



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2020年第75期总第840期

## 合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209室

2020年11月27日 星期五

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



### 宏观经济..... 2

习近平致电祝贺拜登当选美国总统..... 2

国家发改委等：到2025年林下经济年产值达1万亿元..... 2

前10月全国规模以上工业企业利润增长0.7%..... 2

“十四五”时期消费扶贫重点关注三个群体..... 2

欧盟：到2030年消除无家可归现象..... 2

### 货币市场..... 3

美联储：近零利率或维持至2024年..... 3

### 监管动态..... 3

央行：将暗访、巡察拒收现金的违法行为 建立违法主体名录库

银保监会等部门拟出台网络小额贷款业务管理办法..... 4

### 金融行业..... 4

央行：进一步推进金融机构改革，不断完善公司治理..... 4

前10个月金融部门向实体经济让利约1.25万亿元..... 4

### 国企改革..... 4

前10月国企营业总收入同比“转正”10月份..... 5

### 热门企业..... 5

任正非：荣耀要超越华为 甚至打倒华为..... 5

蚂蚁集团ABS融资已放行200亿..... 5

中金公司与国家电投成功签署战略合作协议..... 5

### 地方创新..... 6

西安：对住房租赁企业信用分级 将惩戒信用低的企业..... 6

北京：任何单位或个人未经许可不得设立地方金融组织..... 6

### 深度分析..... 6

拓展通货膨胀的概念与度量..... 6



## 宏观经济

### 习近平致电祝贺拜登当选美国总统

11 月 25 日, 国家主席习近平致电约瑟夫·拜登, 祝贺他当选美国总统。习近平在贺电中指出, 推动中美关系健康稳定发展, 不仅符合两国人民根本利益, 而且是国际社会的共同期待。希望双方秉持不冲突不对抗、相互尊重、合作共赢的精神, 聚焦合作, 管控分歧, 推动中美关系健康稳定向前发展, 同各国和国际社会携手推进世界和平与发展的崇高事业。同日, 国家副主席王岐山致电卡玛拉·哈里斯, 祝贺她当选美国副总统。

### 韩正: 中俄要务实推动能源技术装备、氢能、储能等领域合作

11 月 24 日, 国务院副总理韩正在中俄能源合作委员会第十七次会议上指出, 要积极推进重大战略性项目合作, 寻找更多利益契合点, 将高水平战略关系转化为更多能源领域互利合作成果; 要积极拓展新合作领域, 务实推动能源技术装备、创新研发、可再生能源、氢能、储能等领域合作, 更多使用本币开展能源贸易结算和项目投融资。

### 国家发改委等: 到 2025 年林下经济年产值达 1 万亿元

近日, 国家发改委等 10 部门联合印发意见提出, 到 2025 年, 新增或改造木本粮油经济林 5000 万亩, 总面积保持在 3 亿亩以上, 年初级产品产量达 2500 万吨, 木本食用油年产量达 250 万吨, 林下经济年产值达 1 万亿元。

### 前 10 月全国规模以上工业企业利润增长 0.7%

11 月 27 日, 国家统计局公布 2020 年 1-10 月份全国规模以上工业企业利润数据。数据显示, 1-10 月份, 全国规模以上工业企业实现利润总额 50124.2 亿元, 同比增长 0.7%(按可比口径计算), 1-9 月份为下降 2.4%。

### “十四五”时期消费扶贫重点关注三个群体

11 月 24 日, 国家发展改革委相关负责人表示, 目前, 我国正在对“十三五”期间的消费扶贫政策措施的实施情况进行全面评估, 在这个基础上, 将研究提出“十四五”期间消费扶贫政策优化升级的具体建议, “十四五”时期, 我国将重点聚焦脱贫攻坚成果任务比较重的地区、聚焦农村的低收入人口、聚焦下一步乡村振兴重点的扶持县三个群体。

### 欧盟: 到 2030 年消除无家可归现象



欧盟议会近日通过一项决议提出，欧盟成员国应紧急制定长期的国家战略，来减少街头流浪汉的数量，直至降为零。欧盟境内将进行协调，使无家可归者在任何一个欧盟国家都可以得到收留。到 2030 年消除无家可归现象。

## 日本：拟用税制优惠吸引海外金融人才长住

11 月 25 日，日本政府与执政党基本决定，为建成汇集来自海外的金融领域专业人才和金融机构的“国际金融城市”，将设置税制上的优惠措施。政府拟设特例，规定即使是超过 10 年的长期逗留，海外资产也不作为征税对象。

