CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第27期）

疫后经济复苏期大宗商品价格上涨的挑战与应对

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2021年6月

疫后经济复苏期大宗商品价格上涨的挑战与应对

——CMF 中国宏观经济专题报告（第 27 期）

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF热点问题研讨会（第27期）

疫后经济复苏期的大宗商品价格上涨的挑战与应对

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司
承办单位：中国人民大学经济研究所

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

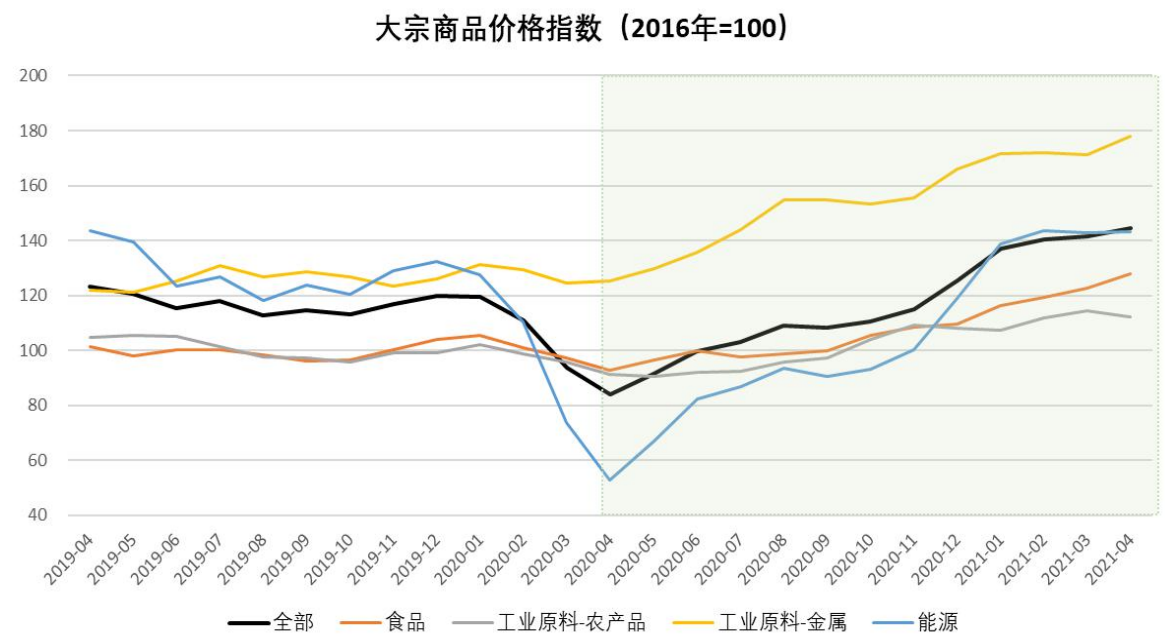
疫后经济复苏期的大宗商品价格上涨的挑战与应对

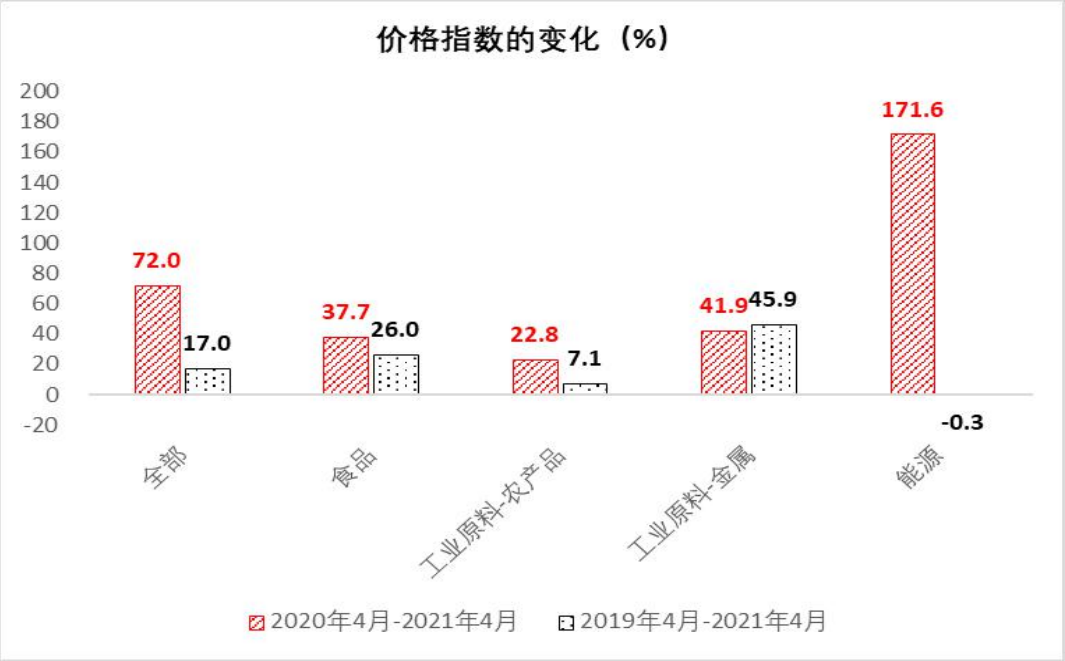
宏观经济热点问题研讨会　　第27期

报告人：于春海

2020年6月9日

➢ 大宗产品价格变化的特点：迅速、全面、趋势回归

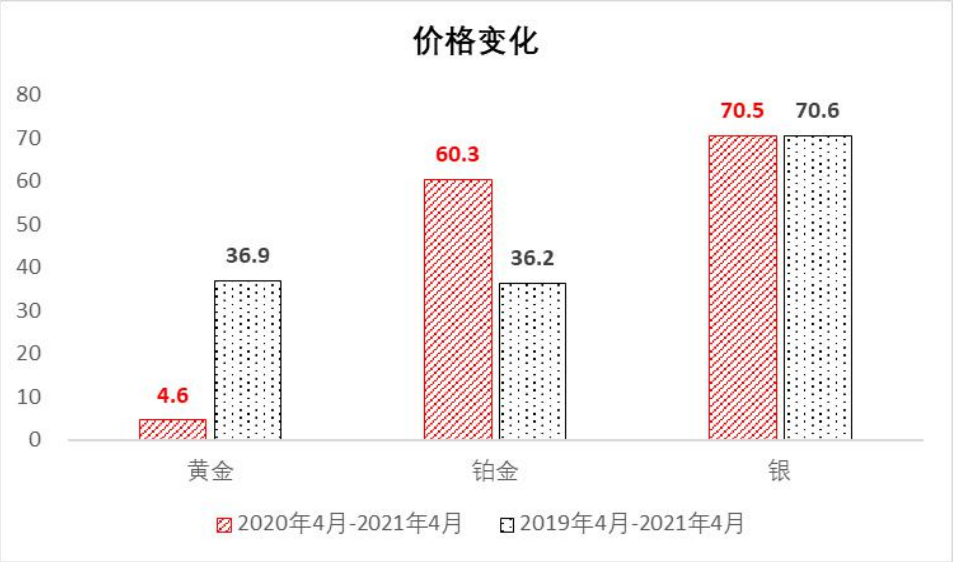


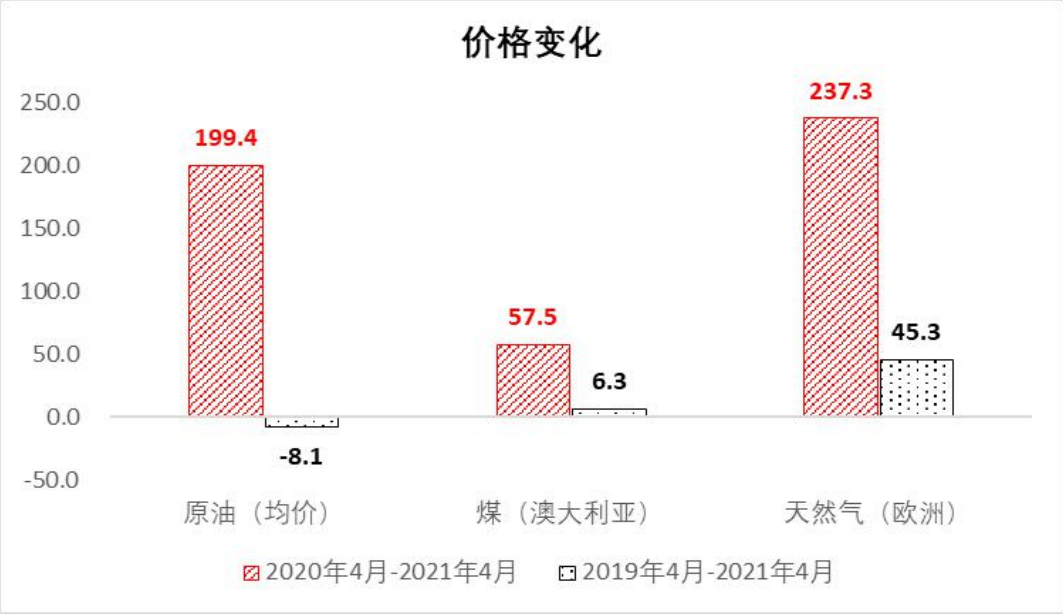


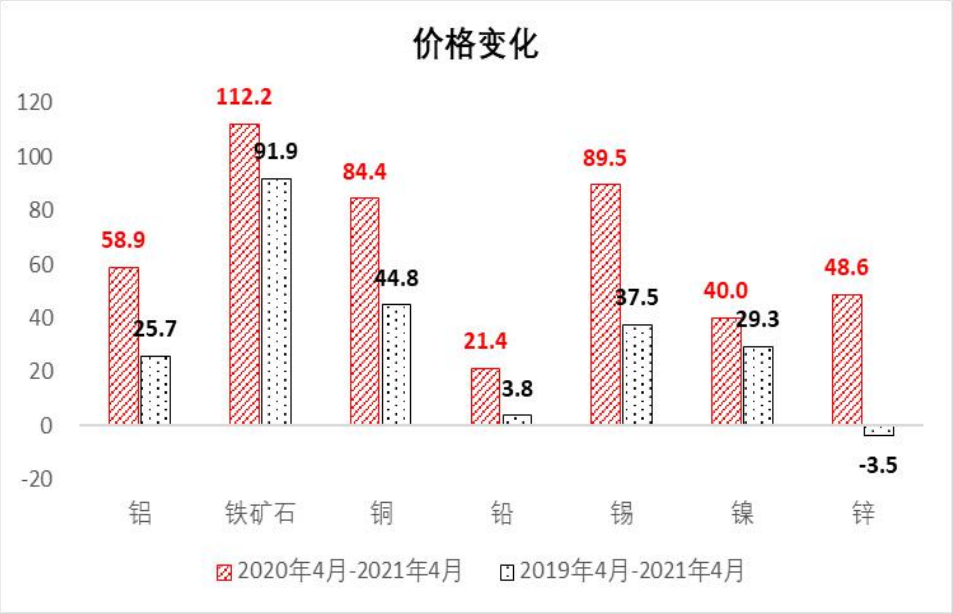
自2020年4月至2021年4月，IMF大宗商品价格指数由83.97上涨至144.45，上涨幅度达到72.0%。其中，食品价格指数上涨37.7%、工业原料中的农产品价格指数上涨22.8%、工业原料中的金属价格指数上涨41.9%，能源价格指数上涨171.6%。

与疫情前同一时期，大宗商品价格指数增长幅度为17.04%，其中能源价格指数同比下降0.30%，食品价格指数上涨25.96%，金属价格指数上涨幅度达到45.90%，成为拉动大宗商品价格指数高于疫情前同期水平的主要原因。

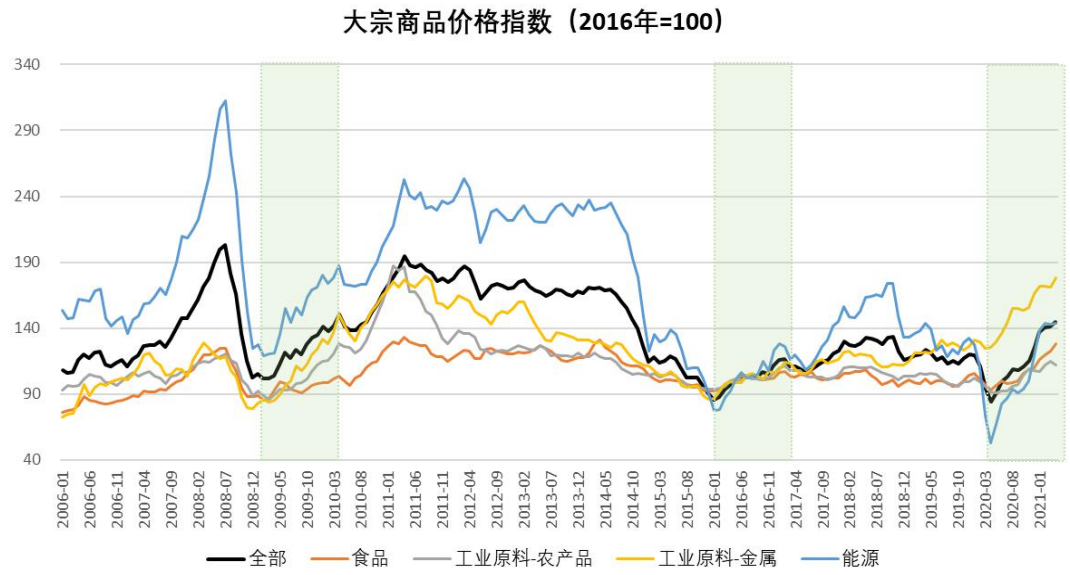
- 分类看，几乎所有主要的大宗商品价格在过去1年中均出现快速上涨的势头。

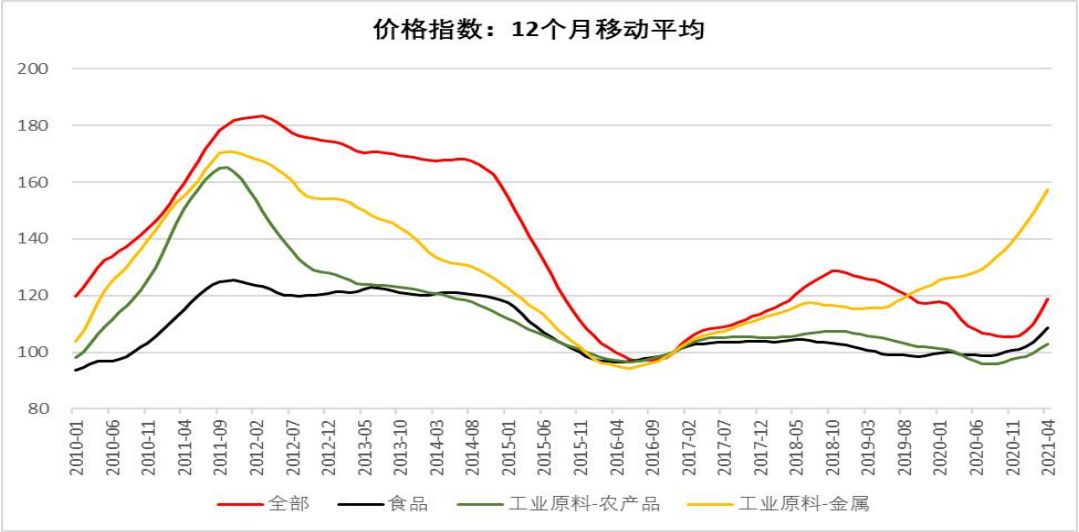




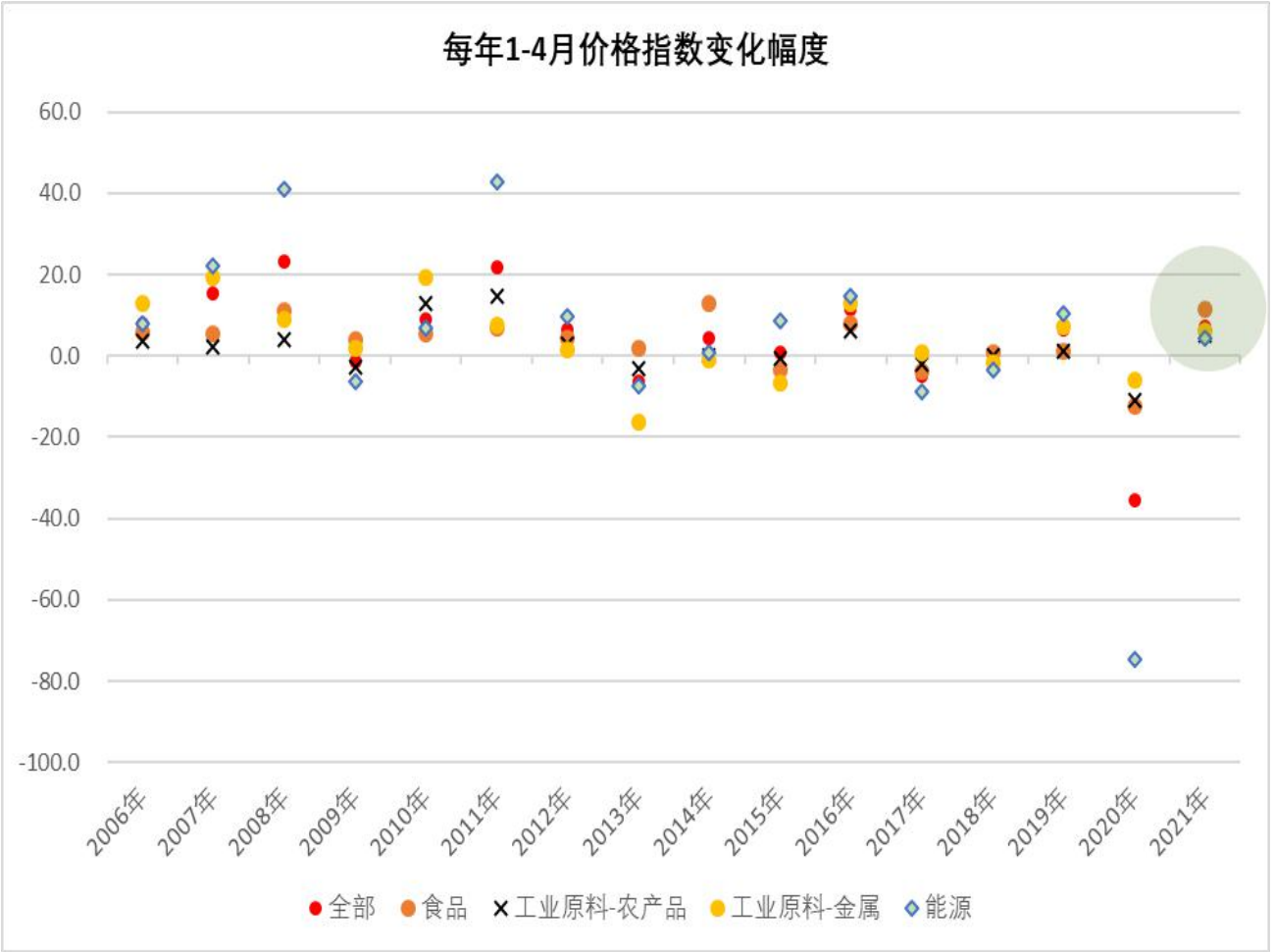


- **在更长时期变化趋势中进行观察，当前大宗商品价格变化只是对疫情前趋势的回归。**
  - 从2006年以来大宗商品价格指数的变化轨迹看，疫情冲击下大宗商品价格出现大幅下跌，随后快速攀升。这样的变化与过去的涨跌特征，特别是与2008年后的情况非常类似。
  - 通过计算连续12月的移动均值，对价格指数进行平滑处理，以此部分消除疫情冲击带来的短期异常变化。从平滑后的数据轨迹看，疫情后的变化，特别是2021年以来的变化，在很大程度上是对疫情前价格变化趋势的回归。



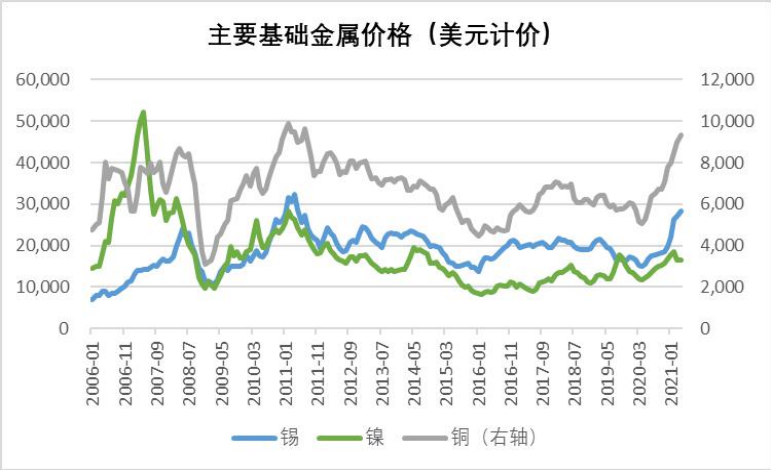


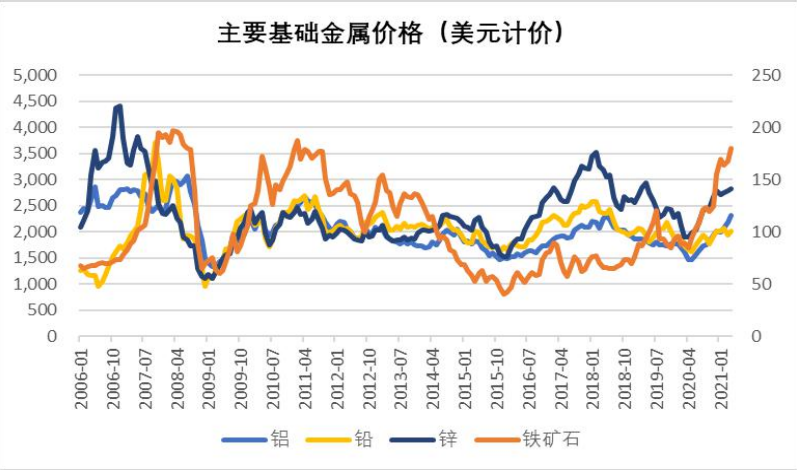
- 剔除2020年疫情冲击下的异常表现，单看2021年以来的变化情况。
- 2021年1至4月，大宗商品价格指数的变化幅度，相较于2019年以前的变动情况，并没有什么异常表现。



在价格水平上，

- 主要能源价格延续过去的波动趋势，疫情冲击只是推动价格谷底下移。
- 贵金属价格一方面是对2018年以来涨势的延续，另一方面也叠加了疫情冲击下的避险动机、以及流动性支持下的投机因素。
- 在基础金属中，主要类别的价格均未达到2008-09金融危机以来的高点水平。

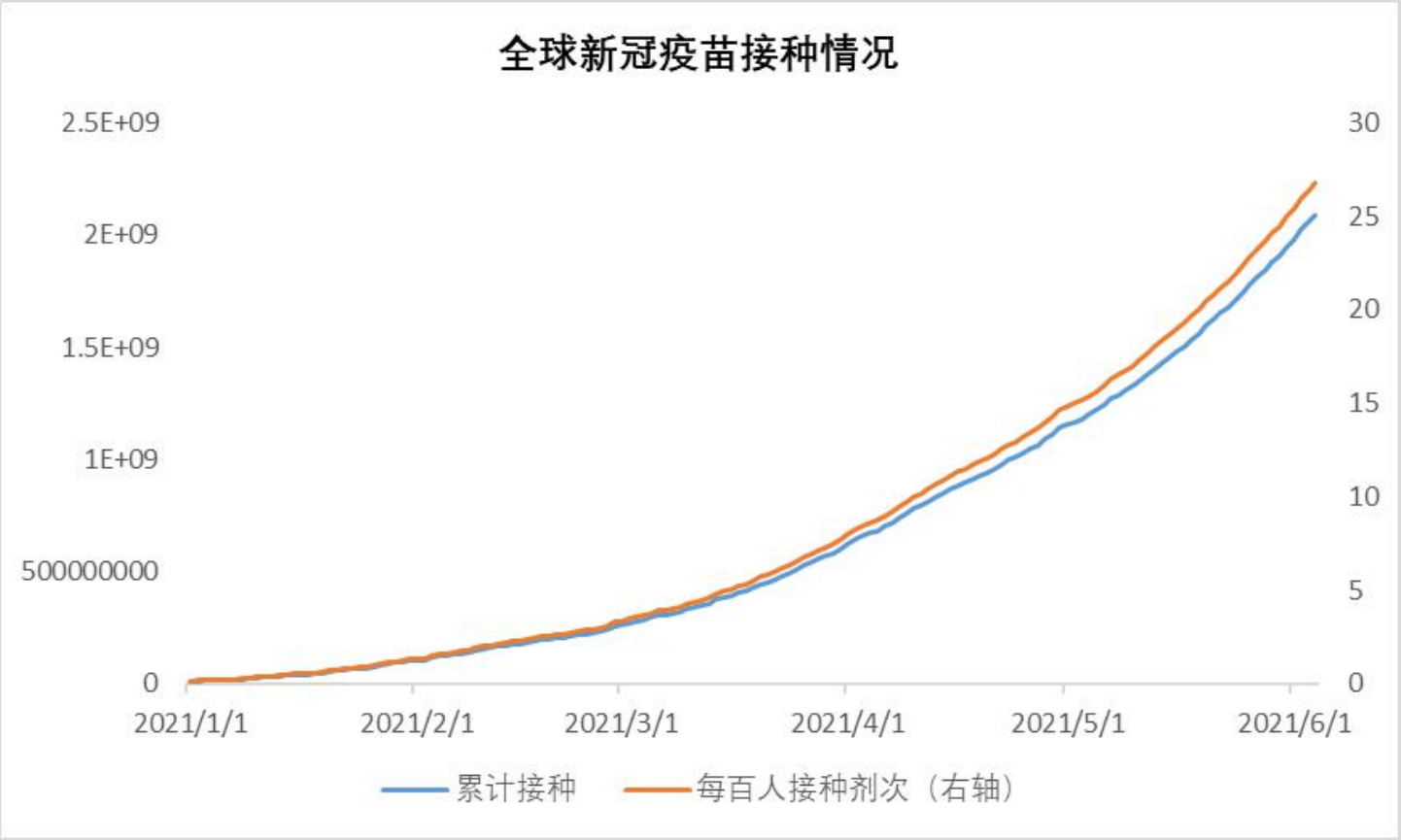




➢ 大宗产品价格上涨的支撑因素

- **全球新冠疫苗接种加速，经济加速重启，工业部门率先回暖，商业和消费信心提升。**

截止2021年6月1日，全球累计接种20.9亿人；全球平均每百人接种26.8剂次，欧盟为54.1，英国、美国、德国、意大利和法国分别为97.5、88.8、64.7、60.3、57.4。

