商品漲價打擊海外需求 通脹GDP放緩衝擊

專家促中國定向寬鬆撐經濟

商品瘋潮之通脹殺埋身

全球能源危機愈演愈烈，海外能源價格集體大漲，通脹預期急劇升溫；而在中國，PPI（工業品出廠價格指數）創歷史新高，「能耗雙控」政策下限電限產及運輸瓶頸，給企業帶來需求不足和成本高企的雙重打擊。經濟學家在接受香港文匯報訪問時指出，相比生產端和消費端的通脹，當前中國經濟增長動能不足更令人擔憂，四季度需要放鬆宏觀政策來減輕經濟下行壓力。

●香港文匯報記者 海巖 北京報道

●全球能源危機當前，中國各省市都有限電措施。 資料圖片

今年以來，以國際原油為代表的大宗商品價格暴漲，包括中國在內全球出現通脹預期升溫，通脹水平持續走高。而中國宏觀政策收緊，抑制了內需擴張，同時還推行了較為嚴厲的限產政策，強行壓降一些上游產品的產量，高爐、焦化等行業的產能利用率在限產政策約束下明顯走低，煤炭和國內定價的上游高耗能產品價格則快速上漲。限產政策給經濟增長帶來阻力，並推升通脹。今年第三季度中國經濟增速跌落至5%以下，工業出廠價格PPI漲卻升至10%以上，通脹升溫疊加經濟回落，意味着經濟周期已處於「滯脹」階段。

收入預期不佳 削弱消費需求

下半年以來，中國經濟下行壓力逐漸顯現，除進出口數據表現尚可外，其他經濟增長數據全面走弱。但即便是超出預期的出口，其中相當比例是由價格上升所貢獻，出口量增幅並不大。

中國建設銀行金融市場部專家張濤分析指出，雖然出口仍保持較強的韌性，但商品價格上漲對出口韌性的干擾越來越大，價格上漲對出口增長的貢獻已由6月份的45%升至9月份的90%。此外，前三季度中國進口值也創下歷史新高，但增長的主因是由大宗商品國際市場價格上漲所推升，難掩國內市場需求不足的現實問題。

「存量產能因限產政策而開工不足，企業投資擴產的動能也大受影響。基建和地產投資在政策壓力下的走弱，近期製造業投資也出現乏力，製造業PMI指數和生產指數雙雙降至50榮枯線下方，芯片短缺、能耗環保監管的約束影響越來越大。消費則因疫情限制了消費服務的增長，加之收入預期不佳影響消費預期。」張濤認為，「三駕馬車」均不同程度地出現一些不利於增長的變化，在這些變化消退之前，經濟將面臨不小的下行壓力。

基建地產投資走弱 影響擴大

大宗商品價格上漲對實體企業的影響也很大，張濤指出，當前原材料成本高企和運輸瓶頸，直接影響企業的接單和生產意願。盈利較多的上游企業因能耗、環保政策約束，有錢不能開工；下游企業則因所需原材料佔用的資金規模越來越高，想開工也往往是有心無力。

中國經濟四十人論壇高級研究員張斌指出，今年以來財政和貨幣政策收緊，抑制國內需求擴張。而存量產能因為限產政策而開工不足，企業投資擴產的動能也大受影響；基建和地產投資在政策壓力下的走弱，也給製造業投資帶來負面影響。出口的繁榮也因限產等政策未能傳導到國內，未能拉動國內需求增長。

「隨着基數效應對同比增長數字的擾動在四季度會逐步消除，中國經濟增長動能的衰弱將更明顯地體現出來。隨着美聯儲開始退出寬鬆貨幣政策，可能令全球金融市場震盪。」張斌認為，這些因素都會促使國內宏觀政策更多轉向穩增長，以改變目前經濟動能不足的狀況。四季度是國內宏觀政策轉向寬鬆的時間窗口，但轉向之後的政策力度尚待觀察。

市場手段緩解商品漲價壓力

如是金融研究院院長、中國民營經濟研究會副會長管清友認為，穩增長和高通脹的矛盾正逐漸顯現。考慮到四季度的經濟壓力和企業困境，應該會有降準和定向降息，但政策為了托底而非刺激，不必過度樂觀。中小微企業紓困減負迫在眉睫，加大定向信貸支持力度，結構性寬信用政策依舊可期。