## 货币市场

### 央行：引导利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行

11 月 26 日，央行官网披露了《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》。报告部分内容指出稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向。完善货币供应调控机制，综合运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款再贴现等多种货币政策工具保持流动性合理充裕，把好货币供应总闸门，保持广义货币供应量和社融规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，支持经济向潜在产出回归。引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行。

### 美联储：近零利率或维持至 2024 年

近日，美国芝加哥联储主席埃文斯表示，预计联邦基金利率要维持到 2023 年底，甚至是 2024 年才可能上调。美联储应该将核心通胀率提高到 2.5%，目前美联储的通胀目标 2% 左右。

### 新加坡：拟向银行系统注资 250 亿元人民币 加强人民币流通性

11 月 23 日，新加坡金融管理局宣布推出新计划，为新加坡的银行提供最多 250 亿元人民币（约合 51 亿新元）资金。满足本地和区域客户人民币业务不断增长的需求。加强信贷中介的能力，以及本地整体的人民币市场流通性。

## 监管动态

### 央行：将暗访、巡察拒收现金的违法行为 建立违法主体名录库

近日，中国人民银行科技司司长李伟表示，对于拒收现金的违法行为，将通过暗



访、巡察等方式开展摸底调查，建立违法主体名录库，进行重点跟踪。对涉及公共服务、民生及公众关注度比较高、影响范围比较大的一些拒收现金主体，将依法依规予以严肃惩治，并曝光一些典型案例，强化正面引导和警示教育。

## 银保监会等部门拟出台网络小额贷款业务管理办法

为规范小额贷款公司网络小额贷款业务，统一监管规则和经营规则，中国银保监会日前会同中国人民银行等部门起草了《网络小额贷款业务管理暂行办法(征求意见稿)》，银保监会认为对网络小额贷款业务的监管将向银行监管看齐，有利于防范小额贷款公司跨区经营带来的底层风险，改善此前不同地方金融监管存在“监管洼地”的局面。

## 实际运营 P2P 网贷机构到今年 11 月中旬完全归零

近日，中国银行保险监督管理委员会首席律师刘福寿表示，当前金融违法腐败行为受到了严厉的惩治，一系列的非法重大集资案件、不法金融集团和中小银行机构风险得到了稳妥的处置。互联网金融风险大幅压降，全国实际运营的 P2P 网贷机构由高峰时期的约 5000 家，我们逐渐压降，到今年 11 月中旬完全归零。

## 金融行业

### 央行：进一步推进金融机构改革，不断完善公司治理

11 月 26 日，央行官网披露了《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》。报告指出将进一步推进金融机构改革，不断完善公司治理，优化金融供给。坚持以强化公司治理为核心，深化国有商业银行改革，建立中国特色现代金融企业制度，提高效率，更好服务小微企业、民营企业。从完善货币、监管、税收等制度入手，支持中小银行和农村信用社持续健康发展，促进中小银行和农村信用社回归当地、回归本源，建立有效的治理制衡机制，健全资本补充的长效机制。改革优化政策性金融，实行业务分账管理、分类核算，提升支持国家战略的能力。

### 前 10 个月金融部门向实体经济让利约 1.25 万亿元

11 月 26 日，央行指出根据疫情防控和经济社会发展的阶段性特征，灵活把握了货币政策调控的力度、节奏和重点，为保市场主体稳就业营造了适宜的货币金融环境，为疫情防控、经济恢复增长提供了有力支持。今年以来已推出涉及 9 万亿元货币资金的货币政策应对措施，前 10 个月金融部门向实体经济让利约 1.25 万亿元。

## 国企改革





## 前10月国企营业总收入同比“转正” 10月份

11月25日,财政部发布统计数据显示,1-10月,全国国有及国有控股企业营业总收入结束同比下降趋势,实现正增长,利润总额已恢复到去年同期的90%,经济运行持续向好。在营业总收入方面,10月份,国有企业营业总收入较去年同期增长7.0%。1-10月,营业总收入496812.9亿元,同比增长0.2%。