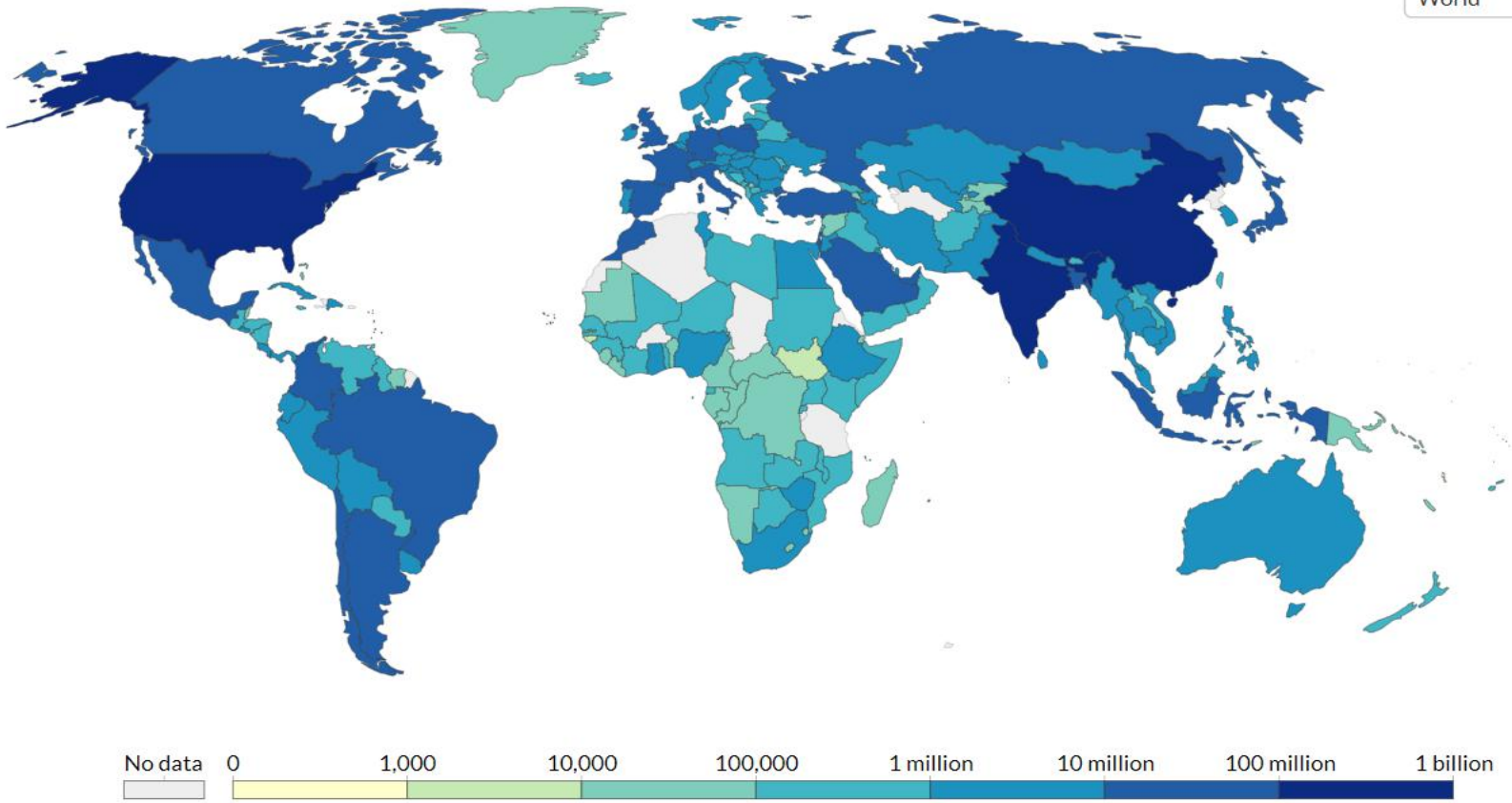


COVID-19 vaccine doses administered, Jun 4, 2021

Total number of vaccination doses administered. This is counted as a single dose, and may not equal the total number of people vaccinated, depending on the specific dose regime (e.g. people receive multiple doses).

Our World in Data

World



Source: Official data collated by Our World in Data – Last updated 5 June, 21:00 (London time)

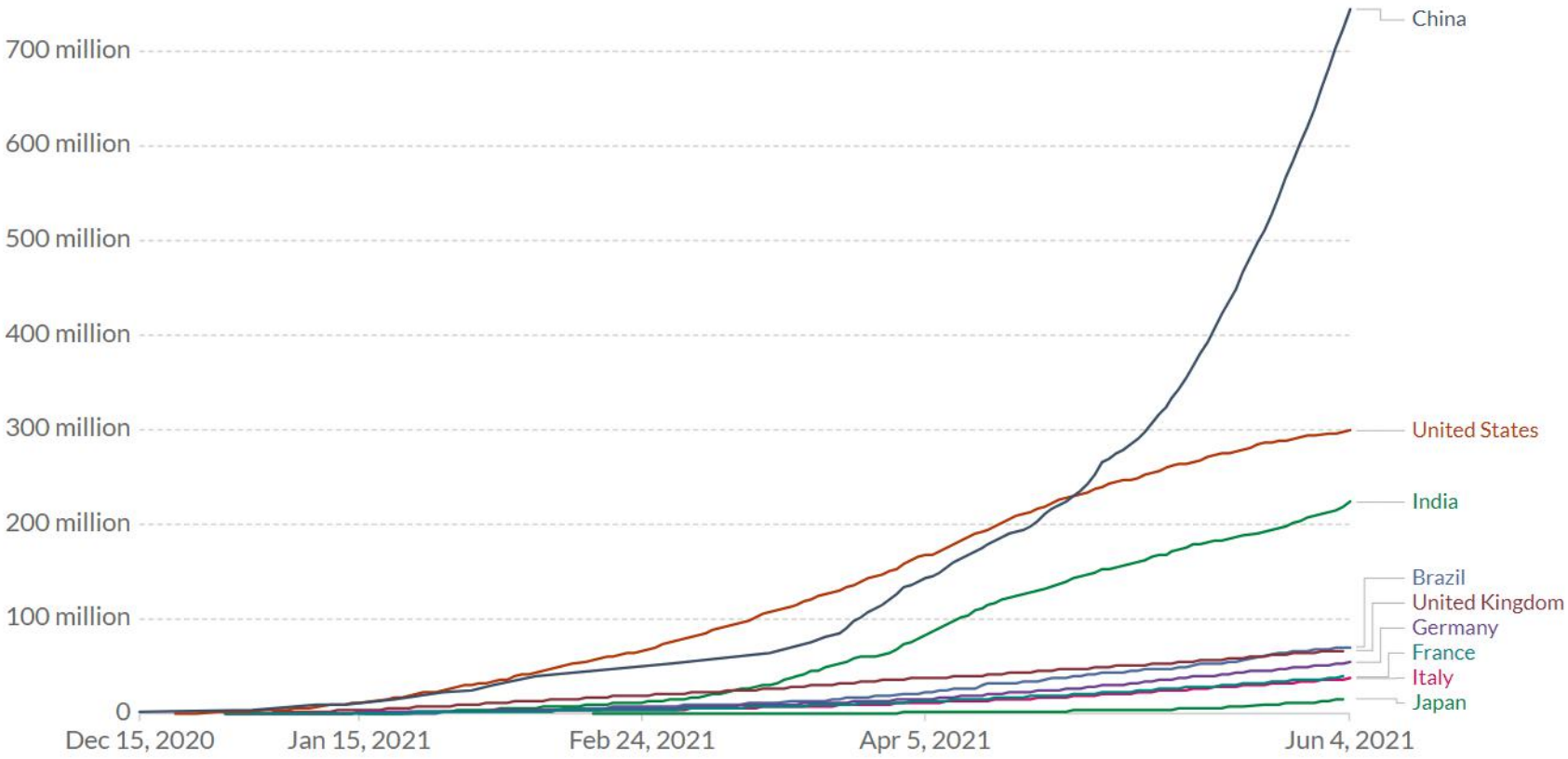
OurWorldInData.org/coronavirus • CC BY

COVID-19 vaccine doses administered

Total number of vaccination doses administered. This is counted as a single dose, and may not equal the total number of people vaccinated, depending on the specific dose regime (e.g. people receive multiple doses).

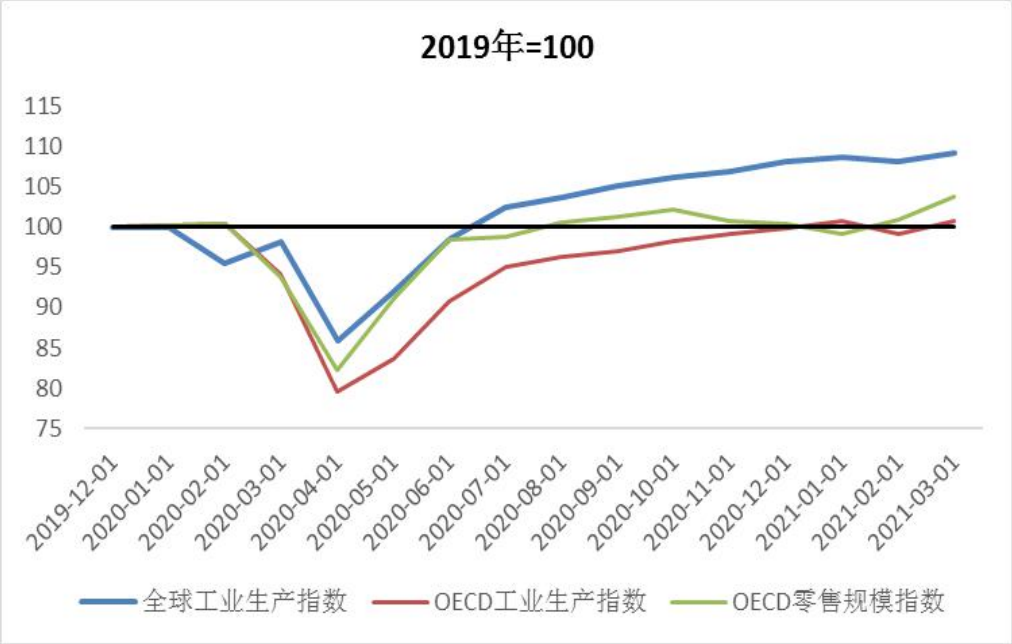
Our World in Data

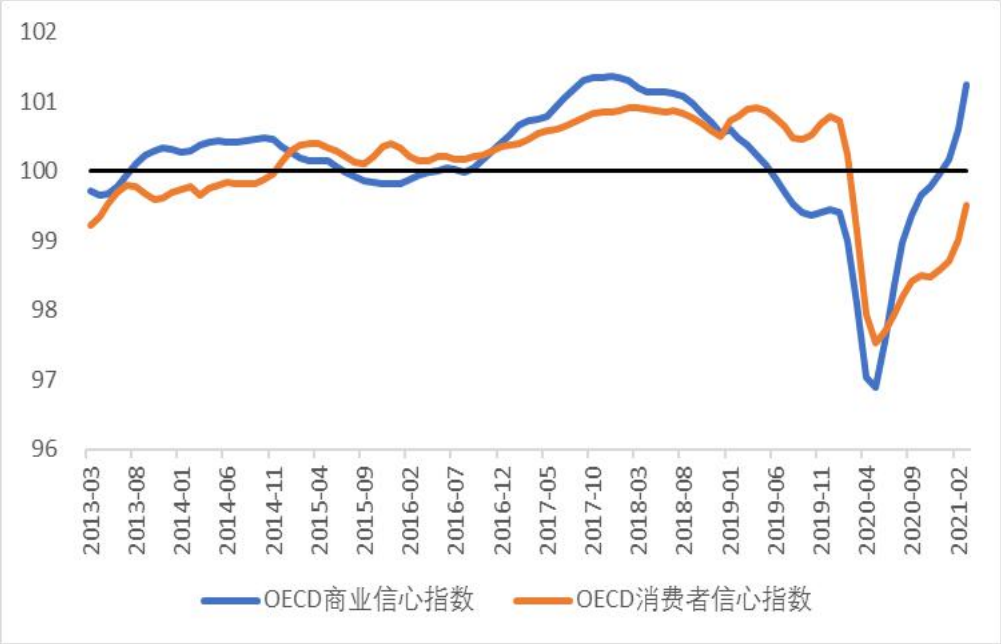
LINEAR LOG Add country

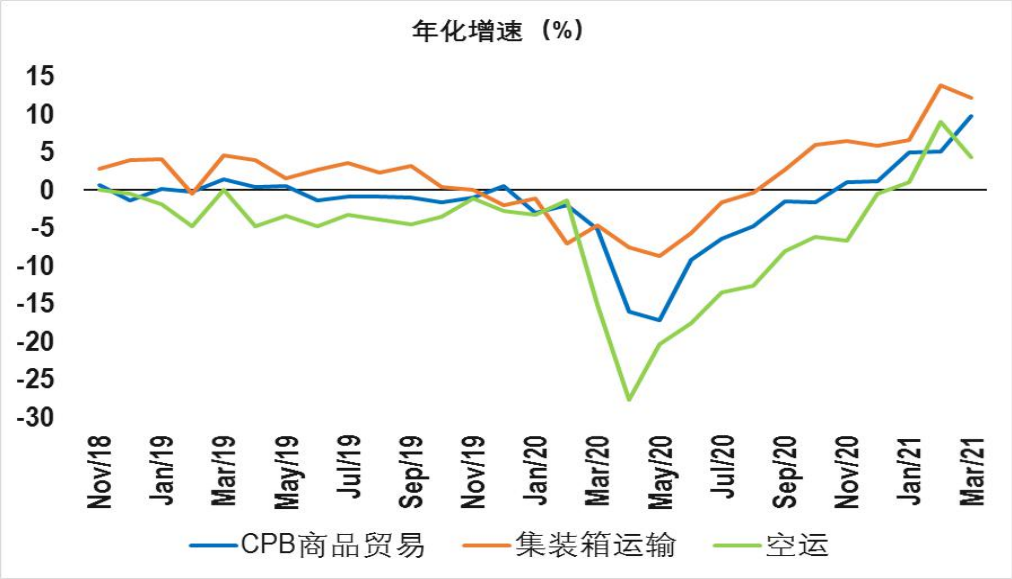


Source: Official data collated by Our World in Data – Last updated 5 June, 21:00 (London time)

OurWorldInData.org/coronavirus • CC BY

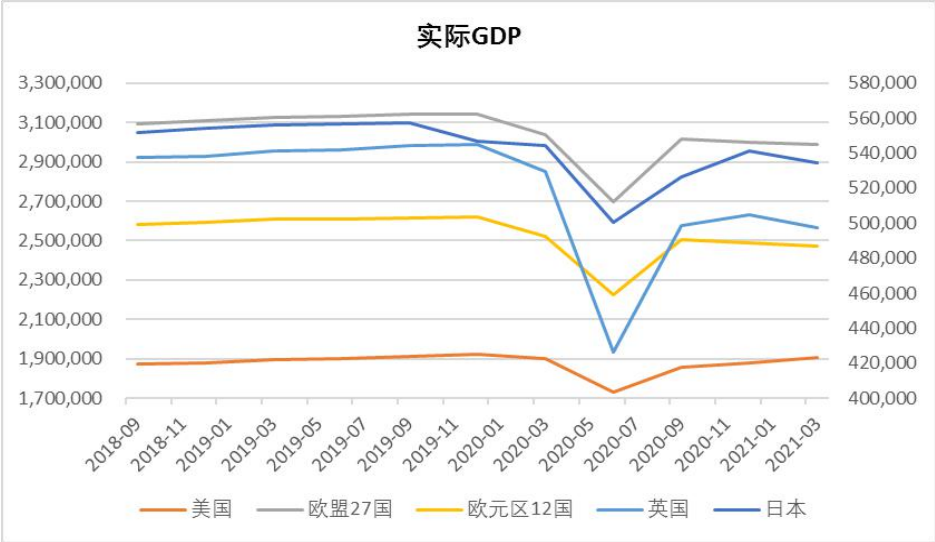


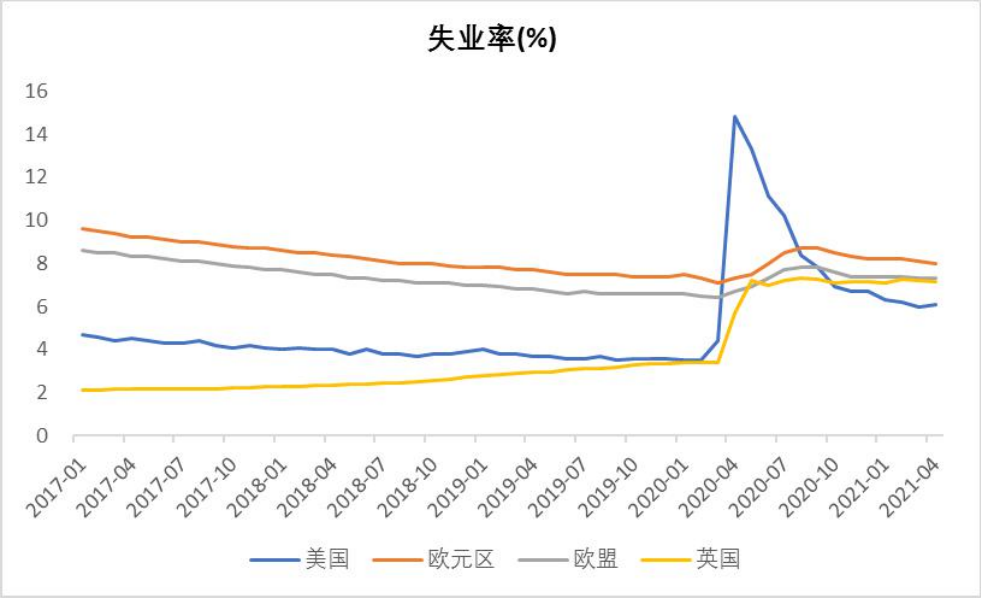


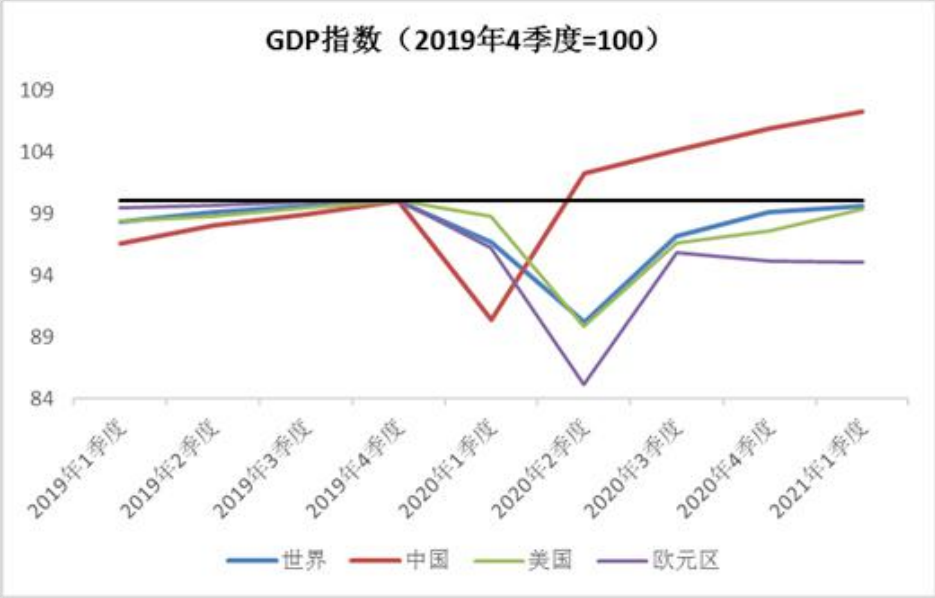


- 全球产品贸易迅速反弹。根据CPB的数据，全球产品贸易、集装箱运输和航空运输均出现较快增长。
- 集装箱运输量和产品贸易量已经超过了2019年的水平。
- 但是，服务贸易尚未恢复到2019年的水平，特别是航空客运依然低迷。2021年4月，民航飞行比2019年的平均水平低32%，国际航空客运收入比2019年低88%左右。

- 主要发达经济体的产出和就业等关键经济指标尚未恢复疫情前的水平，疫情损伤尚未得到完全修复。
- 经济恢复拉动的需求回升不足以带动大宗商品价格如何迅速、全面地回归疫情前的趋势。





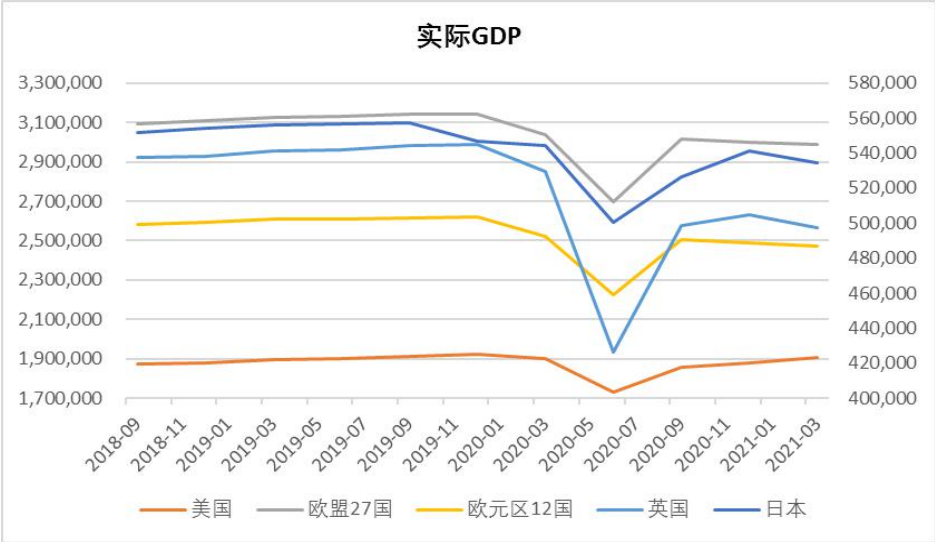


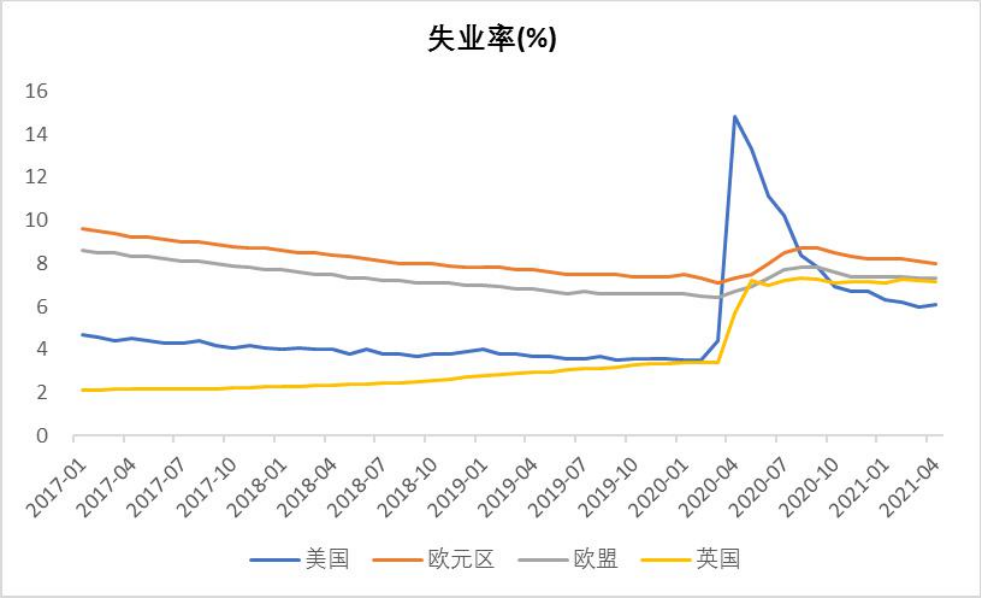
- **能源需求回暖，能源供给约束增强**
  - 根据OPEC的预测，2021年全球石油需求量预计达每天9646万桶，较2020年增幅将达到6.58%，但与疫情前相比预计减少3.52%。与OECD国家相比，非OECD国家对石油需求恢复更快。