為應對大宗商品價格高企及國內外需求下降的雙重衝擊，中國金融四十人論壇研究部副主任朱鶴則建議，在供給方面，應盡快提高上游行業及相關產品的供給彈性，減少對部分商品供給的非必要行政干預，讓商品市場盡快回歸市場化的定價機制；同時，適度放鬆對部分上游產品的進口限制，用市場化的手段緩解當前大宗商品的價格上漲壓力。

需求方面，宏觀政策應以我為主，及時發力，保持總需求穩定，比如適當調整對專項債資金的使用範圍限制，促使專項債資金盡快落地；適時降低基準利率並帶動市場利率整體下行，降低社會融資成本，激發私人部門的融資需求。

專家學者看商品漲價

中國建設銀行金融市場部專家張濤：

商品價格上漲對出口韌性的干擾越來越大，價格上漲對出口增長的貢獻已由6月份的45%升至9月份的90%。前三季度中國進口值也創下歷史新高，但增長的主因是大宗商品國際市場價格上漲所推升，難掩國內市場需求不足的現實問題。

中國經濟四十人論壇高級研究員張斌：

此輪PPI漲幅主要由大宗商品漲價造成，但上游向下游轉移成本的通道並不順暢，形成原材料成本高企但終端產品價格萎靡的狀態。總體看，在上游控價和下游保民生的情況下，PPI高企對CPI的影響有限。當前中國經濟壓力不在於生產端或消費端的通脹，而在於當前各項經濟數據低於預期所體現的增長動能不足。

如是金融研究院院長、中國民營經濟研究會副會長管清友：

穩增長和高通脹的矛盾正逐漸顯現。考慮到四季度的經濟壓力和企業困境，應該會有降準和定向降息。中小微企業紓困減負迫在眉睫，加大定向信貸支持力度，結構性寬信用政策依舊可期。

中國金融四十人論壇研究部副主任朱鶴：

在供給方面，應盡快提高上游行業及相關產品的供給彈性，減少對部分商品供給的非必要行政干預，讓商品市場盡快回歸市場化的定價機制；同時適度放鬆對部分上游產品的進口限制，用市場化的手段緩解當前大宗商品的價格上漲壓力。

中國銀行研究院研究員王有鑫：

國際油價、天然氣和煤炭價格的快速上漲恐將造成國內企業生產成本上升，抑制企業盈利改善，也會增加輸入性通脹風險，對居民消費帶來負面影響。

保供穩價政策下 中國滯脹風險低

今年上半年，以原油為代表的大宗商品價格暴漲，疊加海外通脹水平持續走高，引發中國上游產品漲價向下游傳導和輸入性通脹疊加的擔憂。加之疫情反覆對經濟復甦進程形成干擾，市場普遍預期「滯脹」再現。

自疫情以來，大宗商品價格持續上漲，PPI持續保持高位。自2020年5月起PPI連續15個月保持上漲態勢，從最低點的下降3.7%，到今年9月跳漲至10.7%，超過2008年8月全球金融危機時的10.1%。上游產品價格普遍高企引發了成本推動型通脹的擔憂，但CPI仍保持低位，PPI和CPI剪刀差再創歷史新高，已經從年初的0.6%擴大至現在的10%。

張斌認為，此輪PPI漲幅主要由以能源、化工和黑色金屬為代表的大宗商品漲價造成，但繼續上漲受到多方面遏制。供給側看，政策持續支持大宗商品保供穩價。能源方面，中國國家發改委先後5次向市場投放國家煤炭儲備1,500萬噸，緩解煤炭需求峰值時期供應緊張；黑色金屬方面，發改委要求壓減粗鋼產量，財政部取消所有成品鋼材的出口退稅，調整出口關稅，保證鋼鐵生產以滿足內需為主，對鋼價起到壓制作用。有色、化工和汽車芯片等上游產品價格，也因監管政策而受到壓制，預計年內大宗商品保供穩價政策將延續，主要原材料價格上漲空間有限。

上游控價 下游保民生

需求側看，夏季用電高峰已過，能源需求逐漸降低。地產數據走低，基建投資繼續走弱，汽車、家電、工程機械的產銷數據持續保持弱勢，壓制板材需求；受疫情影響，海外耐用品消費不斷走弱，限制下游工業需求擴張。

另外，目前豬肉價格持續低迷，強勢壓制CPI。雖然以原油為代表的能源價格持續上漲，但上游向下游轉移成本的通道並不順暢，形成原材料成本高企但終端產品價格萎靡的狀態。在上游成本傳導不暢的情況下，排除食品、能源來看，僅家用器具等耐用消費品價格漲幅偏強，主要源於上游漲價帶來的成本推動。總體看，在上游控價和下游保民生的情況下，PPI高企對CPI的影響有限。

