



您的位置：首页 - 文章选登

未来CPI与利率走势堪忧(周世一；2月28日)

文章作者：周世一

上周，央行和国家统计局先后发布了2005年4季度货币政策报告和1月通货膨胀数据。其中，1月份核心CPI为1%，比去年12月走低0.3%，且为过去1年来最低；外汇占款1月份创出74007亿元的历史新高、以及央行上周净回笼资金较前几周大幅下降，这些数据的出合理应对债市构成利好。可是，随着数据发布，债券市场大幅振荡走低。究其原因，我们认为，是未来CPI和利率走势的预期导致了债券市场对央行的报告做出强烈反应。

#### CPI引发通胀预期

首先，对今年CPI有上升预期。从几家最关键的机构所发布的对2006年CPI的预计数字看，虽有所不同，但都超过了国家统计局所公布的去年1.8%的CPI数据。

尽管在学术界对未来是通缩还是通胀有一定的争论，但多数机构，特别是一些国际性的大行，对中国今年的CPI的预期基本上最低也在2%以上，而国际货币基金组织更是认为中国的通货膨胀将在2006年上升到3%以上。这表明，目前市场上对2006年的CPI预期的主流看法是基本一致的——即今年的通货膨胀率将逐步走高，几乎可以肯定将超过去年的1.8%。

1月份1.9%的CPI数据证实了国内通货膨胀逐步走高的趋势。国家统计局的数据是食品价格上涨3.6%，非食品价格上涨1.0%，消费品价格上涨1.7%，服务项目价格上涨2.5%。从月环比看，居民消费价格总水平比去年12月大幅上涨1.3%。

更为关键的是央行在2月23日公布的企业商品价格指数。一向被认为是我国通货紧缩根源的企业商品价格指数，在2006年1月份较上月上升0.9%，较上年同期上升1.1%。而早在去年11月份，非食品价格涨幅与10月持平，但其对CPI上涨的贡献率已高于食品价格，达59%（前三季度为43%）。其中的家庭设备及服务、医药产品及服务这两类价格同比增幅已经由负值变成正值，反映了不断上涨的上游产品价格对下游产品及服务的传导正在加强。

而1月份的企业商品价格水平同比与环比全面上升，表明了生产资料价格的压力，目前已经开始全面传导到生产的终端。1月份CPI中的非食品类商品和服务价格的全面上涨，证实了去年11月开始的通货膨胀压力全面化。央行在其货币政策报告中之所以提出今年CPI 3%的预期，可能是考虑到了这种工业品、食品和服务类价格全面上涨所带来的通货膨胀压力。

而近期国家统计局进行了5年一次对CPI统计方法的调整，将使CPI的数据更合理反应出居民实际生活成本变化的同时，也将导致CPI绝对数据的提高。

权重下调中的衣着、家庭设备及用品的价格趋势是下降的，这将降低其压低CPI的作用。而从权重增加的项目来看，交通通信类中，交通类价格上涨不可避免。而通讯服务上改革进展缓慢，在一段时间内大幅降价、抵消交通类价格上涨的可能性不大。居住类不仅权重有所增加，而且该项中的水、电等随着节约社会建设的需要，和煤电连动的实施，价格的上涨也不将可避免。

#### 投资反弹助推通胀压力

同时，央行最新公布的数据显示，1月份金融机构新增人民币贷款5658亿元，同比多增了2849亿元，信贷有提速放量之势。由于2005年新开工项目增长迅速，在建项目规模偏大，2006年投资尤其是地方投资可能出现反弹。投资的反弹将拉高原材料价格，同时资源价格可能上调且近年来工资水平有所上升，通货膨胀压力将继续存在。为此，央行行长周小川在近日指出经济中投资过热局面依旧存在，央行将努力遏制过度投资。

总体来看，今年将要进行的一系列对前期受政府管制较严的包括能源在内的资源价格、服务价格改革，加上企业商品价格在PPI传导下的全面回升，目前货币增速不减的情况下，将给今年的通货膨胀带来较大的压力。

#### 利率或被拉升

从货币供给的情况看，1月份M2增长19.2%，远远超过了央行既定的2006年M2增长16%的目标。加上外汇占款增速进一步加快，1月余额达到74007亿元，这意味着央行已达到年初既定目标，未来仍将保持较大的货币回笼力度。同时，过度的资金供给从长期看难以为继。

四季度货币政策执行报告认为，去年7月汇改以来，人民币对美元汇率有贬有升，弹性逐渐增强。报告“解释”了去年货币市场利率持续走低的原因。报告表明，在去年5至8月份期间，为配合汇率形成机制改革，公开市场调整操作力度，引导货币市场利率适度下行。而今年，汇改初见成效的情况下，去年央行为汇率改革而压低利率的动因不复存在，央行在今年仍维持如此宽的货币供给和极低市场利率是不现实的。

而从外围环境看，中国输出产品的低价格一直被认为是在全球高经济增长中不出现通货膨胀的最关键因素。其代价就是人为压低的国内资源价格。随着今年正进行的资源改革，和前面分析的我国企业商品价格的全面回升，这一拉低全球主要发达国家价格水平的重要因素将消失，国际主要经济体的通货膨胀压力将因为国内通货膨胀水平的回升而大大加大。随着国际主要经济体通货膨胀开始抬头，各国央行对通货膨胀的预期也不断升高，纷纷采取升息等紧缩措施预防通货膨胀。随着美国、欧洲和日本利率水平的不断提高，不排除中国市场利率水平将继续上升，以便将利差大致维持在当前水平。

总体来看，今年将要进行的一系列对前期受政府管制较严的包括能源在内的资源价格、服务价格改革，加上企业商品价格在PPI传导下的全面回升，在目前货币增速不减的情况下，将给今年的通货膨胀带来较大的压力。

面对这种情况，货币当局下一步将采取较为紧缩的货币政策，将综合运用外汇掉期和央行票据等公开市场操作工具，以达到收紧货币的目的。上周央行在票据的发行量有所减少，但是其招标利率却呈现上升趋势，已经表明了市场面对通货膨胀压力时，出于对未来资金面收紧的担忧，做出了利率上的反应。面临美国近期继续加息的可能所提供的足够的利差空间，不排除央行下一步将以利率为主要调控目标，从而使市场收益率全面升高的可能性。

文章来源：《证券时报》

转载务经授权并请刊出本网站名

IFB  
中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB  
IFB外商投资中心

IFB  
IFB基金研究与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所