3.4%	食品
烟酒及用品			
衣着	衣着	未公布	
家庭设备用品及维修服务（分流）	生活用品及服务	-1.1%	非食品
医疗保健及个人用品（分流）	医疗保健	1.30%	
交通和通信	交通和通信	1.10%	
娱乐教育文化用品及服务（分流）	教育文化和娱乐	未公布	
居住	居住	2.20%	
—	其他用品和服务	未公布	

> 数据来源：国家统计局

益集团就会更加推波助澜、制造舆论，甚至攻击政府部门；另一方面，中央银行货币政策也有一个“度”的把握问题，即如何处理传统通货膨胀与资产价格膨胀治理之间的精确数量关系，例如与 CPI 上涨 2% 的容许度对应的资产价格上涨容许度究竟该是多少？

既然 CPI 作为消费价格无法容纳投资品价格和资产价格，那么，就不妨制定一个综合考虑投资价格和消费价格的广义通货膨胀指数。尽管这项开创性工作说起来容易、做起来难，却是对国家宏观调控和长期发展十分有益的。无论“五年一大调”也好，还是“每年一小调”也好，期待相关部门及早迈出这一步。□

（作者系独立学者）