



以史为鉴，通胀水平对比

2024年6月09日

宏观专题报告

报告要点：

我国通胀水平自 2023 年 4 月至今，始终维持在零值附近。回顾过去近 30 年，曾出现过两次 PPI 与 CPI 均通缩的情形，一次在 2009 年次贷危机之后，但通缩时间较短，且在“4 万亿”财政刺激后，局势快速扭转。另一次出现在 1998-2002 年间，期间我国物价水平持续处于低位，直至 2003 年起通胀开始回升。

本篇报告将就当前以及 2000 年前后时代背景，通缩成因，以及应对通缩的手段展开，寻找历史相似性和不同点。

创元研究

创元研究宏观金融组

研究员：金芸立

期货从业资格号：F3077205

投资咨询资格：Z0019187

目录

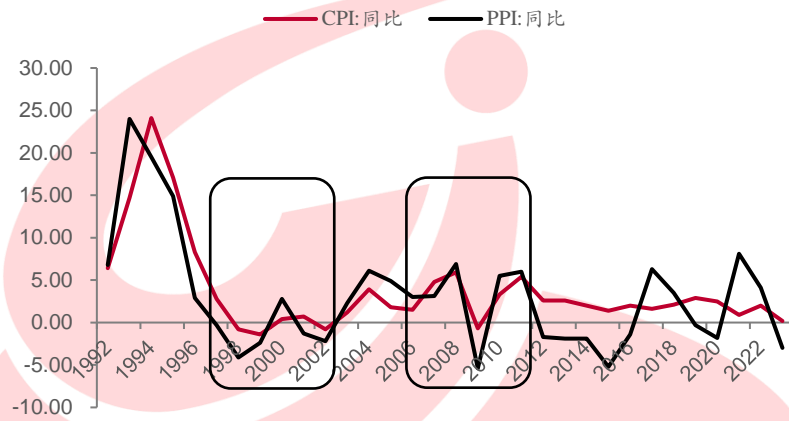
报告要点	3
1993 年-1998 年:	4
时间段 1: 1993-1996 年: 投资热潮, 产能扩张, 利润攀升, 经济过热.....	4
时间段 2: 1997-1998 年: 紧缩银根, 产能淘汰, 收入下滑, 进入通缩.....	6
1998 年-2002 年:	8
1. 货币政策转松: 降准降息	8
2. 财政政策发力: 发长期建设国债搞基建投资	9
政策成效: 宽货币向宽信用传导不畅, 财政发力托底经济.....	10
3. 入世扩外需	12
4. 总结:	13
2023 年至今	14
相似点:	14
不同点:	15
结论:	16

报告要点

我国通胀水平自 2023 年 4 月至今，始终维持在零值附近。回顾过去近 30 年，曾出现过两次 PPI 与 CPI 均通缩的情形，一次在 2009 年次贷危机之后，但通缩时间较短，且在“4 万亿”财政刺激后，局势快速扭转。另一次出现在 1998-2002 年间，期间我国物价水平持续处于低位，直至 2003 年起通胀开始回升。

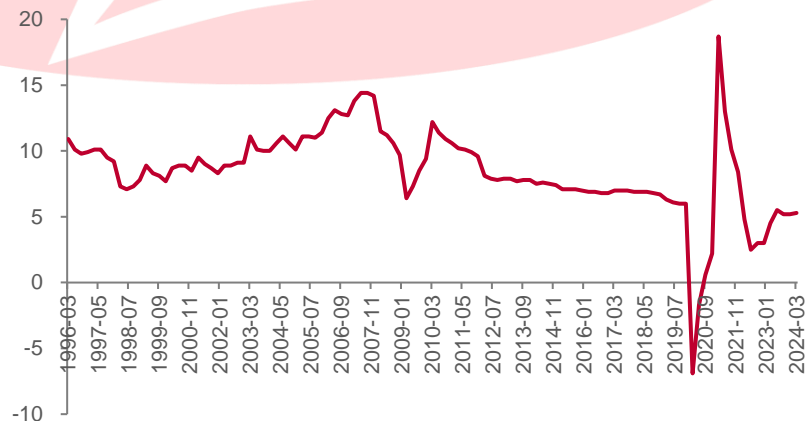
本篇报告将就当前以及 2000 年前后时代背景，通缩成因，以及应对通缩的手段展开，寻找历史相似性和不同点。

图：1996 至今：中国 CPI&PPI: 同比 (%)



资料来源：国家统计局、创元研究

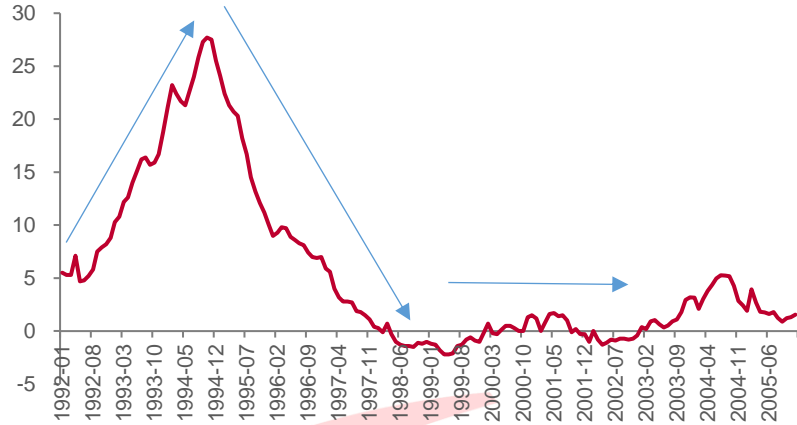
图：1996 至今：中国 GDP: 累计同比 (%)



资料来源：国家统计局、创元研究

1993年-1998年：

图：中国CPI:当月同比(%)



