



管涛：这次通胀真是“暂时性”的吗？





今年以来，由于全球经济复苏、刺激政策生效和供应链修复缓慢，通胀迅速升温并屡超预期。对此，主要央行行长们几乎一有机会就会提示，通胀是“暂时性”的。但这似乎无法令人信服，包括前美国财长萨默斯、前美联储主席格林斯潘和前纽联储行长达德利在内的大佬们多次警示，美联储在玩火。目前，新冠疫情进入下半场，主要经济体复苏势头均有所放缓。理论上，需求回落会产生通缩压力，但现实却是通胀持续高企。当前经济形势被拿来与 1970 年代的滞涨时期对比，两者具有相似的供给冲击和货币超发特征，暗示通胀压力不会马上消失。不同的是，这是一次百年一遇的由公共卫生危机引发的经济周期，疫情防控形势及其后遗症进一步提高了判断通胀形势的难度。

数据拆解显示当前通胀具有全面上升的风险

美欧通胀接近失控，中日较为低迷。9 月份，美国 CPI 增速较去年低点上升 5.3 个百分点，远超过其他主要经济体，随后是欧元区 3.7 个百分点和英国 2.8 个百分点；日本 CPI 依旧疲软，仅较去年低点上升 1.4 个百分点；中国 CPI 受“猪周期”拖累，仅较去年低点上升 1.2 个百分点（见图 1）。即便以剔除食品和能源后的核心 CPI 来看，9 月份，美国核心 CPI 同比增长 4%，大幅超过 2% 的目标值；欧元区增长 1.9%，终于接近欧央行的目标，创下了 2008 年金融危机后的新高；中国和日本依然低迷，分别增长 1.2% 和 0.1%（见图 2）。值得注意的是，美联储主要参考的 PCE 和核心 PCE，分别同比增长 4.4% 和 3.6%，创下 1991 年以来的新高。

