



管涛：从流动性的主要去向 看美国通胀的韧性





摘要

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。

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

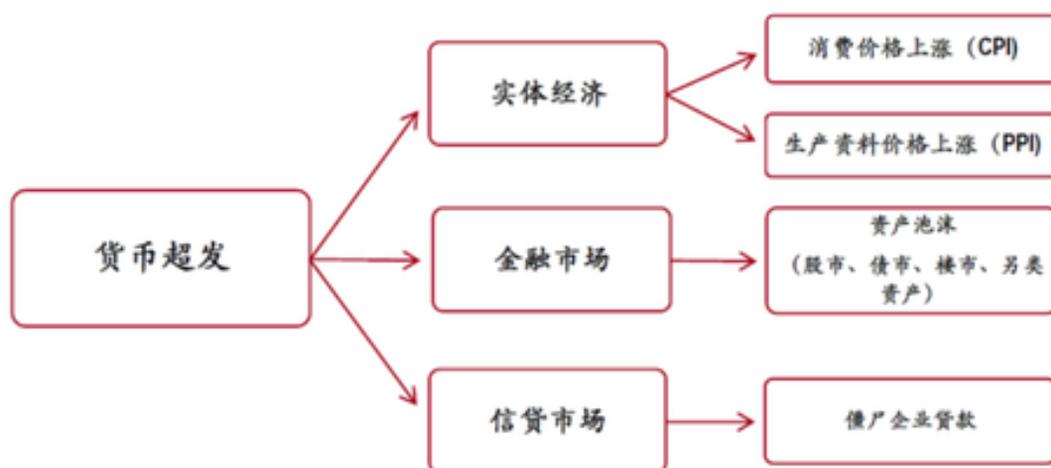
正文

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量宽。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



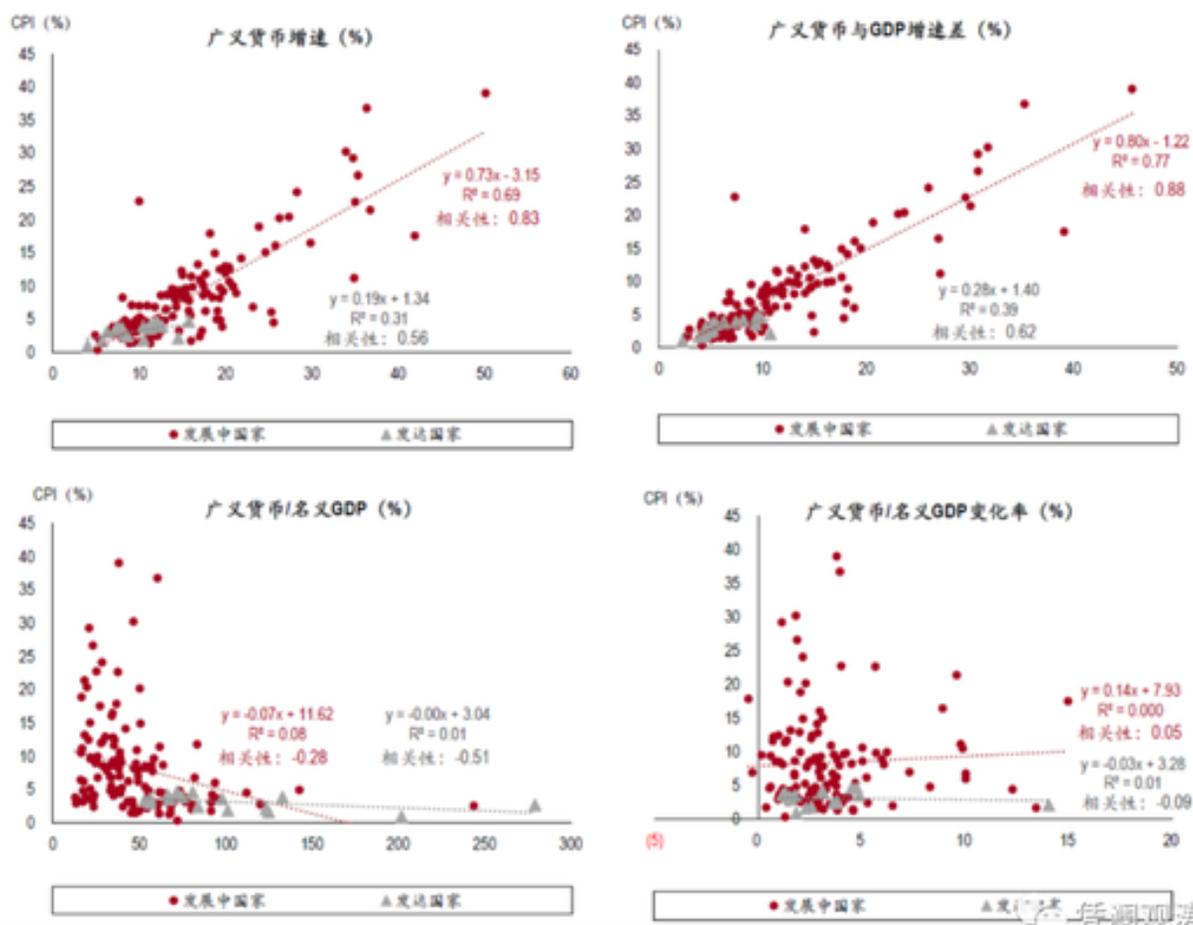
资料来源：中银证券

（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。拟合度最好的是广义货币与 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。

图表 2. 各类货币指标与通胀的关系

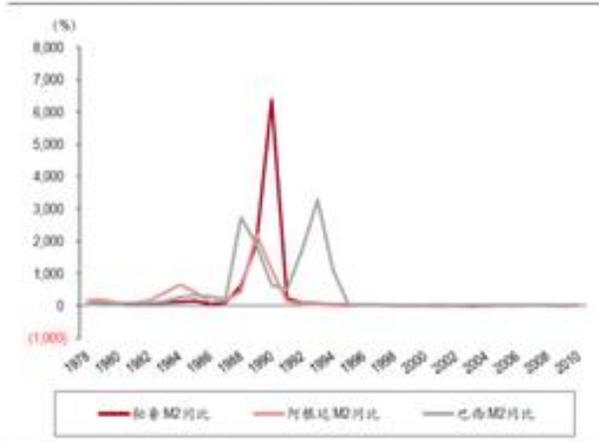


资料来源：世界银行，中银证券

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

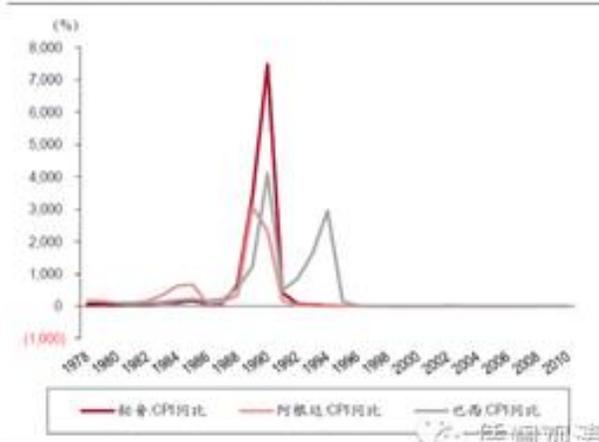
升，都曾有四位数的通货膨胀率，最高在秘鲁 M2 同比增速高达 6385%，通胀一度爆表达到 7481%（见图表 3 和 4）。

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

（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 GDP6.4%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



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_40400