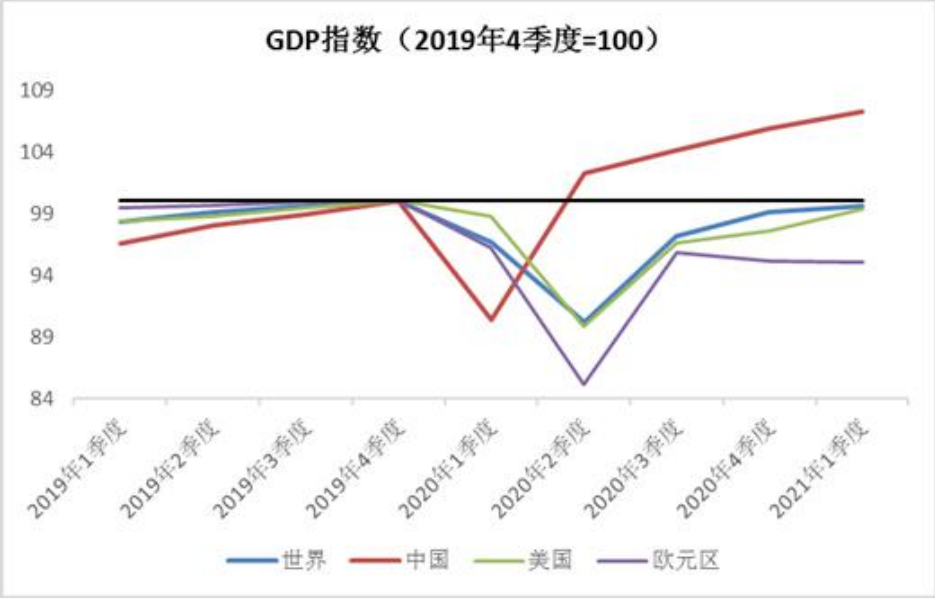
	2019	2020	2021（预测）	增幅	较疫情前增幅
OECD	47.69	42.09	44.78	6.38%	-6.10%
非OECD	52.29	48.42	51.69	6.75%	-1.15%
全球	99.98	90.51	96.46	6.58%	-3.52%

全球石油需求变化（单位：百万桶/天）

- 主要发达经济体的产出和就业等关键经济指标尚未恢复疫情前的水平，疫情损伤尚未得到完全修复。
- 经济恢复拉动的需求回升不足以带动大宗商品价格如何迅速、全面地回归疫情前的趋势。







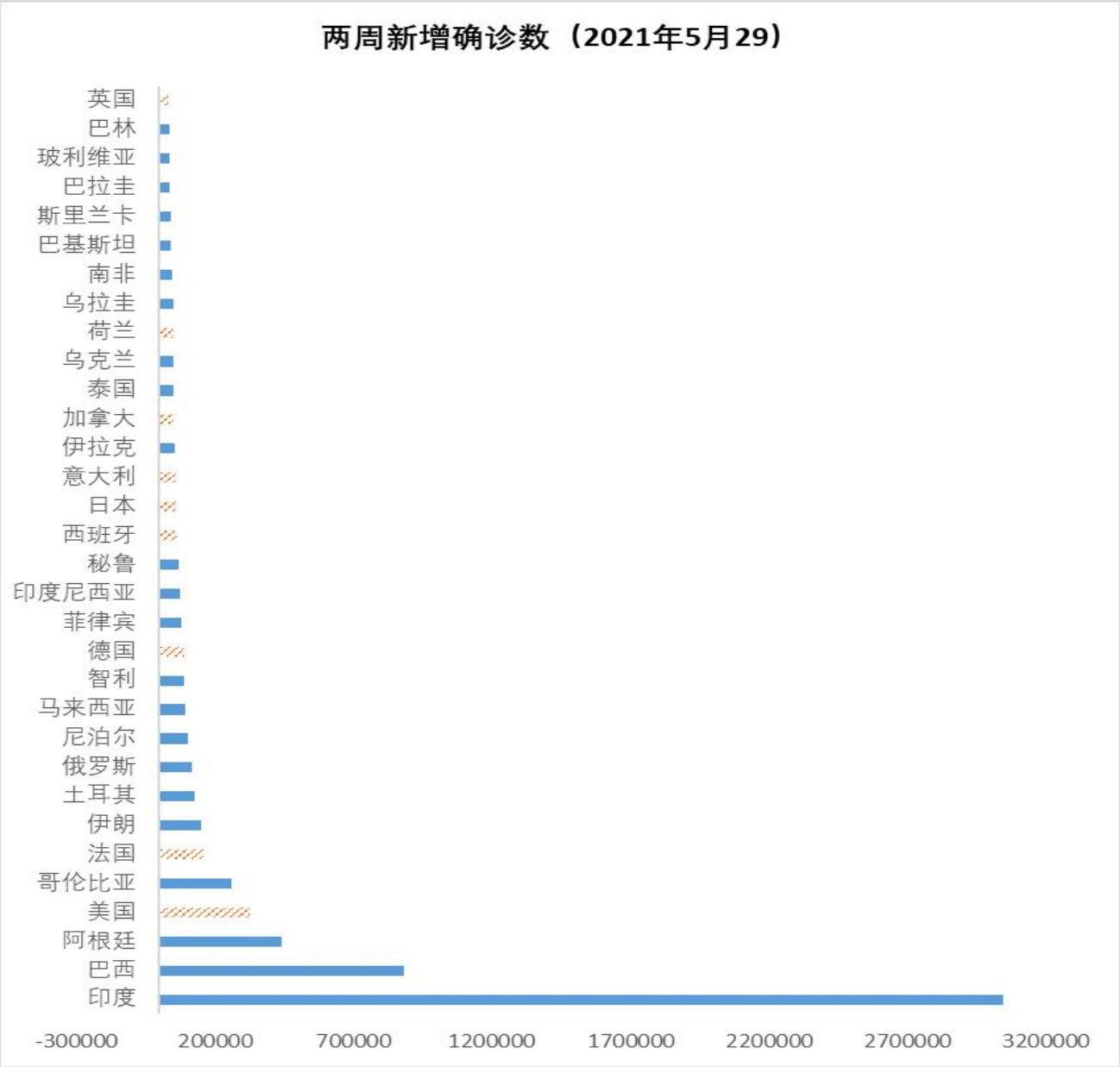
- 2020年4月欧佩克和非欧佩克产油国达成减产决议。截至2021年1月，原油减产总计达到23亿桶。
- 2021年4月的部长级会议决定维持5-7月的减产计划。
- 国际能源署预测，2021年日均9550万桶的石油供给无法满足日均9640万桶的石油需求。
- 世界银行2021年4月的CMO报告指出，石油市场需求较2019年减少5%左右，但供给侧更大幅度的降低驱动了石油价格的上涨。

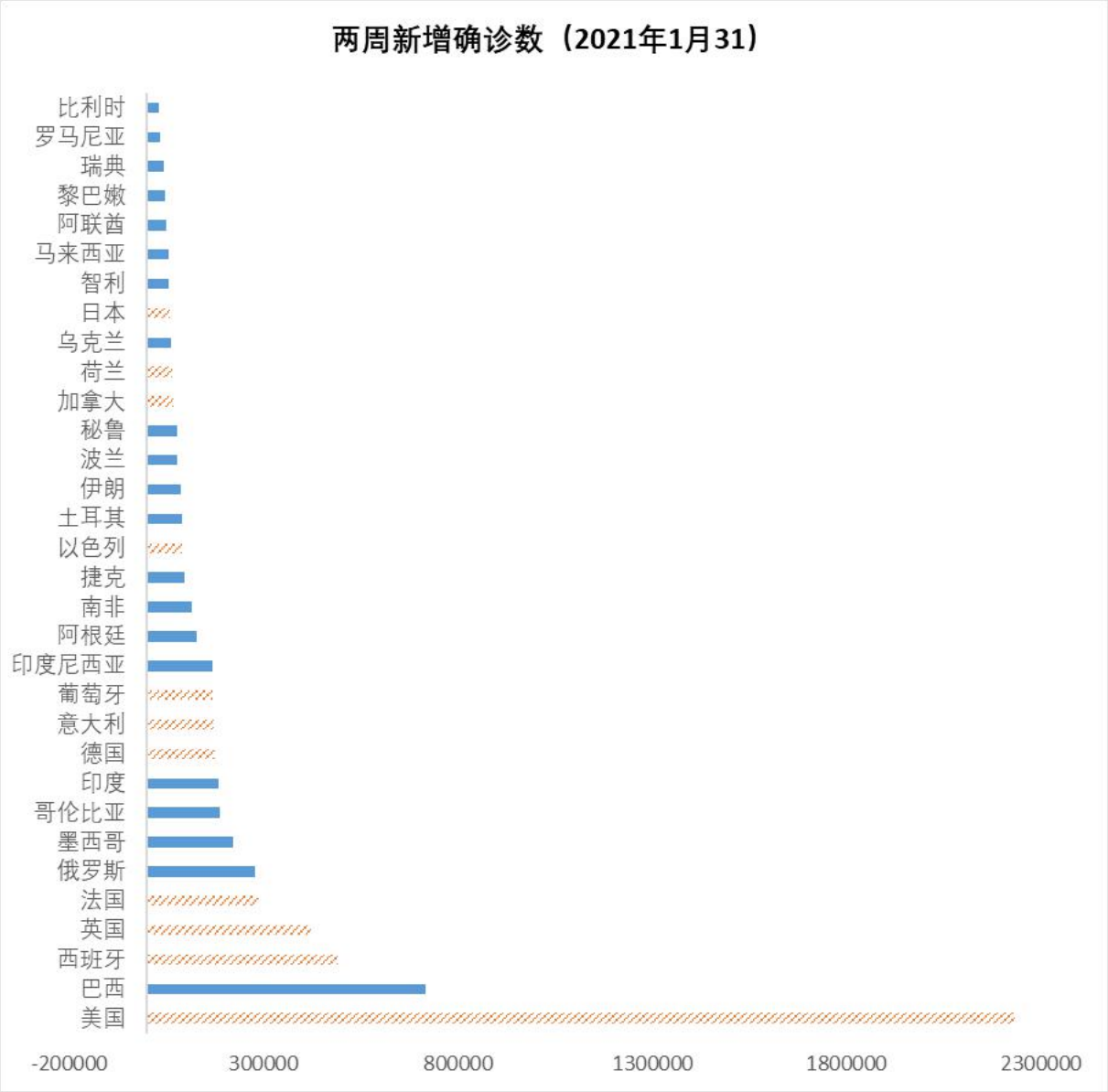
时间	决议
2020年4月第10次ONOMM	2020年5月—6月，原油产量日均减产970万桶 2020年7月—12月，原油产量日均减产770万桶 2021年1月—2022年4月，原油产量日均减产580万桶
2020年6月第11次ONOMM	2020年7月继续减产970万桶， 沙特阿拉伯、阿联酋、科威特、阿曼自愿减产
2021年1月第13次ONOMM	将2021年1月—3月的原油日均减产量调整至720万桶
2021年3月第14次ONOMN	延续日均减产720万桶，部分国家因季节性调整允许增产
2021年4月第15次ONOMN	维持5—7月的减产计划

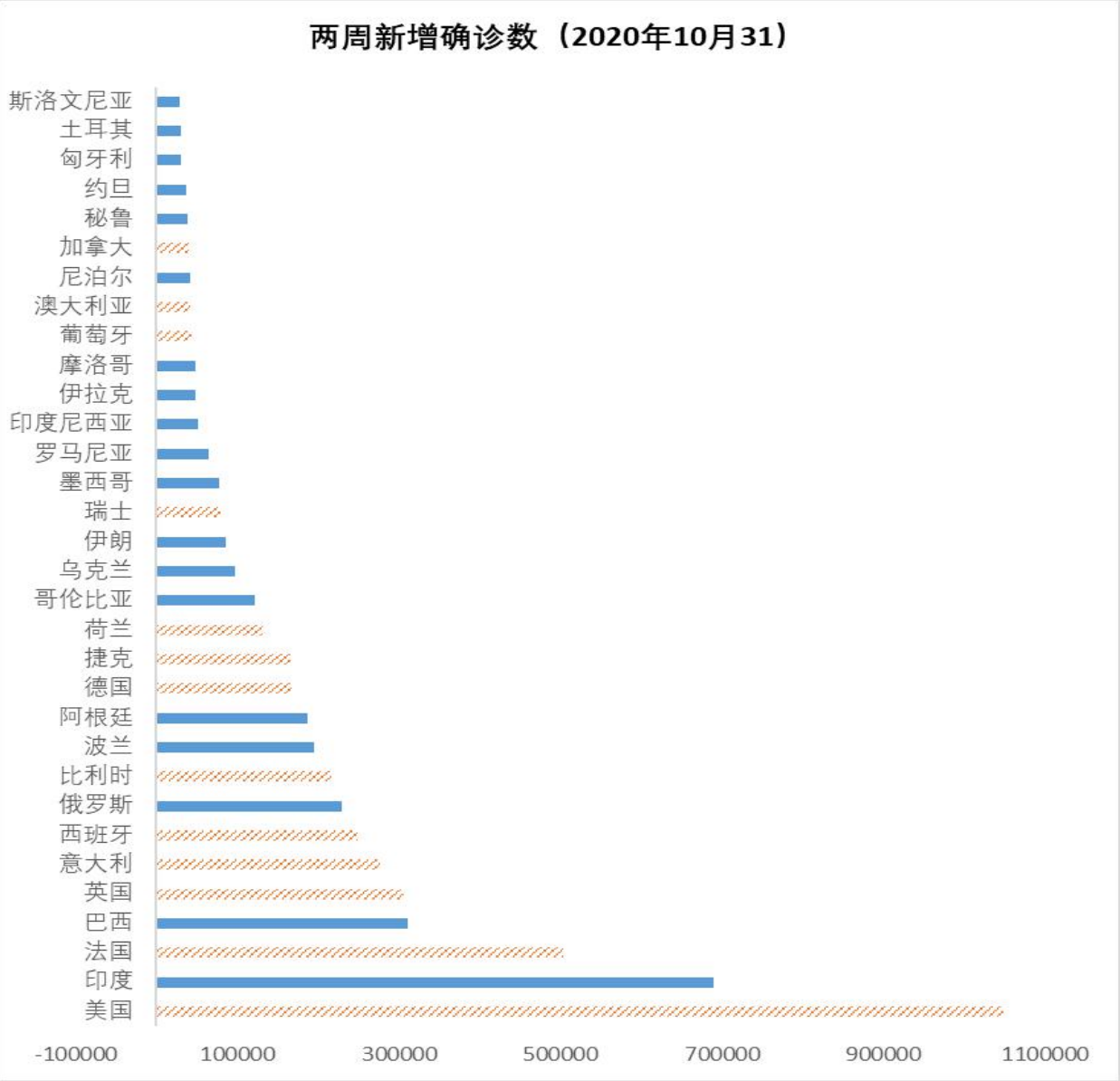
如果疫情反复使石油需求增长进一步放缓，欧佩克石油产量协议破裂压力将加剧，同时美国加快恢复页岩油产能以及美国与伊朗重回2015年核协议，伊朗回归原油出口市场的可能部分弱化了能源价格持续大幅上涨的预期。

- **疫情动态的跨国差异带来供求错配**
  - 2021年以来，随着疫苗的推广，疫情得到一定程度的控制。但是全球整体疫情状况并没有真正缓解，全球14天新增确诊数量保持在750万例以上。6月6日，全球单日新增确诊病例435816例，新增死亡病例10083例。

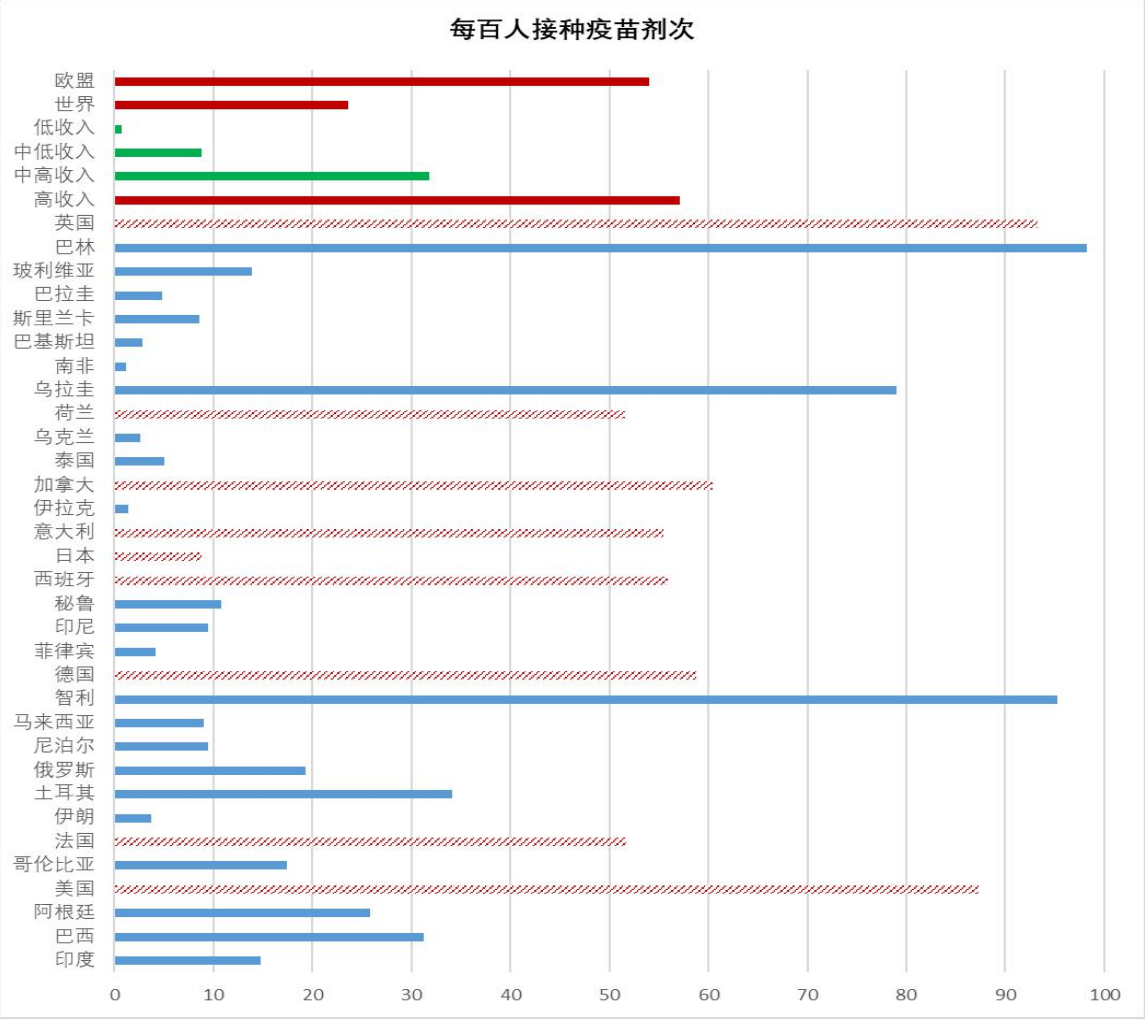
- 疫情向新兴市场和发展中经济体加速扩散。
- 印度、巴西、阿根廷、哥伦比亚、伊朗、土耳其、俄罗斯、马来西亚、智利、菲律宾、秘鲁、泰国和乌拉圭等国家的疫情恶化。
- 2021年6月6日，印度、巴西、哥伦比亚、阿根廷和俄罗斯是新增确诊病例数最多的五个国家，印度、巴西、美国、哥伦比亚和阿根廷是新增死亡病例数最多的五个国家。

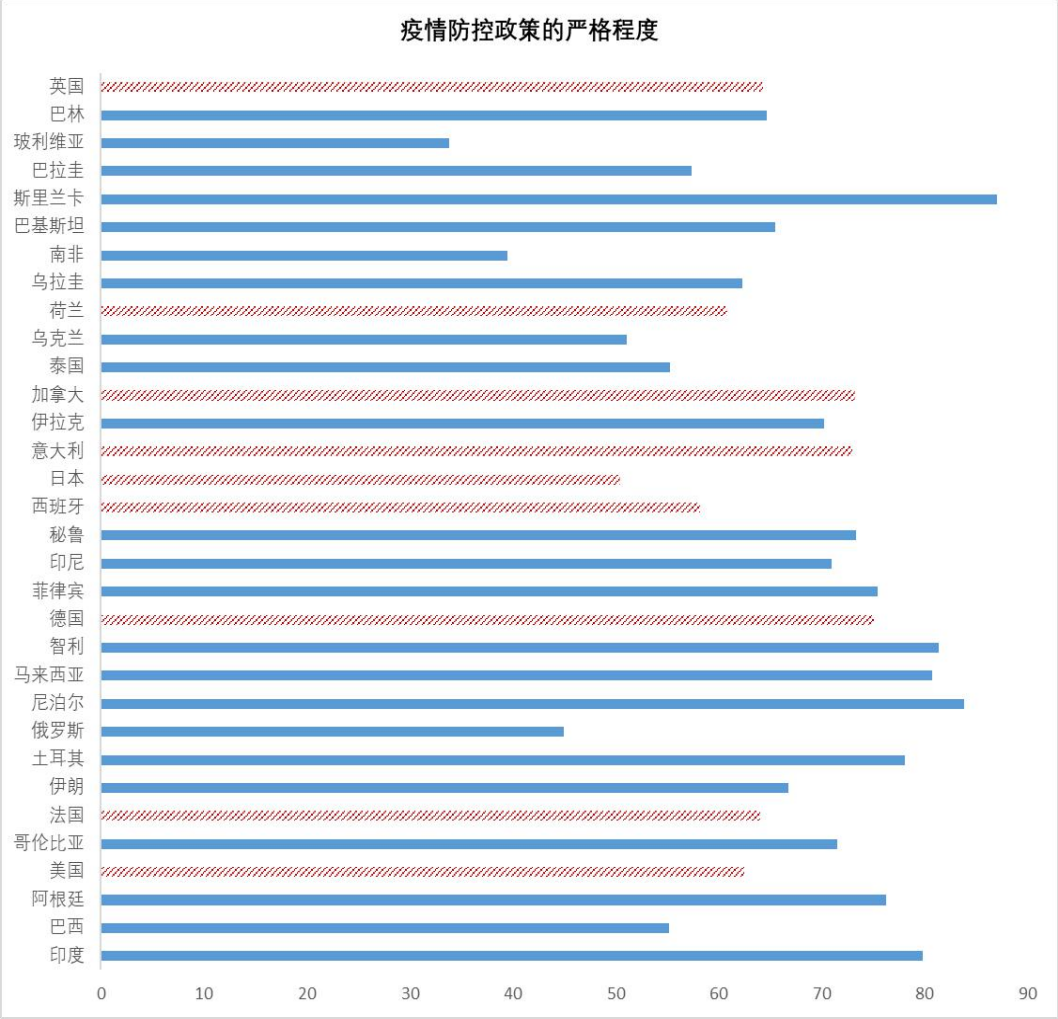



两周新增确诊数（2021年1月31）
比利时
罗马尼亚
瑞典
黎巴嫩
阿联酋
马来西亚
智利
日本
乌克兰
荷兰
加拿大
秘鲁
波兰
伊朗
土耳其
以色列
捷克
南非
阿根廷
印度尼西亚
葡萄牙
意大利
德国
印度
哥伦比亚
墨西哥
俄罗斯
法国
英国
西班牙
巴西
美国
-200000
300000
800000
1300000
1800000
2300000


两周新增确诊数（2020年10月31）
斯洛文尼亚
土耳其
匈牙利
约旦
秘鲁
加拿大
尼泊尔
澳大利亚
葡萄牙
摩洛哥
伊拉克
印度尼西亚
罗马尼亚
墨西哥
瑞士
伊朗
乌克兰
哥伦比亚
荷兰
捷克
德国
阿根廷
波兰
比利时
俄罗斯
西班牙
意大利
英国
巴西
法国
印度
美国
-100000
100000
300000
500000
700000
900000
1100000

- 疫情增长压力较大的新兴市场和发展中经济，疫苗接种水平明显低于主要发达经济体，不得不保持更为严格的疫情防控。这在一定程度上意味着，大宗产品生产侧面临疫情与疫情防控的紧约束。





