



张明

中国社科院世经政
所研究员、平安证
券首席经济学家

通胀压力未来可能抬头

受食品价格、能源价格与进口价格的驱动，未来中国CPI同比增速的中枢水平可能至少上升0.5个百分点。

|||||

中国CPI同比增速在2018年2月一度达到2.9%（这是自2013年12月以来的阶段性高点），但在2018年4—6月期间又重新下跌至2%以内。不过，2018年7月，CPI同比增速重新回升至2.1%。CPI环比增速在经历了2018年3—6月的持续负增长之后，也在2018年7月由负转正。那么，在当前中国宏观经济内外部环境依然复杂的背景下，通货膨胀率是否可能出现逆市而上？笔者的答案是：相当可能。

我们可以从三个维度来分析中国的CPI走势：食品价格、进口价格与货币增速。从这三个维度的态势来看，食品价格与进口价格未来都可能推高CPI增速，而货币增速则会持续压制CPI增速。整体来看，笔者认为，从2018年下半年起，在未来一段时间内，受到食品价格、能源价格与进口价格的推动，中国CPI同比增速的中枢水平有望从过去两年间（2016年7月至2017年6月）的1.7%—1.8%上升0.5个百分点至2.2%—2.3%左右，个别月份的CPI同比增速，甚至可能上探3.0%。

从食品价格的视角来看，从2017年2月至2018年8月上旬，中国食品价格以及猪肉价格都在持续压低CPI增速。猪肉价格同比增速更是在2017年2月至2018年7月出现了持续18个月的负增长。而自2005年年初以来，历史上四次猪肉价格同比负增长的持续时间分别为16个月、19个月、13个月与14个月。因此，从历史规律看，此轮猪肉价格同比增速结束负增长而转为重新上升，应是大概率事件。此外，食品价格还可能受到两个重要因素的推动：第一，今年夏季北半球气候异常炎热，这可能会对农业与畜牧业的生产经营活动造成显著的负面冲击，最终推升商品价格；第二，中美贸易摩擦仍在加剧。如果中国对美国农产品（特别是大豆）增加关税，有可能会通过推升进口价格来最终提高国内食品价格。或许，从2018年下半年开始，食品与猪肉价格的同比增速就可能出现显著反弹，从而成为CPI同比增速上行的主要推手之一。

从进口价格的视角来看，长期以来，在进口价格指数、PPI同比增速与CPI同比增速之间存在显著的正相关关系，且进口价格指数的波动大于PPI，PPI的波动又大于CPI。中国PPI同比增速在2017年2月一度达到7.8%，但到2018年3月已经下降至3.1%。不过，2018年4月至7月，PPI同比增速总体上在持续上升，7月

份达到4.6%。最近几个月PPI增速的上升，明显是受到进口价格指数上升的推动。例如，2018年4月至6月，进口价格同比增速分别为0.5%、2.0%与4.4%。这一轮进口价格的上涨，明显受到了全球原油价格上涨的推动。而在未来一段时间内，进口价格指数可能继续上涨：一方面，中东地区地缘政治冲突近期有加剧之势，如果美国与伊朗的冲突加剧导致伊朗封锁霍尔木兹海峡，则油价的中枢水平可能继续上升；另一方面，今年4月至8月上旬，人民币兑美元汇率已经下跌超过7%，汇率的波动也有可能对国内商品产生影响。

从货币增速的视角来看，历史上中国M₁增速与CPI增速之间存在显著的正相关关系，且M₁增速的变化要领先CPI增速变化半年至一年左右。2017年2月至2018年6月，中国M₁同比增速由21.4%降至6.6%。更重要的是，2018年2月至6月，M₁同比增速已经连续5个月低于M₂的同比增速，这在历史上被认为是产出缺口为负、经济增长仍将显著下行的征兆。尽管自2015年以来，货币增速与CPI增速之间的正相关性似乎明显下降，但M₁增速的持续下降，依然会对CPI增速产生压制作用。

综上所述，笔者认为，受到食品、能源与进口价格的驱动，中国CPI同比增速的中枢水平可能至少上升0.5个百分点。在经济增速仍具有下行风险的背景下，这将带来一定程度的滞胀压力。此外，如果CPI增速回升较快，将会限制央行货币政策未来的宽松程度，进而会压缩10年期国债收益率的下行空间。