

宏观经济研究（2011年6月）

紧缩周期持续长度及经济增速波动的历史比较

刘朝晖 分析师

电话：020-87555888-8666

eMail: lzh8@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511020003

制造业 PMI 指数显示工业生产扩张动力继续减弱，但居民消费物价 CPI 同比增幅继续走高，因此，当前紧缩周期何时结束成为各界关注的焦点。把当前紧缩周期和历史上的紧缩周期进行对比研究或有助于我们认识当前的紧缩周期，并估测其持续长度。和当前紧缩周期时间上最靠近的两轮紧缩周期分别发生在 2004-2005 年以及 2007-2008 年。我们用 M2 增速-GDP 增速-CPI 增速作为衡量货币供应相对于实体经济偏紧程度的一个指标，如果这一指标低于 2%，我们认为货币政策进入紧缩周期，如果这一数值越小，或成为负值，则表明货币政策偏紧程度较深。根据这一标准，我们看到，2004-2005 年紧缩周期中，货币政策进入 M2 增速-GDP 增速-CPI 增速<2%的偏紧区间持续了 4 个季度，经济减速持续两个季度，紧缩周期结束时，季度 CPI 同比增幅低于 3%。2007-2008 年紧缩周期中，货币政策进入 M2 增速-GDP 增速-CPI 增速<2%的偏紧区间持续了 7 个季度，经济减速持续 7 个季度，紧缩周期结束时，季度 CPI 同比增幅也低于 3%。今年一季度，M2 增速-GDP 增速-CPI 增速为 1.9%，进入低于 2%的偏紧区间，二季度这一指标将低于 1%，紧缩程度加深。而当前呈现食品和非食品价格涨幅双双上升的全面通胀特征，与 2007-2008 年通胀格局相类似，总体形势明显较 2004-2005 年结构性通胀复杂，而今年第四季度 CPI 同比增幅可能还在 3%甚至 4%以上，从历史对比角度来看，我们预期本轮货币政策紧缩周期或持续至年底，而持续的紧缩将导致经济减速压力加大。

紧缩周期持续长度的历史比较

2004 年 2 季度，CPI 同比增幅为 4.4%，M2 增速-GDP 增速-CPI 增速由 1 季度的 5.9%降至 0.4%，货币政策进入紧缩周期。紧缩周期持续 4 个季度至 2005 年 1 季度。2005 年 2 季度，CPI 同比增幅由 2004 年 3 季度 5.3%峰值降低至 1.7%，M2 增速-GDP 增速-CPI 增速由上季度的 0%回升至 3.1%，紧缩周期结束。2007 年 1 季度，CPI 同比增幅为 2.7%，M2 增速-GDP 增速-CPI 增速由上季度的 2.5%降至 0.6%，进入紧缩周期。紧缩周期持续 7 个季度至 2008 年 3 季度。2008 年 4 季度，CPI 同比增幅由 2008 年 1 季度 8.0%峰值降低至 2.5%，M2 增速-GDP 增速-CPI 增速由上季度的 0.3%回升至 7.7%，紧缩周期结束。

紧缩周期经济减速幅度的历史比较

2004-2005 年紧缩周期中，经济减速滞后于货币信贷紧缩一个季度，经济减速持续两个季度，货币信贷紧缩导致经济减速的时间次序关系明显。2004 年 3 季度，经济增速由 2 季度的 11.4%降低至 9.7%，并进一步降至 4 季度的 8.9%，经济减速幅度为 22%。2007-2008 年紧缩周期中，经济减速滞后于货币信贷紧缩两个季度，经济减速持续 7 个季度，经济增速由 2007 年 2 季度的 15%降至 2009 年 1 季度的 6.6%，经济减速幅度为 56%。

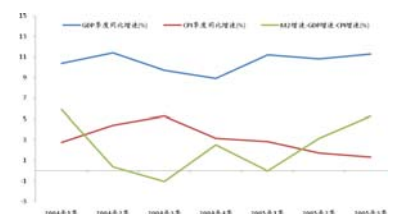
2011 年 5 月份经济数据

工业增加值增速(%)	13.3
CPI 同比增速(%)	5.5
投资增速(%)	26.7
消费增速(%)	16.9
出口增速(%)	19.4

各季度 M2 增速-GDP 增速-CPI 增速(%)



