

GMEP

全球宏观经济政策系列研究报告

2010年11月16日 NO.2010-023

長策智庫
ChangCe Thinktank

全球流动性与大宗商品价格

管清友 魏政

(管清友系经济学者、长策智库 GMEP 特约研究员；魏政系青年经济学者)

全球流动性与大宗商品价格*

管清友 魏政

摘要：流动性过剩产生的基本原因是发达国家的以低利率为特征的宽松货币政策和新兴市场国家外汇储备增加导致基础货币发行增加。流动性过剩是大宗商品价格产生泡沫的最主要原因，需求引致的价格上涨是流动性过剩的必然结果。货币政策、美元走势以及投机活动都是影响大宗商品价格的重要原因。全球金融危机以后，国际大宗商品价格进入了震荡期。但目前震荡期还没有结束，并有可能出现再次暴涨的局面。全球金融危机之前，对美元的价格弹性不同是大宗商品价格出现分化的主要原因。全球金融危机之后，国际资本在不同商品品种之间的转换是大宗商品价格出现震荡的主要原因。货币政策、美元走势以及投机活动都是影响大宗商品价格的重要原因。不同供给价格弹性的商品对于货币供应冲击在短期内的反应是不同的。大宗商品对消费需求的上升十分敏感，并在短期内表现为价格的上涨。

关键词：流动性 大宗商品 货币供给 传导机制 价格弹性

对“流动性”的定义有多种，我们这里要讨论的“流动性”是一个货币存量的概念，即实际货币存量与预期均衡水平的偏离：实际货币存量如果高于预期均衡水平，则流动性过剩；实际货币存量如果低于预期均衡水平，则流动性不足或缺乏。

过去几年，全球流动性问题成为经济学界研究的热点问题。包括笔者在内，很多学者对全球流动性及过剩问题做出了定义和解释。也有学者利用狭义货币、广义货币、国内信贷与GDP的比率来衡量流动性过剩程度。尽管在全球流动性过剩问题上学者们之间还存在很多分歧，但就形成全球流动性过剩的根源却基本达成一致：即发达国家的以低利率为特征的宽松货币政策和新兴市场国家外汇储备增加导致基础货币发行增加是导致全球流动性过剩的基本原因。

*管清友系经济学者、长策智库 GMEP 特约研究员；魏政系青年经济学者。作者感谢长策智库支持，文责自负。gqingyou@sina.com。

观察和衡量全球流动性的情形，需要从全球的角度观察流动性的传导过程。在中心——外围理论的传统框架内，全球流动性的传导方式是：中心国家产生并释放流动性，而外围国家吸收流动性，同时将一部分流动性重新注入中心国家。即美国通过经常账户赤字向全球注入流动性，日本通过日元套利交易向全球注入流动性，而东亚等国家通过经常账户盈余和外汇储备累积吸收了全球流动性。此外，美国和日本的宽松货币政策也通过溢出效应导致东亚国家实施宽松的货币政策。所以，全球流动性的根源来自处于中心的美国和日本等发达经济体。

基于这样的共识和以往的研究基础，我们关心的是：在经历了全球性金融危机之后，流动性又呈现怎样的变化？流动性的变化与国际市场大宗商品价格又有怎样的关系？本文分为五个部分，第一部分和第二部分分别对全球流动性和大宗商品市场的变化、趋势和特征做出描述；第三部分和第四部分对全球流动性如何影响大宗商品市场做出解释，并从理论上探讨了其中的传导机制；最后一部分是简短的结论。

一、后危机时代全球流动性的变化及趋势

为应对 2007 年夏季开始的金融危机，美联储在 2007 年 9 月开始大幅降低利率。紧接着英国在 2007 年 11 月也开始了降息的步伐。此时，新兴市场经济体以及在金融危机第一阶段受影响较小的发达经济体并没有降息。总体来看反而升息了，旨在应对快速攀升的大宗商品价格。2008 年后期及金融危机的第二阶段，新兴市场国家开始实施宽松的货币政策，以应对全球需求的萎缩，利率降低幅度超过了 G-4 国家（欧元区、日本、英国和美国）的平均水平（见图 1）。

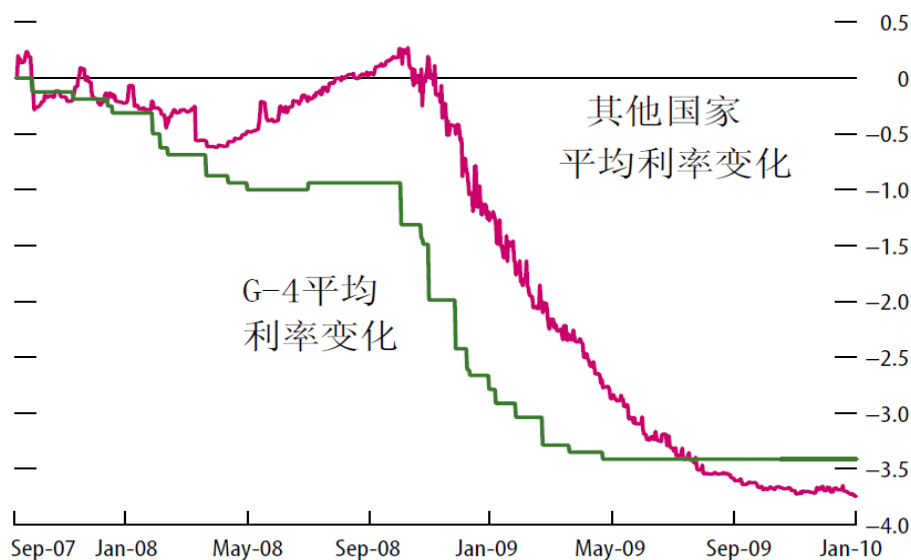


图1 中央银行利率变化 (%)，2007年9月1日为0

资料来源：IMF, Global Liquidity Expansion Effects on “Receiving” Economies and Policy Response Options, *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, April 2010.

