

宽松货币政策对通胀的影响 以及对大类资产配置の启示

规划研究部 党力

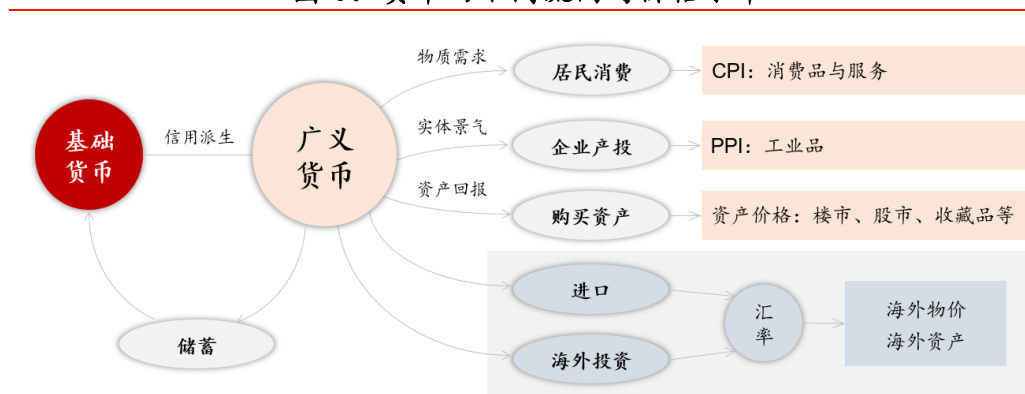
今年以来，受新冠疫情冲击，中国经济面临前所未有的挑战。为应对疫情带来的压力，党中央和国务院出台一系列政策助推复工复产。货币政策持续保持宽松，综合运用降准、降息等多种手段，缓解实体经济融资难问题；财政政策更加积极有为，发行特别国债、提高财政赤字率和地方专项债规模，支撑经济不断恢复。截止目前，中国经济复产复工进展顺利，经济恢复较为良好，成为疫情后率先走出衰退的国家。伴随经济的回升，通胀水平小幅的抬升，2020年9月，中国工业增加值当月同比6.9%，继续保持回升态势；CPI和PPI当月同比分别1.7%、-2.1%，实现低位反弹。在宽松货币政策和积极财政政策的影响下，通胀风险和通胀预期不断加大，宏观调控政策需更加注重跨周期调整，做好稳经济和防风险的权衡。为此，本报告系统梳理了宽松货币政策对通胀的影响，为大类资产配置提供研究支持。

一、宽松的货币政策如何影响通胀？

货币政策对于通胀的影响依赖信用货币的创造方式。按照信用货币的理论，央行投放基础货币后，需要通过银行体系派生出广义信用货币，并传导至各经济主体，进而影响整个经济的表现。而各经济主体，居民、企业和政府部门，则通过消费、实业和金融投资等方式参与信用货币的派生和流通。

消费、实业投资和金融投资等不同方式所派生的货币总量决定了相应领域经济活力和价格水平的表现。在宏观经济层面，这分别反映在消费品与服务价格（CPI）、工业品价格（PPI）、房价和股价等资产价格上（资本市场的表现）。此外，有一部分消费与投资活动会参与国际市场，通过国际贸易和资本流动形成对外需求，促进货币兑换输出，表现为外部对应商品的涨价压力和本币对外贬值（详见图表 1）。

图 1：货币的不同流向与价格水平



资料来源：作者整理

传统关于通胀的研究更多的聚焦于消费品与服务价格（CPI），忽视了宽松货币对其他领域价格水平的影响。一方

面，全球范围内央行货币政策的锚是以 CPI 或者核心 CPI 为主的通胀水平；另一方面，CPI 等实体经济层面的物价水平更能够直接反应实体经济的表现。为此，衍生出了很多经济理论来解释通胀，主要包括货币数量理论、总供给和总需求理论。

