

发达国家是否还会通胀预期自我实现？

——再通胀系列研究之十九

报告导读/核心观点

通胀预期自我实现指实际物价与通胀预期形成正反馈，是通胀的放大器而非引发通胀的原因。以美国为典型代表的发达国家曾在70年代遭遇历史上最近也是最后一次通胀预期的自我实现。通胀预期自我实现的经济体自身原本便有通胀风险，另外叠加四项推动因素成为通胀的放大器：一是全球贸易渠道不畅；二是消费结构中商品占比过高；三是金融市场蓄水能力不足流动性进入实体；四是经历过恶性通胀的居民容易再次出现通胀预期自我实现。当前美国现状不符合通胀预期自我实现的四大条件，本轮美国通胀预计不会出现预期自我实现，诸如70年代囤粮囤货的现象发生概率低。

□ **通胀预期自我实现指实际物价与通胀预期形成正反馈，是通胀放大器而非原因** 通胀预期自我实现这一概念缺少官方定义，我们认为该现象是通胀心理学的表现，该理论认为当居民预期商品价格要上涨时将会加速购买，因为推迟购买可能使得买入成本提高。因此，当居民普遍预期价格将继续上涨时，全社会的购买需求将在短期内提升出现预期自我实现，一是将推动物价进一步上涨，使得物价与消费者通胀预期之间形成正反馈；二是可能导致囤货、抢货等行为。**通胀预期自我实现不是导致通胀的根本原因，而是通胀的放大器。**

□ **发达国家历史上最近也是最后一次通胀预期自我实现出现在70年代**

美、日历史上最近一轮恶性通胀历史均出现在1970-1980年间。期间分别历经两波通胀高峰，对应历史背景分别是70年代两轮石油危机，其中1974年的通胀还叠加了同时期的粮食危机。以美国为代表，70年代的恶性通胀具有较为明显的**通胀预期自我实现**的特征。从**通胀心理学的特征**来看，一是当时美国群众中**通胀预期较强**，导致CPI持续上升。二是美国国内出现大量的囤货抢货行为，例如各地排队加油、抢油行为；大小超市被居民扫荡一空，美国居民屯粮囤货。

□ **通胀预期自我实现如何发生：经济体原有的通胀风险+四项推动因素**

通胀预期自我实现是通胀的放大器，美、日在进入74年大通胀前本就面临战后经济增长红利衰减的滞胀风险，这是通胀预期自我实现的根本前提。四项推动因素如下：一是**全球贸易渠道不畅容易引发通胀预期自我实现**。当前全球产业链高度融合，多数国家之间需要通过贸易的形式进行产业互补，全球贸易渠道不畅容易引发局部国家物资短缺并催生通胀预期的自我实现。70年代导致通胀大幅走高的石油以及粮食危机的本质也是贸易渠道不畅所导致，前者源于OPEC禁运，后者关乎美苏粮食战争。二是**消费结构中商品消费占比高容易引发通胀预期自我实现**。对于消费以及通胀结构中商品占比较高的国家，商品价格上涨容易使得居民更切身感受到通货膨胀的压力，继而可能产生对通胀的悲观预期并导致囤货等现象。美日当时均存在该特征，70年代通胀过后，美国服务消费占比逐步提升后，就不曾出现通胀预期自我实现。诸如2011年粮食危机、利比亚战争等冲击均未导致美国通胀失控。从新兴市场看，印度、俄罗斯等国容易通胀预期自我实现也极大归因与消费结构中商品占比过高。三是**金融市场蓄水能力不足，央行释放流动性进入实体易引发通胀预期自我实现**。美日在70年代均采取宽货币应对经济下行。当时美国金融行业尚未开展金融自由化改革，金融市场蓄水能力不足，在经济潜在增速下行、有效需求不足背景下，流动性大量释放进入实体经济引发通胀预期自我实现。80年代中后段起，美国推进金融自由化改革，金融市场的蓄水能力大大增强，居民配置金融资产的能力提升，追逐实物或商品资产以避免通胀损失的诉求大大减弱。流动性导致通胀预期自我实现的场景基本不再出现；各国监管机构甚至开始考虑要将金融资产价格纳入通胀范畴考虑。当前新兴市场国家容易出现通胀预期自我实现的重要原因之一也是其金融市场发达程度不足、蓄水能力有限，超发货币容易进入实体经济推升通胀。