注：G-4国家包括欧元区、日本、英国和美国；其他国家包括阿根廷、澳大利亚、巴西、加拿大、中国、印度、印度尼西亚、韩国、墨西哥、挪威、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、瑞典、瑞士和土耳其。

我们采用IMF《2010年4月金融稳定报告》中有关全球流动性的计算方法，即全球流动性为G4（欧元区、日本、英国和美国）的GDP加权加总来作为全球流动性的衡量标准。此次全球流动性的增长周期开始于2003年。从2007年下半年开始时，为了减轻金融危机的冲击，各国采取了前所未有的流动性宽松政策，欧元区、日本、英国和美国的M2和储备货币都出现了大幅上升（见图2）。

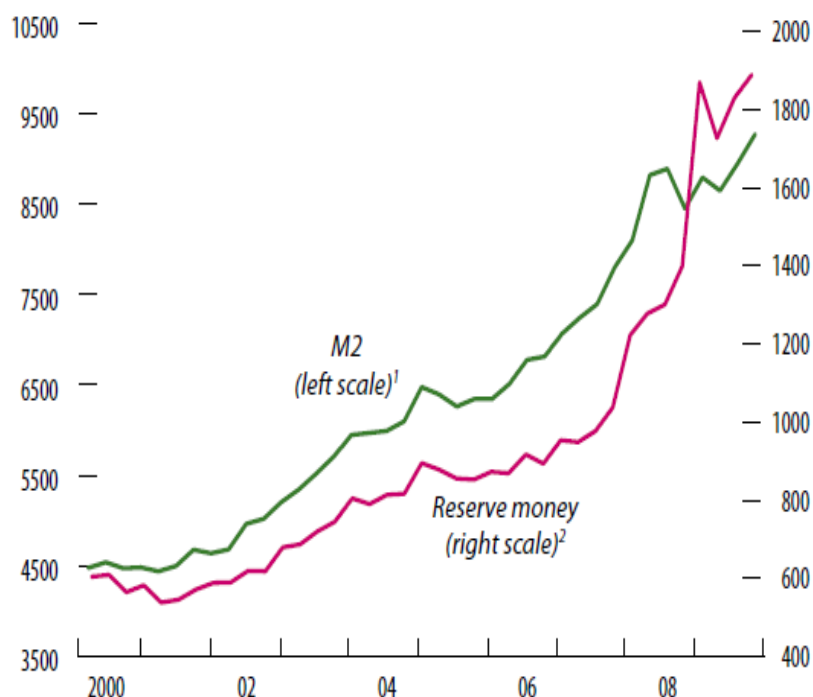


图2全球流动性（十亿美元，GDP权重，季度数据）

资料来源：IMF, Global Liquidity Expansion Effects on “Receiving” Economies and Policy Response Options, *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, April 2010.

注：M2为以GDP为权重的欧元区、日本、英国和美国M2的总和；“reserve money”为以GDP为权重的欧元区、日本、英国和美国储备货币的总和。

但是后金融危机时代，流动性宽松政策还没有带来发达经济体的高速增长，而是通过投资、贸易等渠道大量转移到了发展中国家，成为发展中国家通胀的重要来源。这是经济和金融全球化的结果。根据货币数量方程式： $M*V=P*Y$ ，如果宽松的货币供给没有带来实际产出的增长，只能引起价格水平的提高。也就是说，流动性过剩若不能带来经济增长，就必然引起价格水平上升。通货的膨胀要么带来资产泡沫，要么就是通货膨胀，而这一影响是全球性的。

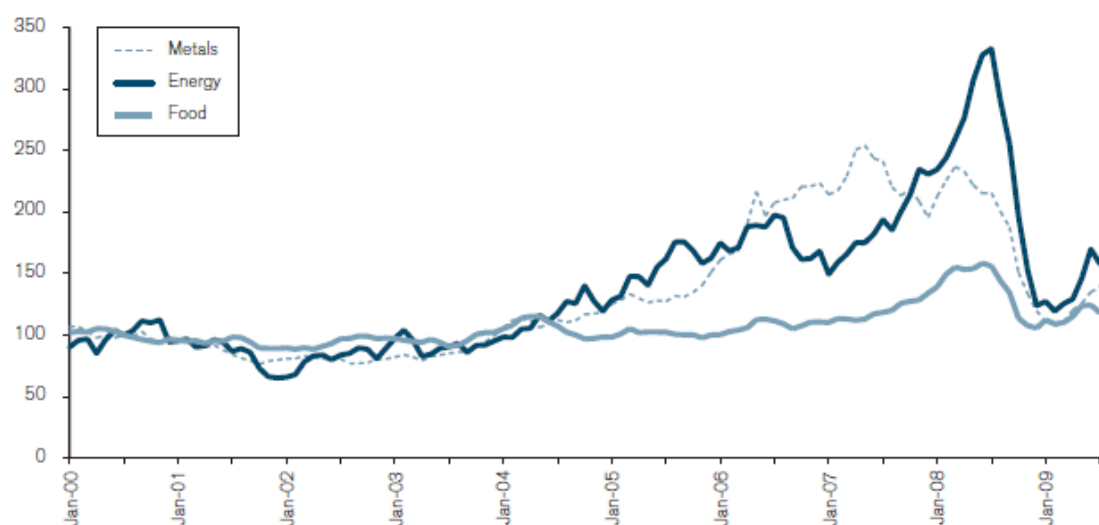
谢国忠（2010）也认为，全球化的趋势使得刺激政策通过贸易、跨国公司的直接投资等渠道传导到了新兴经济体，从而可能引发新兴经济体通胀；他同时也认为，发展中国家的

