

徐奇渊

xuqiy@163.com

通胀不是当前经济的主要矛盾¹

2021年初以来中国经济持续修复，1季度GDP增速达到18.3%。特别是供给端的工业增加值，1季度不变价同比增速升至24.4%，需求端人民币计值的出口名义同比增速为38.7%。刚刚发布的4月宏观数据显示，我国经济延续了这种强劲恢复态势。其中规上工业增加值同比增长9.8%。考虑到去年同期复工复产加快、基数抬高影响，当前同比增速虽然有所回落，但仍然是一个较高增速水平。同时，4月人民币计值的出口同比增速达到22.2%，甚至较3月的20.7%更高。

从当前的内外环境来看，工业生产和出口增长势头较强，同时全球流动性宽松、大宗商品价格上涨带来了一定通胀压力。政策讨论当中，对于是否“转弯”出现了一些不同的观点。在此背景下，我们应当如何理解当前的经济形势？我国的宏观调控政策是否需要“转弯”？观察当前增长形势，必须要考虑疫情冲击、中美关系这些背景。同时，对于中近期的宏观调控框架进行讨论，也需要从中长期新发展格局的视角进行思考。

¹ 本文已于2021年5月24日发表于《财经》杂志。

下半年出口增速将出现回落

当前中国经济在生产端体现出来的第二产业强于第三产业，这与疫情零星冲击下服务业面临限制有关，也和需求端出口贸易较强高度一致。在各种观点当中，对下半年经济仍然比较乐观的看法就和较强的出口需求有关。但是我们认为，中国面临的外部需求在下半年可能会有所减弱，尤其在 4 季度可能回落较快。

一个技术上的原因是，去年下半年出口的基数较高。更重要的是，当前中国强劲的外需和海外市场的供、求缺口有关。一方面欧美的宽松政策和对个人的大力救助，使得总需求维持在相对稳定的水平，而另一方面疫情冲击了正常的生产秩序。两方面共同作用，使得海外市场需求大于供给，我国的出口持续走强。

海外市场供求力量的这种对比情况，在 2021 年下半年可能会发生转变。第一，在疫情期间，由于社交距离的限制，欧美居民的旅游、餐饮等服务业需求显著下降，而对制造业产品的需求相对稳定。因此，在下半年欧美疫苗实现普及的过程中，其需求恢复主要体现在服务业、或不可贸易品部门，而不是体现在制造业这类可贸易品部门。

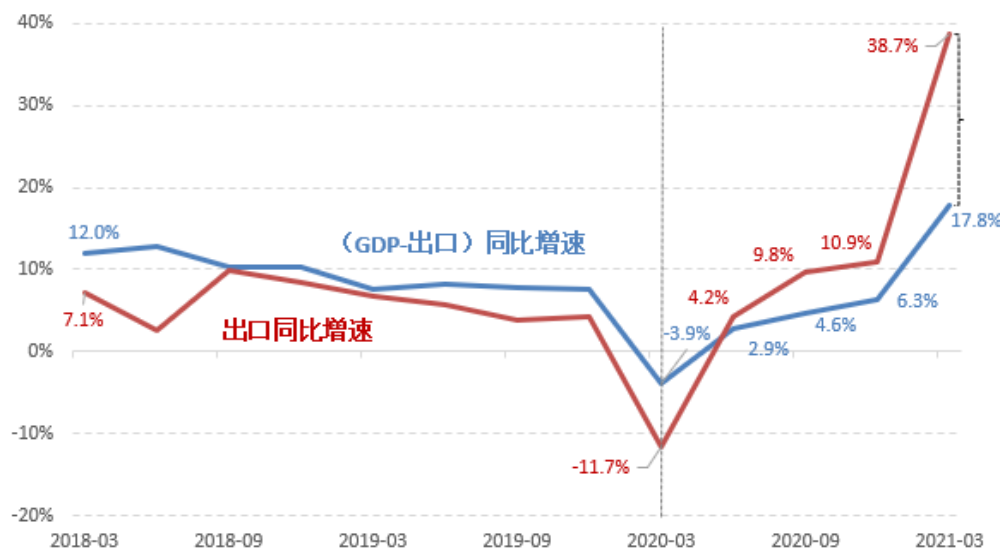
第二，下半年欧美实现疫苗普及、以及对个人救助政策到期之后，欧美国家的劳动参与率将显著提升（但是这并不意味着失业率有同步下降），从而欧美国家的供给、需求缺口将有显著缩小。以美国为例，在 2020 年美国人均可支配收入同比增速为 6.49%，是 1989 年以来的最高增速，甚至高于 2000 年（6.47%）。在救助政策支撑下，个人就业意愿下降、劳动参与率持续下降。但是在基准情形下，下半年美国疫情预计将得到控制，并且 2021 年 9 月美国个人救助政策到期后基本上不会再延续。届时美国的生产、生活秩序基本恢复正常，劳动参与率也将显著上升，其供求缺口将明显收缩。而中国的外部需求也将有相应的回落。

