

大宗商品价格上涨， 但加息尚早

无论是从中国经济的复苏程度看，还是从中美博弈的角度分析，央行加息都应慎之又慎。

文 | 邓海清

部分大宗商品价格上涨，带动多国通胀水平上升。压力之下，新兴经济体如巴西、土耳其、俄罗斯3月已开始加息，以应对高通胀和资本外流。

从表态来看，中美两国央行对于通胀表现出较大的耐心。

美联储于2020年夏天开始采取平均通胀目标的政策，允许通胀在一定时间适度超过2%，这是自2012年以来美国最大的一次货币政策框架调整。此前，相关政策的表述为致力于实现通胀率位于“对称性的2%目标”附近。美联储4月议息会议决定继续保持宽松货币政策态势，维持联邦基金利率0~0.25%不变，重申“通胀上升主要反映临时性因素”，在随后的记者会上，鲍威尔表示“现在谈论紧缩为时尚早”。

中国央行在一季度货币政策执行报告中表示，全球大宗商品价格上涨可能阶段性推升我国CPI，但输入性通胀的风险总体可控，不存在长期通胀或者通缩的基础。

高债务 + 资产泡沫，加息需 慎之又慎

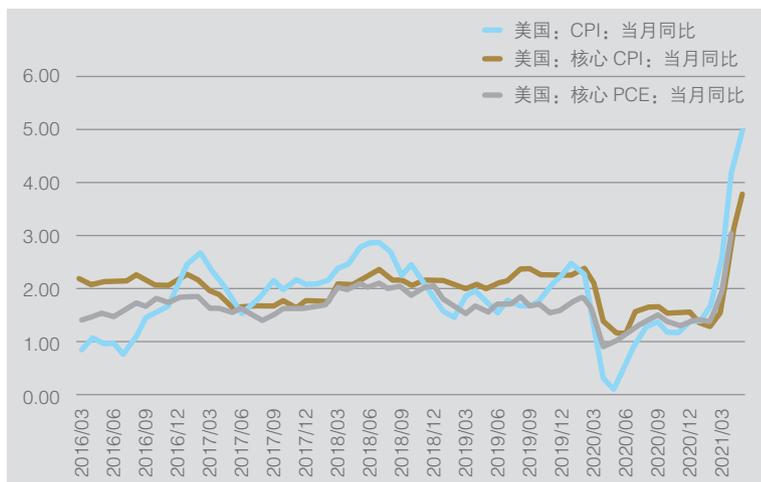
除却通胀，全球主要央行加息也受两大因素制约。

一是全球债务水平不断攀升，“低利率鸦片”不敢停。

2008年金融危机后，多个主要经济体纷纷采取宽松货币政策，以便实体经济部门加杠杆，刺激需求，增加投资和消费。美国政策利率降至零，此后虽有所回升，但疫情后再次回到零利率。日本央行和欧洲央行则一路步入负利率。利率水平降无可降，欧美央行开启量化宽松的闸门，不断投放基础货币，刺激和带动信贷增长。

这十多年来，发达经济体抵抗危机的过程也是不断举债加杠杆的过程。持续走低的全球利率的另一面是前所未有的债务累积。根据国

美国通胀数据



> 资料来源: 依据公开资料整理

际金融协会测算,截至2020年年末,全球债务规模已达281万亿美元,占GDP比重已超350%。

须知,低利率和量化宽松政策只是强心剂,其造就的经济“温和复苏”并没有解决全球经济增长放缓的深层次问题,此时如果提高利率,之前的高额债务可能就无力偿还,“灰犀牛”被刺破,可能会造成金融系统风险和经济大危机。

二是资产价格泡沫依靠流动性支撑,“硬着陆”的代价昂贵。

由于实体经济的融资需求孱弱,泛滥的流动性“脱实向虚”,在投资领域“哄抬物价”,吹大了各类资产价格泡沫。各国的国情不同,资产价格泡沫的表现形式和领域也不同,在美国和日本表现为股市的持续牛市;在中国,则

是房地产价格的十多年上涨。至于直接收紧货币政策、戳破泡沫的后果,日本“失落的二十年”已是前车之鉴。

大国博弈之下, 加息需慎之又慎

判断央行的货币政策走向,国内均衡关注的是通胀和失业率,国际均衡关注的则是利差对汇率和资本外流的影响。

以史为鉴,当下中美两国之间博弈就是加息需要重点考量的因素。

美苏争霸,里根政府针对苏联经济实力弱这一软肋,提出“星球大战”计划,把苏联引上军备竞赛的快车道,消耗其国力;同时通过影响OPEC等手段使石油价格在低位运行,切断其军备竞赛资金来源。苏联在长期的消耗中,本就结构失衡的经济体制最终崩溃,继而解体。

