

温和通胀与加息周期悄然来临了吗

□张新法

■人物志



张新法: 银证研究中心高级研究员。研究领域: 宏观经济和金融。

全球经济已进入温和通胀和加息周期

世界经济自2002年步入新一轮增长周期以来,全球各主要经济体相继步入温和通胀和加息周期。美联储为抑制通胀,自2004年6月30日至2006年6月29日的两年内连续十七次加息(每次25个基点),使联邦基金目标利率达到5.25%的水平。现在美国的通胀压力虽有所缓解,但消费物价仍处于温和上涨的区间之内。最新数据显示,美国12月CPI月升0.5%年升2.5%,升幅虽低于去年全年的3.4%,但除去食品和能源之后的核心CPI年升2.6%,涨幅仍高于去年全年的2.2%。通货膨胀加速使美联储在2007年降息的预期再次减弱。

最新数据显示,12月份欧元区CPI年率稳定于1.9%,但英国的CPI达3%,创下近十五年来最高记录。受德国增值税上调至19%的影响,市场广泛预期欧元区07年初的通胀率高于欧央行的目标,稳中略升的通胀数据将不会阻止欧洲央行3月加息行为。

在经济稳步回升的带动下,日本居民消费价格也温和上升,2006年第三季度各月CPI同比分别上涨0.3%、0.9%和0.6%,连续实现正增长。日本央行遂于今年7月15日实施了6年多来的首次加息,将其基准利率上调到目前的0.25%。

主要新兴市场和发展中国家(地区)经济在继续保持增长势头的时候,通胀压力有所增强,今年印度的CPI曾一度达到7%的水平。

毋庸置疑,在世界经济保持较快增长的同时,通胀压力加大成为一个主要挑战,由原油、铁矿石、有色金属、农产品等国际市场大宗商品价格上涨引发的全球通胀隐忧正在变为现实。推高国际市场大宗商品价格进而引发成本推动型通胀风险的原因不外乎三个方面:供给、需求和计价货币汇率。

未来全球通胀趋势的发展将取决于以下三大因素:第一,国际油价的趋向。如果油价长期居高不下,世界

经济必将面临重大挑战。第二,对国际投机资本过度炒作的遏制,以及新兴经济体的需求走势。目前,美联储的利率政策对国际投机资本产生了一定遏制作用,但由于市场对大宗商品、特别是原油的需求刚性,不排除投机资本卷土重来的可能性。第三,大国之间在汇率和利率政策方面的协调能力。如果美国继续维持弱势美元,其他主要经济体各自实行“以邻为壑”的对外经济政策,那么,当前全球的温和通胀将会由于“合成谬误”而逆转为普遍衰退。

中国的温和通胀已初露端倪

随着WTO过渡期的结束,开放的中国将日益融入全球一体化的进程,在全球各主要经济体步入温和通胀的情况下,伴随中国经济高速增长的低通胀很难长期“独善其身”,支持中国通胀走强的动力将日趋明显;由于中国进出口贸易额在全球贸易总量中的份额越来越大(今年可能高达7%),外部输入型通胀会日益增强(因为进口商品的定价权在别人手中,而我国出口商品的定价能力较弱);而通胀的上游价格向消费领域的传导尽管会因产业链条的延长而明显滞后,但这种传导并非不存在。因此,中国的通胀水平将从较低水平出现温和上升,温和通胀时代已悄然来临。

第一,从CPI构成及走势看,上涨的动力要大于下行的拉力。国家统计局公布的2006年12月居民消费价格指数(CPI)比上年同期上涨2.8%,创下年内新高;从环比看,CPI出现了两年来首次连续4个月的正增长,凸显通胀的压力在加大。CPI持续强势走高,并非简单的季节性因素或基数原因所能解释的,走高的主要因素是近期食品价格尤其是粮食价格上涨所带动的。尽管有人对粮价上涨能否持久带动CPI温和上扬持保留态度,但我们坚持认为,由于以下原因,我国今后的消费物价指数将摆脱1.5%以下的低位,步入2%以上的温和上扬通道。