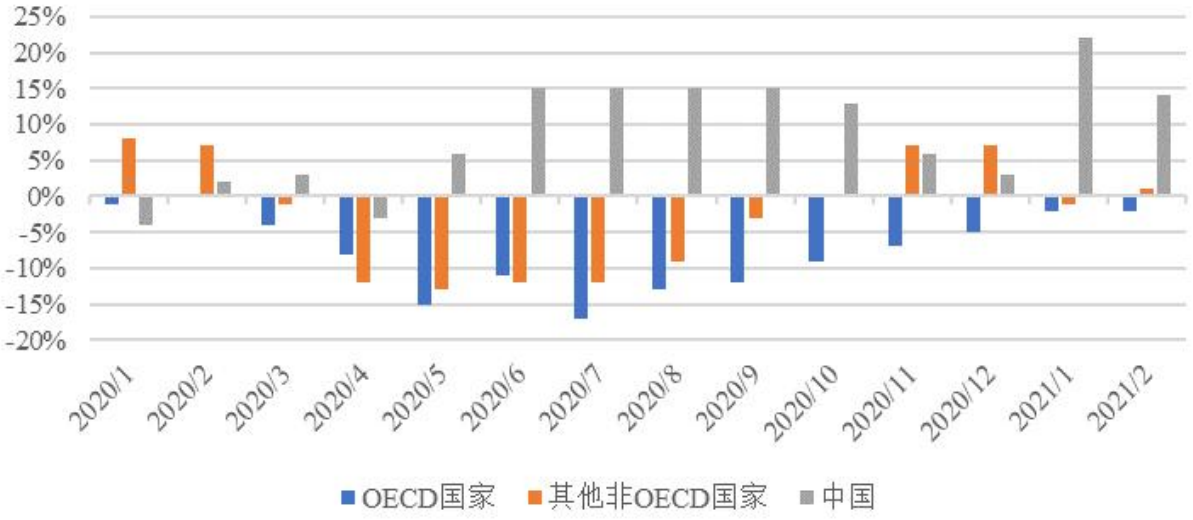
- 美元自2020年5月起持续走弱，成为带动大宗商品价格上升的动力之一。
  - 大宗商品价格主要由美元标价，大宗商品价格与美元指数长期呈负相关关系。

美元指数（1973年3月=100）

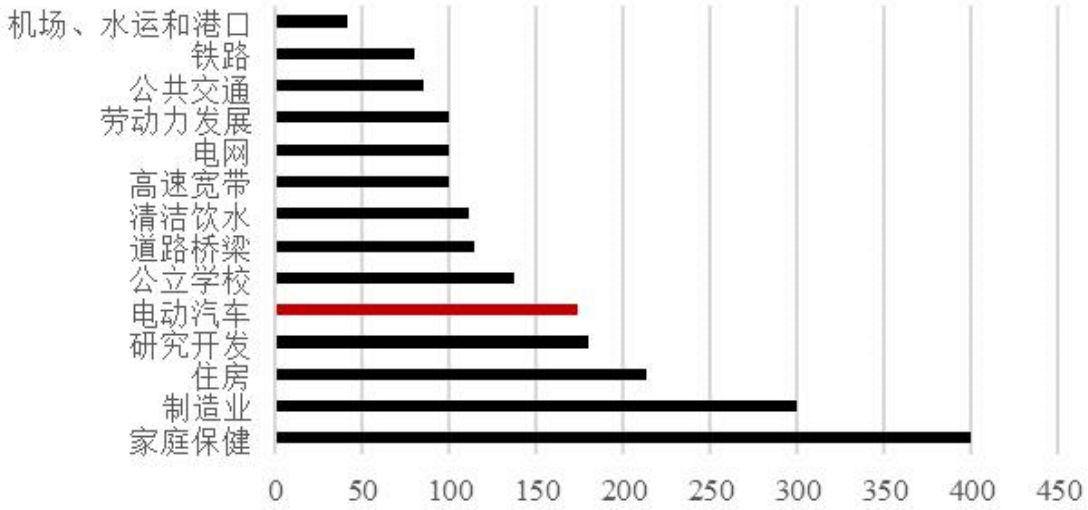
• 金属价格上涨的背后时是多种因素的叠加，特别是一些长期结构性因素

- 与疫情前相比，金属价格指数涨幅达到45.90%，是拉动大宗商品价格指数高于疫情前同期水平的主要原因。
- 世界银行2021年4月CMO报告强调，相较于能源，金属对新兴经济市场和发展中经济体的经济发展更为重要，因此此次金属价格变化值得重视。
- 除全球经济复苏外，全球范围内脱碳行动增加了对金属的需求，主要生产者供给中断减少了供给，两方面因素共同推高了金属价格。

- 脱碳行动推动全球能源结构由化石燃料向清洁能源的转型，带动了以电动汽车为代表的新能源行业的发展，带动了钴、镍等金属的需求增长。
  - 我国在2020年11月发布的“新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）”
  - 美国拜登政府在2021年5月推出1740亿美元的电动汽车计划



各主要市场金属需求同比增长率



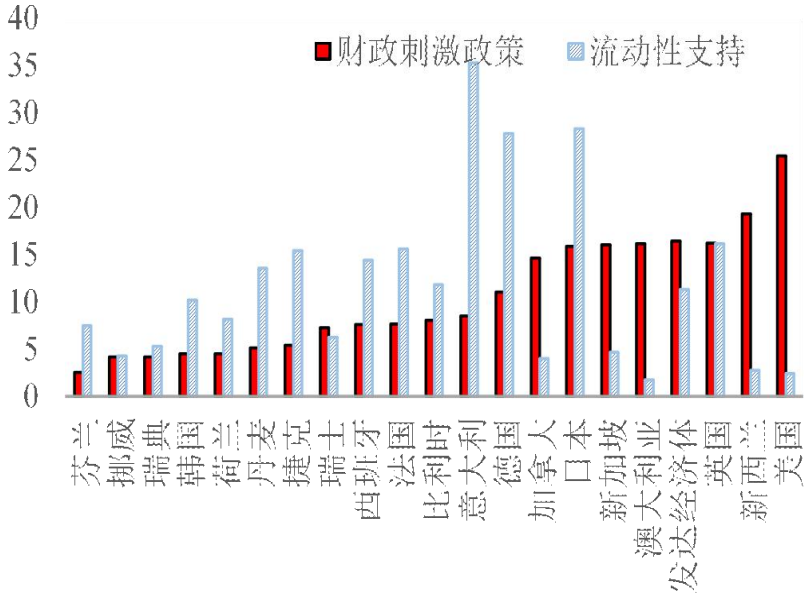
美国2.3万亿基建计划的构成（单位：十亿美元）

- 金属供给方面的负向冲击主要来自各类金属产能的缩减。
  - 具有长期性质的冲击：例如考虑到部分金属生产过程中的高碳排放量和高污染，我国为实现“碳中和”目标调整了钢、铝、铁矿石等的产能。
  - 具有短期性质的冲击：例如智利和秘鲁罢工威胁影响了铜产量，菲律宾雨季影响了镍产量，玻利维亚、秘鲁和马来西亚因疫情封锁影响了锡产量等。
- 短期需求的快速增长以及对供给的负面冲击造成了金属价格向上波动，金属价格上涨在短期内能否持续?
  - 以美国2.3万亿基建计划为代表的财政刺激政策的推进速度？主要生产国能否迅速调整扩大产能？
- 长期金属价格变化趋势?
  - 全球绿色经济发展及其导致的金属产品市场结构调整趋势？
  - 疫后经济修复和复苏期，这种结构性调整预计较为缓慢，但是会持续下去。

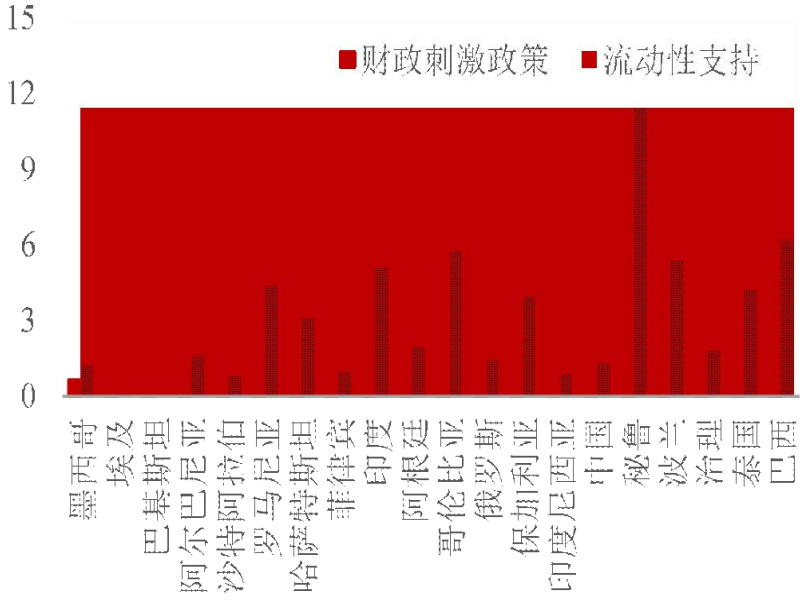
财政政策

- 为应对疫情冲击，以美国为代表的发达经济体推出大规模财政刺激政策。

- IMF数据显示，截至2021年3月，全球财政刺激规模达16.03万亿美元，占2020年全球GDP比重的15.3%，发达经济体财政刺激规模普遍高于发展中国家，其中，美国推出了5.84万亿最大规模的财政刺激政策，占GDP比重达到27.9%；新兴经济体和中等收入国家平均财政刺激规模为6.5%。



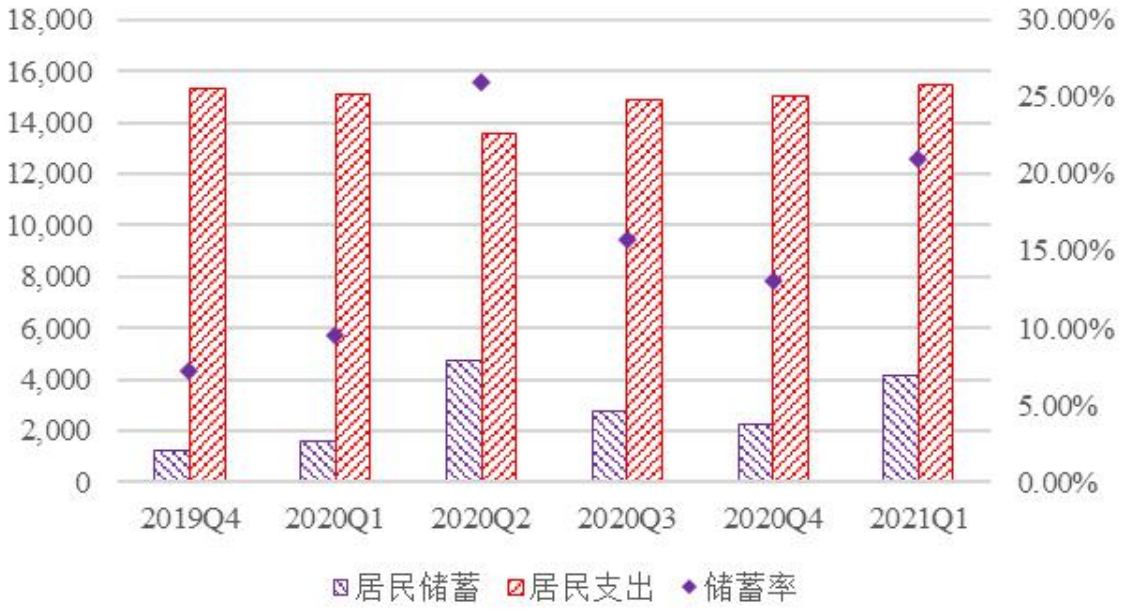
主要发达国家财政政策占 2020 年 GDP 比重



主要发展中国家财政政策占比

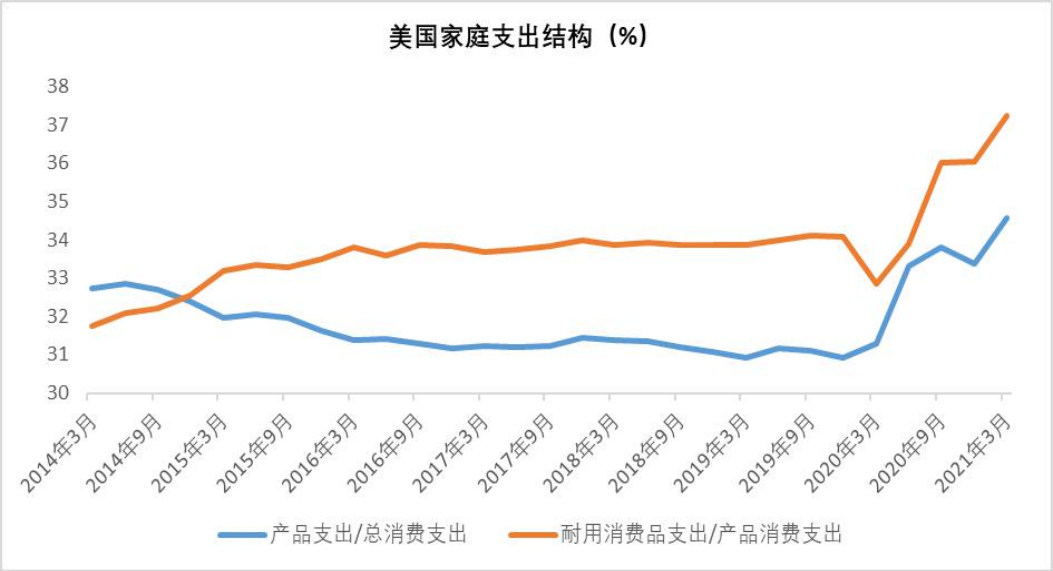
- 疫情背景下，特别是疫情全面爆发的情况下，财政刺激政策的作用主要是救助和维持，而不是真正意义上的刺激。

- 疫情期间美国居民可支配收入的增长主要来自政府的转移支付，而非持久性收入。
- 按年利率季节性调整后，2021年1季度居民可支配收入为19.62万亿美元，较2020年1季度同比增长17.5%，其中6万亿美元为政府为个人提供的社会福利，占居民总收入的27.4%，较2020年1季度同比增幅高达88.1%。
- 但对疫情反复的担忧使得居民消费行为受到抑制，2021年1季度居民储蓄率高达20.98%，在2020年1季度和2019年1季度这一比例分别仅为9.55%和7.28%。



美国居民可支配收入及其构成在疫情期间的变化

- 疫情冲击改变了家庭的消费行为和消费结构
  - 疫情冲击和疫情防控措施带来的消费抑制效应，使得家庭消费转向耐用消费品；政府应对疫情冲击的收入支持计划增强了家庭的产品消费需求。
  - 疫情期间消费结构的变化与一般经济衰退中所呈现的耐用品支出和住房支出快速下降、服务支出波动幅度较小的特征并不一致。社交隔离抑制了居民在餐饮零售、医疗服务、航空旅行等服务上的支出，但产品支出的直接接触较少、可向线上转移的特点使居民增加了产品支出。
  - 失业和居家办公等导致居家时间延长，增加了对住房、房屋装修、电器家具、电子产品等耐用品的支出。耐用品价格指数与大宗商品价格指数相关性更强，大宗商品价格变化更容易传导至耐用品商品价格。



以美国家庭的支出结构为例，产品支出占家庭总消费支出的比重提高了3个百分点左右，耐用品支出占产品支出的比重提高了4个百分点左右。

- 疫情形势好转以及经济恢复，在一定程度上可以抵消政府救助计划退出的影响，居民可支配收入整体波动幅度相对较小。但是，受疫情压抑的消费潜力能否释放？能否成为需求增长的主要动力？
- 以美国为例，
  - 疫情前美国居民储蓄率长期维持在3%-9%之间。以9%为基准储蓄率，美国居民在疫情期间累积的超额储蓄达到1.86万亿美元，占2020年GDP的8.1%。
  - Aladangady Aditya and Garcia Daniel(2021)的数值模拟结果：至2020年6月，美国居民耐用品支出已经恢复甚至超过疫情前的趋势；至2020年10月，因疫情前期耐用品支出不足导致的支出缺口已完全抵补；至2020年底，居民拥有的耐用品数量已经高于疫情前的正常水平。
  - Aladangady Aditya and Garcia Daniel(2021)：居民耐用品支出受持有耐用品存量的负面影响，居民耐用品支出在疫情结束后趋于下降，这会弱化居民消费价格与大宗商品价格的相关性。
- 缓慢恢复的需求以及居民消费价格与大宗商品价格趋弱的相关性，削弱了大宗商品价格向通货膨胀的传导。

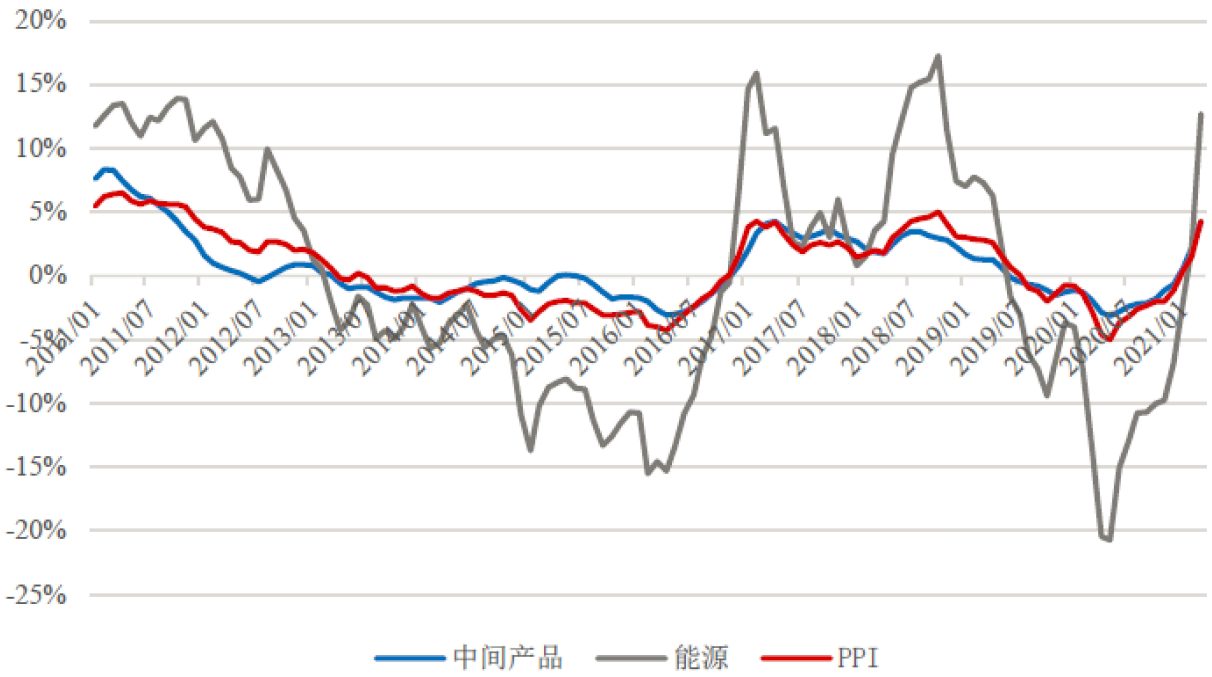
- **更需要关注财政政策定位的变化**
  - 截至2021年5月，美国政府共推出七轮财政救助。
  - 2020年特朗普政府推动的五轮财政救助总规模达到3.78万亿美元，占美国2020年GDP的18.04%，主要救助对象是中小型企业及居民。拜登政府在2021年1月推出的美国救济计划进一步向居民部门倾斜，投向地方政府和居民的资金占比高达70%。向中小企业与居民倾斜的财政刺激政策主要是为了防止企业和个人资产负债表坍塌，进而预防出现大规模企业或个人违约破产。
  - 2021年3月的美国就业计划标志着美国财政刺激政策目标由疫情救助向刺激经济增长的转变。
- **主要经济体财政政策定位的逐步转变，可能会使一种趋势。其目标指向长期经济增长潜力和国际竞争力。这会成为影响大宗产品长期走势的结构性因素。**

时间	财政刺激政策	主要内容
特朗普政府		
2020年3月	《冠状病毒防范和应对补充拨款法》	总支出83亿美元用于：资助疫苗研究，向州和地方政府捐款以抗击病毒传播
2020年3月	《家庭第一冠状病毒应急法案》	总支出1920亿美元用于：员工带薪紧急病假、带薪紧急家庭假以及企业税收减免
2020年3月	《新冠状病毒援助、救济和经济安全法案》	总支出2.2万亿美元：6037亿用于直接发放现金补助，5000亿用于大型企业援助，3770亿用于中小企业援助，为州和地方政府分配3400亿
2020年4月	《薪资保护计划和医疗保健增强法案》	追加4840亿美元用于：中小企业援助，补贴医疗系统等
2020年12月	《新冠疫情救助法案》	9000亿美元经济纾困计划：直接发放现金支持，为中小企业提供支持等
拜登政府		
2021年1月	美国救济计划	1.9万亿美元的纾困金方案：投资1600亿美元用于提供物资、应急响应、检测等以阻止疫情传播；提供1300亿美元用于恢复学校教育；提供1万亿美元用于劳动家庭改善经济状况，包括以支票形式给劳动家庭发放1400美元/人救济、延长失业保险金资格、增加儿童税收减免、增加收入所得税抵免额等；为州和地方政府分配超过3600亿美元紧急资金。
2021年3月	美国就业计划	2.3万亿美元的基建计划：6500亿用于维修公路、铁路和公交系统，6500亿用于建设宽带、清洁水、电网系统，4000亿用于清洁能源贷款项目，1800亿用于新兴科技研发，1740亿用于电动车及其充电站发展。

时间	财政刺激政策	主要内容	总金额	执行时间
2020 年 4 月	抗疫纾困计划	1000 亿欧元贷款用于劳动力工作保留项目；2000 亿欧元泛欧担保基金为企业提供融资；2400 亿欧元通过欧洲稳定机制向成员国提供低息贷款用于覆盖医疗成本。	5400 亿	
2020 年 7 月	“下一代欧盟”复苏计划	6725 亿欧元的复兴措施基金，向成员国分配 3125 亿欧元无偿补助和 3600 亿欧元贷款；475 亿欧元的 REACT-EU 计划，供成员国支付医疗保健支出、支持短期工作计划以及支持中小企业运营及绿色项目。	7500 亿	两阶段：2021-2022 年和 2030 年
	长期财政框架	3778 亿欧元凝聚力与恢复计划；3564 亿欧元自然资源和环境计划；1328 亿欧元单一市场、创新和数字化计划；984 亿欧元国际合作计划；731 亿欧元公共行政开支计划；227 亿欧元移民与边境管理计划；132 亿欧元安防计划。	1.07 万亿	2021-2027 年

➢ 从大宗产品价格上涨向通货膨胀的传导

- 能源类产品价格迅速上升是当前推动中间产品价格指数上升的主要力量，这反映出大宗商品价格上涨已近对企业生产成本带来显著冲击。
- 目前，最终产品价格指数涨幅低于中间品价格指数涨幅，即下游产品价格涨幅低于上游产品价格涨幅，下游企业将生产成本压力转移至消费者的程度有限。
- 大宗商品价格上涨增加了企业投入成本，随着最终产品需求市场的缓慢恢复，成本上升压力可能不断向下游扩散，向消费价格转移的比例可能不断扩大。

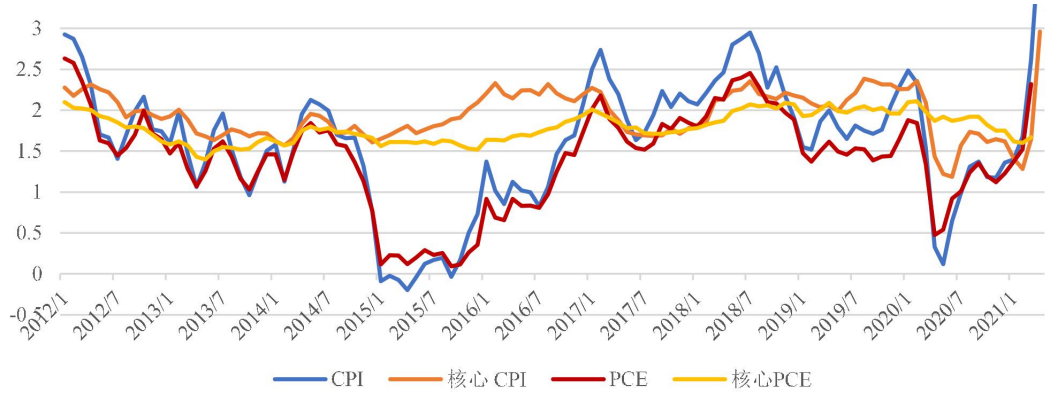


欧元区生产者价格指数2005年=100）

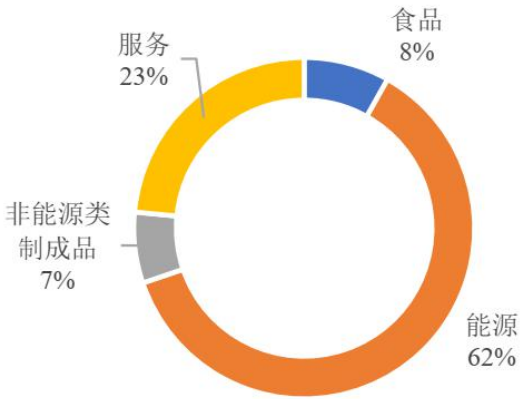
美国最终产品和中间产品价格指数同比变化（%）

能源类产品价格上升已经较为充分地传导至中间投入价格，对最终产品价格的传导尚未充分显露。

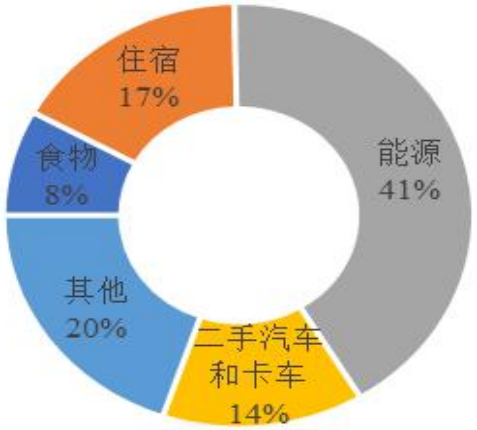
- 能源类消费价格的上涨是欧美消费价格指数上涨的主要来源。
- 这反映出大宗商品价格上涨向消费者价格指数的传导。



