



全球通胀：滞后的货币冲击 与复杂供给冲击



美国劳工部3月10日公布的数据显示,美国2月CPI同比飙升7.9%,再次创下1982年以来最高,后续仍有继续攀升的可能。关于美国此轮通胀的原因,此前有国内权威专家学者提出,美国通胀高企与货币发行无关,而是由供应链问题、能源危机、疫情冲击等因素造成的。

显然,相对于十多年来在中国流行的“一切通胀都是货币现象”的货币主义观点,上述观点看到了更复杂的供给冲击影响,但认为“美国通胀与货币无关”也是不对的,恰恰相反,这一轮欧美通胀之所以愈演愈烈,本质上仍然是长期超发货币滞后影响的结果。

十年前,人们往往直接套用西方国家现成的经济学理论来解释中国的经济现象。很多人没有看到物价上涨背后其实有着非常复杂的决定机制,尤其是忽视了那一轮中国通胀中CPI决定中的供给因素——主要是猪肉等食品价格波动对CPI指数的严重扰动。一遇到CPI走高,很多人就大谈“一切通胀都是货币现象”,“货币超发猛于虎”,马上建议加息和紧缩加准来应对通胀,实际上非但不能解决猪肉供给的问题,还提高了企业的融资成本。

2011年,笔者在《透视通胀》一书中,就提出“不是所有的货币都影响物价”,“货币如高山流水,从山顶奔流而下,途径江河、汇聚溪流、灌溉农田、最终注入大海。途中各支流的吸收和注入有可能会严重改变上游的来水量。同样的道理,新增货币并非全部注入实体经济,而是要经过资本市场、资产市场、中央银行等多重市场的分流,最终才会注入实体经

济对物价产生影响。”

十年前简单用 M2 减 GDP 来判断通胀，问题就出在了没有看到中国是一个商品化程度和资本化程度都正在快速提高的国家，无论是每年高速增长 GDP 和社会融资规模，还是正在快速发展的房地产市场、股票市场、债券市场，都成为吸收超发货币流动性的蓄水池，即使 M2 常年以两位数增长，最终流向实体经济和消费品的流动性只是一部分。

从 2000 年到 2021 年，中国 GDP 从 10 万亿元增长到 114.3 万亿元，与此同时房地产市场从刚刚起步到如今超过 400 万亿人民币的总规模，股票和债券市场规模超过 200 万亿元，商品化和资本化的程度不断加深，吸收了“超量”的人民币，因而并没有引发严重的通货膨胀，阶段性的物价上涨一般都是由于食品价格扰动，或者是阶段性投资过热引发的。

美国的股票市场过去十多年在吸纳过剩美元流动性方面也发挥了重要的作用。次贷危机之后，美国股市总市值一度下跌至 2008 年底的 11.47 万亿美元，在美联储实施的量化宽松政策之后，美国股市 2013 年底总市值达到 24.04 万亿美元。此次新冠肺炎疫情暴发之前，美国股票市场总市值是 33.91 万亿美元（2019 年底），“无限制”量化宽松以后，美国股票市场总市值达到 48.57 万亿美元。

美国房地产市场在吸收流动性方面也是“功不可没”。2007-2008 年美国次贷危机本来是由美国房地产市场暴跌引发的，但在为应对危机而推出持续的量化宽松政策之后，美国房地产价格从 2012 年又开始了一轮新

的上涨，全美主要城市平均房价从 2012 年 2 月到 2021 年 2 月的 9 年中上涨了 78.2%。疫情之后美国开启新的“无限制”量化宽松政策以来，美国房价上涨的斜率陡然增加，从 2020 年 3 月到 2021 年 12 月，使用最广泛的美国 FHFA 房价指数又涨了 29%。

总之，无论对中国还是美国经济而言，简单地用 M2 减 GDP 或 M2 除以 GDP 来判断货币流动性超发，却是似是而非的。现代经济与货币流动性吸收离不开各种资产市场的规模变化和风险/收益变化，以及货币、资产市场与实体经济过剩产能的对冲关系。

如今有的专家学者提出美国通胀不是货币问题，认为“美国已于 2021 年 9 月停止了全民补贴，但是随后 CPI 却越来越高，意味着 CPI 持续走高与全民补贴无关”，这就像是说：只要今天不再被车撞，昨天的车祸就与今天的伤痛无关吗？

认识到供给问题、供应链问题推升了美国通胀是有道理的；与此同时，认为通胀与货币无关，也低估了美国在全球金融危机之后长达十几年的时间里的持续货币超发的滞后影响。而“通胀与货币无关论”更为严重的盲区，就是无视过去十年资本、资产市场对货币流动性的吸收作用，因而也不能正确认识美国的股市在经历持续 13 年的上涨、美国楼市也从上次的次贷危机之后价格翻倍，两大蓄水池的货币吸收功能已经发挥到接近极限之后，一旦货币流动性开始涌向实体经济，必然引发通货膨胀的现实。

需要指出的是，在实体经济存在一定规模的“过剩产能”的情况下，

从资产市场外溢而来的货币流动性还会被过剩产能吸收，在这个过程中，“单位产能货币供应量”指标会保持平稳，直到过剩产能也被更充分地利用起来时，“单位产能货币供应量”开始上升，PPI、CPI等通胀指标才会随之上升。过去十几年间，中国的过剩产能在很大程度上也吸收了美国、欧洲等国货币流动性泛滥，为平抑美欧等国家的通胀作出了贡献。但随着产业升级和“去产能”政策的影响，近年来中国的过剩产能大幅减少，很多产业的竞争格局从完全竞争向寡头垄断演化，中国过剩产能对冲全球过剩货币流动性的能力趋于下降。因此，从资产市场外溢而来的货币流动性将比以往更快地推升“单位产能货币供应量”。

疫情之前，美联储资产负债表规模是4.2万亿美元，目前达到8.8万亿美元，如果要恢复到疫情之前“正常”的“单位产能货币供应量”状态，至少需要约5-10年的时间来吸收消化长期以来的超额货币流动性。

当然，疫情引发的原材料供给冲击、劳动力供给冲击，都不同程度地加重了通货膨胀的程度，还有贸易保护主义和逆全球化政策带来的全球大循环受阻及其引发的供应链冲击、竞争格局变化带来的成本传导机制变化

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_39591

