2021 年 05 月 23 日

宏观研究团队

全球大通胀“上半场”

——《全球大通胀时代》系列报告二

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）
xuji@kysec.cn
证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）
caojinqiu@kysec.cn
证书编号：S0790120080057

自我们率先提示全球通胀风险以来，市场对通胀的关注度明显升温，但分歧较大。本文对过去 60 年全球通胀史进行系统梳理，可做参考。

● **大历史观全球 60 年通胀起伏**

过往 60 年，全球经历了需求驱动、成本驱动和需求成本混合驱动等多种类型通胀。需求驱动型通胀的形成，主要缘于央行“放水”、带动需求修复及供需缺口走扩。成本驱动型通胀，与生产或生活成本大幅上升有关。需求成本混合型通胀则两者兼之。过往 60 年，需求驱动型通胀最为常见，成本驱动型通胀多数出现在战争或自然灾害时期，需求成本混合型通胀出现频率最低、但通胀压力最大。

发达经济体每轮通胀趋势上行平均持续 3~4 年；新兴市场因为汇率不稳定等、通胀波动往往更大。由于经济结构相似、且都对进口依赖度高，发达经济体通胀走势相近。历史经验显示，发达经济体每轮通胀趋势上行平均持续 3~4 年。新兴市场方面，虽然同样高度依赖进口，但因为汇率不稳定、导致进口价格常常大幅变化，通胀波动往往更大。历史上，新兴市场曾多次因本币大幅贬值出现恶性通胀。

● **刷新历史记录的货币放水力度，让本轮全球通胀“扬帆起航”**

疫情爆发后，主要经济体纷纷货币“大放水”，发达经济体同时财政大规模“发钱”。疫情后，发达经济体快速放松货币，美、欧、日货币当局资产规模分别扩张了 1.9、1.6、1.2 倍，带动 M2 同比升至 27%、12%、10%。同期，巴西、南非等新兴经济体也快速“放水”，M2 同比较疫情前大幅抬升。为进一步刺激经济，美、欧等发达经济体还实施了万亿美元级别的财政刺激，对居民等进行“发钱”。

强力刺激政策下，主要经济体供需缺口不断走扩，带动通胀止跌反弹、持续上行。以美国为例，受货币“大放水”等带动，需求端指标制造业新订单同比增速自低位-23%反弹至 2%，供需缺口随之由-4%攀升至 10%。这一背景下，美国 CPI 同比从低点 0.1%持续反弹至 2%以上。与美国相似，伴随需求修复、供需缺口走扩，欧、日、英等发达经济体以及巴西、土耳其等新兴经济体，通胀纷纷止跌反弹。

● **因弹性受限而抬升的供给端成本，刚刚开始反映在本轮全球通胀读数中**

与以往需求修复阶段不同，财政“发钱”、疫情等，大幅地压缩了本轮全球供给弹性。以往经济走出衰退后，因为存在大量失业者，企业用工成本往往较低。但本轮，财政发钱导致发达经济体很多劳动力不愿工作，越来越多的企业被迫加薪招人。同时，以往需求修复过程中，中上游的产能可以快速释放。但本轮，疫情持续压制新兴市场的原材料生产，碳中和政策等引发美日欧主动去化中上游产能。

因弹性受限而抬升的供给端成本，刚刚开始反映在本轮全球通胀读数中。发达经济体，随着疫苗推广带动需求修复显著加快，成本端涨价压力开始向全社会大面积扩散。以美国为例，劳动力或原材料成本大幅抬升的酒店、汽车等行业，已开始大规模提价。新兴市场方面，除国内成本端涨价外，通胀还可能面临本币贬值带来的进口价格上涨的推升。因经济修复慢于美国，土耳其等本币近期贬值加速。

● **风险提示：**病毒变异导致疫苗失效等。

相关研究报告

目 录

1、 大历史观，看全球过往 60 年通胀起伏 4
1.1、 过往 60 年，全球经历了需求驱动、成本驱动和需求成本混合驱动等多种类型通胀 4
1.2、 发达经济体通胀走势相近，新兴经济体通胀波动更大、并常常陷入恶性通胀泥沼 5
2、 刷新历史记录的货币放水力度，让本轮全球通胀“扬帆起航” 7
2.1、 疫情爆发后，主要经济体纷纷货币“大放水”，发达经济体同时还财政大规模“发钱” 7
2.2、 强有力的刺激政策下，主要发达及新兴经济体供需缺口不断走扩，通胀持续上行 9
3、 劳动力及原材料等成本抬升，对本轮全球通胀推升刚刚开始 10
3.1、 与以往不同，财政“发钱”、疫情等，大幅地压缩了本轮全球供给弹性、导致成本抬升 10
3.2、 供给成本抬升对全球通胀的推升刚刚开始；部分新兴经济体还可能面临恶性通胀风险 13
4、 风险提示 16

