

## 中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：范若滢 中国银行研究院  
电话：010 - 6659 2780

签发人：陈卫东  
审稿：周景彤 梁婧  
联系人：刘晨  
电话：010 - 6659 4264

\* 对外公开  
\*\* 全辖传阅  
\*\*\* 内参材料

## 我国输入性通胀压力的 定量测算、影响分析与应对建议\*

在能源粮食价格不断上涨、全球供应链恢复缓慢等因素影响下，我国面临的输入性通胀压力明显增大。通过定量测算发现，截至 2022 年一季度末，在直接传导情形下输入性通胀对我国 PPI、CPI 同比涨幅的抬升作用分别约为 0.98 个和 0.43 个百分点，在间接传导情形下则分别约为 4.92 个和 1.69 个百分点。分情景预测下，未来输入性通胀可能将进一步抬高我国物价水平。需要高度关注输入性通胀给经济运行造成的影响，包括企业经营困难进一步增大、粮食稳定与安全面临更大挑战、金融市场波动加大等。建议做好相关政策应对，多措并举改善企业经营环境，降低企业综合成本；重点关注大宗商品价格变化，加强能源安全、粮食安全建设；做好市场预期管理和流动性管理的前瞻性准备；货币政策把握稳增长与稳物价间的平衡，加大发挥结构性工具的作用。

## 我国输入性通胀压力的定量测算、影响分析与应对建议

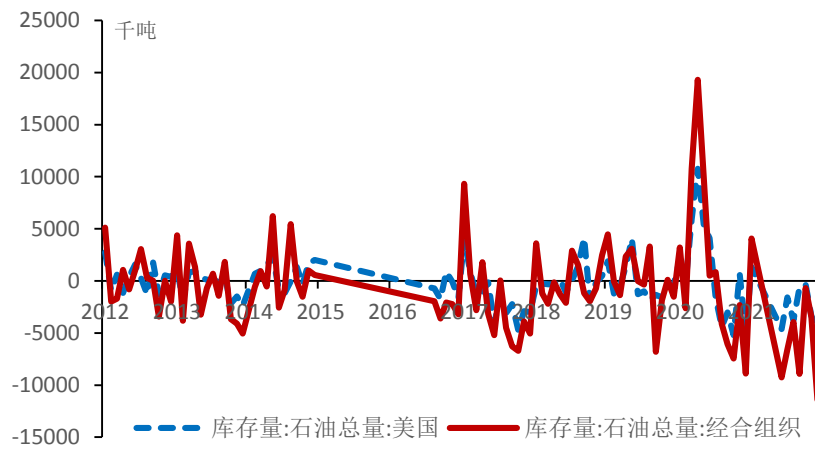
在能源粮食价格不断上涨、全球供应链恢复缓慢等因素影响下，我国面临的输入性通胀压力明显增大。通过定量测算发现，截至 2022 年一季度末，在直接传导情形下输入性通胀对我国 PPI、CPI 同比涨幅的抬升作用分别约为 0.98 个和 0.43 个百分点，在间接传导情形下则分别约为 4.92 个和 1.69 个百分点。分情景预测下，未来输入性通胀可能将进一步抬高我国物价水平。需要高关注输入性通胀给经济运行造成的影响，包括企业经营困难进一步增大、粮食稳定与安全面临更大挑战、金融市场波动加大等。建议做好相关政策应对，多措并举改善企业经营环境，降低企业综合成本；重点关注大宗商品价格变化，加强能源安全、粮食安全建设；做好市场预期管理和流动性管理的前瞻性准备；货币政策把握稳增长与稳物价间的平衡，加大发挥结构性工具的作用。

### 一、我国面临的输入性通胀压力增大

2022 年以来，全球通胀水平进一步攀升，3 月份美国 CPI 同比上涨 8.5%，创近 40 年来新高；欧元区 CPI 同比上涨 7.5%，创新历史新高。我国物价虽然整体稳定，但面临的输入性通胀压力明显增大。

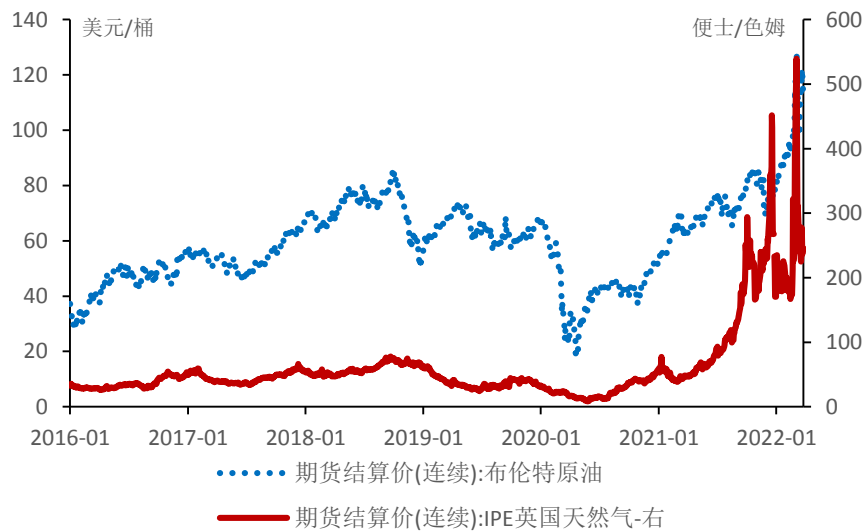
**第一，受俄乌冲突、库存较低等因素影响，能源价格持续攀升。**疫情后全球能源供需缺口持续扩大，天然气、原油等能源库存持续处于历史低位。今年以来，俄乌冲突升级进一步加剧能源供需矛盾，美国、加拿大已经宣布禁止从俄罗斯进口能源，欧盟正采取措施降低对俄罗斯能源依赖。俄罗斯是全球第二大原油和第四大天然气出口国，这导致全球能源供给格局正在发生转变，原油、天然气价格再度出现大幅攀升，截至 2022 年 4 月底，布伦特原油、IPE 英国天然气期货结算价分别同比上涨了 62.29% 和 281.34%。未来美、欧对俄制裁的外溢影响将持续发酵，其它国家为避免遭受制裁影响将逐渐减少进口俄罗斯能源，越来越多的跨国石油公司将退出俄罗斯市场。叠加 OPEC+ 成员国剩余产能有限，预计今年能源价格将大概率保持高位。

