财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

新一轮货币宽松会带来通胀吗

——肺炎疫情影响评估（十九）

宏观深度

投资要点：

- 面对疫情冲击，各国央行“印钞机”再次启动，货币宽松程度已经明显超过金融危机时期，如此巨量的流动性投放是否会引发高通胀？本报告先分析后金融危机时期货币宽松没有引发高通胀的原因，再通过比较两次危机的异同点，再结合我国的实际情况，分别对全球和国内通胀压力进行了预判。
- **2008 年后金融危机时期的货币宽松，没有带来高通胀的原因：新增基础货币回流央行“窖藏”+资金脱实向虚+流动性用于修复资产负债表+供给曲线斜率放缓。**后金融危机时期，美欧日等发达经济体货币政策持续宽松，但通胀始终低于 2%的通胀目标，货币和通胀关系弱化，原因有四：**一是**超六成的新增基础货币被商业银行以超额准备金形式存回央行，并未流出金融体系进行货币和信用创造；**二是**实体结构调整迟滞投资回报率持续低迷，叠加货币宽松导致贫富差距进一步拉大，资金脱实向虚流向股市和楼市，金融市场分流效应显著；**三是**金融危机冲击下实体经济资产负债表受损严重，流动性多用于修复居民和企业的资产负债表，即用来储蓄或还债，对通胀的推升作用有限；**四是**全球化程度加深和数字经济普及降低了商品生产的边际成本，进而导致供给曲线斜率放缓，价格对需求的敏感度下降。
- **全球通胀：面临一定回升压力，但幅度有限。**与 2008 年金融危机类似，本轮全球央行大放水，仍面临货币创造受阻和金融市场分流的困境，但政策针对性明显提高，货币向 M2 传导效果好转，加上实体经济资产负债表受损有限，后疫情时代货币宽松对实体经济需求的带动作用将较金融危机时期明显增强。同时逆全球化加速和发达经济体制造业回流，价格对单位需求变化的敏感度提升，后疫情时代全球货币宽松或将使全球通胀中枢有所上行，但上升速度和空间仍取决于各国疫情防控和经济恢复的进展情况。
- **国内通胀：有上行压力但整体温和。**全球货币宽松确实会在一定程度上推高全球通胀中枢，给国内带来输入性通胀压力，但全球经济“U”型复苏下大宗商品如原油价格上涨空间有限，输入性通胀压力整体可控。同时国内货币政策属于阶段性对冲政策，刺激力度仅支持经济增长回归潜在水平，在猪周期步入下行阶段和逆全球化背景下，未来国内通胀压力不大。

伍超明
财信国际经济研究院 副院长

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
电话：18811575811
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、后金融危机时期：货币宽松并未带来高通胀 3
二、后金融危机时期：货币超发为什么没有高通胀 4
（一）基础货币以超额准备金形式窖藏，银行货币派生能力减弱 4
（二）实体回报率低迷和贫富差距拉大，资金脱实向虚分流效应显著 5
（三）实体经济“内伤”下信贷需求大幅下降，新增流动性多用于储蓄或还债 7
（四）生产成本下降导致供给曲线斜率放缓，价格对需求敏感度减弱 7
三、全球新一轮货币宽松会带来通胀吗？ 9
（一）全球通胀：面临一定回升压力 9
（二）国内通胀：有上行压力但整体温和 11

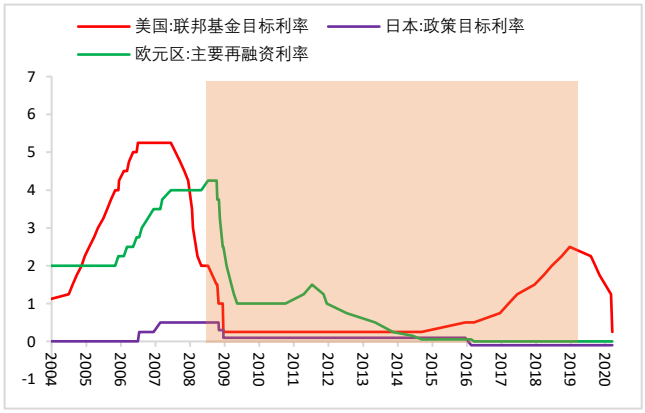
正文：

一、后金融危机时期：货币宽松并未带来高通胀

为应对 2008 年金融危机，欧美日等发达经济体“量”“价”工具齐动。一方面纷纷大幅下调基准利率，如 2009 年美联储将联邦基金利率降低至 0~0.25%水平，并维持该利率水平至 2015 年三季度；欧元区自 2008 年下半年以来连续下调主要再融资利率，并于 2016 年 3 月降至 0%水平；同期日本央行政策目标利率也逐级降台阶，由 0.5%降至-0.1%（见图 1）。另一方面推出量化宽松等非常规性货币政策，导致各央行资产负债表急速膨胀，持续向市场释放大量流动性。如 2019 年美联储、欧洲央行、日本央行资产负债表总资产规模分别是 2007 年的 4.6 倍、5.1 倍和 3.1 倍（见图 2）。

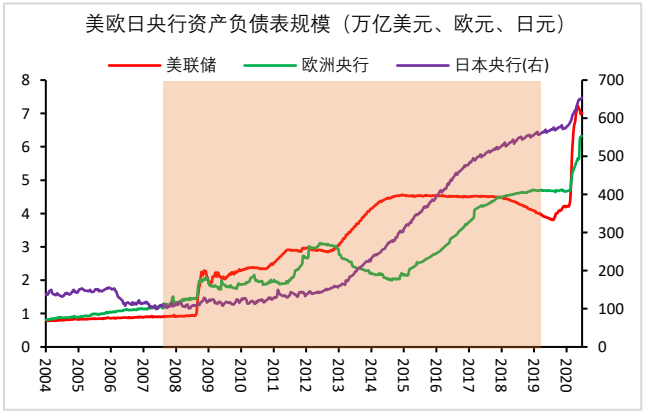
“通货膨胀在任何时候，任何地方都是货币现象”，这是美国经济学家、诺贝尔经济学奖者弗里德曼（Friedman）的著名论断，但是后金融危机时代的全球通胀水平，在流动性持续宽松下依然低位运行，货币与通胀的关系弱化。如 2008-2019 年美国、欧元区、日本 CPI 均值分别为 1.8%、1.4%、0.4%，长期低于 2%的通胀目标（见图 3）。