图表目录

图 1: 美国 M2 同比大部分时间段领先制造业新订单同比变化 4
图 2: 美国制造业订单同比领先或同步于供需缺口变化 5
图 3: 美国供需缺口领先 CPI 同比变化 5
图 4: 1970 年至 1980 年，全球出现需求成本混合驱动型通胀 5
图 5: 美国、欧盟、加拿大 CPI 同比走势大多数时候保持一致 6
图 6: 1960 年至今，发达经济体历轮 CPI 同比趋势上行平均持续 3~4 年左右 6
图 7: 新兴经济体的通胀波动，常常较发达经济体更大 7
图 8: 本币大幅贬值，曾导致印尼通胀失控 7
图 9: 本币大幅贬值，曾导致土耳其通胀失控 7
图 10: 疫情后，美、日、欧、英 M2 同比大幅抬升 8
图 11: 疫情后，美欧日英 M2 合计同比刷新历史新高 8
图 12: 疫情爆发后，土耳其、印尼、韩国 M2 同比抬升 8
图 13: 疫情后，马来西亚、巴西、南非 M2 同比抬升 8
图 14: 疫情后，主要发达经济体实施大规模财政刺激 9
图 15: 财政多轮“发钱”下，美国居民收入不降反升 9
图 16: 受需求快速改善带动，美国供需缺口自 2020 年 4 月起开始走扩 9
图 17: 受供需缺口走扩带动，美国 CPI 同比持续反弹 10
图 18: 受供需缺口走扩带动，欧、英、加通胀持续反弹 10
图 19: 货币放水后，巴西、土耳其通胀止跌反弹 10
图 20: 货币放水后，墨西哥、菲律宾等通胀止跌反弹 10
图 21: 与以往不同，此次经济修复后劳动力成本高增 11
图 22: 劳动力成本高增背后，是企业持续提高工资水平 11
图 23: 企业提高工资，缘于居民就业意愿低 11
图 24: 相比疫情前，美国大部分行业都存在严重用工荒 11
图 25: 受疫苗短缺等拖累，主要新兴经济体疫情反复 11
图 26: 疫情反复等，严重拖累巴西、智利的采矿生产 11
图 27: 新兴市场疫情反复，影响了多种农产品生产 12
图 28: 本轮 CRB 指数上涨速度，可以和 2009 年后媲美 12
图 29: 2020 年，美国大批工业、能源企业因疫情破产 12

图 30：大批企业破产，拖累了美国石油加工等生产修复 12
图 31：因主动压缩产能，日本钢铁产量恢复缓慢 12
图 32：生产原料供应紧张，拖累了美国、日本汽车生产 12
图 33：疫苗加速推广下，主要发达经济体疫情持续改善 13
图 34：美国 PPI 同比大幅抬升，已逼近金融危机前高点 13
图 35：劳动力成本易和通胀出现螺旋式上升 13
图 36：4 月美国下游的住宿服务、二手车价格大幅上涨 13
图 37：因疫苗短缺，新兴经济体疫苗推广缓慢 14
图 38：疫情反复下，巴西、土耳其经济修复慢于美国 14
图 39：经济相对弱势下，多个新兴经济体本币汇率贬值 14
图 40：为控制本币贬值预期等，巴西、土耳其持续加息 14
图 41：本币贬值，已经开始加大土耳其的通胀压力 14
图 42：本币贬值，也开始推升马来西亚的通胀压力 14

表 1：全球通胀主要类型及形成机制 4
表 2：多个新兴经济体外债偿付压力较大 15

自我们率先提示全球通胀风险以来，市场对通胀的关注度明显升温，但分歧较大。本文对过去 60 年全球通胀史进行系统梳理，可做参考。

1、 大历史观，看全球过往 60 年通胀起伏

1.1、 过往 60 年，全球经历了需求驱动、成本驱动和需求成本混合驱动等多种类型通胀

全球通胀，可大致分为需求驱动型、成本驱动型和需求成本混合驱动型通胀。需求驱动型通胀，顾名思义，主要由需求驱动，背后的形成机制是需求增长幅度超过供给，供需缺口随之走扩、推升通胀。与需求驱动型通胀相比，成本驱动型通胀的出现，主要与供给端成本出现大幅抬升有关，可能原因包括劳动力工资大幅增长、企业主动减产提价，以及进口商品价格抬升等。此外，全球还经历过需求成本混合驱动型通胀，需求向好和供给端成本大幅上涨，共同推升通胀水平。