通胀最后还是会通过贸易、货币市场以及通胀预期转而冲击发达经济体。^{*}也就是说，刺激政策所释放出的大量流动性最终还是会影响到几乎所有经济体。如果这一逻辑成立，那么短期内全球资产价格和大宗商品价格都具备上涨的动因。

二、近年来国际大宗商品市场的基本特征

全球金融危机前后，国际大宗商品价格剧烈波动。在以往的经济周期中，大宗商品价格的波动多是供给驱动的，多和地区性政治事件联系，例如 20 世纪 70 年的石油价格冲击。而最近十年，需求侧的因素成为影响价格的主要因素，例如新兴市场经济需求的快速增长、金融危机导致市场预期逆转以及需求下降等因素。

最近十年，国际市场上主要大宗商品价格的繁荣衰落周期非常类似，且规模最大、最持久、覆盖范围广泛。从 2003 年到 2008 年初，大部分的大宗商品价格大幅上涨，并几乎都经历了历史上最长的一次持续上涨周期。到 2008 年年中，以美元计算的能源价格高于 2003 年 1 月 320%，矿产品平均高于 296%。金融危机打破了这一上涨周期，到 2008 年 11 月，几乎所有大宗商品价格都急剧回落，原油价格回落超过 60%。这种商品价格的大幅波动可以在图 3 中看到。图 4 显示了不同能源商品价格的上涨和下跌周期。



^{*}谢国忠：“通胀全球化”，载《新世纪周刊》，2010年第33期，2010年08月16日。

图3 指定大宗商品的实际价格波动（2000年1月至2009年8月）（2000年= 100）

资料来源：IMF, International Financial Statistics, 转自WTO：“world trade report 2010”，P97

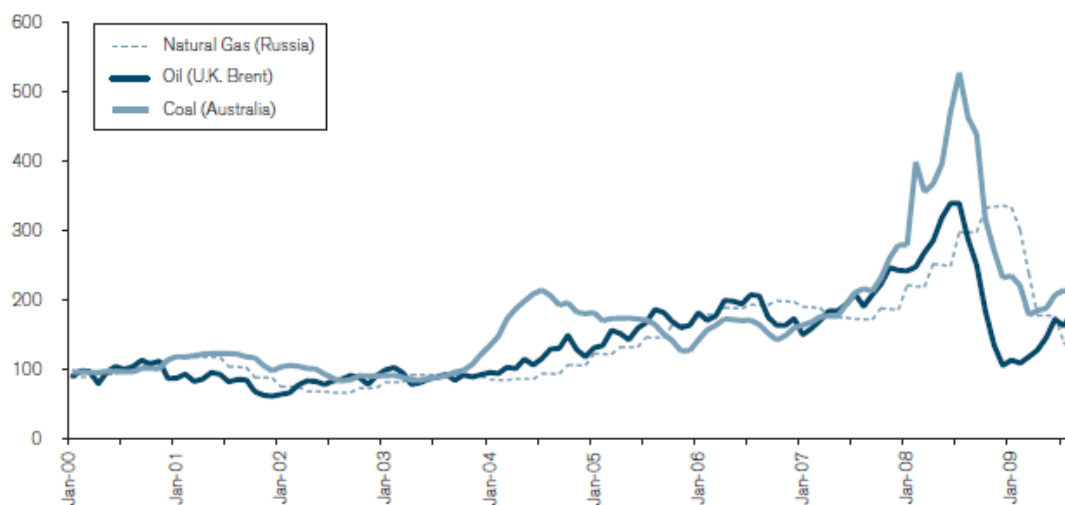


图4 能源大宗商品的实际价格波动（2000年1月至2009年8月）（2000年= 100）

资料来源：IMF, International Financial Statistics, 转自WTO：“world trade report 2010”，P98

全球金融危机之后，国际市场大宗商品价格由分化期进入震荡期。1980年代中期以后，石油危机结束，国际油价自此进入了缓慢的下降周期。就大宗商品市场整体而言，不同大宗商品价格的波动周期可分成三个时期：平衡期（1987-2004年）、分化期（2005-2008年）和震荡期（2008年至今）。在平衡期，大宗商品价格之间保持相对平衡，价格相互波动幅度不大；在分化期，大宗商品价格涨幅差距非常大；在震荡期，大宗商品之间的相对价格波动剧烈（图5）。

全球金融危机之前，对美元的价格弹性不同是大宗商品价格出现分化的主要原因。金融危机之前，大宗商品价格波动幅度呈现分化状态。这是由于不同大宗商品对美元价格弹性不一样，导致资本流动在不同大宗商品的多寡程度不一样，进而导致不同商品价格变动幅度不一样。

概括起来，影响大宗商品价格弹性的因素主要有以下方面：第一，供需弹性。从供需基本面看，能源的需求价格弹性比工业原料小。在整个全球产业链中，中游“制造国”从上游“资源国”进口工业原料并加工成制成品出口到下游“消费国”供其消费，换句话说，工业原材料在“资源国”与“制造国”之间直接流动，通过“制造国”在“资源国”与“消费

国”之间进行间接流动。与工业原料略有不同的是，对整个产业链来讲，能源的重要性更强，因为不仅“制造国”对能源需求量大，“消费国”乃至“资源国”本身对能源也有很大的需求量，所以，可以说能源在整个产业链中直接流动。因此，能源的需求价格弹性比工业原料小。所以，在分化期（2005-2008），能源对冲击的反应程度远远大过工业原料。

第二，抗通胀性。从抗通货膨胀的角度看，贵金属的需求价格弹性比食品小。在分化期，美元疲软强化了全球通胀预期，“抗通胀”需求成为打破原有的供需平衡关系一股力量。无论从自然属性来看，还是从传统习惯来讲，贵金属的抗通胀功能远远强于食品。因此，贵金属的需求价格弹性小于食品的需求价格弹性。面对“抗通胀”需求冲击，贵金属的反应程度也远远大于食品的反应程度。

