



# 刘玉书：输入性通胀压力不会 影响中国当前的货币政策



文/新浪财经意见领袖专栏作家 刘玉书



2021年10月14日公布的中国CPI与美国形成了鲜明的对比。中国9月CPI同比上涨0.7%，比8月甚至还小幅度回落了0.1%。截至10月，中国2021年的通胀率总体在1%左右上下浮动。其中，中国8月、9月的通胀率甚至都不超过1%。因此很显然，当前中国的物价是相对稳定的。通常而言，如果通胀率低于2%，可以视为是温和的通胀。这是一个国家经济发展处于比较健康状态的重要指标。如果一个国家的通胀率超过2%，那么这个国家的通胀率就可以被看做是处于高通胀状态。当前美国已经持续5个月通胀率超过5%，显然已经处在了较高的通胀状态，备受全球关注。

尽管当前猪肉价格对中国CPI影响较大，但如果不将猪肉价格计算到

CPI 内，中国的通胀率依然是低于 2% 的。2021 年 9 月，中国畜肉类价格下降 28.5%，影响 CPI 下降约 1.26%，其中猪肉价格下降 46.9%，影响 CPI 下降为 1.12%。中国当前通胀率低的主要原因是猪肉价格大幅度下降，比 2020 年同期下降了将近一半。由于猪肉在 CPI 里的巨大计算比重，因而，猪肉价格跌了 46.9%，直接影响了 CPI 下降了约 1.12%。但如果在计算中国 CPI 的时候，不将猪肉价格计算在内，九月份中国的通胀率依然是低于 2% 的（剔除猪肉价格，9 月中国 CPI 约 1.8%）。这相对于美国 5% 的通胀率来说，中国当前的通胀率算是温和的通胀水平。

当前中国通胀率并不高，但中国面临着较为严重的输入性通胀压力。当前中国面临着历史上最高的 PPI（工业品出厂价格指数）水平，中国制造业原材料价格暴涨的趋势目前还难以得到有效抑制，因而导致中国的 PPI 不断攀升。2021 年 9 月，中国 PPI 同比上涨 10.7%，当月值达到了 110.7，已经超过了 2008 年 8 月 110.1 的高点。从数据看，中国当前的 PPI 指数已经处于近 20 年来的最高水平。过去一年半以来，美联储不断放水，是全球原材料和能源价格暴涨的重要推手，这给中国带来了非常严重的输入性通胀压力。

两个原因导致当前中国高位的 PPI 指数还没有传导到消费端。当前中国原材料价格普涨，但 CPI 依然相对温和。中国的原材料的上涨已经直观反映在了 PPI 指数上，但还没有传导到消费端。这主要有两个原因，一是当前中国消费较为低迷。二是中国央行在过去一年来，顶住压力，并没有

跟随美联储大放水。中国 M2 当前增速约 8%，属于比较正常的增速，与中国 6% 的经济增速相适应。相比之下，美国的 M2 从去年 2020 年 1 月开始到现在的一年半的时间里，呈现出了快速的增长的态势。美国 M2 在过去一年半中，明显快于中国 M2 的增速。这也意味着，中国输入性的通胀的压力自 2020 年以来，持续存在，而且还在不断增强。在 PPI 处于高位的情况下，只要中国央行稍微放水，通货膨胀率就会迅速增加。

中国目前处于“宽货币，紧信用”的状态，并没有跟随美联储大放水，这是中国当前有效控制了通货膨胀率的重要原因。美国今年 3 月之前，通胀率一直保持在 2% 以下，但从 3 月到 4 月，只用了 2 个月的时间，美国的通胀率就增长到了 5%。从历史的经验看，高通胀率在短期内是很难降下来的。中国对此有清醒的认识。从 2021 年 9 月中国公布的货币数据看，中国并没有跟随美联储大放水。9 月中国 M2 同比增长 8.3%，社融 2.9 万亿元。中国通过收缩房地产贷款的额度等措施，2021 年 1 至 9 月，中国社融的增量同比 2020 年减少了 4.8 万亿，有效稳定了货币市场。

2020 年新冠疫情以来，中国证明了具备降准同时控制好 M2 增速的能力。2021 年 7 月中国央行全面降准后，中国 8 月和 9 月 M2 增速同比增长分别为 8.2% 和 8.3%。2021 年 7 月，中国央行全面降准，释放了 1 万亿的中长期资金。这部分资金主要用途是用来置换 MLF 债务 (Medium-term Lending Facility, MLF)，在降准当天就直接通过 MLF 资金净回笼了 3000 亿。央行一边降准释放中长期资金的同时，一边也在

进行一定比例的流动性收缩，保证了中国 M2 增速的稳定。中国央行用实际行动证明了“中国降准并不意味着全面大放水”的决心和政策执行能力。因此，如果中国未来即使再进行降准，也不大可能会出现大放水的情况。中国央行在坚决执行“不搞大水漫灌”的货币政策，在认真落实“精准滴灌、扶持中小微企业”的国家金融发展战略。

中国当前 PPI 与 CPI 形成的剪刀差在增大，中下游企业一方面要面对原材料和上游工业品价格的暴涨，但另一方面在消费端却难以提高价格，给制造业带来了巨大的压力。中国央行在《2021 年第二季度的货币政策执行报告》里指出，2008 年至 2019 年，美国的量化宽松是通过央行扩表购债，把印钞的资金停留在银行体系，实际上资金主要是在金融体系内流通，因而最终推升了资产价格，比如股市、债市等。但在这段时间内，超发货币并不会流通到普通人手里，所以对物价的影响有限。2020 年新冠疫情的爆发，打破了这一状态。2020 年疫情后，美联储大幅度扩表，资产负债表从 4.2 万亿美元扩大到了当前的 8.4 万亿美元，翻了一倍。同时，美国的 M2 数据也出现了大幅度的增长。截至 2020 年末，美国 M2 为 191869 亿美元，同比增速为 25.35%（远超出同期 10.1% 的增速）。疫情的爆发

**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\\_28265](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28265)