美日贸易战,美国联合西欧国家共同向日本施压,逼迫日元大幅升值,重创日本出口产业。日本通过货币宽松刺激房地产投资,造成房市和股市泡沫,加息刺破了泡沫,日本经济也由此陷入“失落的二十年”。

6月8日,美国国会参议院投票通过了《2021年美国创新与竞争法案》。该法案虽以“产业政策”为名,但“遏华”内容充斥于字里行间。中美在产业链尤其是高科技领域产业链的竞争日趋激烈,我们要高度重视美国针对中国供应链、产业链的“供给侧攻击”。对大宗商品价格的炒作是美国对中国进行“供给侧攻击”的重要手段。

中国快速控制住了疫情,经济秩序率先恢复,顺利承接了海外需求,为出口的高增长奠定了基础。相比于东南亚、印度等国家和地区的疫情失控和社会封锁,中国的供应链的稳定性承受住了疫情的极限压力测试,吸引国际资

本在中国投资建厂。

大宗商品价格的大幅上涨，可能会使未被疫情打垮的部分企业被迫停产、停工，中国供应链的稳定性受到挑战，可能促使部分海外企业与中国供应链脱钩。此时，通过炒作大宗商品超级周期，制造通胀高企、海外加息潮等压力诱使中国央行加息，从而增加中国实体经济融资成本，带动人民币升值，打击中国出口，导致中国实体经济困难，甚至资产价格泡沫破裂和出现债务危机。

“以我为主、掌握主动”也是构建以国内大循环为主体、国内国际双循环新发展格局理念的题中之义。中国央行对待加息应慎之又慎，保持最大战略定力。

经济尚未复苏， 加息需慎之又慎

疫情冲击下，居民消费和投资意愿均有降低。4月，社会消费品零售总额33153亿元，同比增长17.7%，比2019年4月增长8.8%，两年平均增速为4.3%，低于3月的6.3%，下行幅度较大。4月固定资产投资累计同比增速两年平均3.9%，依然低于GDP增速。今年1~4月制造业投资总量两年平均下降0.4%，还没有恢复到2019年绝对量水平。

总体看，中国生产端的高景气仍然主要由外需支撑，可持续性受到挑战；内需增速整体处于低位，且结构有待优化，还需要继续支持促进内需的复苏和扩大。

全球大宗商品价格上涨可能阶段性推升我国PPI，但输入型通胀的风险总体可控。国家担心的是大宗商品价格的剧烈波动会加大金融市场和实体经济的波动性，从而产生金融系统风险或打乱经济发展节奏，而非担忧输入型通胀风险。

加息抗通胀的本质是通过收缩国内总需求导致物价水平的总体下跌。当前国内总需求本就不足，还没有恢复到疫情前的水平，如果继续收缩总需求，只会进一步扩大供需缺口，影响经济复苏。

从3月和4月的PPI和CPI数据来看，尽管上游原材料价格涨幅较大，但由于没有内需趋热，所以下游价格上涨幅度小，部分制造业企业利润受到挤压。4月以来，美元兑人民币汇率从6.57升至6.39，汇率升值给出口带来不利影响。对于部分中下游企业而言，原材料端和销售端同时受到压力，企业经营可能出现困境。

此时加息，只会导致中下游企业经营状况进一步恶化，加剧企业销售难、融资难、融资贵；同时，加息可能会进一步强化人民币汇率升值趋势，让这些企业的处境雪上加霜。

保供稳价，精准施治

面对大宗商品涨价，中国央行加息应慎之又慎，运用好创新直达工具，坚守货币结构主义解决结构化通胀或大宗商品价格剧烈波动的传导压力。

应对大宗商品价格上涨导致企业经营困难，应当加强保供稳价、预期引导和精准施治。

保供稳价是要增加供给，稳定价格；预期引导是大宗商品价格以恢复性上涨为主，不存在趋势性上行的基础，打击大宗商品价格炒作，防止现货市场囤积居奇，规范期货市场秩序；精准施治是指货币政策和财政政策精准定向支持受原材料涨价影响较大的企业主体。

因此，面对大宗商品价格上涨，应该采取针对性的措施加以应对，而不应炒作“通胀”和“加息”。

（作者系中航基金首席投资官）