第三，根据需求价格弹性理论，替代品的多寡将会影响需求弹性的高低：替代品越多，需求弹性就越高。以石油为例，当石油价格涨到一定程度时对煤炭的需求将会增加（“煤制油”的成本价），对玉米等农产品的需求也增加（生物能源的成本价）；煤炭和玉米的出现，使得石油的需求弹性变高，石油价格上涨速度放缓（可以这样理解：煤炭和玉米分流了部分资金，它们的价格上涨在一定程度上分摊了石油价格上涨压力）。

全球金融危机之后，国际资本在不同商品品种之间的转换是大宗商品价格出现震荡的主要原因。后危机时代，由于需求并未明显恢复，受实体经济不确定性的影响，市场预期出现分化，资金在各品种（特别是与经济复苏和通货膨胀相关的品种）之间频繁进出，因此就表现为不同商品品种的轮番上涨或下跌。但总体而言，具有抗通胀风险以及受实体经济需求恢复影响较大的品种波动幅度较小。黄金价格在流动性十分充裕的背景下竟然创下了历史新高，这表明市场对于经济复苏的前景仍然十分悲观，对于全球通胀的预期仍然十分强烈，对于美元的走势仍然十分担忧。从趋势上推断，在经历震荡期之后，随着实体经济不确定性的消除，大宗商品价格将会进入新的平衡期。但我们认为，目前大宗商品价格的震荡期还没有结束，有可能出现 2007 年末至 2008 年中期那一时期比较疯狂的局面。

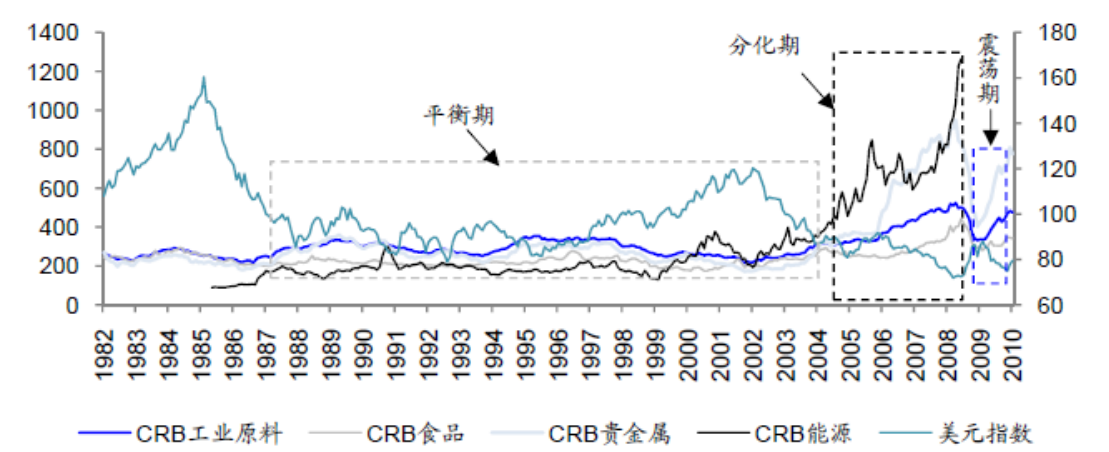


图5 在不同阶段大宗商品价格表现不一

资料来源：BLOOMBERG。

大宗商品价格的波动会因成本推动或替代效应在不同品种之间传递。这是近十年来商品市场价格波动的重要特征。例如，较高的石油价格不仅通过传统的成本推动机制，而且通过替代效应抬高其他商品的价格。例如天然橡胶价格已经上涨，因为它的替代品是石油为基础的合成橡胶。煤的价格更加昂贵，因高企的石油价格导致电厂使用相对便宜的煤炭发电，增加了煤炭的需求。此外，高油价导致生物燃料成为运输燃料的补充，生物原料使用激增。生物质燃料所需要的粮食供应在主要生产国的食品供应中占据了很大的份额，特别是玉米、油菜籽和糖。这自然推高了一些主要粮食作物的价格。因此，这一内在联系可能部分解释能源价格和食品价格高度相关性。另一方面，2008年金融危机后石油市场由繁荣转向低迷，进而减少了对生物燃料的需求，也造成农产品价格的全面下降。从长远来说，清洁替代能源的发展可能会削弱能源和食品市场之间的联系。

三、流动性过剩与大宗商品价格：原因解释

基础货币供应冲击导致大宗商品价格上涨。在2002-2008期间，全球流动性对主要商品价格的变化的影响可以用主要宏观经济变量来解释，包括实际利率、美元实际有效汇率，以及全球工业活动的增长。工业生产增长将提高原材料和能源的需求，而真实利率影响商品存货的机会成本以及商品生产企业的投资活动。实际有效汇率通过“一价定律”^{*}影响以美

^{*} 一价定律可简单的表述为：当贸易开放且交易费用为零时，同样的货物无论在地销售，其价格

元计价的商品。

如图 6 所示，2001-2005 年期间以美国联邦基金利率计算的实际利率长期处于零以下。20 世纪 70 年代美国也出现过长期的负实际利率，它助长了美国在第二次世界大战后最严重的通货膨胀。宽松的货币政策导致的美元流动性相对过剩使投资者重新配置投资组合，更多地持有商品。这增加了商品的需求，引起商品价格增长。Krichene（2008）认为基础货币的供给冲击是 2003-2007 年期间商品价格飞涨的主要原因*。