图 1：经合组织与美国石油库存变化



资料来源：IEA，中国银行研究院

图 2：2022 年以来原油、天然气价格再度大幅攀升

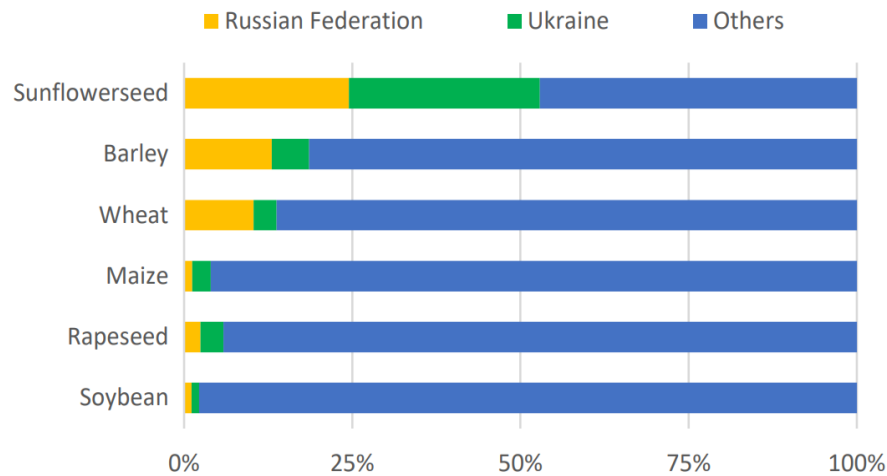


资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，全球粮食短缺担忧加剧，粮食价格大幅上涨。俄乌冲突对两国玉米、小麦等粮食供给产生明显冲击，加剧全球粮食短缺担忧情绪。俄罗斯、乌克兰是全球重要粮食出口国，根据 UN Comtrade 数据，两国小麦和玉米合计出口量分别占约全球的 25% 和 16%。当前正值北半球农业春耕季节，军事冲突的影响导致乌克兰春耕受损，并且乌克兰已经宣布禁止燕麦、小米、小麦等农产品出口。2022 年 3 月份，联合国粮农组

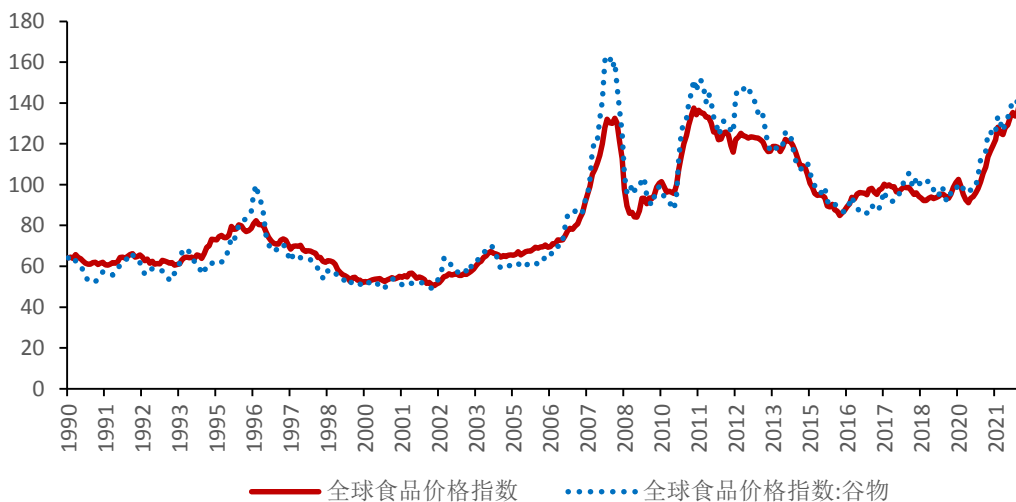
织发布的全球食品价格指数高达 159.3 点，刷新自指数编制以来的最高值，其中，国际小麦、玉米和植物油价格均创下历史新高。未来，考虑到拉尼娜气候引起巴西、美国等重要粮食产区出现大面积干旱给农业生产带来较大不确定性，以及全球农业贸易保护主义抬头部分国家实行粮食出口限制，预计全球粮食供需矛盾将加剧，粮食价格可能在下半年进一步上涨。

