

从流动性的主要去向看美国通胀的韧性

2021 年以来，从新兴市场到发达国家，通胀不期而至且韧性超乎预期。到年底，美联储迫于通胀压力转向，加快货币紧缩步伐。此轮通胀成因复杂，既有需求拉动，又有供给推动，还有能源价格飙升。但是，过去十多年超宽松的货币金融条件为通胀高企埋下了隐患。本文拟从流动性的三大去向来分析美国通胀演进。

- 通常来讲，市场流动性有三大去处：一是流入实体经济，变为全面的物价上涨和通胀；二是流向金融市场，推高资产价格，形成资产泡沫；三是进入信贷市场，沉淀在银行系统和居民储蓄里，造成资产负债表衰退，滋生众多僵尸企业。
- 此次为应对公共卫生危机，各国纷纷采用财政货币空前刺激，极度宽松的货币和慷慨的财政扩张政策为总需求托底。相较于发达国家，发展中国家金融市场发展程度低，吸收流动性有限，多余流动性流入实体经济，更早带来通胀水平的上升。从流动性的去向可以解释大流行以来美国通胀水平前低后高的变化。
- 此轮美国通胀的成因是多方面的，仅仅依靠货币紧缩难以解决。在美联储渐进式紧缩，市场不缺流动性的情况下，近期大宗商品价格飙升，更加剧供给端压力，短期内通胀拐点难现。后续需密切关注通胀-通胀预期，薪资-物价上涨的两个上升螺旋，都可能引发通胀预期脱锚，使得当前的通胀变得更加根深蒂固。
- 美国的通胀已成为 2022 年影响美联储决策的关键变量。接下来，要看美联储如何有序回收市场流动性并妥善和市场沟通。倘若美联储紧缩不会刺破资产泡沫、引发经济衰退，则美国或许要容忍更长时间的高通胀，因为过剩流动性的下一个主要去向或是大宗商品。
- **风险提示：**美联储货币政策紧缩超预期，美国经济复苏不及预期，地缘政治风险加剧等。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师: 管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520100001

目录

一、市场流动性的三大去向	4
(一) 进入实体经济	4
(二) 进入金融市场	6
(三) 进入信贷市场	8
二、本轮全球通胀仍是货币现象	10
(一) 全球范围看 M2 和 CPI 具有较高的相关性	10
(二) 大流行以来美国通胀压力的演变可以从流动性去向寻找线索	12
三、未来美国高通胀的韧性不容小觑	13
(一) 此轮通胀成因复杂，仅靠货币紧缩稳物价恐难一蹴而就	13
(二) 大宗商品周期或成为下一个“风口”，延长通胀的拐点	15
(三) 美国通胀—通胀预期、薪资—物价上涨的两个螺旋正在逐步蓄能	17
四、主要结论	20