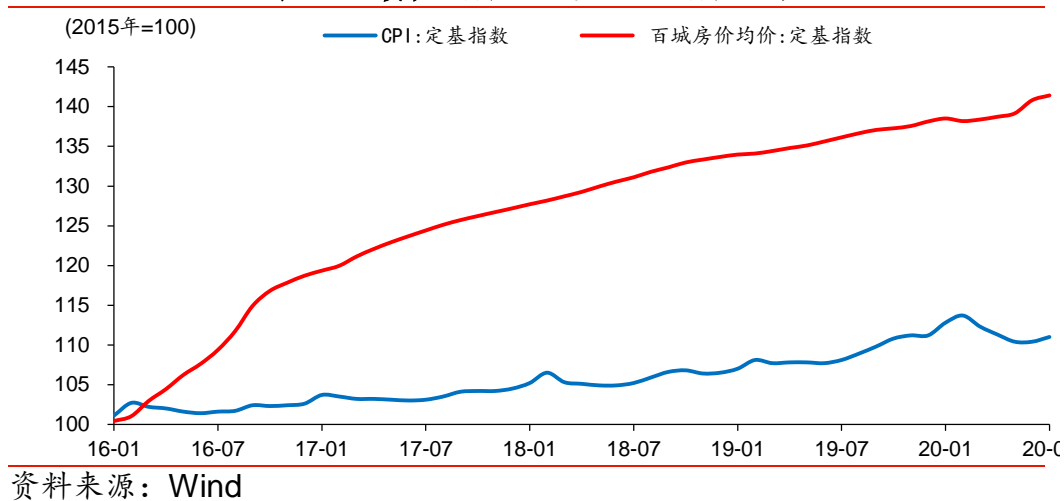
货币数量理论以费雪方程（ $MV=PY$ ）为代表，认为物价水平受到货币供应量、货币流通速度和产出水平三个因素的影响。其中货币流通速度不可观察，与经济制度相关，短期内发生较大变动的可能性较小。因此，物价水平主要取决于货币供应：当货币供应增加时，通胀压力较大；反之，当货币供应收缩时，通缩压力较大。

总供给和总需求理论认为宽松的货币政策可以通过降低利率水平，压低居民和企业融资成本，刺激居民消费和企业投资水平提升，推动总需求回暖，带动整体物价水平抬升。其本质上与货币数量理论并无太大差异，都聚焦于解释实体经济通胀水平的变化。

上述理论都忽视了金融资产价格的上涨，直到 2008 年金融危机，巴塞尔协议修改后，金融资产价格泡沫才以金融稳定的形式纳入到央行货币政策决策框架。在此之前，由于资本市场产生了巨大的分流作用，全球范围内的宽松货币周期都没有引发明显的通胀。以中国为例，2016 年到 2020 年 6 月，CPI 的累计涨幅是 10%左右，但百城房价均价的累计涨

幅约 40%，是同期 CPI 涨幅的 4 倍（图表 2）。因此，宽松货币政策推升通胀水平的核心在于能否够刺激居民消费和企业投资等加杠杆行为，推升总需求。

图 2：“资产通胀”掩盖狭义通胀压力



二、中国货币宽松与通胀的关系

（一）中国经济历史上的宽松周期与通胀

2000 年以来中国经历了 5 轮较为明显的货币宽松周期，也产生较为明显的通胀周期。

第一轮是 2000 年互联网泡沫破灭以及 2001 年 911 事件后，全球经济出现衰退，中国出口增速快速回落，经济走向通缩。2002 年 2 月，央行采取宽松政策刺激经济，将存款基准利率从 2.25% 下调至 1.98%，贷款基准利率从 5.85% 下调至 5.31%。

第二轮是 2008 年金融危机后，中国经济面临巨大压力，出口出现了严重下滑。2008 年 9 月至 12 月，央行实行宽松的货币政策，存款准备金率从 17.50% 下调至 15.50%，贷款

基准利率从 7.20% 下调至 5.31%，存款基准利率从 4.14% 下调至 2.25%。

第三轮是 2011 年欧债危机后，全球经济疲软，国内经济受到拖累，稳增长压力凸显。2011 年 11 月至 2012 年 7 月，央行再次实行宽松的货币政策。存款准备金率从 21% 下调至 20%，贷款基准利率从 6.56% 下调为 6%，存款基准利率从 3.5% 下调至 3%。此次货币政策宽松既有对冲经济下行压力的考虑，但更多的是对前期紧缩政策的修正，宽松力度相比较小，未对通胀造成太大影响。

第四轮是 2014 年出口和地产共同影响下，PPI 长期深度通缩。2014 年 11 月至次年 9 月，货币政策从定向降准转为全面宽松。存款准备金率从 20% 下调至 18%，贷款基准利率从 6% 下调为 4.6%，存款基准利率从 3% 下调至 1.75%，7 天逆回购利率从 4.1% 下调至 2.35%。

