

那些年，政治局如何解读“输入型通胀”？

2021年04月15日

■ **“输入型通胀”担忧来袭，历史上都发生了什么？**近期高层在诸多场合都表示对于通胀问题的密切关注：4月8日国务院金融稳定委员会第五十次会议上，刘鹤副总理表示“要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势”；最新的进出口数据显示，3月中国进口大超预期，其中价格因素“功不可没”（图1）。我们将“输入型通胀”暂且定义为主要国际大宗商品价格连续大幅上涨导致国内通胀压力上升的现象，这一现象在我国历史上并不少见，我们通过商品价格-通胀变化（图2）和政策关注度（我们使用央行货币政策执行报告有关通胀的专栏数量和主要内容来确定，图3）发现2001年加入WTO之后，比较典型的“输入型通胀”时期是**2007至2008年和2010至2011年**，2017年至2018年尽管大宗商品和PPI都出现较大的涨幅，但并未引起政治局和央行层面的担忧：

■ **2007年至2008年：**该阶段正好处于本世纪商品价格最长上涨周期（详见《大宗还能涨吗？——复盘本世纪三轮大宗上涨的启示》）尾声，本轮国内通胀上涨的特点是**CPI和城镇居民价格预期率先在2006年下半年启动**，随后PPI大幅跟涨，2007年11月政治局和央行发声要稳定通胀预期、将控通胀作为政策首要任务，货币政策持续收紧（图5）。

■ **2010年至2011年：**该阶段处于金融危机后商品快速上涨的阶段（2009至2011年），由于危机期间的大量信贷投放，2009年下半年通胀预期率先启动，CPI和PPI分别在2009年底和2010年初同比升破0快速上涨，2010年高层和央行主要通过偏紧的货币政策来管理**稳定通胀预期**，但CPI、PPI居高不下，2011年高层再次将稳定价格作为宏观调控的首要任务，同时更加注重从中微观进行调控，例如明确提出落实“米袋子”省长负责制和“菜篮子”市长负责制，完善市场调控预案，整顿和规范市场价格秩序（图6）。

■ **2016至2017年为何“缺席”？**2016年至2017年大宗商品价格和PPI也出现了明显上涨，但是无论政治局层面还是央行层面均未对通胀表示出特殊的关切（图7）。除了本轮商品上涨周期较弱（具体分析详见《大宗还能涨吗？——复盘本世纪三轮大宗上涨的启示》）外，很重要的一点是**通胀预期和CPI并未像此前两轮率先启动并大幅上涨**，一方面是2015年环保去产能之后中国“猪周期”和全球大宗商品周期的脱钩错位，2017至2018年大宗商品上涨时猪肉价格却持续下滑（图8），另一方面偏紧的金融监管政策、压降金融杠杆也起到了稳定通胀预期的作用（图9）。

■ **当下如何应对输入型通胀？**不仅仅依靠货币政策，多管齐下治理通胀。本轮通胀上升与2016至2017年类似，猪周期与大宗商品上涨错位，一定程度上缓解了国内通胀及预期的压力（图10），参考历史，政策预计还会从以下几个方面发力：重视通胀预期管理（图11），继续推行减税降费，加强供给侧应对，规范价格形成机制。

■ **4月政治局会议，控制通胀会得到怎样的重视？**参考之前的历史和本轮通胀的特点，我们预计4月政治局会议的重点还将是平衡增长和防风险，就业仍然是政策的首要目标。但可能在部分内容中会要求保持价格稳定，加强原材料市场调节以及增加商品供应。货币政策在控制流动性方面已“先行一步”，预计4月之后控制信贷和房价上涨会成为重要着力点，但政策加息的概率依旧不大。

■ **风险提示：**中国信用收缩过快导致经济超预期下滑、信用风险上升，央行再度转向宽松。地缘政治形势超预期恶化，汇率超预期大幅贬值。美国经济过热，美联储提前收紧货币政策。

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210327：拜登基建投资的新动向：《无尽前沿法案》》2021-03-27

