

# 為什麼短期內不必擔心“滯脹”？

■ 平安證券首席經濟學家、中國社科院世經政所研究員 張明

最近一系列事件的發生，使得市場開始擔心滯脹的風險。“滯”早已在，而“脹”屬於新憂。這一系列事件包括：國際原油價格今年上半年的攀升、北方生豬疫情、山東壽光水災、一線城市房租價格上漲等。

筆者的判斷是，短期內（2018年下半年、甚至2019年上半年）不必過分擔心通脹。CPI同比增速的中樞水平從2.0%上升至2.5%左右是可能的，但很難繼續上升。CPI中樞突破3.0%的概率極低。

原因之一，是目前導致通脹預期上行的事件，都屬於供給側衝擊，並沒有得到需求方的支持。而如果缺乏需求方支持，“脹”的可持續性就值得懷疑。

原因之二，是目前這些供給側衝擊中，油價、蔬菜、豬肉的價格能否持續上漲，存在不確定性。全球油價的走向取決於中東地區地緣政治衝突是否會繼續加劇。蔬菜的生長週期通常在一個季度以內，壽光水災的影響難以持續。至於生豬疫情，一方面，疫情目前影響的存欄數量非常有限；另一方面，由於有疫情

擴大的預期，農戶可能讓生豬提前出欄，這可能會放大而非縮小短期內生豬供給。

原因之三，雖然一線城市房租的上漲是真實的，而且可能持續較長一段時間，但遺憾的是，這對CPI中房租部分的影響微乎其微。其一，房租在CPI籃子中的佔比相當有限，約在15%左右。其二，CPI籃子中的房租有很大一部分是所謂虛擬租金，是統計局根據固定系數測算的自住房的成本，這幾乎是固定不變的。其三，即使CPI籃子中房租部分會影響市場租金變動，一線城市在其中的佔比也是非常有限的。因此，即使一線城市房租繼續上升，CPI籃子中的租金也可能巋然不動。

原因之四，是目前貨幣因素是在持續壓制CPI走勢。從歷史上來看，中國M1同比增速與CPI同比增速存在顯著正相關，且前者變動要領先後者一年左右。今年年初至今，M1同比增速不斷下行。今年2月至今，M1同比增速已經連續多個月低於M2增速。從歷史經驗來看，這意味着總需求未來將會繼續下行，

而通脹也會相應的面臨滯脹壓力。

不過，通脹雖沒有近憂，但或有遠慮。筆者最擔心的，還是CPI中的食品項。過去一年半時間內，食品價格增速都在壓低CPI增速。目前有三個原因使得我們擔心中期內的食品價格反彈。一是豬肉價格負增長的時間長度目前已經達到歷史平均水平；二是今年夏季北半球氣候普遍異常；三是中美貿易戰可能影響進口農產品（尤其是大豆）價格。很可能從未來某個時候，食品價格將會重新成為顯著推升CPI增速的力量。

總體而言，短期內不必過分擔心“滯脹”中的“脹”。CPI同比增速中樞水平上升幅度將會非常有限。通脹方面的考量不會成為制約央行貨幣政策寬鬆程度的明顯掣肘因素。更顯著的掣肘因素依然是人民幣匯率貶值壓力（美國長期國債收益率上升）與資產價格上漲壓力（一二線城市房地產市場漲價壓力猶存）。短期來看，中國10年期國債收益率的下行空間較為有限（最多30個基點左右）。