当前我国出口占全球份额显著超出过去的历史最高水平，今年下半年或明年出口份额出现回落具有一定的必然性。我们需要稳住内需，从而对出口增速的回落提供缓冲，避免因为出口的波动而影响到国内经济稳定。

过度依赖出口不可取，要坚持扩大内需战略

即使出口增速维持高位，甚至超预期走强，这也不是可取的增长方式。“自 2008 年国际金融危机以来，我国经济已经在向以国内大循环为主体转变”。2020 年初疫情冲击之前的较长时期，我国内需增速持续快于外需，外需对经济产出的贡献持续下降。

但是疫情冲击之后，外需经历短暂下行之后出现了强烈反弹。2020 年 2 季度到 2021 年 1 季度，外需增速、内需增速差值越来越大。我们将出口作为外需、GDP 减去出口值作为内需。2020 年 2 季度，外需增速比内需增速高出 1.3 个百分点（4.2%减 2.9%），2021 年 3 季度两者差值扩大到 20.9 个百分点（38.7%减 17.8%）。尽管上年的基期效应有一定解释力，但仍然难以完全解释这种内、外需增速的背离。



疫情以来外需扩张持续强于内需

数据说明：这里将出口对应于外需，GDP-出口对应于内需，这是一个近似的做法。所有指标均为名义值。数据来源：WIND 数据终端。

其中对于出口贸易增速大幅上升的原因分析较多，一方面这与疫情相关的医用产品出口有关，一方面与前文提到的海外供、求缺口有关。其自然的结果是我国出口占全球市场份额创历史新高，贸易顺差大幅上升。2020 年我国商品贸易顺差为 5269 亿美元（海关口径），较疫情之前的 2019 年上升了 1059 亿美元。2021 年前 4 个月贸易顺差已经达到 1579 亿美元。

相应地，我国国际收支失衡程度有所上升。2016 年至 2019 年我国

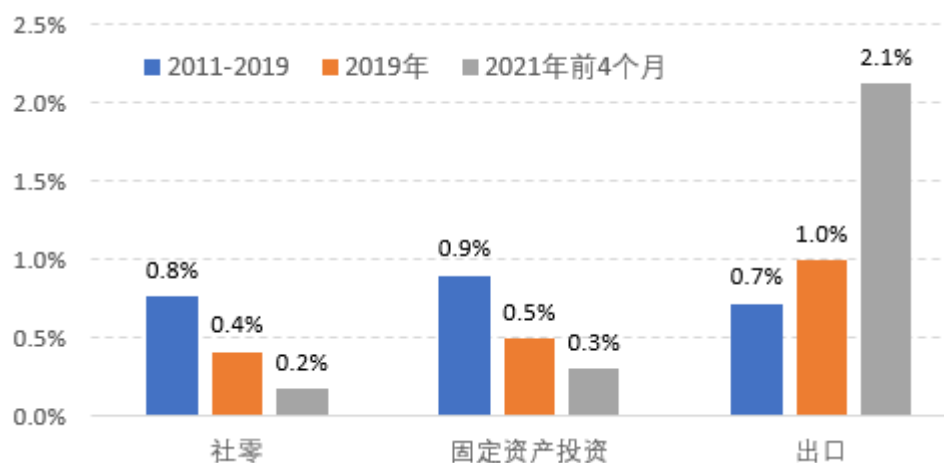
经常账户顺差占 GDP 比例一直维持在 2%以下。2020 年前低后高，后 3 个季度的经常账户顺差 GDP 占比在 2.4%到 3.1%之间，2021 年 1 季度这一占比预计也将达到 3%左右。在此背景下，中美贸易失衡程度加剧，美国就人民币汇率施压的可能性上升，同时中美贸易摩擦的压力也可能会上升。

同时，经常项下大幅顺差的镜像结果，便是资本与金融项下我国海外资产的增加。这有一定积极意义，疫情期间确实是加大对外关键产业、技术投资的机遇期。但是，经常项下巨额顺差所对应的海外资产大幅增加，这一点也带来了下面三点隐忧和风险。其一，在中美冲突背景之下，我国海外资产的安全性面临一定政治风险。其二，欧美日等主要经济体的过度宽松货币政策也使得海外资产的投资收益面临一定的市场风险。其三，更多的其他新兴市场和发展中国家甚至仍陷于疫情的困扰之中。