## 热门企业

### 首批国产特斯拉 Model 3 即将开始交付

11月26日,据国外媒体报道,10月27日,由特斯拉上海超级工厂生产的约7000辆标准续航升级版Model 3,在上海装船运往欧洲,首批出口到欧洲市场的国产Model 3也正式启航。按计划,首批出口到欧洲市场的Model 3,经泽布吕赫港中转,将交付给德国、法国、意大利和瑞士等十余个欧洲国家的消费者,在运抵泽布吕赫港后,交付预计很快就会开始。

### 任正非：荣耀要超越华为 甚至打倒华为

11月26日,华为心声社区发布了华为创始人任正非在荣耀送别会上的讲话。在讲话中,任正非解释了为什么要剥离荣耀,他表示华为不能因为自己受难而拖代理商、分销商下水。荣耀未来要做华为全球最强的竞争对手,超越华为,甚至可以喊打倒华为,成为一个自我激励的口号。

### 蚂蚁集团 ABS 融资已放行 200 亿

11月25日,上交所官网显示,蚂蚁集团旗下5只ABS产品中,有2只项目通过,拟发行金额200亿元;还有3只已受理,拟发行金额260亿元。此外,深交所官网显示,蚂蚁集团旗下还有1只ABS产品状态为已反馈,拟发行金额为60亿元。另外,11月25日,中基协发布了10月企业ABS备案信息,10月共计备案131只,新增备案规模1604.09亿元,创年内单月最高规模。截至10月底,存续企业ABS规模达1.93万亿元。

### 中金公司与国家电投成功签署战略合作协议

11月26日,中国国际金融股份有限公司与国家电力投资集团有限公司在京签署战略合作协议。未来,国家电投和中金公司将围绕战略合作协议,在投资银行、产业投资、股票交易、资产管理、研究支持、固定收益、国际业务等多个领域开展全方位合作,并积极推动在职人员交流互换,共享企业文化、凝聚双方共识,逐步建立长期、



战略性的业务合作关系。

## 地方创新

### 西安：对住房租赁企业信用分级 将惩戒信用低的企业

陕西省西安市近日发布征求意见稿提出，将对西安市的住房租赁企业进行信用分级，并根据信用等级进行奖励和惩戒。信用惩戒措施主要包括：向社会通报并发出交易风险提示；列入失信“黑名单”，通报相关部门实施联合惩戒等。

### 北京：任何单位或个人未经许可不得设立地方金融组织

近日，北京市提请草案提出，任何单位或者个人未经许可不得设立地方金融组织，不得从事或者变相从事地方金融组织的业务活动。对创新型金融产品进行包容审慎监管，市地方金融监管部门可以提供安全可控的小范围测试环境。

### 广东：将制定商务领域分行业“红黑名单”

广东省近日发布计划提出，实施全过程信用监管、加强消费领域信用建设、加强诚信营商环境建设，广东将加快研究制定商务领域分行业“红黑名单”，建立“红名单”激励，“黑名单”惩戒等相关措施。

### 成都：热点楼盘优先向无房家庭及棚改货币化安置户销售

成都市住建局等联合出台通知提出，规定登记购房人数在当期准售房源数 3 倍及以上的，全部房源仅向已报名登记的无房居民家庭及棚改货币化安置住户销售，其中无房居民家庭房源不低于房源数的 70%。

## 深度分析

### 拓展通货膨胀的概念与度量

文/周小川（原中国人民银行行长、现任中国金融学会会长）

文章来源：央行研究

**摘要：**在新冠肺炎疫情背景下，特别是近几年主要发达经济体的经历与实践显示，低通胀对于央行货币政策操作和理论框架提出了挑战，也动摇了通胀目标制的理论基础。通胀既是央行观察经济金融状况的终极变量，也常是一个中间变量。传统的通胀度量会面临几个方面的不足和挑战：较少包含资产价格会带来失真，特别是长周期比较的失真；以什么收入作为计算通胀的支出篮子；劳动付出的度量如何影响通胀的感



知；基准、可比性 (comparability) 和参照系。当前不少国家的货币政策面临着不能有效达到通胀目标的问题。需要明确要达到的目标，以及如何对目标进行测度。测度对于经济社会而言是相当复杂的，可能需要更广义的通胀概念；如何对通胀进行测度，值得进一步深入的研究。