图 1：后金融危机时期主要经济体利率均下调



资料来源：WIND，财信研究院

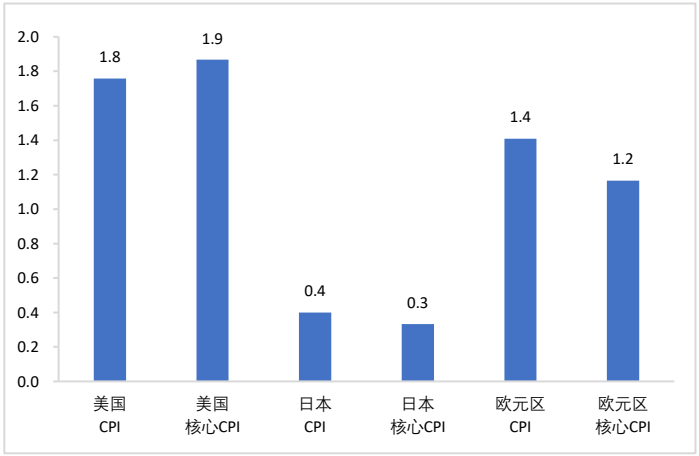
图 2：2008 年以来主要经济体央行均大幅扩表



资料来源：WIND，财信研究院

注：各央行资产单位为万亿本国货币

图 3：2008-2019 年主要经济体平均通胀水平均低于 2%



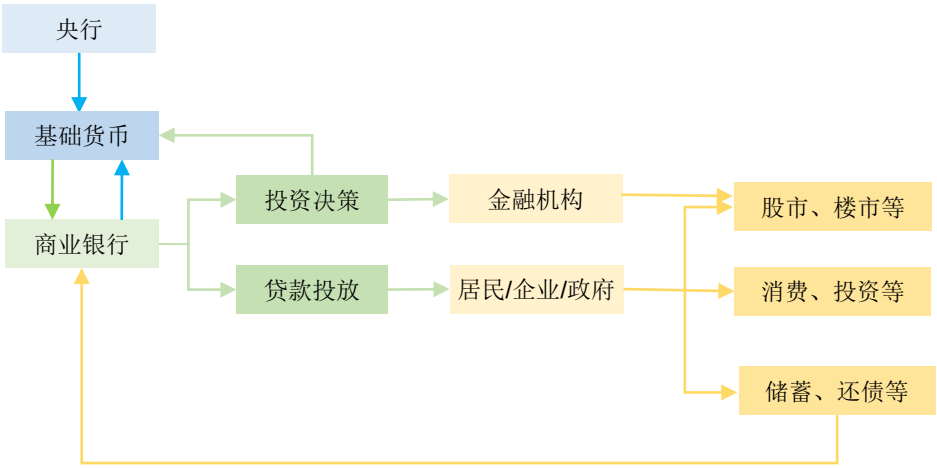
资料来源：WIND，财信研究院

二、后金融危机时期：货币超发为什么没有高通胀

若要找到央行货币宽松没有带来实体部门通货膨胀的原因，首先我们需要厘清货币政策是如何向实体经济传导的。一般而言，央行并不能直接向实体经济中企业和个人发放贷款，而是要经过商业银行等金融中介部门完成信用派生，因此货币政策向实体经济传导包括三大部门和三大环节。一是基础货币创造过程，即央行通过自身资产负债表操作向商业银行投放或收回基础货币，这一环节由各国央行掌控。二是货币派生环节，即商业银行根据央行货币政策操作和市场情况，调整其信贷政策和投资决策，将流动性分配给实体经济和其他金融机构。这一环节由商业银行来执行，但货币派生效果由各部门共同决定。三是信用转换过程，即实体经济部门获得流动性后如何使用环节，如实体部门可以将资金用于消费和投资，同时也可以将资金用于储蓄或还债，实体部门资金使用方式将直接影响货币政策向经济指标的转换效率（见图 4）。

央行货币宽松只涉及到货币传导路径的第一个环节，货币超发能否带来通胀还要看后续两个环节的传导效果。另外，根据通货膨胀成因理论，经济结构调整和供给需求曲线的相对变化等因素都会影响实体经济通胀水平。因此，货币宽松与实体经济通胀不是简单的一一对应关系，而是动态的、非线性关系，实体经济通胀还会受到实体经济周期以及经济结构等多方面因素的影响。

图 4：货币政策传导路径图



资料来源：财信研究院

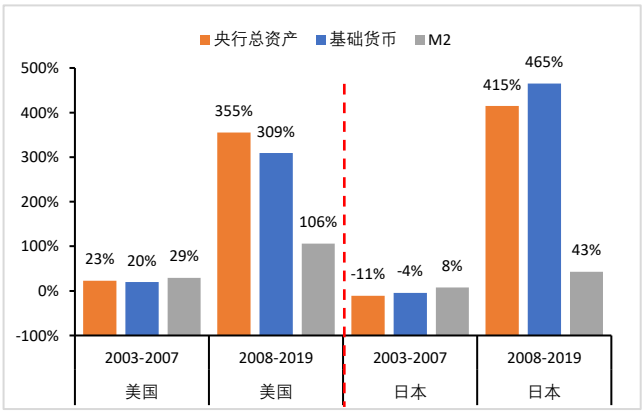
（一）基础货币以超额准备金形式窖藏，银行货币派生能力减弱

根据货币政策传导路径，央行扩表增加基础货币投放后，流动性会首先流向商业银行，因此商业银行的行为将直接影响货币传导效率。2008 年金融危机后，全球主要经济体 M2 扩张速度明显慢于央行总资产和基础货币扩张速度，央行宽货币政策向商业银行传导阻力明显大于危机前。如金融危机爆发前的 2003-2007 年期间，美国央行资产规模、基础货币、M2 分别增长 23%、20%和 29%，三者基本同步扩张，但 2008-2019 年期间，

美国央行资产规模、基础货币、M2 分别增长 355%、309%和 106%，央行资产和基础货币扩张速度是 M2 的 3 倍左右；日本三个指标的表现也与美国类似，表明央行大放水后基础货币和广义货币未能实现同步扩张（见图 5）。

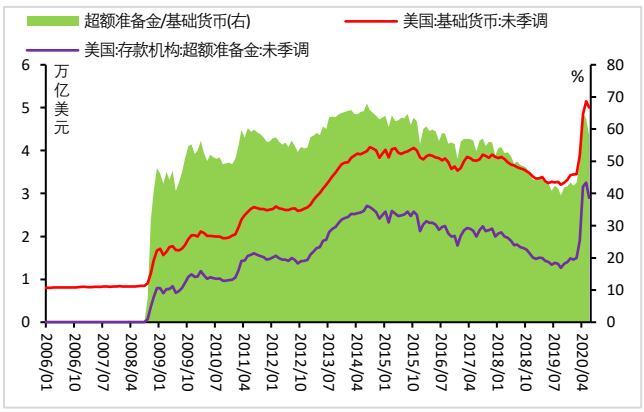
基础货币向广义货币转化受阻的背后，主要原因在于新增基础货币被商业银行以超额存款准备金形式存回央行，大部分并未进入货币派生环节。如 2008 年以来美国和日本超额准备金占基础货币的比重，均由危机前的不足 1%提高至危机后的 60%以上（见图 6-7），意味着超六成的基础货币趴在商业银行开立在央行的准备金账户上，并未流出金融体系进行货币和信用创造，单位基础货币派生信贷的能力大幅下降，宽货币并没有转变成宽信用，货币乘数下降，央行货币政策向实体经济传导效率大打折扣。