2004-2005 紧缩周期中季度 GDP、CPI 同比增速及 M2 增速-GDP 增速-CPI 增速走势对比



2007-2008 紧缩周期中季度 GDP、CPI 同比增速及 M2 增速-GDP 增速-CPI 增速走势对比



制造业PMI指数显示工业生产扩张动力继续减弱，但居民消费物价CPI同比增幅继续走高，因此，当前紧缩周期何时结束成为各界关注的焦点。把当前紧缩周期和历史上的紧缩周期进行对比研究或有助于我们认识当前的紧缩周期，并估测其持续长度。和当前紧缩周期时间上最靠近的两轮紧缩周期分别发生在2004-2005年以及2007-2008年。我们用M2增速-GDP增速-CPI增速作为衡量货币供应相对于实体经济偏紧程度的一个指标，如果这一指标低于2%，我们认为货币政策进入紧缩周期，如果这一数值越小，或成为负值，则表明货币政策偏紧程度较深。根据这一标准，我们看到，2004-2005年紧缩周期中，货币政策进入M2增速-GDP增速-CPI增速<2%的偏紧区间持续了4个季度，经济减速持续两个季度，紧缩周期结束时，季度CPI同比增幅低于3%。2007-2008年紧缩周期中，货币政策进入M2增速-GDP增速-CPI增速<2%的偏紧区间持续了7个季度，经济减速持续7个季度，紧缩周期结束时，季度CPI同比增幅也低于3%。今年一季度，M2增速-GDP增速-CPI增速为1.9%，进入低于2%的偏紧区间，二季度这一指标将低于1%，紧缩程度加深。而当前呈现食品和非食品价格涨幅双双上升的全面通胀特征，与2007-2008年通胀格局相类似，总体形势明显较2004-2005年结构性通胀复杂，而今年第四季度CPI同比增幅可能还在3%甚至4%以上，从历史对比角度来看，我们预期本轮货币政策紧缩周期或持续至年底，而持续的紧缩将导致经济减速压力加大。

图 1: 季度 GDP 和 CPI 同比增幅 (%)

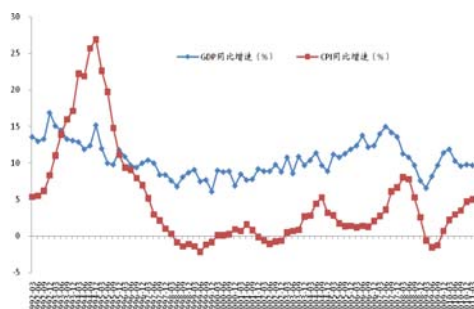


图 2: 各季度 M2 增速-GDP 增速-CPI 增速 (%)



数据来源: wind 数据, 广发证券发展研究中心

图 3: 制造业 PMI 和工业增加值同比增速 (%)

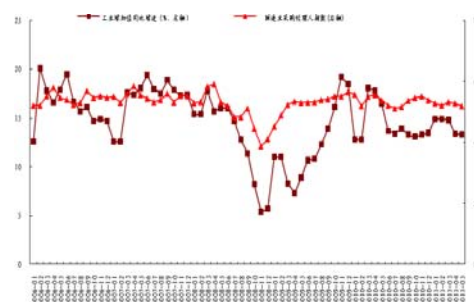
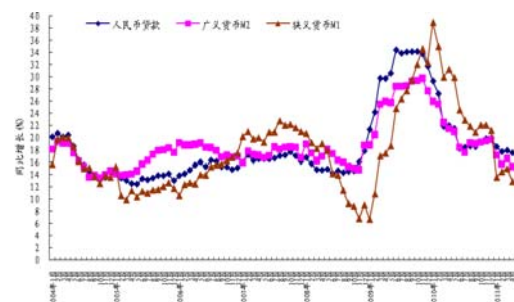


图 4: 各月广义货币 M2 同比增速 (%)



数据来源: wind 数据