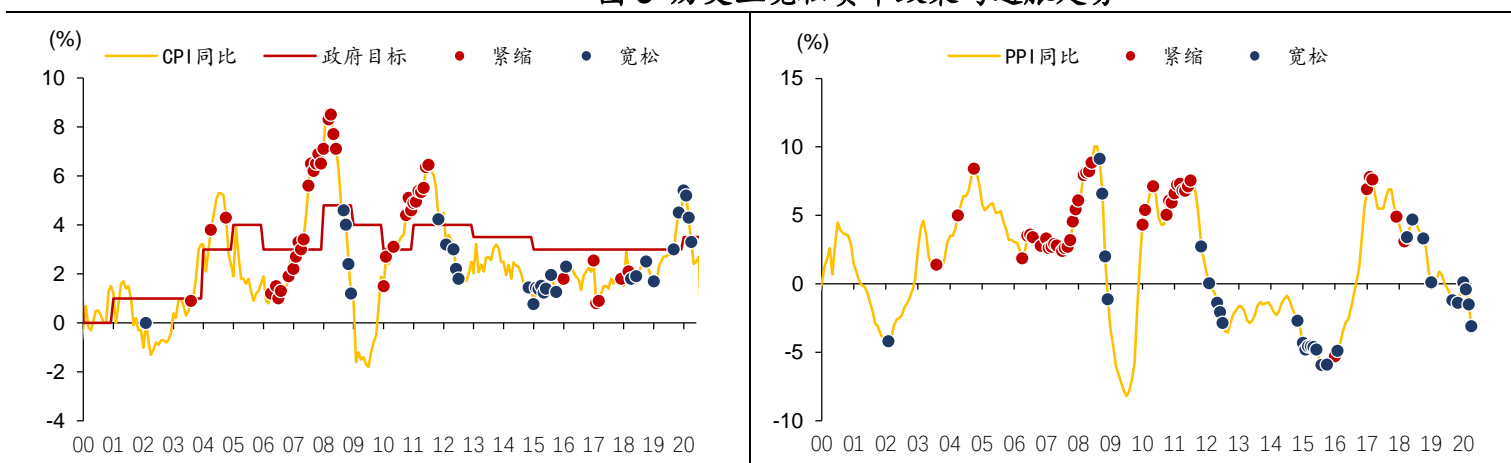
第五轮是 2018 年后，受美联储不断加息、中美贸易摩擦升级和国内金融去杠杆的影响，经济面临较大下行压力。2018 年 6 月至次年 9 月，央行定向降准支持市场化法治化债转股和小微企业融资，存款准备金率从 16% 下调至 13%。2020 年又受新冠疫情的冲击，国内经济进入停产停工状态，为对冲新冠疫情对市场主体的重创，央行继续实施宽松的货币政策。存款准备金率从 13% 下调至 12%，7 天逆回购利率从 2.55% 下调至 2.20%，1 年期 MLF 利率经三次从 3.3% 下调至 2.95%。

表 1 中国五轮宽松后通胀的表现

近 20 年国内 货币政策宽松周期		2002 年 2 月		2008 年 9 月 -2008 年 12 月		2011 年 11 月 -2012 年 7 月		2014 年 11 月 -2015 年 9 月		2018 年 6 月 -2020 年 4 月	
		CPI	PPI	CPI	PPI	CPI	PPI	CPI	PPI	CPI	PPI
最后一次宽松操作 当月通胀数值		-1.0	-4.2	1.2	-1.1	1.8	-2.9	1.6	-6.0	3.3	-3.1
拐点 出现时间		-1.3 3M	-4.2 1M	-1.8 7M	-8.2 7M	1.7 3M	-3.6 2M	1.3 1M	-6.0 1M	2.4 1M	-3.7 1M
宽松周期结束 后的通胀中枢 (3 月中心平 均)	3M	-1.1	-2.7	-1.4	-5.7	1.9	-2.8	1.6	-5.7	-1.1	
	6M	-0.8	-1.8	-1.6	-7.7	2.6	-1.7	2.3	-4.2	-0.8	
	12M	0.5	3.7	1.3	1.3	2.6	-2.2	1.8	0.2	0.5	
	15M	0.7	2.3	2.6	6.0	3.1	-1.4	2.3	5.2	0.7	