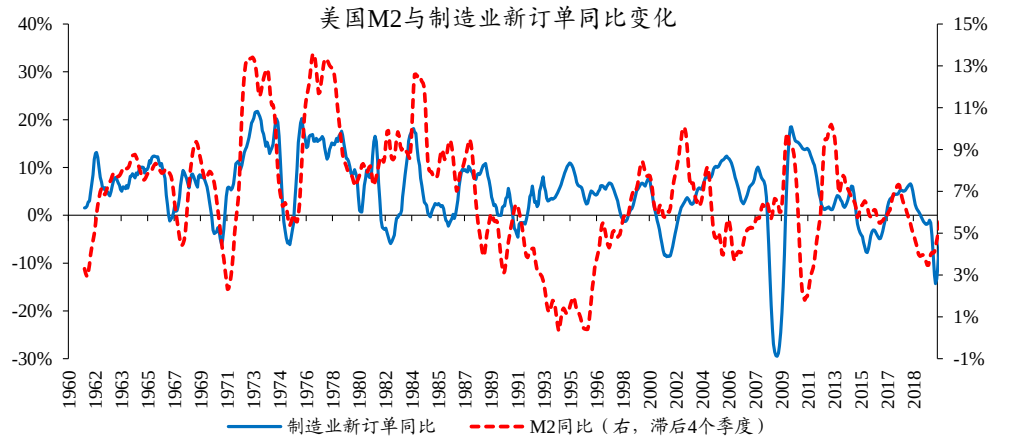
表1：全球通胀主要类型及形成机制

通胀主要类型		通胀形成机制
需求驱动型		需求快速增长、且增长幅度超过供给，供需随口随之扩大、推升通胀。
成本驱动型	工资驱动	工资增长超过劳动生产率的提高，导致企业生产成本增加，引发通胀。
	利润驱动	具有垄断能力的企业为获得更高利润，主动减产、提价，推升通胀。
	进口驱动	进口商品价格上涨导致国内生产或生活成本抬升，引发物价水平提升。
需求成本混合驱动型		需求快速增长，及劳动力成本、进口商品价格等上涨，共同推升通胀。

资料来源：IMF、开源证券研究所

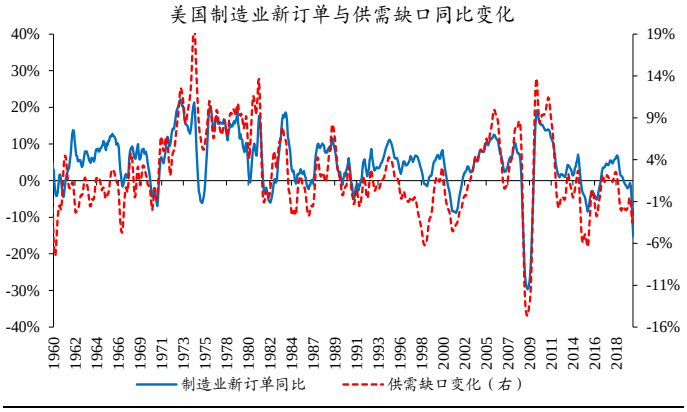
过往 60 年，全球通胀在大部分时间段，都是需求驱动型通胀。以全球经济火车头美国为例，基本上每轮 CPI 同比的趋势上行，都是受到供需缺口扩大的拉动。与此同时，供需缺口的扩大，主要由需求改善带动，后者的内核驱动力来缘于美联储放松货币。结合历史数据来看，1960 年至今，美国 M2 同比大部分时间段都领先需求端指标制造业新订单同比的变化，后者又领先于供需缺口及 CPI 同比的变动。

