

防滞胀关键在于增强供给弹性

彭文生

摘要: 2021 年以来, 国际大宗商品价格出现了一轮普涨, 原材料价格的上涨在国内引起了广泛关注。与疫情前的 2019 年年底相比, 铜价累计上涨 44%, 铝价上涨 29%, 铁矿石上涨 70%, 大豆价格上涨 52%。如何认识原材料价格上升背后的驱动力? 本文提出, 主要矛盾在于后疫情时代全球经济供给弹性下降, 而不是“输入型通胀”或者经济复苏带来的需求过热。因此, 应对之策应该在供给侧下功夫, 同时重视供给冲击的结构分化影响。

关键词: 通胀; 供给弹性; 结构分化; 超周期管理

中图分类号: F832 文献标识码: A

一、“输入型通胀”没有抓住通货膨胀问题的核心矛盾

当前, 有一种相当流行的观点是中国正在经历“输入型通胀”。什么是输入型通胀? 最直观的定义是进口商品价格上升, 背后是海外需求或者供给冲击的力量。在某些语境下, 还有第二种定义, 即外需拉动的价格上升: 海外需求走强, 拉动出口, 推高本国的总需求。

“输入型通胀”对我们把握当前价格上升的核心驱动力并无帮助, 甚至可能产生误导。一个根本

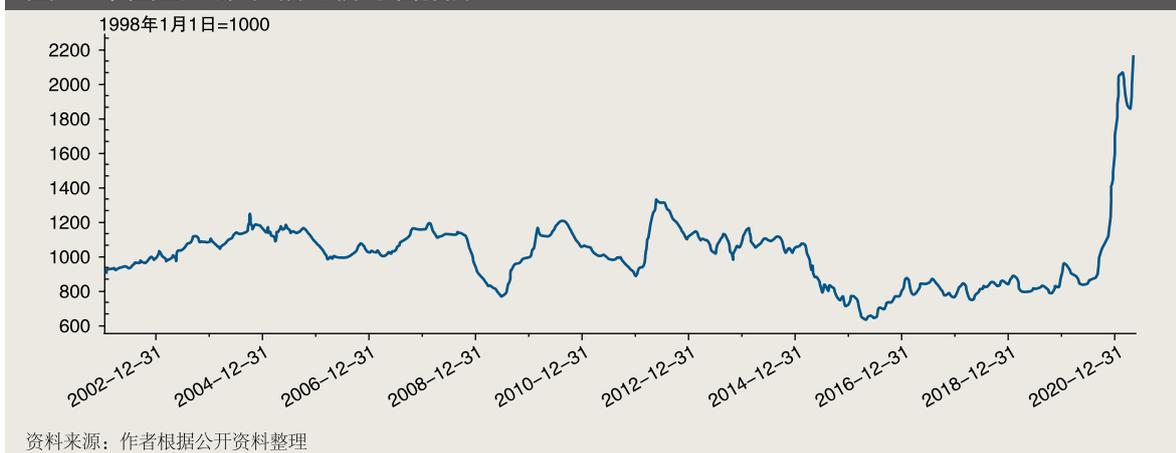
的问题是 中国是大型经济体, 而“输入型通胀”的概念一般只适用于小型开放经济体。中国本身是大宗商品进口国, 如果刻板地按照输入型通胀的第一种定义, 中国经历的每一轮通胀都可以算作输入型通胀。实际上, 作为全球第二大经济体, 中国的供求本身就是决定全球大宗商品价格的重要因素。

此外, 本轮价格上涨并不局限于进口商品价格, 近期的原材料价格上涨所涉范围甚广, 既包括铜矿、铁矿、大豆、石油等大宗商品价格, 同时海运费、芯片、以及国内的螺纹钢、电解铝价格等也明显上升。中国出口运价指数自 2020 年 5 月以来强势上涨, 在 2021 年 5 月达到 2002 年以来最高点 (见图 1)。芯片方面, 台积电宣布自 2021 年第二季度起将逐季上调 12 寸晶圆代工价, 涨幅 25%; 4 月, 中芯国际也表示将追随其他芯片供应商提价。

由此带来一个问题, 原材料价格的普遍上涨是不是由外需拉动, 或者全球的需求复苏拉动? 从总量上来看, 全球增长虽然改善, 但尚未恢复到趋势水平, 更谈不上过热: OECD 成员国 2020 年第四季度 GDP 的绝对值仍然低于疫情前水平, 即使一季度环比改善, 距离潜在增长趋势仍有差距。根据本文的计算, 2021 年 2 月全球工业生产指数比 2019 年 2 月增长约 4%, 相当于年均增长 2%, 并未高于 2018—2019 年的年均增速。中国 2021 年第一季度