图表目录

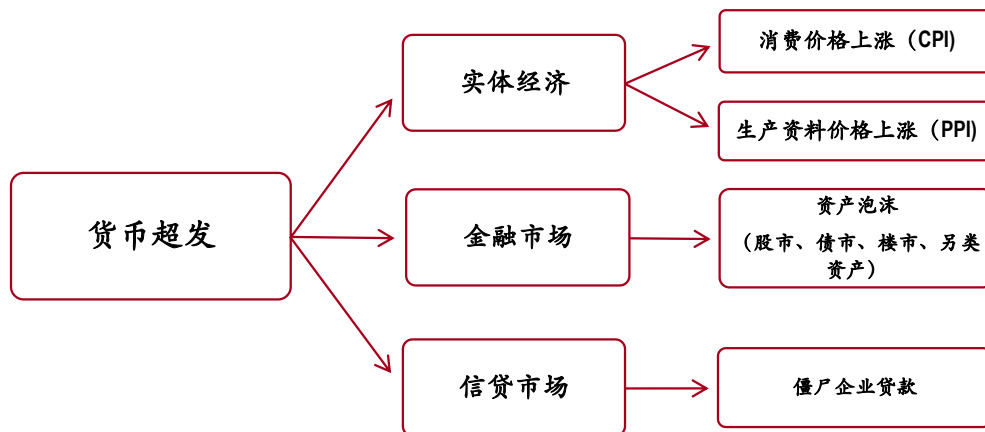
图表 1. 市场流动性的三大去向	4
图表 2. 各类货币指标与通胀的关系	5
图表 3. 拉美代表国家 M2 同比增速	5
图表 4. 拉美代表国家 CPI 同比增速	5
图表 5. 日本房价、日经指数、CPI 与 M2 同比增速	6
图表 6. 日本及美国 M2 流通速度	7
图表 7. 美联储资产负债表、标普 500、房价指数、M2 变动与 CPI 同比增速	7
图表 8. 日本央行资产负债表、日经 225、房价指数、M2 变动和 CPI 同比增速	8
图表 9. 日本居民、企业及政府部门杠杆率	9
图表 10. 日本僵尸企业比例及短期利率	9
图表 11. 部分主要经济体 CPI 与 M2 环比变动的相关性	10
图表 12. 部分主要经济体 M2 与 CPI 同比增速相关性	11
图表 13. 2021 年部分主要经济体 M2、CPI 与金融市场发展	11
图表 14. 主要经济体 M2 与 CPI 同比增速格兰杰因果检验结果	11
图表 15. 美国国内股票市值及其与年化名义 GDP 之比	12
图表 16. 美国 M2、股市、房价及价格指数同比增速	12
图表 17. 美国 CPI 同比增速拆分	13
图表 18. 美国粘性 CPI 价格指数月同比增速	13
图表 19. 美国家庭财富净值总变动	14
图表 20. 美国金融状况指数及标普 500 席勒市盈率	14
图表 21. 美国经济衰退期与美联储加息周期	14
图表 22. 美国联邦基金利率、失业率及 CPI 同比	15
图表 23. 部分指数及资产价格增长倍数，2008-2021	15
图表 24. CRB 大宗商品价格指数	16
图表 25. 原油期货近月与三个月价差	16
图表 26. FAO 食品实际价格指数	17
图表 27. 美国消费者及市场隐含通胀预期	18
图表 28. 美国通胀预期呈现走高的微观特征	18
图表 29. 美国民调数据显示通胀正成为关注焦点	18
图表 30. 美国非农时薪及雇佣成本指数同比增速	19

2008 年全球金融危机以来，发达国家采取超宽松的货币政策却没有带来通胀，全球反而进入“低利率、低通胀、低增长”的三低格局，学界一度认为货币数量与通胀理论失联。各国央行此前也并不担忧大规模量化宽松会招致高通胀，反而更担心陷入日本化的通缩陷阱¹，非常规货币政策工具逐渐常规化²。为应对此次公共卫生危机，美联储更是史无前例地实行零利率加无限宽。当累积多年的宽流动性遇上复苏强劲的需求和供给侧冲击，通胀便不再缺席。本文拟从流动性的三大去向出发，试图通过货币视角来分析美国通胀的演进。

一、市场流动性的三大去向

通常来讲，市场大量的流动性有三个去处：一是流入实体经济，变为全面的物价上涨和通胀；二是流向金融市场，如股市、楼市、债市、另类投资（如艺术收藏、虚拟资产、NFT），推高资产价格；三是进入信贷市场，变成僵尸企业贷款（见图表 1）。