图1：美国 M2 同比大部分时间段领先制造业新订单同比变化



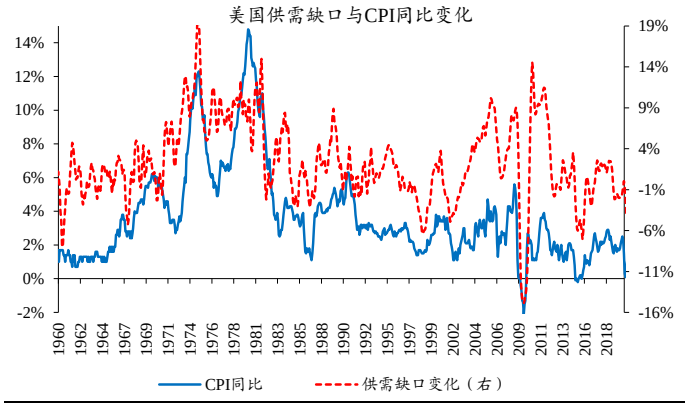
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：美国制造业订单同比领先或同步于供需缺口变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

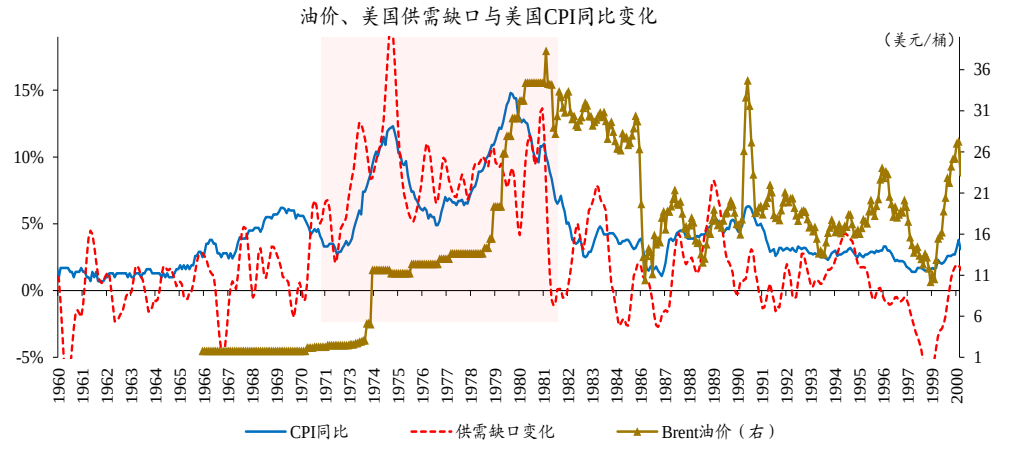
图3：美国供需缺口领先 CPI 同比变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

全球也曾经历成本驱动型和需求成本混合驱动型通胀，后者的通胀水平远远高出其他类型通胀。成本驱动型通胀，多数时候是因为供给受到战争或自然灾害等的冲击出现大幅下滑，导致成本“异常”抬升。比较典型的有，1978 年两伊战争及 1990 年科威特战争，双双冲击了全球原油供给，引发油价大涨、抬升全球通胀水平。与成本驱动型及需求驱动型通胀相比，需求成本混合驱动型通胀出现的频率较低，但每次出现，通胀都升至非常高的水平。例如，1970 年至 1980 年，美国大规模货币“放水”，及两次石油危机的爆发，将美国 CPI 同比推升至 10%以上。

图4：1970 年至 1980 年，全球出现需求成本混合驱动型通胀

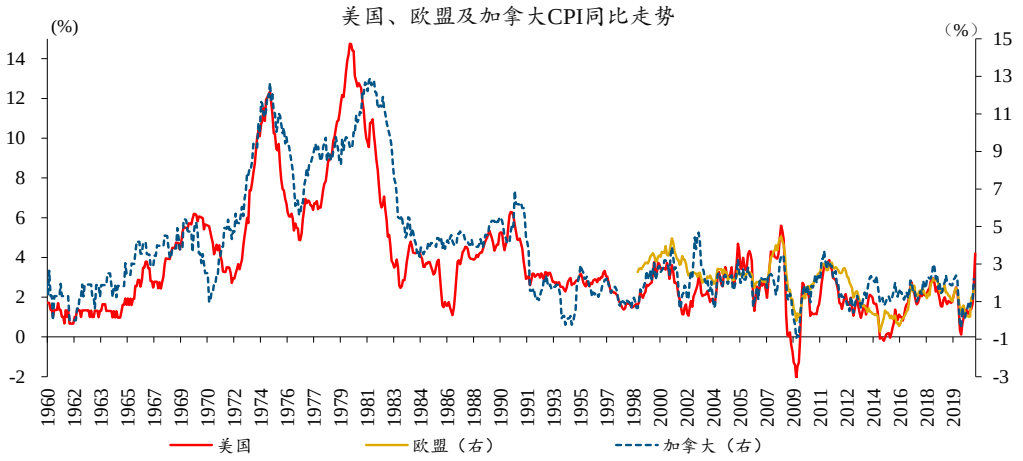


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 发达经济体通胀走势相近，新兴经济体通胀波动更大、并常常陷入恶性通胀泥沼

