

此轮CPI上涨不同寻常

供给冲击下的CPI不能准确反映目前的全面价格水平，从核心CPI和PPI的走势和目前低位来看，降息或许已经成为必要

文 / 张斌

2019年CPI从年初的1.7%上升到7月份的2.8%，仅从这个指标看不应该担心通缩，应担心通胀才对。然而此轮CPI上涨与过去几轮CPI上涨有着显著不同。

过去几轮通胀背后都能看到货币扩张的支持，本轮没有。过去几轮都是食品和非食品、PPI价格的普遍上涨，而本轮只有猪肉带动的食品价格上涨，其他商品和服务的价格普遍下跌。过去几轮的通胀的主要原因是需求过旺，而本轮CPI上涨则是供给冲击，仅看CPI走势会误判总需求变化的认知。

核心CPI和PPI持续下行，PMI连续低于荣枯线和PMI中的就业指标创下10年新低，说明中国经济当前总体面临的是需求不足和日益增加的通缩压力。逆周期调控政策发力的关键是刺激信贷需求增长，主要内容包括降息、对房地产调控政策正常化、加快专项债发行以及拓宽基建融资渠道、发挥好浮动汇率的自动稳定器作用，以及帮助流动人口在城市落户安家的相关政策安排。

此轮CPI上涨不同寻常

第一个不同是过去几轮通胀是普遍价格上涨，本轮是只有猪肉主导的食品价格上涨，其他价格普遍下跌。2000年以来，中国经济经历了2004年-2005

年、2007年-2008年、2010年-2012年三轮通胀，这三轮通胀的共同特征是猪肉价格主导的食品价格上涨同时，非食品价格、PPI等其他商品价格也在普遍上涨。

第二个不同是CPI上涨背后，过去通胀背后都有货币扩张的影子，本轮没有。货币扩张对实体经济影响的滞后影响大概有11个-13个月的时间，我们把滞后12个月的2004年-2005年、2007年-2008年、2010年-2012年三轮通胀和广义货币M2放在一起观察，可以看到过去几轮通胀背后都有货币扩张的背景。本轮CPI上升过程中M2增速和社融增速则是持续下降。

这次CPI上涨背后是供给冲击。过去每次发生通胀的时候，经常被解读为猪肉供应出现了问题，是供给端冲击带动了总体价格上涨。这种解读站不住脚的地方在于为什么其他商品和服务价格也在上涨。更有说服力的解释是以广义货币扩张为代表的总需求在扩张，供给端缺少弹性的猪肉价格上涨最突出，其他商品价格涨幅稍弱而已。价格上涨并非来自真正意义上的供给冲击，而主要是需求增长。

本轮CPI上涨之前没有看到货币扩张，非洲猪瘟对猪肉供给的负面影响前

所未有。只有猪肉价格上涨，其他商品和服务价格普遍下跌。这些证据放在一起的指向是供给冲击主导的CPI上涨，与此前需求扩张带来的通胀显著不同。

这种情况下，货币政策决策依据不宜再去过多参考CPI，而应该考虑更全面反映物价水平且较少受到供给冲击影响的价格指标。

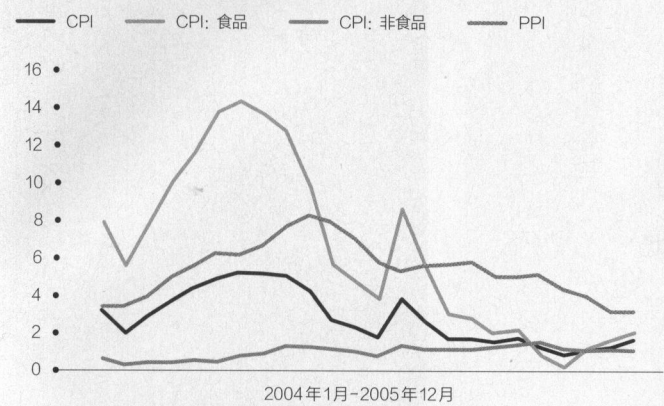
经济面临需求不足

剔除了食品和能源价格的核心CPI全面反映物价水平，且较少受到供给冲击影响的价格指标，是各国货币当局决策中重点参考的价格指标。中国的核心CPI自2018年初的高点2.5%持续下跌，目前在1.6%。

中国与发达国家相比，支出方面投资占比更高，生产方面工业品占比更高。因此，CPI对经济活动的反映还不够充分。除了核心CPI以外，中国还需要考虑PPI。PPI与核心CPI走势高度趋同，2018年以来也是持续下行走势，目前在-0.3%。