美国消费者价格指数与 PCE 价格指数同比变化（%）

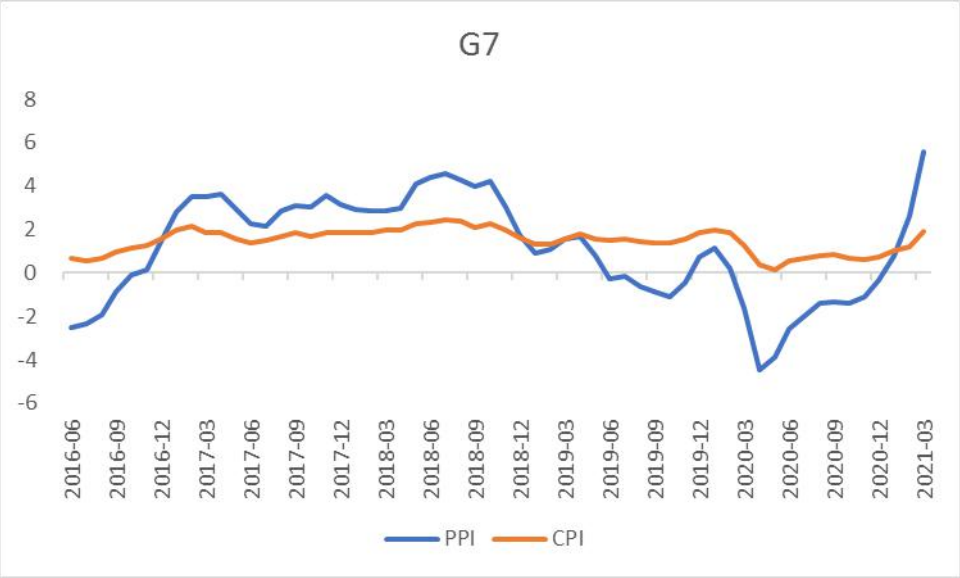


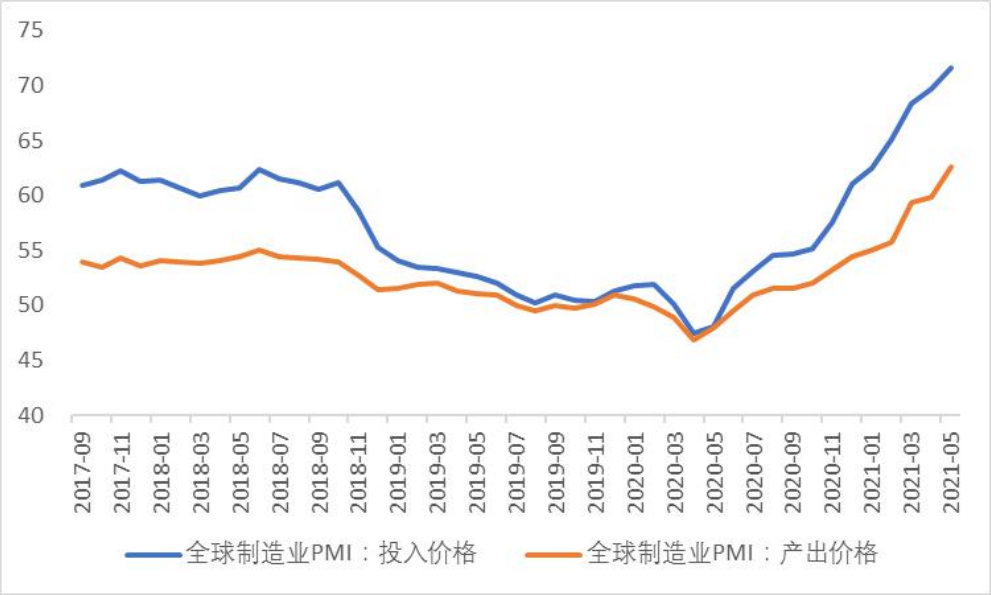
2021年4月HICP上涨的主要来源

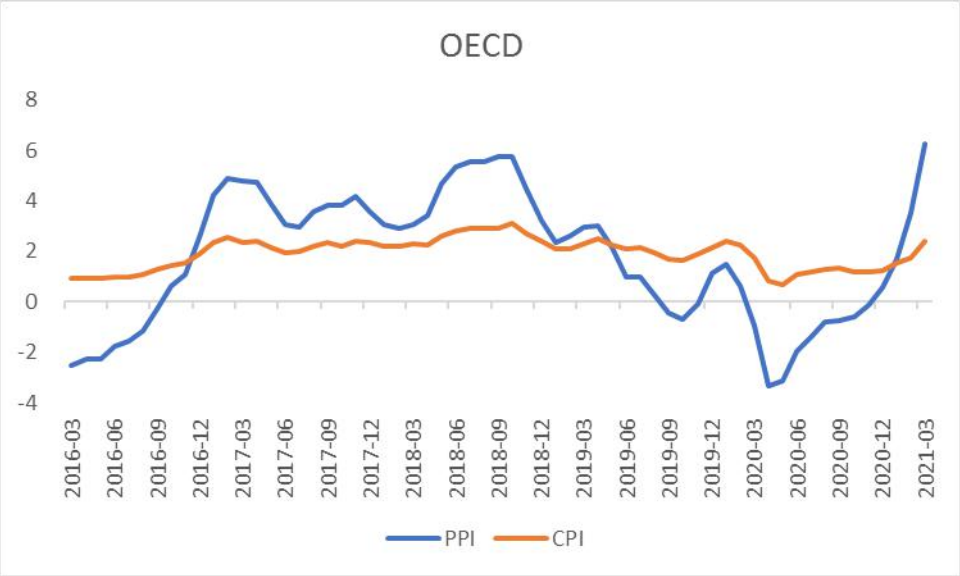


2021年4月美国CPI上涨的主要来源

- 投入价格上涨快于产出价格上涨，生产者价格上涨快于消费者价格上涨。
- 大宗产品价格上涨带来的成本冲击，从企业投入到企业产出、从上游向下游、从企业到家庭，传导效应尚未完全显露。
- 在这背景下，企业特别是下游企业承担较大的成本上涨压力和利润损失。
- 随着经济的修复和恢复，下游企业能否将投入成本上升压力转嫁给最终消费者？这一点值得关注。

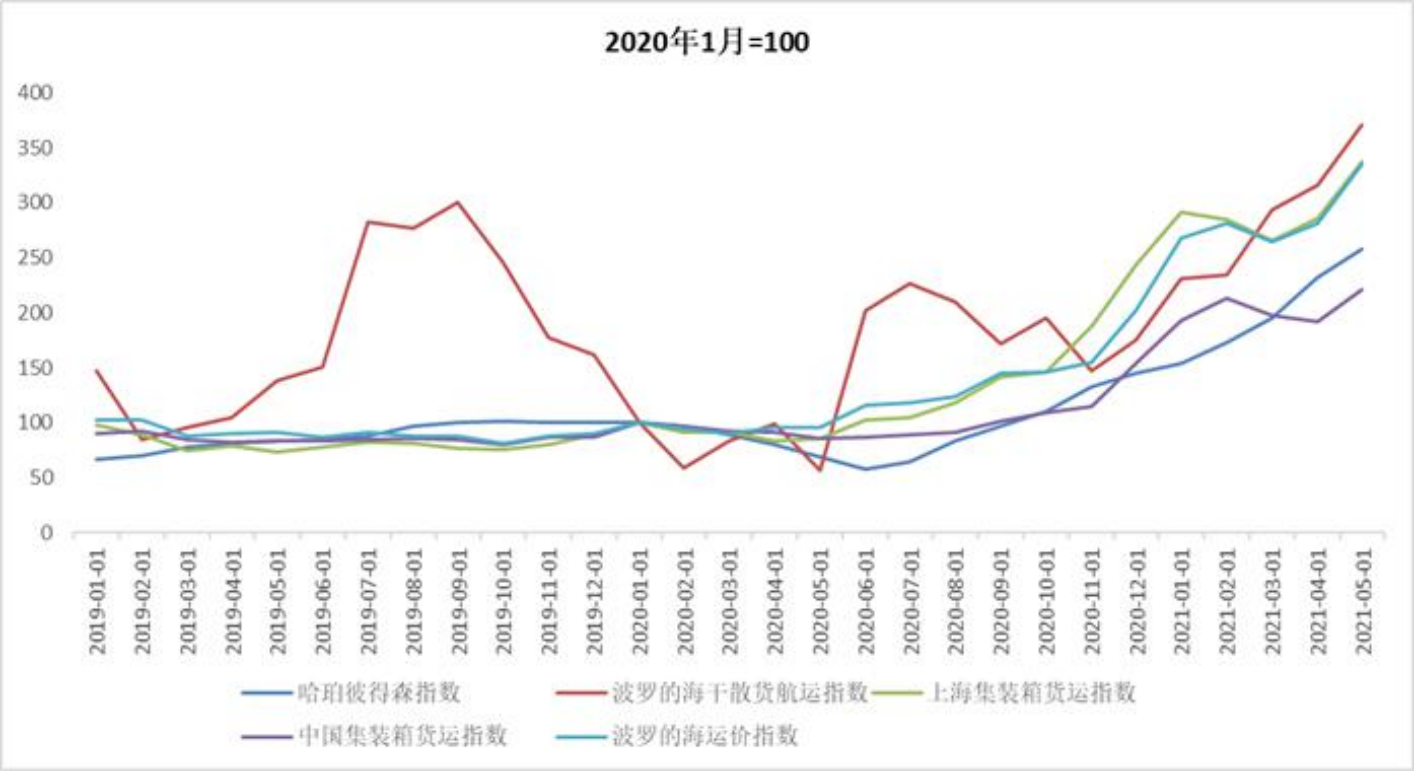






• 国际航运价格迅速上涨

- 2020年下半年以来，全球对集装箱运输的需求急剧增长。
- 港口疫情防控措施导致装卸速度下降，人员轮换受阻，集装箱运输服务供给面临瓶颈。
- 全球主要运费指数的季度平均增速在30%至65%之间。

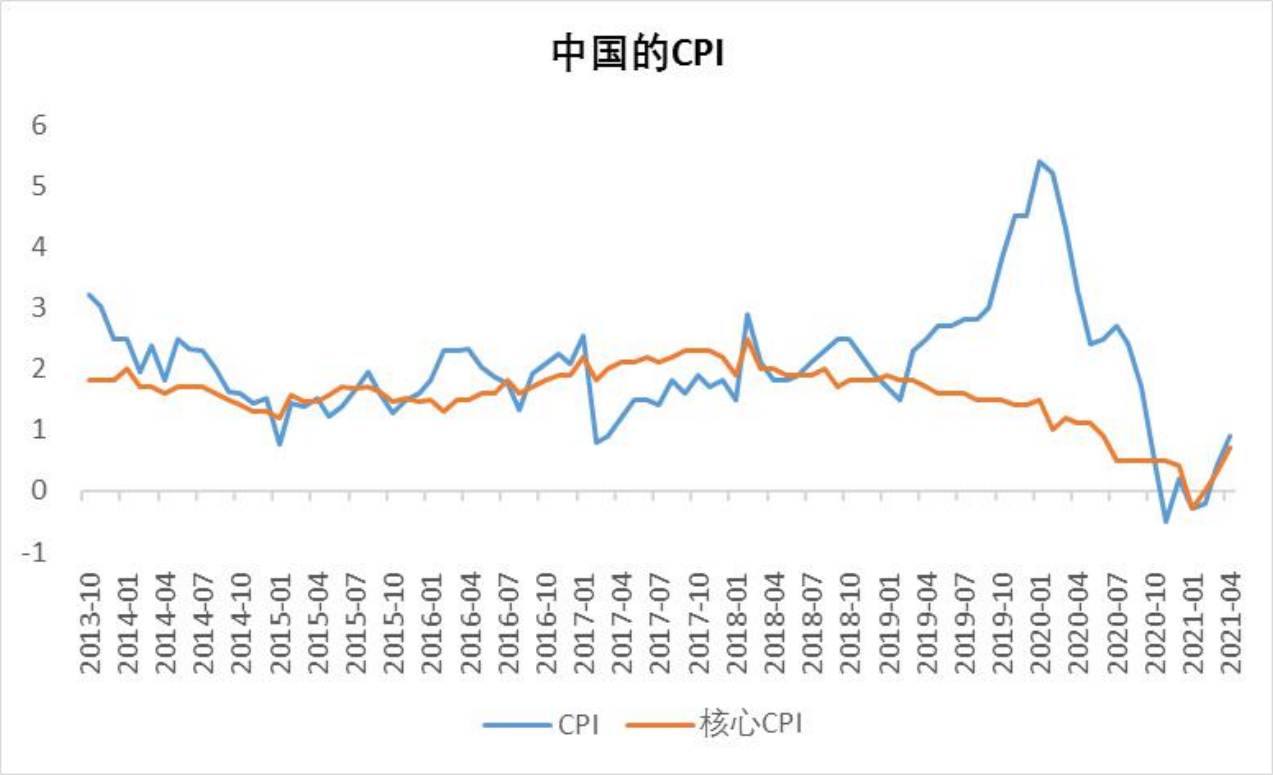


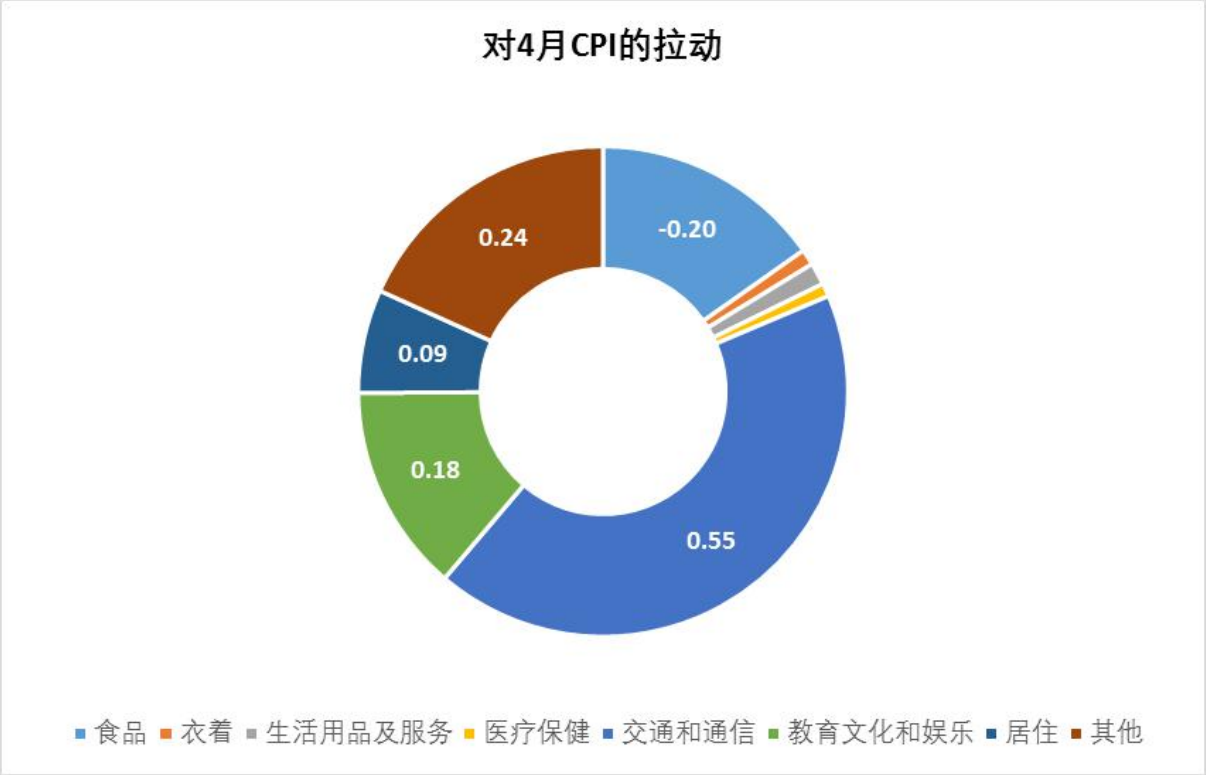
- 社交距离和不断强化的卫生防疫标准，使得船员更换延迟，极大地延长了港口作业时间和货柜周转时间。这种异常状况预计还要持续较长时间，港口的拥挤状况还将持续。
- 随着欧洲经济的重新开放，供求之间的紧张状况还会进一步加剧。按照目前的态势，航运服务和价格在2021年年底之前很难实现正常化。

- 国际航运价格上升对消费者价格指数的影响，依赖于两个基本环节。
  - 航运价格对商品价格的影响
  - 产品进口价格对消费者价格的传导。
- 2021年1季度，国际航运价格平均上涨了50%。
  - 根据OECD的估算，如果整个2021年国际航运价格都维持在目前的高位，将导致产品进口价格上涨2个百分点左右。
  - 进口价格变化对消费者价格的短期传导效应相对较低，进口价格每上涨1个百分点，消费者价格将上涨大约0.03个百分点。

- 除了大宗产品价格上涨和跨国航运成本上升，未来的通胀压力还来自如下因素：
  - 疫情期间受到严重冲击的服务业的恢复和服务价格的回升。
  - 卫生防疫要求的增强，导致企业经营成本上升。
  - 疫情动态的跨国差异以及政策不确定性对全球价值链的冲击，导致半导体等关键零部件供给短缺，使得企业生产投入成本上升。
    - 根据高盛的研究，半导体供给短期使得美国2021年核心通胀上升0.1-0.4个百分点。
  - 未来弥补过去1年的损失，企业在经济重开后的涨价动机。

- 疫情冲击下的消费结构变化尚未充分体现在CPI的商品篮子构成中。
  - 2020年，家庭消费中的交通、娱乐、餐饮和能源等消费支出下降了70-90%。在这类服务价格大幅下降的情况下，由于计算CPI的家庭支出篮子构成没有反映这类服务支出权重的下降，服务价格下降对CPI的影响被放大，结果导致CPI被严重低估。
  - 按照同样的逻辑，在2021年，上述服务类别价格上涨对CPI的影响将被放大，导致CPI的高估。
  - 根据Kouvavs等人（2020）、NIESR（2020）以及Cavallo（2020）等研究，因为计算CPI的商品篮子构成未能及时反映疫情冲击下家庭消费支出结构的变化，欧元区CPI被高估0.2个百分点，美国CPI被高估0.7个百分点，英国CPI被高估0.4个百分点。



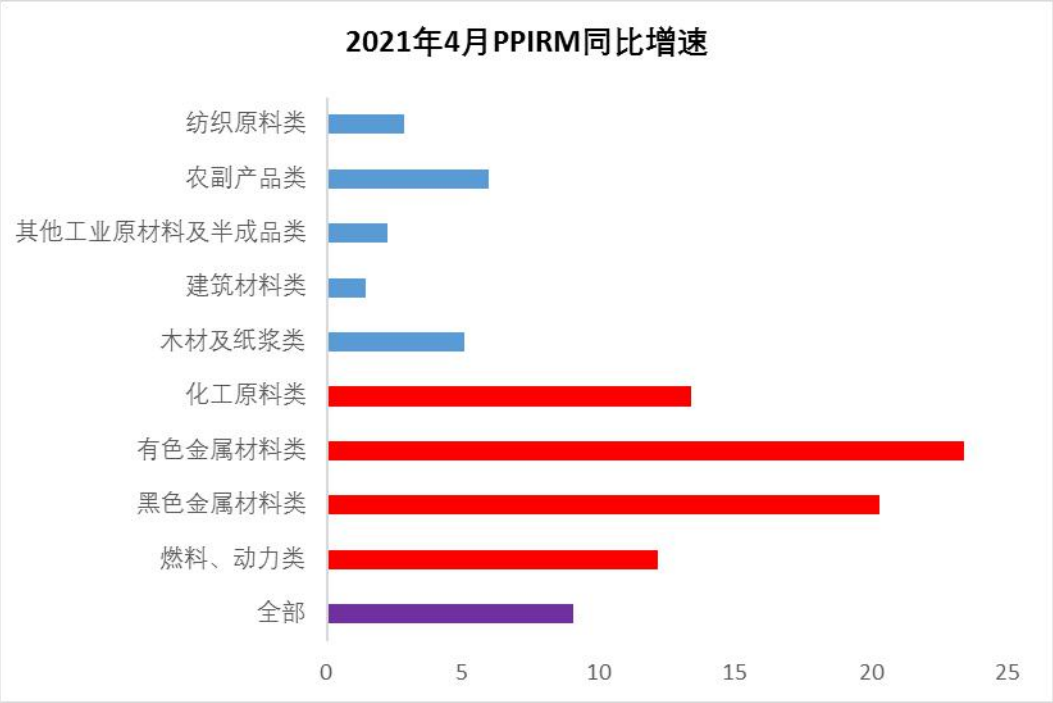


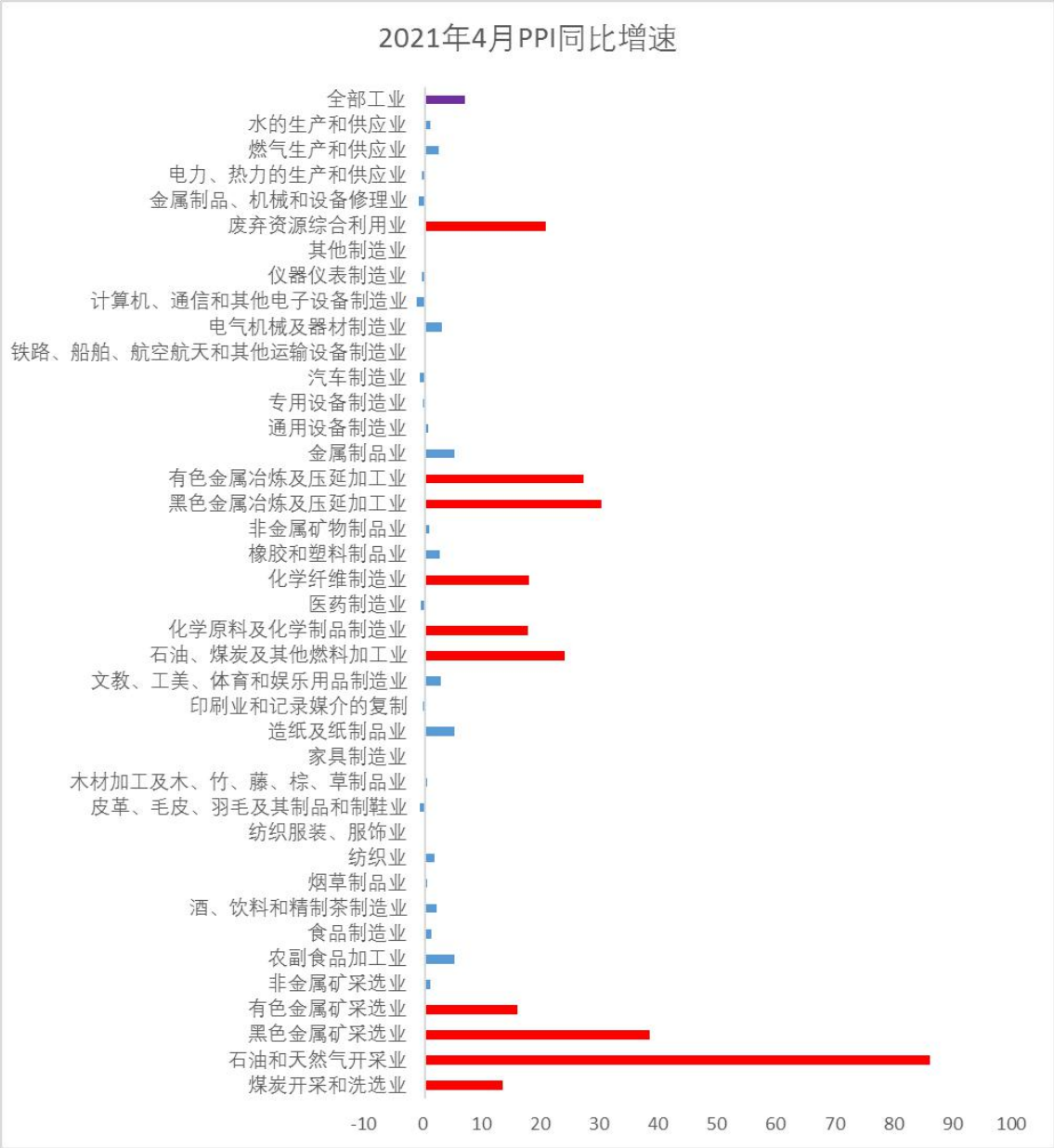
- 2021年4月，我国CPI同比上涨0.9%；交通通信价格上涨4.9%，拉动CPI上涨0.55个百分点。
- 扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.7%。