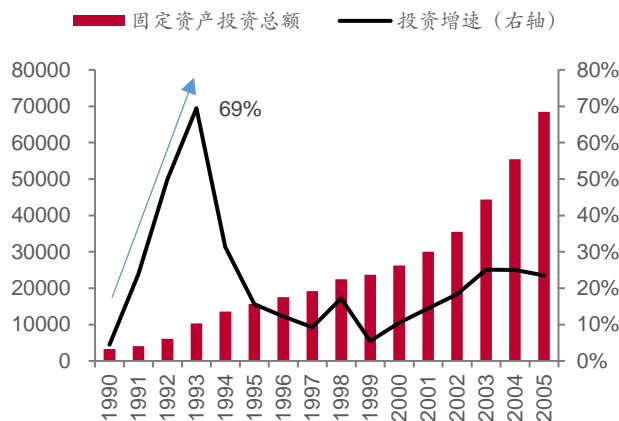
资料来源：国家统计局、创元研究

时间段 1：1993-1996年：投资热潮，产能扩张，利润攀升，经济过热

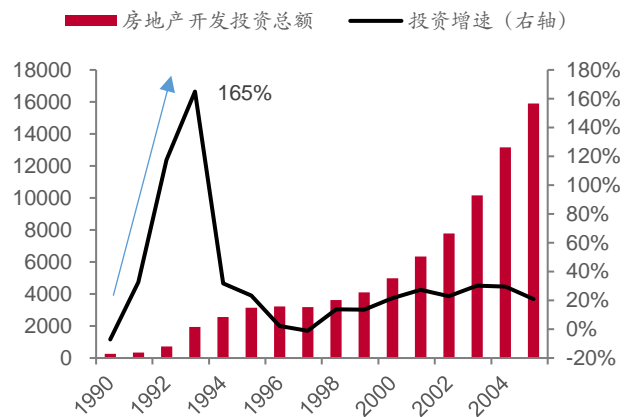
1992年“南巡讲话”后，全国掀起一波疯狂的投资热潮，工业产能加速扩张，利润攀升。1992年-1993年固定资产投资增速录得50%和69%；工业企业利润年度增速均超50%。同时地产行业也迎来一波投资热潮，1992年-1993年间，房地产开发投资增速均超100%，经济呈现明显过热景象。

同时物价水平快速飙升，通胀呈现不正常现象：1993年-1995年，CPI分别录得14.7%，24.1%和17.1%，当月CPI曾在1994年10月一度接近30%。

图：固定资产投资(亿元, %)



图：房地产开发投资(亿元, %)

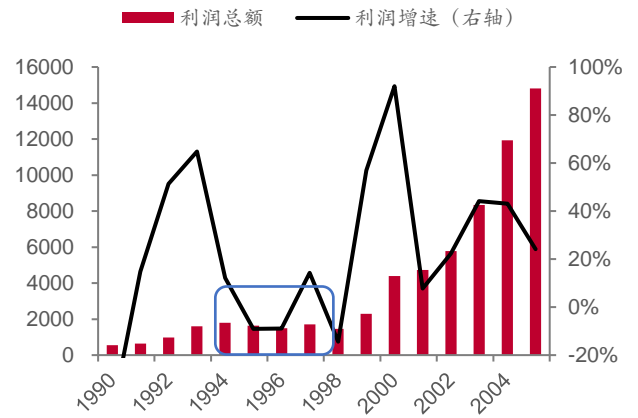
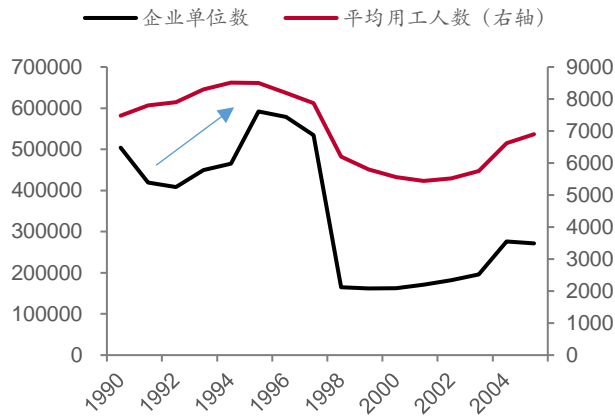


资料来源：国家统计局、创元研究

资料来源：国家统计局、创元研究

图：规模以上工业企业：单位数及人数（万人，个）

图：规模以上工业企业：利润情况



资料来源：国家统计局、创元研究

资料来源：国家统计局、创元研究

控通胀举措及效果：

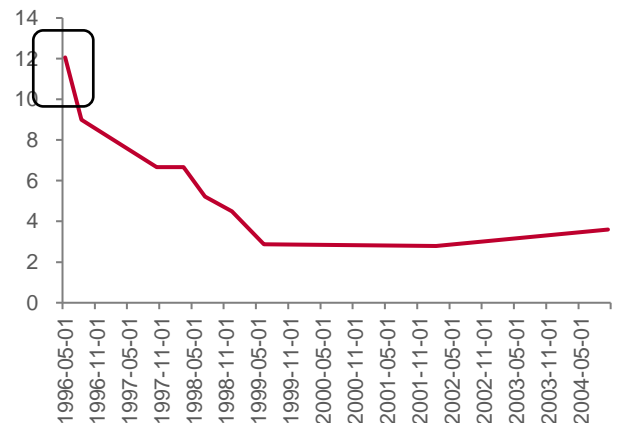
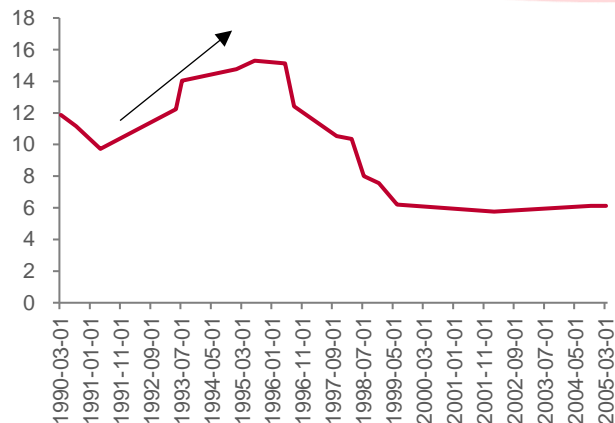
政策层面为了控制经济过热，1993年中开始适度收紧财政和货币政策，整顿金融机构和金融秩序，控制投资规模等等。

货币政策方面，1995年7月，央行将5年以上贷款利率基准上调至15.3%。同时存款端利率也同步上调，以工行5年期定存为例，1995年存款利率上调至超12%。紧缩性货币政策大幅收缩信贷需求，货币增速回落。

通胀数据见顶回落：CPI于1994年10月见顶，并加速回落（见顶时间早于政策发力起点），1996年CPI录得8.3%，同比下滑8.8个百分点。

图：1990-2005年：贷款利率：中长期贷款：5年以上 (%)