作者简介: 彭文生, 中金公司首席经济学家、研究部负责人、中金研究院执行院长。

图1 中国出口集装箱运价综合指数



GDP 同比增速 18.3%，反映 2020 年的低基数，或者说疫情冲击的扰动，制造业与基建投资、消费均未出现过热迹象。

二、从供给冲击到供给弹性下降

准确把握本轮原材料价格上涨原因，需要回到疫情冲击的源头。疫情对全球经济来说是一次供给冲击，在短期的停工停产之外，我们更关注导致供给弹性下降的一些中长期因素。

新冠肺炎疫情带来显著冲击。一方面，疫情直接影响生产运输，例如，秘鲁、智利铜矿的开采和运输均受到干扰，还有全球港口清关效率明显降低；另一方面，供给冲击加剧供应链的避险情绪，企业为了应对不确定性被迫囤货，增加对库存的需求，扩大供给缺口，这一点在芯片产业链上有明显体现。

短期来讲，需要关注全球疫苗接种进展的差异和美国大幅财政扩张的影响。美国疫苗接种在快速推进，但大部分发展中国家难以获得充足疫苗，全球供应链距离完全恢复仍有较长时间。因此，美国的财政刺激在推动经济复苏的同时，其带来的物价上升对仍然受疫情困扰的发展中国家来说，可能引发滞胀压力。

我们也需要关注绿色转型带来的供给压力。近期，国内螺纹钢、电解铝价格的上涨与此有一定的关系。发改委与工信部要求确保实现 2021 年全国粗钢产量同比下降；重要的钢铁生产基地唐山提出了严格的限产计划；内蒙古提出自 2021 年起不再审

批电解铝等高耗能行业的新增产能项目、严控电解铝企业的用电量。

这些变化可能在中期也成为约束供给的因素。经历本轮疫情之后，稳定取代效率，成为跨国企业布局全球供应链的关注重点，全球供应链“牺牲部分效率、增加稳定性”的趋势初现。根据麦肯锡 2020 年对超过 20 个国家的深度调查，样本中 93% 的跨国企业管理人考虑增加其供应链的稳定性。同时，全球经济绿色转型的政策力度在加大，在这个过程中，高碳行业的供给曲线收缩，高碳投入品相对价格的提升可能是必须经历的“阵痛”。

总之，全球经济供给弹性下降，意味着同等的需求增长带来更高幅度的物价上涨。正如各界在疫情暴发时很难预想到海运费的暴涨一样，中长期的供给压力很有可能也会体现在当前经济运行中。

三、供给冲击加剧结构分化

供给冲击除了对价格的影响之外，还会呈现很强的结构性特征。疫情冲击对不同经济部门、不同人群的影响有别，经济主体应对供给冲击的能力也有差异，导致经济体内部的结构分化。

对于实体经济来讲，供给冲击造成大小企业、上下游的分化以及收入差距的扩大。直接遭受供给冲击的部门，现金流骤降。在这种情况下，大企业比小企业更有韧性，收入高、储蓄高的人群比低收入人群更有韧性。同时，下游制造业企业的利润受到高运费、高原材料价格的侵蚀，而能够正常生产



的上游企业则会受益。此外，线下接触程度高的行业难以正常经营，容易线上化的行业则受益，而容易线上化的行业往往又是资本密集度高、人员收入较高的行业，例如，IT、金融、科技、教育等，线下服务业往往对应中低收入的工作者。

结构分化还体现在金融与实体部门的差异上。为了应对供给冲击的影响，全球主要经济体进行了大规模的货币与财政刺激，而在不确定性明显上升以及供给受限的影响下，金融投资（包括房地产）的活跃度大幅好于实体投资（机械设备等），而由于金融资产分布的不均衡，这种分化进一步拉大了贫富差距。

金融与实体的分化还体现在实体部门的债务问题上。在疫情冲击下，为了应对收入的大幅下降，私人部门举债维持经营。债务对遏制破产潮起到了重要作用，奠定了疫情缓解后经济快速复苏的基础。但这些债务主要不是用于生产性投资或者扩大经营，而是用来维持日常的生产经营活动，因此未来偿还的压力大。2020 年全年，经营性贷款新增 5.2 万亿元，占到全部新增贷款的 26%，这一数字在 2018—2019 年均未高于 16%。

债务的扩张和房地产紧密相连，短期内带来房价上涨，但也加剧了其中长期的不可持续性。2021 年 3 月一线城市二手房价格同比涨幅达到 11.4%，这是 2017 年 6 月以来的新高；同时，也有多方面的信息指出，信贷违规流入房地产的现象加剧。

实际上，疫情冲击以来经济结构分化突出体现在房地产市场：房租降、房价涨。2020 年以来，70

城房价同比增长一直维持在正区间，但是 CPI 中的房租价格同比涨幅连续 13 个月未出现正增长。我们可以从多个角度理解房租与房价的分化：购房的金融属性更强，而租房行为更多对应实体需求；购房主体更多是中年人，租房主体更多是年轻人；购房群体更多是高收入者，租房群体低收入者占比更大；购房是高端消费，租房是低端消费。