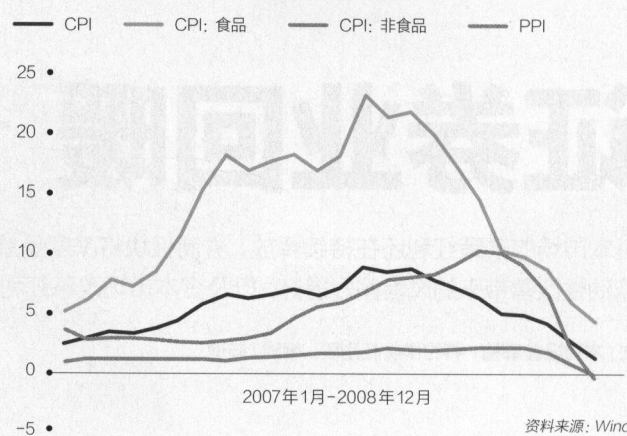
与核心CPI和PPI下行走势相一致的还有反映经济景气程度的PMI指数。2018年以来PMI也是持续下降，目前已经有连续4个月低于荣枯线。PMI指数中的就业指标连续28个月低于荣枯线，

图1: 2004年-2005年的通胀: 价格普遍上涨



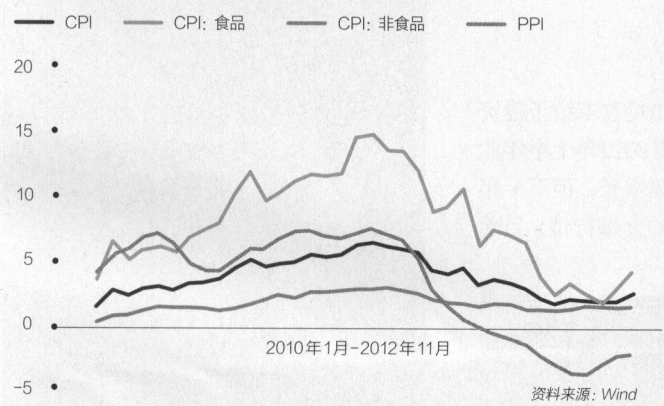
资料来源: Wind 制图: 颜斌

图2: 2007年-2008年的通胀: 价格普遍上涨



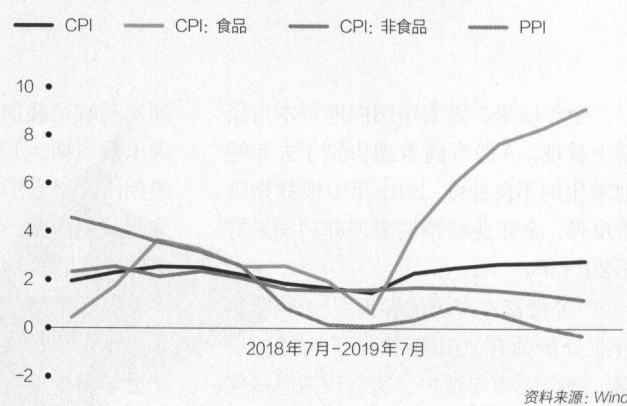
资料来源: Wind

图3: 2010年-2012年的通胀: 价格普遍上涨



资料来源: Wind

图4: 2019年: 只有食品价格在涨, 其他价格都在下降



资料来源: Wind

目前是46.9, 这是2009年以来10年的最低位。持续低迷的物价和经济景气程度说明当前经济低于潜在经济增速, 经济面临总需求不足的挑战。

扩大总需求需要激发信贷需求

没有信贷增长就没有购买力增长, 扩大总需求不能落在实处。当前环境下, 制约信贷增长的主要来自信贷需求不足。激发信贷需求主要依靠几个手段。

一是降低利率, 供给冲击下的CPI不能准确反映目前的全面价格水平, 从核心CPI和PPI的走势和目前低位来看, 降息已经非常必要。

二是对房地产企业和住房抵押贷款政策的正常化。遏制房价上涨的长久之计是大幅提高住宅用地供给和改善城市

公共基础设施和服务, 不能靠抑制需求。过去的经验告诉我们, 今天被压下去的需求以后还会更猛烈地反弹。即便是抑制需求, 选取的时点应该是房地产销售和价格的上升通道, 而不是当前房地产销售和价格的下行通道。房地产信贷在当前社会融资总额增量当中占有三成比例, 经济下行期打压房地产相关信贷, 不仅是房地产行业压力巨大, 全社会信贷也会再下台阶, 全社会购买力也会跟着下台阶。

三是确保广义政府债务和基建投资的合理增长, 发挥好其熨平经济波动的缓冲器作用。专项债扩容对地方政府融资和基建有一定帮助, 但是规模上还远远不够。专项债需要扩容, 但还不足以满足没有现金流支持的公益类基建投资

需求。一般预算中需要根据现实发展需要, 增加对没有现金流支持的公益类基建的资金安排。

四是坚持当前汇率改革方向, 发挥好汇率浮动对宏观经济的自动稳定器作用。

五是帮助流动人口在城市落户安家的相关政策安排。巨大的流动人口背后, 隐藏了巨大的没有被释放的消费潜力。与高收入国家相比, 中国的人均家电、汽车等工业品消费过早地进入了饱和期。如果能让更多流动人口在工作地的城市安家落户, 对于刺激相关消费还有巨大潜力。■

(作者为中国社科院世界经济与政治研究所研究员、中国金融四十人论坛研究员; 编辑: 王延春)