

日期：2020年09月07日

# 宽松已成西方央行“鸦片”



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyue Xiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

报告编号:

相关报告:

《中国货币变革现状和调控变化》

(2020年6月4日)

《高房价的成因、影响和治理》

(2020年5月20日)

《大宗商品价格决定当前汇率走势》

(2020年3月24日)

《海外“新冠”疫情对中国经济、市场影响》

(2020年3月15日)

《期限结构波动中缓降趋势明了》

(2020年1月13日)

## ■ 主要观点

### 通胀在经济周期中的核心信号已异化

通胀在宏观经济管理中之所以重要，是由于它曾经的经济周期“显示器”作用，自从上世纪90年底进入“新经济”时代以来，通货膨胀的变化逐渐脱离了经济周期，进入新世纪后经济周期中的“菲利普曲线”早已被公认为失效！货币扩张以及相应的债务增长，已积累到金融部门和实体部门流动性分布越来越呈“两张皮”，资本和资产的金融属性增强，和实体运行状态的相关性减弱。

### 金融稳定成为货币政策决策核心

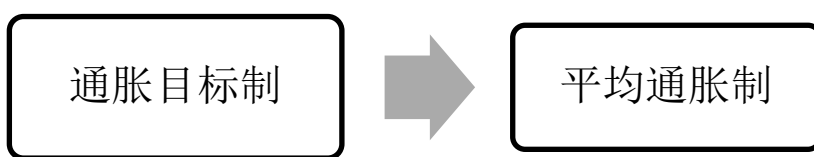
从西方各国的实践看，决定货币政策变化的核心因素实际上早已转向了金融稳定，FED更是这方面实践的急先锋，通胀早已成为了西方央行可以取舍的为货币政策辩护的旗帜。各国持续存在的高宏观杠杆事实，也从另一个侧面验证了货币和通胀之间关系的弱化。扩张的货币大部分将集中于金融部门，宽松货币只会激发身份商品的活跃：股市繁荣和楼市泡沫！

### 过松货币将由水变“毒药”

按照基准货币利率的标准，西方主要经济体实际上都已进入或接近进入了“负利率”状态。负利率当然无助于宏观整体杠杆的下降，只会带来转杠杆的效果，在西方现有的资本主义制度下，以美国为首的西方货币过度扩张的结果，只会进一步加深美国企业“保守主义”在西方的扩张——为了维护股价，企业不愿做长期性投资，倾向于回购注销和高分红决策。除了带有高度“行会”性质的、垄断型医疗行业和少数行业外，美国的长期投资不足弊端实际上已渐露端倪，但美国政客却不去检讨自家企业在国际市场上竞争力下降的原因，却只希望重塑对其有利的国际经济交往规则！西方无限期延长当前的货币宽松状态，虽然短期有助于维护股市繁荣和金融平稳，但却让企业更趋保守，“宽松瘾”成为不折不扣的政策“鸦片”。

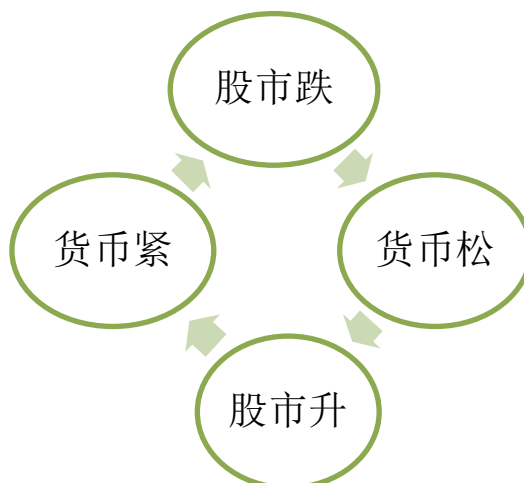
在杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔对外宣布，将调整货币政策框架，引入“平均通胀制”，即并不严格限定通胀目标线，实际通胀暂时高过传统 2% 的目标线，并不会引起政策改变，只要在中长期限内平均通胀不突破目标即可。这意味着现实通胀率对货币政策的制约被大大解除，FED 即使在通胀回升趋势和预期形成，且突破 2% 的情况下，也可以以未来将回落为理由，继续维持宽松货币政策。通胀目标制的调整，实际上为 FED 持续实行宽松，放宽了条件和增加了实施便利性。

图 1 FED 政策框架的变化



从西方央行规模扩张历史看，宽松货币已成为一致选择，并愈来愈上瘾。西方货币之宽松，不仅制止了金融危机的恐慌，稳定了市场，而且还“制造”了资本市场的“繁荣”，如美国股市——但是，就如鸦片让人精神短暂振奋一样，上瘾只会更加掏空一个人的健康。宽松货币就如西方经济发展的鸦片，虽则知其无助实体经济复苏，但既已上瘾，药又易得，戒掉何易？

