



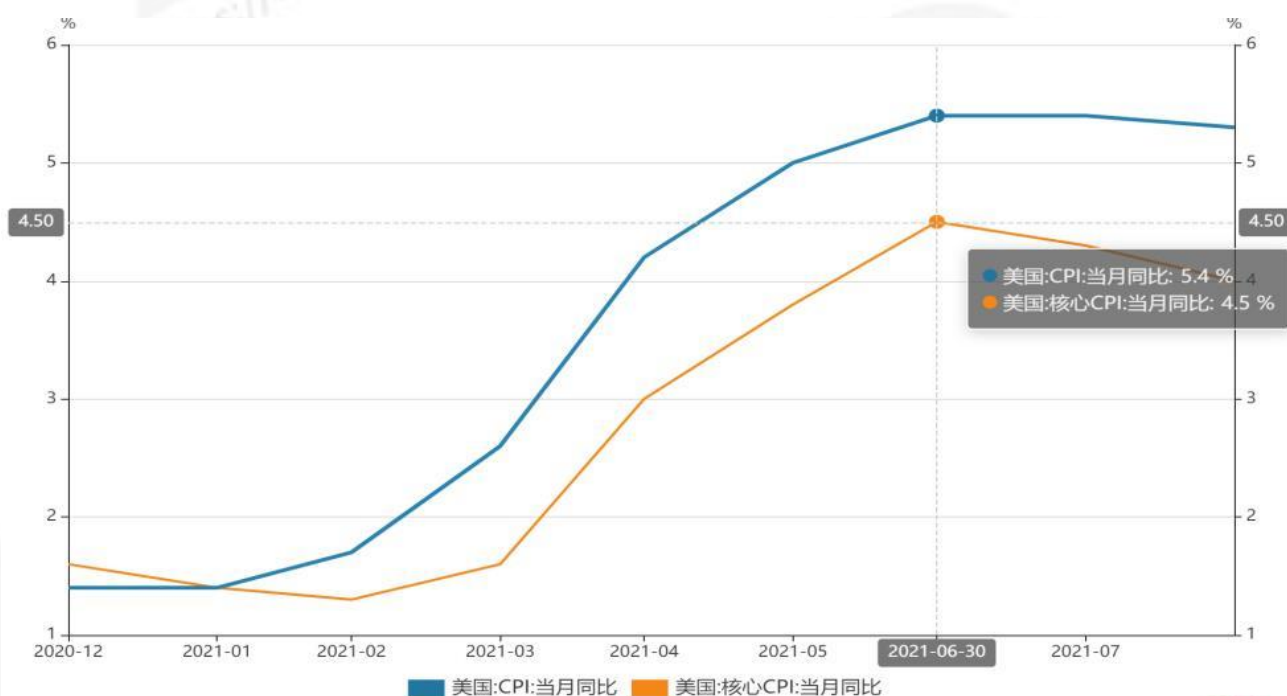
美国通胀已现拐点



【财新网】（专栏作家 刘晓曙）美国陷入通货膨胀漩涡后已出现向下拐点。

美国消费者物价指数（CPI）同比从今年 3 月份开始持续攀升处在高位，3 月 2.6%、4 月 4.2%、5 月 5%、6 月 5.4%，刷新 2008 年 8 月以来的最高涨幅；核心 CPI 同比也是持续处在高位，3 月 1.6%、4 月 3.0%、5 月 3.8%、6 月 4.5%，也创下 1991 年 11 月以来最大涨幅。引发市场广泛讨论，美国是否将陷入长期高通胀还是只是遭遇了临时性的高通胀？

我们曾撰文指出美国通胀是临时性的（参见《中美通货膨胀：差异、原因及后续走势》）。随着更新数据的披露，可以看到美国通胀已开始掉头下行，6 月份成为 CPI 及核心 CPI 同比近年来的峰值拐点。