**关键词：**通胀率 货币政策 可支配收入 物价指数 资产价格

在新冠肺炎疫情背景下，特别是近几年主要发达经济体的经历与实践显示，低通胀对于央行货币政策操作和理论框架提出了挑战，也动摇了通胀目标制的理论基础。这涉及到多方面的问题，其中重要的关注是，主要发达经济体货币政策框架是否能够适应当前经济金融形势的需要，涉及货币政策的理论和实证依据问题，比如经验的菲利普斯曲线是否已经彻底失效等。近日 Dr. Richard C. Koo (辜朝明) 在一次访谈中说到，通胀目标制现在基本上没有用了，甚至可能带来资产泡沫。这些问题都引起热烈的讨论，特别是央行货币政策应该如何应对疫情下的经济金融形势和当前低通胀率。

货币银行学教科书教给大家的一个基本经济规律是，过量（超过 GDP 增速）的货币扩张会带来通货膨胀。但近来这个规律似乎正在失效，形成对基本知识的重大挑战。从逻辑上来说，有三处可能出现差错：一是货币概念和范畴可能变了；二是从货币到通胀的映射关系出问题了；三是通胀的概念、范畴和度量出了问题。前两种问题已有一些学术讨论，在此讨论一下第三种问题。这是一个较少受到关注的议题：当前低通胀率本身是否存在概念上和度量上的疑问？是否如多数人估测的通胀未来将会长时间维持低位，它涉及到我们应对低通胀的对策有没有问题。多年来，通胀率的度量在传统轨道上不断改进，对物价指数涵盖的篮子进行动态调整，技术上应该说是科学的，很难有可挑剔之处，但以它来评价货币政策的有效性还有进一步讨论的余地。

我首先想问的是，现行概念和度量上的通胀率是否是最终要观测的目标变量？当前通胀率的指标究竟是我们想要最终观察的经济指标？还是一种中间变量测度？对货币政策而言，它究竟是一种充分综合的经济变量，还是只是多个经济度量指标之一？在观察社会经济动态变化过程中，我们经常采用对中间变量进行测度，但中间变量并不是最终所关心的内容和度量目标。不过，时间长了，人们会习惯性地认为中间变量就是最终观测目标。比如说，过去许多央行用测量 M2 去度量货币扩张的程度，后来发现这一对应关系不那么稳定，导致要修改 M2 度量的定义和内容，或另寻出路。就通胀而言，也有几种指标（物价指数有消费者物价指数 (CPI)、投资品物价指数和 GDP 平减指数，均指向最终产品与服务。生产者价格指数 (PPI) 则包含中间投入品），用于不同的分析场合。

举个工程上的例子，在测量温度时，一个传统的测量方法是用水银温度计，水银体积随着温度高低变化而出现膨胀或收缩。另外一种测试方法是利用双金属片温度计，两类金属在温度变化时的膨胀系数不一样，这个差异产生的形变使得温度计指针能够标出所测的温度。不过，在一些场合，比如金属冶炼中，需要测很高的温度，上述两种测量就不管用了，温度过高后水银会蒸发，双金属片会变软。实际上，我们需要找到另一个中间变量，比如某一观察对象的颜色，它和欲测量的高温之间有一定的数学关系，或者说是一种映射关系。这种映射关系如果是一一对应且稳定的，测试中间变量就能得出对高温的度量。但这种一一映射关系是否稳定，是否在某些条件下会发生变化，值得关注。因为如果因条件变化使映射关系不稳定，这个对高温的测试就不准了。

总体而言，通胀既是央行观察经济金融状况的终极变量，也常是一个中间变量。央行关注通胀的目的，可能是关心提高居民福祉的程度，促进经济体系稳定运行的程度，改善公众对经济系统未来稳定预期的程度。在美国竞选辩论中，拜登批评特朗普时用了一个词，cost of living（生活成本）。这和想象中的广义通胀有些相近，这





是个较模糊的概念,但也许正是人们最终关心的。个人认为它包含两方面的内容:一是特定的收入能购买到什么样的生活水准,这既包括特定篮子的物价指数,也包括篮子有什么重大变化;二是通过工作赚取特定收入的代价,是十分艰辛、疲惫呢?还是较为从容、轻松甚至愉快?这种综合又有模糊性的概念在影响着人们对未来的预期,对未来是乐观还是悲观。通胀是要度量的变量之一,不一定是评价居民福利、经济运行的全部,而货币政策肯定应考虑通胀指标背后的体验。