图 5：美日央行总资产、基础货币和 M2 扩张幅度对比



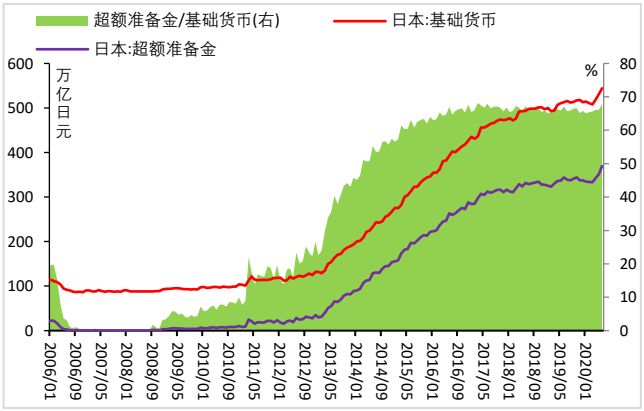
资料来源：WIND，财信研究院

图 6：美国超额准备金与基础货币同步扩张



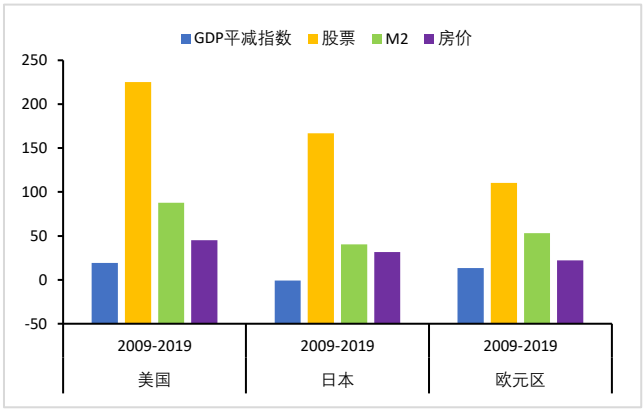
资料来源：WIND，财信研究院

图 7：日本超额准备金与基础货币同步扩张



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：2009-2019 年全球主要经济体资产价格涨幅



资料来源：WIND，财信研究院

（二）实体回报率低迷和贫富差距拉大，资金脱实向虚分流效应显著

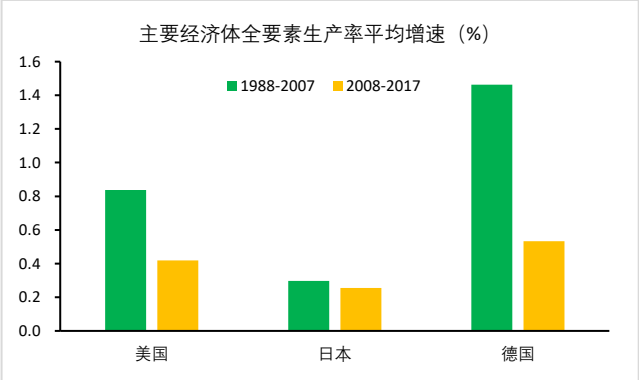
流动性从央行到商业银行以后，商业银行流动性投放的最终结果，主要取决于商业银行自身的风险偏好和实体经济需求，央行在此环节的影响能力降低。金融危机爆发后，各国央行投放的流动性并未按照“央行-商业银行-实体经济”的理想路径进入实体经济，相当部分流动性进入了资产市场，推高了资产价格，而对实体经济价格即通货膨胀水平影响有限。如 2009-2019 年期间，美国、日本、欧元区的股票指数涨幅均超过各国 M2 涨幅，房价涨幅虽然不及股票指数和 M2，但均高于通胀即 GDP 平减指数升幅（见图 8）。

由于购房投资首付比例均低于 100%，因此存在杠杆效应，所以楼市投资收益率应该是楼价涨幅的数倍。2009 年以后欧美日的实践经验表明，股市和楼市成为吸收流动性的蓄水池，资金脱实向虚明显。

导致逐利资金流向资产市场的原因有二:

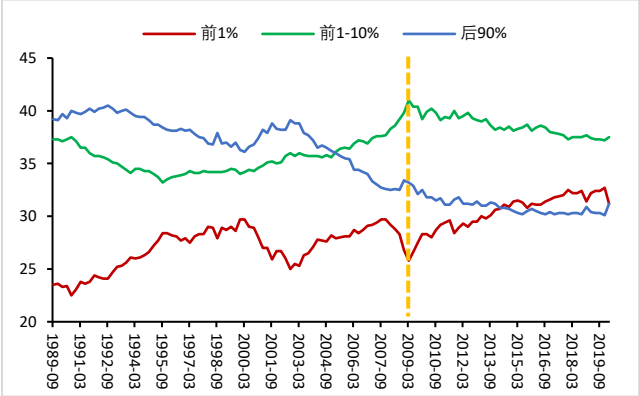
一是金融危机后实体结构调整迟滞，产业投资机会匮乏，投资回报率持续低迷。资金都是逐利的，钱的流向归根到底取决于投资回报，而投资回报率在中长期内主要取决于劳动生产率，尤其是科技创新等导致的全要素生产率的提高。2008 年金融危机爆发至今，全球主要经济体全要素生产率增长乏力，如 2008-2017 年期间美国、日本、德国等国全要素生产率平均增速分别较 1988-2017 年下降了 0.42、0.04 和 0.93 个百分点，导致实体经济投资回报率长期偏低（见图 9）。量化宽松下的大量流动性，对高收益资产的需求大大超过供给，因此过剩流动性流入房地产和股票市场以寻求更高的投资回报。