第二,食品价格尤其是粮价的上涨仍将持续,从而拉动CPI不断走高。11月份数据显示,食品类价格比去年同月上涨3.7%。其中,粮食价格上涨4.7%,油脂价格上涨6.2%,肉禽及其制品价格上涨7.6%,鲜蛋价格上涨11.7%,水产品价格上涨2.7%,只有鲜菜价格下降4.2%。由于粮食价格占食品价格的权重超过40%,粮价的上涨可显著拉动食品类价格上涨。同时,还由于粮食处于其他食品类的上游,占据基础地位,粮价上涨会导致整个食品类价格的上涨。

从表面看,此次粮价上涨是受国际粮价上涨影响,以及国家战略性粮食储备主体实行“托市收购”、全面控制市场粮源所致,似乎带有偶然性,还有人认为粮食丰年涨价不具备可持续性。其实,正如官方所言,粮食价格上涨实际是“恢复性

上涨”,粮价具备持续上涨的基础。这是因为:

一是我国的粮食供需仍处于紧平衡状态,粮食安全还存在隐忧。尽管自2004年以来实现粮食生产连续3年丰收,粮食供需矛盾有所缓解,但产不足需的态势依然存在。目前我国年均粮食消费量大约为9800亿斤,产需自给率大体在97%左右。今年即使有所增产,但仍处于紧平衡状态。可以说,国家粮食安全仍存在隐忧。另外,粮食的消费用途也有所变化,口粮消费有所下降,但饲料用粮、工业用粮明显增加。因此,紧平衡将是中长期我国粮食供求的常态。

二是粮食消费价格的上涨,主要是因为农业生产资料价格上涨推动的。今年前三季度,粮食生产者价格指数不仅逐季上升,而且在第三季度还超过去年的价格水平。第三,在近几年中央陆续出台和实施一系列惠农利农的政策之后,农民种粮的积极性显著提高,初步形成了粮食增产、农民增收的良好局面。但在“农业利好出尽”之时,农民增收的难度进一步加大,而目前“恢复性上涨”的粮价对农民是不多的利好之一,因而它具有刚性和持续性,否则,粮价下跌将“谷贱伤农”,有可能使来之不易的“三农”好局付诸东流。

第三,居住类价格将持续上涨。今年前11月,居住类价格月涨幅基本在5%附近波动,表现出持续上升的特征。我们认为,在资源约束和房屋价格的影响下,居住类价格具备持续上涨的动力。目前,我国对很多资源类产品的价格还实施管制,价格并未反映资源的稀缺程度,远低于合理水平。随着市场化改革的深入,资源价格必然上涨。此外,房屋销售价格的持续上涨,也将使房租价格不断走高。

第四,家庭设备用品及维修服务价格仍将延续上涨态势。家庭设备用品价格由弱转强,家庭服务及加工维修服务价格持续上涨,将成为今后此类价格走势的基本特征。我们认为,在今后一个时期,有色金属价格的高位波动,将对家庭耐用品价格形成支撑。而劳动力成本上升的趋势一经形成,将赋予劳动服务价格长期走高的动力。目前,我国农村剩余劳动力的“无限供给”已处于拐点,全国20%的农村已无多少剩余劳动力。劳动力短缺使近两年劳动力工资有较快上涨,直接推动了服务价格的提高。

第五,医疗保健及个人用品类价格稳步小幅上扬。具体来看,药材价格下跌或上涨较少,而医疗保健服务价格则稳步上涨。从今年前11个月的情况看,此类价格涨幅平均在1%左右,单月最高涨幅不超过1.5%。

第六,烟酒及用品类价格持续微幅上涨。去年前11个月,此类价格涨幅处于0.2%—1.0%的波动区间内,其中酒类价格上涨快于烟草价格的上涨。粮价在高位运行将支持此类价格持续上涨。

由于以上五类价格在CPI中的比

重达68%,它们持续上涨的走势将主导今后CPI一路上扬。

CPI下行的拉力,主要表现为消费品供大于求的局面在短期内难以改变,以及部分行业生产资料和消费品产能较快增长会抑制相关产品价格上涨。根据商务部发布的全国600种主要商品的需求情况看,有70%以上的商品是供求平衡或供大于求的。表现在CPI的构成上,主要是衣着、交通和通信、娱乐教育文化用品及服务之类价格总体上有下行的拉力。

综上所述,我们认为,从总体上看,CPI上行的动力要大于下行的拉力,温和型通胀正向我们走来。考虑到粮价的走势,我们判断2007年的CPI会前高后低、年度水平在事隔两年之后将重返2%之上,很可能在2.6%左右。

