

总量研究

货币政策为什么对本轮通胀反应甚微？

——货币政策前瞻系列三

要点

事件：4 月以来，全球大宗商品价格陡峭上行，进而推动了包括我国在内的主要经济体的通胀指标持续上行，人民银行则向市场传达出了输入性通胀风险总体可控，不存在长期通胀基础的预期引导。

核心观点：在疫情冲击期间，无论是与 2008 年金融危机期间，还是与同期海外主要经济体的货币政策宽松相比较，央行并没有明显放松货币政策，叠加疫情期间财政刺激也相对有限。因而，货币宽松及国内财政刺激对本轮通胀走高的推动作用有限。本轮通胀的主要推动因素在于，全球疫情复苏不均衡下的供需错位，以及国内高耗能等相关产能的主动压缩预期所致。至少目前来看，本轮通胀的持续性不强，且更多源于供给侧因素。因而，货币政策对本轮通胀的调节以预期引导为主，并无实质性收紧。向前看，即便后续通胀压力持续性明显增强，货币政策收紧的空间也较为有限。

历史上存在哪些与本轮成因相似的通胀？

2001 年以来，我国共经历了四轮通货膨胀。相较而言，2010-2011 年间的通胀在外部环境上与本次通胀较为相似，均是危机后全球货币政策异常宽松，经济复苏带动大宗商品价格持续上行，对国内形成一定的输入性通胀压力。2016-2017 年间的通胀则在国内环境上与本次通胀较为相似，均是国内出台政策收缩钢铁等高耗能行业的产能供给，造成国内大宗商品的涨价预期。

2008 年金融危机后通胀周期的货币政策应对

面对全球流动性宽松及国内需求强劲推升的通胀，央行在通胀持续高增三个季度后才开始加息。其中有三点较为值得注意：

一是，面对全球流动性宽松及国内需求强劲共同推动的通胀及通胀预期高企，央行首先动用的政策工具是存款准备金率，其次才是加息。并且，动用存款准备金率工具时，通胀指标仍处于较低水平，也就是说，此时的央行，更多是在调节通胀预期，而非通胀本身。

二是，央行是在 GDP 平减指数及 PPI 同比增速持续高增（超过 4%）9 个月后，才决定动用存款基准利率平抑通胀，也即，央行在通胀指标持续高企 9 个月后才确认了通胀的持续性，而非是在通胀压力稍有增大的早期便进行大力干预。

三是，为了应对全球金融危机的冲击，央行在 2008 年连续 4 次，共计下调了存款基准利率 189BP。也就是说，央行是在前期明显放松货币政策的基础上，才采取了加息的措施以应对通胀及通胀预期的上行。

供给侧改革下的通胀周期的货币政策应对

面对供给侧改革推动的大宗商品价格上行，进而带动 PPI 同比增速上行导致的通胀周期，央行并未调升存款准备金率，但连续两次上调了公开市场操作利率。其中有三点较为值得注意：

一是，2016-2017 年通胀与当前通胀的相似之处，不仅在于都是供给侧受到冲击，而且均表现为 PPI 同比增速快速大幅上行，但 CPI 同比增速上行幅度有限。

二是，面对低基数及供给收缩推动的通胀周期，央行并未动用存款准备金率等政策工具，并且对于公开市场操作利率的上调幅度也明显较小。

三是，央行选择上调公开市场操作利率也不仅仅是为了平抑通胀。这段期间内，美联储于 2015 年末开启加息周期，证券、房产等资产价格均快速上行。保持内外平衡及抑制资产泡沫的诉求，同样推动了央行上调公开市场操作利率。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：刘文豪

021-52523802

liuwuh@ebsecn.com

相关研报

什么是欧洲解封的绊脚石——光大宏观周报（2021-03-28）

利率上升，能阻挡美国房市的进击势头吗——《全球朱格拉周期开启》第六篇（2021-03-25）

新一轮朱格拉周期开启，哪些信号先行——《全球朱格拉周期开启》第五篇（2021-03-24）

出生率下滑无法逆转，90 后直面人口峭壁——《人口峭壁》第一篇（2021-03-22）

1.9 万亿法案参议院闯关成功，投向哪里，有何不同——《全球朱格拉周期开启》第四篇（2021-03-07）

两会亮点：实际财政超预期，推动基建强势反弹——2021 全国两会点评报告（2021-03-06）

美国财政刺激步入最后一公里——《全球朱格拉周期开启》第三篇（2021-03-03）

“碳中和”下的中国方案——《全球朱格拉周期开启》第二篇（2021-03-01）

全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应链再造——2021 春季宏观策略报告（2021-02-22）