数据来源：wind

图 3 历史上宽松货币政策与通胀走势



数据来源：wind

五轮货币宽松均发生在经济压力较大、通胀持续低迷的时期。一般而言，货币宽松后 1-3 个月，通胀水平便开始触底回升，回升幅度与政策宽松力度紧密关联。只有 2008 年金融危机是个例外，货币宽松力度最大，但经济增长和通胀水平恢复程度却最小。从历史数据来看，宽松货币结束后一年，通胀都出现了明显的上涨。2000 年以来，历史上四次通胀上升幅度分别为：CPI 中枢分别抬升 1.50、0.13、0.84、0.19 个百分点，PPI 中枢分别抬升 7.87、2.45、0.67、6.12

个百分点。但从 1-2 年的维度，货币宽松后，经济企稳回升，通胀的压力也越来越大。

(二) 非典时期货币政策走向与通胀水平

2003 年非典前后是中国典型的由经济过热导致的信贷扩张和高通胀。受 2002 年以来宽松货币政策的影响，当时中国处于新一轮周期性产能扩张的初期，经济需求端的快速恢复一方面导致对资金的需求抬升，进而表现为信贷的高增长；另一方面，需求扩张导致通胀水平持续抬升。非典对于当时经济只产生短暂冲击，随着疫情的结束，6 月开始工业生产代表的经济快速抬升。整体而言，无论观察工业生产数据、还是投资数据，2003 年经济基本面都比较强劲。

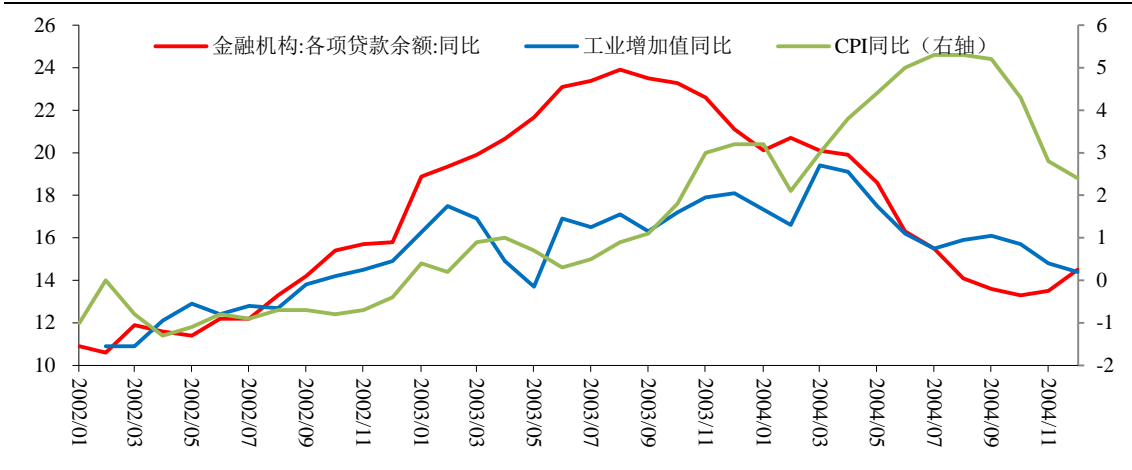
此阶段经济基本面与信贷的同步上升，既有 2002 年以来宽松货币政策的影响，但最主要的还是 2002 年中国经济开启了新一轮的产能周期，经济持续的处于扩张的趋势中，带动信贷增速持续上涨。该趋势一直持续到 2004 年 2 季度，在此之后，信贷增速也随着经济趋缓而有所回落。

因此，货币政策整体总量收紧，只是结构上向受疫情冲击较大行业定向宽松。货币政策整体对通胀的影响比较小，通胀主要受经济增长驱动，从 2002 年初-1%左右的水平，一路上升到 5%左右。2004 年 2 季度随着经济的趋缓，开始见顶回落。

总结而言，2003 年经济扩张带动信贷和通胀上行，货币

政策基本上保持了相对的克制，通胀水平基本上跟随经济增速的趋势而变动。

图 4：贷款增速、工业增加值同比和 CPI 同比，%



数据来源：Wind

（三）金融危机时期

2009 年受金融危机的影响，中国经济面临较大的压力。央行采取了极端宽松的货币政策，财政也推出了史无前例的“4 万亿计划”，推动中国经济率先复苏，经济的强劲复苏带动通胀水平持续攀升。