四是**经历过恶性通胀的居民容易再次出现通胀预期自我实现**。20世纪以来，除70年代外，美国仅在战时曾出现恶性通胀以及通胀预期自我实现。战争导致供应链中断，居民出现通胀预期自我实现并囤粮囤货。我们认为经历过恶性通胀的居民容易再次出现通胀预期自我实现。20世纪美国每轮通胀预期自我实现的间隔周期在30年左右（10年代、40年代、70年代）；正常来说，18-64岁的成年人是消费主力，30年的时间间隔可以使居民在其成年阶段经历两次恶性通胀。70年代的消费主力曾经经历过

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

战时恶性通胀，当类似于恶性通胀的特征再次出现，就容易出现通胀预期自我实现。

□ 引发通胀预期自我实现的四因素当前尚不成立，通胀预期自我实现的概率低

一是当前美国虽然宽货币宽财政，但金融市场蓄水能力强，流动性进入实体推动通胀预期自我实现的概率较低。疫情后美联储扩表释放流动性存回央行的比例为63%，美国当前的超储率达到23%。

二是当前原油粮食价格快速上涨并非由贸易链断裂所致，供给并不短缺的情况下较难引起预期自我实现。2021年原油价格上行主要受疫情期间需求受限，原油价格畸低所导致，相较疫情前正常原油价格上涨幅度有限。与70年代受贸易链断裂影响不同，未来原油供给仍有放量预期。食品价格方面，2020年全球食品价格指数飙升主要由疫情、地缘政治以及气候现象所致，与贸易摩擦无关。当前中国在全球产业链中发挥的重要作用很大程度上稀释了通胀预期自我实现的风险，输出的高性价比商品降低了发达国家通胀预期。近期美国在高通胀压力情况下，选择与中国在贸易关系上出现边际缓和也是重要证明。

三是美国居民商品消费占比下行可以缓冲商品价格上涨对通胀预期的影响。当前美国居民消费结构中的商品占比已明显下行至33%，有助于抑制通胀预期自我实现的风险。上一轮恶性通胀距今已超过40年时间，当前年轻一代的美国居民未曾经历过恶性通胀时期，通胀预期产生自我实现的难度较高。美国自70年代后再无出现过恶性通胀事件，整体CPI增速处于中枢下行状态且增速高点鲜有超过5%的时间，少数的通胀上行时期均是源于需求端刺激导致的温和通胀。我们认为美国居民已在一定程度上形成低通胀预期的惯性。2011年前后的粮食危机、2011年初的利比亚战争等事件性冲击均未导致美国通胀失控，诸如70年代类似的场景较难出现。

四是当前美国主力消费人群大多没有切身体验过恶性通胀，通胀预期难以出现自我实现。美国上一轮恶性通胀距今已接近50年。如果以18-64岁的成年人群作为消费主力来计算，上一轮经历恶性通胀的人群已逐渐淡出消费市场，当前的消费主力并未有过恶性通胀的经历，相反在多数时间均生活于低通胀环境内，因此通胀预期较难出现自我实现。

综上，美国当前的现状并不符合通胀预期自我实现的四大条件，本轮美国通胀预计不会出现预期自我实现，诸如70年代囤粮囤货的现象发生的概率较低。

风险提示：美国财政刺激力度超预期加大带动通胀超预期；逆全球化导致通胀超预期。

正文目录

1. 发达国家是否曾出现通胀预期的自我实现？	5
1.1. 通胀预期自我实现是实际物价与通胀预期之间形成的正反馈	5
1.2. 发达国家历史上最近也是最后一次通胀预期自我实现出现在 70 年代	5
2. 通胀预期自我实现是什么原因导致的？	6
2.1. 美日在 70 年代本就面临战后经济增长动力衰竭的滞胀风险，这是通胀预期自我实现的前提	6
2.2. 消费结构、流动性传导、贸易、通胀预期经历四大因素容易引发通胀预期自我实现	7
2.2.1. 全球贸易渠道不畅容易引发通胀预期自我实现	7
2.2.2. 消费结构中商品消费占比高容易引发通胀预期自我实现	9
2.2.3. 金融市场蓄水能力不足，流动性进入实体容易引发通胀预期自我实现	10
2.2.4. 曾经经历过恶性通胀的居民容易再次出现通胀预期的自我实现	11
3. 当前美国引发通胀预期自我实现的四项因素暂不成立，预计不会出现预期自我实现	12
3.1. 当前美国虽然宽货币宽财政，但金融市场蓄水能力强，流动性进入实体推动通胀预期自我实现的概率低	12
3.2. 当前原油与粮食价格快速上涨，但并非由贸易链断裂所导致	14
3.3. 当前商品价格上行，但居民商品消费占比的下行可以缓冲通胀预期的影响	15
3.4. 当前美国主力消费人群大多没有切身体验过恶性通胀，通胀预期难以出现自我实现	16
风险提示	16

