

价格不再敏感时

伍戈 徐剑 文若愚 高童

摘要：本文讨论了疫情冲击下价格仍然处于温和状态的原因。此次疫情供给冲击特征明显，且需求也受到重挫，供需同时收缩使得价格下降有限。疫后经济修复的过程中，供需双方也都在回升，两者同时扩张使得价格抬升也相对温和。历史来看，货币财政政策大力刺激过后，如果还叠加库存处于低位，那么大概率全球通胀会提升，本轮或也不例外。值得一提的是，中国在全球通胀中的作用不可忽视，特别是如果房地产、基建投资趋势向下，全球似乎将难有显著的价格抬升态势。展望未来，随着疫情对全球经济的影响边际递减，加之各国刺激政策的持续发力，价格向上爬坡应为大势所趋。不过，缺失中国房地产、基建投资动能的积极支撑，并考虑到疫后供给面改善对价格的压制作用，全球以及中国的整体通胀过程或难言强劲。

关键词：通货膨胀；新冠肺炎疫情；供给与需求
中图分类号：F831 **文献标识码：**A

一、引言

价格应是经济中最为敏感的变量，既反映市场供需变化情况，又同时反作用于市场的供给和需求。

2020年新冠肺炎疫情发生以来，宏观经济受到巨大冲击，发生了急剧变化。投资、消费和出口在疫情的影响下都产生了变化，甚至出现了结构性的、难以恢复的改变。为了应对疫情冲击，全球的政府和央行都推出了强有力的货币和财政政策刺激，例如，美联储降息至零利率、实行无限量宽松货币政策，美国政府启动多轮针对个人与家庭、中小企业的财政刺激和救助计划，拜登政府于2021年1月又公布了1.9万亿美元的“美国救助计划”。这些货币和财政政策一定程度上为饱受疫情影响的家庭和企业纾困解难，也为饱受疫情打击的经济增加缓冲力和修复动力。但是宽松的货币政策和财政刺激难免引发市场对通货膨胀的担忧。在前期全球货币、财政政策大力刺激下，未来通胀是否会卷土重来？这已经成为各界关切的问题之一。

尽管疫情冲击后经济急剧变化，但本轮价格波动却波澜不惊，并没有如预期般敏感，反而呈现出一种“脱敏”现象，相比于历史上经济受到冲击的情况，价格表现较为温和，没有出现大幅度波动。这种“脱敏”现象的原因是什么？大宗商品价格指数近半年来上涨约20%，能源指数上涨约25%，焦炭指数上涨约50%。近期以大宗商品为代表的工业

作者简介：伍戈，长江证券首席经济学家；徐剑、文若愚，长江证券研究员；高童，长江证券实习研究员。

品价格快速上扬的趋势，是否预示经济修复背景下通胀开始加速？未来通货膨胀的情况究竟如何？

本文对目前价格温和表现的原因，以及未来可能发生的通货膨胀情况展开深入探讨。本文第二部分是文献综述，回顾了有关价格和通货膨胀的研究文献，第三部分从供给和需求两个角度对现阶段和未来通胀的可能情况进行分析，第四部分是总结与启示。

二、对通货膨胀领域研究的文献综述

有关通货膨胀影响因素的研究繁多，国内外学者在此问题上已经取得了不少成果。但由于通货膨胀成因的复杂性，针对未来通胀趋势的分析很难有准确和统一的答案。现有研究认为，引起通货膨胀的主要及潜在因素包括流动性过剩、资产价格变化、货币政策、经济增长与产出缺口、通胀预期和外部冲击等等。

“货币数量论”强调了流动性和通货膨胀之间的关系。费雪（1911）在其代表作《货币购买力：其决定因素及其与信贷、利息和危机的关系》中提出了方程式 $MV=PY$ 。庇古（1917）在马歇尔的基础上提出了剑桥方程式 $M=kPy$ 。弗里德曼作为“现代货币数量论”代表人物，构建了货币需求函数，进一步强调了流动性过剩对于通货膨胀的作用。国内外学者对流动性过剩的影响也取得了许多实证研究的成果，例如，张成思和庞红（2008）利用1997-2007年的季度数据，验证了流动性过剩对通货膨胀可能造成的压力。