事实上在 2020 年，我国经常账户中的投资项净收益为-1071 亿美元，较之前的年份有大幅上升。在此背景下，追求出口和顺差的大幅增长，这不应成为我国的宏观政策目标。即使出口增速持续走强，我们也不宜回到过度依赖外需的老路上去。稳定就业和经济增长，更多要着眼于扩大内需战略。

我国内需依然偏弱，需要宏观调控政策加力

从同比来看，内需增速似乎已经走出了疫情冲击的阴影。2020 年 2 季度我国内需名义值同比增长 1.6%，实现了正增长，之后逐步回升，到 2021 年 1 季度我国内需名义同比增速为 18%。但是疫情冲击带来了较强干扰，使得同比增速受到基期效应的较大影响，因此我们使用月度季调环比增速（实际值口径）来观察 2021 年前 4 个月的主要经济指标，并将其与疫情之前的增速情况进行对比。



主要指标月度季调环比、实际增速平均值：三个时期的对比

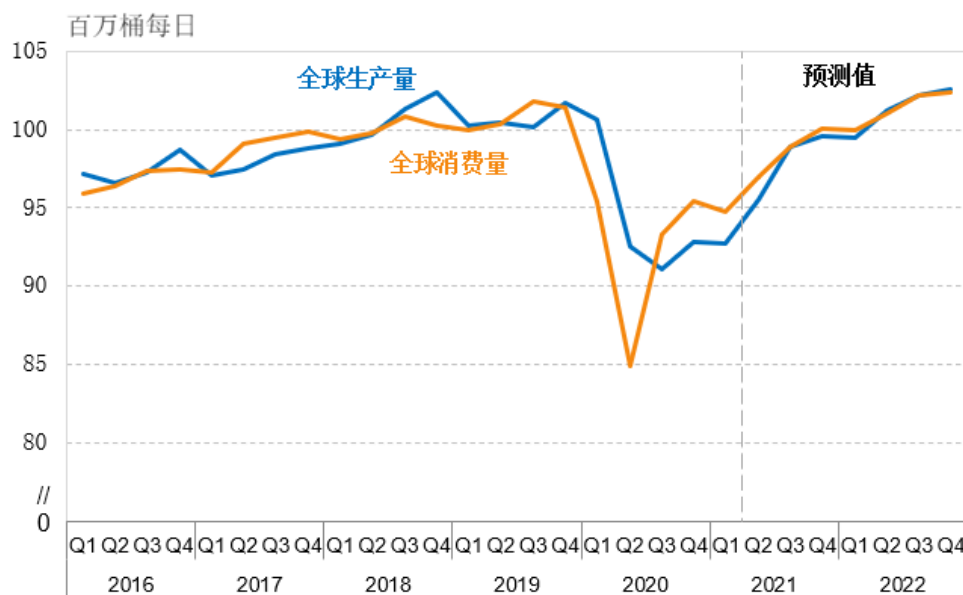
数据口径：指标口径为月度季调环比的算术平均值，并且都是实际增速。**数据来源和处理过程：**其中社零、固定资产投资的名义环比增速均为统计局发布数据，之后分别使用商品零售价格指数（RPI）、生产者价格指数（PPI）的生产资料价格指数进行平减得到实际增速，然后使用 X12 方法进行季调，得到季调的实际增速之后再计算平均值。另外，出口的人民币数据自 2012 年开始公布，笔者使用美元出口金额、人民币汇率数据补齐了 2011 年的月度数据，然后再进行季调处理。出口当月名义金额（人民币计值）为海关公布数据，出口价格指数在样本期公布不完整，因此使用 PPI 的月度环比增速来对名义出口季调增速进行平减。

首先是社会消费品零售总额。该指标在 2021 年 1 至 4 月的季调环比、实际增速平均值为 0.2%，低于疫情之前的 2019 年平均值（0.4%），更低于有数据以来 2011 年至 2019 年的月度均值（0.8%）。其次是固定资产投资，其在三个时期的表现与前者完全一致。而出口增速则与前两者的表现形成了鲜明对比：2021 年 1 至 4 月的季调环比实际增速平均值为 2.1%，大幅高于 2019 年的平均值（1.0%），更是高于 2011 年至 2019 年平均增速（0.7%）。

因此，从季调环比增速的平均值角度来看，2021 年前 4 个月的内需表现明显弱于疫情之前的常态，而出口部门的表现则相反。可见，尽管当前的社零、固定资产投资同比增速尚维持在较高水平，但是季调环比增速、以及考虑了物价因素的实际口径显示，内需不但显著弱于外需表现，而且也弱于疫情之前的常态表现。在此背景下，我国宏观调控政策有必要加力而不是过快地“转弯”。