货币政策方面，央行从 2008 年 9 月连续五次下调存贷款基准利率，四次下调存款准备金率，扩大商业性个人住房贷款利率的下浮幅度，取消对金融机构信贷规划的硬约束。2008 年 12 月国常会进一步提出通过完善配套政策措施和创新体制机制，调动商业银行增加信贷投放的积极性。2009 年初央行宣布以高于 GDP 增长与物价上涨之和约 3 至 4 个百分点的增长幅度作为当年货币供应总量目标，稳定经济运行。

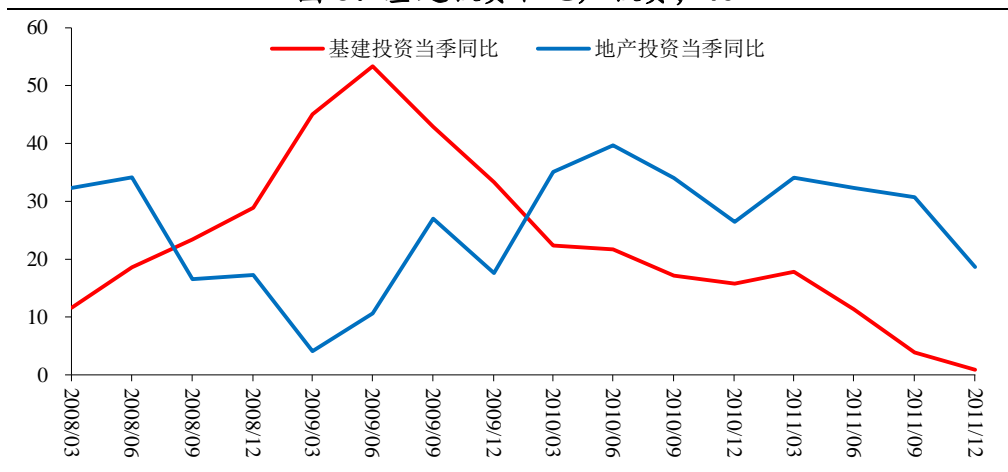
财政政策方面，2008 年 9 月由“稳健”定调为“积极”，

采取投资和消费刺激“齐头并进”思路。投资方面，以四万亿刺激计划为代表，其中保障性安居工程、农村民生工程和社会事业投资占 43.7%，自主创新、结构调整、节能减排和生态建设占 15.3%，重大基础设施建设占 23.6%，灾后恢复重建占 14.8%。消费方面，推出鼓励汽车和家电消费等相关政策，包括车辆购置税减免、汽车家电下乡、家电以旧换新等，均采用财政补贴形式给予支持。同时，推行减税降费政策，包括增值税转型、提高个税起征点、暂免征收二手房交易税等，对企业减负、刺激消费、激活房地产市场都发挥较大的作用。

在宽松货币政策和积极财政政策的双重刺激下，中国经济迅速走出了衰退，进入了复苏，并一直持续到 2011 年 1 季度。居民消费、地产投资和基建投资都出现了较大幅度的反弹，通胀水平也不断爬升。基建投资增速从 2008 年的 22% 上升至 2009 年的 42%；地产投资也从 2008 年的 23% 上升至 2010 年的 33%，两者都创出了历史新高。通胀水平也不断创出新高，2011 年 1 季度 CPI 同比最高达到 6% 以上。后续，央行为了抑制过热的经济和过高的通货膨胀，央行开始不断收紧货币政策，经济也应声回落，通胀压力得到缓解。