关于资产价格的影响，费雪（1911）在《货币购买力》中提到了资产价格指数的稳定也值得关注。米什金（Mishkin，2001）概括了资产价格对通货膨胀的影响，包括家庭财富效应和资产负债表效应、企业的托宾Q效应和资产负债表效应，认为资产价格会先影响企业和家庭的消费投资，然后影响总需求，进而通过需求影响通货膨胀。中国不少学者对于资产价格的影响程度存在争议，实证研究也尚未获得一致结论。郭田勇（2006）借鉴了Alchian和Klein动态价格指数的处理方法，使用我国1997-2004年的数据，研究了资产价格、实体经济和通货

膨胀的关系机制，发现综合加权价格指数的上涨快于CPI的上涨，资产价格的上涨可能助推了通货膨胀的上涨，论证了资产价格对宏观经济的影响，但其机制是复杂的，认为将其作为货币政策调控和参考的目标是不现实的。而易纲和王召（2002）也认为通货膨胀与商品、服务和股票市场等多因素有关，把资产价格作为制定货币政策的参考依据是不可靠的。

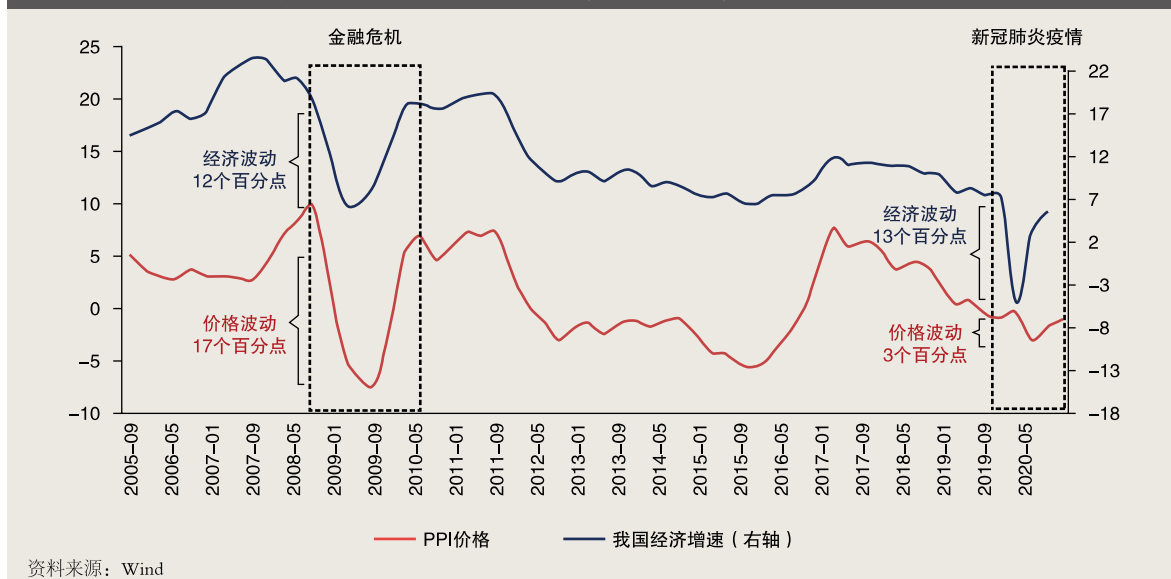
有学者认为，中国经济快速增长通常伴随着通货膨胀率的上升，过剩产能也会影响通胀。王智勇（2007）认为，过快的经济增长可能会诱发通货膨胀。黄益平等（2009）基于对中国经济的观察认为，产出缺口缩小，过剩的产能会影响通胀。关于汇率的影响，有学者认同其对于通胀的作用，例如，余永定（2008）认为，人民币低估是造成高通胀压力的原因之一。