从测度的角度来看,我们平常利用通胀率这个指标究竟想知道什么?按“生活成本”的上述理解,可能主要有这么几项:第一,经物价校正后的真实收入究竟怎么样?究竟增加了多少?真实收入跟名义收入有所不同,名义收入要扣减通胀才能得出实际收入。第二,用可比的同等收入能购买到什么样的生活水平?我们是否日子过得比以前更好?一种是跟上一年纵比,一般来说一年期间的支出结构变化比较小,较容易扣减通胀。另一种是跟更久一点的过去相比,比如,我们是否比上一代人活的更好。比较的跨期越长,难度也更大一些,因为支出结构发生了巨大的变化,不仅涉及货物与服务,可能还涉及更多内容。第三,换取同等实际收入的劳动付出的强度,是更辛劳、疲惫?还是更为从容、轻松?这可以表达为劳动付出与效用的关系。这里说的付出,指的是劳动者在一定的生产力条件、效率条件下,付出多大努力获得特定量的收入,简化来讲也可以用劳动时间来衡量。同时它给劳动者/家庭带来的效用究竟如何?人们现在的支出能力确实比以前强了,但如果天天加班加点,上下班交通很艰难、耗时,周末也较少休息,这样的话付出会较大。因此,付出与效用之比也是关心的内容,也需要借助通胀来进行观察,但显然不限于通胀这一项。

总之,一般来说,通胀在概念上是一种最终变量,但有时其度量的是一种中间变量,和我们的最终关切不完全吻合;同时,通胀只是要密切观察的变量之一,还有其它需要观察的变量。

表面上看,跨年度的通胀度量是可信的,没什么技术上的问题,但细想一下,也存在某些挑战。多年度或跨代的生活成本比较,篮子结构已有重大变化,度量的可比性会面临挑战,特别是对那些从无到有或者从有到无的科目,其基准已发生重大变化,如寿命(涉及养老、医疗等)、就业技能、计算机与网络、旅游娱乐等等。用年度复利的通胀也难以有效比较。此外,面对世界人口激增、城镇化激增,导致城市用地紧缺、价格大幅上涨,传统的居住价格能否有效反映居住成本,也是人们反复质疑的。传统的通胀度量会面临几个方面的不足和挑战:

### 一、较少包含资产价格会带来失真,特别是长周期比较的失真

通胀在针对短期经济现象方面,月环比、年度同比等指标还是很不错的。不过,在实践中也遇到很多的疑问和挑战。从长期看,当前通胀度量问题中一个突出的瑕疵是,对投资、资产的价格度量覆盖比较少,权重比较低。按照过去的概念体系,与消费者有关系的主要是消费者价格指数(CPI),消费者似乎不太关心投资,投资主要与企业 and 企业家有关系,资产贵了,与CPI的关系不密切,但实际上资产贵了一定会影响今后生活。如果资产贵了,养老投资的回报就会降低。纽联储上一任主席 William Dudley(他也是G30成员,2009年继Tim Geithner接任纽联储主席,上一轮危机处理基本上都有他参与)近期就新冠疫情讲到,“当利率长期维持低水平时,该(宽松)政策会适得其反。在美国,货币刺激已经将债券和股票价格推至如此高的水平,以至于未来的回报率必然会更低。假设估值稳定,未来十年的预期股票收益率可能不超过5%或6%。10年期美国国债0.7%的收益率甚至无法补偿预期通货膨胀率。结果就是,人们必须增加储蓄才能实现自己的目标,无论是安全退休还是供孩子读大学。消费支出会变得更少。即使人们现在不存钱,低回报率也最终会造成损失。例如,州和地方养老基金的钱将不足以履行养老金支付义务。为了弥补差额,官员们将不得不提高税





收或削减养老金领取者的福利。任何一种行动都会使人们变得更穷，从而压低消费者支出和经济增长”。

对于住房，过去的概念是购房算作投资，价格变化不计入CPI；后来则租房可计入，但在篮子中的权重偏小；再后来，人们主张把自住房用类比租金来计量，但是住房权重仍相对比较小。当全球人口上升到70亿，城镇化成为相当多数人生活、工作的必然选择，城市可用地变得很稀缺且价格高昂，使得通胀度量再也不能无视或者低估住房的因素。总之，通胀在长期度量上存在问题，特别是资产价格如何反应到生活质量、支出结构上。此外还有长期投资回报应折现入当期通胀的问题。