图 9：主要经济体全要素生产率平均增速（%）



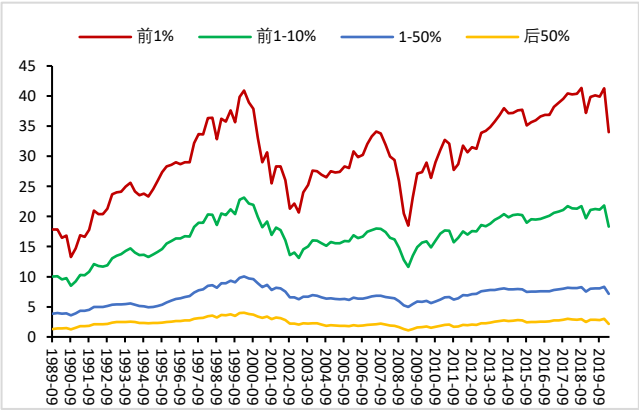
资料来源：PWT9.1，财信研究院

图 10：金融危机后美国财富分化加剧



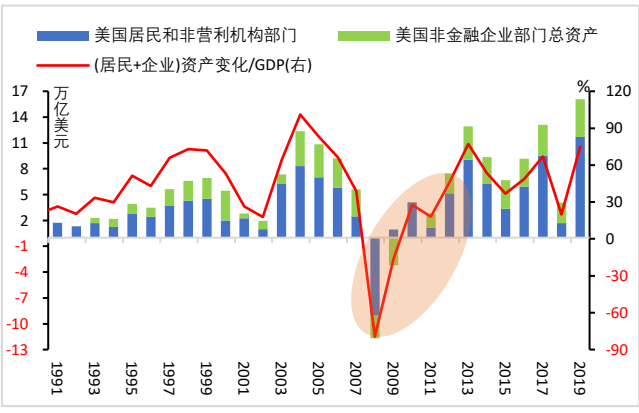
资料来源：美联储，财信研究院

图 11：美国不同财富群体股票和共同基金资产占比



资料来源：美联储，财信研究院

图 12：金融危机时期美国资产负债表大幅萎缩



资料来源：WIND，财信研究院

二是全球货币宽松使贫富差距进一步拉大，加剧资金“脱实向虚”。商业银行向实体经济投放流动性时，相对更青睐信用资质好的大企业和有优质抵押品的高收入群体，流动性这种追逐“低风险”的偏好，导致更多的社会资源越来越聚集在“头部企业”和“头部群体”，进一步拉大了社会贫富差距。如按照家庭财富分组，美国前 1%家庭所拥有的财富比例，由 2009 Q1 的 25.8%提高至 2019 年末的 32.7%，与此同时前 1-10%和后

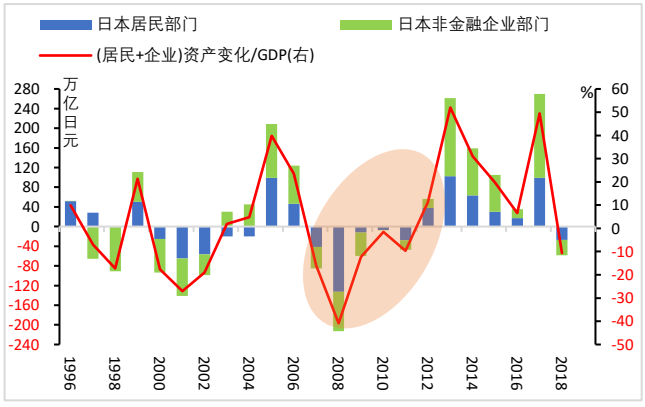
90%家庭拥有财富的比例都出现不同程度的下降，且后 90%家庭财富比例下降得更快（见图 10）。不同收入群体资产配置偏好不同，高收入群体拥有更多闲置资金，金融资产配置比例相对更高，如美国高财富家庭在股票与共同基金上的配置比例，长期高于中低财富家庭（见图 11），因而高收入群体占据更多的流动性时，会加剧资金“脱实向虚”，推高金融资产价格。

（三）实体经济“内伤”下信贷需求大幅下降，新增流动性多用于储蓄或还债

一般而言，大国经济体的通胀水平主要取决于内需，即由消费和投资需求主导。当大量流动性进入实体部门后，物价水平能否提高，取决于居民、企业部门的消费、投资需求是否超过供给能力。若消费和投资需求旺盛，实体部门开启加杠杆之路，流动性过剩将“助燃”通胀水平，货币流动速度加快，反之则相反。

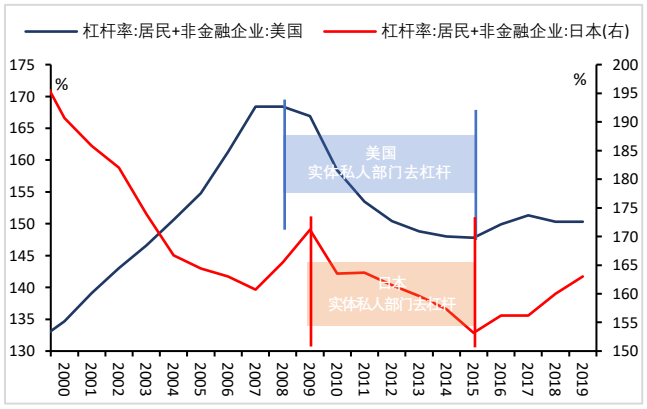
2008 年金融危机冲击下，美、日等国居民和非金融企业部门的资产负债表均大幅收缩，如 2008 年美国和日本实体私人部门（居民+企业）资产分别萎缩 11.7 万亿美元和 212.8 万亿日元，占各自当年名义 GDP 的 79.4%和 40.9%，且恢复速度偏慢，直到 2013 年左右美日实体私人部门资产规模才恢复至危机前水平（见图 12-13）。危机期间居民和企业的目标，由利润最大化转为债务最小化，实体经济部门内部流动性用于消费和投资的比例大幅下降，对通胀的推升作用有限。如美国和日本实体经济私人部门分别于 2008 年和 2009 年进入去杠杆阶段（见图 14），与此同时，2007-2013 年期间美国私人部门的储蓄率（私人部门储蓄/GDP）快速攀升，并长期维持在高位水平（见图 15），表明流入实体经济的资金很大一部分用于还债或储蓄，真正用于消费和投资的资金比例在下降。