先复苏，后通胀，周期王者归来——总量与行业联合研究报告（2021-02-22）

美国版四万亿基建来袭，A 股如何布局——总量与行业联合研究报告（2021-02-21）

目 录

一、历史上的通胀周期回顾	4
1.1 央行通过多指标监测通胀水平的变化	4
1.2 历史上存在哪些与本轮成因相似的通胀	6
二、相似通胀环境下的货币政策表现	7
2.1 金融危机后通胀周期的货币政策应对	8
2.2 供给侧改革下的通胀周期的货币政策应对	10
三、为什么货币政策对本轮通胀反应甚微	12

图目录

图 1：2016 年之前政策利率与 PPI 的相关性更高	5
图 2：2016 年之后政策利率与 PPI 的相关性更高	5
图 3：2012 年后 PPI 主导 GDP 平减指数走势	6
图 4：2001 年以来，我国共经历过四轮通货膨胀	7
图 5：金融危机冲击下，2009 年主要经济体经济增速明显放缓	8
图 6：为应对金融危机与经济放缓，主要经济体货币供应提速	8
图 7：金融危机冲击下，欧美央行资产负债表大幅扩张	8
图 8：全球大宗商品价格持续上行	8
图 9：四万亿财政刺激下投资增速高速增长	9
图 10：央行在 2010 年 2 月提高了存款准备金率	10
图 11：央行在 2010 年 10 月提高了存款基准利率	10
图 12：2016 - 2017 年货币环境及国内需求均延续下行	10
图 13：供给侧改革推升工业品价格，进而带动 PPI 上行	10
图 14：2016-2017 年间存款准备金率保持不变	11
图 15：2017 年 1 月开始央行连续上调公开市场操作利率	11
图 16：2015 年四季度美联储进入加息周期	11
图 17：2016-2017 年股票及房产价格持续快速上行	11
图 18：疫情冲击下，2020 年主要经济体经济增速明显放缓	12
图 19：为应对疫情冲击与经济放缓，主要经济体货币供应提速	12
图 20：新冠疫情冲击下，欧美央行资产负债表大幅扩张	12
图 21：全球大宗商品价格持续上行	12
图 22：疫情期间的货币增速变化明显小于金融危机期间	13
图 23：疫情期间的降息幅度明显小于金融危机期间	13
图 24：5 月份大宗商品价格已经开始呈现回调迹象	14
图 25：本轮通胀的持续性不强且高点有限	14

表目录

表 1：人民银行涉及通胀观测指标的表述	4
---------------------------	---

4月以来，全球大宗商品价格陡峭上行，推动了包括我国在内的主要经济体的通胀指标持续上行。这引起了市场对于货币政策是否会因此转向的担忧，人民银行则通过一季度货币政策执行报告，向市场传达出了输入性通胀风险总体可控，不存在长期通胀基础的预期引导。那我们不禁要问，人民银行为什么认为本次通胀不足为虑，什么样的通胀才能诱发货币政策转向呢？本文将会就此展开探讨。

一、历史上的通胀周期回顾

1995年《中华人民共和国中国人民银行法》明确提出“货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”，2010年《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》对人民银行的这一主要定位进行了保留。可见保持币值稳定，将通胀控制在合理水平，是法律对人民银行在制定货币政策时的重要约束。既然通胀对于央行这么重要，那么他是如何观测通胀的呢？

1.1 央行通过多指标监测通胀水平的变化

人民银行多次引导市场对通胀的关注要超越CPI的范畴。通货膨胀是经济中整体物价水平持续性上涨的过程，目前国际上主流的通胀指标有CPI、PPI等指标。就我国央行的政策表态来看，在人民银行法将保持币值稳定作为货币政策的主要目标之后，央行对通胀的监测更多是通过CPI及核心CPI的追踪来实现的，但2015年之后，央行多次引导市场，对通胀的关注要超越CPI的范畴，也应关注GDP平减指数及PPI等指标。