图 3：俄罗斯、乌克兰主要农产品全球占比



资料来源：FAO，中国银行研究院

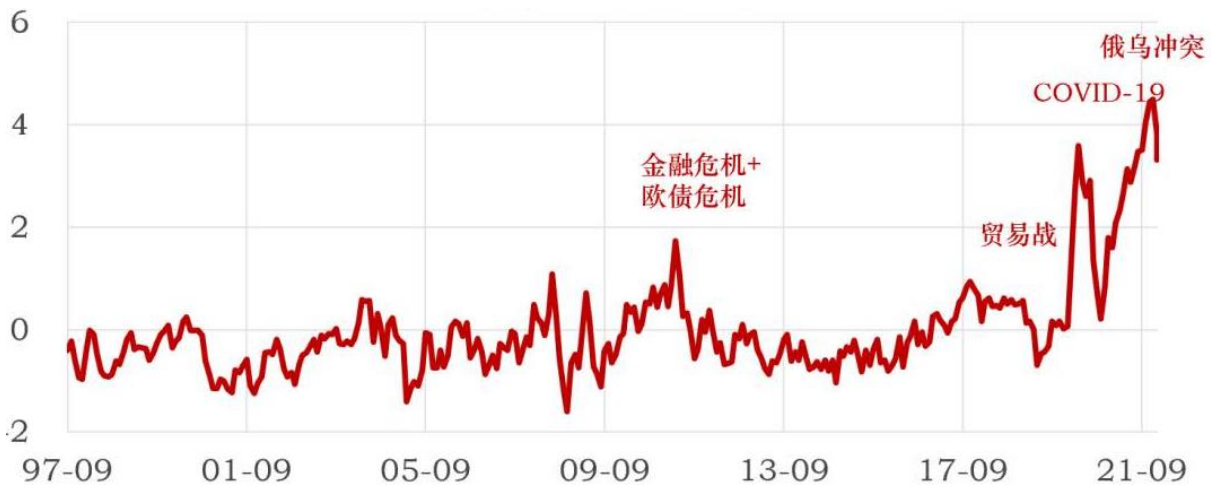
图 4：全球食品价格指数刷新历史记录



资料来源：FAO，中国银行研究院

第三，全球供应链恢复缓慢导致综合成本提高。全球疫情持续叠加地缘政治冲突，全球价值链面临的压力远超以往，全球供应链恢复进程缓慢。目前黑海地区多个港口宣布关闭，黑海航线基本处于中断状态。美国、加拿大、欧盟等主要经济体已经与俄罗斯互相关闭领空，英国、欧盟先后禁止俄罗斯船在其港口停靠。一系列禁飞、禁运制裁加大了全球供应链的脆弱性，导致国际物流价格进一步攀升。2022 年 3、4 月份，波罗的海干散货指数平均值分别为 2464 和 2137，明显高于 1、2 月份的 1760 和 1835。未来，俄乌冲突对全球政经格局的影响仍将持续，逆全球化趋势愈演愈烈，全球供应链面临深层次重构、恢复速度或将放缓。这意味着综合成本提高，将对全球通胀产生向上压力。

图 5：全球价值链压力指数持续攀升

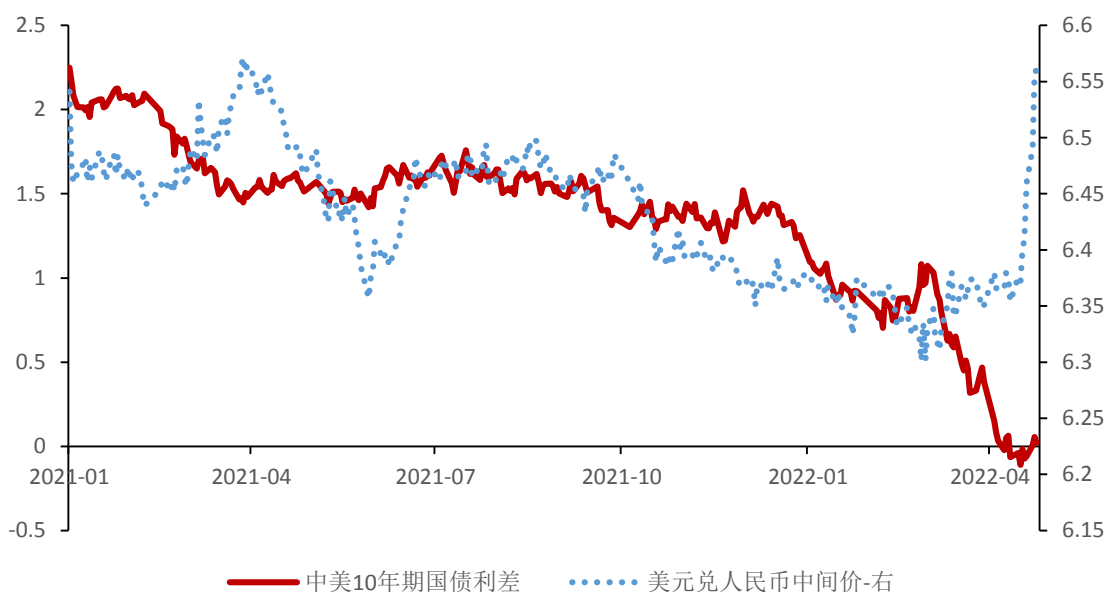


资料来源：CEIC，中国银行研究院

第四，人民币汇率贬值压力增大导致进口成本被动抬升。4 月以来，人民币出现加速贬值态势，美元兑人民币离岸汇率由 4 月初的 6.37 回落至 4 月底的 6.59，贬值幅度达 3.5%。本轮人民币贬值主要原因在于：一是由于美国加快收紧货币政策，中美利差出现罕见倒挂，降低外资持有人民币资产意愿。3 月以来，中美利差便呈现持续走窄趋势，4 月中旬以来更是出现罕见的“利率倒挂”现象。二是国内疫情形势严峻给经济运行带来更大不确定性。3 月以来，全国多地疫情反复，尤其是上海疫情较为严峻，给全国乃至全球产业链带来冲击，导致我国经济景气度明显走弱，影响市场预

期。4月25日，央行下调外汇存款准备金率，稳定了市场预期，缓解了人民币汇率过快贬值的风险。但预计今年人民币仍承受一定的贬值压力。一方面，美国高通胀背景下美联储货币政策大概率进一步收紧，美债收益率仍有进一步上涨空间，美元仍处于强势周期内；另一方面，我国经济下行压力依然较大，叠加出口贸易增速可能逐渐下滑，未来贸易顺差对人民币的支撑将转弱。