图 13：金融危机时期日本资产负债表大幅萎缩



资料来源：WIND，财信研究院

图 14：金融危机后美日私人部门均开启去杠杆之路

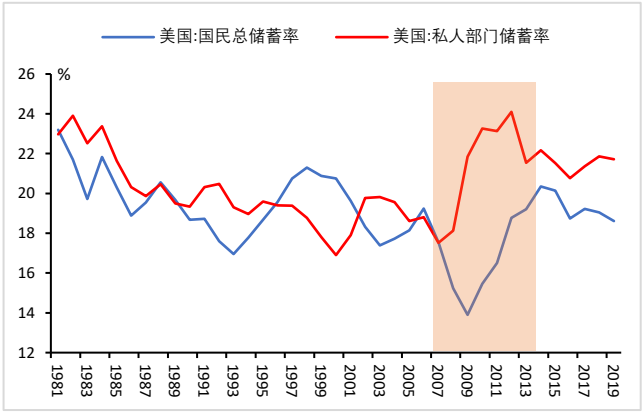


资料来源：WIND，财信研究院

（四）生产成本下降导致供给曲线斜率放缓，价格对需求敏感度减弱

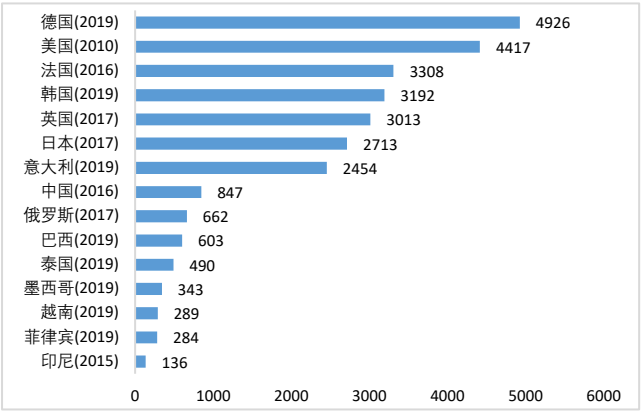
流动性淤积在金融市场，货币向实体经济传导不畅，背后的深层次根源在于实体经济需求不足、实体投资回报率偏低，导致资金脱实向虚。但 2008 年金融危机后，实体通胀起不来的原因，不仅仅在于需求端不足，还与全球化程度加深和数字经济普及下边际生产成本降低、供给曲线斜率放缓有关，即相同价格下供给更多，价格对需求的敏感度降低。

图 15：金融危机后美国私人部门储蓄率上升



资料来源：WIND，财信研究院

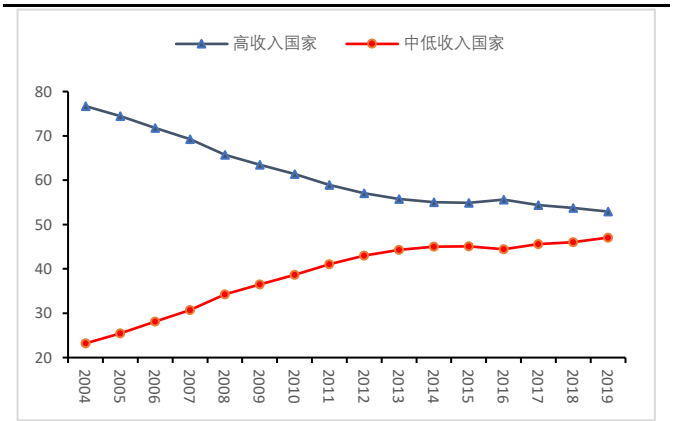
图 16：主要经济体就业人员月均平均工资（美元）



资料来源：国际劳工组织，财信研究院

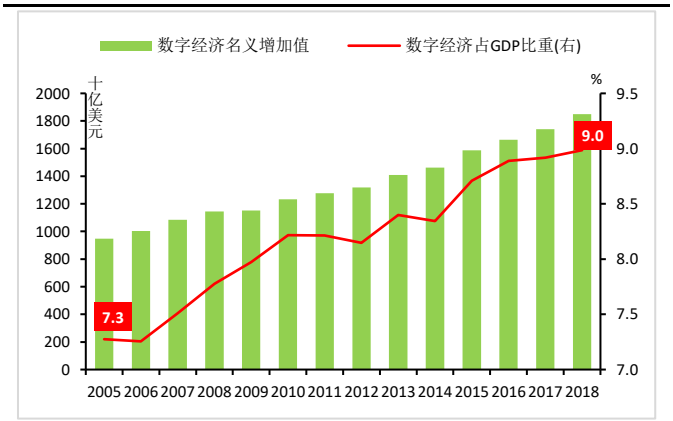
一方面，全球化加快了商品、服务、技术、人员等生产要素的跨国自由流动，发达经济体为获取更高收益，逐渐将产业转移到生产成本尤其是人力成本相对更便宜的发展中国家，从而有效降低生产成本，带动全球通胀中枢整体下行。根据国际劳工组织数据，发达经济体如美国、德国等国家就业人员月均工资显著高于新兴市场国家（见图 16）。在全球产业梯次转移、产业链格局优化调整的过程中，高收入国家占全球制造业增加值的比重由 2004 年的 76.7%降至 2019 年的 52.9%（见图 17），全球化下高收入国家的部分制造业产业链逐渐转移至中低收入国家。与此同时，全球通胀水平从上世纪 80、90 年代的 17.7%、20.3%，降至本世纪前 10 年和最近 10 年的 4.3%、3.6%，同期发达经济体通胀水平从 6.5%、2.9%降至 2.0%、1.5%。全球通胀水平的降低，与全球化下资产配置效率提高不无关系，据国际清算银行（BIS）首席经济学家 Claudio Borio（2017）研究，1980 年以来全球通胀低迷的最可能根本原因是全球化。

图 17：高收入国家制造业增加值比重逐渐下降



资料来源：WIND，财信研究院

图 18：美国数字经济地位不断增强

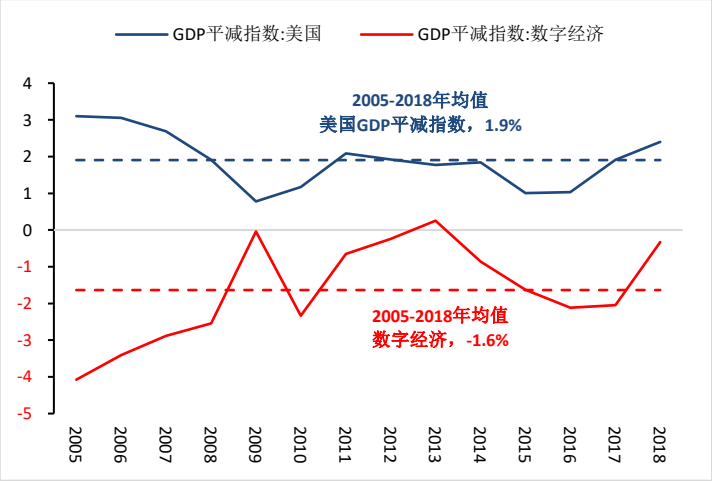


资料来源：BEA，财信研究院

另一方面，随着互联网技术的不断进步和普及，数字经济在全球经济中的地位日益提高，如美国数字经济（包括软件、硬件等基础设施、电子商务和已定价数字服务）在 GDP 中的比重由 2005 年的 7.3%提高到 2018 年的 9.0%（见图 18），其在国民经济的重要性不断提升。数字经济主要通过两个渠道降低整体通胀水平：一是随着技术进步，数字经济产品如计算机和软件等商品和服务价格持续下跌；二是数字经济与传统产业的融