劳动力成本上升将助推温和通胀

除家庭服务和维修服务的劳动力成本上升之外,我国通货膨胀的压力,主要来自于制造业的劳动力成本上升。在制造业以劳动密集型为主的经济背景下,劳动力成本的上升,对加大通货膨胀压力无疑具有更直接的作用。原因在于:其一,劳动力成本上升会导致企业成本上升。工资是企业生产成本的重要组成部分。特别是在那些劳动密集型企业,工资所占比重较高。比如,采掘业的工资占成本比重在33%左右,商业饮食业的比重在30%左右。劳动力成本上升除表现在工资这一块外,伴随着我国劳动者权益保障的逐步加强,企业在落实劳动者权益方面也将支付另一块人工成本。其二,企业成本的上升,在其他方面变化不大的情况下,意味着企业利润空间也随之缩小,尤其是对那些利润空间本来就很小的企业来说,带来的冲击会更大些。在这种情况下,

企业将考虑如何转嫁成本,而最可行的做法就是提高产品价格。如果企业生产的是生活消费品,那将引起居民消费支出的增长,直接表现为CPI的上涨;如果企业生产的是工业投入品,其价格的上涨必然会传递给下游产品,后一种情况经历多次,将会引起大范围的价格上涨,这种现象在我国已经出现过多次。

货币因素对通胀的影响将逐步显现

最新数据显示,2006年12月末,广义货币供应量(M2)余额为34.56万亿元,同比增长16.94%,增幅比上年末低0.63个百分点;狭义货币供应量(M1)余额为12.60万亿元,同比增长17.48%,增幅比上年末高5.7个百分点。

虽然货币供应量(M2)增速有所回落,但仍处于相对高位,而狭义货币M1的增速已经是近两年来首次超过M2,使二者的“剪刀差”出现逆转。这一现象表明,银行存款短期化趋势明显,而用于结算交易和投资活动的资金增加较多,这将从流通和投资市场推动物价上升。种种迹象表明,我国始于两年前的货币供应量快速增长所带来的通胀效应将会继续显现。

另外,流动性过剩会推动资产价格快速上升,而资产价格的上升会对消费物价产生影响。

■看点

●随着WTO过渡期的结束,开放的中国将日益融入全球一体化的进程,在全球各主要经济体步入温和通胀的情况下,伴随中国经济高速增长的低通胀很难长期“独善其身”,支持中国通胀走强的动力将日趋明显,温和通胀时代已悄然来临。

●支持通胀上升的因素主要表现在:日益开放的经济会使得外部输入型通胀日益增强;上游价格向消费领域的传导尽管会因产业链条的延长而明显滞后,但这种传导效应将持续显现。

●从CPI的构成及其走势分析,上涨的动力要大于下行的拉力;食品价格尤其是粮价的上涨仍将持续,并带动相关用品(如酒烟类)价格上升,居住、家庭设备及服务、医疗保健及个人用品等共五类价格(占CPI比重达68%)将主导CPI稳步上扬。

●劳动力成本上升、“宽货币”格局的延续,将从成本和货币两个方面引致通胀上升,而流动性过剩会推高资产价格,资产价格的上升正在对消费物价产生影响。

●本币稳步升值加适度温和的通货膨胀有助于缓解经济的外部失衡。货币当局应当进一步明确货币政策目标,用更为广阔的宏观视野看待物价水平的变化。货币政策操作的基点和政策措施的调整,应该着眼于在保持人民币渐进升值的情况下,使国内物价水平保持在温和通胀水平范围内,以促进经济的内外均衡,增加就业人口。

●在我国总体通胀水平离温和通胀上限5%尚远的情况下,对物价的些微上升,没有必要惊慌失措。为缓解人民币升值压力,容忍比现在略高一些的通胀水平,不会对经济运行造成负面影响。

■余论

随着去年12月份CPI数据的突然上升,加上人们对日常生活中物价上涨的切实感受,我国通胀压力是否会上升,一时间成为市场关注的一个热点话题。

银证研究中心张新法透过全球视野认为,在全球经济进入温和通胀和加息周期的大背景下,我国也难以独善其身。从最新的CPI、货币供应和劳动力成本上升等数据看,我国已进入温和通胀阶段。但是,作者认为,适度的温和通胀将有利于缓解目前我国经济的外部失衡。这一观点是非常有新意的,也值得读者一读。