表 1：人民银行涉及通胀观测指标的表述

时间	来源	表述
2003年	四季度货币政策执行报告	通货膨胀是指价格总水平的持续上涨。衡量一个国家通货膨胀的指标有很多，但最常用的是CPI。PPI和GDP缩减指数也是衡量通胀的重要辅助指标。GDP缩减指数变动率综合反映了CPI和PPI的变动。
2009年	一季度货币政策执行报告	衡量货币供应量偏多还是偏少的标准是核心CPI，因为有些价格跟货币联系较少，比如进口的大宗商品、气候或者其他原因产生的物价变动。…在分析价格形势时，必须综合分析同比和环比价格指数，找出影响价格走势的主要因素，并结合其他宏观经济指标走势，谨慎判断。
2010年	周小川	衡量货币供应量偏多还是偏少的标准是核心CPI，因为有些价格跟货币联系较少，比如进口的大宗商品、气候或者其他原因产生的物价变动。
2015年	二季度货币政策执行报告	中国经济也正处于在增速换挡和调整过程中，供给能力充足，部分领域产能过剩问题仍比较突出，在这样的宏观大背景下，物价涨幅总体仍有条件保持低位运行。货币政策并不针对个别商品价格变化进行调整，而主要是观察物价的总体水平。
2015年	三季度货币政策执行报告	货币政策应参考哪个指标来看通胀和把握实际利率水平，还值得深入研究。比较而言，用CPI或GDP平减指数来测算实际利率水平可能要更合适一些。
2016年	周小川	利率未来走势要看经济形势、看经济数据，特别是物价数据，应密切关注CPI和PPI的数据，通胀可能引起对利率政策的考虑。
2018年	易纲	我们监测到，去年年底贷款利率是同比上升了0.4个百分点，看去年的物价CPI是1.6，PPI是6.3，GDP的平减指数大概是CPI和PPI的加权平均。
2019年	人民银行新闻发布会	对于中央银行来说，我们不能只看PPI，也不能只看CPI，这个时候有一个指标就是GDP的平减指数，这是一个比较全面的反映物价水平变化的宏观指标。
2019年	人民银行新闻发布会	我想其中对于涉及到国计民生的，从国际上来看关注最多的还是CPI指标。

2021 年

 人民银行
新闻发布会

同时，确实我们要关注核心 CPI 的变化。由于居民收入增速仍然在恢复过程中，再叠加局部地区疫情的反复，还有服务性消费仍然受到一定制约，所以剔除食品和能源的核心 CPI 仍然处于低位。

资料来源：中国人民银行，光大证券研究所整理

从利率角度来看，反映货币政策松紧程度的利率走势，则一直与 PPI 有着较好的相关性。由于利率市场化改革的因素，难以选取一个一直以来可以锚定的政策利率。因而，我们选取 1 年期整存整取的定期存款利率作为 2016 年之前的政策利率锚，1 天期存款类机构信用拆借加权利率(DR001)作为 2016 年之后的政策利率锚，通过对比可以发现，自 2001 年以来政策利率变动一直与 PPI 的走势相关性更高。