合程度日益加深，降低成本。传统产业不断数字化、智能化，不仅可以减少生产者和消费者之间的信息不对称成本，还可以简化产品生产流程，提高生产效率的同时降低生产成本。根据美国经济分析局（BEA）数据，2005-2018 年，美国数字经济 GDP 平减指数平均每年下降 1.6%，而同期美国 GDP 平减指数平均提高 1.9 个百分点，表明数字经济商品和服务价格下降是美国通胀长期低迷的原因之一（见图 19）。

图 19：美国数字经济平减指数持续低于整体



资料来源：BEA，财信研究院

三、全球新一轮货币宽松会带来通胀吗？

（一）全球通胀：面临一定回升压力

2020 年初以来，面对疫情冲击，全球主要经济体再次推出大规模的财政货币刺激政策，且刺激力度和规模均已超过金融危机时期。本轮货币大宽松与金融危机时期存在很多相似之处，但也有诸多不同之处，因此未来全球通胀的走势可能不会简单复制 2008 年后通胀的演变路径。

相似之处一：超储率再次攀升，央行货币创造功能弱化

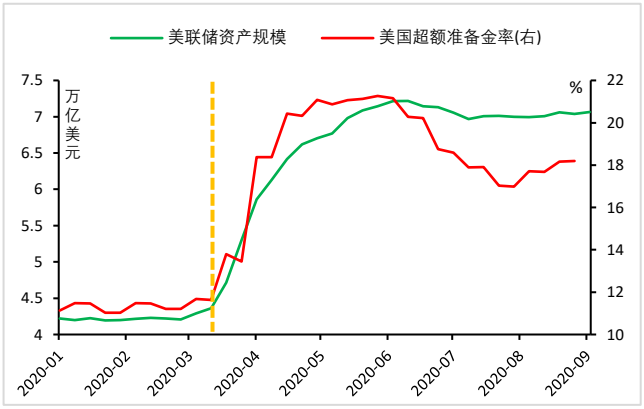
3 月份海外疫情扩散以来，欧美日等发达经济体央行资产规模均快速膨胀，如年内美联储资产规模已较疫情前增加 2.8 万亿美元至 7.1 万亿美元；与此同时，美国超额准备金率亦跟随大幅上升，由疫情前 11%左右的水平一度攀升至约 21%。美联储扩表速度与其超准率基本同步波动（见图 20），表明央行扩表释放的流动性，相当部分以超额准备金的形式回流央行，央行货币创造功能较弱，与 2008 年类似。

相似之处二：股市的资金分流效应显著

2020 年全球疫情冲击之初，全球金融市场资产价格持续性下跌，但在各国央行启动“印钞机”之后，3 月底以来，各国股票指数迎来大幅上涨，多数指数涨幅已经超过前期的下跌幅度，与主要经济体 GDP 大幅负增长、实体经济恢复缓慢明显背离。如自 3 月 23 日美联储开启无限量量化宽松模式以来，截止 8 月底，美国纳斯达克指数累计上

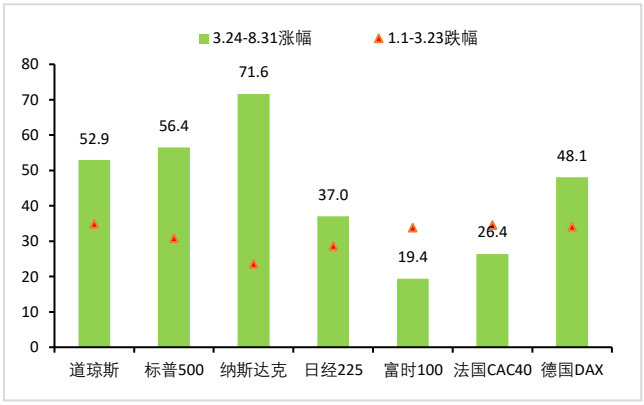
涨 71.6%，超过前期下跌幅度 48.1 个百分点（见图 21），但二季度美国 GDP 同比下降 9.5%，且美国经济恢复至疫情前水平尚需 2-3 年时间（来自 2020 年 6 月 IMF 预测）。货币宽松后金融资产价格上涨与经济基本面的背离，表明大量流动性没有进入实体经济，而是分流进入金融市场，与 2008 年全球金融危机后的表现如出一辙。

图 20：疫情后美国超额准备金率快速攀升



资料来源：WIND，财信研究院

图 21：央行放水前后主要经济体股指涨跌幅（%）

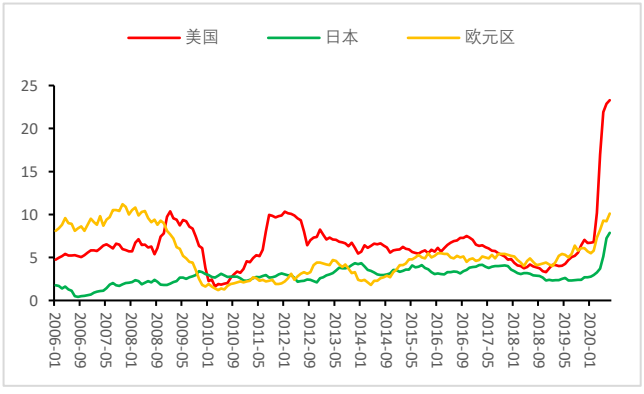


资料来源：WIND，财信研究院

不同之处一：政策针对性提高，货币向 M2 传导效果好转

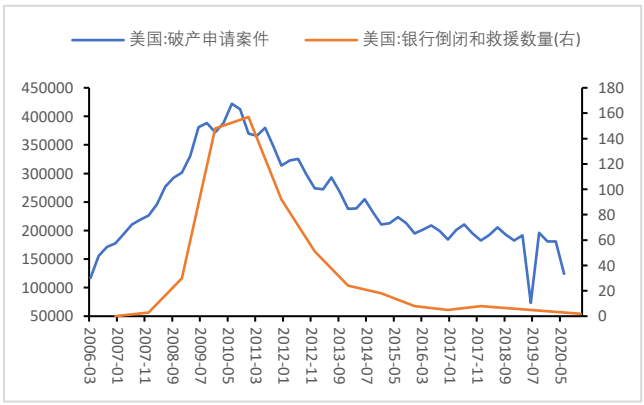
本轮全球疫情危机下，美联储快速重启和创新了 2008 年金融危机期间直达企业和居民的货币政策工具，使流动性能更有针对性地流入到实体经济中。具体包括商业票据融资便利（CPFF）、定期资产支持证券贷款便利，以及此次疫情危机后推出的薪酬保护计划流动性便利（PPPLF）、一、二级市场公司信贷工具（PMCCF、SMCCF）和主街贷款便利（MSLF）等。上述货币政策工具打破了传统的“央行-商业银行-实体经济”的货币传导链条，美联储绕开银行机构，直接购买企业和个人的债券和资产，由商业银行的最后贷款人扩展至整个经济的最后贷款人，货币政策针对性提高。货币超发向实体经济传导的效果好于金融危机时期，具体表现为疫情后各国 M2 增速快速提升，如 7 月末美国、欧元区、日本 M2 同比增速分别较去年年末高 16.6、4.4 和 5.2 个百分点（见图 22），明显好于 2008 年危机后的表现。