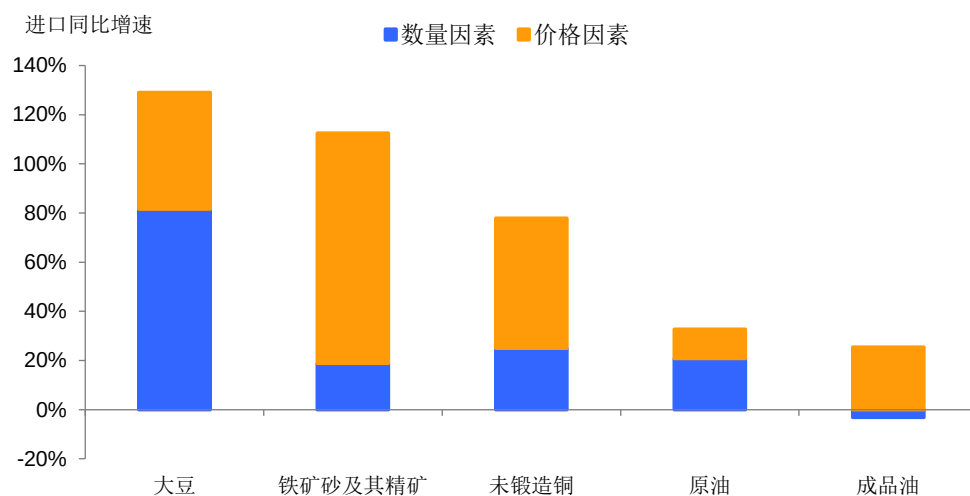
2、《宏观点评 20210326：谁将阻挡美债收益率上涨的步伐？》2021-03-27

3、《宏观专题报告 20210325：大宗还能涨吗？——复盘本世纪三轮大宗上涨的启示》2021-03-26

4、《宏观点评 20210317：美联储会使用YCC吗？》2021-03-18

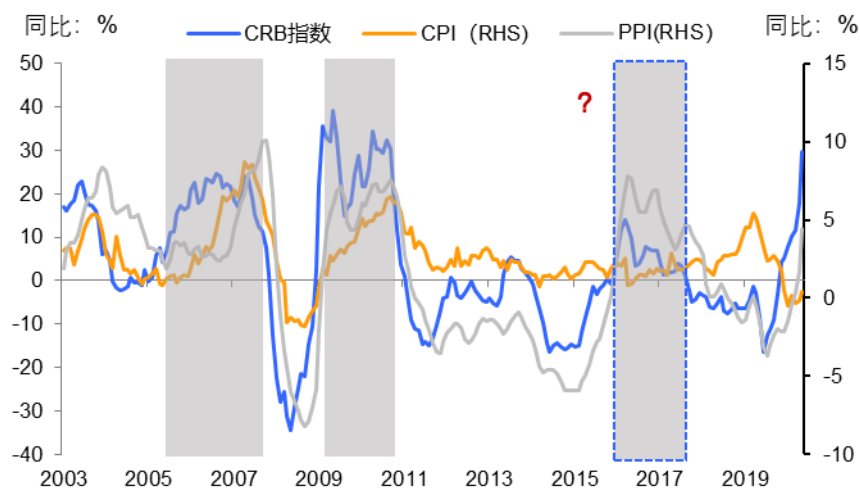
5、《宏观点评 20210316：史上最长大宗商品繁荣是如何炼成的？》2021-03-16

图 1：2021 年 3 月部分进口商品价格同比出现大幅上涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：输入型通胀的典型时期