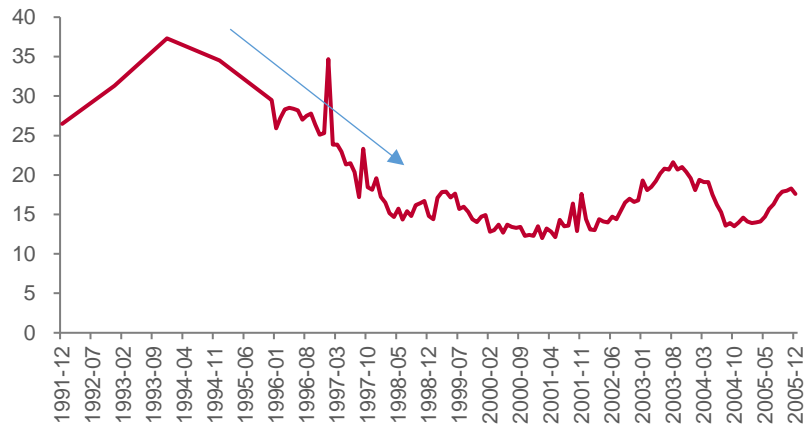
图：1996-2005年：工商银行：存款利率：5年 (%)



资料来源：同花顺、创元研究

资料来源：同花顺、创元研究

图：M2:当月同比 (%)



资料来源：中国人民银行、创元研究

时间段 2：1997-1998 年：紧缩银根，产能淘汰，收入下滑，进入通缩

利润过高，带来工业领域积累过多过剩产能，1994 年起企业利润开始压缩甚至亏损。其中 1995 年-1996 年间，工业企业利润均以年均 9% 的速度下滑，企业运营压力显现，低效产能面临淘汰压力。

同时，高利率背景下，银行积累大量坏账，政府开始严控不良贷款，银行惜贷，企业融资能力下滑，银行不良贷款率显著攀升，其中 1999 年商业银行不良贷款率攀升至 28.5%。利润下滑叠加融资难，最终导致过剩产能面临淘汰压力。比较典型的是 1998 年，国企改革开始推进，并提出国有企业“三年脱困”的目标，大量效益低下或者亏损的国有企业被迫关停。国企改革下，引来员工“下岗潮”。仅 1998 年一年，国企下岗人数近 2000 万人，占当年全国就业人数的近 3%，居民收入增速同步下滑，收入预期降低。

海外方面，1997 年 7 月亚洲金融危机爆发，次年全球商品出口贸易量同比下滑 1.6%，并逐渐外溢影响我国商品出口，1998 年我国商品贸易出口增速录得 0.5%，同比下滑 20.5 个百分点。

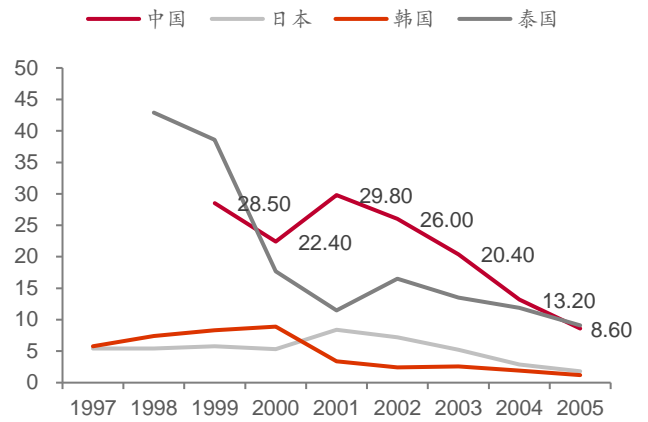
整体看，内外需求共同收缩下，进入通缩阶段。1996 年 CPI 录得 8.3%，1997 年下滑至 2.8%，1998 年下滑至 -0.8%，1999 年继续下滑至 -1.4%，物价急转直下。