图 1：2016 年之前政策利率与 PPI 的相关性更高

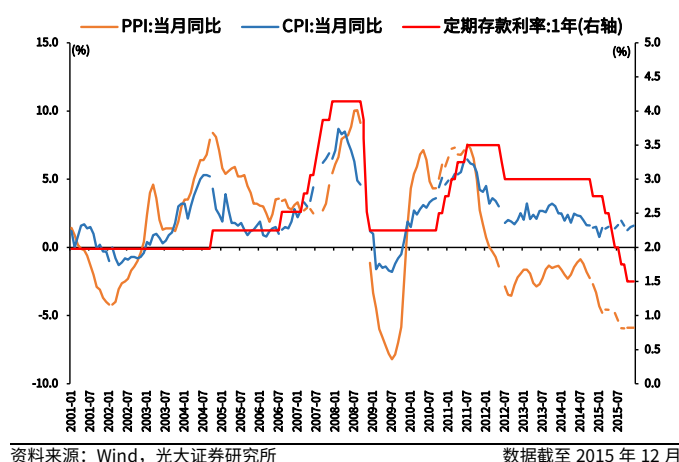
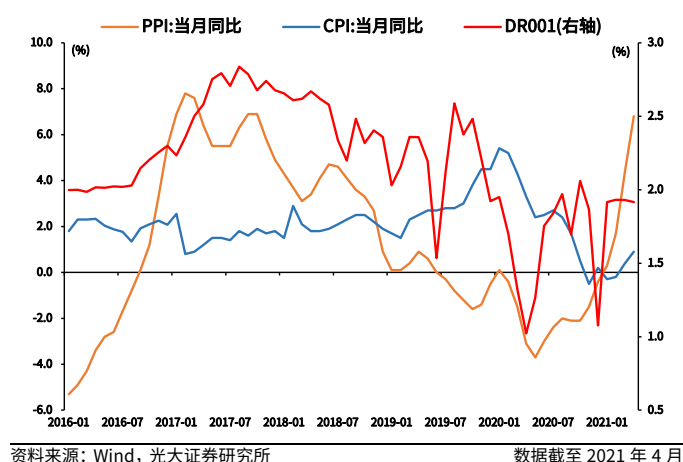
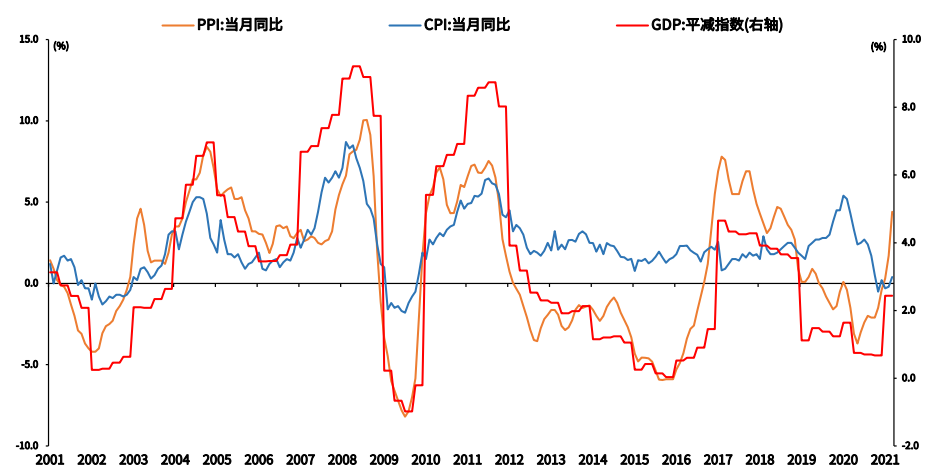


图 2：2016 年之后政策利率与 PPI 的相关性更高



人民银行更加关注总体通胀，而 PPI 在总体通胀中的高波动性，主导了总体通胀走势，因而 PPI 与货币政策表现出了高度一致性。如果我们将 GDP 平减指数作为央行锚定的总体通胀指标，可以发现 2012 年之前 CPI 与 PPI 的波动与之较为一致；而 2012 年之后，CPI 的波动幅度明显缩小，GDP 平减指数的波动更多受 PPI 波动的影响。这种变化主要源于 CPI 的几个特征：一是，权重固化，难以衡量实际的通胀变动；二是，在投资的主导下，对经济周期的敏感度不如 PPI；三是，波动较小，对总体通胀的主导作用不如 PPI。因而，反映在货币政策上，便形成了政策利率走势与 PPI 走势相关性更强的现象。

图 3：2012 年后 PPI 主导 GDP 平减指数走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 3 月

总结而言，人民银行主要关注的是总体通胀水平，而衡量总体通胀水平的指标主要包括 GDP 平减指数、CPI 及 PPI 等指标。从央行的政策表态来看，其在 2015 年之前更加关注消费者物价指数，在 2015 年之后对 GDP 平减指数及 PPI 的关注度逐渐上升。这主要源于 2012 年之后 CPI 的波动逐渐趋于平滑，PPI 成为总体通胀趋势的主导项。与此同时，央行也多次提及也应关注核心 CPI 等更能反映需求强弱的通胀指标。

1.2 历史上存在哪些与本轮成因相似的通胀

若按照 GDP 平减指数持续超过 4% 两个季度为划分依据，我国自 2001 年以来共经历过四轮通货膨胀。通过前面的分析，可以看到，央行更加关注总体通胀水平的走高，而 GDP 平减指数无疑是总体通胀水平较好的表征指标。但由于其频率较低，因而，在关注的通胀的过程中，PPI、CPI 及核心 CPI 也是较好的辅助指标。回溯来看，在长周期的回顾中，我们不妨以 GDP 平减指数持续 2 个季度超过 4% 为划分依据，来判断通胀周期。若按照此标准，自 2001 年以来，我国共经历过四轮通货膨胀，具体来看：

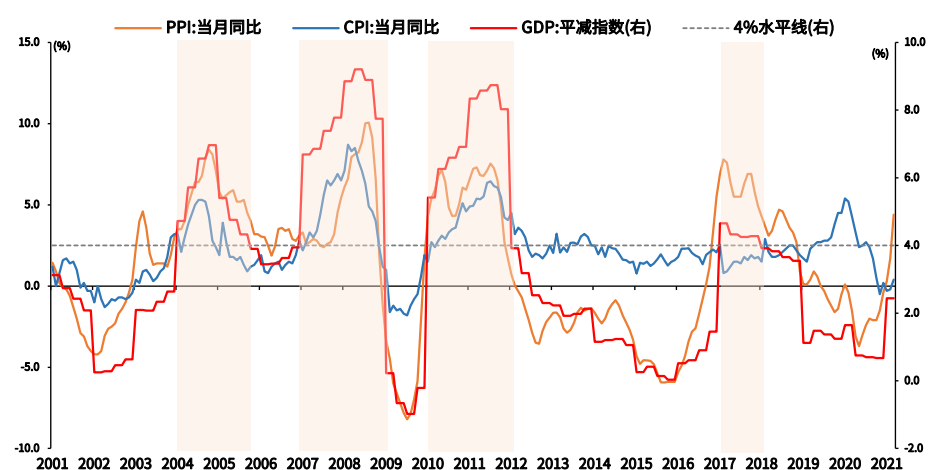
1) 2003-2005 年期间的通货膨胀，本质上是由需求拉动形成的。2002 年由于受到“非典”疫情冲击，我国实施了较为宽松的货币政策及积极的财政政策。在政策刺激下，国内固定资产投资增速迅速走高，需求的快速回暖进而推高了原材料、中间品及最终消费品的价格，带动通胀指标走高。

2) 2007-2008 年期间的通货膨胀，既有需求拉动的因素，也有供给冲击的影响，影响因素较为复杂。一是为应对 2007 年次贷危机以来的金融市场的紧缩局面，以美联储为首的各主要央行大幅降息并向市场大规模注入流动性，客观上助长了全球流动性泛滥，加大了短期和中期通货膨胀压力。二是国际市场初级产品价格普遍高涨。国际能源、食品和金属等初级品市场供求关系偏紧，石油、玉米、小麦和金属等初级品价格大幅度上涨，创历史新高。食品价格上涨主要是发展中国家加快发展使得对粮食的需求加大，而同期气候变化和自然灾害导致粮食的供给相对不足，加之对玉米等生物能源需求旺盛，农业生产要素价格上涨推动作用增强等因素综合作用的结果。

3) 2010-2011 年期间的通货膨胀，与当前通胀的外部环境较为相似，危机后货币政策宽松，全球复苏下大宗商品价格持续上行。此轮通胀上行受主要经济体货币政策持续宽松和世界经济逐渐复苏的影响，国际大宗商品价格持续上涨，全球通胀预期明显上升，国内输入性通胀压力进一步加大。同时在国内投资需求拉动和能源、资源、劳动力、土地等成本上升多种因素推动下，通胀持续上行。

4) 2016-2017 年期间的通货膨胀，与当前的内部环境较为相似，供给侧改革推动过剩产能持续收缩，带动大宗商品价格持续上行。2015 年末，中央经济工作会议提出要在适度扩大总需求的同时，推进供给侧结构性改革，实施好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。在供求的共同作用下，PPI 涨幅出现回升。同时，房地产销售逐步回暖，地方政府债务置换力度加大 M1 增速持续回升，总需求企稳并有所回升，PPI 与货物周转量、发电量增速变化等相关性较高，也表明由房地产、基建拉动的重化工业回暖，可能是推升 PPI 回升的重要原因，PPI 回升后企业加速补库存又进一步放大了需求。

图 4：2001 年以来，我国共经历过四轮通货膨胀



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 3 月

总结而言，2001 年以来，我国共经历了四轮通货膨胀。其中 2003-2005 年、2007-2008 年及 2010-2011 年期间的通胀主要源于需求拉动；2016-2017 年期间的通胀主要源于供给收缩。比较而言，2010-2011 年间的通胀在外部环境上与本次通胀较为相似，均是危机后全球货币政策异常宽松，经济复苏带动大宗商品价格持续上行，对国内形成一定的输入性通胀压力；2016-2017 年间的通胀则在内部环境上与本次通胀较为相似，均是国内出台政策收缩钢铁、煤炭等高耗能行业的产能供给，造成国内大宗商品的涨价预期。因而，接下来，我们将重点就这两次通胀期间的货币政策展开讨论。

