



# 孙明春：通胀卷土重来—— 概率与后果



文/孙明春（海通国际首席经济学家）

根据美国劳工部公布的数据，美国 2021 年 5 月消费物价指数（CPI）同比上涨 5%，增速创 2008 年以来最高；核心 CPI 通胀率同比增长 3.8%，增速创 20 多年以来新高。美联储主席鲍威尔表示，美联储不会因为对通胀的担忧而提早加息，并表明近期通胀率上升只是源于暂时性因素影响，预计后续将回落至美联储长期政策目标。美国通胀率飙升是暂时的吗？全球通胀卷土重来的概率有多大？无限量宽下的通胀对金融市场会造成哪些影响？



通胀尚未失控

美国 CPI 通胀率在 2021 年 5 月达到了 5% 的水平，几乎达到 2008 年以来的峰值。美国历史上，自 2000 年以来，很少有月度数据能够达到这个水平。同时，能源 CPI 通胀率和整体 CPI 通胀率走势高度一致，最新数据显示其相比去年上涨了 30%。如果将 CPI 拆解开来，剔除掉能源和食品的部分，会发现核心通胀率也同样走高，在 5 月份达到了 3.8%。相比于过去 20 年中始终稳定在 3% 以下的通胀曲线，这个数据的确是超出了预期。可以看到美国的高通胀并非只是受到波动性较强的食品和能源价格的影响，背后还有一定的结构性因素在驱动。

我们做了一个计量模型，用以预测超前一年的核心 CPI 通胀率。虽然预测的精准度还有欠缺，但是从历史数据来看，它可以作为对未来趋势的指引。按照模型的走向，预期至少在未来一年内核心通胀都将居高不下。还有一点担忧——核心通胀的“拐点”，也就是由涨转跌的信号尚未出现，数据还没有下行的态势。

根据密歇根大学的消费者信心调查，自去年疫情开始以来，消费者对未来 5—10 年的通胀预期持续攀升，但目前并未突破 3% 的分界线，尚在可控范围之内。金融市场专业投资者关注的债券市场走势也呈现出同样的预期。美联储统计的未来 5 年通胀预期曲线和通胀保值债券 5 年通胀预期曲线都呈“V”型走势，自 2020 年以来，反弹极其明显。然而，值得乐观的是，通胀预期虽有阶段性高点，但也没有超出 3%。

短期：这次不一样？



短期来看，美国通胀由很多暂时性的原因。首先，政府的慷慨救济导致劳动力市场供应下降。无论是特朗普还是拜登，在救济资金的发放上都十分慷慨。这造成一方面失业率高、另一方面企业招工难的窘境。除了健康因素的考虑之外，大额政府补贴足以维持基本生活是重要原因。供不应求的压力使得短期内劳动力成本有一定上涨，引起通胀。

第二个暂时性的原因是疫情扰乱全球供应链，令进口物价持续上扬，也助推了短期通胀。受供应链影响，商品短缺问题层出不穷，贸易往来的运输成本也节节攀升。这些最终反映到商品价格上，显示出短期通胀之象。例如，美国的进口物价（除去原油价格）同比增长了 6.3%，仅次于 2008 年的高点。

第三个原因在于社交隔离及芯片短缺导致二手车需求旺盛、价格大涨，助长了通胀势头。社交隔离以后，人们倾向于购买自己的车辆。而恰好在车辆生产领域又遭遇了芯片短缺问题。买多卖少，二手车的拍卖价格指数在今年达到世纪以来最高点，同比上涨了 55%，实为历史罕见。

随着疫苗的大规模推广，疫情明显缓和，对通胀的短期扰动将逐渐缓解。虽然新的病毒变种崭露头角，但不构成核心风险。供给侧的扰动逐步缓解，需求侧也快速上升。供需的此消彼涨，应该不会造成通胀大幅波动。

当然，与以往不同的是，联储的“无限量宽”政策史无前例，且变本加厉。虽然此前有过三轮量宽，但在规模和幅度上与本轮的无限量宽是没法比的。其实在 2019 年下半年，美国失业率创 60 年以来新低的情况下，“放水”就已经开始了。根据我的判断，到本轮量宽结束，美联储的资产负债表应该会接近 10 万亿美元。

与此同时，美国的广义货币（M3）的增速达到半个世纪以来最高。2008 年那一轮量宽开始的时候，美联储的资产负债表涨势也非常猛，年同比达到 100%；但当时的 M3 实际上是不涨反跌的。原因在于次贷危机期间，美国的家庭部门、企业部门、金融部门都在降杠杆。为了防止出现资产负债表危机，美联储才退出了量化宽松政策。尽管如此，M3 仍在 2010 年初出现了负增长。所以，那轮美联储的量宽并没有带来实体经济中的流动性扩张。但本轮财政刺激的钱直接给到了老百姓，导致目前 M3 达到 20% 左右的增长率，这是从美元与黄金脱钩的 50 年来未曾目睹的！所以说，真

有可能“这次不一样”。

历史上看，CPI 与广义货币供应量（M3）正相关，但涨幅远远小于 M3。1959 年以来，M3 增加了 77 倍，但消费物价只涨了 8 倍。因为实体经济扩张需要更多的货币，所以 M3 增长并不全部转换为物价上涨。

同样，通过比较 M3 与名义 GDP 可以发现，1971 年美元和黄金脱钩以后，M3 上涨超过 31 倍多，美国的名义 GDP 大概涨了 17 倍多。因为名义 GDP 是通胀和实际 GDP 的组合，一方面包含了经济规模的扩大，另一方面同时考虑了 CPI 和 PPI。M3 的增长远远超过了实体经济的名义增长，多出来的钱去哪儿了？可能流入海外，也可能是流入资产市场。所以说，美元货币供应量的增加远超实体经济需要，助长了资产价格上涨。

此轮通胀中，资产价格上涨确实远超 CPI 上涨。去年无限量宽以来，各类资产价格都出现了大幅度的上涨，股票、债券、商品、货币、信用债、比特币等，除了美国国债和美元指数贬值，其他资产类别都实现了两位数甚至三位数的价格上涨。美国的房价涨幅达到（或接近）20 年高点。多余的流动性使得所有资产的价格都被重新定价，所有这些因素都对未来核心通胀上涨带来压力，但可能会缓慢传导过去。

值得一提的是，全球气候变化、碳中和的努力都有可能加剧中长期的通胀压力。我认为碳中和在短期甚至中期可能是一个成本上升的因素，对通胀还是有压力的。除此之外，全球极端天气导致的生产设施受损、供应链断裂、农产品价格上升等问题，对于通胀也是不利的。

## 长期：低通胀的“怪圈”

从 20 世纪 90 年代中后期开始,美国就一直维持着较低的通胀率水平,基本保持在 2%左右。美国通胀长期低迷与资产价格长期上涨,有深层次的结构性的原因。作为服务业为主的经济体,工资上涨乏力是美国核心通胀率长期低迷的主因。服务业最主要的成本就是劳动力成本。劳动力成本上不去,服务业成本也难以上涨,通胀就会受到抑制。美国政府公布的雇佣成本指数显示,自 20 世纪 80 年代的一次高通胀后,此指数从 7%~8%一路下滑,过去十年的大部分时间都徘徊在 2%左右,未触及 3%的水平。即使是在通胀率爬坡的当下,最新数据也只有 2.6%左右。这个时间序列数据表明,不改变劳动力市场低迷的现状,只靠商品价格的上涨是难以拉动通胀的。



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\\_33057](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33057)

