



大宗商品价格上涨， 对通胀影响有限

我国作为大型经济体，有巨大的国内供给和市场，经济有巨大的回旋余地，若无内需趋热相叠加，仅国际大宗商品价格上涨也难以引发明显的输入性通胀。

文 | 张志前

在经历了2020年4月悬崖式下跌之后，全球大宗商品价格逐步企稳并走出一波震荡上行的行情。进入2021年5月，一些大宗商品价格已高于疫情前水平。虽然目前全球实体经济尚

未恢复到疫情前水平，但全球流动性之泛滥也是前所未有的，大宗商品的金融属性愈加凸显。未来全球大宗商品价格将何去何从，又会否引发新一轮的全球通胀？

究竟涨了多少？

大宗商品是指可进入流通领域，但非零售环节，具有商品属性并用于工农业生产与消费使用的大批量买卖的物质商品。在金融投资市场上，大宗商品指同质化、可交易、被广泛作为工业基础原材料的商品。

全球大宗商品市场的价格主要受供求关系的影响，近年来随着商品金融化的深入，金融因素对价格的影响日益增大。当资金在各品种之间频繁进出时，大宗商品市场就表现出不同品种间的轮番上涨或下跌。从货币政策方面来看，当世界各主要经济体为恢复经济而采取积极财政政策和宽松货币政策时，市场流动性大量增加在一定程度上助推大宗商品等资产价格上涨。大宗商品的金融属性往往是其商品属性的“放大镜”，对大宗商品价格形成“助涨”“助跌”的影响。

2021年以来，主要工业原材料螺纹钢、热卷、铜等自2021年年初均已上涨约30%。追踪23种原材料价格的彭博大宗商品价格指数创下2011年以来的最高水平，该指数已经从2020年3月的4年低点上涨超过70%。2021年4月末，WTI原油期货价格、CRB大宗商品现货价格综合指数分别同比上涨187%和89%。LME铜期货价格5月5日一度上涨0.7%，至每吨10040美元，为2011年2月来的最高值。芝加哥CBOT玉米期货最高触及704美元，为2013年以来的新高。

在国际大宗商品价格持续上涨的同时，我国国内大宗商品价格也自2020年以来出现了较大幅度的上涨。统计数据显示，国内目前上市运行的64个商品期货品种指数，2020年有46个收涨，20个品种涨幅超过20%，铁矿石、焦炭和连豆指数的涨幅更是超过50%。截至5月

18日，我国铁矿石、螺纹钢、热卷、煤、铜期货价格分别上涨了34.15%、34.51%、37.86%、26.63%、30.24%。中钢协数据显示，截至5月中旬，全国钢材市场八大品种吨钢均价较去年同期涨幅达到75%。

这轮大宗商品价格上涨与股市有明显联动特征。据Wind数据，纽约商品交易所7月交货的伦敦布伦特原油期货价格逼近每桶70美元，5月以来累计上涨近5%。LME铜、LME铝、LME镍、LME铅等有色金属市场期货价格5月延续4月的涨势。港股市场上，有色金属板块在5月的前3个交易日累计上涨6.77%。美股市场上，美国钢铁、埃克森美孚等钢铁能源股也都有较大涨幅。恒生能源板块5月的3个交易日累计上涨3.35%。中石油、中海油、中石化等同期也出现了大幅上涨。可见市场认为这种上涨趋势还将持续。

上涨的原因是什么？

首先是全球主要经济体实施超宽松货币政策，流动性环境持续处于极度宽松状态。疫情发生之后，全球各国都采取了宽松的货币政策，导致全球流动性泛滥。当前美国、英国、欧元区的六个月广义货币供应量年化增长仍维持在10%的高位。截至2020年年底，美国、英国、欧元区货币量的增加，有70%~80%是由央行收购资产贡献的。有机构测算，今年美国、英国、欧元区货币供应量全年平均增长8%~10%，远大于GDP增速。Redfin的数据显示，截止到4月，美国房价一年疯涨19%，全美范围价格中位数继续创新纪录来到34.16万美元。今年3月，标普房价指数上涨了13.2%，为2005年12月以来最大涨幅。