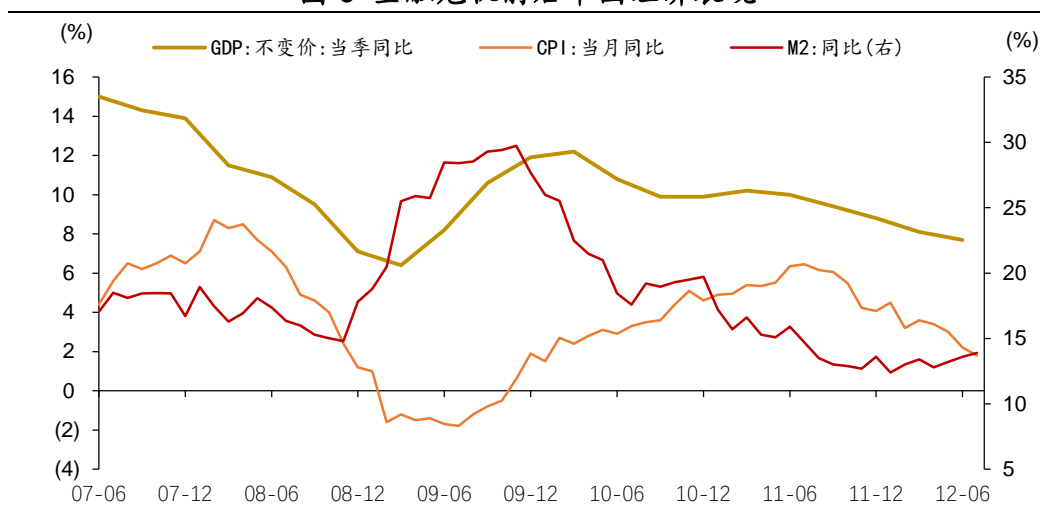
总结而言，金融危机后，政府强力的货币和财政政策带动基建、地产发力，中国经济快速反弹，并带动通胀持续抬升。

图 5：基建投资和地产投资，%



数据来源：Wind

图 6 金融危机前后中国经济表现



数据来源：Wind

三、新冠疫情后的通胀走势及对大类资产配置的影响

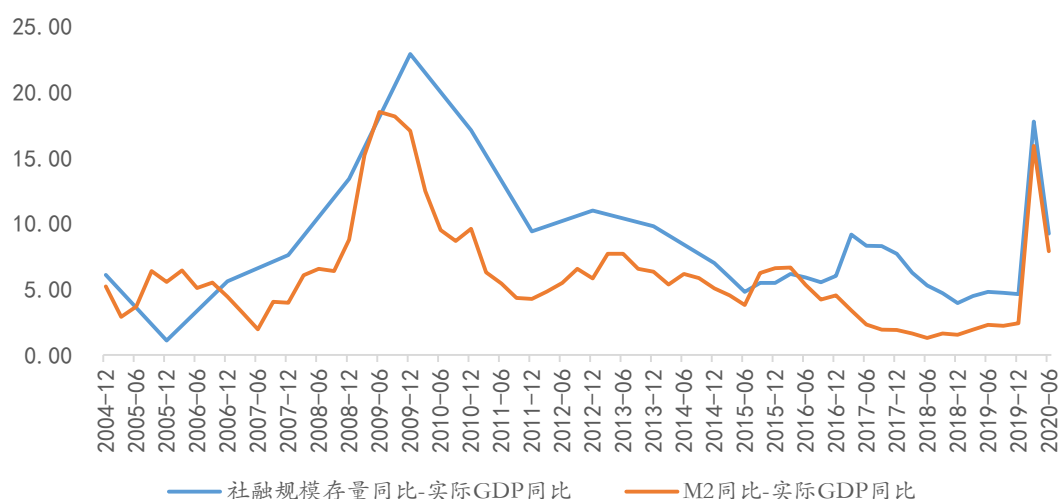
(一) 本轮货币政策宽松的力度比较

从历史经验来看，货币政策宽松一般会导致通胀水平的显著上行。2020 年受新冠疫情的影响，中国经济面临较大的压力。为应对疫情带来的冲击，中国采取积极的宏观调控政策，货币政策不断宽松，信贷、社融与 M2 增速也突破近两年高位，很可能会助推未来通胀水平的抬升。

一是本轮货币宽松虽然弱于 2008 年金融危机，但与其

他四轮宽松周期相比，宽松力度相对较强。从数量工具来看，央行运用再贷款、MLF 多种工具，给市场投放足够多的流动性。社融、M2 与实际 GDP 的差额创近十年历史新高，仅次于 2008 年，宽松力度空前（图 7）。从利率价格来看，利率的绝对水平创历史新低，无论是短端货币市场利率，还是长端十年期国债利率和人民币贷款加权利率，利率的绝对水平都创了历史新低。

图 7：社融、M2 与实际 GDP 同比增速差值



数据来源：wind

二是从宽松周期的时间来看，本轮宽松持续时间创历史新高。虽然疫情从 2020 年初才开始大范围的爆发，影响到实体经济的表现，但本轮货币政策的宽松周期从 2018 年 6 月就开始。虽然中间货币政策出现了短期的阶段性微调，但整体不改宽松的本质。社融、M2 代表的信用货币总量指标不断增长，代表实体经济融资成本的 10 年期国债水平和人民币加权贷款利率持续创新低。从 2018 年 6 月计算开始，本