图：1990年-2005年：M2：同比（%）



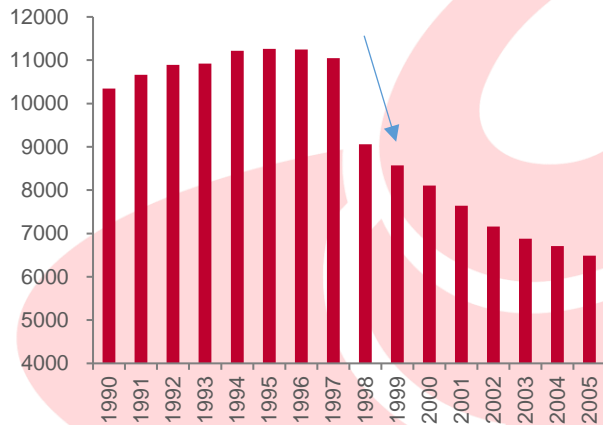
资料来源：国家统计局、创元研究

图：1990年-2005年：亚洲部分国家银行不良贷款率（%）



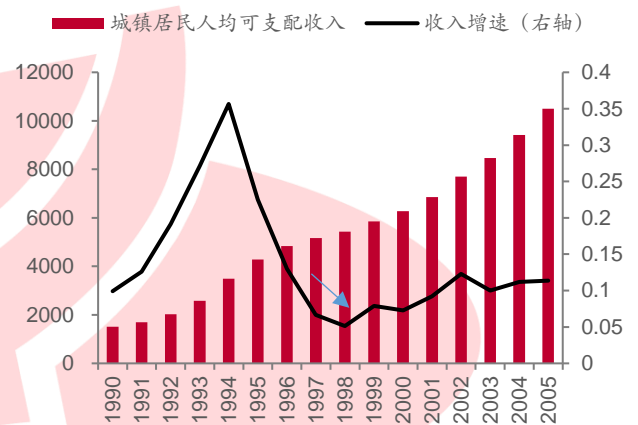
资料来源：同花顺、创元研究

图：国有单位城镇社会从业人员（万人）



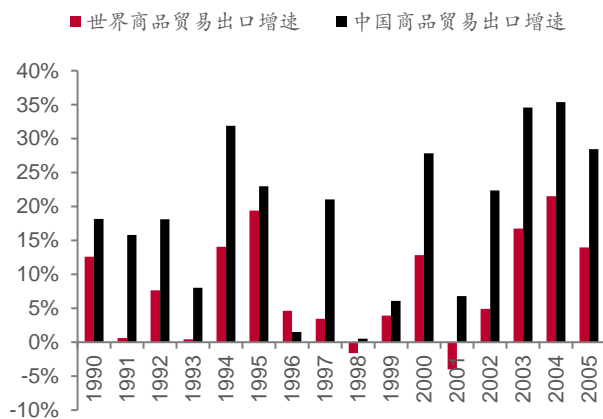
资料来源：国家统计局、创元研究

图：1990年-2005年：居民可支配收入（%）

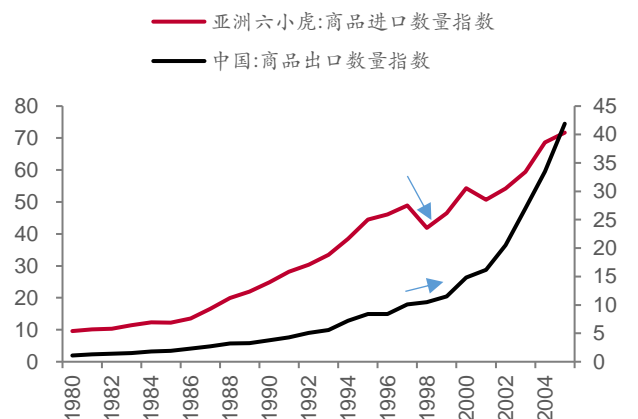


资料来源：国家统计局、创元研究

图：商品贸易出口增速（%）



图：商品进出口数量指数

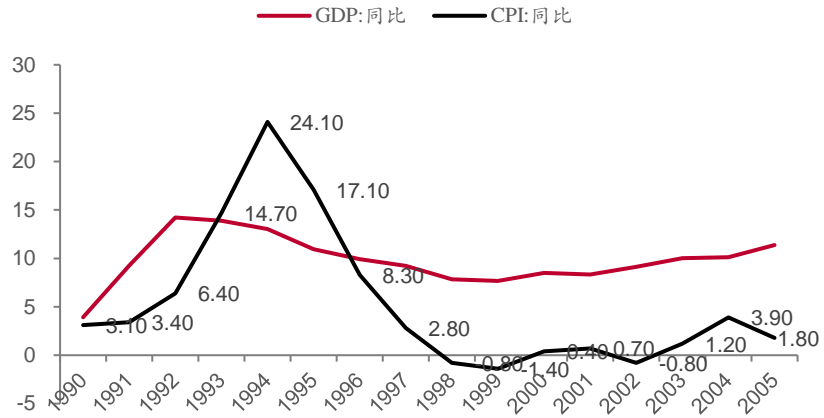


资料来源：WTO、创元研究

资料来源：WTO、创元研究

1998年-2002年：

图：GDP, CPI 同比 (%)

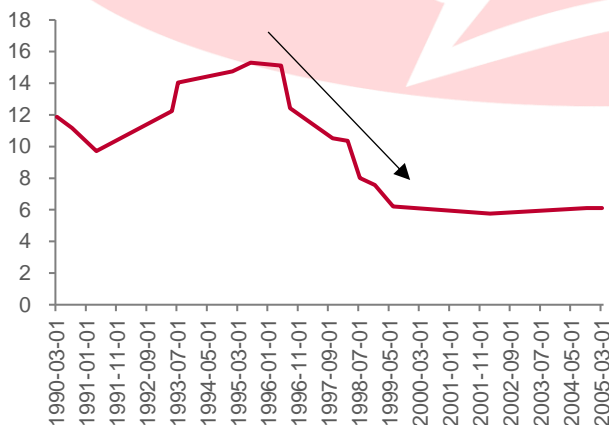


资料来源：中国人民银行、创元研究

1. 货币政策转松：降准降息

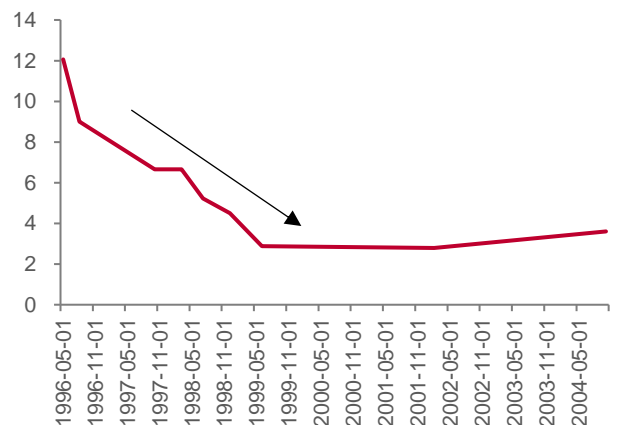
1998年GDP增速下滑至7.8%。为了保持经济稳定，政府将货币政策从“适度从紧”转为“稳健的货币政策”。期间（1998-2002年），存款准备金率下调700bp至1999年11月的6%，贷款利率累计下调675bp，同时存款利率也在层级下调。

图：1990-2005年：贷款利率：中长期贷款：5年以上 (%)



资料来源：同花顺、创元研究

图：1996-2005年：工商银行：存款利率：5年 (%)



资料来源：同花顺、创元研究

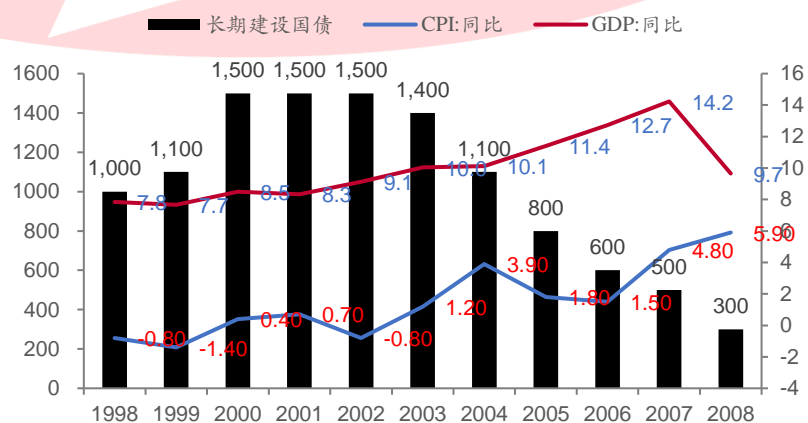
2. 财政政策发力：发长期建设国债搞基建投资

1998年初，政府工作报告设定的宏观调控目标是“经济增速8%”，政策基调转松，财政政策于1998年下半年开始发力。

1998年6月份，增发1000亿元长期建设国债（年利率为5.5%、期限为10年），并配以1000亿元以上的国有商业银行贷款，定向用于加快农林水利、交通、城市基础设施和环保、城乡电网建设与改造、中央直属储备粮库、经济适用住房6个方面的建设，确保我国经济8%增长任务的完成。此后1999-2002年分别增发1100, 1500, 1500, 1500亿元长期建设国债，投向领域略有差异。自2003年开始，随着经济的修复和财政收入的增长，年均发行规模开始逐年缩减，2003至2008年，共发行了4700亿元，财政政策由积极转向稳健。2008年后政府工作报告不再提及长期建设国债。总体看，1998-2002年间累计投放6600亿元，占GDP比重在1.2%-1.5%不等。