- **大宗商品价格上涨的影响在我国工业企业投入价格和产出价格中已经显露。**

能源、化工、金属相关产品的出口价格上涨较快；

能源、化工、金属相关原料的购进价格上涨较快。

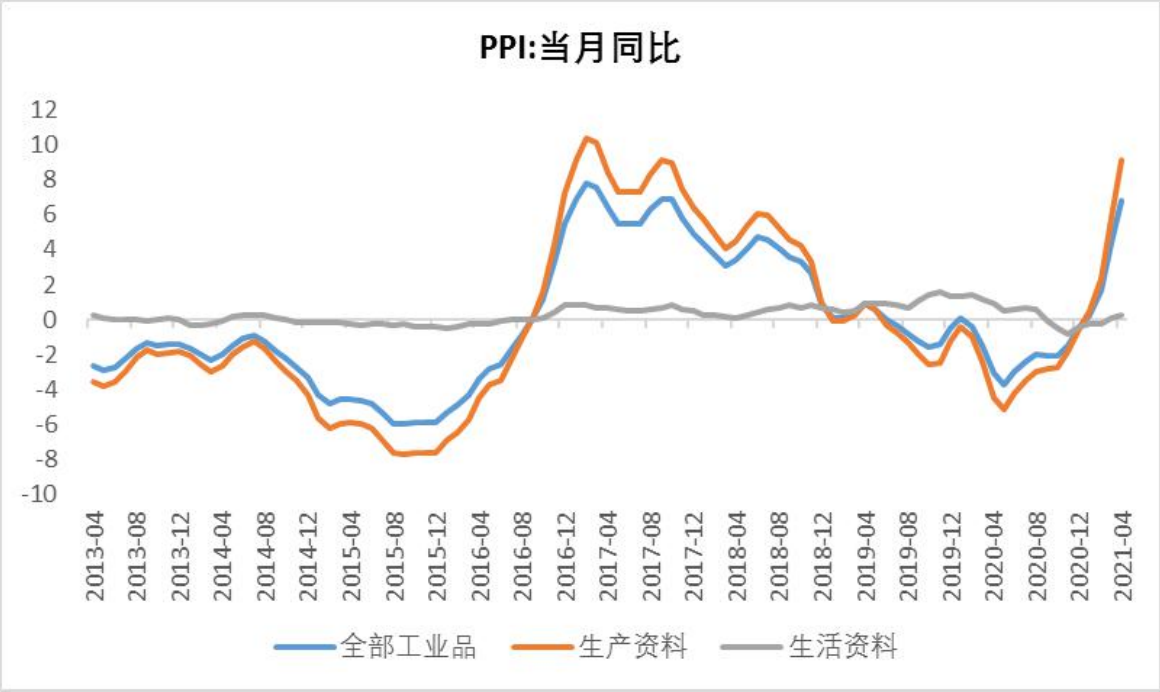


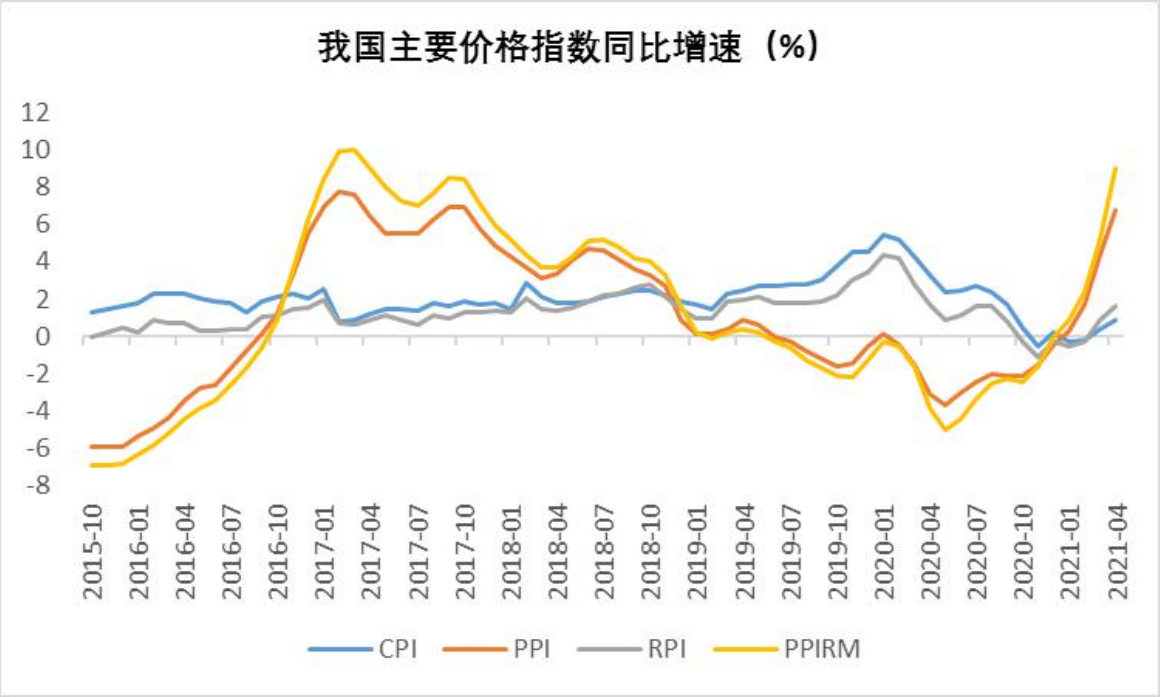


- **大宗商品价格上涨压力主要落在企业层面，特别是下游企业**
  - 我国分类价格指数上涨速度的比较：

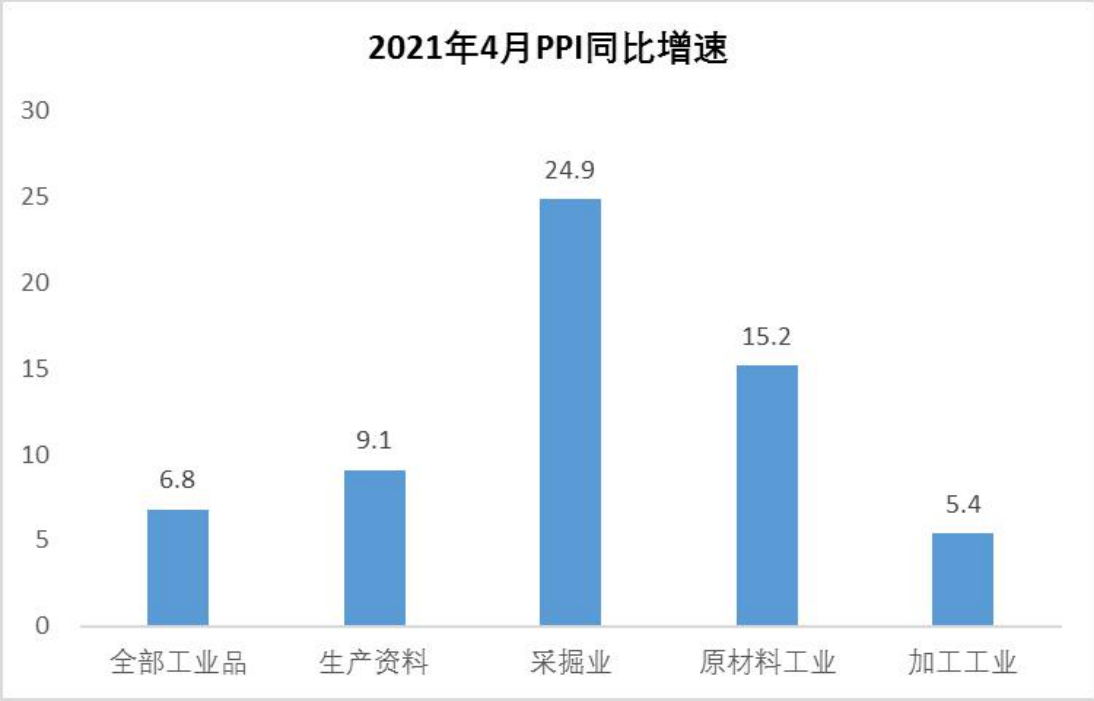
    1）生产资料价格>生活资料价格

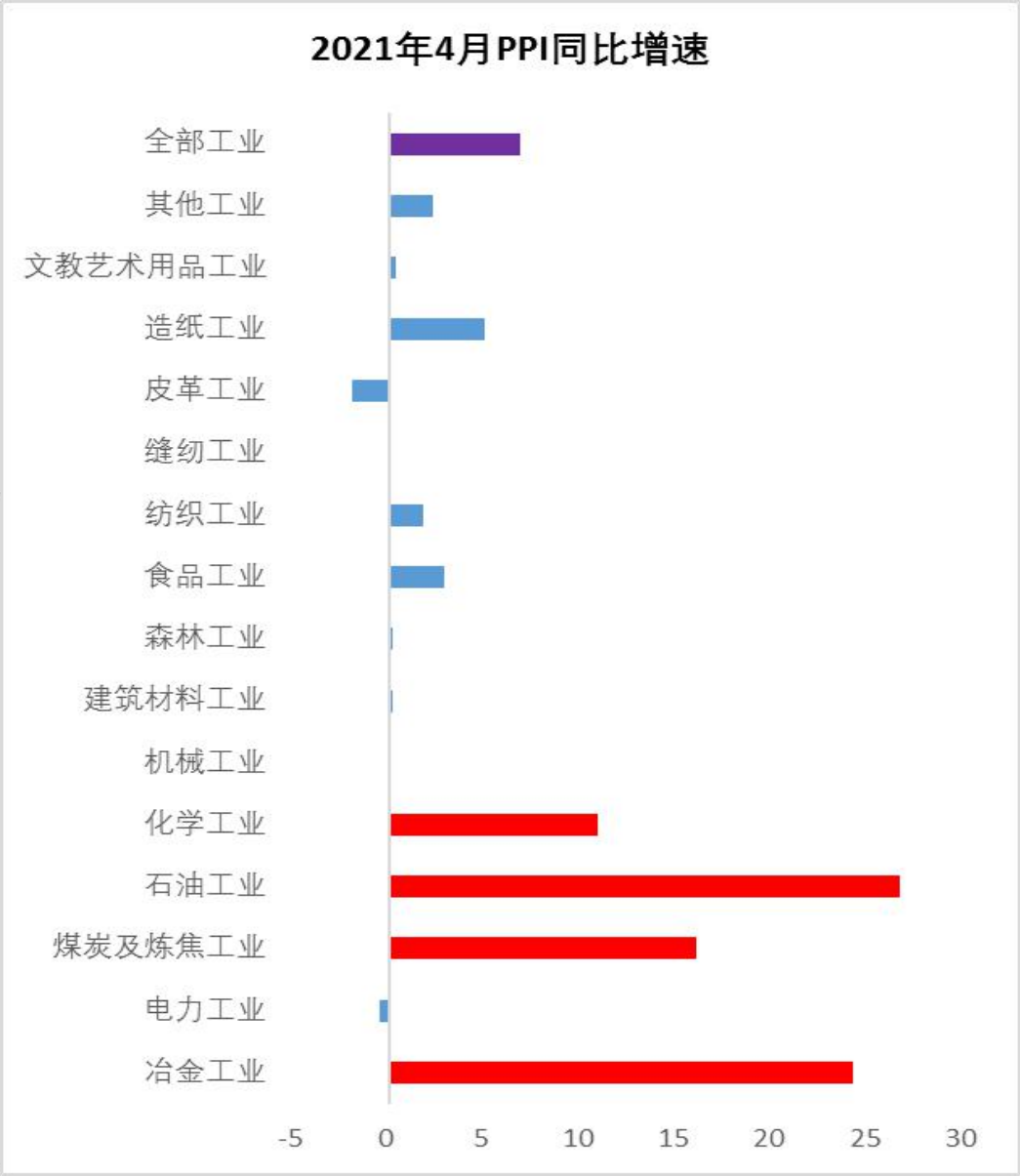
    2）生产者购进价格>生产者出厂价格>商品零售价格>消费者价格



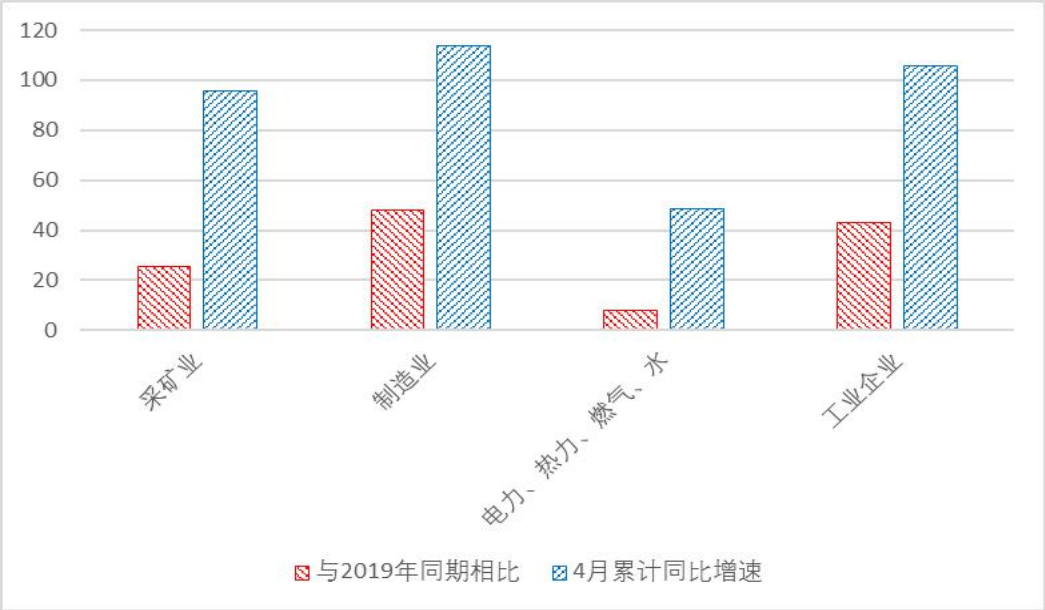


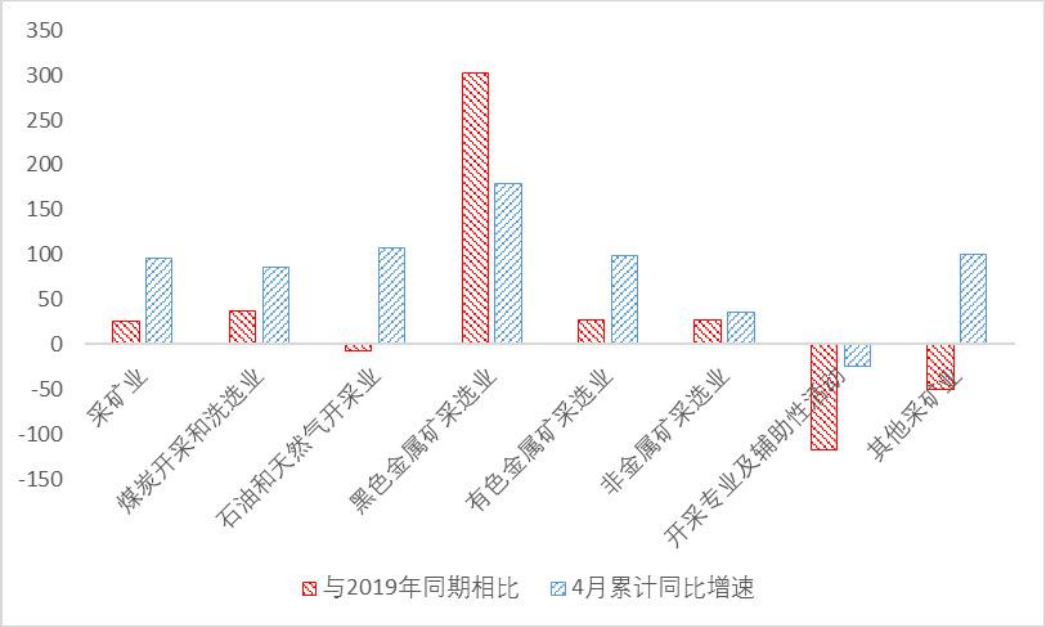
3）上游价格上涨速度>下游价格上涨速度

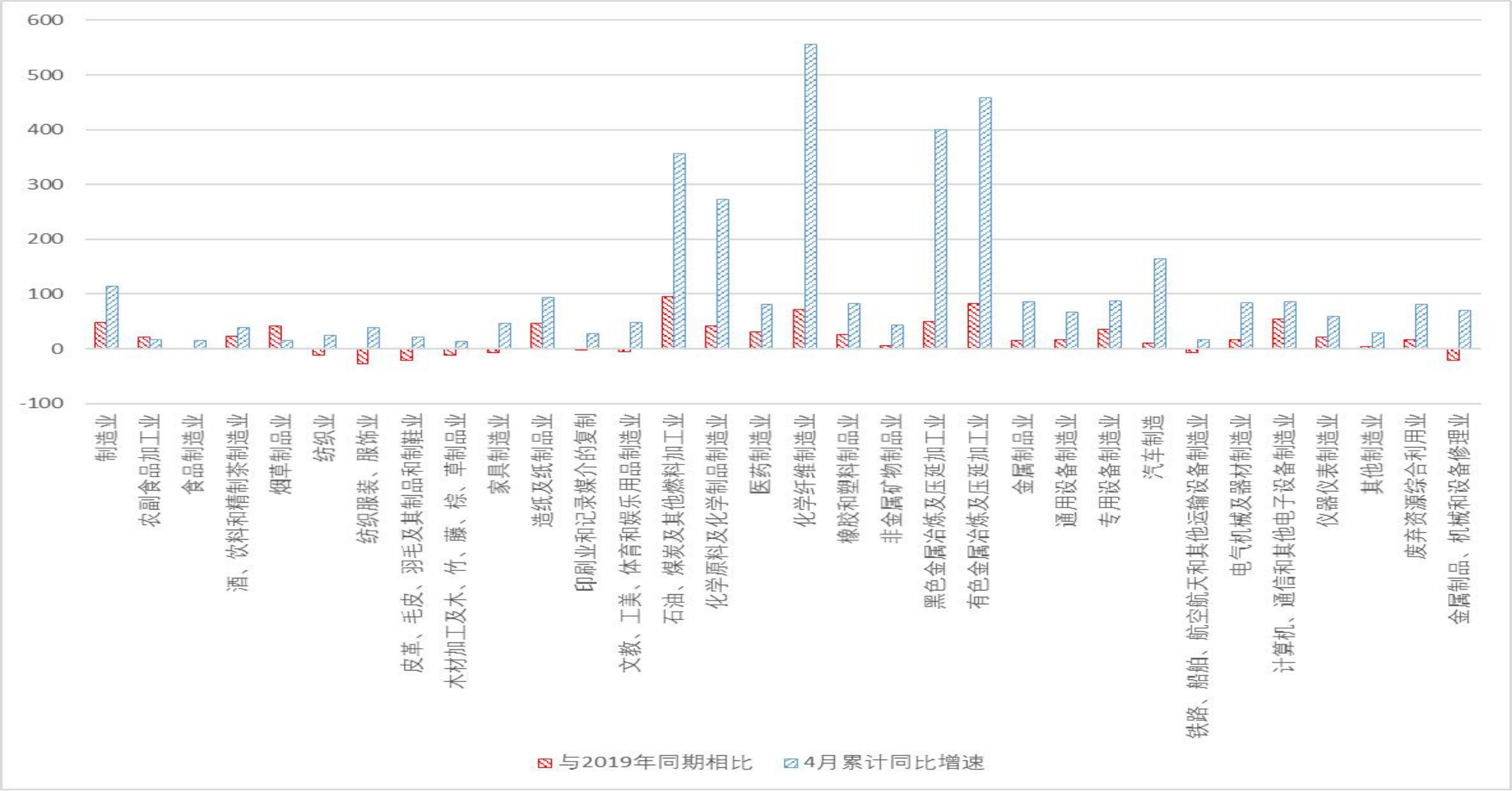




- **大宗商品价格上涨带来的成本冲击，已经导致工业部门利润分化，下游消费品制造业承受巨大的成本冲击压力。**
- 2021年1-4月，我国工业企业利润实现了快速增长；与2020年同期相比，41个工业大类行业要么实现利润同比增加、要么实现扭亏为盈、要么实现减亏。
  - 上游采矿业和原材料制造业的利润增速明显快于其他工业部门；农副食品加工、酒饮料茶、烟草、造纸、纺织业、纺织服装、印刷和记录媒介复制业等消费品制造业的利润增速较低。
  - 如果与2019年同期相比，很多消费品制造业的利润水平实际上是下降的。






600
500
400
300
200
100
0
-100
制造业
农副食品加工业
食品制造业
酒、饮料和精制茶制造业
烟草制品业
纺织业
纺织服装、服饰业
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业
家具制造业
造纸及纸制品业
印刷业和记录媒介的复制
文教、工美、体育和娱乐用品制造业
石油、煤炭及其他燃料加工业
化学原料及化学制品制造业
医药制造业
化学纤维制造业
橡胶和塑料制品
非金属矿物制品业
黑色金属冶炼及压延加工业
有色金属冶炼及压延加工业
金属制品业
通用设备制造业
专用设备制造业
汽车制造
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
电气机械及器材制造业
计算机、通信和其他电子设备制造业
仪器仪表制造业
其他制造业
废弃资源综合利用业
金属制品、机械和设备修理业
与2019年同期相比
4月累计同比增速

- **目前，大宗商品价格上涨带来的成本冲击主要集中在下游工业企业，这类企业承担成本上升压力和亏损压力。**
  - 经过疫情的冲击和过去1年的艰难度日，大多数企业都已经没有能力承担进一步的成本冲击及其带来的亏损压力。
  - 大量的中小企业集中在下游消费品制造业，本身抵抗成本冲击的能力相对较弱。
- 下游消费品制造业，竞争相对激烈，企业定价能力较弱，转移成本压力的能力较弱。

- **如果大宗商品价格上涨带来的成本冲击，从下游制造业企业进一步向下转移，也就是最终消费品价格大幅上升，由此带来较大的通货膨胀压力。**
  - 这不仅是通货膨胀问题，更为重要是，经过疫情冲击，同样处于疫情修复过程中的家庭，面对消费价格的快速上涨，生活水平乃至生计将会受到显著影响。
  - 这还会导致需求特别是家庭需求复苏和增长过程受阻。

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

聚焦“疫后经济复苏期大宗商品价格上涨的挑战与应对”，CMF 中国宏观经济专题报告发布！

昨日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第 27 期）于线上举行。百度财经 APP、网易财经、凤凰网财经、财经、WIND、和讯财经、证券时报、中国网、同花顺财经等多家媒体平台线上直播，**同时在线观看人数近百万人次**。本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦“**疫后经济复苏期大宗商品价格上涨的挑战与应对**”，知名经济学家**李迅雷、连平、陈道富、邵宇、于春海**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院副院长、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员于春海教授代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告就以下三部分内容展开：

一、 本轮大宗商品价格上涨的特点和性质；

二、 本轮大宗商品价格上涨的原因和持续性如何；

三、 本轮大宗商品价格上涨可能的影响与对策；

首先，报告指出，本轮大宗商品价格上涨迅速、涉及面广，从长期轨迹看是对疫情前变化趋势的回归。从去年 4 月到今年 4 月，大宗产品价格指数上涨超过 70%，无论是食品类、工业原料，农产品、金属、能源等都在上涨。但是把这一价格变动放在更长的趋势和时间样本中去看，会发现当前大宗商品价格的变化主要还是对疫情前变动趋势的回归。

大宗商品价格在外生冲击之下，无论在此次疫情冲击还是之前出现过的金融和其他方面的冲击，大宗商品价格都表现出先大幅下跌后大幅攀升的特点，这是非常常见的变

动模式。如果把疫情冲击带来的短期异常变动平滑掉，可以看到 2020 年以来的变化与过去的变化趋势并没有明显不同。如果仅仅看今年以来的变化，在变动幅度上与疫情前相比也没有太明显的差异。

除了价格指数以外，再看具体的价格水平，也能够看到，无论在能源价格、贵金属价格还是基础金属价格，总体上并没有超过 2008 年危机以来的高点。能源的价格基本延续了过去的波动特征。贵金属的价格相对比较特殊，它上涨相对比较快，不仅延续了疫情前的上涨趋势，还叠加了疫情冲击之下的避险动机以及流动性支持下的投机行为。

其次，报告指出当前各国经济重启和修复期的需求回升还没有那么强劲，不足以带动大宗商品价格如此全面迅速地回归，因此，大宗价格上涨的背后还应该有其他原因。跨国疫情动态差异带来的供求错配，长期的经济结构性调整趋势，欧美主要经济体财政政策定位的转变，诸多因素的相互叠加，共同推动了大宗商品价格的上涨。