图6：中美利差与人民币汇率



资料来源：Wind，中国银行研究院

## 二、对输入性通胀的定量测算

### （一）输入性通胀直接抬升 PPI 涨幅中枢

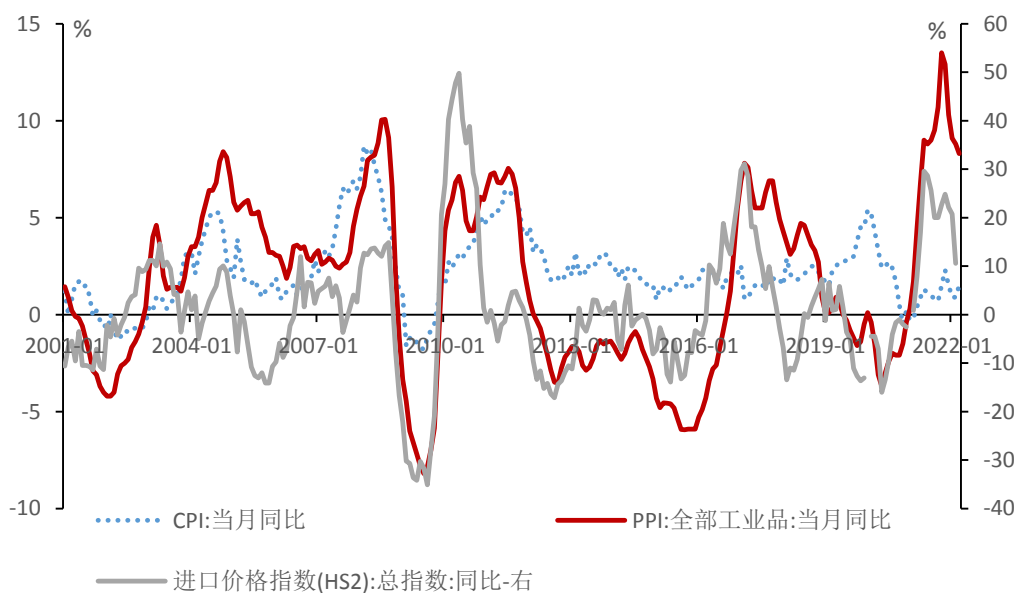
我国的进口商品结构以原料、机械及运输设备等生产资料产品为主，终端消费品占比相对较低。2021年，非食用原料和矿物原料、机械及运输设备的进口占我国进口总额的比重分别为30.97%和37.44%。因此，输入性通胀对我国PPI影响更为明显。从历史上进口价格指数与PPI、CPI的走势也能发现，进口价格指数与PPI涨幅变化一致性更高。

表 1: 我国进口商品结构(亿美元)

指标名称	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
初级产品	4730	4402	5771	7016	7289	6771	9771
食品及活动物	505	491	543	648	807	982	1228
饮料及烟类	58	61	70	77	77	62	76
非食用原料(燃料除外)	2105	2019	2602	2722	2851	2945	4282
矿物燃料、润滑油及有关原料	1988	1763	2478	3492	3461	2675	4038
动植物油、脂及蜡	75	67	77	78	94	106	146
工业制品	12089	11473	12639	14340	13435	13785	17105
化学成品及有关产品	1713	1640	1937	2237	2188	2133	2640
按原料分类的制成品	1333	1218	1351	1515	1400	1683	2100
机械及运输设备	6834	6579	7348	8395	7865	8286	10059
杂项制品	1347	1260	1342	1438	1442	1460	1701
未分类的商品及交易品	861	774	661	756	540	223	604
进口总金额	16796	15879	18438	21357	20784	20660	26868

资料来源: 商务部, 中国银行研究院

图 7: 进口价格指数与 PPI、CPI 变化趋势



资料来源: Wind, 中国银行研究院

进一地，计算输入性通胀压力对 PPI 涨幅的影响。首先，我们根据行业进口依赖度和各行业 PPI 权重，可计算出不同行业的进口价格变化对 PPI 的影响。计算数据显示，计算机通信设备制造业、有色金属冶炼、化学原料及化学制品、汽车制造和石油天然气开采等行业进口价格变化对 PPI 影响较高。一方面，部分行业 PPI 权重较高，如计算机通信设备制造业 PPI 权重达 11.56%；另一方面，部分行业进口依赖度较大，如石油和天然气开采业进口依赖度高达 58.35%。其次，我们再结合不同行业 PPI 进口价格指数变化可计算出不同行业进口价格变化对整体 PPI 涨幅的影响。计算数据显示，2022 年以来，大宗商品相关行业的进口价格指数同比上涨较为明显，煤炭开采业、石油和天然气开采业、石油煤炭加工业进口价格指数同比涨幅分别达 109.77%、88.45% 和 48.51%。综合所有行业初步计算得，截至 2022 年一季度末，输入性通胀对我国 PPI 同比涨幅的抬升作用约为 0.98 个百分点。

表 2：各行业进口价格对 PPI 影响计算

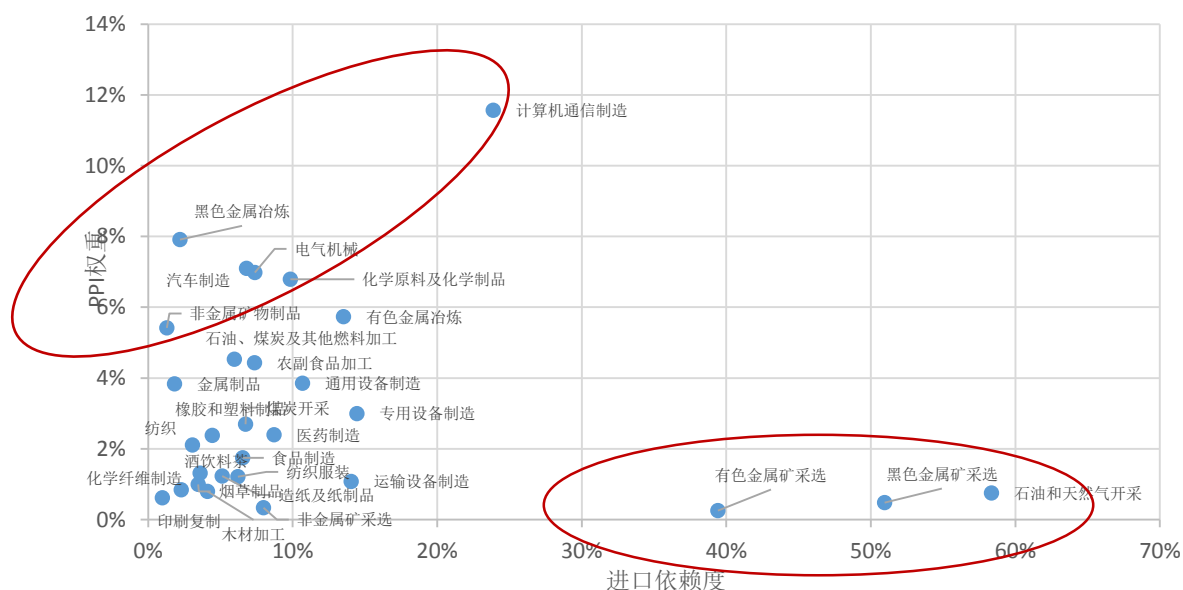
指标名称	进口依赖度 (%)	PPI 权重 (%)	进口价格指数涨幅 (%)	对 PPI 影响 (百分点)
煤炭开采	6.74	2.69	109.77	0.20
石油和天然气开采	58.35	0.75	88.45	0.38
黑色金属矿采选	50.96	0.48	-54.56	-0.13
有色金属矿采选	39.42	0.25	-12.88	-0.01
非金属矿采选	7.99	0.33	-3.04	0.00
农副食品加工	7.35	4.43	26.01	0.08
食品制造	6.55	1.74	18.02	0.02
酒饮料茶	3.60	1.31	-6.74	0.00
烟草制品	3.47	0.99	-32.51	-0.01
纺织	3.06	2.10	8.01	0.01
纺织服装	6.21	1.21	2.21	0.00
木材加工	4.11	0.79	21.43	0.01
造纸及纸制品	5.12	1.23	18.64	0.01
印刷复制	0.99	0.61	53.16	0.00
石油、煤炭等燃料加工	5.96	4.53	48.51	0.13
化学原料及化学制品	9.85	6.79	6.55	0.04
医药制造	8.70	2.40	6.83	0.01
化学纤维制造	2.30	0.84	22.09	0.00