由于经济结构相似、并且同样对进口依赖度高，大部分发达经济体通胀走势相近。以美国为首的发达经济体中，绝大多数都是消费型经济体，GDP 中消费占比最高、经济的运行对进口依赖较大。相似的经济结构以及对进口的高依赖度，使大部分发达经济体的通胀走势相近。从数据来看，美国、欧盟、英国及加拿大等发达经济体的通胀走势，大多数时候都保持一致。

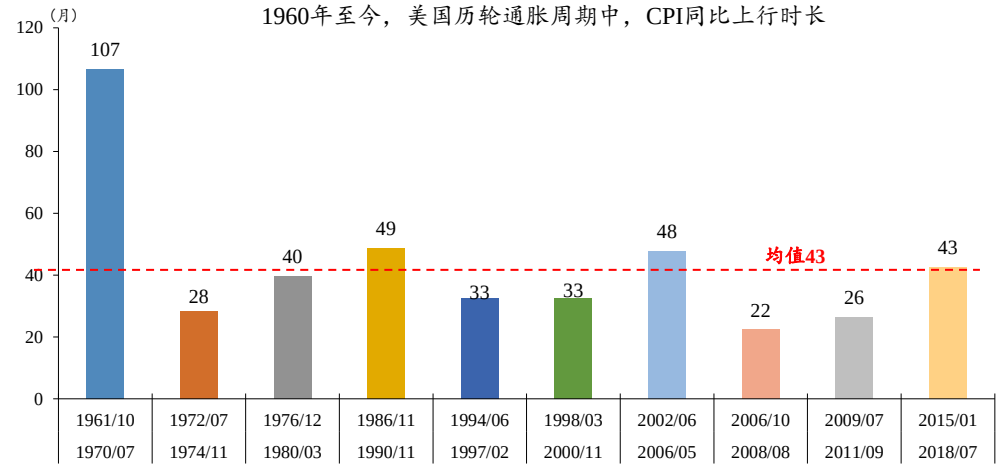
图5：美国、欧盟、加拿大 CPI 同比走势大多数时候保持一致



数据来源：Ipsos、开源证券研究所

1960 年至今，以美国为首的发达经济体，历轮 CPI 同比趋势上行平均持续 3~4 年左右，最长上行时长接近 9 年时间。由于美国通胀数据最为全面、并且其他发达经济体的通胀走势与美国相近，我们以美国的通胀表现，来捕捉发达经济体的通胀走势规律。结合数据来看，1960 年至 2018 年，美国历轮 CPI 同比趋势上行平均持续 43 个月。其中，上行最长时长为 107 个月，发生在 1961 年至 1970 年；最短时长也达到了 22 个月，发生在 2006 年至 2008 年。

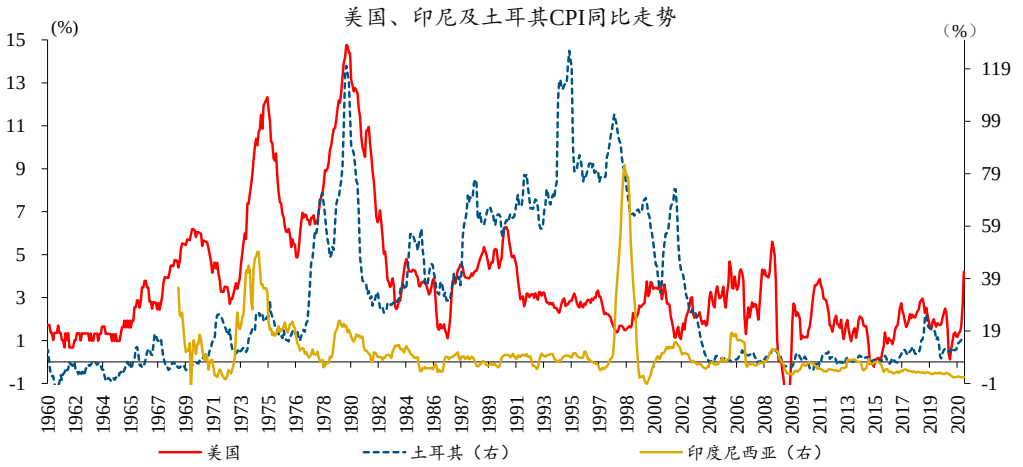
图6：1960 年至今，发达经济体历轮 CPI 同比趋势上行平均持续 3~4 年左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