其次是全球疫情仍在蔓延，制约了大宗商

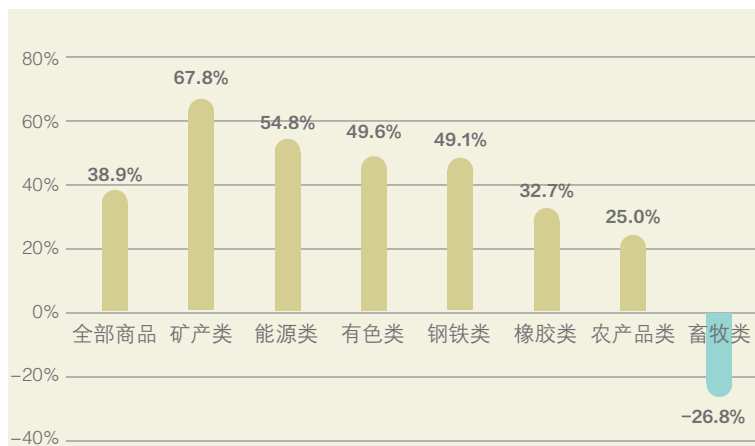
品的供给。2012年以后，主要大宗商品的生产端投资都在持续下降，部分商品供给端的寡头垄断特征越来越明显。一方面，供给相对受限的情况下价格对需求变化会更敏感，同等幅度的需求增加将带来更多的价格上涨。另一方面，寡头垄断特征导致价格对供给的调节作用失效，即价格上涨很难带来供给的增加。目前全球疫情仍在蔓延，大宗商品供给难以在短时间内增加，这样就导致大宗商品价格形成了易涨难跌的局面。

再次是中美等经济体经济复苏强劲，大宗商品需求趋于旺盛。2020年中国成功防控新冠肺炎疫情，是全球唯一实现经济正增长的主要经济体。进入2021年，随着疫苗的普遍接种，美国等一些发达经济体开始复苏。英国政府承诺，在7月底前向所有有意愿接种的英国成年人提供第一剂疫苗；加拿大、德国等也表示，疫苗供应逐步充足，接种率有望不断提高。牛津经济研究院预测，随着疫苗接种的不断推进，疫情相关限制措施将逐步取消，2021年全球经济有望增长6%左右。全球经济复苏是大宗商品价格上涨的重要支撑力。

最后是美联储宽松货币政策导致美元贬值，推高了大宗商品价格。第二次世界大战后建立的布雷顿森林体系，确立了以美元为中心的国际货币体系，虽然20世纪70年代初布雷顿森林体系正式解体，但随后石油美元体系建立，美元依然主导着全球货币体系，国际大宗商品价格也自然以美元作为主要计价货币。因此，即使实体经济供需层面没有变化，但美元的波动也将对国际大宗商品价格产生相反的影响，即美元相对其他货币贬值，大宗商品价格被动上涨，反之则被动降低。从2020年4月~2021年4月，美联储史无前例的无限“量化宽松”导致美元指数下降8.2%，也是推高本轮大宗商品价格的重要力量之一。

我国大宗商品价格指数表现

(2020年3月至2021年4月)



会否引发通胀?

受大宗商品价格影响，CPI也持续走高。

5月12日，美国劳工部公布的4月CPI同比增长4.2%，超过3.6%的市场预期。3月俄罗斯、巴西的消费者物价指数同比涨幅分别超过5%和6%。3月欧元区HICP（调和消费者价格指数）同比上涨1.3%，涨幅较上年低点扩大1.6个百分点，已高于或持平于疫情发生前的2019年12月水平，相关通胀预期指标也有不同程度走高。

引发大宗商品价格上涨的因素短期内难以消除，全球通胀中枢可能在一段时间里延续温和抬升走势。但从长期来看，大宗商品供需两端并没有出现整体性、趋势性变化，其价格不具备长期上涨的基础。近期全球大宗商品价格