从总体经济状况来看，主要发达经济体的产出、就业等关键性经济指标没有恢复到疫情前的状况，疫情的损伤还没有得到完全的修复。因此，经济恢复拉动的需求回升，不足以带动大宗商品价格如此迅速全面的回归疫情之前。这也意味着它背后存在其它的支撑因素。在能源类这块，驱动能源价格上涨的不仅仅是需求回升，还有供给方面的约束。供给侧和正常时期相比更大程度的收缩，是驱动石油乃至能源价格上涨非常重要的因素。

从疫情发展的角度来看，今年以来随着疫苗大幅度推广，疫情得到了一定程度的控制，但全球疫情状况并没有真正得到缓解，更多的是疫情的地域分布发生了非常明显的变化。一方面发达国家经济体的疫情得到有效控制，但另一方面新兴和发展中经济体的疫情在加速恶化。发达经济体主要作为大宗产品的需求方，而新兴和发展中经济体主要作为供给方。受制于疫情恶化以及疫情防控趋严，大宗商品的供给增长还面临着非常强的约束。这样整体来看，在大宗产品供求层面可能就会出现错配。

大宗商品价格变化背后还需要关注的另外一个支撑因素，即主要发达经济体或主要经济体财政政策定位的转向。疫情期间，财政政策的定位更多的是救助和维持，所以更

多支撑了家庭收入和家庭消费能力。随着主要经济体疫情的缓解，主要经济体的财政政策已经开始出现明显的转向。去年疫情当中，中国已经从疫情救助和经济维护转向加速疫情经济复苏。美国拜登政府今年 3 月份退出的就业计划，代表着美国财政政策目标定位的转变。财政政策现在越来越关注长期导向下的经济增长和国际竞争。这时候必然会涉及到对经济当中的结构要进行重大的调整。这样的长期结构性的变化，必然会对大宗产品的需求结构乃至它的价格走势产生长期趋势性的影响。

再次，报告指出当前大宗商品价格上涨已经对企业生产成本带来明显冲击，但对消费价格的传导目前主要集中直接的能源消费渠道，对消费价格的全面影响还没有显露。

大宗商品价格上涨沿着整个产业链，从企业投入到企业产出，从上游到下游，从企业到家庭，传导效应目前还没有全面地显露。目前，制造业层面投入价格上涨快于产出价格，主要经济体当中工业出厂价格上涨快于消费价格上涨。这也就意味着在生产当中，企业特别是下游企业目前承担着比较大的成本上涨压力，进而也可能会到导致利润的损失。成本冲击已经在下游消费品制造业中显现出来，如果再进一步叠加半导体行业供给缺口、国际物流不畅、国际运输状况的紧张以及国际运费上涨等因素，制造业企业成本上升的压力会进一步增加。

我国目前情况与欧美类似，大宗商品价格上涨对我国通胀的压力还没有全面地体现，消费价格指数 CPI 还是处于相对低位的状况。目前主要是下游工业企业承担比较大的成本上升压力，但比较麻烦的是，经历疫情冲击和过去一年左右的艰难度日，很多企业事实上已经没有能力承担进一步的成本冲击以及由此带来的亏损压力。同时，大量的中小企业集中在下游消费品制造业，本身抵抗成本冲击的能力就非常弱，这就意味着它需要进一步向下转嫁成本。一旦出现这样的转嫁，就带来最终消费价格大幅攀升，同样会对家庭消费产生巨大冲击，此时家庭消费需求的复苏乃至整体经济复苏过程可能就会受阻。

最后，报告对于当前大宗商品上涨带来的困境提出了政策建议。

1、面对这样的成本上升压力及其带来的通胀压力，一般意义上的货币政策是没有

太大作用的，简单地退出货币宽松政策并不能解决问题。这时候需要更多考虑的是，面对这样的必然成本上升的压力，如何在上中下游企业、生产者和需求者之间合理地分担成本。

2、要对冲和缓解特定行业和企业的成本上升压力。下游消费品制造行业的企业面临比较大的成本上升压力，并且目前已经产生了一些生存危机。相关研究表明，这类企业的成本对税费也是非常敏感的，这时候需要通过相关的政策，在大宗商品涨价所导致的成本上升压力之下，通过政策对冲和缓解其它费用的成本，进而缓解它整体成本上升的压力。

3、面临成本和价格大幅度上升，很多企业的流动性可能开始出现问题，这时候需要提高对特定行业、特定企业的资金支持，从而应对其成本上升带来的资金压力。此时货币政策能够发挥作用的空间相对比较小，更多的还是在财政层面去发挥它的成本分担、对冲和缓解的功能。

论坛第二单元，与会嘉宾发表了精彩演讲。

首先，与会嘉宾就大宗商品价格上涨的原因和未来趋势做出分析和判断。

植信投资首席经济学家兼研究院院长**连平**认为新冠疫情冲击是导致本轮大宗商品价格上涨的重要因素。在需求方面，由于欧美等国所采取的扩张性政策力度非常之大，危机冲击后的各国需求处于快速恢复过程中。但疫情限制了许多相关社会活动，各种和生产有关的以及和运输交易等有关的活动，都处在被抑制的状态。在这种情况下，供给和需求之间的缺口就显得比较大。再加上投机因素，最终导致大宗商品价格出现较为明显的上涨过程。

对于大宗商品价格未来的变化趋势，连平认为未来一段时间，大宗商品价格可能还会有一个上涨过程，持续的时间也会较长，但他不赞同大宗商品价格在当前和未来一个阶段可能是开启了“超级周期”的看法，因为持续不断地上涨，意味着供求关系长期得不到理顺、平衡，目前来看并不存在这种供需基础。

东方证券首席经济学家**邵宇**认为，短期内疫情导致的全球供应链不畅、供需失衡及其引发的投机因素导致了本轮大宗商品价格快速上涨。中期来看，全球供需可能会出现结构性转变。考虑到我国“碳达峰”和“碳中和”的时间表，中国大致会在未来 10-15 年度过自己城市化和工业化的最高峰，最高峰过程中肯定会有需求的释放，甚至有可能加速释放某些需求。而美国基础设施投资的意愿非常强，其后期的财政刺激和投资总量可能都不少。两者加起来可能能够比肩当年中国 4 万亿的故事。

邵宇认为未来对供给的冲击主要来自于气候方面的目标，“碳达峰”和“碳中和”，一方面会给我们定出一个短期需求上行的量级和时刻表，另一方面环保因素会导致我们的产能无法释放。需要在“碳达峰”前提下优化我们的政策，避免经济增长前景陷入滞胀风险。

中泰证券首席经济学家**李迅雷**从供给端、需求端和流动性三个因素分析了本轮大宗商品价格上涨，并对其持续时间做出预测。他同样认同全球经济的复苏，疫情出现结构性的分化，由此引起的供需失衡是本轮价格上涨的原因。但他认为本轮大宗商品价格上涨不可能有“超级周期”，因为全球经济在疫情之前就处在下行周期当中，由于疫情的原因，使得供给跟不上，库存下降，所以这轮冲击是补库存周期，补库存周期都是短周期。疫情之后全球经济下行趋势并未改变，且未来中美需求大幅提升的可能性极低，伴随着资源大国在内的供给端恢复，长期来看供需两端都不支持大宗商品价格的持续上涨。

国务院发展研究中心金融研究所副所长**陈道富**认为这次大宗商品价格是由货币、供求错位和部分结构性变化等多种因素共同推动的，暂时性、短期性的因素是导致大宗商价格快速上涨的主导因素。

陈道富指出，现在来看，大宗商品价格长期大幅度上涨，或者长期的大宗商品价格周期目前来看条件还不太具备。但大宗商品价格上涨仍然会持续一段时间，并且持续的时间会比仅仅看供需缺口显示的时间要长一些。原因包括：一是疫情本身的波动；二是这轮大宗商品价格上涨背后所形成的自我强化机制；三是长期结构性的因素发生变化。

其次，与会嘉宾就本轮大宗商品价格上涨会对我国经济产生怎样的冲击、我国未来的政策特别是货币政策是否需要做出调整等话题展开研讨。

连平认为这一轮大宗商品价格上涨并不会导致我国出现非常明显的通货膨胀，因为中国现有的供给和需求总体还是比较平衡的。他认为在中国现有的条件下，国内整体需求恢复还是比较缓慢，总需求并不大可能出现大幅增长。我国消费品制造行业的供需关系、供给能力，以及政府对于影响到居民生活水平的消费品价格的管理，使得难以形成快速的大幅度价格上涨。

连平还指出，大宗商品价格上涨、与疫情有关的运输成本大幅上升、目前就业的结构性问题、人民币升值四重成本因素综合在一起，会使出口部门在下一阶段面临较大的成本冲击压力。他认为，在当前环境下，货币政策不宜收紧，保持相对平稳略宽松的环境比较好。

邵宇指出，过去十年，哪怕是大宗商品“超级周期”时，通胀也没有向全球传导，其原因在于中国利用自己的超级产能向全球输出了通缩。但这一次而言，全球面临中通胀的风险。一方面中国的人口红利在中期可能会下降，不会有如此大的产能为全球所用，另一方面更重要的是，未来十年人民币汇率还有一定的升值空间，加上全球价值链分割等因素，全球通胀水平可能会摆脱原来 2%的基准向上攀升 1-2 个百分点。对于国内而言，未来导致比较大的通胀中枢上升的原因肯定不在需求端，环保的因素和碳达峰的因素可能会造成我们一部分产能的退出，特别是中小产能的退出，可能会导致通胀因素温和的上升。

李迅雷指出，从全球经济拉长时间看，居民收入的上涨与物价有相关性，但货币超发与收入上涨和物价的相关性不大。通胀更多的是关注 CPI 物价的上涨，这是由居民的收入上涨支持的。货币的超发，更多的钱是流到了资产领域，产生更大程度的资产泡沫，而没有流到商品领域，不会导致物价飞涨。中国制造业产能的形成主要是从 90 年代以后开始的，到 2000 年以后，中国出现了整体的产能过剩，总量产能过剩，商品从短缺经济时代变成过剩经济时代，这一基本趋势是不会发生根本变化的。中国作为大量制造

商品的国家，不需要担心通胀，但是从保中小企业、保就业的角度来讲，应该抑制大宗商品价格上涨。

李迅雷就应对当前大宗商品价格上涨提出了三点建议：国内地方政府、央企在“碳达峰”、“碳中和”的目标下扩大供给，缓一缓来完成长远目标，改变当前预期；货币政策要保持稳定性、连续性；提高人民币的国际地位，让人民币的竞争力能够提高，以抵御美国的大放水。

陈道富从长期和短期的角度分析了当前现象对中国经济的影响。长期来说，我国通胀中枢会适当抬高一些，但供需整体处于平衡；短期来看，需要防止输入型通胀。在政策建议方面，陈道富认为面对大宗商品价格上涨导致的成本上升，应提高面向终端整个行业吸收价格差异的能力，要保证它们的可持续性，但需要区分的是个体能力和行业的能力。对中小企业的金融支持政策不应保持其中的个体不被消灭或不破产退出，而应保证整个行业有足够的弹性。在货币政策方面，应该保持基本的稳定。

李迅雷：今年年底内应会出现大宗商品价格的明显下行，全球经济下行的长期趋势并未改变

李迅雷　中泰证券首席经济学家

以下观点整理自李迅雷在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 27 期）上的发言

一、全球经济基本面不支持“超级周期”

分析大宗商品的价格上涨，主要应当从供给端、需求端和流动性三个因素去考虑：

第一，考虑到全球经济的复苏，疫情出现结构性的分化，资源国受到疫情影响比较多。作为制造业大国、制造业强国，我国疫情好转比较明显，这样复工复产进行了，但供给还是有点跟不上，供需不匹配导致大宗商品价格上升。

第二，关于这次大宗商品价格上涨可以持续多长时间的问题，我的观察较为乐观一点，我认为不可能有“超级周期”。因为全球经济在疫情之前就处在平缓的下行周期当中，由于疫情的原因，使得供给跟不上，库存下降，所以这轮上涨主要是补库存周期，补库存周期都是短周期，是三年左右的周期，很难持续很长时间。不能说疫情之后全球经济的下行趋势就扭转了，全球经济在疫情期间出现这么多的问题就迎刃而解了，实际什么都没有解决。

全球经济的长期下行趋势、中长期趋势并未改变，改变的是短期趋势。疫情冲击相当于给经济走势挖了一个坑，我们现在就在做填坑的动作，填坑填完了，上行周期也就结束了。这方面来讲，大宗商品上涨是短周期，这轮短促且幅度巨大的涨幅，虽然时间很短，但幅度很大，故现在已经步入上涨后期了。**我认为今年年底内应该会出现大宗商品价格的明显下行**。

上面是供给因素导致的上涨，下面是需求因素，需求因素方面中国是缺席的，但中国又是全球的大宗商品消费大国，在钢铁、铝、铜、锌、粗钢等方面，中国消费占比大

概要占到全球一半左右。中国在这一轮经济反弹中，对大宗商品的需求没有出现大幅上升，如房地产的政策是“房住不炒”，基建投资增速也是长期低于预期的，所以没有强有力的需求来拉动这轮大宗商品价格的上涨。所谓美国的需求实际上还是炒预期，当下没有实实在在的需求在拉升，拜登的基建计划不可能完全兑现，肯定要大打折扣，而且基建的需求也不是一年内、两年内就能够完成，估计要拖个八九年时间，分解下来，每年的增量其实并不是太多。

拜登的基建计划难以全面兑现，既有共和党不同的声音又需要经过国会的讨论，美国的经济特点就是效率低下，它和中国不一样，中国是效率比较高的体制，这种情况下来美国的需求也是有限的。供给端迟早都会恢复，因为疫情长期也不可能一直持续下去，还会有逐步好转的过程。目前来看，全球的疫情，包括资源大国的疫情都处在好转的过程当中，供需两端来讲都不支持大宗商品价格的持续上涨。

最后需要考虑的就是流动性因素了，它是最难预测的。这轮美国经济的刺激不同于往年，2008 年的刺激主要是货币政策，因为那年的美国所出现的问题或全球所出现的问题都是由于经济繁荣导致泡沫的破灭，然后开始去杠杆，它不需要搞太多的财政政策。不像这轮，完全在经济下行当中出现了疫情，这时候出现财政政策和货币政策的双管齐下，尤其财政政策用的力度非常大，这样对通胀的推升还是符合逻辑的。美国发钱发到老百姓手里面了，消费能力自然就有了，居民的资产负债表自然就改观了。

对中国来讲，中国目前消费还是比较偏弱，虽然疫情复苏比其他国家都要好，但总体消费偏弱，说明全球也不是所有国家都在搞强刺激。唯一不好预测、不好判断的是大家的预期，尤其大家预期这一轮要上涨，估计越上涨越是要买，这种投机的氛围越重。目前大家还有一个预期：中国搞“碳达峰”和“碳中和”，所以在供给端又会缩减。这种预期要改变就需要我们增加供给。随着大家预期的变化，大宗商品价格上涨进入尾声的可能性便会产生。即便不引导预期，大宗商品价格也会下跌。全球经济基本面是全球经济走弱，还没有回到正常轨道上来，投资的动力也就不足。

我也问到几个大宗商品行业分析师的观点，他们认为中国国内的供给已经比较充

裕，某些大宗商品库存也在增加，但需求有限。但不少商品虽然我国是最大需求国，但却是国际定价的，我们缺乏话语权，故在投机氛围下，价格水涨船高也是难免的。但作用力下也有反作用力，如果下游持续低迷，企业成本压力过大，会导致破产，从而会影响到居民收入的提高。如果居民收入难以提高，下游有效需求不足，反过来又上传到中游和上游，最终导致大宗商品价格上涨乏力而回落。但这有个时滞过程，我们千万不要在大宗商品价格涨得很疯狂的时候说有个“超级周期”，我相信最终估值还是会回归基本面。

二、中国无需担心通胀，但需调控大宗商品价格

把全球经济拉长时间看，从 1971 年布雷顿森林体系解体到现在这么长时间里，全球货币都在超发。全球货币长期超发并没有引发显著的通胀。可以看到在过去 50 年时间里，美国的累计通胀率肯定比 1971 年布雷顿森林体系解体之前累计通胀率要高。与此同时，房价的累计涨幅，股票市场的股价累计涨幅，黄金的累计涨幅都是要大大超过物价的涨幅，也是大大超过居民收入的上涨幅度，也就说居民收入的上涨与物价有相关性，但货币超发与收入上涨和物价的相关性不大。

全球都一样，全球各国这种大放水下物价涨幅不算大，因为“水”（货币）是往高处流的。这样的情况下，更多是表现为资产价格的大幅上涨。大宗商品价格在去年 4 月份疫情扩散时到了低点，到现在为止，这轮大宗商品的整体涨幅已经非常大，即这轮大宗商品价格上涨都是超预期的，在一年多一点的时间里，涨幅如此巨大，已经超预期了，后面的上涨空间并不多，这是我始终认为这轮商品价格不会持续上涨或者不会再度大幅上涨的原因。

当然，我们讲的通胀更多的是关注 CPI 物价的上涨，这是由居民的收入上涨支持的，货币的超发，更多的钱是流到了资产领域，而没有流到商品领域，产生更大程度的资产泡沫，而不是导致物价飞涨，这也是因为全球从 1945 年至今的持续和平，巨量产能没有被破坏，受疫情影响是暂时的。76 年和平环境下，全球的商品供给能力应该是非常大的。只要商品价格上涨，有利可图，供给还是会很快跟上。所以价格的上涨还是要有

基础的，尤其是在二战之后，中国取代了美国、日本、德国成为全球制造业的第一大国。中国实际上是在向全球输出通缩，使得在以往那么长时间，全球货币超发这么厉害，却没有产生大幅通胀。中国制造业产能的形成主要是从 90 年代以后开始的，到 2000 年以后，中国出现了整体的产能过剩，商品从短缺经济时代变成过剩经济时代，这一基本趋势是不会发生根本变化的。

以上是我对于通胀不担心的原因，我也观察过，中国历次的通胀和 GDP 增速的相关性较大，GDP 如果上去了，通胀肯定会起来一些，没有一次大通胀是在我国 GDP 增速往下走时出现，主要还是因为我国就是制造大量制造商品的国家，在这方面不用太担心大部分商品会供给不足。当然，国务院有个基本的定调，认为这轮通胀是暂时的，我也希望国家在宏观政策上应该采取更多的调控手段来抑制大宗商品价格的上涨，因为大宗商品价格的上涨对我们中小企业、下游企业、中游企业都带来了不利的影响。

从保中小企业、保就业角度来讲也应该抑制大宗商品价格上涨，由于我们在诸多的大宗商品价格上面缺乏定价权，缺乏影响力，我们就更要发挥体制的优势去消除它带来的负面影响。

我的建议有三点：

第一，对于国内的地方政府、央企而言，虽然“碳达峰”、“碳中和”是我们的目标，而且这个目标的时间设定在两个期限，一个是 2030 年，一个是 2060 年，在价格上涨趋势比较大的情况下，可以适度扩大供给，即长远目标的进程可以缓一缓，从而着眼于解决近期目标，这样才可以改变预期。因为商品市场从来不缺乏投机炒作者，如过去也炒过农产品，像“姜你军”“蒜你狠”等，我们在宏观政策调控上要更加注重对于涨价预期的调控，不能够雪上加霜，本来就是出现了一部分的供给问题，如果再进一步收缩供给，显然是不利于我们当下经济的平稳、价格的稳定。这点我们应该审时度势，采取相应的缓冲手段，该扩大供给的地方还得扩大供给，不急于在短时间内去完成长远目标。

第二，货币政策要保持稳定，要有定力，不能因为出现价格上升就要收紧货币，这

没有必要，保持平稳还是非常重要，因为这些现象是暂时的，但货币政策不是应急的，应该更加长远。公开市场操作可以应急，但长期来讲货币政策还是要保持它的稳定性、连续性，更何况国家政策本身是个总量政策，总量政策也解决不了这些结构性问题，在这方面我们还是要有所举措。

第三，我们要提高人民币的国际地位。从这次美国大放水过程当中可以体会到，美国利用它国际货币的优势发行美债，给美国普通家庭和失业人口发放补贴来助推美国经济复苏，刺激美国老百姓消费。我想只有人民币国际地位提高了，在应对美国这种向全世界征收铸币税的举措上，才能够抵消部分不利影响。但人民币要成为国际主要货币，提高人民币的国际地位是长远的考量，需要积极推进。即应该从现在开始早做准备，提高人民币的国际地位，提高人民币的竞争力，用以抵御美国通过 MMT 的方式向全球征收“铸币税”。

连平：高度关注大宗商品价格上涨对中小企业的成本冲击

连平　植信投资首席经济学家兼研究院院长

以下观点整理自连平在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 27 期）上的发言

一、疫情冲击下的供需矛盾导致大宗商品价格上涨

本轮大宗商品价格上涨已经持续了近一年的时间，同时幅度也已经很大，了解这种状况出现的背景十分重要。我认为这次价格冲击的基本因素，是新冠疫情所带来的特殊供求关系。

从需求方面来看，疫情冲击后，各国的政策，尤其是美欧发达国家所采取的扩张性政策力度非常之大，投入的流动性，推出的财政刺激政策，从历史上来看也都是很少见的。通常在危机冲击之下，需求会有一定程度的收缩，但由于政策刺激的力度大，持续时间长，需求就会明显地、快速地恢复。在服务方面可能需求增长并不是十分明显，但在宅经济特征之下，人们对实物产品、消费品的需求还是保持着比较高的水平。加上刺激政策力度比较大，危机过后部分家庭的可支配收入反而有了较为明显的增长，消费能力毫无疑问也会有明显上升。

但从供给侧来看却很明显跟不上。在过去历次危机的复苏过程中，大宗商品在一个阶段内出现较大幅度的涨价是一个常见的现象，因为需求总是恢复相对较早，供给侧会有一定程度的脱节，供需之间会有阶段性的缺口存在。疫情中这种脱节表现得更为明显。因为为应对疫情出台相关的政策限制了许多社会活动，各种和生产、运输交易等有关的活动都处在被抑制的状态。在这种情况下，供给和需求之间的缺口就显得更大。尤其是近期，发达国家经济处于复苏过程中，需求大幅增长，而发展中国家更多的是制造业消费品的提供者，它们的疫情却是在明显恶化，因此全球供给能力就受到更多制约。中国的出口增速最近几个月始终保持在比较高的水平，都与此相关。所以，供求关系矛盾在这样的特殊背景下就显得十分突出，导致大宗商品价格出现了较为明显的上涨过程。

一些市场投机者、炒作者看到了这样的“先机”，预期其中应该会有一个阶段的价格出现较为明显的上升，后者则刺激了他们的投机行为。

二、大宗商品价格仍会阶段性上升，但不存在“超级周期”

未来一段时间，大宗商品价格可能还会有一个上涨的过程，持续的时间比我们过去通常看到的可能要稍长一些。

但我不太赞同大宗商品价格在当前和未来一个阶段开启了“超级周期”的看法，因为持续不断地上涨，意味着供求关系持续不断地得不到平衡。从历史上来看，大宗商品价格持续上涨的超级周期具有非常强的供求关系背景，比如一战和二战后对大宗商品的需求持续处于很高水平。目前，中国这方面的需求肯定不会像过去那么明显，在基础设施建设、城镇化建设和房地产建设方面，已经不可能再度催生对大宗商品的大规模持续增长的需求，未来一个阶段这种需求保持平稳增长的可能性比较大。

但在美欧，尤其是美国，可能会推出一些相关政策，目前也都在酝酿。但我始终怀疑，美国推出的如此大的刺激政策和计划，能否最终落地。我认为，未来在各方面，美国无论是经济增长水平、财政承担能力还是货币供给能力等各方面都存在很大压力，当前高筑的债台和空前扩张的联储资产负债表，导致美国的财政、货币和金融政策的空间十分有限，盲目推行进一步膨胀的举措很可能带来金融危机风险。为此，能否把大规模的财政刺激尤其基础设施建设方面的方案最终推进和落地，我并不乐观。从这点上看，未来大宗商品价格大幅度上涨不具备实在的需求基础。

从中短期来看，这一轮大宗商品价格的上涨可能还会持续一段时间，到今年 3-4 季度可能还会在高位徘徊，甚至会有某些月份创出新高。但随着时间的推移，疫情逐步得到控制，供求关系最终会逐步地得到调整。在此过程中，大宗商品价格涨价因素在生产运行的各个渠道和过程中会得到一定程度的消化，最终会在经历一个阶段后逐步缓解，我认为这种可能性更大一些。

三、未来不会出现明显通胀，需关注成本上升对出口企业的影响

关于这一轮大宗商品价格上涨所带来的影响和冲击是否会带来较大幅度的通货膨胀，我认为需要谨慎观察和分析，我并不认为会出现非常明显的通货膨胀。因为在中国现有条件下，供给和需求总体是比较平衡的。目前，大宗商品价格上涨持续了一段时间，且幅度较大，从上游行业看，有不少企业业绩有明显改善，但它对中下游带来的冲击和压力是显而易见的，尤其是对中游加工组装类行业成本的影响特别大；与此同时对下游消费品制造行业的压力正在逐步显现。这事实上是一个传导过程，结合最近公布的 CPI、PPI 数据来看，这种迹象已经有所显现。