图 1：主要经济体 CPI 指标（单位：%）

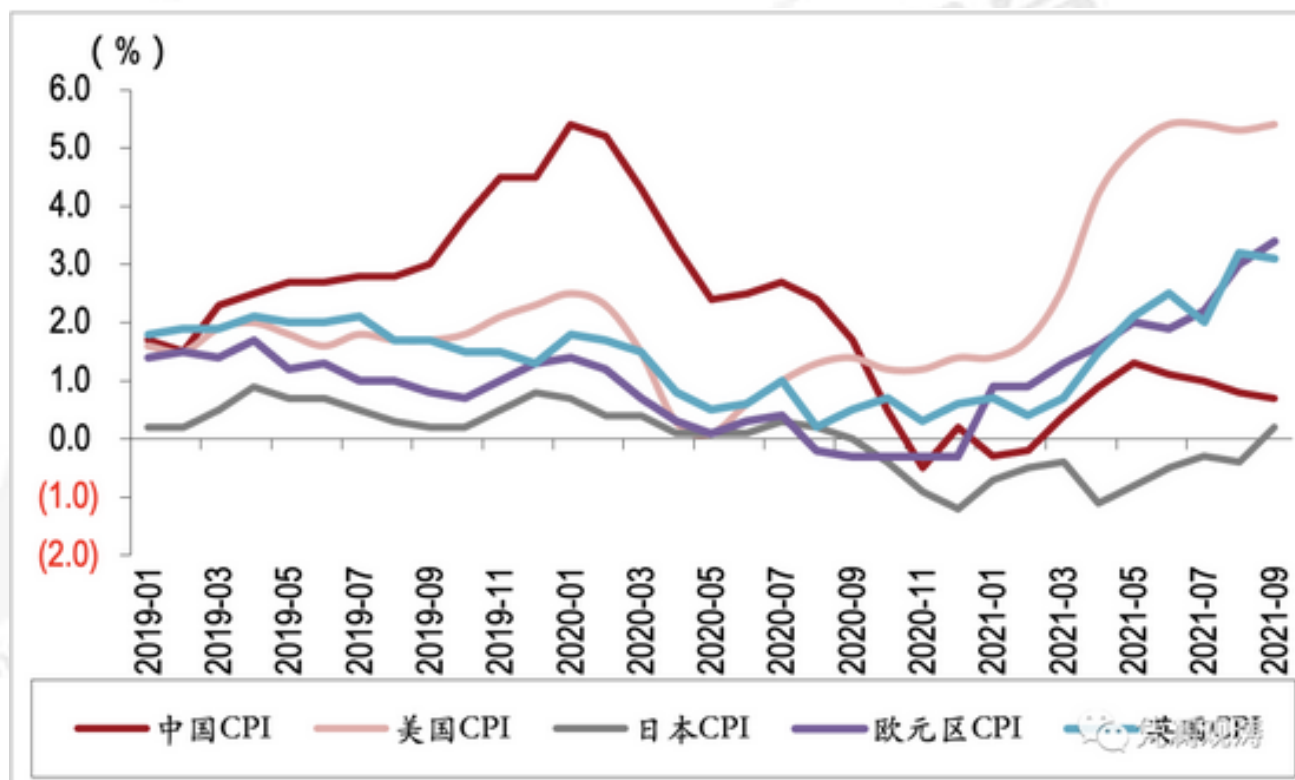
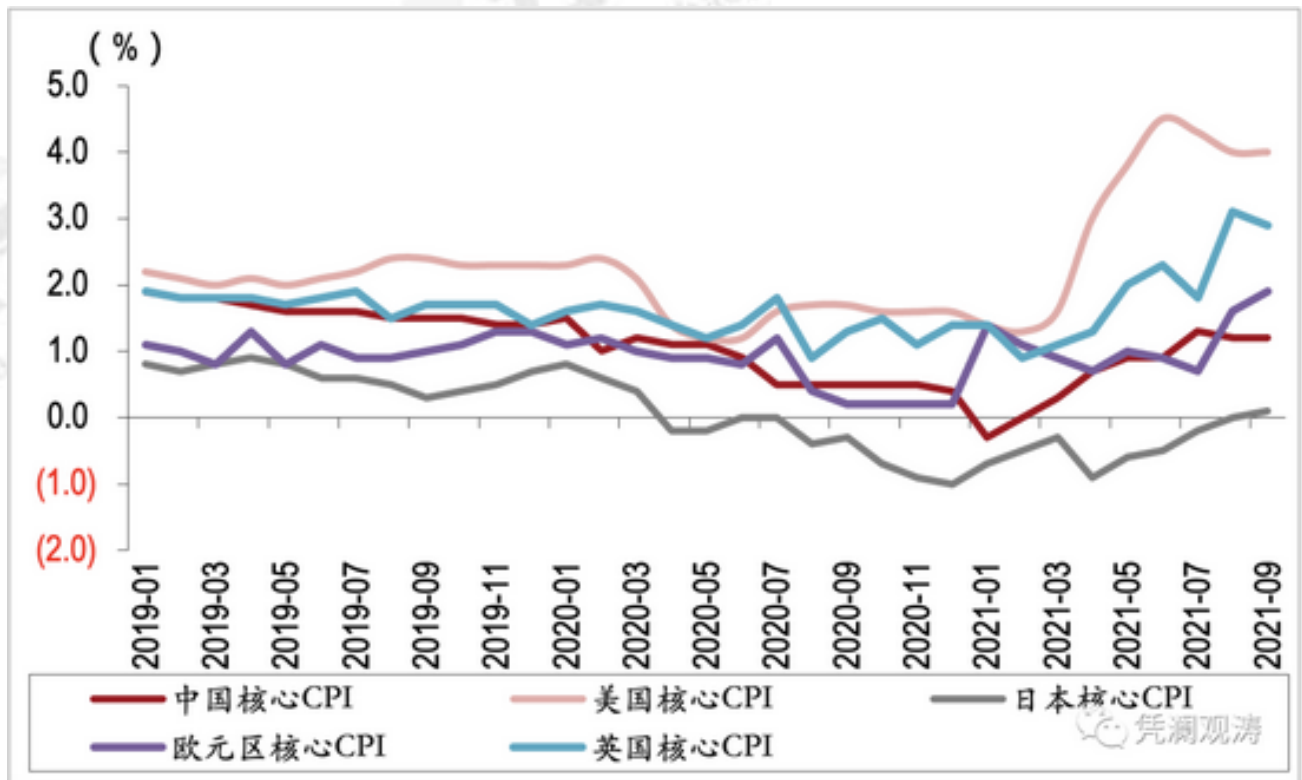


图 2：主要经济体核心 CPI 指标（单位：%）



从 CPI 结构看，中美欧的通胀都受异常项拉动，尤其是能源及交通运输。9 月份，中国 CPI 的 7 个大类中有 3 项高于整体增速，分别是居住、交通通信、教育文化和娱乐，而 2019 年底则仅有食品项拉动通胀（见图 3）。由此看，中国的通胀分布反而比 2019 年底猪瘟时期更为均衡。欧盟则截然相反，同期 11 个类别中仅 3 项高于整体通胀，分别是工业制品（金属价格影响较大）、能源和与运输有关的服务（见图 4），而 2019 年底有 6 个分项高于均值。由此看，欧盟的通胀可能更多受到能源危机的驱动，与上文欧元区 CPI 和核心 CPI 差距较大相符。9 月份，美国 12 个 CPI 分项中仅 3 个高于整体 CPI 增速，分别是能源、交通运输、个人计算机及其周边设备，与 2019 年底持平，也似乎没有结构性风险（见图 5）。

然而，与趋势项对比后发现，美欧全面通胀的风险依然存在。如果以 9 月份的通胀增速与过去 5 年均值相比较的话，除了医疗保健外，欧美的 CPI 分项通胀增速均高于趋势值，尤其是美国，多个分项已经是过去 5 年均速的 3 倍以上。而中国却恰恰相反，多项持平或低于过去 5 年均速，与核心 CPI 低迷相符。此外，“暂时性”通胀的最大依赖是底层通胀逻辑没有改变，异常分项会向长期趋势分项靠拢，最终回归常态。不过，均值回归的逻辑在新冠时期已多次失灵，谁能料到二季度德尔塔疫情在东南亚肆虐导致出口订单再次回流中国呢？

图 3：中国 CPI 分项指标（单位：%）

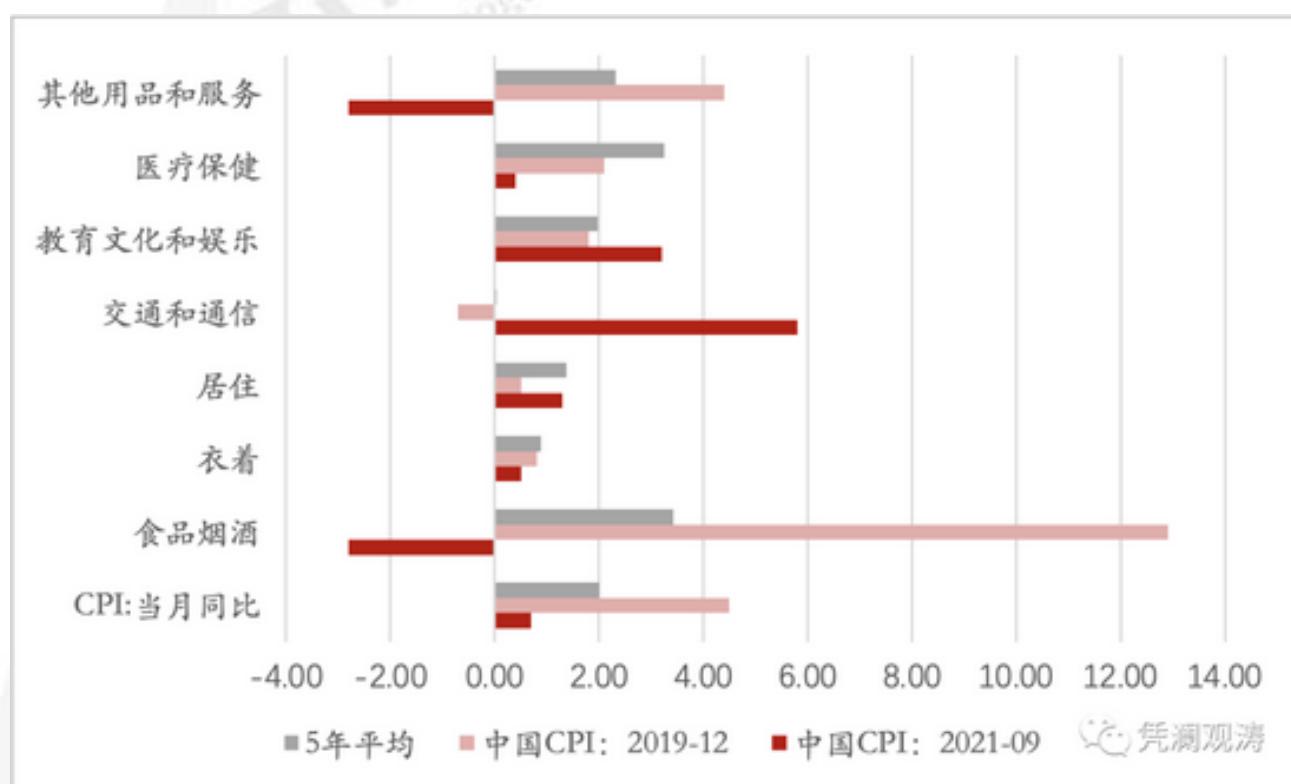
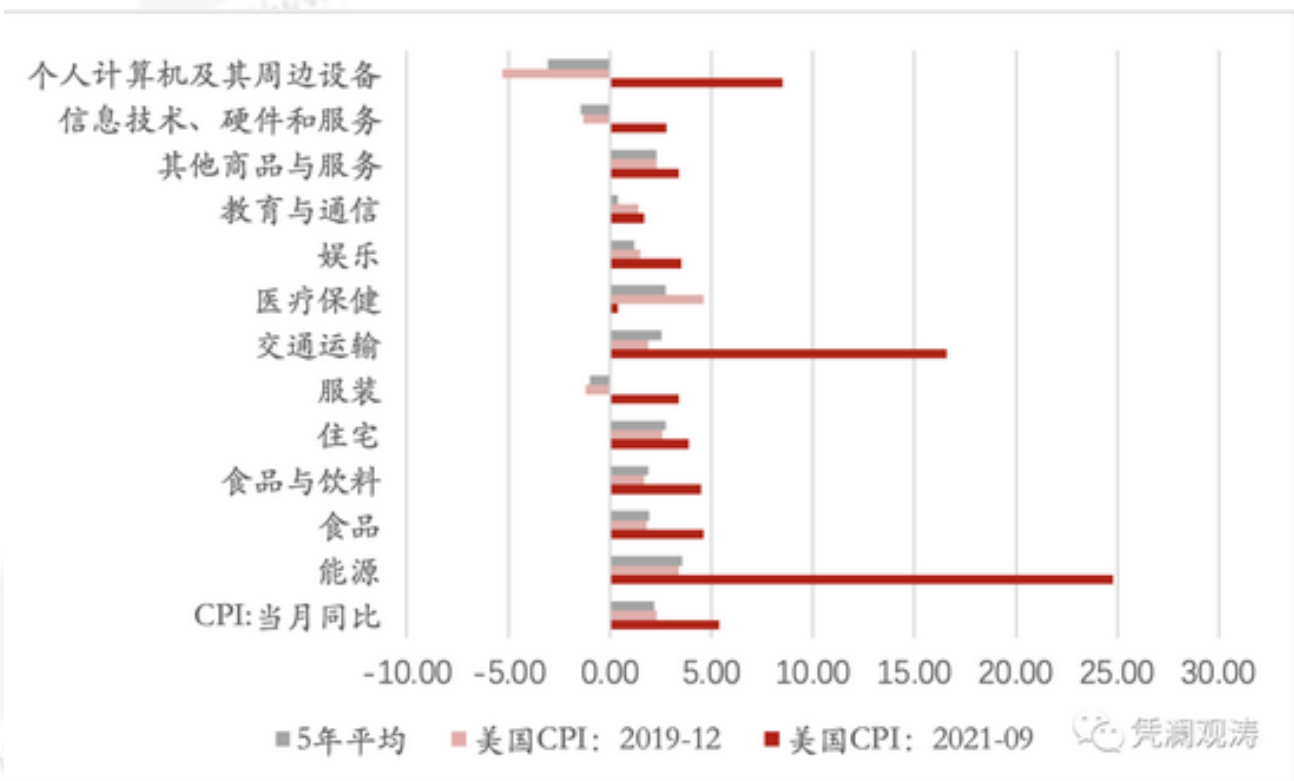


图 4：欧盟 CPI 分项指标（单位：%）



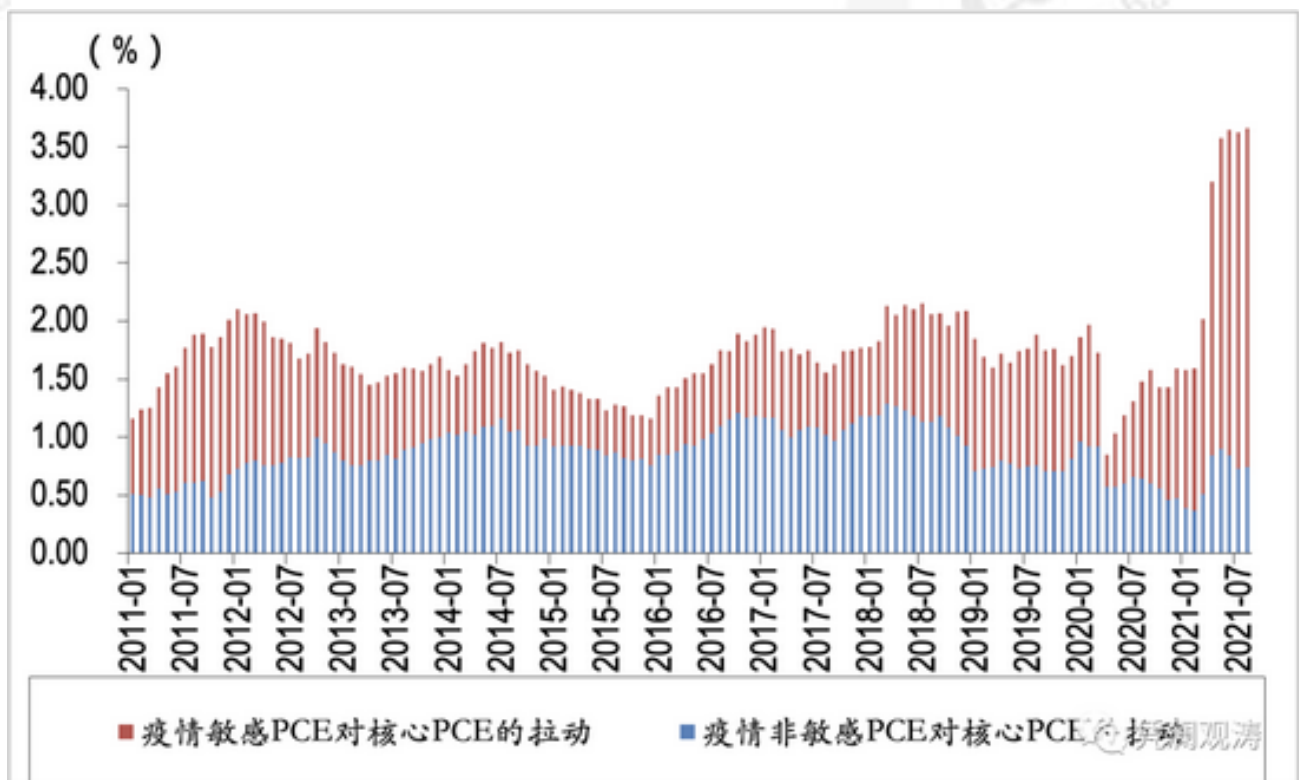
图 5: 美国 CPI 分项指标 (单位: %)



美联储反复论证通胀是“暂时性”的，但未来走势高度依赖供应链修

复。美联储旧金山分行为此推出了“新冠敏感型”PCE和“新冠非敏感型”PCE。从该指标看，去年疫情期间价格大幅下跌的分项在今年迎来爆发式上升，8月份同比增速达到4.7%，拉动核心PCE增长2.9个百分点，而疫情不敏感的PCE分项则趋于稳定，5月份以后已经有所下滑(见图6)。

图6：美国核心PCE拆解指标（单位：%）



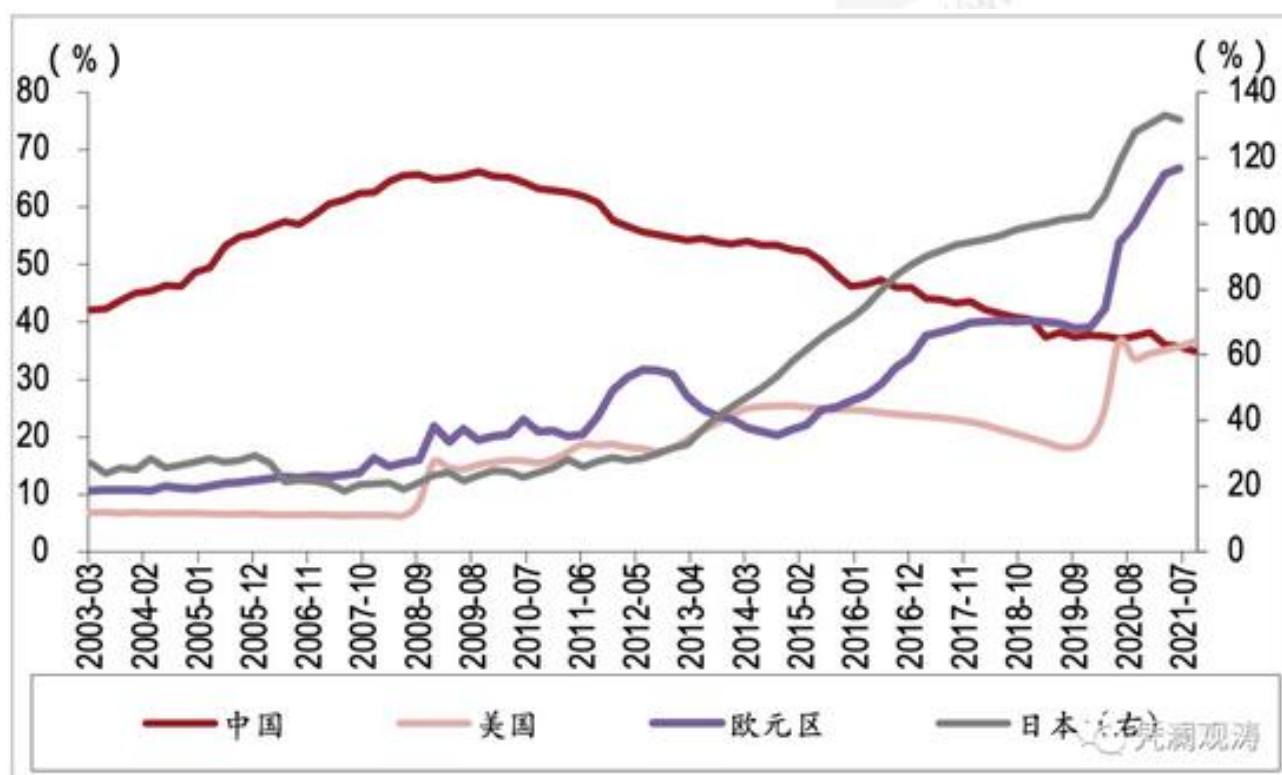
注：其归类原理是将核心PCE内的124个小分项进行归类重构，如果价格和消费量在2020年2月至4月出现明显异常变动，就归为疫情敏感PCE，否则为疫情非敏感PCE。

货币角度看通胀短期内难以回归疫情前的常态

自疫情爆发以来，全球央行实施了史无前例的货币刺激政策，一次性

货币扩张的冲击余温仍在。从主要央行资产负债表规模与年化名义 GDP 之比看，美联储、欧央行和日本银行资产负债表在 2020 年扩张的效率远胜 2008 年金融危机时期，分别上升 15.0、22.4 和 28.1 个百分点（见图 7）。今年以来，随着经济复苏，日本银行和欧央行的扩张速度有所收敛，美联储扩表则在三季度 GDP 增速大幅放缓的推动下再创新高。

图 7：主要央行总资产与年化名义 GDP 比值（单位：%）



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_29063