在美国，目前有不少中部地区的白人对生活很不满意，他们谋求变革，造成美国政治和选举方面有很多的变化。一个因素就是中部的美国白人不得觉得比上一代人过的更好，这需要用房子、车、教育、医疗、养老等长期支出来进行综合衡量，这种比较是长期性的。前面William Dudley的话中就提到了供孩子读大学的问题。上一代美国人多供几个孩子上大学没太大困难，现在有不少人说有很多困难，一是标准提高了，另外确实有些涉及教育的价格是很贵的，特别是私立学校，还要争取名校，还需要有很多课外补习班。从这个角度来讲，人们在这方面不见得比过去活得更好。显然，现行通胀的度量没有很好的解决这些问题。

## 二、以什么收入作为计算通胀的支出篮子

目前，CPI的支出篮子是家庭可支配收入。首先粗略定义一下收入：厂商和个体经营者的毛收入指销售收入；扣除投入品成本后为税费前净收入，简称净收入，它与GDP中的附加价值相对应；受雇劳动者的劳动应得再交所得税、社保费、医疗保险等（不论是预扣、企业代缴还是个人/家庭缴纳）后，形成个人/家庭可支配收入。其实，家庭/个人生活水平及质量有相当一部分来自于不可自行支配的收入，包括通过交税而享用的公共服务、统筹积累的养老金、强制性保费等。我们有没有想过，如果这些不可支配收入所对应的项目变得价格更昂贵了，是否也应纳入通胀呢？这部分开支在毛收入中的比重已不可忽视。例如纳入公共统筹的统筹养老金很可能通过不同渠道从劳动者所得中上交了，一部分是雇主代交的，一部分是雇员交的，往往都在家庭可支配收入之前，但又成为消费和生活质量的重要组成部分。在美国，医疗保健总支出占到GDP的17-18%，一部分来自于税收的使用，一部分来自于各种强制性、半强制性或自愿的保险。这一消费的占比很高，不可小视，但很可能有相当一部分不在可支配收入的范畴里。这里还应该提一下，那些非强制性但绝大多数人都参与的养老金供款（如美国的401K）和健康保险，对这些开销应算在家庭可支配收入之内还是之外，各国之间似乎缺少一致的理解和口径。无论如何，“羊毛出在羊身上”，当人们认定眼下要为养老、医疗、子女教育（其中有些是未来才享用的）更多地缴款（包括税、保费等），意味着当下这些项目更昂贵了。那么，我们可否试测一下，以税费前净收入为篮子的、更为综合的物价指数及相应的通胀，也许更能反映“生活成本”。

从货币政策角度看，过去从资金供求关系分析物价指数的变动，后来则更多关注通胀目标制对通胀预期的锚定作用，有通胀预期理论。预期稳定了，通胀就能够稳定下来。这个预期也会包括对未来的住房、养老、医疗、子女教育等昂贵程度的预估。在人口结构变化之下，很多年轻一代上有老下有小，到手可支配的收入并不多，他们感觉未来生活压力大，这种预期不是现行通胀度量所能反映出来的。国民经济统计矩阵表明，政府所收的税费中，约80%以公共服务形式提供给了公众，包括教育、医疗卫生、养老、安全、市政、环保等等，也还有一小部分在统计上仍属于公共服务，但个人/家庭往往不感知或不认账的。公众直接或间接获取的这些公共服务的量与质均与价格变动有关，从而在概念上是有通胀或通缩的。有人问，加大政府补贴是否会改善这方面的预期？如果从理性预期出发，消费者会预估到政府赤字和累计债务愈来愈大，



其中包括地方政府赤字和隐性债务,则未来迟早要加税或用某种形式的通胀来由居民承担。还是那句话,“羊毛出在羊身上”。这就意味着,以劳动付出或用净收入为口径的通胀预期会与现行可支配收入口径的通胀预期不一致,随即就给货币政策出了难题。