上涨是被金融市场放大了。随着全球疫情的好转和各国宽松货币政策的逐步退出，全球大宗商品市场价格可能将会逐步回落。有市场人士预测，本轮大宗商品价格上涨的顶点将会在今年三季度出现。

从国内看，本轮大宗商品价格上涨很大程度上受国外通胀走高的输入性影响，也有供给端、需求侧和产业链安全等因素推动，特别是受到碳达峰、碳中和政策目标的影响较大。但我国终端需求仍然保持平稳，通胀压力有限。

大宗商品价格对 PPI 的影响最大。国家统计局公布的数据显示，4 月 PPI 同比上涨 6.8%，涨幅创 42 月新高。国外通胀走高的输入性影响主要体现在工业品价格，叠加去年低基数的影响，可能在今年二、三季度继续推高我国 PPI 涨幅。我国是大宗商品主要进口国，从进口量和进口依存度看，影响 PPI 的主要是原油、铁矿石和铜，其中原油的下游产业链较长，还会影响化工品等价格，对 PPI 影响最大。长期看，随着基数效应逐步消退和全球生产供给恢复，国内 PPI 有望逐步趋稳。

大宗商品价格对 CPI 影响有待观察。大宗商品价格上涨传导到 CPI 至少要经过“四重门”，即“大宗商品—采掘业 PPI—生产资料 PPI—生活资料 PPI—CPI”。近年来，我国 PPI 向 CPI 的传导关系明显减弱，国际大宗商品价格起伏波动对我国 CPI 走势的影响也相应较低。从居民收入角度看，今年一季度，人均收入同比增长 12.3%，人均消费支出同比增长 15.8%，如考虑 2020 年一季度的负增长因素，比 2019 年人均收入增长 7.9%，但人均支出仅增长 0.2%。由于居民收入增长变慢，并且预防性储蓄率上升，因此 PPI 向 CPI 的传导会受阻。

实际上，国内 CPI 主要受到猪周期影响较大。猪肉价格在我国 CPI 中占有较大权重，是影响我国 CPI 的主要因素。如 4 月食品拉动

CPI 下降约 0.14 个百分点，但剔除猪肉后食品拉动 CPI 上升 0.35 个百分点。当前我国国内生猪供给已基本恢复，猪肉价格总体趋于下降，粮食连续多年丰收、农产品自给率总体较高。能够有基础、有条件维持物价相对稳定。我国作为大型经济体，有巨大的国内供给和市场，经济有巨大的回旋余地，若无内需趋热相叠加，仅国际大宗商品价格上涨也难以引发明显的输入性通胀。

实际上，大宗商品价格上涨是推动经济绿色转型的重要契机。我国政府已经提出要在 2030 年实现碳达峰，2060 年实现碳中和。低碳转型意味着碳价格会体现在更多的商品价格中。要实现低碳转型，就必须让碳排放的成本显性化，让碳排放企业承担实际的社会成本。这意味着商品的生产成本中将体现出碳价格的影响，特别是高碳商品的价格反应会更明显。如果这部分成本增加不能比较顺畅地传导到终端，下游行业利润就会间接承担这部分成本压力，长期来看是不可行的。如果这部分成本向市场传导，就需要在相关商品价格中得到体现，部分大宗商品甚至包括一些商品价格上涨就成为理所当然的事情。

从资源配置角度看，大宗商品或原材料价格的上涨会促使下游需求方通过技术投资节省相关原材料的使用，或者通过成本机制淘汰掉生产效率低的企业，实现原材料的供需再平衡。比如，高油价就非常有利于促进新能源技术的发展和推广运用。因此，我们也应正确看待大宗商品价格合理波动，不要给予过多的人为和行政干预。主要还是要通过加强市场法治建设和监管，更好发挥市场机制在优化资源配置中的作用，用市场机制推动节能减排、技术进步、结构调整和经济转型升级，确保碳达峰和碳中和目标如期实现。□

（作者系中国建投投资研究院主任）