同年8月，财政部又向四大国有独资商业银行发行了2700亿元长期特别国债（期限为30年、年利率为7.2%），所筹集的资金全部用于补充国有独资商业银行资本金，以提高我国四大行资本金，使其满足《巴塞尔协议》关于资本充足率的要求，同时解决因频繁出现的坏账问题而对我国银行体系带来的冲击。

图：长期建设国债发行与经济增速



资料来源：同花顺、创元研究

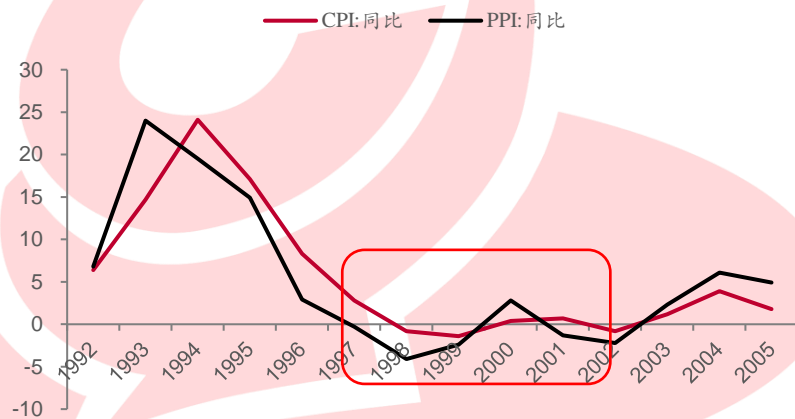
政策成效：宽货币向宽信用传导不畅，财政发力托底经济

宽松的货币政策并没有带来实体部门大幅加杠杆，尤其是企业部门，杠杆率偏高以及利润下滑的背景下，同时银行坏账率高企，严监管下银行惜贷，叠加产能过剩，企业利润率不高，导致企业部门杠杆率由1998年的95.6%仅小幅抬升2个百分点至2002年的97.8%，扩表维持谨慎。

同时宽松的货币政策对于居民消费及投资的提振作用也相对有限。2000年前后房改城镇化正起步，房价龟速上涨，投资属性不强。整体看，宽货币向宽信用的传导不畅。

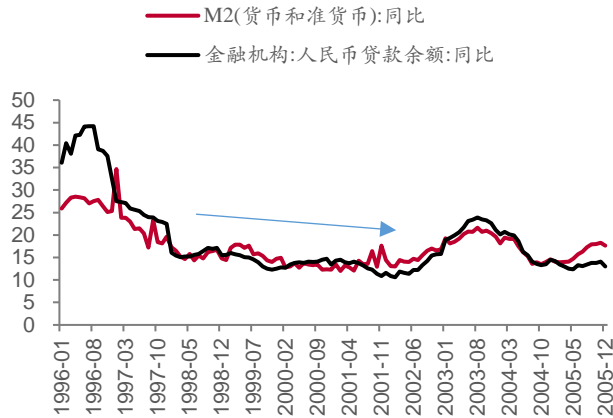
从货币及信贷增速看，M2及贷款增速并未显著提升。1998年至2002年间，M2(14.8%-16.8%)，贷款余额增速15.5%-15.8%，宽货币向宽信用传导不畅。

图：1992-2005年通胀(%)



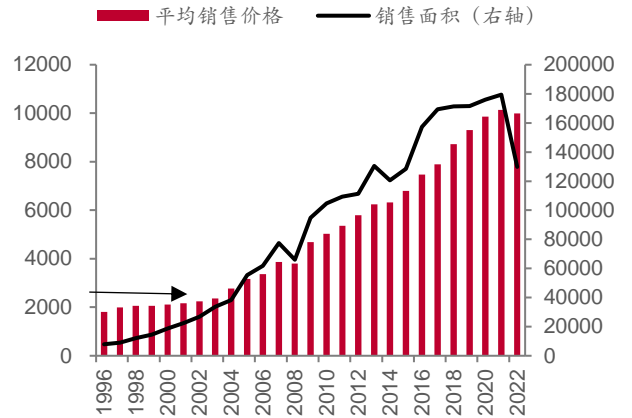
资料来源：国家统计局、创元研究

图：1996-2005 年货币及信贷增速 (%)



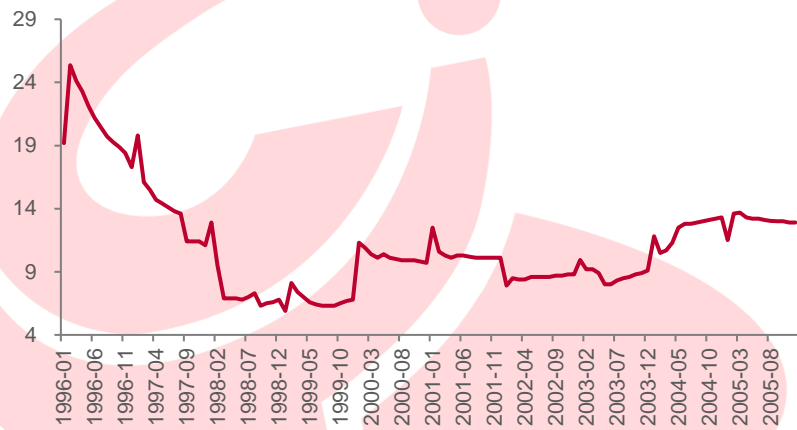
资料来源：同花顺、创元研究

图：商品房销售单价及面积 (元/平米, 万平米)



资料来源：同花顺、创元研究

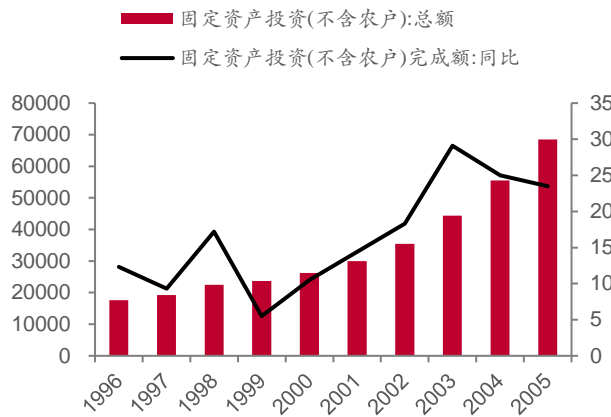
图：社会消费品零售总额：累计同比 (%)