橡胶和塑料制品	4.44	2.37	-2.79	0.00
非金属矿物制品	1.30	5.42	16.32	0.01
黑色金属冶炼	2.20	7.91	-2.49	0.00
有色金属冶炼	13.51	5.73	-6.79	-0.05
金属制品	1.82	3.83	-3.03	0.00
通用设备制造	10.68	3.85	0.72	0.00
专用设备制造	14.44	2.99	-7.69	-0.03
汽车制造	6.80	7.09	-10.63	-0.05
运输设备制造	14.04	1.07	-10.63	-0.02
电气机械	7.38	6.98	5.44	0.03
计算机通信制造	23.88	11.56	12.46	0.34
电力、热力生产和供应	0.03	6.42	27.42	0.00
燃气生产和供应	0.00	0.96	27.42	0.00
水的生产和供应	0.00	0.33	27.42	0.00
总和				0.98

资料来源：中国银行研究院

图 8：不同行业进口依赖度与 PPI 权重情况



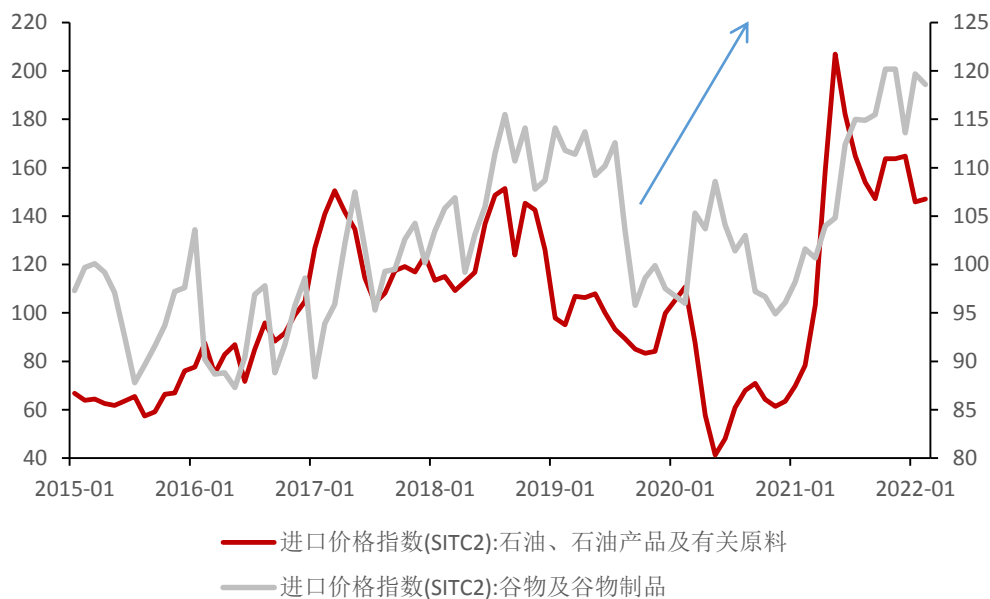
注：各行业进口依赖度根据 2018 年中国投入产出表计算所得，表中相关商品分类与行业分类由作者手动进行匹配；各行业 PPI 权重用主营业务收入比重计算得到。

资料来源：中国银行研究院

## （二）带动 CPI 涨幅小幅抬升

输入性通胀压力对 CPI 的直接影响主要通过粮食、能源两个方面体现出来，分别对应 CPI 结构中的“食品烟酒-粮食”和“交通和通信-交通工具用燃料”子项目。通过对 CPI 结构权重进行分解可知，粮食和交通工具用燃料分别占 CPI 的 2.9%和 2%左右。根据进口依存度=进口量/（产量+进口量-出口量）测算，2021 年我国粮食和能源的进口依存度分别为 19.5%和 19.1%左右。再结合二者的进口价格指数变化情况，可计算出 2022 年 3 月份进口粮食价格变化推动 CPI 涨幅约 0.09 个百分点，进口能源价格变化推动 CPI 涨幅约 0.34 个百分点。综合来看，输入性通胀压力直接推动了 CPI 涨幅约 0.43 个百分点。