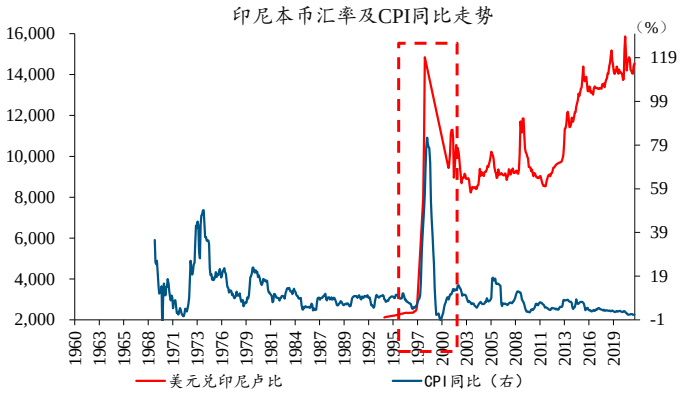
与发达经济体相比，新兴市场由于汇率不稳定，国内通胀常常受进口价格大幅变化影响而波动放大，历史上曾多次因本币大幅贬值出现恶性通胀。大部分新兴经济体对进口的依赖度也较高，不过不同于发达经济体的是，它们的本币汇率因为国内经济抗风险能力差、表现相对不稳定。不稳定的汇率走势，通过进口渠道，加大了新兴经济体国内的通胀波动。历史上来看，不少新兴经济体，比如印尼、土耳其、泰国、巴西等，都曾因为本币汇率大幅贬值、出现恶性通胀。

图7：新兴经济体的通胀波动，常常较发达经济体更大



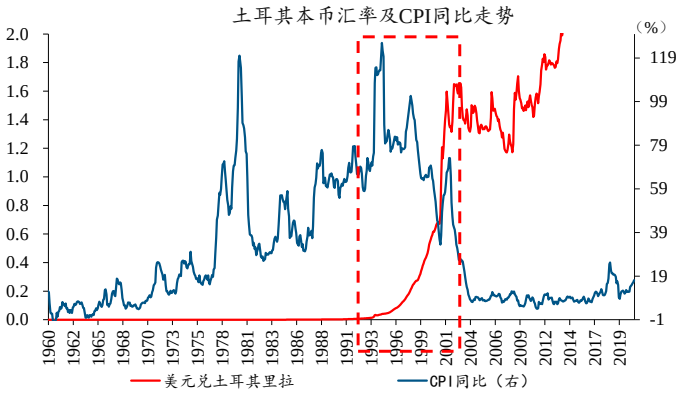
数据来源：Ipsos、开源证券研究所

图8：本币大幅贬值，曾导致印尼通胀失控



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：本币大幅贬值，曾导致土耳其通胀失控



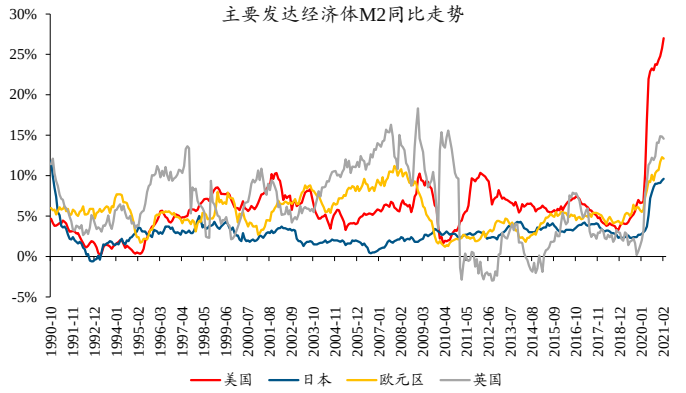
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 刷新历史记录的货币放水力度，让本轮全球通胀“扬帆起航”

2.1、 疫情爆发后，主要经济体纷纷货币“大放水”，发达经济体同时还财政大规模“发钱”