资料来源：中国人民银行、创元研究

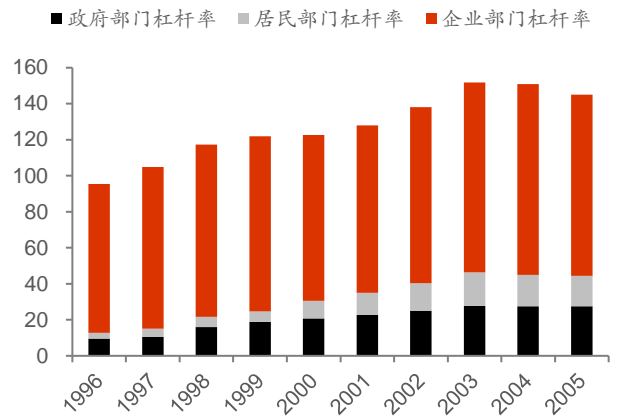
财政政策效果看，1998-2002 年间政府加杠杆（政府杠杆率 16%--25%），经济增速提升（GDP 7.9%--10%），固定资产投资在政府支持下稳步抬升（17.2%--18.3%），宽财政对经济起到托底作用。

图：1996年-2005年：固定资产投资



资料来源：同花顺、创元研究

图：1996年-2005年：杠杆率



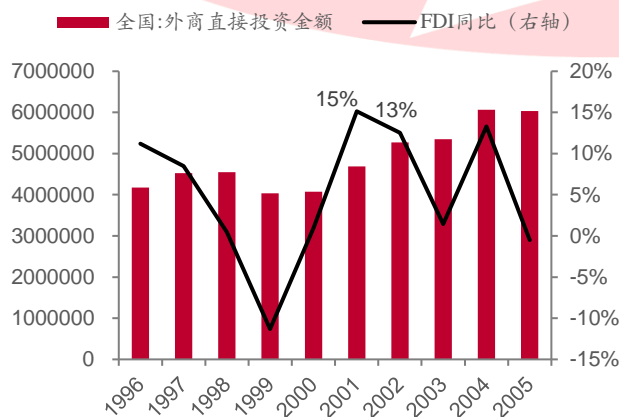
资料来源：同花顺、创元研究

3. 入世扩外需

2001年中国加入WTO，吸引大量外商直接投资。当年2001年，美国经济受互联网泡沫破裂冲击，增速下滑，“9·11”恐怖袭击事件对美国经济的打击雪上加霜。2001年世界货物出口总额为61964亿美元，同比下降4%，下降幅度为1982年以来最大的一年。我国2001年出口贸易额仍同比增长6.8%，2002年开始恢复高速增长。内需转外需，鼓励出口。

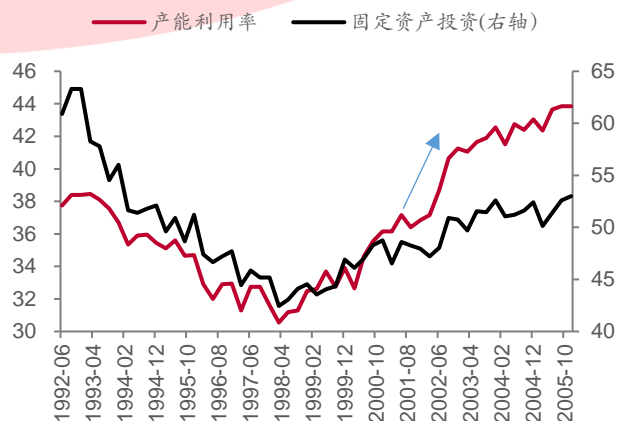
2001年至2002年间，外资直接投资增速超10%，2002年开始企业产能利用率大幅抬升，效率提升带动供给抬升，低生产成本推动商品价格下行。

图：FDI(万美元，%)



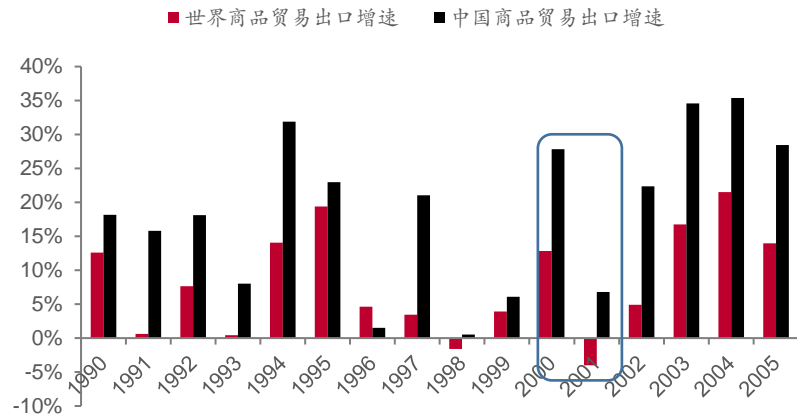
资料来源：同花顺、创元研究

图：5000户工业企业景气扩散指数



资料来源：同花顺、创元研究

图：商品贸易出口增速（%）



资料来源：WTO、创元研究

4. 总结：

内需没有明显起色的情况下，通胀水平仍维持在 0 值附近，1998 年-2002 年，CPI 分别为-0.8%，-1.4%，0.4%，0.7%，-0.8%；PPI 分别为-4.1%，-2.4%，2.8%，-1.3%，-2.2%。

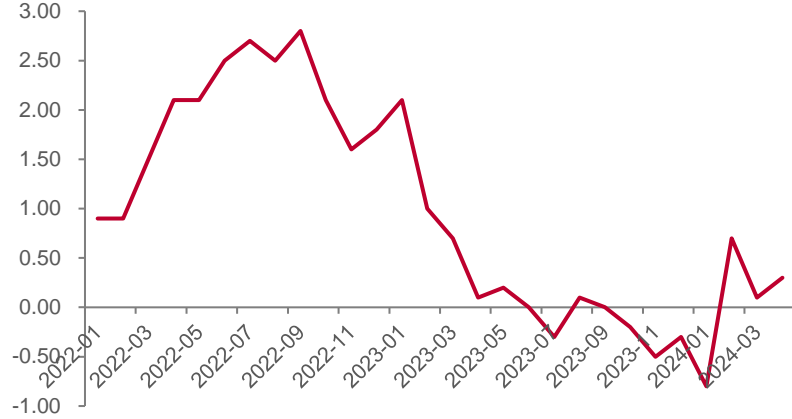
通缩成因：1998-1999 年，内外需求均走弱，内需因产能过剩，紧缩银根，收入下滑，外需因亚洲金融危机外溢，影响出口。