关于我国通货膨胀的决定因素，黄益平、王勋和华秀萍（2010）曾利用向量误差修正模型（VECM）和结构向量自回归模型（SVAR）分析1998年1月至2009年7月国家统计局公布的月度同比和环比数据，发现过剩流动性、产出缺口、房价和股价会对通胀产生正向作用，而过剩流动性和产出缺口是影响通货膨胀的重要因素。他们还认为，资产价格变化对通胀有溢出效应，央行应该密切关注资产价格的趋势。虽然利率和汇率都是调节通货膨胀的重要手段，但影响并不显著。

针对通胀预期影响的研究，国外学者主要聚焦于通胀预期形成的理论和机制。国内不少研究聚焦于通胀预期的类型和性质，部分学者认为预期通胀不必然导致通胀。肖争艳和陈彦斌（2004）通过计算发现，实际通胀率可能会影响预期通胀率，但预期通胀率不会影响实际通胀率。李永宁等（2010）发现通胀预期不一定会导致通胀发生。但也有学者认为，通胀预期和实际通胀相互关联。黄正新等（2015）认为，我国通胀预期性质类型应属于一种学习型、适应型的有限理性预期。从形成机制的角度来看，我国居民的通胀预期与实际通胀之间存在相互的因果关联。

关于外部冲击对通胀的影响，在研究中也获得了广泛的关注。经济全球化在此过程中扮演了重要

图1 疫情剧烈冲击，我国价格却波澜不惊（单位：%）



角色。全球化是近几十年来发达经济体和新兴市场经济体通胀降低的关键因素（IMF，2006）。在全球化背景下，我国的通胀也受到了一定程度的影响。张平等（2008）认为，短期内，国际食品价格是导致国内物价上涨的主要因素，而中长期看来，国际原油价格对国内物价的影响较大，同时国际利率变化对国内物价有所影响。但是外部冲击只是导致通胀的因素之一，而GDP增长率才是最主要因素。

综上所述，关于通胀的影响因素错综复杂，流动性过剩、资产价格、货币政策、经济增长与产出缺口、通胀预期和外部冲击等因素都可能对未来的通胀产生影响，要理解现阶段通胀温和、价格“脱敏”的原因，需要结合现阶段实际情况展开深入分析。

三、从供给与需求的角度分析通胀走势

价格应是经济中最为敏感的变量。尽管疫情冲击后经济急剧变化，但本轮价格波动波澜不惊。例如，次贷危机时期以PPI为代表的价格波幅近20个百分点，但本轮新冠肺炎疫情以来仅为3个百分点（见图1）。在前期全球货币、财政政策大力刺激下，未来通胀是否会卷土重来？近期以大宗商品为代表的工业品价格快速上扬，是否预示经济修复背景下通胀开始加速？下文将从供给和需求两个角度对价