轮货币政策的持续周期长达 2 年，是中国历史上最长的货币政策宽松周期。一般而言，实体经济滞后宽松货币政策 1-2 年时间，2020 年新冠疫情打乱了实体经济复苏的步伐，因此我们认为 2020 年下半年，随着国内生产活动恢复正常，宽松货币政策对经济的刺激作用将会显现，通胀水平将会出现一定程度的上行。

图 8：货币宽松与通胀周期



数据来源：wind

三是中国货币政策的执行效率相比以往有了大幅的提升。2018 年以来，伴随着金融去杠杆，央行对货币政策执行框架进行了系统性改革，包括定向降准、利率市场化改革、贷款基准利率调整为锚定 MLF 利率、以及创新性的结构化工具等，极大的提高了央行货币政策的执行效率。比如，2020 年 2 月上旬，央行通过 3000 亿专项再贷款，直接向疫情受损的企业补充流动性。3 月 16 日，央行又实施普惠金融定向降准，并对股份行额外定向降准。3 月 30 日，央行重启公开市场投放，下调 7 天逆回购利率 20BP 至 2.2%。4 月 3 日，

央行宣布对农信社、农商行及部分城商行等定向降准 1 个百分点，同时将超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。这些都是比较创新性的工具，极大提高了货币政策的执行效率，对实体经济的作用也更直接。因此，疫情后，中国经济修复程度也好于预期，二季度我国 GDP 同比 3.2%，实现了疫情后由负转正的增长。

因此，我们判断在货币政策宽松力度、宽松周期时长以及执行效率都远超历史平均水平的前提下，经济的复苏程度也将超市场预期水平，未来通胀的水平很可能也要超越市场的预期水平。

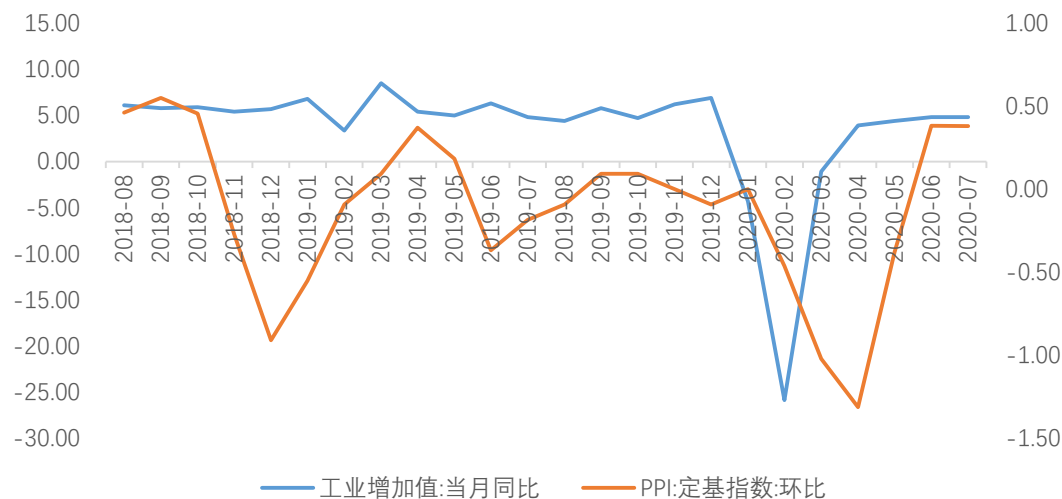
（二）未来通胀的走势

综合前几次宽松周期之后，通胀水平或多或少都有一定程度的抬升，我们认为在此次宽松的力度、时长和货币政策效率提升的背景下，未来通胀水平会有一定的抬头。

从 PPI 层面，支撑 PPI 走势回暖的原因有以下几个方面。一是疫情导致供给受损，虽然供给有所恢复，但不及疫情前水平（图 9）。供给的收缩导致以 PPI 为代表的生产端价格指数反弹幅度远超疫情前（图 10）。通胀压力有所加大。二是全球产业链正在不断分化，过去全球紧密分工的局面可能正逐步脱钩，未来产业链全球均衡分布将会抬升生产制造的成本，提高整体价格水平。三是宽松的货币政策，会加强上述趋势对于通胀的影响，助推物价水平上行。根据数据测算，