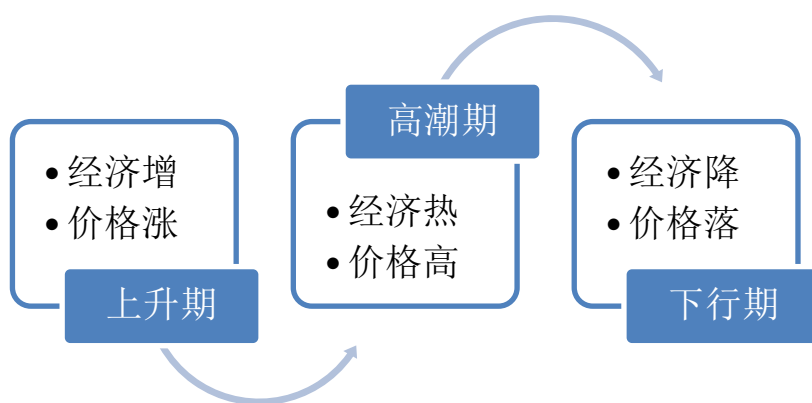
图 2 FED 货币宽松和股市表现的互动



## 1. 通胀在经济周期中的核心信号已异化

通胀在宏观经济管理中之所以重要，是由于它曾经的经济周期“显示器”作用，经济上行期由于供求两旺、价格会逐渐上行，而在经济周期的繁荣期则因需求旺盛而价格上涨亦达到高潮，由于通胀的更可观察性、直接性、高频性，所以通胀通常被直接和宏调政策挂钩，如泰勒规则之类的。经济繁荣时期物价通常上行，因此通货膨胀也被认为是一种经济周期现象——随着经济景气度的上升，需求普遍上行，因而物价逐渐上升直至伴随周期逆转而下降。对通胀在经济周期中的核心作用，“菲利普曲线”经验规则是更为一般的经济学分析。

图 3 通货膨胀和经济周期的传统表现



“菲利普曲线”虽然表示为失业和物价之间逆向变动的，但也可引申表示为经济和物价之间的同向变动关系。

然而，经济不是简单的循环，每一次经济进步都会带来生产率的提高，因而单位生产成本下降，从而带来价格下降。自从上世纪 90 年底进入“新经济”时代以来，通货膨胀的变化逐渐脱离了经济周期，进入新世纪后经济周期中的“菲利普曲线”早已被公认为失效！对“菲利普曲线”失效的一般解释是，作为新兴产业的信息产业有超高规模经济效应，因而传统向上倾斜的供给曲线转为了向下。随着传统产业的信息化推进，全社会的全要素生产率普遍持续提高，各行各业的生产率都提高，单位生产成本下降，实体经济领域的价格长期下行趋势建立。按照通胀在经济周期中表征作用变化，显然通胀的观察视角和重心经历了以下三个阶段的变化：

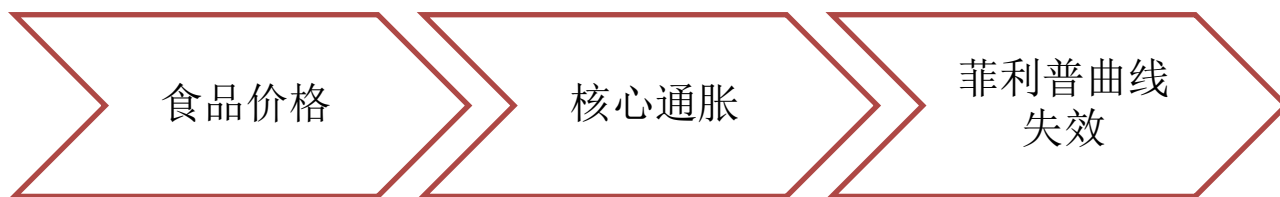
第一阶段，食品价格关注阶段。面包和肉贵了，其它需求就会下降，宏观经济管理的一个重点就是要维护农产品价格稳定。从资本主义

经济体系出现直到“二战”，通胀的关注点一直在食品价格；彼时国际贸易中农产品进出口的管理，是周期管理中一项不可更缺的重要内容。

第二阶段，核心价格关注阶段。随着生产的进步，食品等基本需求已完全满足，至少在发达资本主义世界整体上已过剩，生活中恩格尔系数已显著下降，其价格的波动已不取决于需求而受制于生产，而供给冲击被认为是非周期性的，因而“二战”后西方观察通胀的关注点纷纷转向了核心通胀，其背后的逻辑是：核心价格变化提供了乘数-加速数作用下的周期波动观察视角。“二战”后直至上世纪90年代“新经济”的兴起，是通胀的核心价格观察时期。