格保持温和态势的原因展开深入分析。

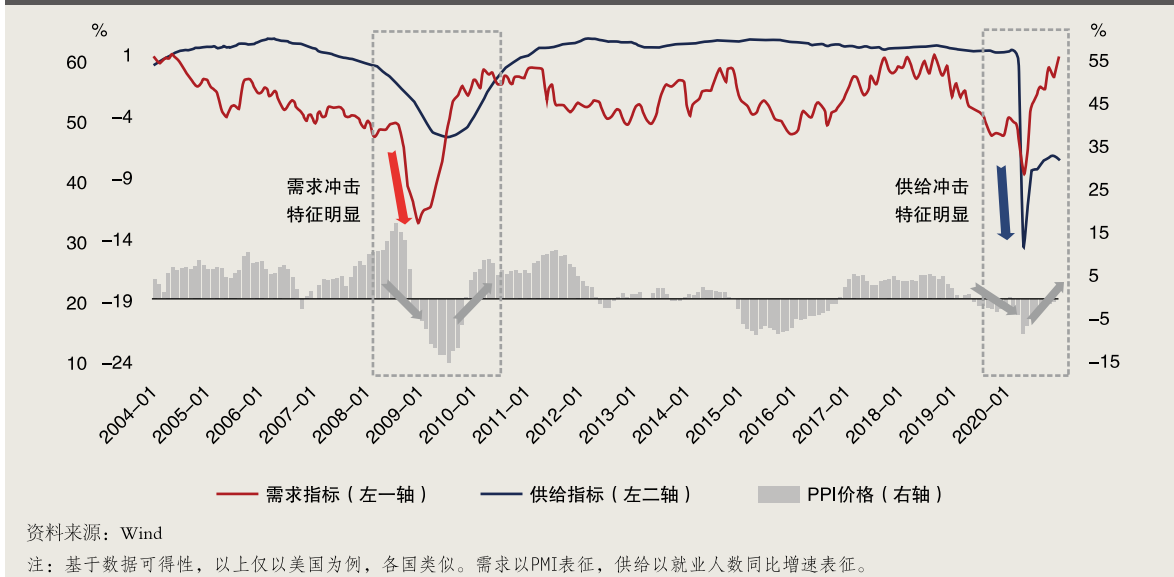
值得注意的是，2018—2019年非洲猪瘟蔓延，猪肉的供给受到影响。全球猪肉价格显著抬升，对CPI产生了大幅度的扰动，CPI和PPI呈现出了不同的趋势。现阶段，由于非洲猪瘟等扰动因素逐步消除，我国CPI与PPI有望由过去几年的分化走势转为同步。因此，未来更应关注具有全球定价特征的PPI变化及其对我国整体价格的影响，故本文主要使用PPI进行分析。

（一）价格为何温和：供给的力量

以往经济受到冲击后，总需求急剧收缩，供给调整相对滞后，价格随总需求而显著下跌；经济修复时，政策刺激后需求反弹，且快于以劳动力就业为代表的供给修复，价格显著抬升。

回顾历史，1929年大萧条、2008年金融危机时，都经历了总需求快速收缩、价格下跌的过程，而且大萧条时期经济长期处于价格低迷、失业高企的状态，经济修复缓慢。次贷危机时，政府实行宽松的货币政策和财政刺激，需求触底反弹，速度快于供给的修复，引发了CPI和PPI的快速回升，推动了通货膨胀的发展。但是本次疫情冲击后价格呈现出与以往不同的特征。本轮新冠肺炎疫情冲击后，供需同时收缩使得价格下降反而有限；疫后修复过程中，供需双方也都在回升，两者同时扩张也使得价

图2 美国供需同向变化，熨平价格波动



格抬升相对温和（见图2）。供需的同向变化使得价格的下降和抬升都相对温和，消解了大幅波动的可能性。图2以美国为例，反映了这一变化，需求指标使用了PMI（采购经理指数，Purchasing Manager's Index）表征，供给以就业人数同比增速表征。PMI反映了经济的变化趋势，能够反映出总需求的波动，是经济监测的先行指标，就业人数同比增速能够反映出供给端生产的恢复情况，随着复工复产，就业人数同比相应上升。

（二）价格为何温和：需求的力量

为应对疫情冲击，美联储等直接将政策利率降到零附近，推出一系列新的流动性支持工具，美联储、日本央行、欧洲央行总资产增长近五成，扩张幅度创近十年之最，且至今仍无转向迹象。各国政府接连推出大规模的财政刺激方案，对个人家庭和企业进行援助。新上台的拜登政府提出1.9万亿美元的刺激方案，希望提振美国经济。我国也一直强调积极有为的财政政策，坚持保民生、保就业、保市场主体，发行特别国债，增发地方专项债，同时坚持松紧适度的货币政策，定向投放流动性。国际货币基金组织预计，2020-2025年中的任一年的全球政府财政赤字都将高于2012-2019年中的最高值3.9%，而其中新兴市场经济体的财政赤字超过6%也将成为一种常态。