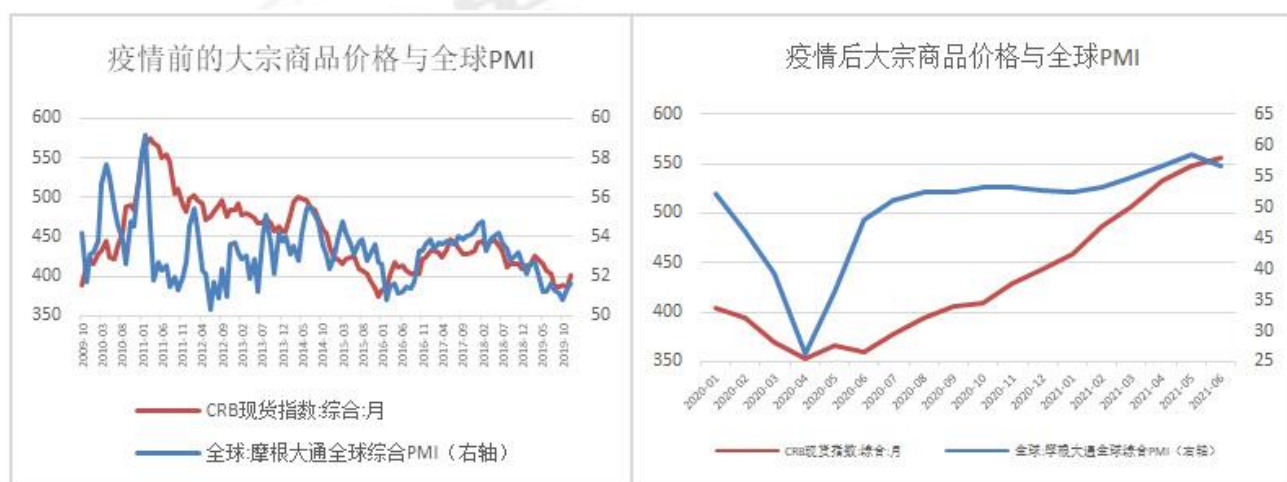
Wind

高通胀的成因：成本推动、需求拉动以及货币带动

(1) 成本推动：大宗商品原材料价格快速上涨，推动了 CPI 上涨

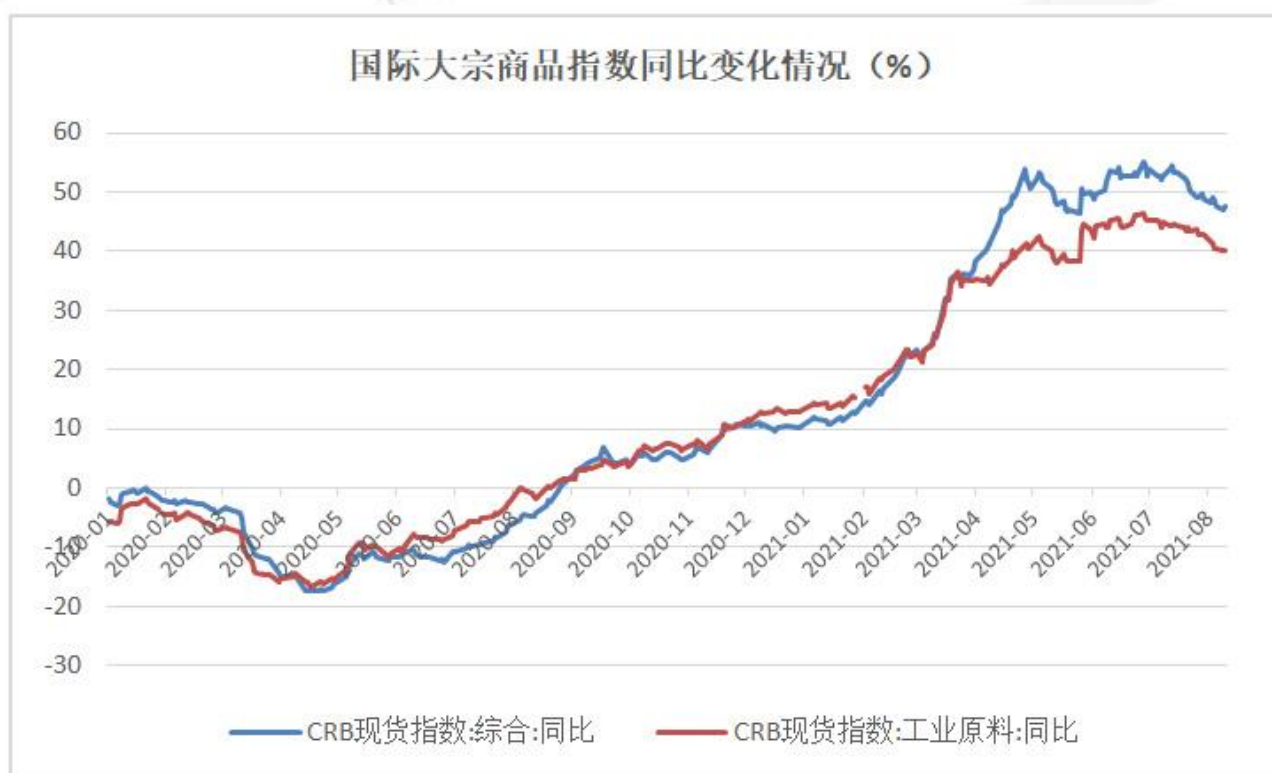
成本推动是指由上游成本上升推动下游消费品价格上涨，即由 PPI 向核心 CPI 传导。

从历史经验来看，全球大宗商品价格走势与全球经济景气度高度一致。不论是在疫情前还是疫情后，经济需求波动是引起大宗商品价格波动的根本原因。今年初以来，全球经济的持续复苏带来对大宗商品的需求扩张引起了全球大宗商品价格大幅上涨。



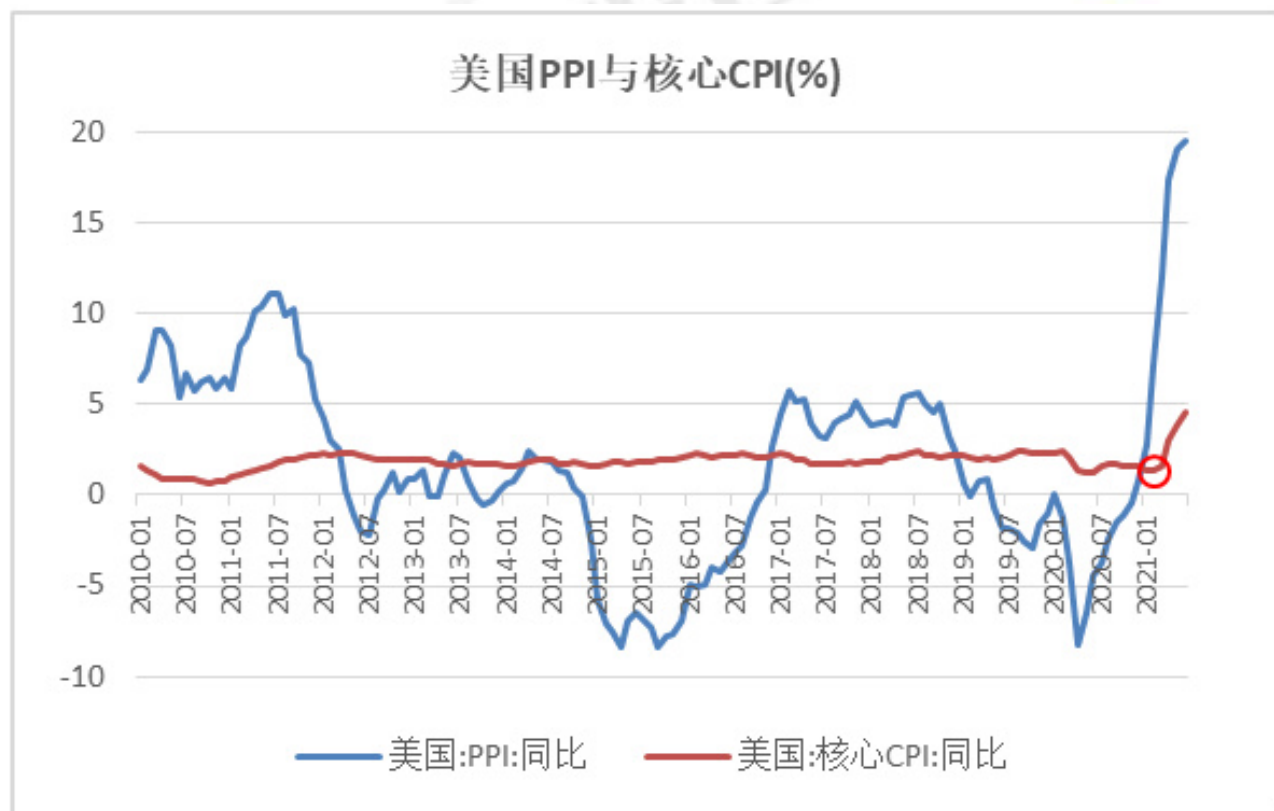
在需求扩张因素之外，全球错位复苏加剧了大宗商品价格的上涨幅度。作为铜、铁矿石、农产品等大宗商品资源供给端的新兴市场，人口基数大、密度高，医疗体系也较发达国家更为脆弱，疫苗接种进度远远落后于工业国和消费国。疫情的反复以及疫苗接种率较低影响了矿山的开采和运输，导致大宗商品资源的供给放缓。一边是大宗商品供给放缓，一边是全球特别是发达经济体的需求扩张，两者之间的错配带来了短期供需失衡，进一步拉升了大宗商品价格上涨。

