

基金经理手记 | 物价回升的路径猜想

2023年以来，中国物价持续低位运行，CPI连续三年维持在0%左右，PPI连续三年下降。2025年以来，政策层面对于物价的重视程度显著提升，央行在当年一季度货币政策报告中提出将促进物价回升作为货币政策的重要考量，这是时隔16年之后再次在货币政策层面做出如此表述。然而2025年后续三个季度物价水平变化不大，当下市场对于物价能否走向回升明显存在分歧。而我们认为基于当前的国内外政策和宏观环境下，物价水平有望摆脱持续三年的低迷局面，走向回升路径。

首先，国内的反内卷政策逐步走向深入，有望从根本上改变部分行业的供给格局。从去年提出破除“内卷式”竞争开始，反内卷政策开始上升至战略层面。后续各部委陆续跟进，推出一系列价格、产能层面的控制政策，我们预计2026年反内卷政策将继续走向深入。16年的供给侧改革以行政化手段直接作用于上游资源行业，短期迅速见效；与之相比，此轮反内卷更倾向于以市场化、法治化的手段实现供给端出清，且更集中于中游制造业，因此对于物价的作用相对温和且时效较慢。我们预计从2026年开始，反内卷对于宏观物价的作用将开始更为明显的显现。

其次，国内的需求端仍有发力空间。政策层面，除了央行的货币政策以外，最新提出的财政政策与货币政策协调发力意味着财政政策对于需求复苏仍将保持一定支持力度；市场层面，地产行业的持续不振影响了近几年的物价预期，在经过连续多年的调整后，目前地产行业愈发接近见底。全国层面的房价见底，特别是京沪为代表的一线城市房价见底，也将极大的有助于提振物价预期。

第三，我们将视角转向国际层面，与国内温和的物价水平不同，近几年海外是明显的通胀环境，这种持续拉大的物价差异最终会通过各种贸易或非贸易的方式来拉平。一种典型的路径是海外定价的资源品和工业品价格向国内传导，例如铜铝等全球定价的资源品，以及AI芯片、存储芯片等工业品2024年开始海内外价格同步上涨；另一种则是海外需求直接转向国内来释放，例如2025年全球免签开始带动的国际机票价格企稳。

最后，近几年出海是很多制造行业的趋势。与此前单纯的产品出口不同，新一轮的制造业出海一般都伴随着产能、人力、资金的同步转移。制造业出海对于物价的潜在影响体现在两个层面，一是缓解了国内的竞争环境和供给格局；二是在海外投资回报率高于国内的情况下，投资向海外的转移将增加国内的资本回报预期，进而带动物价预期。

总结而言，当国内物价在低位徘徊三年，又连续三个季度走平之后，市场对于国内物价水平的一致预期又转向持续走平。而我们认为随着供给政策的持续发力、需求端的缓慢磨底，物价有望走向回升；而海外的通胀环境随着贸易和非贸易路径向国内传导，可能会成为物价回升速度加快的意外推手。

(作者**赵超**为太平基金权益投资部基金经理)