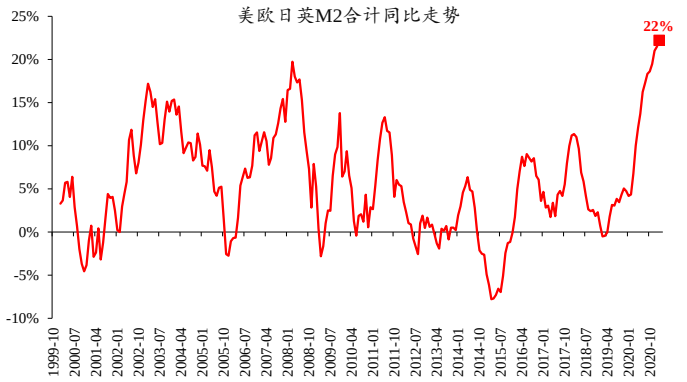
疫情爆发后，主要发达经济体纷纷实施货币“大放水”，力度刷新历史之最。疫情爆发后，无论是美国，还是日本、欧元区、英国，都快速放松了货币政策、大幅增加资产购买规模。例如，美国、欧元区、日本货币当局的资产规模分别扩张了 1.9、1.6、1.2 倍。受货币“大放水”推动，美国 M2 同比最高升至 27%，创历史新高；日本、欧元区、英国 M2 同比，也分别升至历史高位的 9.6%、12.3%、14.9%。将美、欧、日、英 M2 加总来看，同比最高升至 22%，刷新了数据公布以来的新高。

图10：疫情后，美、日、欧、英 M2 同比大幅抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

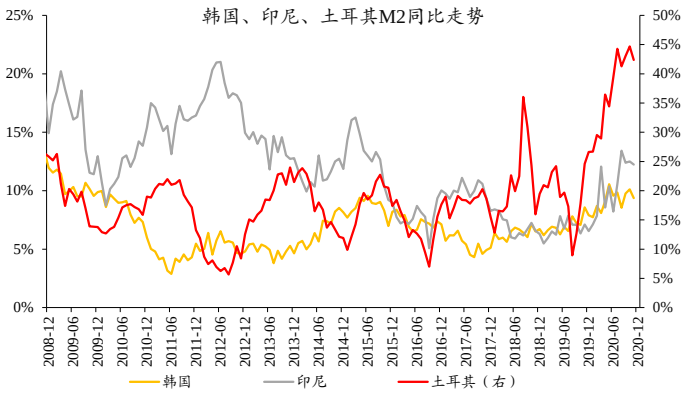
图11：疫情后，美欧日英 M2 合计同比刷新历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

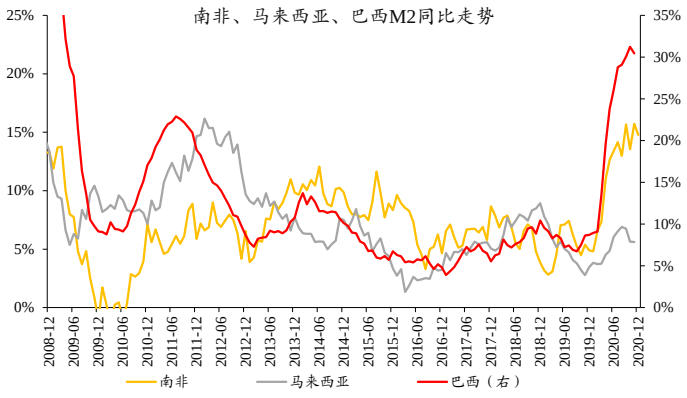
主要新兴经济体在疫情爆发后，也实施了货币“放水”、以托底经济。与发达经济体相似，主要新兴经济体在疫情爆发后，快速放松了货币。其中，土耳其 M2 同比最高升至 44.7%，刷新 2007 年以来新高。巴西、南非 M2 同比分别升至 31.2%、15.7%，达到 2010 年来的最高水平。其他新兴经济体中，马来西亚、印尼、韩国等也向经济中注入了大量的流动性。

图12：疫情爆发后，土耳其、印尼、韩国 M2 同比抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：疫情后，马来西亚、巴西、南非 M2 同比抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

除了货币“放水”外，为进一步支撑经济，以美国为首的发达经济体实施了大规模财政“发钱”。美国在疫情爆发后，先后通过了多轮大规模财政刺激法案，对企

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_19753