观察 CRB 指数、CRB 工业原料指数变化情况会发现，疫情以来大宗商品和工业原材料价格整体呈上升趋势，尤其是今年 4 月份以来，两个指数同比涨幅分别超过 50%和 40%。



大宗商品等上游原材料价格的上涨推升了产业链上游产品价格，导致了美国 PPI 出现了大幅同比上涨。

进一步比较美国 PPI 与（核心）CPI 的变动情况可以发现：与 PPI 的大起大落相比，美国的（核心）CPI 涨落幅度要小得多，也就是说，正常情况下，单纯的成本推动难以引起消费者价格的高通胀，PPI 的大幅波动难以完全传导至（核心）CPI。但是，今年以来 PPI 指数连续八个月出现大幅上涨，8 月份数据更是创自 1974 年以来的新高 19.8%，推动美国（核心）CPI 出现了较大幅度的上涨。



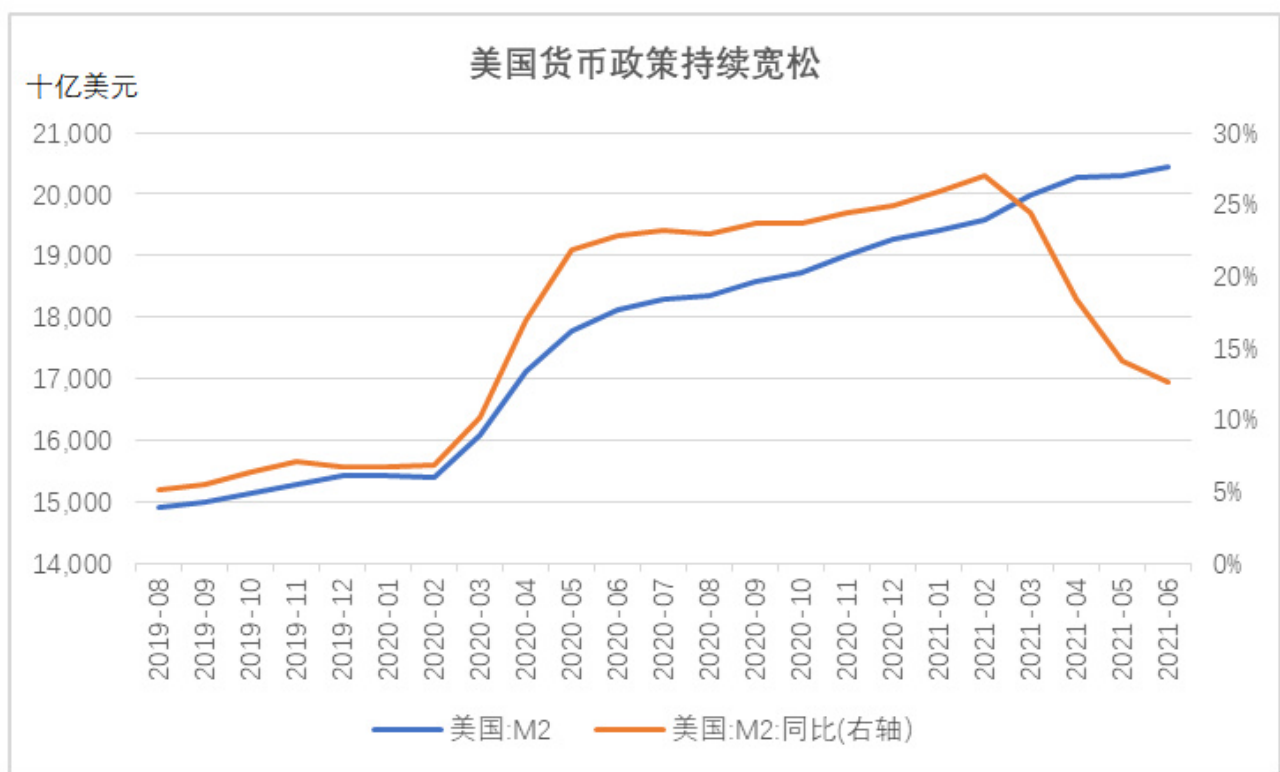
(2) 货币带动：持续宽松的僵硬货币政策引起美国消费品价格大幅上涨

著名经济学家、货币学派创始人弗里德曼曾说过：一切通货膨胀都是货币现象。尽管话不能说的这么绝对，但是，货币因素是引发通货膨胀，特别是疫情发生以来美国通货膨胀的重要因素。

根据数量方程式，货币数量（M）与流通速度（V）的乘积始终恒等于物价水平（P）与商品及服务数量（Q）的乘积，即有 $MV \equiv PQ$ ，等价的也可表述：物价水平（P）的增速取决于货币数量（M）的增速能否与商品及服务数量（Q）的增速以及流通速度（V）的变化相适应。在正常状态下，货币流通速度相对稳定。