图 9：谷物与能源进口价格指数明显上升



资料来源：Wind，中国银行研究院

## （三）间接传导影响

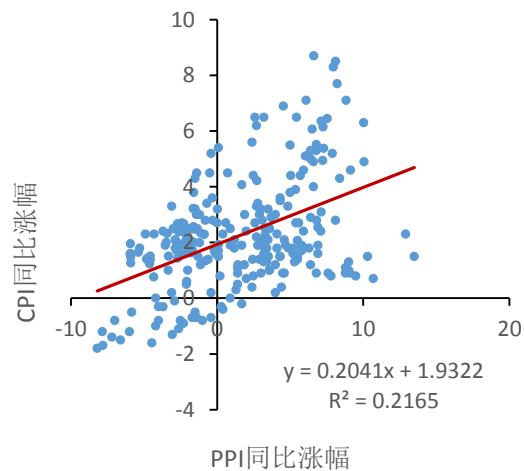
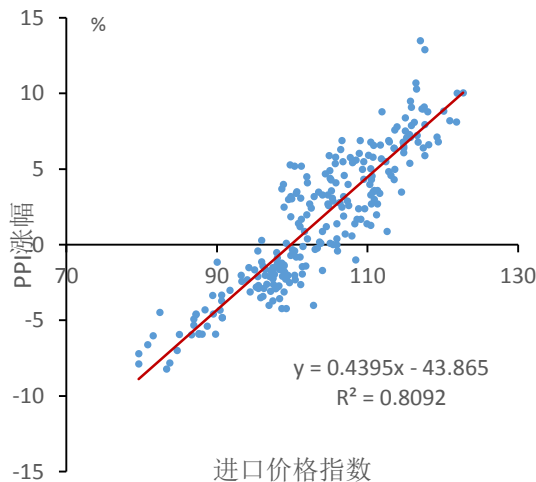
由于物价传导过程涉及环节较多、影响因素复杂，因此，我们通过数据回归模型来测算输入性通胀对我国物价的间接影响。其一，进口商品价格变化会通过多种渠道反映到 PPI 整体涨幅当中，我们通过对 2001 年 1 月-2022 年 3 月的进口价格指数和

PPI 同比涨幅数据进行回归，来测算输入性通胀对我国 PPI 的整体影响。二者回归模型为： $PPI_t = -43.865 + 0.4395IMP_t + \varepsilon_t$ 。模型中 IMP（进口价格）的估计系数为 0.4395，表明 2001 年以来进口商品价格变化平均约有 44% 向我国 PPI 传导。据此测算，2022 年 3 月份输入性通胀推动了 PPI 同比涨幅约 4.92 个百分点。

其二，还需要进一步考虑物价上下游间的传导对 CPI 涨幅的推升作用。我们对 2001 年 1 月-2022 年 3 月的 PPI 和 CPI 同比涨幅数据进行回归，来衡量 PPI 对 CPI 的整体传导效率。二者回归模型为： $CPI_t = 1.9322 + 0.2041PPI_t + \varepsilon_t$ 。模型中 PPI 的估计系数为 0.2041，表明 2001 年以来我国 PPI 变化平均约有 20% 向同期的 CPI 传导，二者同步性并不高。据此测算，2022 年 3 月份由物价上下游传导推动了 CPI 同比涨幅约 1.69 个百分点。但事实上，2022 年 3 月份我国 CPI 实际涨幅仅 1.5%，这既与猪肉价格大幅下跌产生的负向作用有关，也与国内需求持续恢复缓慢有关。国内新一轮疫情对国内需求造成明显冲击，3 月消费同比下降 3.5%，需要高度关注。

图 10：进口价格指数与 PPI 相关性

图 11：PPI 与 CPI 相关性



资料来源：中国银行研究院

#### （四）未来输入性通胀压力的预判

通过前文所用测算方法，我们对未来输入性通胀压力对 PPI 涨幅影响进行预判。综合考虑未来国际能源和粮食价格的走势，分三种情形进行预测：第一，激进情形下

未来国际原油、粮食价格进一步较明显攀升（此处假设油价未来继续上涨 15%左右、粮价继续上涨 20%左右<sup>1</sup>），直接传导下输入性通胀对我国 PPI、CPI 同比涨幅的抬升作用分别约为 0.71 个和 0.38 个百分点，在间接传导下则分别约为 5.21 个和 1.06 个百分点；第二，中性情形下未来国际原油、粮食价格保持在当前水平高位震荡，直接传导下输入性通胀对我国 PPI、CPI 同比涨幅的抬升作用分别约为 0.52 个和 0.23 个百分点，在间接传导下则分别约为 3.77 个和 0.77 个百分点；第三，保守情形下未来国际原油、粮食价格小幅回落（此处假设油价、粮价未来从高点回落 10%左右），直接传导下输入性通胀对我国 PPI、CPI 同比涨幅的抬升作用分别约为 0.26 个和 0 个百分点，在间接传导下则分别约为 1.88 个和 0 个百分点。

表 3：未来我国输入性通胀分情景研判

	PPI（百分点）		CPI（百分点）	
	直接传导	间接传导	直接传导	间接传导
激进情形	0.71	5.21	0.38	1.06
中性	0.52	3.77	0.23	0.77
保守	0.26	1.88	0	0