政策措施：宽货币（向宽信用传导有限），宽财政（基建托底经济），入世（打通内需转外需）

结果：宽财政托底经济增速，宽货币传导作用有限，入世后受到生产效率提升价格下行，但较为短暂，随后经济逐步步入正轨，物价水平快速回升。

2023 年至今

图：CPI:当月同比 (%)



资料来源：同花顺、创元研究

相似点：

1. 宽货币向宽信用传导不畅

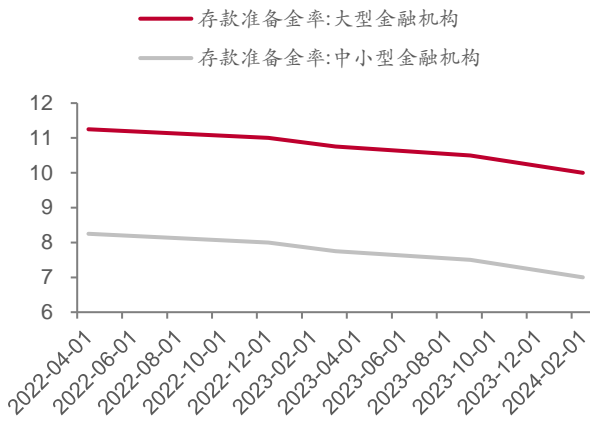
本轮宽货币：2023 年 5 月起至今，7 天期逆回购降息 20bp，MLF 降息 25bp，存款利率降 50bp，累计降准 10bp。力度不及上一轮，且在外部宏观环境施压，以及银行净息差压力下，宽货币空间有限。

上一轮难以传导到宽信用的原因：（1）坏账率高，银行惜贷（2）投资回报率（产能过剩，地产刚起步）

本轮难以传导到宽信用的原因：（1）存款定期化，资金空转（2）投资回报率（产能过剩，地产下行，股市下跌，缺少信用扩张载体）

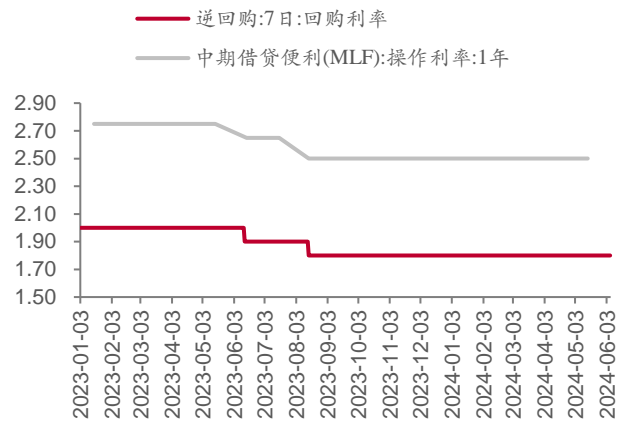
通胀偏低的情况下，宽货币的效用有限？

图：存款准备金率 (%)



资料来源：同花顺、创元研究

图：基准利率 (%)

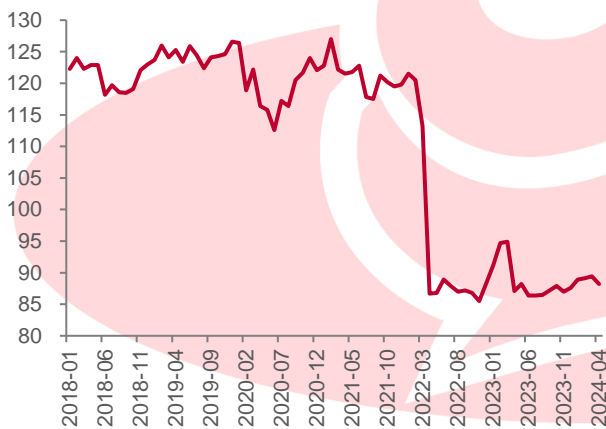


资料来源：同花顺、创元研究

2. 收入预期下滑导致需求疲软

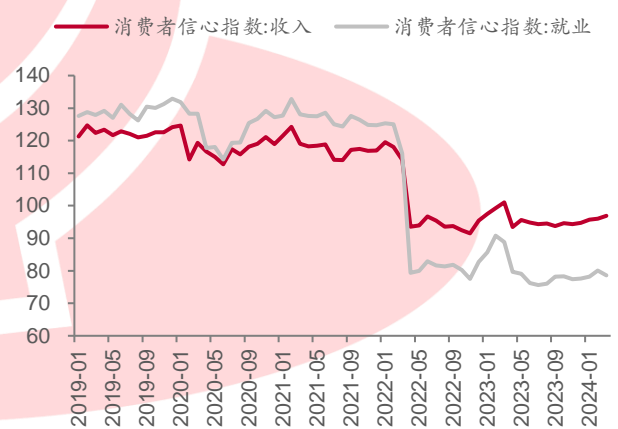
收入预期：1998年是国企下岗潮，2023年是疫情后的冲击，信心指数下台阶后持续低位。两轮原因不同，结果相似。

图：消费者信心指数 (%)



资料来源：同花顺、创元研究

图：收入及就业信心指数 (%)