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：货币政策执行报告中关于通胀的专栏内容

时间	货币政策报告	通胀相关专栏	核心观点
2006-08	2006Q2	全球通货膨胀压力加大，主要央行收紧货币政策	2004 年以来原油和金属价格攀升导致全球通胀压力增大，主要央行纷纷加息，加大了我国货币政策调控的空间。
2007-08	2007Q2	核心通货膨胀	核心通胀会低估通胀水平，从我国实际看必须重视食品价格的变动。
2007-11	2007Q3	稳定通货膨胀预期，保持价格基本稳定	通胀预期可能会进一步推高通货膨胀，必须重视。针对 2006 年以来 CPI 上升较快的情况，央行已 7 次提高存贷基准利率。
2008-02-	2007Q4	深入分析价格上涨机理，提高调控的有效性	2006 年第四季度以来食品价格上涨推动 CPI 较快上涨。 国际因素：大宗商品价格上涨；国内因素：猪肉等重要商品出现供给因素，劳动力成本上升。
2008-05	2008Q1	全球通货膨胀压力加大	2008 年以来全球通货膨胀压力加大，成为影响全球经济增长的主要风险。 食品价格上涨的推动作用十分明显。次贷风波下央行货币政策面临两难。
2008-08	2008Q2	石油价格上涨及对物价的影响	国际油价持续大幅上涨叠加国内能源价格形成机制不完善增大了国内通胀压力； 成品油价格上涨 1%，拉高 CPI 约 0.04%。
2008-11	2008Q3	当前价格走势分析	从国际国内周期走势看，当前通货膨胀压力明显缓解，货币政策在近期要防止通货紧缩，在长期要防止通货膨胀。
2010-05	2010Q1	通货膨胀预期管理	建立和完善了央行管理通胀预期的框架
2011-01	2010Q4	通货膨胀与货币	本轮通胀上涨和外部货币条件宽松，内部劳动力成本上升和资源价格改革有关，货币政策要把控制物价较快上涨放在宏观调控更加突出的位置。
2011-05	2011Q1	大宗商品价格	国际大宗商品价格对国内价格的影响主要取决于进口依存度、国内供需和资源利用率。缓解大宗商品冲击需要经济发展方式转变。
2017-02	2016Q4	工业生产者出厂价格指数（PPI）及其变化	PPI 由负转正反映的是供给侧的改善和去产能的积极进展，货币政策应保持稳健中性。
2018-11	2018Q3	当前价格形势分析	第三季度 CPI 涨幅明显，但持续上涨动力不足。下一阶段要加强对价格形势的监测分析，改善供给、优化结构。
2019-11	2019Q3	全面看待 CPI 与 PPI 走势	供给因素导致猪肉价格上涨推动 CPI 上涨，PPI 由于高基数走低。货币政策保持松紧适度，注意稳定通胀预期。

注：上表中红色字体表示央行重视控制通胀上行。

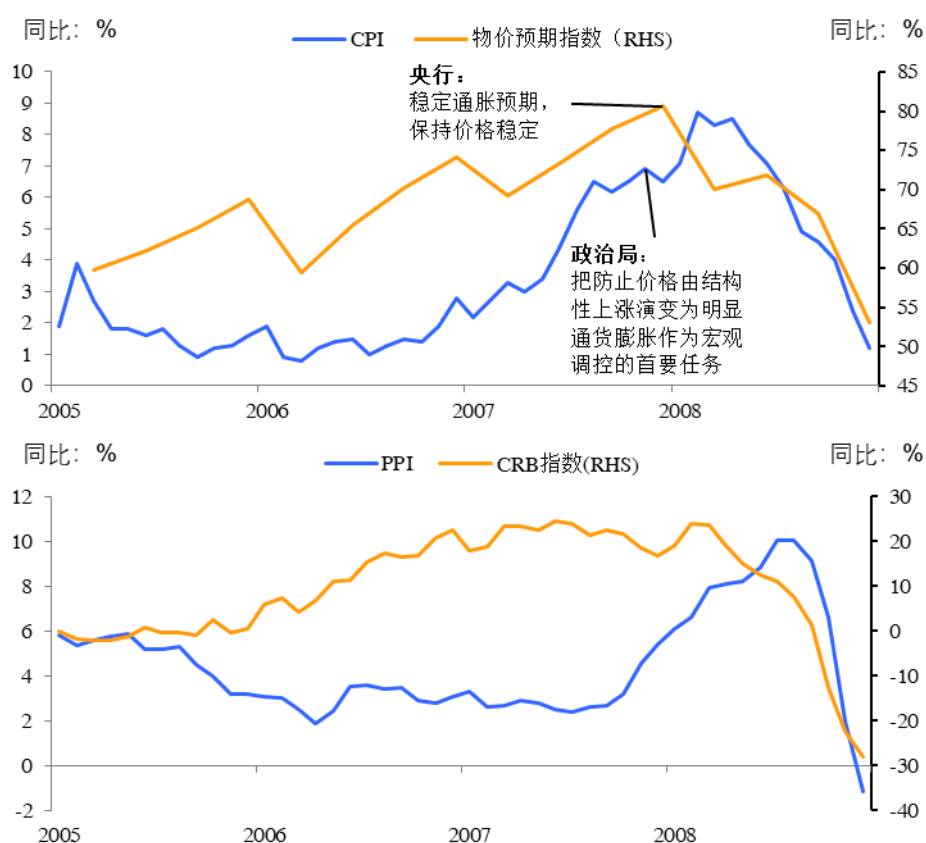
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 4：2007 至 2008 年和 2010 年至 2011 年政治局会议通胀相关表述