图表 1. 市场流动性的三大去向



资料来源：中银证券

（一）进入实体经济

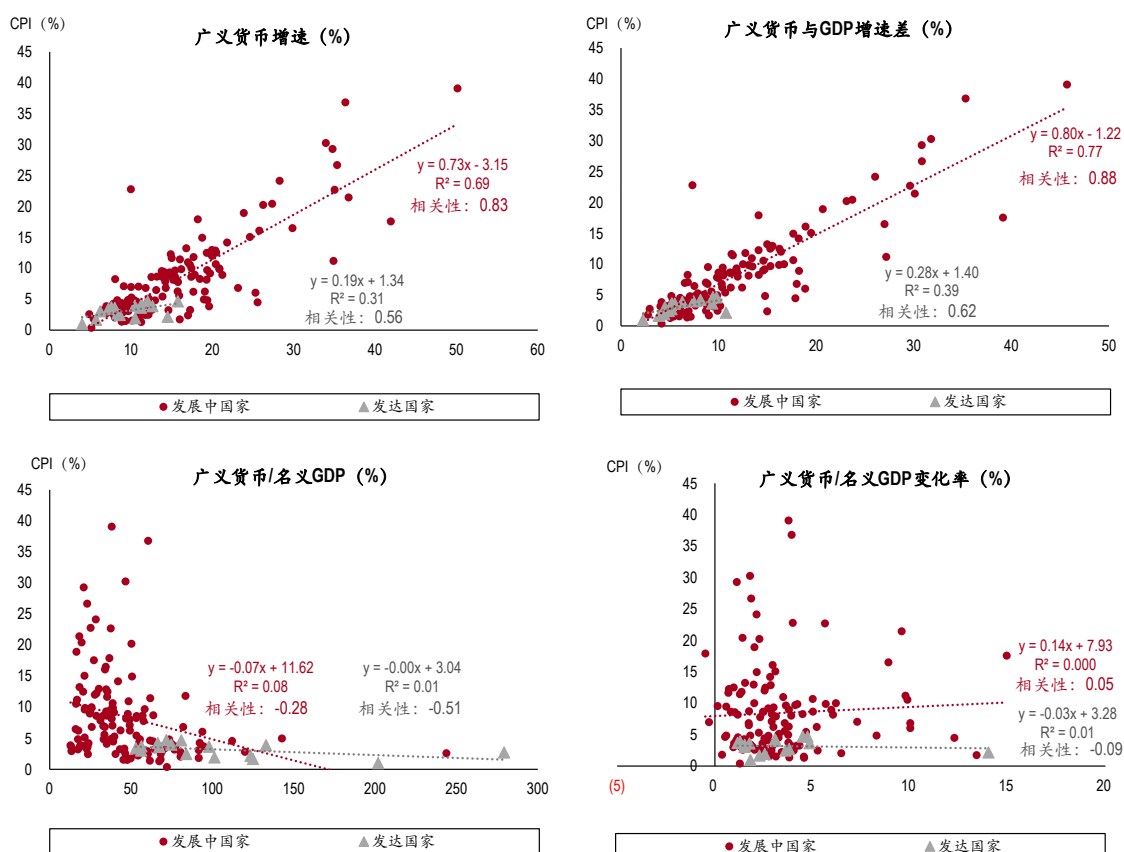
我们利用世界银行 1980 至 2020 年统计数据，通过计算 150 个国家和地区 40 年间的平均广义货币增速、实际 GDP 增速、广义货币与名义 GDP 比值、广义货币比名义 GDP 变化率以及消费者价格通胀率，剔除如委内瑞拉、津巴布韦等恶性通胀³的极端情况，来衡量各类货币指标对通胀的解释程度。结果显示，广义货币与实际 GDP 增速差和消费者价格通胀相关性最强，其次为广义货币增速，广义货币/名义 GDP 与通胀相关性最弱，甚至在发达国家呈现负相关；发展中国家的相关性整体高于发达国家。拟合度最好的广义货币与 GDP 增速差，与 CPI 通胀相关性高达 0.88（见图表 2）。由此，从长期视角来看，货币数量与通胀的正相关关系基本成立。

¹ 参考 Summers, L. H. (2015). Have we entered an age of secular stagnation? IMF fourteenth annual research conference. IMF Economic Review, 63(1), 277-280.

² 参考 Borio, C., & Zabai, A. (2020). When the unconventional becomes conventional. Speech at the ECB and Its Watchers XXI, 30., <https://www.bis.org/speeches/sp200930.htm>

³ 恶性通胀按照广泛定义为每月通货膨胀率在 50%，年化通胀率在 129% 以上。

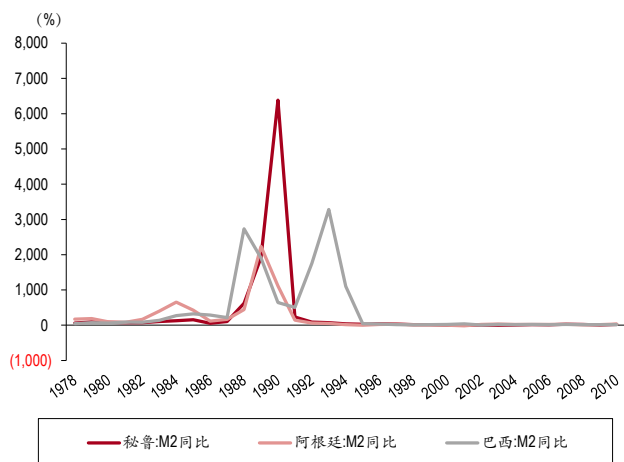
图表 2. 各类货币指标与通胀的关系



资料来源: 世界银行, 中银证券

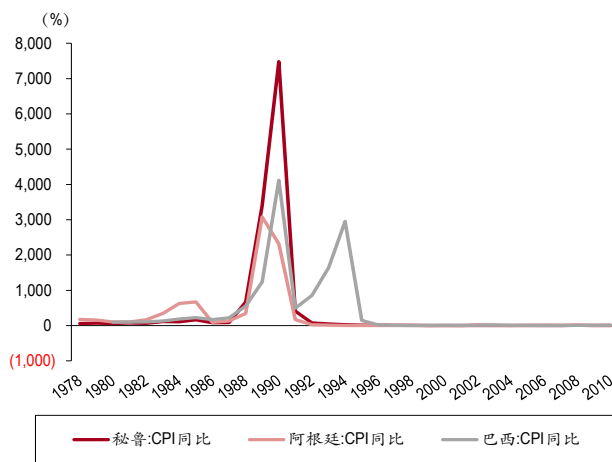
最典型的的就是 1980 年代拉美国家的高通胀。众多拉美国家曾因经济内外失衡, 债务危机爆发后货币发行失控而陷入恶性通胀⁴。该地区在 1980 年代按 GDP 加权通货膨胀率年平均接近 247%, 1990 达到峰值 2915%⁵, 其中阿根廷、巴西和秘鲁在 1989 和 1990 年 M2 同比增速飙升, 都曾有四位数的通货膨胀率, 最高在秘鲁 M2 同比增速高达 6385%, 通胀一度爆表达到 7481% (见图表 3 和 4)。

图表 3. 拉美代表国家 M2 同比增速



资料来源: 世界银行, 中银证券

图表 4. 拉美代表国家 CPI 同比增速



资料来源: 世界银行, 中银证券

⁴ 参考 Bernanke, B. S. (2005). Inflation in Latin America: A new era? (No. 88).

<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050211/default.htm>

⁵ 包括阿根廷、玻利维亚、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、乌拉圭等 8 个拉美国家, 使用 GDP 不变价美元加权计算。

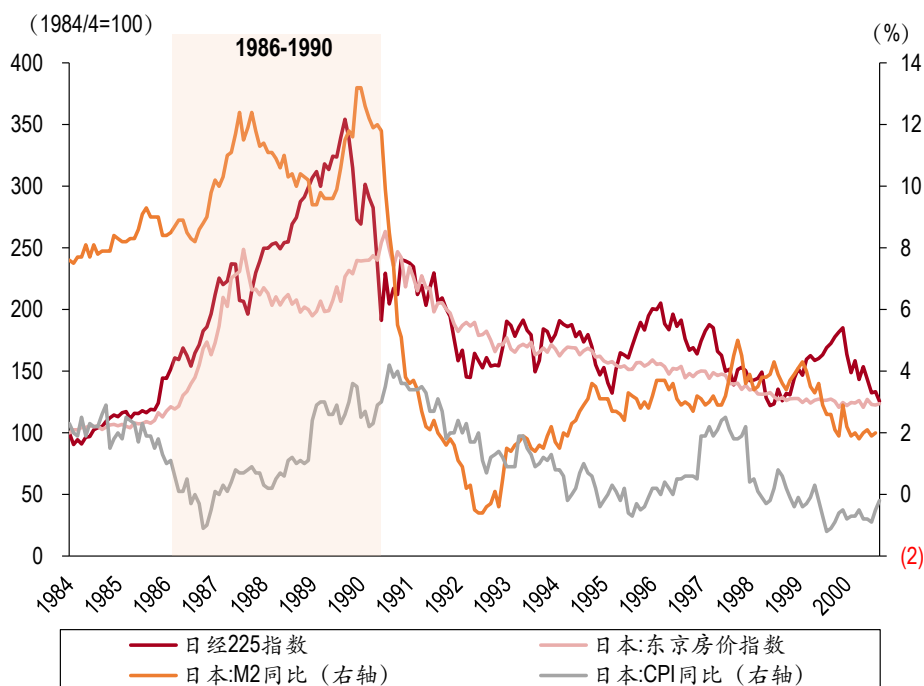
（二）进入金融市场

最具代表性的是上世纪八九十年代的日本资产泡沫。在二战后的二十年间，日本走上经济高速发展的快车道。1980年代起，日本大力推行资本账户开放，放松金融管制。自1985年签署广场协议以来，日元大幅升值。为维持出口竞争力，日本央行采用扩张的货币政策，1986至1990年期间M2同比年平均增速达到10.4%，月度最高为13.2%，远超同期名义GDP 6.4%的年均增速。