在中国现有的条件下，我认为总需求不大可能出现大幅扩张。2020 年疫情冲击之后，消费需求的恢复正在持续进行，不大可能出现短期内大幅释放消费需求的状况。事实上，消费恢复并没有像市场预期的那么好。从一季度的数据平均来看，或者从 1-4 月份数据以及最近几天公布的数据来看，都证明目前的消费整体水平仍未真正达到疫情前水平，整个需求恢复还是相对比较缓慢的。这是观察价格问题时值得关注的方面。

数据表明基建投资和制造业投资都还没有恢复至疫情前水平，房地产投资相对较快支撑了固定资产投资目前的水平。可见，整个内需在这轮恢复过程中没有像出口带来的拉动那么明显。这种情况下，出现大幅度通货膨胀、物价大幅度上涨是比较困难的。在中国目前供需关系格局下，价格难以形成快速的大幅度价格上涨。我们国家对于价格上涨，尤其对影响到居民生活水平方面的消费价格上涨会进行比较谨慎的管理，很难放手让这类价格在短期内出现持续、大幅度上升。

问题由此产生。上游、中游价格出现大幅度上升，但消费品市场最终产品价格难以同步上涨，这样下游和中游部分行业企业就会承受较大压力，因为它们无法把成本上升的压力释放出去，这方面中小企业表现得较为突出。疫情以来，制造业投资增速很长一段时间都处于较低水平，制造业恢复是最为缓慢的，只是这两个月情况有所好转。这说明这个领域中许多企业遇到了较大的压力，同时对前景的预期不乐观。最近中小企业 PMI 又回到了荣枯线之下，可能也是这方面原因所致。这是接下来考虑影响和问题时，需要更加予以关注的。因为制造业主体为中小企业和民营企业，特别是特定行业中的中小企业在这轮冲击中所承受的压力较大。

还有一个与此有关的问题需要加以关注，但现在关注得不够，那就是中国的出口部门。目前出口表现非常好，增速持续处在非常高的水平上，出口对这一年来的经济复苏所发挥的作用是非常明显的。可以预期，在未来一段时间，随着世界经济进一步复苏，全球供给能力和供给弹性不足，出口环境还会有比较好的表现，但不能忽视最近这段时间积累的种种因素，尤其是成本冲击所带来的影响。当前和未来一个阶段，四重成本冲击交织在一起，影响出口部门。

一是大宗商品价格上涨，上游原材料价格大幅度上涨，毫无疑问对部分加工制造业、出口部门带来了比较大的成本推升压力。

二是与疫情冲击下政策调控有关的是运输成本大幅上升。集装箱的运输价格上涨了70-80%，甚至100%以上，运输成本在很多地方出现了持续大幅度上升。

三是结构性的劳动力成本上升。与整体性就业相对平稳不同，部分制造业尤其是出口部分劳动力紧缺，主要是沿海出口主要基地，比如广东、浙江，有部分企业有明确的订单，但不敢再接，因为招不到工人。这已经并将进一步导致劳动力成本明显上升，尤其是对出口需求比较大的部分行业带来较大的成本上升压力。

四是人民币升值。 从2020年5月份到今年的5月份，人民币在一年时间升值了约11%。从最近五六年的波动情况看，贸易战期间出现升值和贬值，幅度也差不多。对比历史数据，在半年到一年中间，汇率有升值10%以上或贬值10%以上，未来两个季度到三个季度以后，出口则会出现相应的结构变化。也就是说，随着人民币持续升值一年以上达到10%以上的幅度，对出口部门的影响一定会在下半年有所显现。

从这四个方面的成本因素变化综合来看，下一阶段需要对出口部门可能受到的成本冲击压力予以高度关注。

四、货币政策应保持稳健基调

当前，货币政策内部的平衡和内外平衡都需要加以考量和兼顾。

从内部平衡来说，物价有阶段性较大的上涨压力，但出现全面通货膨胀的可能性并不大。当前经济增长并不十分稳固。到目前为止，增长能够基本达到疫情前水平，更多靠的是出口拉动。从最近两年的投资和消费数据来看，目前仍未达到疫情前水平。从这个角度来看，经济复苏的基础并不十分稳固。如果下半年出口因成本上升和外部需求转移出现变数，房地产投资和交易因政策调控有所降温，经济就可能会有一定程度的波动，呈现出不稳定性。此时就因为 PPI 出现一个阶段较大幅度的上升，匆忙收紧货币政策是不合适的。

再从内外平衡的角度来看，由于中国经济整体恢复情况比较好，所以资本流入包括资本市场、直接投资都还是以流入为主。正因为如此，人民币在去年 5 月一直到现在总体呈现升值态势，前一阶段升值的幅度还特别大。监管当局不得已上调外汇存款准备金率，而且是力度比较大的举措，意图是为了避免人民币进一步升值。货币政策收紧，流动性必然收缩，利率水平走高，将会推动人民币进一步升值，这会带来新的麻烦和压力，显然是不可取的。

从外部环境来看，目前虽然我国在经贸领域中受到的压力没有太大变化，但在其他高科技、产业链等一系列领域中，仍然遇到了较大的压力。这种环境下，货币政策同样不宜收紧，保持相对平稳略宽松的环境比较好。今年下半年，货币政策应保持稳健的基调。对于目前存在的问题，如中小企业的问题，出口企业的问题等，如何进行应对，有三个方面措施可以考虑。

第一，物价从上游、中游向下游的传导，整个过程本身有它一定的合理性，可以考虑在 CPI 总体可控的条件下，允许中下游价格小幅缓慢地逐步调整。价格调整之后，下游产品价格一定幅度的上涨化解一部分的成本上行压力，但要控制好价格波动传导的节奏及其幅度。

第二，进一步加大金融支持力度，针对性地支持中小企业，尤其是出口部门的中小企业。现在对中小企业的延期还本付息、信用贷款等金融支持方面的政策还在延续，我认为可能还需要考虑延长更长的时间，至少到明年的上半年。如果短期内把支持中小企

业的金融政策撤回，可能会雪上加霜。

第三，需要财政给予更多的支持。对于某些特定行业、中小企业、民营企业继续给予减税降费支持。不希望有太多的价格上涨，就需要有针对性和一定力度的财政支持政策，我国财政状况总体上良好，应该可以发挥好这项功能。

陈道富：多重因素作用下大宗商品价格可能一段时间处于高位，保持货币政策基本稳定具有巨大的宏观价值

陈道富　国务院发展研究中心金融研究所副所长、研究员

以下观点整理自陈道富在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 27 期）上的发言

一、对当前大宗商品价格上涨的原因分析和走势判断

1、本轮大宗商品价格快速上涨的原因

我认为本轮大宗商品价格快速上涨是由货币、供需错位和部分结构性变化等多种因素共同推动的结果。但到目前为止，暂时性、短期性的因素是导致大宗商价格快速上涨的主导因素，疫情带来的供需错位复苏与一些自然灾害，疫情应对政策带来的后遗症等，都是导致大宗商品价格快速上涨的因素，多是短期性因素作用的结果。

2、对大宗商品价格上涨持续性的看法

现在来看，大宗商品价格长期大幅度上涨，或者说出现超级大宗商品周期，条件还不太具备。但大宗商品价格上涨仍然会持续一段时间，并且持续的时间可能会比仅仅看供需缺口显示的时间要长一些。到目前为止，这轮大宗商品价格上涨背后有货币，有供求错位，有结构性变化因素，但是拉动价格长期上涨的需求端因素并不具备，需求绝大部分是由政府政策支撑，还比较疲弱，疫情前的结构性制约因素也仍存在。影响大宗商品供需的因素，绝大部分是短期的和暂时的，长期的供给能力仍然在，没有被破坏掉，只是短期受到抑制了。在政策应对上，无论是美联储还是其他国家的政策当局，仍然是采取相对谨慎的态度，或者说不采取货币政策为主的应对政策。这使得这轮大宗商品价格上涨，尚不具备出现长期、大幅度的上涨条件。从历史上来看，要产生这种长期的，大幅度大宗商品价格上涨，既需要供给方面的冲击，也需要需求方面的条件，也就是供需两方面的条件同时具备，才有可能来引发一个时间够长，幅度够大的大宗商品超级周

期。

但需要指出的是，我们对这轮大宗商品价格上涨的持续时间不能过于乐观。现在来看有以下几个方面的因素，可能会使得大宗商品价格在高位波动的时间会比简单看供求显示的时间要稍微长一些。

一是疫情本身的波动。疫情对经济学家来说是外生变量，存在不在认知中的反复，特别是新兴市场国家是大宗商品的主要生产基地，疫情影响还需要认真评估。疫情反复以及引发的地缘政治等可能还会需要持续。

二是这轮大宗商品价格上涨，出现了一些自我强化的机制。这些机制可能会影响到市场内在自我稳定机制发挥作用。表现为几方面：

一个方面是工资和价格上涨的轮动机制。伴随这轮大宗商品价格上涨，劳动力工资也在相应上涨。美国已出现工资水平的上涨，这既是疫情和政府救助的结果，也一定程度上反应了物价上涨及其预期对工资上涨带来了一定的压力。我国也出现了“招工难”和“就业难”同时并存的现象。这些都是工资和大宗商品之间互动机制显现的苗头。另一方面则是通胀预期的自我实现机制。刚开始通胀预期还主要体现在金融市场，反映通胀预期的利率快速上升。但随着 CPI 的上升，整个社会的通胀预期开始抬头，特别是在西方社会，出现了比较强烈的通胀预期。在通胀预期比较强烈的情况下，价格从大宗商品向最终商品传递，会比在没有通胀预期情况下更顺畅一些。

事实上，大宗商品的快速上涨，也破坏了经济的内在调整机制，减缓了供给恢复速度。疫情后的经济复苏，表现为需求的增加，会带动大宗商品需求的上升，并逐步反映在大宗商品价格上涨上。价格和数量调整呈现出需求拉动下的价格逐步恢复，利润在产业链上合理改善。但在宽松货币环境下，经济复苏和通胀预期直接推动了资产价格和大宗商品价格的调整，大宗商品在数量没有调整下就恢复到位甚至超调。这个过程中，上游企业获得了较高的利润，在没有实质性扩大生产之前已经获得了较大利润，继续扩大生产的动力就会减弱。这种大宗商品价格快速到位，使得整个传导链条从可能的“需求拉动”变成“成本的分摊转移”，价格响应快于数量响应，特别是上游企业在不增产，

甚至减少供给的情况下，就可以很轻松地获得超额利润，反而会使供给的恢复受到一定程度的抑制。调整机制的改变，可能会延长大宗商品价格在高位盘整的时间。

三是一些长期的结构性因素发生变化会延长价格调整时间。节能“去碳”等问题，各国政策更关注社会公平，减少收入分配差距等。这些结构性变化可能会延长价格调整时间。

四是科学合理政策的持续性。在西方社会，随着经济压力减缓，通胀和民生压力上升，宏观政策要想始终保持合理谨慎，有一定难度的。上世纪中叶，其实也出现过前期大量的货币刺激，在供给冲击背景下需求并不强，但较高通胀仍在相当长时间中持续。这既有经济的内在逻辑，也可能和政策应对不尽合理有关系。政策的选择，既与决策者的认知有关，也与社会环境有关，有一定的内生性。目前，各国的政策应对还相对科学合理，但存在不确定性，需保持警惕。

总之，这轮通胀是暂时的、短期因素主导的，持续一段时间以后应该会回落。但从现在看，这种回潮可能会受到一些自我强化机制和因素影响，使得回落过程被延长。

3、大宗商品价格的决定因素和调整方式

目前市场上的争论，背后涉及到一个理论探索：大宗商品的价格到底是由什么决定的，会采取何种方式调整？

大宗商品价格到底是由什么来决定的？在特定供给能力下，大宗商品价格最终可能是由需求水平决定的。当前大家判断大宗商品上涨有约束，其中最重要的理由是，总需求偏弱，供给能力仍较充足。这种判断，是将大宗商品作为一般商品，由市场供求决定价格。但大宗商品价格短期上涨的高度和速率，也可能是由供需之间缺口的大小来决定的。供需缺口大小会决定价格变化的强度和速率。在货币宽松的环境下，考虑到大宗商品都有发达有效的现货和期货市场，金融属性较明显，价格变化呈现出较为明显的资产价格波动特征，即受市场预期差驱动。在最终均衡水平，会回到供求基本面，但在一段时间内，是可以脱离基本面的，主要受预期影响。总之，大宗商品即是一般商品，受基

本供求因素制约，但也是金融资产，受预期特别是预期差驱动，可在一定时间一定幅度内脱离基本面波动。

这轮大宗商品上涨，最先是通过预期差推动的，由于供求缺口大，加速了大宗商品价格的上涨速度，并推高了绝对水平。当然，大宗商品价格最终仍会受制于需求水平，会回归基本面。但存在一个问题，当前大宗商品主要通过预期差和供需缺口推动，实体经济的供求最终的“锚定”作用会在何时、多大程度上发挥作用？回到基本面前，它会超过基本面，会在多大幅度上，多久程度上形成自我可维持的状态。

具体而言，这轮大宗商品市场调整过程有其内在逻辑。首先是因为信息和预期的因素来驱动期货价格波动。其次是商品价格调整，通过预期和金融市场价格带动现货价格，渗透到产业链不同环节的价格调整。但从现货价格的变动，再传导到商品数量的调整，实现最终的平衡可能还需要时间。其中数量的调整，既受价格上涨的抑制作用，也受供给不可得的限制。特别是我国已出现部分大宗商品的实际消费量下降的情景，需要区分看待，到底是价格调整抑制需求，还是供给不足供需缺口的压力体现？最终，价格传导和数量调整效应，会受行业特征、不同主体的市场地位和吸收能力影响，会在现实中逐步地通过生产调整实现。

总结一下，分析当前大宗商品价格，一方面要看到现在的暂时性和短期性，同时也要看它具有金融属性，存在自我强化机制和长期因素改变，这种调整过程会延长价格调整过程，值得高度关注。

二、对中国的影响和政策建议

1、对中国经济的影响

可分长期和短期分析。长期看，通胀中枢可能会抬高一些。除了全球化边际减弱甚至可能出现一定程度逆转，有助于提高劳动生产率的技术进步减缓，提高供需配对效率降低中间成本的产业组织变革效果边际减弱等，还有以下因素，可能会抬高未来的通胀中枢：一是全球放水，增加了这么多货币，最后一定会表现为绝对价格水平的上升；二

是全球政策基调转向关注低收入群体，过大收入分配差异导致对最终需求的抑制作用会有所削弱；三是中国这么多年采取的供给侧结构性改革，减缓了产能过剩并抑制了供给能力无序扩张，整体来看，供需相对平衡。

短期来看，主要表现为需要防止输入型和成本推动型的通胀。当前国内的通胀，明显出现两个相对独立的市场：一是生产领域，二是消费领域。生产领域，PPI 是比较高的，成本挤压和销售价格上升，通胀特征比较明显。产业链中上中下游的不同类型企业，由于弹性不同，它的吸收消化能力和转嫁能力都不一样。部分行业和企业产能利用率较高，是有数据以来的最高点，成本和费用的上升已使得不少企业处于盈亏平衡点，处于接不接订单、生不生产的焦虑抉择过程中。消费领域，不论是 CPI 指标，还是剔除猪肉价格的 CPI，水平还是较低的，仍呈现需求疲软和 PPI 向 CPI 的传递较弱，通胀特征并不明显。

2、对金融市场的影响

大宗商品价格的上涨，也在金融市场，主要是人民币汇率上也有所反映。从疫情开始到大宗商品价格上涨，人民币绝大部分时期是处于升值状态。人民币升值反映了经济内在调整机制在发挥作用。我国最先控制住疫情，经济率先复苏，供给恢复为全球提供供给支撑，这些因素既支撑了人民币的币值，推动人民币升值，但升值本身又削弱我国经济在未来竞争中的相对竞争力，经济内在要回归平衡。在此期间，我国外汇占款几乎没有变化，因而这种变化主要是市场自发力量引发的，反映了经济内在自我平衡要求，不是主动使用的政策工具。

近期人民币升值，主要是美元贬值的镜像。未来，可能更应该关注美元的变化。美元在疫情期间绝大部分时期处于贬值，但在快速恢复时期出现了一段程度的升值。最近美国经济还是比较稳健复苏的，就是通胀预期比较高，但美元却出现了贬值。这背后和通胀预期较高、大家担心资产价格调整等有关系。通胀预期推升市场利率，引发货币政策转向担忧，进而重新评估资产价格调整风险，这些担忧在美元市场有所反映，表现为美元贬值。但调整和反映后，还需要关注美元会不会进一步反映美国经济基本面的变化。

全球经济和金融市场风险较高的时期都是美元升值，资金回流美国的时候。美国在全球经济恢复中相对于其他国家更快或更稳健复苏，可能会带来金融市场的调整，需重点关注。

3、政策建议

如果认同这一轮大宗商品价格上涨是暂时的短期现象，对中国主要表现为成本输入。在政策上，“等待和消化”应该是主要的应对策略。“等待”供给的恢复，由产业链上不同主体在这段时间内不同幅度地“吸收”成本。当然，针对输入型通胀，也有一些政策可减轻国内压力，比如在输入端口的政策，供需更加适配的政策，如何确保行业有更强吸收能力等。

在政策上，需要特别注意两点。一是成本上涨的通胀，一定程度上是经济调整的内在要求，有其必然性。我们需要积极打压市场中的过度投机行为，但也需要允许市场通过一定的价格上涨释放压力。二是帮助企业提高吸收能力，特别是针对中小微企业的扶持政策，应着眼于行业调整能力，而不能过度关注单个个体的调整能力。

或者说，从政策角度，应该更加着眼于提高面向终端的这些中小微群体的整体能力。金融中小企业支持政策不应是保持其中的具体个体不被消灭或不破产退出，而应该保证整个行业有足够的弹性、足够的进出和退出，提供更好的营商环境和普惠型政策，确保有足够数量的中小微企业在市场上存活和良好运转。简单的说，不是只扶持单个中小微企业不破产不退出，而是保证这个市场有足够的韧性，能够提供市场功能。

货币政策在应对这种状态时的作用是相当有限的，所以不能抱太大期待，让其承担过多的职能。即货币政策应保持基本稳定。这次的通货膨胀是“虚火”，不是“实火”。从应对角度来说，应“固本培元”，而不是简单“清火”，即在需求端不要过快收缩，甚至因为政策影响供给恢复，重点在于稳固和适当提升供给能力，促进顺畅流动。对于货币政策，等待、保持基本稳定是有巨大的宏观价值的。

邵宇：中期来看全球通胀水平可能温和上升

邵宇　东方证券首席经济学家

以下观点整理自邵宇在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 27 期）上的发言

一、供需结构性调整可能导致大宗商品价格中期上涨

从供应链供需的角度分析，例如铁矿石，其需求超过供给特别是短期超过供给的缺口太大了，但疫情使得整个供应链不畅，而供应链弥补的时间可能比想象中要长。这样长就会导致涨价的因素以及由此引发的投机因素变得更加明显。大家都已经非常明确地感受到投机的因素，本次流动性投放导致实体经济技术性反弹，股市创新高，房市又非常贵，大家可能觉得大宗商品在整个经济修复过程中比较有机会，所以它作为投机的标的表现得非常强劲，包括中国的黑色金属也有这样的特征。

当我们分析大宗商品价格的未来趋势时，需要判断它是短期的缺口现象还是中长期结构变化。如果是“超级周期”，大致要有一个够长、够大、够强的、来自需求端的共识。以前我们讲中国的城市化，特别是 2008 年 4 万亿的刺激，大家都历历在目。这次看到最新 PPI 的数据是 2008 年同比最高值，大家也觉得可能会有比较强的需求。这个需求对中国来说，说它完全消失可能有点夸张，它还有一个时间段，因为我们有“达峰”和“中和”的时间表。我们大致理解，中国会在未来 10-15 年度过自己城市化和工业化的最高峰，最高峰过程中肯定会有需求的释放，比如房地产还是要做，可能会有一定的加速要求做这个事情，所以变得非常地急迫。这个需求因素，在边际上有所缓解，但还是非常地强烈。

当年大家说中国 4 万亿，后来证明这 4 万亿是财政，加上信贷以及美联储的超级量化宽松，现在有没有可能在中美之间出现新的 4 万亿？大宗商品更多的是讲预期，也就是大家能否从短期缺口讲到中期有持续性的故事。美国基础设施投资意愿非常强，能否转换持续的投资，取决于它每年转换的比例。因为中国和美国不一样，美国做铁路和高

铁的事情，虽然量可能比较大，但速度会比较慢。

重要的是，这样的需求其实是得到了海外流动性的支持，所以需求方面看起来还不错，还是一个挺好的故事，虽然大家在揣摩它的量级，分摊到每年会多强。但金融讲的是预期，现在故事讲得很大，自然会带来目前短期的升级更加明显，短期需求量是够的。

再看供给端，当时最大的调整是什么呢？当年我们 4 万亿以后，随着刺激的边际下降，导致大宗商品周期告一段落，很大的原因在于边际供给，特别是美国页岩供给的上升。当时大家觉得市场对石油的需求很强，超级技术变革实际在供给方面化解了由于需求的平稳所导致的缺口。石油是大宗商品的定盘心，与中国整个投资进程息息相关。

现在我们可能要考虑的供给的冲击来自于气候目标--“碳达峰”和“碳中和”，一方面它会给我们定出一个短期需求上行的量级和时刻表；另一方面也不得不注意到，这次黑色金属价格的上涨是由于环保因素导致我们的产能无法释放。以前我们做调整，短期考虑到做一部分产能的释放，要放低短期的环保因素，我们的产能是没有问题的，可以释放出来的。这和我们碳排放可能是更为密切相关的。

我们必须问这样一个问题，这是短期优化因素还是中长期一直会对我们的供给端产生影响，如果一直对我们供给端产生较大影响，大宗商品价格就会变成中期因素，而且这个中期因素会变成 CPI 的中期因素。如我对供给的回答成立，中期可能会变成这样的情况：

一是强分化，经济体之间，经济体内部不同人群之间可能会形成比较大的增长分化，贫富分化以及中大小型企业之间非常强的分化。

二是以前的低通胀可能会变成中通胀，以前发达国家可能是 2%，现在中枢会升到 4%，一方面是大宗商品的冲击，另一方面是因为供应链再次区域化的趋势，可以说这是全球化一个反的版本。

三是高波动，现在这么多量化宽松不论在哪个资产市场，不管是房子还是股票市场、

大宗商品都会引发剧烈的风险波动，以前“三低一高”可能会变成强分化，中通胀和剧烈波动这样更加潜在的风险事件。

如果大宗商品价格上涨真的会传导到CPI，会不会对整个增长前景形成滞胀的风险，我认为还是得小心，总体而言，我们的政策还是谨慎的，现在一味地再踩刹车用处并不是特别大，现在可能是来自于供给端的环保因素更加明显，它只是环保因素，它只是总量，再压制这个增长可能不是好的方法，更应该找到对症的方法。这是在“碳达峰”前提下优化我们的政策，这样才能够补救。综上所述，短期的缺口可能是资金链、流动性推动的，如变成中期的问题我们就必须要非常谨慎地面对这样的周期上行。

二、中期来看全球通胀水平可能温和上升

在过去十年，哪怕是大宗商品“超级周期”时，通胀也没有向全球传导。原因很简单，中国是利用自己的超级产能向全球输出了通缩。那么是不是这一次还是逢凶化吉，我认为要细看一点，对国内外分别讨论。国内的产能一旦激活，通胀不是主要的矛盾，因为制成品供给都在快速地恢复，中国向全球出口。所以我们对中国的产能不是特别担心，短期来看中国通胀问题不大。

从全球而言，以前哪怕石油涨到148美元/桶，全球通胀也在2%左右，关键中国的产能为世界营造了物美价廉的环境，这是全球产业链的问题。其中人民币汇率在里面也扮演了重要的角色，通过成本和汇率最终并没有导致下游的任何压力向全球传导。但在疫后，原来这两个条件都可能不复存在，一方面是因为全球价值链和分工链可能会有分割的过程；另一方面是汇率的因素，还有中国人口红利释放因素，导致不会有如此大的产能为全球所用。一方面中国人口红利中期下降导致产能收缩，另一方面更为重要的是，大家较为一致地认为，中国在未来这段时间，比如十年的维度里，人民币汇率还有一定的升值空间，全球通胀水平会摆脱原来2%的基准向上攀升1-2个百分点，这是有可能的。

国内而言，导致比较大的通胀中枢上升的原因肯定不在需求端，需求边际上还没有回到2020年的基准，“十四五”里我们整个经济增长可能会回落到5%的基准左右，需

求不可能带来像去年同比同样大的比例，所以这不会成为拉动通胀强有力的因素。

我们必须注意到另一个因素，环保和碳达峰的因素可能会造成我们供给中一部分产能的退出，特别是中小产能的退出，因为只有大企业才能做环保、技术投入等等。相对而言，大企业的产能如果能达到寡头的地位会控制产量，提高价格，这样可能会导致通胀因素温和的上升。所以，我们要更加关注这个结构化的因素。

当然，这也可能是整个结构调整的必然趋势。从政策角度来看，从海外温和的通胀中我们也会见到这样的过程。从国内政策来看，对中小企业的扶持可能是更加重要的，这种扶持不仅是短期信贷和财政的支持，而是要投入到做相应的转型或让他们加入到大型企业供应链才是长远之策。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：