相关的另一个难题是人们是否能感知或测度自己的税费前净收入?因为许多未拿到手的收入是预扣或企业代缴的,其中一些不甚透明。知道净收入才能更好感知这一口径的通胀,并产生预期。一般来说,人们其实不太容易知道自己的净收入是多少,但不同行业不一样。有的行业生产和分配过程比较简单,比如开出租汽车的个体,个体司机对毛收入是清晰可知的,也知道汽车的折旧成本(如果是公司的车需承担份子钱)、汽油费、维修费等成本支出,从而得出净收入,再交税、供养老金、缴医保等后就呈现出了可支配收入。美国的家庭农场也类似,收获的东西能卖多少钱,扣除种子、肥料、农机折旧,也容易算清楚净收入,这就可以知道净收入中多少用于养老计划、健康保险、个人所得税等支出,这些支出换取来的福利也是大致可感知的,如政府税收可能会管一部分子女教育(公立学校),也有一部分(如课外辅导)管不了。这之后才是可支配收入。不过,在一些复杂的生产过程中,确实很难知道自己的劳动贡献,按照自己个人的生产力究竟应获得多少报酬。尽管不好计算,但人们也是常常做横向对比的,即平均来讲,与同等教育水平、技能水平、工作强度的人相比,你如果干其它工作可能的收入水平是多少。

总之,收入的测度以及按什么收入来定义支出篮子并计算物价水平,会影响具体人们的通胀感知和预期,家庭可支配收入的篮子小了些,而篮子以外内容的价格上涨的较多。而从宏观经济模型来看,分类劳动者的平均净收入等于劳动对GDP的边际贡献,则是清晰、无可置疑的。

### 三、劳动付出的度量如何影响通胀的感知

前面提到了人们想测度的一个指标是通过工作换取特定收入的辛劳程度,或者说获得特定消费效用的劳动付出。经济学里狭义的效用函数大约是指一定量的支出所能换取到的消费满足度。广义一点可以是一定量的劳动付出所换取的消费满足度,再广义一点还可包括少劳动、多休闲多换取的综合满意度。应该说,“效用”没有令人信服的确切定义,已有人证明“效用”无法定量测度,只可排序。但付出/效用(之比)的概念显然与通胀有关联。有的人爱打比方,说他一年收入(不吃不喝)只够买一间厕所(约5平方米住房),那么如果几年后他要用两年收入才够买一间厕所,是不是一种通胀?当然,必须假定该人在两个时段的劳动技能、劳动强度、效率是一致的,即等量或可比的劳动付出。也就是说,要从产生效用的广义物价和劳动付出所换取的收入两个方面(或者两者之比)来了解生活水平的通胀效应,即用更多的劳动付出换取同样的消费效用意味着通胀。

还有一种付出,是受教育、技能培训和学习,它在一定程度上是为了竞争工作岗位。随着横向竞争的加剧及自动化、机器人、AI的发展,人们必须对自己进行教育投资才能有竞争力。这一方面增大了劳动付出,另一方面增加了人们支出结构中的投资组成部分。

经济学已有不少文献提及或讨论过“休闲”的概念及其函数关系。人们需要休假,重回伊甸园等说法表明休闲能产生效用,而不仅是多干活、多挣钱、多花钱就买来了生活水平的满足感。但我们目前经济学里的物价指数和通胀概念还难以应对休闲。你如果出门休假,则交通、旅馆等支出均通过价格加以反映,并形成效用,也有通胀测度;而如果你在家养神、听音乐(不是新买的)、看本书(从图书馆借的)、与家人聊天,即便很具满足感却难以计价进入效用,也没有通胀计量,对GDP也无任何拉动。不知未来能否出现一个创新型经济模型来应对这一难题。但一个可以大致肯定的关系





式是：在某种均衡点附近，休闲和劳动时长是此消彼长的（互补的）。如果很多人在工作中加班加点越来越多，上下班通勤时间越来越长，退休年龄不断后移，休闲也必然更少。这听起来像是上述用更多的劳动付出换取更少的消费效用，这在概念引申上应该是一种通胀。尽管现行通胀统计及分析未把这种概念和关系纳入其中，但仍可提示去关注我们最终想测度的是什么，如何解释某些群组感觉生活艰难、满意度不高的现象，以及这对货币政策的含义。

#### 四、基准、可比性（comparability）和参照系

通常，物价指数中各消费组成部分都有其权重，权重是可测度并及时调整的，这在数理上支持了跨一个年度纵向比较的可比性。跨多个年度的比较则是多个跨一年比较的积分（累积）。但这种数理上的科学性并不等同于人们的通胀感知及预期的效果。当消费结构出现很大变化时，处理基准和权重的方法论受到挑战；科技快速发展带来的性价比变化有可能高估通缩的程度；再加上上述跨期纵比的科学性与人们常会横比的选择不一致，这就带来了争议之处。不能简单地去批评消费者说公式是对的，消费者是错的。因为常要研究的是消费人群的通胀预期及预期下的行为，尽管说跨期纵比的公式是对的。