图表目录

图 1: 美国 4、5 月 CPI 与核心 CPI 高企	5
图 2: 欧元区通胀情况 (%)	5
图 3: 美、日最近一次的恶性通胀历史均出现在 70 年代	6
图 4: 美国月度 CPI 以及非农时薪同比情况 (%)	6
图 5: 日本政策利率以及 GDP 走势 (%)	7
图 6: 美国 60 年代末起经济潜在增速持续下行 (%)	7
图 7: 美国 74 年大通胀前处于滞胀状态 (%)	7
图 8: 日本 74 年大通胀前处于滞胀状态 (%)	7
图 9: 欧派克的原油产能 (千桶/日) 以及在全球范围内的产能占比 (%)	8
图 10: 全球原油均价和美国进口价格 70 年代走高 (美元/桶)	8
图 11: 美国与日本 CPI 能源分项同比增速走势 (%)	8
图 12: 美国与日本 CPI 食品分项同比增速走势 (%)	9
图 13: 全球谷物产量在 1972 与 1974 年出现负增长 (%)	9
图 14: 美国个人消费支出占比 (%)	9
图 15: 日本家庭消费支出占比 (%)	9
图 16: 新兴市场国家 CPI 中食品权重 (%)	10

图 17: 新兴市场国家 CPI 中商品权重 (%)	10
图 18: 日本 70 年代不同 CPI 分项同比增速走势 (%)	11
图 19: 美国赤字率在 60 年代末期明显走高 (%)	11
图 20: 美国 70 年代金融业尚不发达	11
图 21: 美国联邦基金利率在 60 年代末段到 70 年代初期下行 (%)	11
图 22: 美国年龄结构变迁 (%)	12
图 23: 美国 70 年代前仅在战时出现过恶性通胀 (%)	12
图 24: 美国自 90 年代起流动性与通胀明显脱钩	13
图 25: 美联储疫情后扩表情况 (百万美元) 和 M2 增速 (%)	13
图 26: WTI 现货价格走势 (美元/桶)	15
图 27: 全球食品价格走势	15
图 28: WTI 现货价格走势 (美元/桶)	16
图 29: 全球食品价格走势	16
图 30: 美国居民消费占比 (%)	16
表 1: 美国 CPI 及 PCE 不同分项的权重 (PCE 分项权重由 NBER 测算)	10
表 2: 美国 4 轮财政刺激规模汇总方案 (十亿美元)	12
表 3: 80 年代起通过立法大幅度放宽金融监管	13
表 4: 美日欧央行释放的流动性大量存回中央银行	13
表 5: 不同预算提案对预算赤字的影响 (单位: 十亿美元)	14

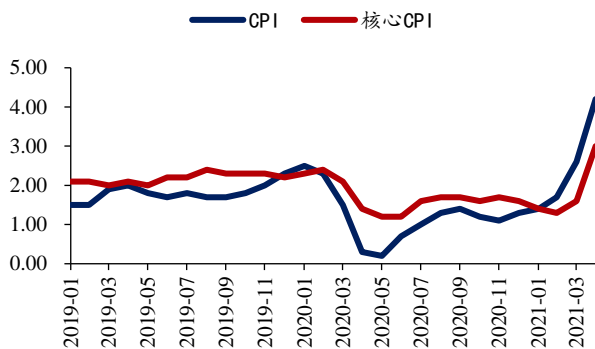
1. 发达国家是否曾出现通胀预期的自我实现？

1.1. 通胀预期自我实现是实际物价与通胀预期之间形成的正反馈

4、5 两月美国 CPI 同比增速分别达到 4.2% 与 5%，核心 CPI 触及 3% 与 3.8%。与此同时，欧洲 5 月调和 CPI 与核心 CPI 也触及 2% 与 0.9%，前者已触及欧央行对于通胀的管理阈值，在下半年群体免疫后核心 CPI 修复以及年末基数效应（欧洲 2020 年底处于通缩状态）的作用下预计将在年内进一步走高。