图 22：疫情危机后 M2 快速攀升



资料来源：WIND，财信研究院

图 23：疫后美国企业和银行并未出现大面积破产



资料来源：WIND，财信研究院

不同之处二：疫情危机与金融危机性质有异，实体部门无需大幅去杠杆

经济体系中各部门资产负债表健康与否，是判断危机性质的主要依据。与金融危机时期各部门资产负债表出现大幅收缩不同，全球疫情危机爆发后，各国央行迅速采取行动，通过降低融资成本、提供无限量流动性，为金融机构、企业、居民部门构筑好“三道防火墙”，有力避免了三个主体短期内快速被动收缩资产负债表，因此疫情危机虽然短期危害更大，但经济体系中家庭、企业和金融机构等部门的资产负债表并未出现金融危机期间的问题。如二季度美国破产申请案例为 12.4 万件，较一季度有所下降，这表明美国企业部门并未出现大面积破产，与金融危机时期美国破产案例大幅提高形成鲜明对比（见图 23），疫情过后也无需进行大幅调整，不用经历大幅去杠杆的痛苦进程。“重启键”按下后，存留下来的各经济主体可以较快恢复正常的生产经营活动，对流动性的需求不会大幅缩减。

不同之处三：逆全球化加速和制造业回流，价格对需求变化的敏感度提高

2018 年以来，全球范围的贸易摩擦明显增多，逆全球化思潮抬头。疫情冲击对各国经济增长和不同收入群体影响出现分化，将导致逆全球化的根源进一步强化，未来逆全球化面临加速风险。与本次逆全球化相伴相生的是，全球产业链供应链面临重构风险，以美国为代表的发达经济体为重建其竞争优势和缓解疫情带来的失业压力，再次鼓励制造业回流国内，全球产业链供应链断链风险增加。逆全球化和发达经济体制造业回流将使国际贸易受到冲击，以往基于全球分工获得的低成本红利将趋于减缓，全球化下生产成本不断下降的趋势或被打断，即价格对单位需求变化的敏感度提高，增加隐性通胀压力。

基于以上分析，与 2008 年金融危机相似，疫情公共卫生危机期间央行大放水仍面临货币创造受阻和金融市场分流的困境，但政策对实体经济部门针对性的提高，以及疫情公共卫生危机下实体经济资产负债表受损有限，后疫情时代货币宽松对实体经济需求的带动作用将较金融危机时期明显增强。叠加逆全球化加速和发达经济体制造业回流，将使价格对单位需求变化的敏感度提升，后疫情时代全球货币宽松或将使全球通胀中枢有所上行，但上升速度和空间仍取决于各国疫情防控和经济恢复的进展情况。

（二）国内通胀：有上行压力但整体温和

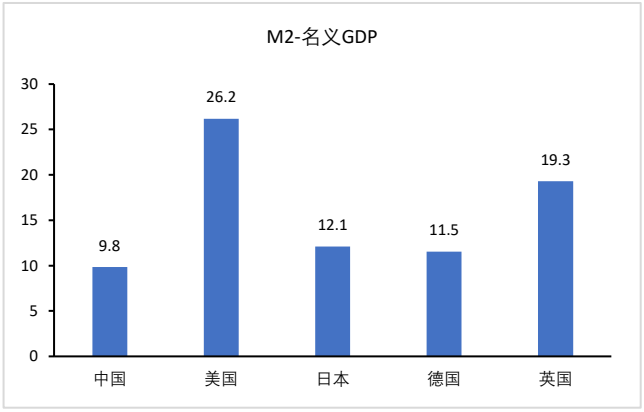
1、国内政策属于阶段性对冲政策，刺激力度明显弱于金融危机时期

为对冲疫情影响，国内加大了逆周期调节力度，国内信贷、社融、M2 增速等均出现明显回升，但国内政策首要目标不是为了保持经济增速稳定，而是对冲疫情冲击，这是其一；其二是刺激力度弱于金融危机时期，也不及欧美日等国的政策强度；其三是本轮政策强调精准滴灌和直达实体，使资金与实体需求的适配性提高。因此，本轮政策在性质上仍属于阶段性对冲政策。

从具体指标看，若以（M2-名义 GDP 增速）来表示货币超发程度，中国货币超发程度明显弱于其他国家，如上半年美国货币 M2 增速高于名义 GDP 增速 26.2 个百分点，

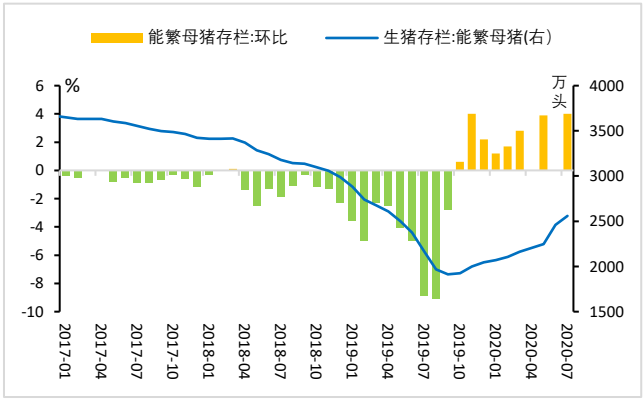
是中国的 2.7 倍左右（见图 24）。与金融危机时期强刺激不同，本轮货币政策刺激力度明显弱于前者。如金融危机后国内 M2 增速一度接近 30%，基建和房地产投资增速也分别超过 50%和 30%，货币对投资的拉动作用显著。相比之下，本轮刺激政策强调精准滴灌和直达实体，随着我国疫情防控与经济社会运行持续向好，当前国内货币政策力度已经发生边际调整，预计未来货币政策将维持“紧平衡”，结构性政策将担当重任。

图 24：1-6 月份主要经济体 M2 与名义 GDP 增速差值



资料来源：WIND，财信研究院

图 25：能繁母猪存栏连续正增长



资料来源：WIND，财信研究院

2、猪周期下行叠加需求恢复，明年国内通胀或将复制 2016 年表现

经济学理论中通胀通常被视为总量性问题，即经济过热或者货币超发导致物价上涨。但在实践活动中，如果实体需求总体温和，那么通胀将更多地呈现出结构性特征，即通胀的产生是某种或某些商品价格上涨带动的。回顾国内 2005 年以来的通胀历史，发现每轮通胀水平较高的背后，都有猪周期的影子。