但是，大量流动性没有进入实体经济，而是涌入了股市及房地产市场。同期，年均CPI同比增长仅为1.56%，通胀非常温和。而仅用1986至1989年四年时间，东京房价指数上涨138%，日经指数从1986年初的13024点飙升至1989年底的38915点，年均复合收益为31.5%（见图表5）。由于流动性进入金融市场而非实体经济，日本货币流通速度放缓。到1990年底，货币流通速度为0.89次/年，较1984年底下降了16.4%（见图6）。

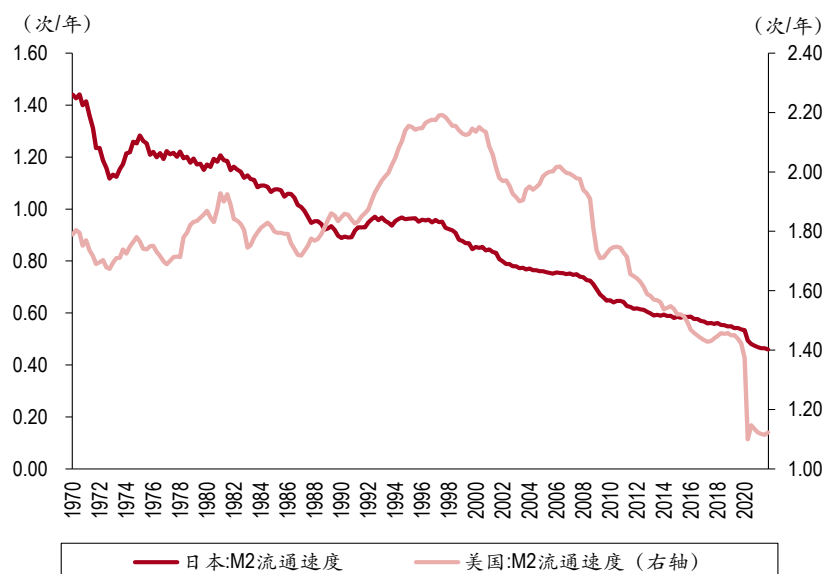
直至1989年，日本央行急速转向采取紧缩性措施，在不到一年半的时间内大幅上调官方贴现利率350个基点，从1989年4月的2.5%至1990年8月的6.0%，利率大幅上升；M2月同比增速也骤降至1992年的最低点-0.5%，信用收缩，资产泡沫终被刺破，日本经济陷入连续几个“失去的十年”。