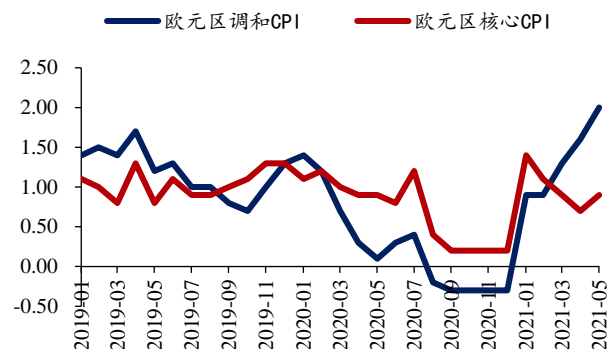
伴随着海外发达经济体实际通胀以及通胀预期的走高，近期海内外存在部分市场观点认为当前美国的通胀压力存在通胀预期自我实现的特征。为此，我们通过回顾发达国家的恶性通胀历史，为未来美国通胀的走势提供借鉴价值。

图 1：美国 4、5 月 CPI 与核心 CPI 高企



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：欧元区通胀情况（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

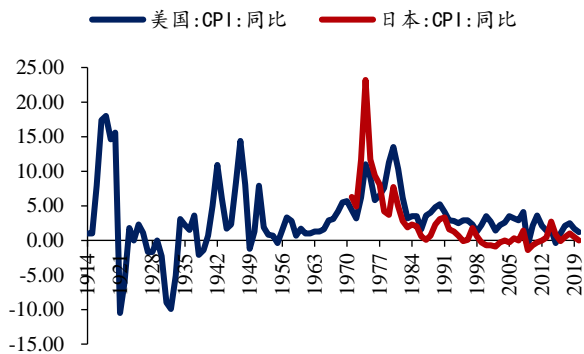
对于通胀预期自我实现（self-fulfilment inflation expectation）这一概念缺少官方、权威的定义，我们认为这一现象是通胀心理学（Inflationary Psychology）的表现。“通胀心理学”理论认为当居民预期商品价格要上涨时，将会迅速进行购买，因为站在理性人的角度，推迟购买行为可能使得购买成本提高。因此，当居民普遍预期价格将继续上涨时，全社会的购买需求将在短期内大幅提升，一是将推动物价进一步上涨，使得物价与消费者的通胀预期之间形成明显的正反馈；二是可能导致囤货、抢货等行为。此外，通胀预期自我实现不是导致通胀的根本原因，而是通胀的放大器。

1.2. 发达国家历史上最近也是最后一次通胀预期自我实现出现在 70 年代

美、日历史上最近一轮恶性通胀历史均出现在 1970-1980 年期间。期间分别历经两波通胀高峰，分别是 1974 年与 1980 年。从年度通胀看，1974 年美、日、德 CPI 同比增速分别达到 11.0%、23.2%，1980 年美、日 CPI 同比增速分别达到 13.5%、7.7%。两波通胀高峰对应的历史背景分别是 70 年代两轮石油危机，其中 1974 年的通胀还叠加了同时期的粮食危机。

以美国为代表，70 年代的恶性通胀便具有较为明显的通胀预期自我实现的特征。从通胀心理学的特征来看：一是当时美国群众中通胀预期较强，导致 CPI 持续上升，月度 CPI 曾于 1974 年突破 12%。二是美国国内出现大量的囤货抢货行为，例如各地排队加油，油站全面告急甚至出现抢油行为；大小超市被居民扫荡一空；除了屯粮外，美国国内甚至出现囤积卫生纸的荒唐现象。

图 3：美、日最近一次的恶性通胀历史均出现在 70 年代



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：美国月度 CPI 以及非农时薪同比情况 (%)



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

2. 通胀预期自我实现是什么原因导致的？

2.1. 美日在 70 年代本就面临战后经济增长动力衰竭的滞胀风险，这是通胀预期自我实现的前提

美国以及日本在进入 74 年大通胀前本就处于滞胀状态，这也是通胀预期得以实现的根本前提。

美国方面，60 年代是美国二战后经济高速发展的衰减期，美国经济潜在增速从 1968 年起便处于持续下行状态。60 年代后段执政的约翰逊总统推行“伟大社会”的宽财政政策，叠加同期的越南战争使得美国赤字率恶化；同期联邦基金利率同样处于下行通道，由 1966 年末的 5% 下降至 1971 年末的 3%。宽货币以及宽财政并未有效拉动美国经济增长，美国经济在 70 年代初段便处于 GDP 下行、CPI 上行的滞胀状态。这也是美国 70 年代通胀的内生原因，布雷顿森林体系瓦解导致的美元指数下行则进一步削弱了美国抵御输入性通胀的能力。

日本方面，同样在 70 年代初期起面临战后经济增长动力衰竭局面，GDP 实际增速同样从 1968 年的 12.9% 回落至 1971 年的 5% 以下。日本央行为此在 70 年代初期推行了较为宽松的货币政策。一方面希望对冲受美国“尼克松冲击”（美国在汇率外交政策领域的调整，前者对应黄金美元脱钩，后者对应基辛格访华）影响后日元的快速升值，另一方面希望通过刺激企业投资的方式拉动经济增长，国内贴现率由 1969 年的 6.25% 下调至 1972 年的 4.25%。但日本央行在本阶段也出现了对通胀的系统性错判，一方面忽视了国内的工资增长压力，另一方面过度乐观的希望通过国内生产力的提升抵抗物价上行压力。最终在基本面面临滞胀压力的情况下（72-73 年）受油粮价格影响引发国内恶性通胀。

图 5：日本政策利率以及 GDP 走势（%）



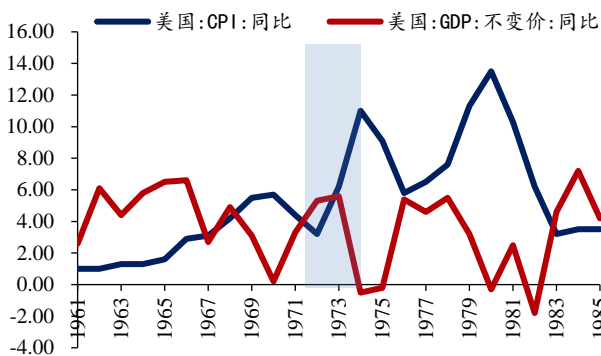
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 6：美国 60 年代末起经济潜在增速持续下行（%）



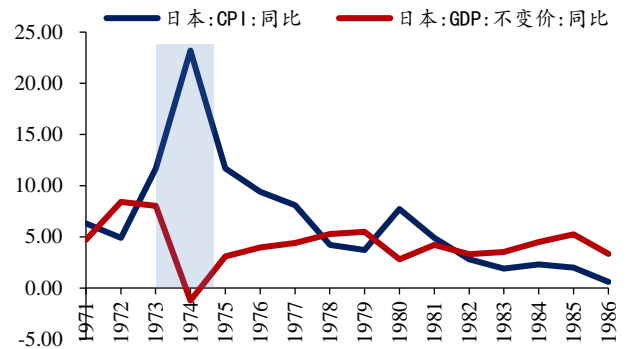
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 7：美国 74 年大通胀前处于滞胀状态（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 8：日本 74 年大通胀前处于滞胀状态（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

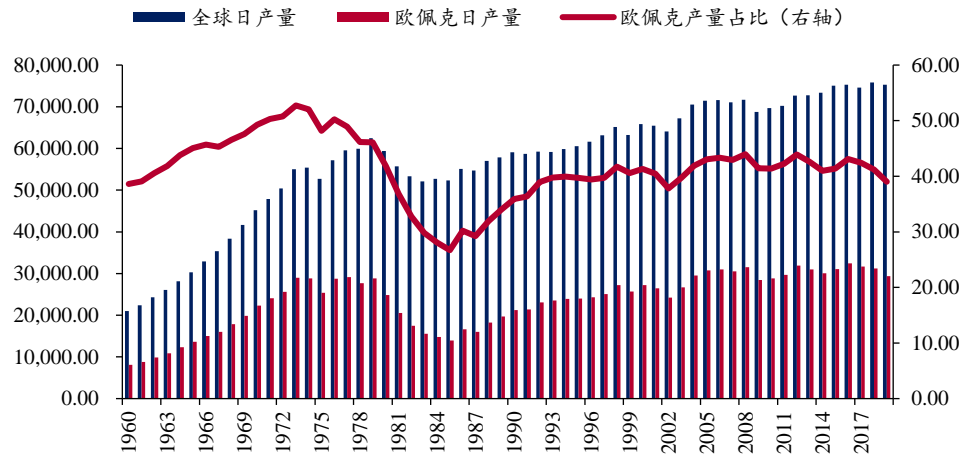
2.2. 消费结构、流动性传导、贸易、通胀预期经历四大因素容易引发通胀预期自我实现

