



余永定：中国如何认识通货膨胀回升



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

过去十年，中国的通货膨胀一直保持在较低水平。2021 年 10 月 PPI 达到 13.5% 的峰值，然而由于有效需求不足，高 PPI 并未转化为高 CPI。受疫情影响，中国总供给和总需求都受到冲击，导致通胀水平较低，产出削减幅度较大。随着需求逐步恢复，中国的通胀水平可能会明显上升。但即便如此，中国政府仍应继续实施扩张性财政和货币政策。中国应学会容忍较高的通胀率。

——余永定 上海浦东新金融发展基金会会长、中国社会科学院学部委员

* 本文为作者在 2022 年 7 月 1 日的 CF40-Euro50-PIIE 中美欧经济学家学术交流会“应对通胀回归”上所做的主题演讲。文章仅代表作者个人观点，不代表 CF40 及作者所在机构立场。

”



在过去的十多年里，中国的通货膨胀率一直很低，CPI 增速平均在 2% 左右。2020 年第一季度，中国经济受到新冠疫情冲击。在经济增速下降 6.8% 的同时，CPI 同比上升 4.9%。此后，CPI 增速下降，在 2020 年和 2021 年之交为负增长，但在 2021 年 10 月回升到 2.3%，为疫情暴发以来的峰值。这之后，CPI 的上升速度趋缓，今年 5 月 CPI 上升速度为 2.1%。

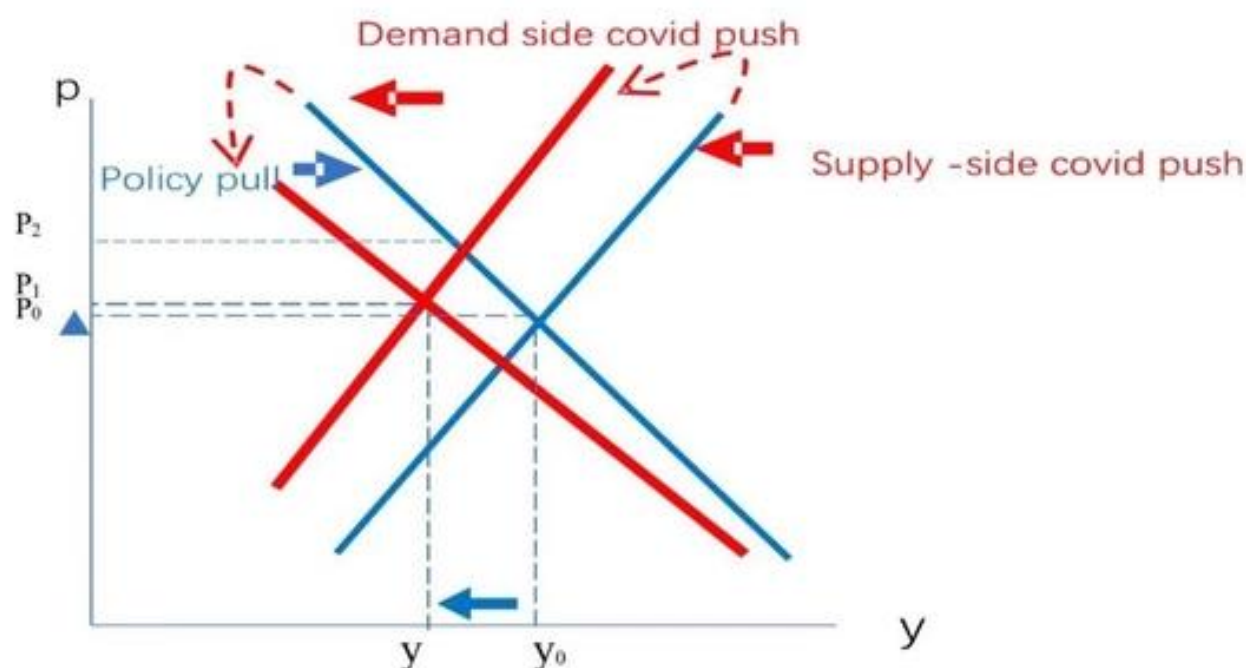
PPI 自 2019 年 7 月到 2020 年 12 月(除 2020 年 1 月)都是负增长。2021 年 PPI 快速回升，10 月创下 13.5% 的最高记录。此后 PPI 增速逐渐回落，2022 年 6 月 PPI 增速为 6.4%。

2021 年 10 月 PPI 增速飙升一度引起了市场的不安。市场担心随着时间的推移，PPI 的高增速将转化为 CPI 的高增速。然而，这种担心并未实现。目前，世界各国都在为通胀的急剧恶化而忧心忡忡，中国的通胀问题并不严重。

我的问题是：在可预见的未来，如一两年内，中国的通胀形势是否会突然恶化？

在总供给曲线给定情况下，总需求增加（总需求曲线右移）将导致产出水平和物价的上升，反之则反。在总需求曲线给定情况下，不利的供给冲击（总供给曲线左移）将导致产出水平的下降和物价的上升，反之则反。在总供给和总需求曲线同时发生移动的情况下，通货膨胀形势则由总供给和总需求的相对变化所决定（图 1）。

图 1：疫情以来，中国总供给和总需求曲线的移动以及物价和产出水平的变化



2020 年第一季度疫情暴发后，中国经济受到供给和需求的双重冲击。在某些特定时段，供给冲击占主导地位，在另一些时段需求不足占主导地位。总体而言，自疫情暴发以来中国经济的基本特征是有效需求不足和负面供给冲击并存。

如图 1 所示，疫情导致供应链中断，总供给曲线大幅度左移。按道理，在产出水平下降的同时，中国应该出现严重通胀（图 1 中 P_2 所示）。但是，由于疫情同时导致有效需求减少，尽管产出下降幅度巨大（由 y_0 下降到 y_1 ），但物价上升幅度较小（图 1 中 p_1 所示）。

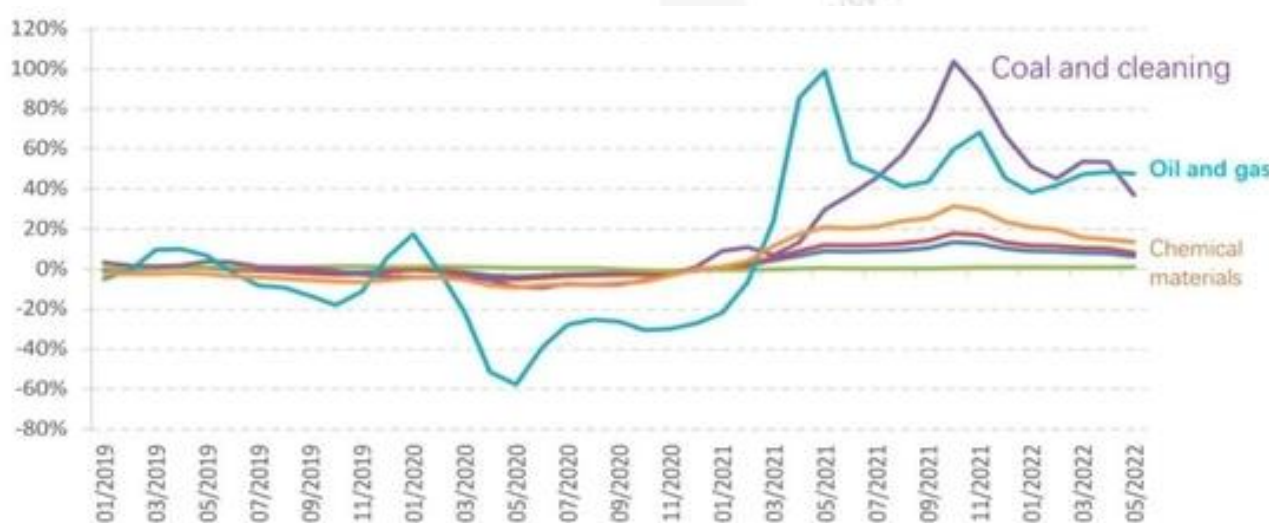
由于总需求减少的幅度小于总供给的减少幅度（这是一个实证问题而

不是理论问题)，物价依然会上涨（见图 1， $p_1 > p_0$ ）。如果物价不升反降，则说明总需求曲线左移的幅度超过总供给曲线。在这种情况下，产出的下降幅度将更为严重。

面对总需求和总供给的双重冲击，政府必须做出抉择。如果政府认为经济增速下降、失业上升是主要威胁，就必须采取扩张性财政、货币政策，尽可能把总需求曲线推回到原有位置，甚至进一步右移。在这种情况下，如果供给冲击并未消除，物价水平将会大幅度上升（见图 1 中的 p_1 ）。

为了判断中国的通胀性质，有必要首先搞清 2021 年第一季度以来中国 PPI 快速上升的原因。在此期间，在 PPI 篮子中对 PPI 上涨贡献最大的前三大类产品是石油和天然气、煤炭和洗煤以及化学材料（见图 2）。我们的问题是，在此期间中国油气价格上涨的主要原因是需求拉动还是外部供给冲击？

图 2. PPI 主要构成部分的上涨



2020 年疫情暴发后，国际油价一度跌到 0 美元以下，中国国内油气价格也大幅度下跌（图 2）。2020 年 4 月国际油价见底回升，中国油气价下跌速度则开始放缓，并于 2021 年初开始迅速上涨，同年 5 月增速达到最高值。2021 年下半年至今，中国油气价格依然在上升，但增速明显降低。

不难看出，中国油气价格上涨与国际原油价格上涨的方向是一致的。而中国对油气价格的管控[1]，则使中国油气价格的涨跌幅度得以低于国际油价的涨跌幅度。总而言之，中国油气价格的上升主要是供给冲击而不是需求拉动的结果。

中国的煤炭价格自 2021 年开始迅速上涨，2021 年 10 月达到 13.5% 的峰值。煤炭价格成为导致 2021 年 10 月中国 PPI 增速达到创纪录高度的最重要原因之一。2021 年煤炭价格飙升的前因后果大家都很清楚，这里不再赘述。简言之，煤炭价格飙升也主要是供给减少而不是需求增加导致的。化工产品价格上升同油气价格上升的原因应该也是大致相同的。

在 CPI 篮子中，对 CPI 增长贡献最大的三项依次是：通讯和交通运输、食品和饮料以及文化教育和娱乐。而通讯和运输价格又是上升最快的（图 3）。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44283