滯脹多由放水及食品帶動

中國歷史上曾出現多次明顯的滯脹，張斌分析認為，過去的滯脹通常是因為貨幣超發或豬肉、原油價格同時上漲而出現。1987-1989和1993-1994的兩次滯脹以貨幣超發為明顯特點，貨幣高速增長和「價格闖關」改革造成CPI一度超過20%。2007-2008年和2010-2011年的價格上漲來源於「豬油共振」，豬肉價格先上漲，後續原油價格上升，共振推動整體物價快速上行。但最近十年中國沒有出現明顯的滯脹現象。

但當前中國經濟通脹壓力並不明顯，一方面，大宗商品保供穩價政策下，原油閒置產能繼續釋放，美聯儲公布退出量寬路徑，經濟復甦態勢下寬鬆貨幣條件逐步收緊，海外輸入性壓力較小。基數效應下，PPI將暫時性維持高位，但四季度以後大概率走弱。CPI方面，豬肉供過於求，繼續壓制食品價格。冬季來臨疫情防控壓力較大，限制居民消費需求釋放，影響服務業修復和零售反彈。受上游成本傳導影響，CPI將緩慢回升但不構成壓力。「當前中國經濟壓力不在於生產端或消費端的通脹，而在於當前各項經濟數據低於預期所體現的增長動能不足。」

另外，所謂的滯脹或通脹時代，低收入者和中小企業將是最痛苦的群體。有專家表示，通貨膨脹將加劇社會財富分配的分化，而滯脹意味着經濟增長放緩，可能帶來企業經營分化、失業率增加、金融市場波動等更多經濟社會問題，低收入弱勢群體首當其衝受打擊。

能源危機當前 三大原因推升中國通脹

今年以來，大宗商品價格持續上漲，尤其9月中下旬以來，全球能源危機愈演愈烈，中國電荒、歐洲氣荒、英國油荒，能源供需矛盾不斷加劇，能源價格持續飆升。在中國，隨着大宗商品價格上漲，通脹預期明顯升溫。管清友說此輪國內通脹有三大主因：一方面，疫情破壞全球供應鏈，推動需求轉向最先控制疫情的中國；其次，全球上中游行業周期性資本支出不足，再加上中國近幾年供給側改革也壓抑了投資；最後，今年頻繁的天氣異常和自然災害導致對傳統能源需求加大。

貨幣政策寬緊陷兩難

「全球政策制定者正面臨艱難抉擇，如果繼續採取寬鬆政策刺激經濟增長，流動性和金融風險承擔行為增加，將加劇全球通脹壓力和金融資產泡沫；如果過快退出支持政策，則可能導致市場流動性逆轉，金融狀況收緊可能與當前的金融脆弱性相互作用，導致風險敞口加速暴露，資產估值大幅下降。從當前情況看，第二種情境發生的概率在加大。」中國銀行研究院研究員王有鑫分析認為，國際油價、天然氣和煤炭價格的快速上漲恐將造成國內企業生產成本上升，抑制企業盈利改善，也會增加輸入性通脹風險，對居民消費帶來負面影響。

今次危機源於供需失衡

「特別是近期企業流動性和債務違約風險逐漸顯現，私人部門、傳統產業和信用評級較低的企業融資規模趨於收緊，國際市場對中國房地產等高負債領域的投資風險偏好有所下降。」王有鑫說，未來如果全球企業違約潮發生，相關風險可能將蔓延至國內，對金融穩定性造成影響。

管清友指出，從全球看，本輪全球能源危機的根源是供需失衡導致短缺。在需求端，在全球貨幣大寬鬆的背景下，海外需求還在恢復過程中，主要經濟體PMI仍處於擴張區間，中國出口持續高位運行，外需保持高景氣，對中下游製造業形成支撐，能源需求持續增長。在供給端，由於運輸和貿易成本增加、原材料價格持續上漲，再加上能源轉型遭遇青黃不接，加劇供需缺口，石油煤炭價格都創下階段性新高。

能源危機恐持續幾年

「過去十多年，在能源轉型的背景下，石油等傳統能源的資本開支投入不足，加之疫後過境運輸複雜，難以在短期大幅擴張產能，當前庫存遠跟不上需求。」他預計，本輪全球能源危機或會持續幾年時間，並可能引發全球滯脹，對全球經濟產生深遠影響。