2.2.1. 全球贸易渠道不畅容易引发通胀预期自我实现

当前全球产业链高度融合，多数国家之间需要通过贸易的形式进行产业互补，类似中国工业产业门类齐全的国家在全球范围内仅次一家。因此，全球贸易渠道不畅容易引发局部国家物资短缺并催生通胀预期的自我实现。70 年代导致通胀大幅度走高的石油以及粮食危机的本质也是贸易渠道不畅所导致。

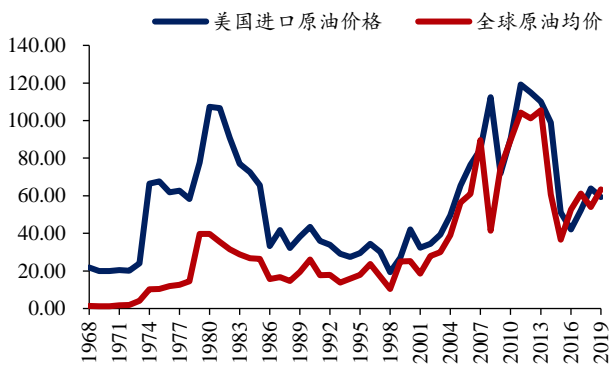
OPEC 是 70 年代全球原油产能中心，发达国家对其均有较高依赖度，石油危机是引发发达国家 70 年代大面积通胀的直接诱因。1970 年-1980 年间，OPEC 是全球主要的原油产能来源，其产量在全球范围内占比稳定在 40%-50%，1973 年第一次石油危机前产量占比更是高达 52.7%，美、日对 OPEC 的原油均有较高的进口依赖度。1973 年 10 月第 4 次中东战争爆发后，OPEC 对发达国家实施石油禁运，贸易渠道的阻塞直接推高了全球范围内的油价水平并通过进口价格的渠道传导至发达国家 CPI；1978 年两伊战争严重冲击原油供给导致的第二次石油危机时也使得这一场景再度重演。1973-1974 年和 1978-1980 年间，美国原油进口价格的涨幅分别达到 176%和 84%。从 CPI 分项看，美国、日本 CPI 能源分项均在 1974 年以及 1980 年间迅速走高，同比增幅远远超过整体 CPI 以及核心 CPI，成为恶性通胀的重要推手。1974 年和 1980 年美国 CPI 能源分项同比分别达到 33.1%与 34.6%、日本同期能源分项达到 29.6%与 30.9%。

图 9：欧佩克的原油产能（千桶/日）以及在全球范围内的产能占比（%）



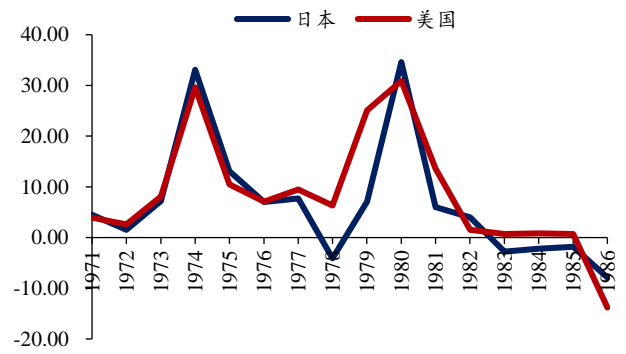
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：全球原油均价和美国进口价格 70 年代走高（美元/桶）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：美国与日本 CPI 能源分项同比增速走势（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

此外，1972-1974 年间的粮食危机加剧了贸易渠道的风险。1972 年起，全球范围内由于持续两年的气候异常使得粮食收成短缺，出现粮食危机。同期的苏联由于国内谷物

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_20128