第三阶段，菲利普曲线失效阶段。上世纪90年代“新经济”兴起后，特别是信息技术渗透带来信息化进展，技术进步带来的成本下降作用比以往上升；另一方面，货币扩张以及相应的债务增长，已积累到金融部门和实体部门流动性分布越来越呈“两张皮”，资本和资产的金融属性增强，和实体运行状态的相关性减弱；经济体系中的货币越充裕，流动性（货币和债务）分布于房地产和股票等股权类金融资产等身份商品市场的就越多；虽然身份商品市场运转越来越呈现封闭性，但却决定着宏观流动性的变化，典型的如FED货币政策的变动。

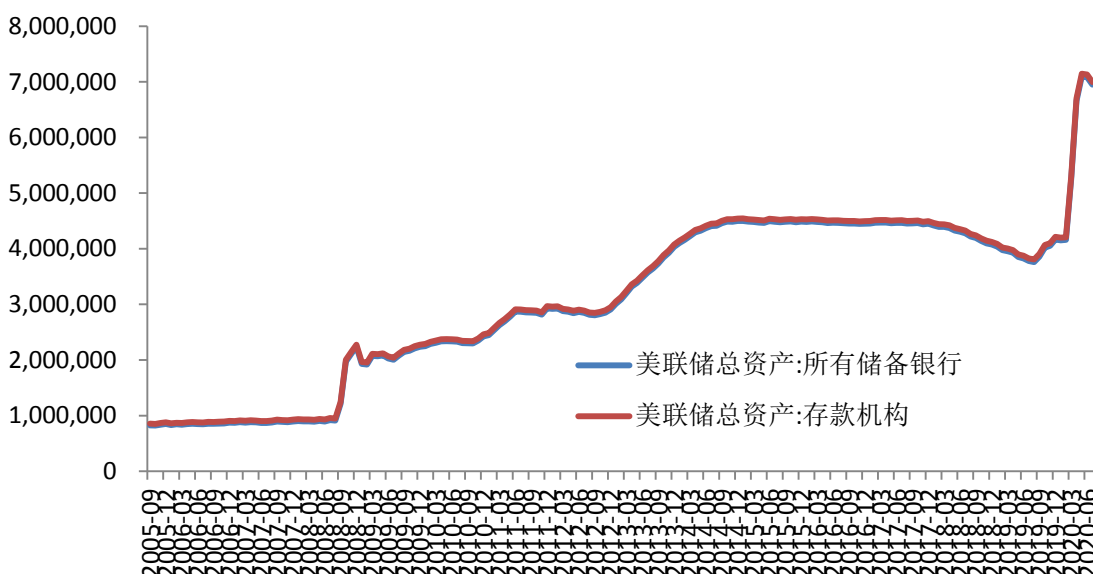
图 4 通货膨胀关注阶段的变化



## 2. 金融稳定成为货币政策决策核心

从西方各国的实践看，决定货币政策变化的核心因素实际上早已转向了金融稳定，FED更是这方面实践的急先锋，通胀早已成为了西方央行可以取舍的为货币政策辩护的旗帜。各国持续存在的高宏观杠杆事实，也从另一个侧面验证了货币和通胀之间关系的弱化。