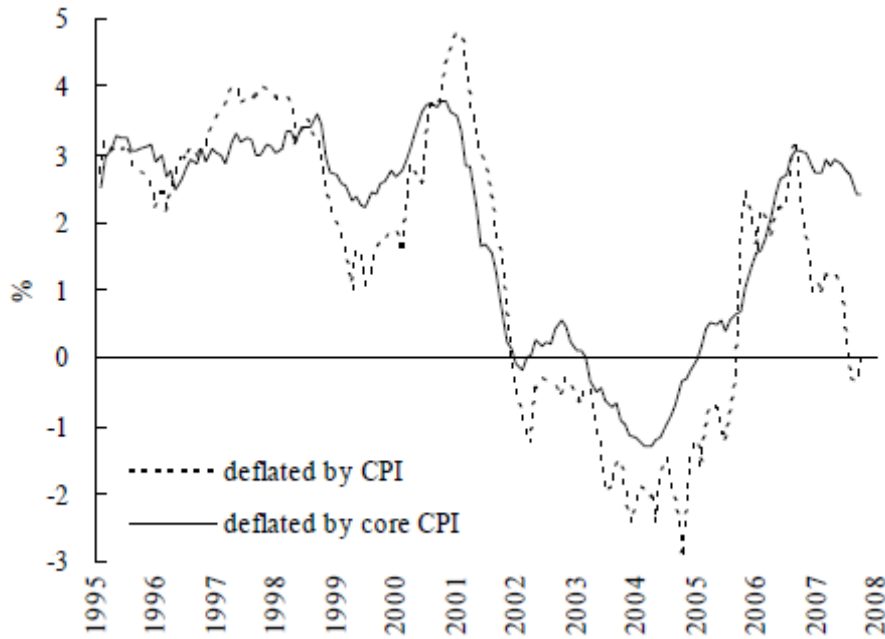


图 6 美国实际联邦基金隔夜拆借利率(1995M1-2007M9)

资料来源：美国联邦储备委员会；美国劳工统计局。

美国宽松的货币政策也影响美元实际有效汇率。如图 7 所示，在 2002 年第一季度至 2008 年第二季度美元指数贬值期间超过 20%，由 114.4 至 76.5。由于初级商品多以美元报价，通货膨胀的压力也传导至了商品价格。这一期间美元贬值意味着生产商将提高商品价格，因为他们的每笔销售需要更多的美元。此外，投资者预期到这一点，开始把资金投到商品市场，从而推动商品价格走高。也就是说，投资者纷纷涌入商品市场来对冲美元的贬值。随着金融危机的爆发，商品价格的高涨发生逆转。这是由于 2008 年二季度后，投资者由于避险

都相同。

* Krichene, Noureddine (2008). "Recent Inflationary Trends in World Commodities Markets". *IMF Working Papers* 08/130, International Monetary Fund.

需求增加了风险较小的美国债券的投资，导致美元升值，从而引起大宗商品价格下跌。

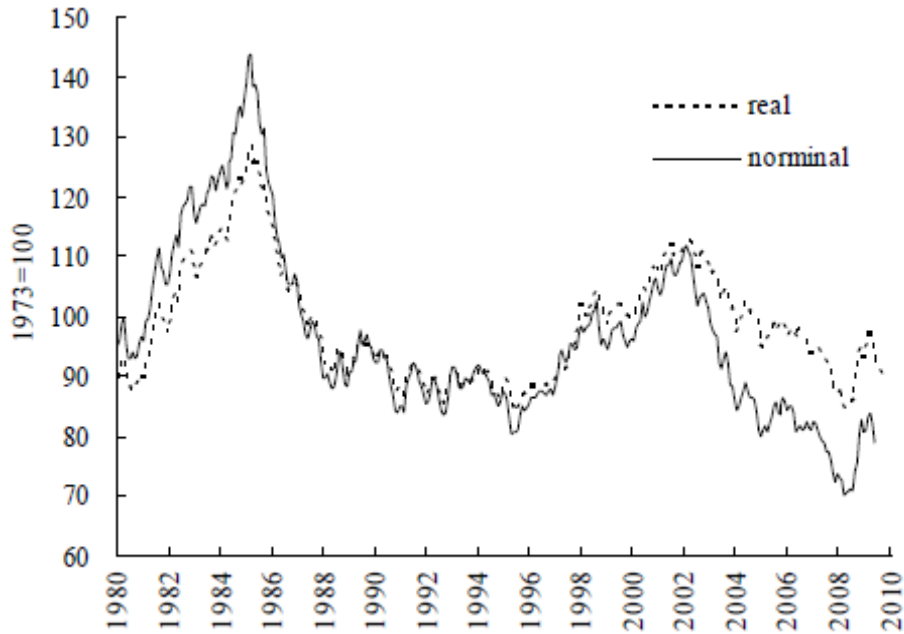


图 7 美国的实际和名义有效汇率(1980M1-2009M9)

资料来源：美国联邦储备委员会。

货币政策间接影响大宗商品价格。 Frankel (2007)指出，货币政策除了通过对通货膨胀和经济增长的预期间接影响商品价格，还有其他的直接渠道可以发挥其对商品价格的影响：库存渠道、供给渠道和金融渠道^{*}。Barsky and Kilian (2002, 2004)认为，货币政策影响商品价格是通过强劲的通胀和经济增长（预期）来实现的。[†]此外，还有一些其它途径，比如投资的机会成本。依据这个途径扩张性的货币政策可能导致物价上涨。Frankel (2007)指出：1) 低利率易于减少存货的机会成本，增加对商品的需求；2) 在供应方面，低利率使得商品生产者有动机在当期少开采，因为持有“地下”存货的成本也降低了；3) 利率下降降低了投机仓位的持有成本，使其更容易投资于大宗商品等资产。在一定条件下，这会对期货价格形成上升的压力。通过套利，也对现货价格产生一定的影响[‡]。反之，一个流动性冲击（如一个新的紧缩货币政策，利率提高）会增加石油产量（作为生产者发现当期开采石

^{*} Frankel, J.A. (2007), The effect of monetary policy on real commodity prices., in .Asset prices and monetary policy., edited by J. Campbell, University of Chicago press.