二、相似通胀环境下的货币政策表现

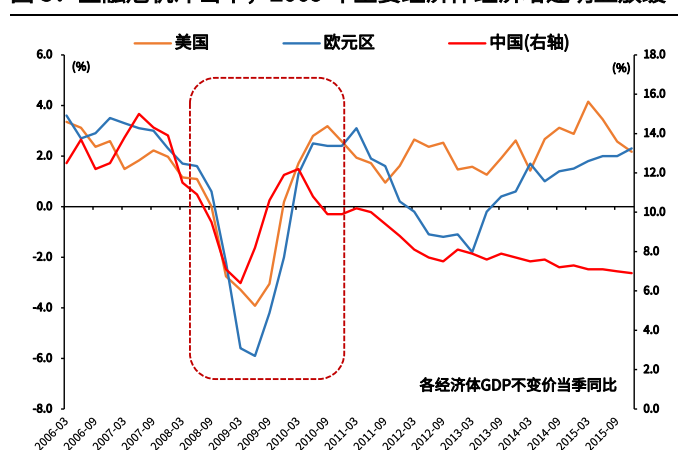
通过前面的分析，我们可以看到 2010-2011 年及 2016-2017 年间的通胀环境，分别与此轮通胀的外部及内部环境有着明显的相似之处。通过梳理当时央行的货币政策，在一定程度上可以帮助我们理解央行的决策思路。

2.1 金融危机后通胀周期的货币政策应对

2010-2011 年期间的通货膨胀,外部因素源于危机后主要经济体大幅放松货币政策,全球复苏下大宗商品价格持续上行。2008 年金融危机逐渐在全球蔓延开来,全球主要经济体为应对金融危机带来的经济萧条,均采取了积极的财政政策与宽松的货币政策。货币供应量的快速抬升,一方面,明显扩张了主要经济体的资产负债表。期间,美联储资产负债表由 2008 年 6 月的 8954 亿美元扩张到了 2008 年 12 月的 22227 亿美元,6 个月的时间,美联储资产负债表扩张了 148%。另一方面,货币供应量的高速扩张也推动了国际大宗商品价格的持续上行。

央行认为,外部货币条件宽松是通胀压力上升的主要原因之一。央行在 2010 年四季度货币政策执行报告中,利用两个专栏对金融危机后的全球货币环境及通胀进行了阐释:国际金融危机全面爆发以来,主要经济体货币条件持续宽松,大量资金涌向增长较快的新兴市场经济体。此外,美元等主要计价货币总体贬值,加剧国际大宗商品价格上涨,2010 年,以美元计价的我国进口价格平均上涨 13.7%,出口价格平均上涨 2.4%,输入型通胀压力进一步上升。

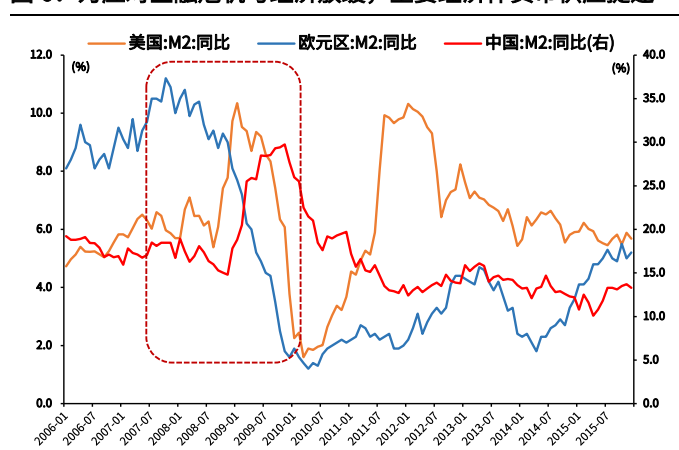
图 5: 金融危机冲击下, 2009 年主要经济体经济增速明显放缓



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据区间为 2006 年 Q1-2015 年 Q4

图 6: 为应对金融危机与经济放缓, 主要经济体货币供应提速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据区间为 2006 年 1 月-2015 年 12 月

图 7: 金融危机冲击下, 欧美央行资产负债表大幅扩张

— 美国:所有联储银行:总资产 — 欧洲央行:资产:总额(右)

图 8: 全球大宗商品价格持续上行

— 布伦特原油 — COMEX 铜 — 南华工业品指数

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_19805