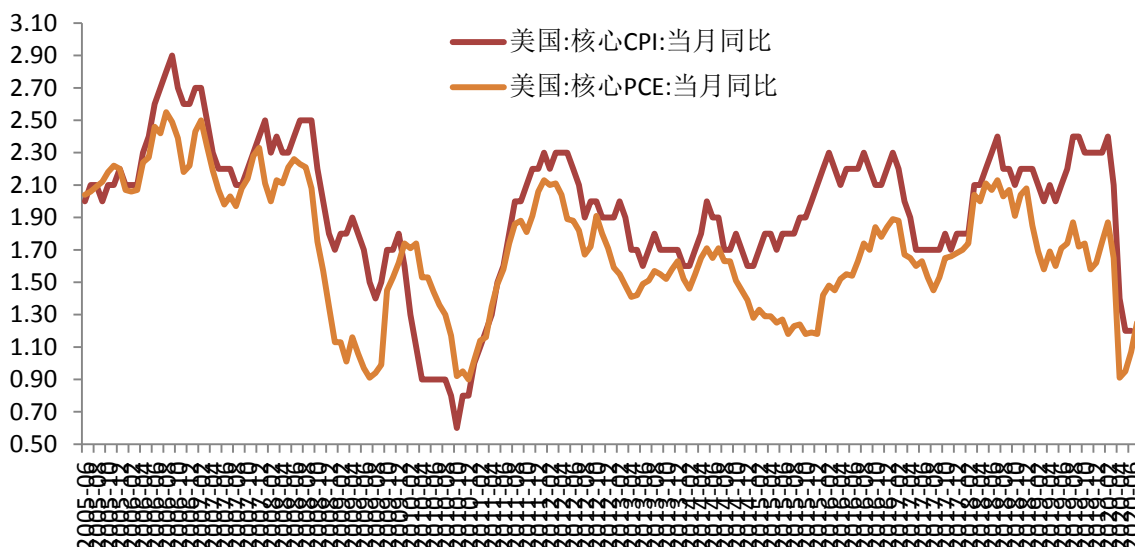
图 5 美联储资产负债表快速上涨态势



数据来源：Wind，上海证券研究所

在亚当·斯密时代，货币影响消费和商品价格；在凯恩斯时代，货币影响投资和资本价格；上世纪 90 年代后新经济以来的信息经济时代，货币直接影响的是资产价格！信息经济时代，现代信用货币制度开始大规模扩张开来，货币发行的约束不复存在。随着资本市场的进步和发展，货币分布的分层特征越来越显著，宏观流动性在金融部门和实体部门间分布的结构变化，开始超越货币总量，成为货币决策需要考量的因素，金融稳定取代价格稳定成为货币政策的核心。

图 6 美国通货膨胀形势的变化



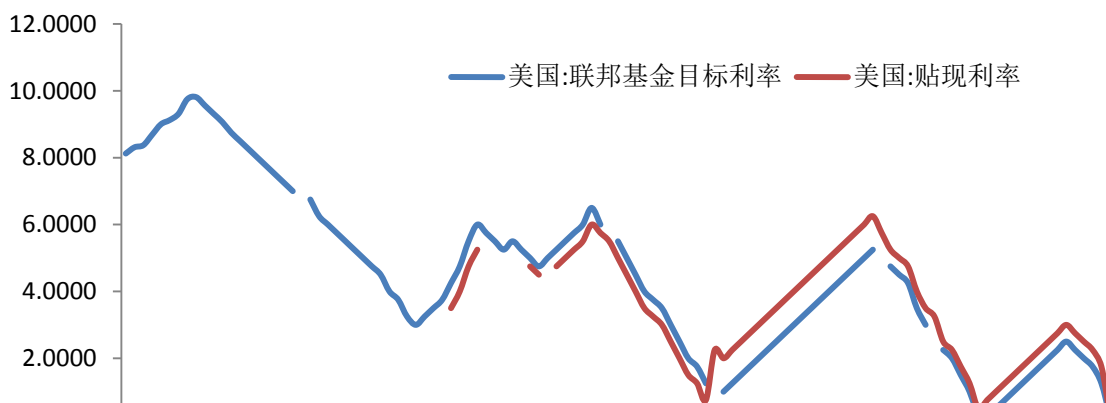
数据来源：Wind，上海证券研究所

通常认为，金融不稳定是导致 20 世纪 30 年代“大萧条”的一个重要原因。笔者也一直强调，FED 的 QE 并不是为救经济，而是救金融，也没有流动性扩张。因此，在经济发生针对性有效结构性改革前，经济低迷局面仍将延续，因需求低迷而来的低通胀也将存续——不论货币扩张与否。扩张的货币大部分将集中于金融部门，宽松货币只会激发身份商品的活跃：股市繁荣和楼市泡沫！

### 3. 过松货币将由水变“毒药”

由于对“负利率”的界定在市场上还未有一致公认性，市场对“负利率”状态的判断还不统一。按照基准货币利率的标准，西方主要国家央行实际上都已进入或接近进入了“负利率”状态。ECB 存款便利利率(隔夜存款利率)自 2014 年 6 月期就进入了负值状态，且持续扩大；日本央行的政策目标利率(无担保隔夜拆借利率)自 2016 年 2 月起进入负值状态。负利率当然无助于宏观整体杠杆的下降，只会带来转杠杆的效果，通常是金融部门杠杆下降，政府部门和实体部门，尤其是政府部门杠杆上升，集裁判和运动员双重身份与一身的政府，其加杠杆的结果自然又会进一步延长负利率时长。

图 7 美国基准货币利率的变化



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\\_2757](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2757)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn