



中美通货膨胀：差异、原因及后续走势



【财新网】(专栏作家 刘晓曙 特约作者 张馨月)

一、现象：中美通货膨胀存在显著差异

2021年6月，美国劳工部公布消费者物价指数（CPI）较2020年同期上涨5.4%，刷新2008年8月以来的最高涨幅；核心CPI同比上升4.5%，也创下1991年11月以来最大涨幅。

而且美国的通胀是全面通胀，绝大多数物品都在涨价，衡量物价的几乎所有指标（PPI、CPI等）都处于快速上升状态，陷入了通货膨胀漩涡。事实上，美国通货膨胀从3月份开始有预兆了，3月2.6%、4月4.2%、5月5%、6月5.4%，CPI指数一路飙升。。

与美国通货膨胀对应的是，虽然中国PPI涨幅也显著上行（5月份PPI同比涨幅达9%，为13年来最高月值），但CPI涨幅较小（6月份中国的CPI和核心CPI分别为1.1%和0.9%），表现为局部通胀。

美国是否会陷入长期的高通胀呢？众多学者专家对此观点不一。有人认为通胀是暂时的；也有认为此次通胀飙升绝对不是暂时的，甚至可能会持续4年之久。

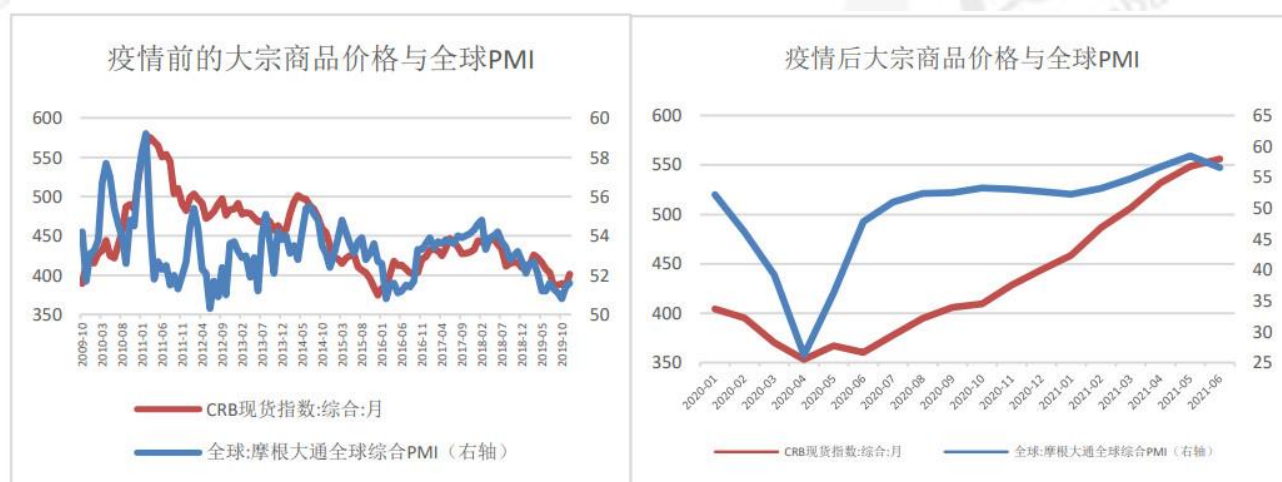
中国是否会保持现在的通货膨胀状态呢？

二、逻辑：基于需求、供给及货币政策的视角

（1）需求扩张叠加全球错位复苏带来大宗商品原材料价格快速上涨，

推动了中美 PPI 大幅上涨

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,全球错位复苏也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产的开采和运输,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可以发现,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%。



Wind

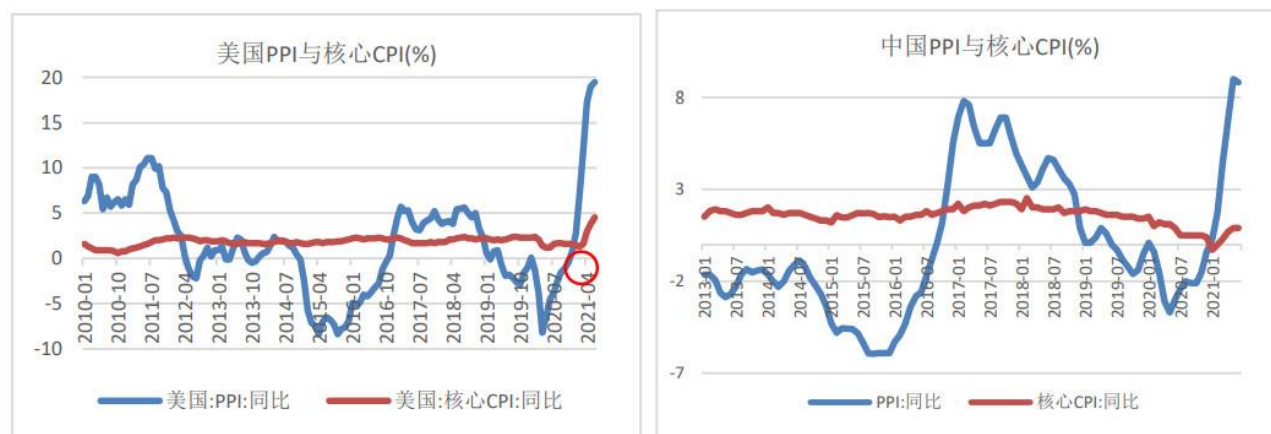
大宗商品等上游原材料价格的上涨推升了产业链上游产品价格，导致中美 PPI 均出现了大幅同比上涨。

(2) 中美货币政策及需求刺激方式不同导致两国消费者价格 CPI 增幅的差异

通胀有需求拉动型、成本推动型等。所谓成本推动型通胀指的是由上游成本上升推动下游消费品价格上涨——由 PPI 向核心 CPI 传导。

通过比较中美两国 PPI 与核心 CPI 的变动情况，可以发现：次贷危机后，除今年 3 月以来美国核心 CPI 出现了大幅上涨外，与 PPI 同比大起大落相比，无论中国还是美国两国的核心 CPI 涨落幅度波动都较小，这一方面体现了核心 CPI 具有低波动性，另一方面也说明现实中 PPI 的大幅波动

难以完全传导至核心 CPI，即正常情况下单纯的成本推动难以引起全面通胀。



的确，由于 PPI 到核心 CPI 的不完全传导，中国仅出现了局部通胀（详见：《PPI 大幅上涨后真正值得关注的是什么？》）。但是，美国今年 3 月以来意外出现了全面通胀，如何解释呢？是还有其他驱动通胀的因素没有考虑进来吗？

事实上，除了供给端的成本型通货膨胀，还有需求拉动的通货膨胀；此外，还有货币因素带动的通货膨胀。这些都值得细细思量。

货币因素：美国货币政策僵化，中国货币政策表现出强自适应性

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。话不能说的这么绝对，但是，在经济基本面因素之外，可能引发通货膨胀的货币因素有时是要考虑在内的。

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

也可表述为：

$$\dot{M} + \dot{V} \equiv \dot{P} + \dot{Q}$$

即，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。一般认为，在正常状态下，货币流通速度相对稳定，即有

$$\dot{V} = 0$$

今年以来，美国物价快速上涨，这跟美国一年多来僵硬的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，可以看

到在 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。

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，带动了消费品价格的持续快速上涨。



Wind

当然，有人会说不是美国货币政策僵硬，而是他们很精明，在充分利用美元霸权地位借着疫情在全球充分收割铸币税。或许是也或许并不是，

这里不讨论。不管怎样，我们看到的是美国货币政策并没有随着经济逐渐恢复而采取正常化的收紧措施，而是持续的、一根筋似的宽松。

反观中国的货币政策，不得不说，具有强自适应性，一直是根据国内疫情防控和经济金融形势灵活调整与把握好政策力度和节奏。疫情初期，经济活动受阻、货币流通速度下降，央行采取了宽松的货币供给政策，两者一紧一松，或者说一下一上，对冲的效果就是宽松的货币政策并未被显著传递给数量方程恒等式的右边，使得物价保持了相对平稳。随着疫情得到有效控制，国内经济的持续复苏，货币流通速度（V）逐渐回归正常之后，我国货币政策也逐步由疫情初期的宽松状态回归常态，两者一松一紧、一上一下，同样的，对冲操作的结果就是数量方程恒等式的右边并未受到什么影响，避免了通胀及通缩的发生。



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_34149