度量通胀及物价指数实际上意在比较，因而涉及可比性；作较长时间的比较，涉及选用的基准，是纵比还是横比。这不仅涉及概念和方法是否科学、准确，即可比性问题，还需要考虑多数人的选择倾向，因为他们选用的比较方式形成了对通胀的感知及对未来的通胀预期。

观察多数人作比较的习惯，比如，计算机去年的CPU速度、内存大小、云存储空间，和今年都不一样。如果考虑摩尔定律，从计算机这一项而言，以性价比衡量，生活水平纵向比应该是大幅提高的，如果从五年以至十年、几十年来看，会有更加明显的负值通胀。但多数人实际上是平行比较的，即横比的，看同事、周围的人使用的计算机性能，如果自己的计算机比同事的性能低，就会感觉是不是生活水平显得差了一些，而不是完全靠纵向对比。

这个例子可以推广到其他一些内容，比如寿命。往回追溯20年，中国平均预期寿命在71岁左右，现在平均预期寿命77点几岁，很快就会增加到80岁。是不是凡是活到70岁以上的人都会很满足？因为不管怎么说已经比上一代人活的长多了。但是实际上多数人都活到70岁以上，如果现在70岁去世了，大家会说英年早逝；几十年前，如果70岁去世了，大家认为挺长寿的。这种对比说明，人们并不按严格的纵向数学公式或统计定义形成他们对满足度的感知和预期。

从寿命会引出养老金的通胀问题。上一代人60岁退休，平均寿命只有70岁，无论养老金是政府提供的、个人账户的，还是其他年金、个人寿险的，大约需要用几十个工作年头的积累去支持10年左右的养老就够了，而现在需要支持将近20年。未来即便退休年龄延长，使这种情况略有缓解，但整体上工作群体用于养老方面的支出仍会越来越多。虽然这些支出有一部分可能不落在个人可支配收入范围，但在平均值上，都是劳动者自己劳动创造的，“羊毛出在羊身上”。

这就涉及资产价格问题。如果股票很贵、债券收益率也很低，那么人们为养老投资几十年，但能够领取到的养老金数量是不足的。反过来说，在当前的净收入中，用于预筹养老金投资的钱还要花得更多，才能达到可比的养老生活水平，这就是一种价格上扬。医疗方面，可能大部分医疗费用都要花在人生的最后阶段，因此医保费用也具有长期积累性质，其回报都与资产价格有密切关系。同理，在教育方面，人们往往用横向比来形成对未来就业机会和前途的预期，而不是和上几代人纵比。这需要更长时间的就学，追求更高的质量，从而花更多的钱。不管是公费（“羊毛出在羊身上”）还是自费，都会有通胀或类似通胀的感知。



资产价格的变动趋势不确定性很大，特别是近期这一轮资产价格变化的不确定性在很大程度上与新型大型科技公司 (Big Tech) 有关系。2001-2002 年曾出现纳斯达克泡沫破灭，当前是否有泡沫，大家各持己见。如果有居高不下的资产价格泡沫，会使当前的投资变得很贵，而当前净收入中的投资又是当期或者跨期消费支出的必要组成部分（不管在不在可支配收入范围内），在概念上都跟广义通胀有关系。此外，也跟收入分配有关系。

简而言之，过去投资品价格和资产价格可另行考虑，现在再这样做恐怕已经不行了。未来养老金和医疗支出都很大，依赖投资回报且具有长期性。资产价格除了影响到企业的扩大再生产，还涉及基础设施、环境保护等公众性消费问题，不纳入通胀考虑已经不行了，但怎么纳入还需要研究。通胀及其测度问题面临若干挑战。过去看似很成熟的通胀度量，现在看来并不理想。当前的度量显然存在着忽视投资品价格和资产价格的问题。

当前不少国家的货币政策面临着不能有效达到通胀目标的问题，无论使用的是标题通胀 (headline inflation) 还是名义通胀 (nominal inflation)。近期美联储货币政策目标转向了平均通胀目标。如果按过去的度量方法得出的通胀很低，而资产价格上升得比较多，会出现不可忽略的结果，货币政策的设计和响应难以坚称与己无关。总之，需要明确要达到的目标，以及如何对目标进行测度。测度对于经济社会而言是相当复杂的，可能需要更广义的通胀概念；如何对通胀进行测度，值得进一步深入的研究。



# 免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。