历史来看，货币与财政刺激之下全球需求有望持续恢复并推动价格回升，如果叠加库存处于低位，全球通胀大概率会升高（见图3）。次贷危机后，2009年货币和财政政策的刺激推动着需求的恢复和价格的快速回升，当时全球的库存处于低位，需求回升进一步促进价格快速抬升。本轮的通胀趋势或也不例外。

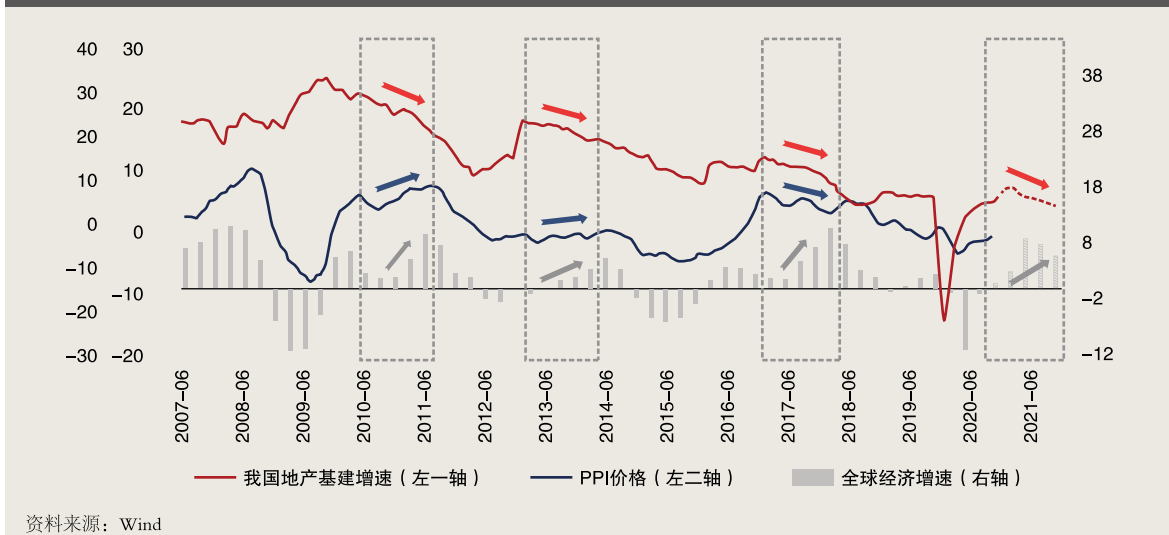
随着经济全球化的深入，中国的通胀可能受到外部冲击的影响，国际食品价格和国际原油价格都可能会影响国内物价（张平等，2008）。同时，中国在全球通胀中的影响力也不可小觑。作为全球工业品的主要消费国，中国消耗的粗钢、铜等重要原材料占全球消费量的一半以上，石油消费的增量也占四成以上（2019年更是高达七成）。中国对工业品的消费影响着全球工业品的需求，从而带动全球价格发生变化。

以地产基建为代表的中国投资动能影响全球价格的起落。中国的房地产和基建投资需要大量的工业原材料，对全球工业品消费量大，直接影响全球价格。在2010—2011年、2013—2014年、2017—2018年间，由于房地产调控、去杠杆等因素，中国房地产和基建投资呈现下行态势，全球经济增速处于上行阶段，但是全球价格水平并没有发生大幅上涨。因此可以认为，过去几轮通胀周期都表明，如果中国房地产、基建投资趋势向下，即使海外经济明显回升，全球