资料来源：中国银行研究院

### 三、关注输入性通胀给经济运行造成的影响

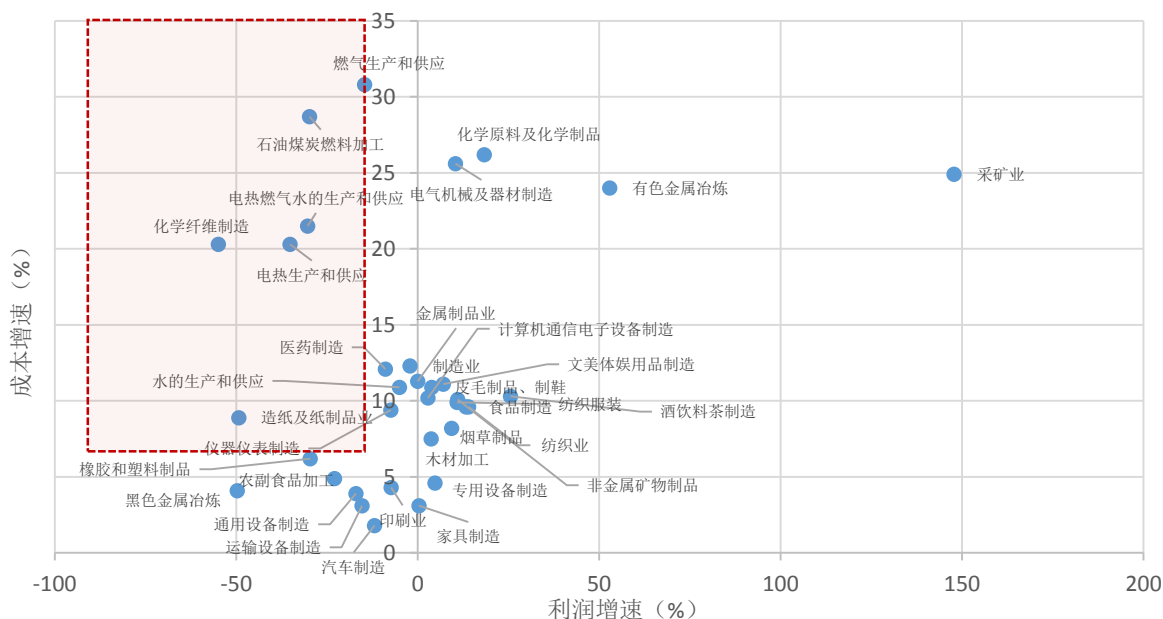
#### （一）原材料价格上涨增加企业成本，企业经营困难进一步增大

我国是全球主要大宗商品进口国，原料等生产资料产品在我国进口商品结构中占比较高。随着疫情以来全球大宗商品价格不断攀升，原料价格上涨已经成为企业面临的主要经营困难之一。此外，再叠加近期国内疫情反复以及内外需放缓等因素影响，企业经营活动预期转弱。2022 年一季度，我国工业企业利润同比增长仅 8.5%，较上年全年大幅下滑了 25.8 个百分点；工业企业亏损企业数量同比增长 9.5%，较上年全年上升了 4.9 个百分点。

<sup>1</sup> 根据高盛预测，2022 年下半年布伦特原油价格将涨至 125 美元/桶（4 月平均为 106 美元/桶）；根据联合国粮农组织预测，2022 年全球食品和饮料价格可能上涨 20%。

分行业来看，部分下游制造业行业以及原材料加工行业受到的影响较为明显。其一，上下游物价上涨不同步影响利润在不同行业间的分配，农副食品加工、造纸业及纸制品制造等中下游行业盈利空间出现明显收窄。其二，我国原材料加工行业面临的成本上涨压力最为直接，且行业技术含量不高、议价能力不强，导致石油煤炭燃料加工、化学纤维制造等行业出现利润下降的情况。此外，由于居民用电、用气价格受管控，原材料价格上涨导致出现气价倒挂，电热燃气生产与供应行业出现较大亏损。2022 年前 3 个月，石油煤炭燃料加工业、电热燃气生产与供应业、化学纤维制造业、造纸业及纸制品制造业成本增速分别为 28.7%、21.5%、20.3%和 8.9%，利润增速分别为-29.8%、-30.3%、-54.9%和-49.3%。

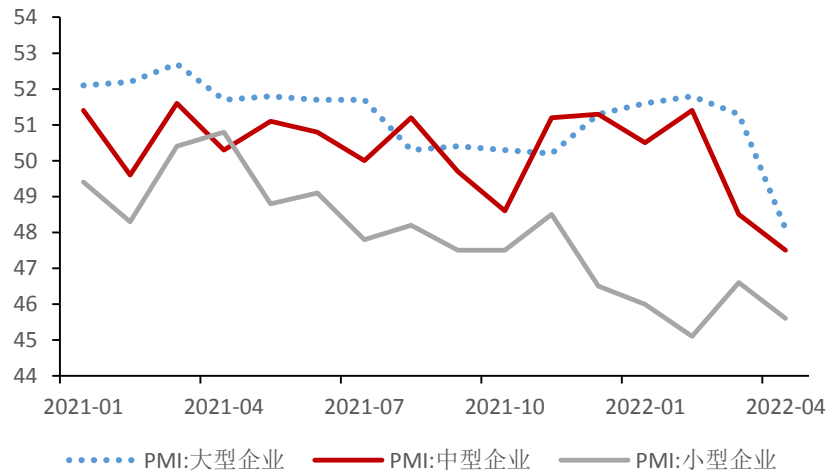
图 12：不同行业的企业成本与利润表现



资料来源：Wind，中国银行研究院

分规模来看，小微企业经营发展风险加大。小微企业本身抗风险能力较弱，当前更是面临原材料成本居高不下、外部形势复杂严峻、国内多地疫情反复冲击、汇率波动加剧等多重压力，大量小微企业生存正面临困境。小型企业 PMI 自 2020 年 12 月以来持续位于 50% 以下，2022 年 4 月降至 45.6%。

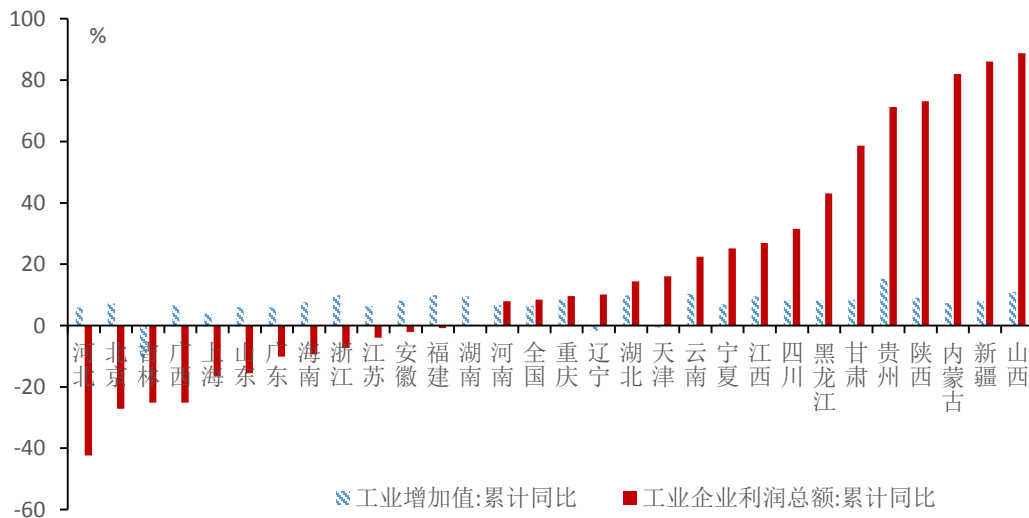
图 13：不同规模企业 PMI



资料来源：Wind，中国银行研究院

分区域来看，吉林、上海、广东等地工业企业经营表现不佳。2022 年前 3 个月，吉林、上海、广东工业企业利润增速分别为-25.1%、-16.6%和-10.1%，工业增加值增速分别为-10.5%、3.9%和 5.8%。一方面，广东、浙江等地聚集大量下游制造业企业，企业利润受原材料价格上涨压制较明显；另一方面，吉林、上海等地今年以来受疫情影响较大，大量企业面临停工停产、供应链受阻等困难。