[†] Barsky, R.B. and L. Kilian (2002) .Do we really know that oil caused great stagnation? A monetary alternative., NBER Macroeconomics Annual 16: 137-198; Barsky, R.B. and L. Kilian (2004) .Oil and the macroeconomy since the 1970s., Journal of Economic Perspectives 18: 115-134.

[‡] Frankel, J.A. (2007), The effect of monetary policy on real commodity prices., in .Asset prices and monetary policy., edited by J. Campbell, University of Chicago press.

油更经济，可以以较高的利率进行投资）、原油库存降低（持有库存的机会成本变高），并且投机头寸下降（因投资者面临较高的机会成本）。

对美元波动敏感的大宗商品波动更为剧烈。大宗商品两个属性——商品属性和金融属性均在不断变化，如影响商品属性的因素总需求与总供给、库存周期等都在不断变化；影响金融属性的全球流动性、货币政策等也在不断变化，每一时期都不同的主导因素影响大宗商品价格的走势。对美元波动敏感的大宗商品波动更为剧烈。通过观察 CRB 分类指数的金融属性，可以发现，在 2006 年以来，CRB 能源、CRB 贵金属、CRB 工业原料和 CRB 食品的金融属性波动幅度依次递减（见图 5）。通过分离出大宗商品价格的金融属性，我们可以做出这样的判断，面对美元的升值压力，大宗商品的金融属性成为风险敞口。换句话说，当美元走势转强时，这部分最容易作为“水分”被挤出来。

美元走势是未来国际大宗商品价格走势的基础。金融危机之后，全球汇率面临重估，美元一度走强。汇率是一国货币兑换另一国货币的比率，是以一种货币表示另一种货币的价格。短期内，汇率是国际外汇市场的货币价格，由买方和卖方的市场行为所共同决定；中期内，汇率将是宏观基本面相对强弱的真实货币反映；长期内，货币地位的变化决定着一国货币汇率的长期命运。全球金融危机后，各国货币都因市场变化、结构调整和国家地位发生变化而不断被重估，全球各国的汇率都处在一个不断调整和重估的过程中。尽管美国经济受到重创，美元一度走低，但由于欧洲经济同样也受到危机影响，特别是主权债务危机爆发沉重打击了欧洲经济和欧洲货币联盟，欧元持续走弱，美元成为国际资本的避风港，持续走强。2010 年 6 月以来，由于中美关于汇率问题的再起争端。中国央行宣布继续推进人民币汇率改革，人民币走强，美元转而走弱。2010 年 9 月，美国众议院通过针对人民币汇率的法案，美元连续下跌。美元连续走跌导致日元也大幅升值，日本央行出手干预日元走势。美元连续下跌导致国际大宗商品市场暴涨，黄金和农产品价格涨幅最大，黄金和棉花价格创出历史新高。预计美国 2010 年 11 月中期选举以后，美元可能转为强势。总体而言，美国民主党总统奥巴马任期内，美国经济复苏状况可能要好于欧洲，美元可能在中期保持强势，但长期仍处于贬值趋势。由于美元是国际大宗商品交易的计价货币，美元如果走强将压制大宗商品价格上涨。

投机影响大宗商品价格。全球流动性影响大宗商品价格的另一个解释是大宗商品市场投机活动活跃。投资者在某些商品如铜、原油、谷物等的衍生品市场上发挥的作用是巨大的。本轮商品价格的急剧波动的一个重要特征是伴随着数千亿美元的进出衍生品市场。在解释投资者行为和衍生品市场结构、价格波动等方面存在争论。例如 Masters（2008）认为金融投

投资者的投机行为促进了价格波动，因此他强烈主张对金融投资者的行为进行严格监管^{*}。另一方面，Greely and Currie (2008)，金融投资者的投机行为并没有导致商品价格波动，反而有助于发现市场中供给和需求的双方力量的变化[†]。但我们也应该看到，投机活动是流动性过剩的结果，而非原因。

四、流动性过剩与大宗商品价格：传导机制

有大量的文献研究商品价格对宏观经济及其指标的影响，但是有关流动性或者货币政策对商品影响的文献比较少见。

在过去 30 年中，商品价格对制定货币政策的影响一直是经济学家研究的一个重要问题，出现了一些重要的文献。首先，Jeffrey A. Frankel (1986)提出了大宗商品价格的超调理论[‡]。大宗商品市场交易是迅速的，因此该市场能够快速对流动性冲击发生反应。如果货币政策发生改变，大宗商品价格将会超比例的调整。也就是说，大宗商品价格过度偏离了它的长期均衡，因为其他普通商品的价格存在粘性。

还有一部分文献研究大宗商品价格的发展对货币政策传导的影响。例如，Bhar and Hamori (2008)实证研究了大宗商品期货价格中影响货币政策的信息含量。他们使用交叉相关函数对商品期货价格和经济活动（例如 CPI 和工业产量等）的关系进行了实证研究。结果表明商品价格可以作为货币政策调整的信息变量[§]。这项研究也明确支持 Bernanke 等人所持的看法。Bernanke (1997)研究石油价格冲击，以分析货币政策对战后美国经济周期的作用。他们发现石油价格冲击对经济产生的影响，不是来自于石油价格的冲击，而是由于石油价格变化引起的从紧货币政策所引起的^{**}。同样，Awokuse and Yang (2003)认为商品价格指数可以作为反应货币政策传导的重要信息变量，因为它们隐含着一些宏观经济变量未来走

^{*} Masters, Michael W., (2008): "Testimony of Michael W. Masters before the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs United States Senate", May 20th, 2008.