图3 政策刺激叠加库存低位，通胀大势所趋（单位：%）



图4 缺失中国地产基建动能，全球通胀难言强劲（单位：%）



价格或难有大幅抬升表现（见图4）。

展望未来，随着疫苗的大规模接种，疫情逐渐得到控制，封锁和管控政策放松，疫情对全球经济的影响边际递减，加之各国货币与财政刺激政策的持续发力，价格向上爬坡依然是大势所趋。由于2021年更加严格的房地产调控，例如，针对银行发布的房地产贷款集中度的新要求，上海、深圳和广州等地出台限购、限贷措施，房地产投资面临下行压力。基建投资也面临下行趋势，交通运输部预计，2021年交通基础设施固定资产投资将较2020年减少1万亿左右，而地方专项债的下滑和社融增速的回落也意味着基建融资的收紧。未来，

缺少中国房地产、基建投资动能的有力支撑，并考虑到疫后生产端恢复，供给面改善对价格的压制作用，全球以及中国的整体通胀过程或难言强劲。通胀或呈现较为温和的态势，无需对未来通胀产生过度的忧虑情绪。

基于以上的分析，初步预计2021年我国CPI全年中枢为2%左右，PPI中枢为3%左右，整体价格上升，但幅度较为温和。

四、总结与启示

综合以上分析，对于现阶段价格温和的原因和



未来通胀趋势，本文得出以下基本结论。前两条结论解释了价格呈现温和态势的原因，第三条结论对未来通胀趋势进行了预测和估计，价格会呈上行趋势，但通胀并不强劲，无需过度担忧。

第一，过去当一国受到需求冲击时，整体价格往往随之大起大落。但这次疫情显著不同，其供给冲击特征明显，且需求也受到重挫，供需同时收缩使得价格下降反而有限。疫后经济修复的过程中，供需双方也都在回升，两者同时扩张使得价格抬升也相对温和。

第二，历史来看，货币财政政策大力刺激过后，如果还叠加库存处于低位，那么大概率全球通胀也会提升，本轮或也不例外。值得一提的是，中国对全球通胀的影响力不可小觑，特别是如果其房地产、基建投资趋势向下，全球或难有显著的价格抬升态势。

第三，展望未来，随着疫情对全球经济的影响边际递减，加之各国刺激政策的持续发力，价格向上爬坡将是大势所趋。不过，缺失中国房地产、基建投资动能的积极支撑，并考虑到疫后供给面改善对价格的压制作用，全球以及中国的整体通胀表现或难言强劲。

参考文献：

[1] 黄益平、王勋、华秀萍．中国通货膨胀的决定因素[J]．金融研究，2010（6）：46-59
 [2] 黄正新、章婷．中国通货膨胀预期的性质与形成机制

[J]．广东财经大学学报，2015，30（1）：43-51
 [3] 马方方、张欢．资产价格波动与通货膨胀的关系：文献综述[J]．首都经济贸易大学学报，2013，15（6）：89-95
 [4] 伍戈、徐剑、高莉、文若愚．利率上下[J]．金融市场研究，2020（7）：86-89
 [5] 伍戈、高莉、刘舸帆、张文．“滞胀”不纠结[J]．国际金融，2020（1）：58-62
 [6] 伍戈、高莉．疫情冲击下经济修复三部曲[J]．金融经济，2020（6）：3-7
 [7] 王智勇．中国的经济增长与通货膨胀（1981-2003）[J]．山东社会科学，2008（1）：93-98
 [8] 易纲、王召．货币政策与金融资产价格[J]．经济研究，2002（3）
 [9] 张成思．通货膨胀动态路径的结构性转变及其启示[J]．金融研究，2008（3）：1-12
 [10] 中国经济增长与宏观稳定课题组．外部冲击与中国的通货膨胀[J]．经济研究，2008（5）：4-18+115
 [11] Friedman, M. Quantity Theory of Money[R]. The New Palgrave: A Dictionary of Economics, 1987
 [12] Fisher, I. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions[J]. Econometrica, 1933
 [13] Mishki, S. The Transmission Mechanism and The Role in Monetary Policy[EB/OL]. NBER Working Paper 8617, 2001
 [14] Mishki, S. What does the Term Structure Tell us About Future Inflation?[J]. Journal of Monetary Economics, 1990

（责任编辑：赵廷辰）