猪肉价格：明年春节前后将开启下行通道。从猪周期看，从母猪补栏到生猪出栏需要一年左右的时间，7 月份能繁母猪存栏已连续 10 个月环比正增长（见图 25），因此我们预计本轮猪周期的顶点大概率在三季度末。但从四季度开始至明年春节，节假日多，需求季节性增加，加上全国大中小学生恢复开学，都将增加对猪肉的需求。因此，明年春节前猪肉价格将继续高位震荡，明年春节后猪肉价格将在生猪产能恢复的大背景下，进入下降过程，因此明年猪周期将对 CPI 形成明显的下拉作用，抑制 CPI 上涨。

非食品价格：缓慢恢复至正常水平。与食品价格易受季节性因素剧烈波动相反，非食品价格主要由居民消费需求决定，整体波动幅度相对较小。但今年突如其来的新冠疫情使居民消费需求尤其是服务业需求出现急剧萎缩，且疫情未退下居民担忧情绪犹存，叠加疫后居民收入水平下降，居民消费需求处于低位的时间超出预期，今年 2 月份以来非食品价格持续下降，8 月份才缓慢回升。展望未来，随着国内政策重心逐渐转向需求端和国内经济向潜在增速回归，居民消费需求尤其是服务业需求将缓慢恢复至正常水平。在今年非食品价格基数较低的影响下，明年非食品价格同比增速将有所提高，但总需求偏弱将限制其提升幅度。

总体看，在猪肉价格进入下行周期和国内需求回归潜在增长水平的叠加作用下，明

年国内通胀将大概率呈现出与 2016 年类似的“食品弱，非食品强”的结构性特征，但由于猪肉下拉作用明显和非食品价格仅是向正常水平回归，CPI 大幅上涨的概率不大。

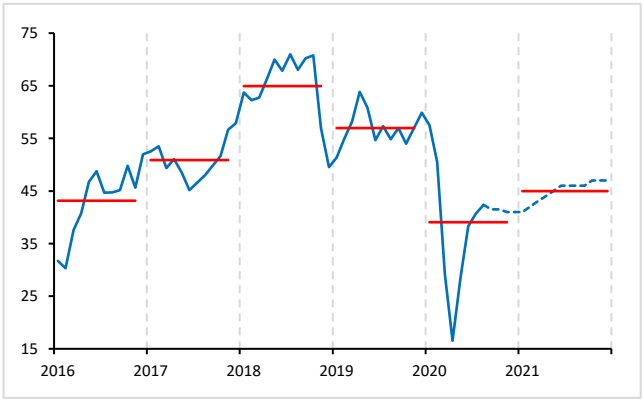
3、输入性通胀压力增加但原油价格涨幅有限

如前所述，本轮疫情危机中实体经济资产负债表相对稳健，随着全球经济从疫情中恢复，本轮央行大放水对通胀中枢的抬升作用将通过大宗商品价格上涨传导到国内。原油被称为“大宗之母”，其价格波动通过层层传导会反映在国内工业品与消费品的生产成本中，因此国际油价的波动变化基本可以反映整体的输入性通胀压力。

原油价格难以出现趋势性上涨。一是全球需求将呈“U”型复苏，部分需求缺口或将永久性消失。随着各国陆续重启经济和疫苗的投入使用，未来全球经济将逐渐向潜在增速水平回归。但由于疫情对经济“基本盘”和就业的破坏性冲击，全球经济复苏将呈“U”型，即疫情造成的产出缺口将永久性消失，疫后经济增长将低于原来的趋势线水平，由此或导致原油需求的恢复仍将偏慢，出现大幅回升概率偏小。**二是**原油供给端有能力跟随需求回暖扩大产能。一方面，OPEC+内部供给博弈仍在进行中，在需求和价格回暖后，各产油国增产动能较强。另一方面，在油价回升至美国页岩油企业成本线以上时，美国页岩油企业供给能力将大幅提升。

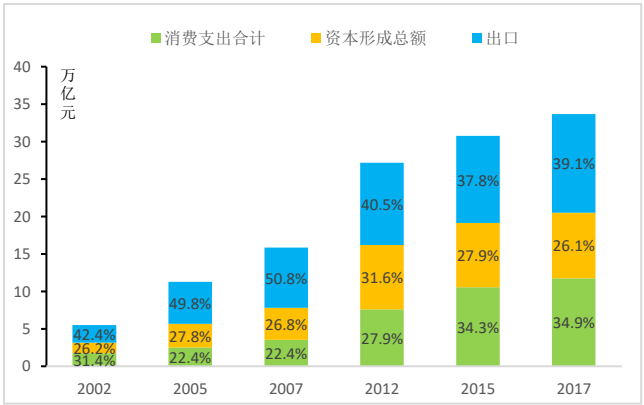
根据 EIA 最新预测，WTI 原油和布伦特原油将分别由 2020 年的 39.0 美元/桶和 41.9 美元/桶提高至 2021 年的 45.1 美元/桶和 49.1 美元/桶，分别同比增长 15.6 %和 17.1%(见图 26)。根据国际油价和国内 PPI 的历史相关关系，国际油价提高 15-17%，将带动国内 PPI 中枢回升 1.2 个百分点左右，输入性通胀压力整体可控。

图 26：原油（WTI）价格走势（美元/桶）



资料来源：EIA，财信研究院

图 27：我国制造业产品最终使用分配



资料来源：国家统计局，财信研究院

4、逆全球化下贸易萎缩或导致国内面临一定的通胀下行压力

由于各国经济发展阶段和资源禀赋不同，全球化产业链分工逐渐形成一个三元结构体系：分别由消费国、生产国、资源国构成。逆全球化整体上会使全球分工带来的低成本红利消失，提高全社会的生产成本。但分国家看，由于各国在全球化分工中的地位不同，逆全球化对不同类型国家的影响也存在分化，如贸易萎缩会导致消费国成本提高，但生产国需求下降，通胀压力减小。中国作为全球最大的生产国，逆全球化会对我国外

需产生巨大冲击，打破原来的供需平衡结构，带来一定的通胀下行压力。

目前我国经济尤其是制造业的外需依赖度较高，如根据历年投入产出表，出口在我国制造业最终使用中的比例在 40%左右（见图 27），即我国制造业产品中约 40%用来出口，一旦贸易萎缩我国制造业将面临供大于求的状况，国内工业品价格下行压力将增加。

综上，全球货币宽松确实会在一定程度上推高全球通胀中枢，给国内带来输入性通胀压力，但全球经济“U”型复苏下大宗商品如原油价格上涨空间有限，输入性通胀压力整体可控。同时国内货币政策属于阶段性对冲政策，刺激力度仅支持经济增长回归潜在水平，在猪周期步入下行阶段和逆全球化背景下，未来国内通胀压力不大。

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。