年份	时间	经济表述
2007 年	7 月 26 日	● 会议指出……居民消费价格涨幅扩大，涉及群众切身利益的有关问题亟待解决。 ● 会议提出，要坚持把遏制经济增长由偏快转为过热作为当前宏观调控的首要任务。
	11 月 27 日	● 把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务。 ● 会议强调……加强重要商品生产、供应和市场调控，保持价格总水平基本稳定。
2008 年	7 月 25 日	● 把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务，把抑制通货膨胀放在突出位置。
	11 月 28 日	● 要把保持经济平稳较快发展作为明年经济工作的首要任务，把保增长、扩内需、调结构更好地结合起来。
2010 年	2 月 22 日	● 处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系，既要保持足够的政策力度、巩固经济回升向好势头，又要加快经济结构调整、推动经济发展方式转变取得实质性进展。
	7 月 22 日	● 要坚持把处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系作为宏观调控的核心。
	12 月 3 日	● 要加强市场保障和价格稳定工作，落实“米袋子”省长负责制和“菜篮子”市长负责制，完善市场调控预案，继续整顿和规范市场价格秩序。
2011 年	2 月 21 日	● 处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，防止经济出现大的波动。要保持物价总水平基本稳定……
	7 月 22 日	● 要坚持把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，强化政府责任，加强市场保障，降低流通成本，整治市场价格秩序，对困难群众采取有力有效的救助措施。 ● 要全力夺取全年农业丰收，切实抓好秋粮生产，促进生猪等畜牧水产业稳定发展，加强农田水利基础设施建设，认真抓好防汛减灾工作。
	12 月 9 日	● 继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者关系。 ● 要努力保持物价总水平基本稳定，增强市场调控能力，落实好“米袋子”省长负责制和“菜篮子”市长负责制，搞好重要商品产运销衔接，切实降低流通成本。

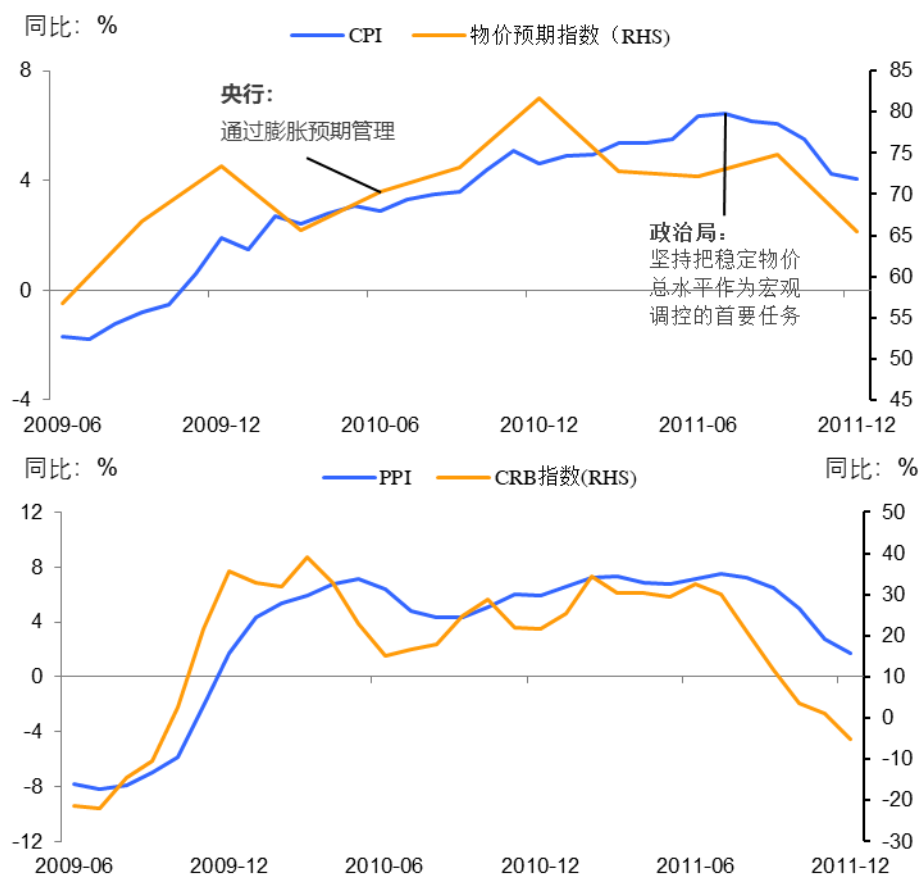
数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图 5: 2006 年至 2008 年通胀和通胀预期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6：2010 年至 2011 年通胀预期领先通胀率先启动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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_19074