[†] Greely, David and Jeffrey Currie (2008): "Speculators, Index Investors, and Commodity Prices", *Goldman Sachs Commodities Research*, June 29th, 2008.

[‡] Frankel, J. A., 1986. Expectations and Commodity Price Dynamics: The Overshooting Model. *American Journal of Agricultural Economics* 68(2), 344-348.

[§] Bhar, R., Hamori, S., 2008. Information Content of Commodity Futures Prices for Monetary Policy. *Economic Modelling* 25, 274-283.

^{**} Bernanke, B. S., Gertler, M., Watson, M., Sims, C. A., Friedman, B. M., 1997. Symmetric Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks. *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 91-174.

势的信号*。

然而，有一些文献怀疑大宗商品价格对制定货币政策的作用，因为某种大宗商品价格往所受到的冲击是该商品市场独有的，不会对宏观经济产生任何的影响(Marquis and Cunningham, 1990[†], Cody and Mills, 1991[‡])。而另一些文献，特别是货币主义学者的观点认为大宗商品价格的变化某种程度上是货币政策影响的结果，大宗商品价格是结果而非原因(Pindyck and Rotemberg, 1990[§])。

在本文中，我们试图从理论上来说明流动性冲击发生后的商品价格的调整过程。利率、大宗商品价格和普通消费品价格之间的关系可以从流动性冲击发生的动态价格调整来观察。在短期内，扩张性的货币政策提供的充足流动性，可能引发大宗商品价格立即做出反应，但普通消费品价格的反应较为平淡。然而随着时间的推移，消费价格也调整到了新的均衡价格水平。换句话说，从长期来看货币供应量的变化也会导致货币或产出的变化。

图8说明了当货币扩张、流动性增加时，高（供给价格弹性为无穷大，可以看作普通商品）和低（供给价格弹性为0，可以看作大宗商品）供给价格弹性的商品价格和数量的变化。高供给价格弹性商品（普通商品）在短期内的供给 $S_e(\text{SR})$ 具有无限的价格弹性，可以完全满足扩张流动性冲击引致的需求增加，同时价格不发生任何变化。因此，这种流动性冲击导致均衡产量增加，从 Pe_0 到 Pe_1 处实现新的短期均衡。与此相反，低价格弹性商品（大宗商品）的供给被限制在 S_i ，不能轻易扩张。扩张的流动性冲击引致的需求增加（从 D_{i1} 到 D_{i2} ）完全反应到价格上，使价格从 p_{i0} 上升到 p_{i1} 。

从长期来看，高供给价格弹性商品（普通商品）的价格在长期供给曲线LR上也会对扩张的流动性冲击引致的需求增加做出反应。因为根据“货币中性论”，货币供给的增长将导致价格水平的相同比例增长，对于实际产出水平没有产生影响。因此，长期来看，两类商品的均衡产量都没有发生变化，分别为 p_{e2} 和 p_{i2} 。

* Awokuse, T. O., Yang, J., 2003. The Information Role of Commodity Prices in Formulating Monetary Policy: A Re-examination. *Economics Letters* 79, 219–224.

† Marquis, M. H., Cunningham, S. R., 1990. Is There a Role of Commodity Prices in the Design of Monetary Policy? Some Empirical Evidence. *Southern Economic Journal* 57, 394–412.

‡ Cody, B. J., Mills, L. O., 1991. The Role of Commodity Prices in Formulating Monetary Policy. *Review of Economics and Statistics* 73, 358–365.

§ Pindyck, R. S., Rotemberg, J. J., 1990. The Excess Co-movement of Commodity Prices. *Economic Journal* 100, 1173–1189.

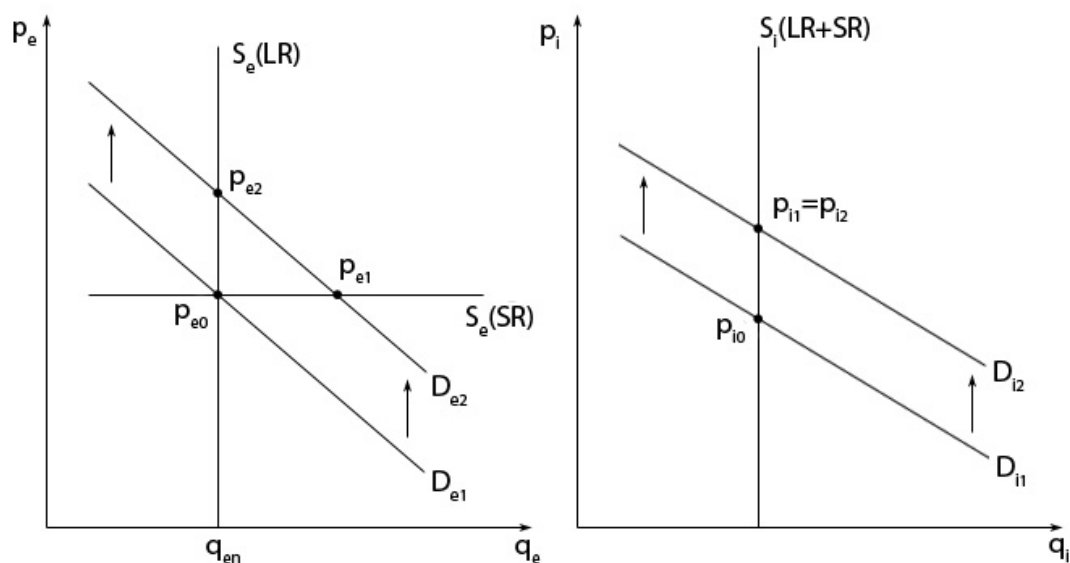


图8 流动性冲击对高（左图）和低（右图）供给价格弹性商品的长期和短期影响

具有价格弹性及价格弹性较小的商品在货币供应冲击发生后的价格调整可能是不同的。由于在许多普通商品市场上国际竞争激烈，以及世界各地新兴市场向对便宜的劳动力的大量供给（劳动力成本在普通商品成本中所占比例较大），在短期内商品价格不会对总需求的增加产生反应。只有在长期，产能利用率的提高将转化为更高的工资，这对普通商品价格产生上涨的压力。