资料来源：同花顺、创元研究

不同点：

1. 内需疲软的解决方式：

2002年后地产起步，居民企业加杠杆，加入WTO带动出口提速，实现内需转外需；

2023年后等待新质生产力发力，“房地产-土地财政-基建”的原有经济循

环模式难以为继，但当前的规模尚未弥补原有经济引擎的下行压力。

2. 内需疲软的解决能力：

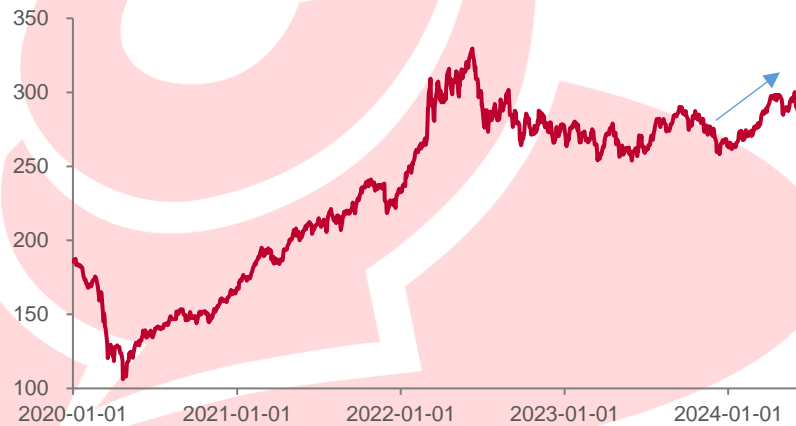
上一轮财政政策积极发力，连续数年增发超 1000 亿长期建设国债，占 GDP 比重超 1%。

本轮，财政发力偏慢，但后续力度可期。2023 年 10 月起增发 1 万亿国债，2024 年起发放 1 万亿超长特别国债（占 GDP 比重不足 1%），政策陆续出台下，对于基建等领域的支持有望逐步显现。

结论：

本轮低通胀与 1998-2002 年间存在较强相似度，当前我国财政发力在提速，且 2023 年底基数效应在显现，海外商品价格年内上涨，预计通胀水平将企稳回升，但是总需求偏弱的背景下，仍难以扭转“低通胀”预期。

图：CRB 商品价格指数（%）



资料来源：同花顺、创元研究

创元研究团队介绍:

许红萍，创元期货研究院院长，10年以上期货研究经验，5年以上专业的大宗商品、资产配置和研究团队投研一体化运营经验。擅长有色金属研究，曾在有色金属报、期货日报、文华财经、商报网等刊物上发表了大量研究论文、调研报告及评论文章；选获2013年上海期货交易所铝优秀分析师、2014年上海期货交易所有色金属优秀分析师（团队）。（从业资格号：F03102278）

廉超，创元期货研究院联席院长，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F03094491；投资咨询证号：Z0017395）

创元宏观金融组:

何焱，中国地质大学（北京）矿产普查与勘探专业硕士，专注宏观和贵金属的大势逻辑判断，聚焦多方因素对贵金属行情的综合影响。（从业资格号：F03110267）

金芸立，国债期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注宏观与利率债研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205；投资咨询证号：Z0019187）

创元有色金属组:

夏鹏，三年产业龙头企业现货背景，多年国内大型期货公司及国内头部私募投资公司任职经验，善于从产业基本面和买方交易逻辑角度寻找投资机会。（从业资格号：F03111706）

田向东，铜期货研究员，天津大学工程热物理硕士，专精铜基本面深度分析，擅长产业链上下游供需平衡测算与逻辑把握。（从业资格号：F03088261；投资咨询证号：Z0019606）

李玉芬，致力于铝、氧化铝、锡品种的上下游分析，注重基本面判断，善于发掘产业链的主要矛盾。（从业资格号：F03105791）

吴开来，中国地震局工程力学研究所结构工程专业硕士，本科清华大学土木工程专业，从事铅锌产业链基本面分析。（从业资格号：F03124136）

余烁，中国科学技术大学管理科学与工程专业硕士，专注于上游锂资源和中下游新能源产业链，从基本面出发，解读碳酸锂市场的供需关系、价格波动及影响因素。（从业资格号：F03124512）

创元黑色建材组:

陶锐，黑色建材组组长、黑色产业链研究员，重庆大学数量经济学硕士，曾任职于某大型期货公司黑色主管，荣获“最佳工业品期货分析师”。（从业资格号：F03103785；投资咨询证号：Z0018217）

韩涵，奥克兰大学专业会计硕士，专注纯碱及玻璃上下游分析和基本面逻辑判断。（从业资格号：F03101643）

安帅澎，伦敦大学玛丽女王学院金融专业硕士，专注钢材上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03115418）

创元能源化工组:

高赵，能源化工组组长、聚烯烃期货研究员，英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。专注多维度分析PE、PP等化工品，善于把握行情演绎逻辑。（从业资格号：F3056463；投资咨询证号：Z0016216）

白 虎，从事能源化工品行业研究多年，熟悉从原油到化工品种产业上下游情况，对能源化工行业发展有深刻的认识，擅长通过分析品种基本面强弱、边际变化等，进行月间套利、强弱对冲。曾任职于大型资讯公司及国内知名投资公司。（从业资格号：F03099545）

常 城，PX-PTA 期货研究员，东南大学硕士，致力于 PX-PTA 产业链基本面研究。（从业资格号：F3077076；投资咨询证号：Z0018117）

杨依纯，四年以上商品研究经验，深耕硅铁锰硅、涉猎工业硅，并致力于开拓氯碱产业链中的烧碱分析，注重基本面研究。（从业资格号：F3066708）

母贵煜，同济大学管理学硕士，专注甲醇、尿素上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03122114）

创元农副产品组：

张琳静，农副产品组组长、油脂期货研究员，期货日报最佳农副产品分析师，有 10 年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。（从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616）

再依努尔·麦麦提艾力，毕业于上海交通大学，具有商品期货量化 CTA 研究经验，致力于棉花基本面研究，专注上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03098737）

陈仁涛，苏州大学金融专业硕士，专注玉米、生猪上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03105803）

赵玉，澳国立大学金融专业硕士，专注大豆上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03114695）

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归



分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	15013598120	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68293392	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-59575689	北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013)
北京第二分公司	010-68002268	北京市海淀区蓝靛厂东路 2 号院 2 号楼 (金源时代商务中心 2 号楼) 7 层 1 单元 (A 座) 8G (100089)
上海分公司	021-68409339	中国 (上海) 自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
上海第二分公司	021-61935298	中国 (上海) 自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 510、512 室 (200127)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-88077993	杭州市上城区五星路 198 号瑞晶国际商务中心 2404 室 (310016)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香泰公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区江东中路 229 号 1 幢 605-606 室 (210019)
山东分公司	0531-88755581	中国 (山东) 自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151416	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐市经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国 (四川) 自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-7985866	山东省淄博市张店区房镇镇北京路与华光路交叉口西南角鼎成大厦 25 层 2506 室 (255090)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316 (450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室 (226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市梁溪路 51-1501 (214000)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 18 号星海凯尔顿广场 6 幢 104 (215505)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区开平路 4088 号东太湖商务中心 1 幢 108-602 (215299)