图表 5. 日本房价、日经指数、CPI 与 M2 同比增速



资料来源：万得，中银证券

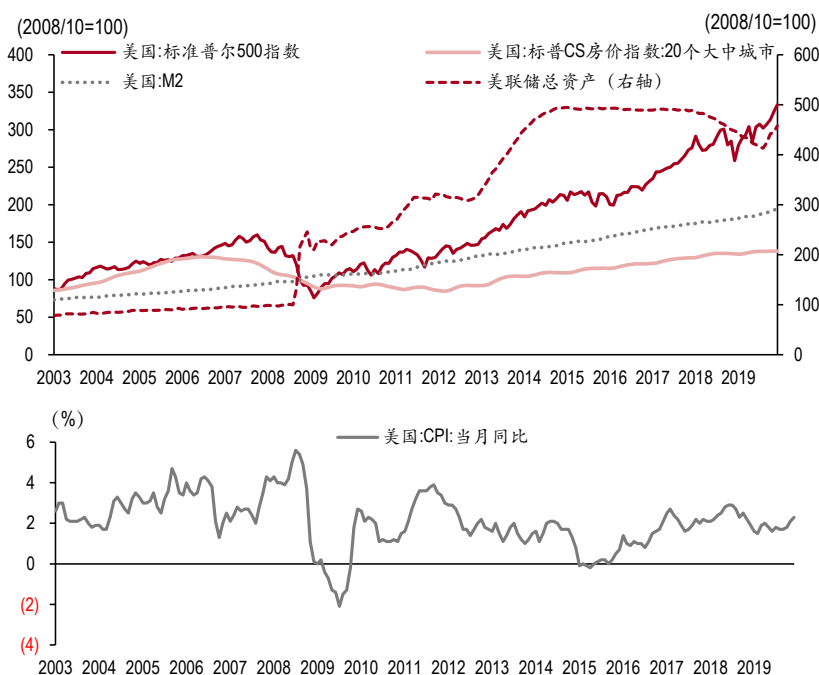
图表 6. 日本及美国 M2 流通速度



资料来源：万得，中银证券

另一个案例是 2008 年危机后的美国金融市场繁荣。为应对 2008 年金融危机，美联储等主要央行采取超宽松的货币政策，而之后的十多年间通胀水平没有抬升，大量流动性流向了金融市场，推高了股市、房市价格。由于金融危机后美联储的宽松政策主要依靠扩张资产负债表规模提供流动性，从 2008 年 11 月美联储开启第一轮量化宽松，美联储资产负债表规模与标普 500 指数呈明显同向变动。2019 年 12 月底，美联储资产负债表扩张了 4.6 倍，美国标普 500 指数上涨 3.6 倍，美国 20 个大中城市标普房价指数上涨 1.5 倍（见图表 7）。这一时期，由于大量流动性没有进入实体经济，M2 扩张倍数低于美联储资产负债表扩张规模，美国的货币流通速度也逐年下降，M2 流通速度由 2007 年底的 1.98 次/年降至 2019 年底的 1.42 次/年，下降了 28.3%（见图表 6）。

图表 7. 美联储资产负债表、标普 500、房价指数、M2 变动与 CPI 同比增速

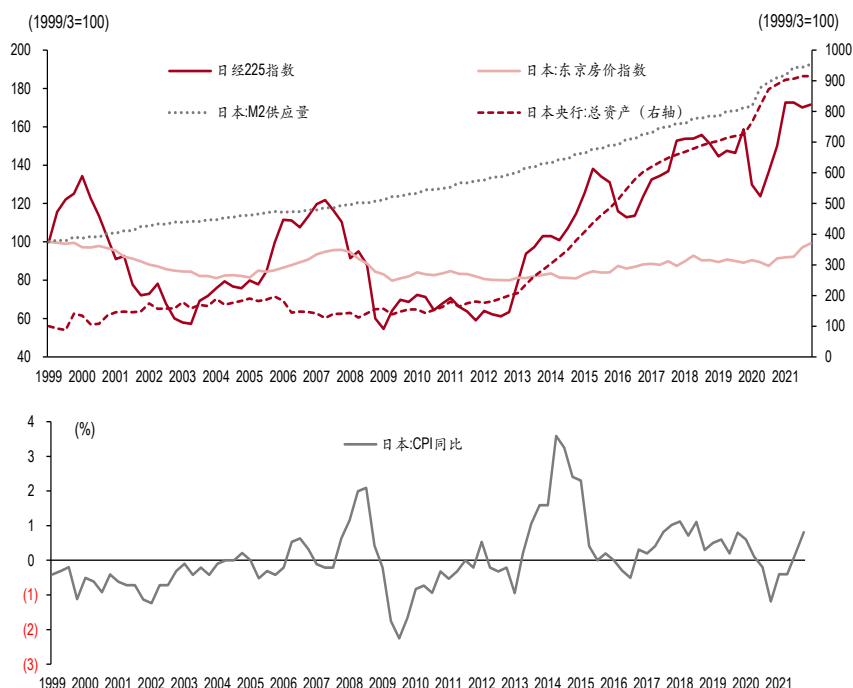


资料来源：万得，中银证券

（三）进入信贷市场

日本资产泡沫破裂后的经济停滞就是一个绝佳的研究样本。1990 年代后期资产泡沫破裂后，日本消费投资需求不足，经济整体低迷。为提振经济，日本央行自 1999 年 2 月起实行零利率加一系列量化宽松货币政策，二十年来资产负债表扩张近 7 倍，而 M2 仅扩张 1.7 倍，且经济一度陷入通缩。1999 至 2013 年间，股市、房市等资产价格也没有明显上涨。直至 2013 年安倍政府推出“三支箭”，实施量化质化宽松（QQE）并大量购买股票 ETF，日本股市与央行资产负债表规模增速才大概一致（见图表 8），但同期房价、CPI 与日本 M2 扩张速度仍远低于央行增长负债表增速。

图表 8. 日本央行资产负债表、日经 225、房价指数、M2 变动和 CPI 同比增速



资料来源：万得，中银证券

究其原因是，日本泡沫破裂后，私人部门被迫开始去杠杆（见图表 9），将收入优先用于储蓄及还债，而不是消费和投资，造成资产负债表衰退。央行只能不断宽松货币政策来提振需求，然而此时的经济已掉入流动性陷阱，货币政策失效。即便部分流动性进入信贷市场，也流向了众多僵尸企业⁶，1991 至 2001 年间，日本僵尸企业平均比例达到 16.1%（见图表 10）。

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_40272