今年以来，美国物价快速上涨，这跟美国一年多来持续宽松的僵硬货币政策有显著关系。去年疫情发生后，美国为了刺激经济复苏采取了超宽松的货币政策，广义货币 M2 增速持续高涨，至今年 2 月 M2 增速更是达到 27.0%，创下二战以来新高。疫情发生后，保持社交距离的措施在一定程度上阻碍了人员、商品、要素等的流动。这些阻碍意味着交易难度的上升、交易成本的增加。受此影响，交易数量也会有所下降，货币流通速度也随之放缓。货币流通速度 (V) 受到阻滞，抵消了货币超发对物价的冲击，因此，在 2020 年美国并未出现令人担心的通货膨胀。

但是随着疫情的常态化以及疫苗的普及，美国经济持续复苏，生产、消费也逐步恢复正常，货币流通速度 (V) 逐渐正常化，而美国广义货币 M2 继续保持两位数的增速，发生货币严重超发。在两年 GDP 平均增速并未显著提高的条件下，根据数量方程式的恒等式要求，美国国内物价 (P) 必然上涨。



此外，与货币流通速度不相称的货币超发会降低实际利率，刺激投资和消费需求，引起上游工业品价格和下游消费品价格上涨；同时，也会通过财富效应和预期作用直接拉动居民消费，带动消费品价格的持续快速上涨。

由于大宗商品等原材料价格波动较少受到货币政策的影响，货币政策更多且影响消费品价格。美国持续宽松的货币政策因此已导致了美国的（按

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_27204