四、总结与建议

传统的逆周期调控以需求管理为主，采取货币及财政工具调节总需求。政府对供给冲击的应对经验较少。大多数的供给冲击，包括石油危机，几乎都是暂时的，“忍一忍”可能就会过去，但疫情与碳中和带来的部分供给冲击可能是长久存在的。此外，如前文所述，供给冲击有很强的结构性特征。这些都要求，应对本轮原材料价格上涨需要超越传统的逆周期调节，有针对性地采取综合治理措施。

需要从问题的本质出发，在冲击的源头也就是供给侧下功夫，想方设法增加供给弹性，对冲供给收缩的影响，具体来看有以下几个方面。

第一，短期来看，控制疫情是根本，应该采取多种手段增加疫苗供应。目前，全球进入防疫新阶段，力求通过疫苗接种实现群体免疫，从而逐步恢复正常的经济活动。当前，疫苗接种率高的国家，新增感染人数和死亡人数正在下降，而印度、巴西等疫苗接种率较低的国家，日感染人数和死亡人数仍较高。我国疫苗接种在快速推进，但我国人口基

数大，每百人接种率仍然相对落后。加强国际合作，发挥国内和国外、政府和企业两个方面的积极性，有助于保证疫苗供给，早日实现群体免疫。

第二，以改善营商环境来应对供给冲击的影响。近期 国务院办公厅发布《服务“六稳”“六保”进一步做好“放管服”改革有关工作的意见》，财政部宣布自 2021 年 4 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，对月销售额 15 万元以下（含 15 万元）的增值税小规模纳税人，免征增值税。这些措施都有利于保障企业经营、鼓励新企业成长。未来，进一步放松管制，打破行业准入的制度性壁垒，推进国企改革、实施竞争中性和，有利于促进经济主体充分发挥供给潜力。

第三，绿色转型应平衡短期与中长期压力。如前所述，在绿色转型过程中，经济将面临成本上升的压力，但这并不代表我们需要把所有的转型压力集中在短期消化。短期来看，绿色转型的重点应该在控制新增高碳产能投资，逐步推动低碳产能对高碳产能的替换。在经济复苏基础仍不稳固的背景下，应该谨慎对待直接限产、关停等成本更大、供给冲击更强的措施。

在供给侧的政策措施之外，传统的宏观政策也需要关注供给冲击的特殊性和其结构影响。当前的突出问题是处理好房地产市场的调控和债务偿还压力，促进经济可持续发展的理想政策组合是“紧信用、松货币、宽财政”。

第四，房地产市场调控需要深化，以改变根本的利益驱动机制。近期，银保监会、住建部、央行联合发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，政策对经营贷违规流入地产的监管力度明显加强。紧信用是在供给端发力，还需要在需求端改变利益驱动机制，减少投资性住房需求。在这个改革方向上，房产税是关键，提高空置住房的持有成本，有利于降低投资性住房需求。

第五，在紧信用的前提下，财政或者准财政行为在宏观经济政策中应该发挥更大作用。如前文所述，应对疫情的债务，相当部分为了支持企业和居民的日常经营和生活，并不是用作生产性的投资，未来偿还压力比较大。和私人部门的债务比较，政府部门的债务期限较长、利率较低，其可持续性较强。因此，财政扩张而不是信贷扩张更有利于后疫

情的经济复苏。在紧信用的环境下，货币的适度宽松则有利于财政发挥更大作用，包括一些准财政行为，例如，政策性金融。

第六，就化解存量债务负担来讲，可考虑进行一次有序的债务重组。某些地方国企、城投的债务问题积弊已久，2020 年“永煤事件”后，地方政府协调当地资金状况良好的国企及银行等金融机构，以“好企业信用”保“差企业信用”。结果是投资者采取“地域一刀切”的态度，对山西、天津、河北、河南、辽宁、云南等省信用债基本是“避而远之”。过去几个月，以上这几个省的信用债净融资均是负数，各省净还债都在 400 亿元以上。这种企业互保的方式只能是权宜之计，难以持续。另外，弱国企及城投的债务期限短、利率高，本身就不是一种健康的融资方式。例如，一笔典型的城投非标融资，吸收 2~3 年的信托贷款，年利率一般在 7% 以上，甚至几乎保证刚兑，在风险收益匹配上存在较大的问题。

国务院 2021 年 4 月 13 日公布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次重申要清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，并健全市场化、法治化的债务违约处置机制。实际上，在 2018 年 9 月印发的《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》就已经提出，对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止“大而不能倒”。但是在实际执行过程中，如何在打破刚性兑付和防止个体违约导致市场恐慌、触发系统性风险之间取得平衡是一个挑战。进行一次较大规模的、有序的债务重组，有利于降低债务负担，建立市场化的违约处置规则，同时避免金融市场出现大幅波动。

参考文献：

- [1] 彭文生：从金融视角看中美贸易摩擦 [J]. 国际金融，2018 (5): 13-18
- [2] 彭文生：渐行渐远的红利：寻找中国新平衡 [M]. 社会科学文献出版社，2013

（责任编辑：赵廷辰）