相反，由于大宗商品的供给在短期内受到各种因素限制，大宗商品生产者在发生短期的价格变化后并不能对产量进行相应的调整。因此，大宗商品长期生产能力的扩大和调整是滞后和缓慢的，商品消费需求的突然变化可能导致市场价格大幅变动。以原油为例，世界主要油田都由于老化面临产量递减并且投资不足。不要说满足不断上升的需求，就是维持现有产量也十分困难。因此，原油市场对消费需求的上升十分敏感，并在短期内表现为价格的上涨。总之，供应方面的滞后，以及商品需求增长强劲使得商品市场价格大幅增长。此外，正如 Browne and Cronin (2007)所说，大宗商品市场的价格调整过程比较快，还因为该市场的交易商比普通商品市场的交易者能够获得更平衡的信息和资源*。这使他们能够快速地对流动性条件的变化。因此，对大宗商品需求的增加立即在商品价格上有所反应。同样，针对流动性供给的冲击，大宗商品价格可能超调它们的长期均衡，同时以普通消费品价格的滞后调整作为补偿。

* Browne, F., Cronin, D., 2007. Commodity Prices, Money and Inflation. ECB Working Paper 738, Frankfurt a. M.

简短的结论

最近十年以来，国际市场流动性过剩，国际大宗商品价格波动剧烈。发达国家的以低利率为特征的宽松货币政策和新兴市场国家外汇储备增加导致基础货币发行增加是导致全球流动性过剩的基本原因。流动性过剩是大宗商品价格产生泡沫的最主要原因，需求引致的价格上涨是流动性过剩的必然结果。高水平的全球流动性可能对未来的资产、大宗商品价格泡沫和金融稳定构成威胁。

货币政策、美元走势以及投机活动都是影响大宗商品价格的重要原因。不同供给价格弹性的商品对于货币供应冲击在短期内的反应是不同的。各国货币当局必须对可能从大宗商品价格到普通消费品价格的传导效应有所警觉。大宗商品价格泡沫不仅是影响价格稳定，而且是对整个经济是个风险。

国际市场大宗商品价格波动是未来通胀趋势和经济形势的重要先行指标。2010年下半年以来，国际市场金价，油价，农产品价格轮动上涨，恰恰说明金融危机之后释放出的流动性正在寻找出口和投资标的物。国际市场的风云变幻，必然影响到一些发展中国家国内经济和行业的变化。

如果没有新兴产业吸收，那么大量的流动性就会充斥大宗商品市场，并给一些发展中国家带来新一轮的通胀；如果全球贸易保护主义形势继续恶化，而一些国家内部又不能进一步开放政府垄断或管制的市场，那么大量的流动性只能流向资产市场和需求弹性很小的消费品市场；如果全球经济和贸易政策不能协调或取得妥协，一国政府很难通过本国干预市场的政策扭转流动性过剩的局面，政府本是市场的一部分，政策干预恐怕无法战胜市场规律。

参考文献：

Awokuse, T. O., Yang, J., (2003). The Information Role of Commodity Prices in Formulating Monetary Policy: A Re-examination. *Economics Letters* 79, 219-224.

Barsky, R.B. and L. Kilian (2002) .Do we really know that oil caused great stagnation? A monetary alternative., *NBER Macroeconomics Annual* 16: 137-198; Barsky, R.B. and L. Kilian (2004) .Oil and the macroeconomy since the 1970s., *Journal of Economic Perspectives* 18: 115-134.

Bernanke, B. S., Gertler, M., Watson, M., Sims, C. A., Friedman, B. M., (1997). *Symmetric*

Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks. *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 91–174.

Bhar, R., Hamori, S., (2008). Information Content of Commodity Futures Prices for Monetary Policy. *Economic Modelling* 25, 274–283.

Cody, B. J., Mills, L. O., (1991). The Role of Commodity Prices in Formulating Monetary Policy. *Review of Economics and Statistics* 73, 358–365.

Frankel, J. A., (1986). Expectations and Commodity Price Dynamics: The Overshooting Model. *American Journal of Agricultural Economics* 68(2), 344–348.

Frankel, J.A. (2007), The effect of monetary policy on real commodity prices., in *Asset prices and monetary policy.*, edited by J. Campbell, University of Chicago press.

Frankel, J.A. (2007), The effect of monetary policy on real commodity prices., in *Asset prices and monetary policy.*, edited by J. Campbell, University of Chicago press.

Greely, David and Jeffrey Currie (2008): “Speculators, Index Investors, and Commodity Prices”, *Goldman Sachs Commodities Research*, June 29th, 2008.

IMF, Global Liquidity Expansion Effects on “Receiving” Economies and Policy Response Options, *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, April 2010.

Krichene, Noureddine (2008). “Recent Inflationary Trends in World Commodities Markets”. *IMF Working Papers* 08/130, International Monetary Fund.

Marquis, M. H., Cunningham, S. R., (1990). Is There a Role of Commodity Prices in the Design of Monetary Policy? Some Empirical Evidence. *Southern Economic Journal* 57, 394–412.

Masters, Michael W., (2008): “Testimony of Michael W. Masters before the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs United States Senate”, May 20th, 2008.

Pindyck, R. S., Rotemberg, J. J.,(1990). The Excess Co-movement of Commodity Prices. *Economic Journal* 100, 1173–1189.

WTO: “world trade report 2010”

谢国忠：《通胀全球化》，载《新世纪》周刊，2010年第33期，2010年08月16日。