2021 年我国经济政策面临的主要矛盾不是通胀

从市场预期来看，2021 年物价上涨压力主要体现在生产端，而在消费端的物价涨幅压力较小。WIND 综合预测显示，市场预期认为 PPI 全年涨幅在 4%-5% 之间，而 CPI 通胀率全年涨幅将明显低于政府工作报告中 3% 左右的预期目标。从趋势上来看，CPI、PPI 通胀率同比涨幅都将在年中达到高点，并在下半年有不同程度的回落。



液态燃料的全球生产、消费力量对比

数据来源：美国能源信息署（EIA），短期能源观察，2021 年 5 月。

其中生产端的通胀压力和大宗商品价格上涨有关。大宗商品价格的后续走势对于判断通胀的走向比较关键。和疫情之前对比，2021 年 1 季度的液态燃料全球消费量、生产量均显著低于 2019 年水平（美国能源信息署的数据）。但是 2021 年 1 季度的能源价格已经高于 2019 年水平。疫情前后，液态能源的消费量下降而价格上升——这表明和疫情之前相比，当前的能源价格上涨具有一定的供给冲击属性（例如 OPEC 限产政策）。这和需求冲击主导的性质有所不同，宏观调控政策对这种性质的物价上涨需要具有一定的容忍度。

如果观察疫情之后的形势则可以看到：2020 年中期至 2021 年 1 季度，液态燃料（包括石油在内）的全球消费量持续大于全球生产量。这一需求缺口导致能源价格总体维持上涨。而且根据预测值，需求缺口还将持续存在一段时间，直至在下半年收窄并基本消失。在此期间，能源

价格上涨还将持续一段时间，但是下半年压力将有显著缓解。其他大宗商品价格的波动在不同程度上也具有这种特点，这也意味着本轮生产成本上升具有暂时性特征。

当然，大宗商品价格的影响因素很多，除了供求关系之外，全球货币政策宽松带来了金融市场的扰动、还有地缘政治因素等等。但是美联储去年推出极度宽松的货币政策到现在经历了一年左右的滞后期，而且宽松政策的预期在边际上也出现了一些纠结的变化。总体而言，全球流动性宽松的力度已经见顶。进入下半年之后，支撑大宗商品价格上涨的动能将会受到显著削弱。

还有一个需要直面的问题是，4月美国CPI同比涨幅超出市场预期、达到4.2%，而中国CPI通胀率仅为0.9%，但是中国CPI通胀率会不会向美国看齐？支持我们做出否定回答的至少有两个原因。

第一，与中国相比，美国的交通项目涨幅更高、占比更大。在疫情冲击下，中、美的CPI上涨结构的共同点是，交通项目均为大类中涨幅第一的分项。其中，4月美国的交通项价格涨幅为14.9%，以占到美国人口92%的城市CPI（CPI-U）作为总体CPI的近似，则美国的交通项目占比为15.2%（美国劳工统计局数据）。因此，4月美国CPI涨幅的4.2个百分点当中，交通一项就贡献了2.26个百分点。

而中国的同口径交通项（剔除通信）占比约为7%左右，价格涨幅大约为5.8%，因此这一项仅贡献了中国CPI涨幅中的0.4个百分点。所以，仅交通项目一类就解释了中美之间通胀率分化的1.86个百分点。而且，美国的交通项目涨幅也可能具有一定的暂时性。

第二，与中国相比，美国服务类价格对CPI通胀率贡献较大，这可能与美国劳动力就业意愿下降有关，中国在这方面的压力较美国更小。4月美国CPI当中的服务（不含住房租金）类价格同比增速3.2%，涨幅位列所有分项第二位。结合估算的权重进行计算，该项贡献了4月美国CPI涨幅中的0.8个百分点。

相较而言，中国的CPI服务项4月涨幅仅为0.7%，虽然与美国不含住房租金的口径不完全匹配，但也可以看到中美服务类价格涨幅存在显著差异。这项大约解释了中美之间通胀率0.5个百分点的差异。而且，

随着前文提到美国救助个人的政策在 9 月到期后大概率将停止。因此这方面的因素也将使得美国的劳动参与率有所上升，并起到压低服务类价格涨幅的作用。因为对个人救助的方式存在差异，因此中国在这方面的物价压力较美国更小。

当前，我国内需仍然明显偏弱，国际大宗商品价格的上涨也具有暂时性，以及考虑到猪肉价格正在显著走弱的结构性因素，所以通胀并不是我国经济政策面临的主要矛盾。另一方面，外需在将来可能出现的调整和回落，以及过度依赖外部需求本身可能带来的问题，需要我们更多转向关注内需的修复进程。当前我们思考宏观经济政策框架，需要与长期的新发展格局相结合，坚持扩大内需战略，使得经济恢复的底盘更加稳固。

免责声明：

本报告为非成熟稿件，仅供内部讨论。版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究中心所有，未经本中心许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，我们保留法律追责权利。