PPI 同比的底点在 2020 年 5 月份已经出现，后续将会逐步抬升。

图 9 疫情前后工业增加值同比和 PPI 环比



数据来源：wind

从 CPI 的角度，通胀也会出现一定程度的回升。一是猪周期对于 CPI 的抑制影响将在 2020 年结束，而且 2020 年基数效应的原因，明年物价水平将会呈现趋势性的上升趋势，给通胀带来一定的压力。二是此轮宽松的货币政策会带动总需求回暖，拉升物价水平上行。一般而言，社融和 M2 领先 GDP 增速 2-4 个季度，因此，2020 年四季度开始，总需求会因宽松货币政策不断回升，拉升通胀水平。根据定量测算，预计 CPI 同比本轮底部将在 2021 年 1 月左右出现，不排除同比负值的可能性。2021 年上半年 CPI 同比将会快速走高，全年中枢可能维持在 3%左右的水平。

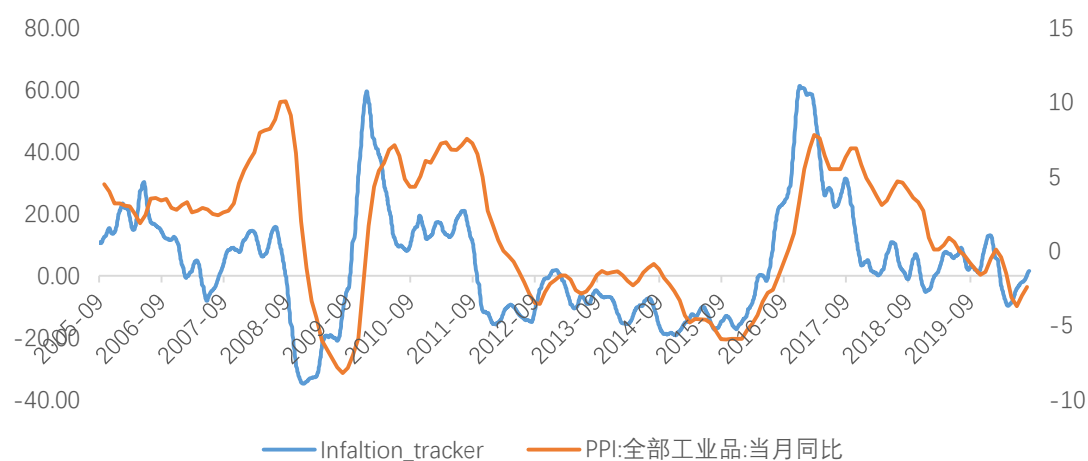
(三) 对大类资产配置的影响

今年以来，在疫情冲击的背景下，货币政策积极发力，

央行在上半年整体维持流动性相对充裕，社融、信贷和 M2 增速 2 月至 9 月高速扩张。国内经济也从 3 月至 9 月实现了 V 型反弹，预计四季度，经济将基本恢复正常。

宽松的货币、超量的信贷、V 型反弹的经济，在价格层面将有所反映，大宗商品价格反弹明显，预示着 PPI 可能触底反弹；需求逐步恢复叠加洪涝灾害，部分农产品价格上涨，也意味着 CPI 同比增速的最低点已经过去，中国很可能面临一定的通胀压力（图 10）。

图 10：PPI 及领先指标的走势



数据来源：wind

通胀压力和通胀预期的反弹也反应在货币政策层面。从 5 月开始，宽松的货币政策开始边际收紧。一是央行开始回收流动性，从资金净投放变为净回笼。二是央行不再配合财政部的国债和地方债发行，开始转由市场消化。而且 7、8、9 月仍是国债和地方债发行量比较高的月份，但央行在此期间货币政策没有表现出明显的宽松倾向，银行间超储率不断下降，债券市场利率不断上行。三是货币市场利率开始抬升，

虽然央行没有明显加息，但重启 7 天逆回购，显示出央行认为短期货币市场的资金利率严重低于短期政策利率 7 天回购利率。

后续我们认为，经济复苏的态势仍在继续，通胀压力可能会继续加大，央行货币政策边际宽松的可能性很小。这将会左右未来一段时间大类资产的走势。