图 14：不同区域的工业企业利润与工业增加值



资料来源：Wind，中国银行研究院

## （二）粮食稳定与安全面临更大挑战

本轮输入性通胀的主要来源之一在于全球粮食价格的大幅上涨，而粮食是居民生活和经济发展的基础，粮食供给和价格波动将对社会运行产生多方面影响。就全球范围来看，中亚、中东、北非部分地区已经出现粮食短缺问题。就我国情况来看，虽然当前我国粮食供应、储备依然较为充足，但未来粮食稳定与安全面临更大挑战。一方面，吉林、河南等粮食大省春播受疫情影响，可能导致今年国内粮食秋收产量下降。另一方面，在俄乌冲突、南美干旱、全球供应链恢复缓慢等多重冲击下，国际粮价上涨动力依然较强，而我国玉米、大豆等主要粮食品种进口依赖度较高，未来部分粮食供应和价格稳定将受到国际市场影响。2022 年 2 月，我国谷物及谷物制品进口价格指数报 116.3 点，较上年同期上涨了 15.49%，处于历史较高水平。

## （三）金融市场预期不稳、波动加大

一方面，全球通胀不断加剧导致美欧主要经济体加快收紧货币政策，中美利差收窄增大跨境资本流动风险。3 月份，陆股通资金累计净流出 451 亿元，境外机构减持银行间市场债券 1100 亿元。另一方面，国内市场对于输入性通胀压力的担忧情绪上升导致金融市场波动加大。在全球主要发达经济体货币政策收紧的大背景下，我国货币政策在总量上整体维持稳健基调，更多通过结构性工具强化对实体经济的支持力度。输入性通胀压力的加大进一步引发了市场对于未来货币政策后续宽松空间的担忧，叠加疫情对我国经济造成较大负面冲击、俄乌冲突等因素，2022 年以来我国金融市场出现预期不稳、波动加大。截至 4 月末，上证综指报 3047 点，人民币兑美元中间价 6.6177，分别较年初下跌 16.11%、贬值 3.6%。

## （四）若国内通胀继续走高，可能会对货币政策造成一定掣肘

当前我国 CPI 保持较低水平，主要跟物价上下游传导效率低、猪肉价格下跌等因素有关，但未来这些因素均有可能出现逆转。其一，疫情后原材料价格、运输费用上涨已经持续较长时间，中下游行业企业利润空间已经压缩至较低水平，越来越多的终端消费品面临被动涨价的局面。事实上，2022 年以来部分调味品、家用电器、汽车等

产品已经出现涨价。其二，当前猪肉价格正经历筑底反弹阶段，2021年7月开始能繁母猪存栏量已经出现环比下降，预计新一轮“猪周期”将于2022年年中开启，届时我国物价形势可能将从“猪油对冲”转为“猪油共振”。预计2022年下半年，我国CPI涨幅将出现较明显抬升，部分月份可能突破3%，未来货币政策平衡稳增长与稳物价的难度或有增大。

#### 四、相关建议

整体来看，我国经济运行整体稳定为物价平稳运行奠定了较好基础，且在应对输入性通胀方面拥有较多政策储备。但考虑到未来输入性通胀压力仍将持续，需要未雨绸缪做好相关应对。

**第一，多措并举改善企业经营环境，降低企业综合成本。**加大关注受疫情影响较明显地区的企业经营情况，地方政府应及时出台帮扶政策，有序帮助企业复产复工，有条件地区持续推进房屋租金减免。推动小微企业留抵退税加速落地，增强市场主体获得感。积极引导企业加强库存管理，推动产业链上下游企业签订原材料长期供给协议，减轻中下游企业的原材料成本压力。帮助企业加快数字化改造，实现企业内部挖潜力、降成本，提高生产经营效率。

**第二，重点关注大宗商品价格变化，加强能源安全、粮食安全建设。**健全大宗商品监测预警机制，加强价格分析与研判。加快完善大宗商品期货交易市场，提高交易市场在风险管理、价格发现和配置资源等方面的作用。加强大宗商品期货现货市场联动监管，排查异常交易和恶意炒作行为，稳定市场预期。做好粮食、能源等重要初级产品的保供稳价工作，适当增加关键商品国家储备数量，加强应对市场波动风险的能力。确保国家粮食稳定，加强耕地保护建设，提高农业科技水平，提高粮食生产能力。通过提高关税、出口配额管理等措施进一步限制煤炭、钢材等出口，稳定国内原材料价格。

**第三，做好市场预期管理和流动性管理的前瞻性准备。**建立常态化沟通机制，加大宣传政府稳增长、控通胀的手段和决心。通过发布经济预测数据，更加清晰地向市



场表达宏观经济前景，引导和改善市场预期。同时，加强对流动性状况的监测和调控，通过监测物价、利率等价格水平的变化，判断流动性状况。强化用途监管，严控资金流向，确保资金进入实际生产领域，实现稳增长和防风险之间的长期均衡。加强跨境资本流动管理，守住底线，避免系统性金融风险的爆发。

**第四，货币政策把握稳增长与稳物价间的平衡，加大发挥结构性工具的作用。**从物价趋势预测来看，当前我国物价整体运行平稳，并未对货币政策形势明显掣肘，但预计下半年我国 CPI 涨幅可能会出现较明显上行，需要引起关注。进一步考虑到疫情影响下我国经济景气度下行、稳增长压力增大，建议货币政策把握上半年的操作窗口期，加大对实体经济的支持力度。总量和结构性工具相结合，更加重视发挥结构性工具的作用，可考虑增加支农支小再贷款额度。创新更多直达实体经济工具，引导金融机构加大对企业科技研发、技术改造的支持力度。畅通利率传导渠道，完善银企对接机制，激发有效信贷需求，增强微观主体活力。