当然,温和通胀带给我们的第一个警示是今年我国有可能会进行小幅加息。尽管加息可能并不有利于缓解人民币升值压力,但这可能是一个无奈的选择。对于资本市场而言,加息究竟会产生什么影响,在目前流动性过剩的情况下,即便加息对市场波动的影响可能仍然有限,但这一宏观经济发展趋势值得关注。

——亚夫

适度温和的通胀有利于缓解经济的外部失衡

□张新法

对于经济可能的持续“高增长”,人们大多没有疑问,但问题是“低通胀”能否持久?如果能够持久,到底能持续多久?

目前,就人民币汇改的路径而言,其轮廓已基本清晰,即在“三性”原则下逐步扩大人民币汇率波动区间,实现人民币稳步渐进升值。但是,仅此一条路径是不够的。持续的“双顺差”使得官方外汇储备激增,并导致本币发行量大增,流动性泛滥,本币利率下降,甚至有可能陷入日本式的“流动性陷阱”。由于通胀与升值之间存在一种替代关系,因此,维持一个适当的由生产率快速增长导致的通胀率,以降低人民币升值压力是十分必要的。

必须指出的是,中国的货币政策

同时在追逐多个目标,并存在着一些相互矛盾的货币政策诉求,比如央行需要同时兼顾汇率和利率。但是,在受人民币升值预期影响和境外投机资本大量涌入情况下,外汇占款剧增迫使基础货币大量投放,从理论上讲,应该提高利率以警惕投资反弹和通货膨胀压力。但是,提高利率将缩小本币和外币的利差,优惠增加本币升值压力,并不利于刺激消费。于是,央行只得通过紧缩性政策和制造信贷障碍来扭曲性地减少货币供给。

本币稳步升值加适度温和的通货膨胀,有助于缓解经济的外部失衡。货币当局的政策操作基点和政策措施应当进行调整,在保持人民币渐进升值的情况下,应该着眼于让国内物价水平保持在温和通胀水平范围

内,以促进经济的内外均衡和协调。在我国总体通胀水平(今年累计同比最高水平仅为1.3%),离温和通胀上限5%尚远的情况下,对物价的些微上升,没有必要惊慌失措。为缓解人民币升值的压力,容忍比现在略高一些的通胀水平,实际上并不会对经济运行造成负面影响。

容许适度温和的通胀,不仅有利于缓解人民币升值的压力,更为重要的是能提升我国就业水平的提高。在我国目前每年新增将近1000万就业人口、且又面临大量农村人口向城镇转移的情况下,如何确保完成每年就业任务,对于和谐社会建设至关重要。

当然,中国的禀赋条件对于通胀与升值之间替代构成了天然的制约关系,使得劳动生产率的提升在很大程

度上演变为本币升值的压力。在世界经济当中,中国人为了比其他国家和地区的人更快地得到工作机会,他们必须非常廉价地出售自己的劳动力。

然而,情况正在发生变化。中国经济的转型和结构调整,为逐步改善这一现状提供了可能。而前提是要进行相关的配套改革。

首先,是推进要素价格的市场化改革。在现行绩效考核体制的驱动下,大量资源必然是向资本密集型、高能耗、高产值的重化工业或者是低水平的加工工业倾斜。劳动力价格是偏低的,资本的价格(也就是利率)也是被管制的,土地原来是不管钱的,后来批租土地也有各种各样的行政优惠,所以土地价格也是偏低的。为此,要使用税收机制根据其稀缺程度和社会选择

对能源和资源的使用进行调控。

其次,改善投资消费结构失衡的局面。由于个人储蓄受当前相对比较落后的医疗、社保、养老体系影响而相对稳定,不可能短期内发生显著变化,值得关注的是如何降低过高的政府储蓄和企业储蓄。这一逻辑结构表明应采取更为深入的改革措施,如对企业减税、促成企业提高分红、提高政府的公共服务投入等,来降低资源错配的程度,缓解投资增长规模,改善储蓄结构。

再次,发挥公共财政职能,加大公共财政支出的投入力度。减少财政对竞争性行业的转移支付,加强政府在教育和医疗卫生领域的作用,进一步建立健全社会保障体系,进一步完善最低工资保障制度,加大劳动力收入在要素分配中的比重,等等。