



管涛：从货币超发去向看全球通胀演进



从流动性的去向看此轮全球通胀的演进，首先，通货膨胀跟货币超发是有关系的。央行货币投放以后有三个去向，一个去实体经济，反映为通货膨胀；一个去金融市场，反映为资产价格上涨；还有一个很重要的去向，流向信贷市场变成僵尸企业贷款，这也是吸收流动性很重要的内容。

从历史来看，很多国家出现通胀，跟货币超发很大的关系，像土耳其、阿根廷 1991 至 2021 年间动辄两三位数的通胀。其间，土耳其的 CPI 与 M2 同比增速的正相关性为 0.785，阿根廷更高，为 0.929。2021 年 12 月，土耳其通胀 36%，M2 增长 50%多，阿根廷通胀 51%，M2 增长 53%。这个是对应的。

2021 年以来的这一波全球通胀也是一样的。对美国、德国等 17 个主要经济体 CPI 指数和 M2 做相关性分析发现，从 2020 年年初到 2021 年年底，除了中国、日本异常之外，其他 15 个经济体都是比较强的正相关性，其中韩国、印尼、土耳其、阿根廷都是高度相关。2021 年以后，中国和日本弱正相关，其他五个经济体都是正相关，正相关系数都是 0.9。通货膨胀跟货币超发没有关系吗？有关系的。

其次，金融市场也是吸收流动性的一个主要场所。这是很大程度上解释上一次美联储放水没有引发通胀的一个很重要的原因。美联储印钞不等于 M2 高增长，大量的国债购买变成存款准备金，所以基础货币增长很快，美联储资产负债表增长很多，但是 M2 起不来。还有一块很重要的原因，资产价格上涨，没有直接反映在通胀里。房价通过房租间接反映在通胀里，

股票上涨没有反映。而无论从股指涨幅还是从股票市值和 GDP 的比值变动来看，都在这个期间变化很大。看到一个很有意思的情况，由于这次流动性没有进入实体经济，美国货币流动速度从 2007 年底的 1.98 次降到 2014 年底的 1.54 次，下降了 22%，货币流动速度也下来了。

再次，僵尸企业贷款也是吸收流动性的重要场所。这种情况下，央行怎么发货币，也没有通货膨胀。因为流动性都沉淀下来了，货币流动速度极低。日本的资产负债表衰退，经济停滞、通货紧缩就是非常典型的例子。

用类似的分析框架也可以分析这一次美国通胀的演变，而且能够解释为什么 2020 年货币超发第一年没有通胀，第二年通胀才起来。

首先，这一次美联储放水放得更猛。

美联储把一天当做一个星期用，一年干了六七年的活。这一次美联储扩表转化 M2 增长的效率远高于上一次。确实我们看到，从 M2 的增长和 CPI 月均环比增长相关性看，比上次差，上次 0.9 以上，这次只有 0.8 多一些。但这次 M2 月均环比增长速度足够快，相当于上一次的 2.69 倍，所以 CPI 更高也在情理之中。上一次 2008 年到 2014 年，按月环比，M2 增长 0.5%，这一次是 1.4%，对应不一样。而且，考虑到上次的货币政策正常化 2019 年半途而废，这一次美联储的放水还要加上上次没有回收的流动性，未来收水难度更高。

其次，为什么 2020 年我们没看到通胀？

很重要的原因，就是 2020 年流动性驱动的股市大涨，吸收了大量的流动性，而且明显看到，从美国股市市值和 GDP 的比重来看，大部分比重的上涨都是反映在 2020 年初到 2021 年一季度，平均每个季占比上涨 17.4 个百分点，2021 年二季度到年底三个季度平均每个季度占比上升 5.5 个百分点。显然，通过股市吸收流动性在 2020 年比较突出，但 2021 年二季度以后速度明显减慢。这能够理解为什么通胀从 2021 年 4 月份开始持续爆表。这是对应的，我们后面也有一系列数据证明 4 月份以后有很多比例发生了这种变化。

再次，美国金融市场吸收流动性的能力接近临界点。

一个看股指还在涨，但主要靠龙头股拉动。还有一个很重要的，现在有明显的泡沫破灭前夕的疯狂投资现象。荷兰郁金香泡沫的巅峰时期，当时荷兰人年均收入 150 荷兰盾，一支郁金香高达 6700 荷兰盾。现在也是一样，比特币几万美元一枚，元宇宙是很好的技术，有很多应用前景，但现在主要搞成 NFT，开始一掷万金的买虚拟币，花几十万美元、上百万美元炒虚拟资产。我想这些人肯定不是为了持有，谁也不会傻到在虚拟空间买了豪宅放在那儿，他肯定是想囤在那儿等时机出售。过去是如果有好的投资机会，将这个投资机会资本化，能够吸收流动性，可能会缓解通胀的压力。但现在我们看到，只要有一个机会出来，马上各种热钱一拥而入，把价钱炒得非常高非常离谱。

最后，大宗商品的超级周期可能会加大全球通胀的韧性。

这次美联储控增长力度是空前的，既要控制物价上涨，又要避免扼杀经济复苏，还要避免刺破经济泡沫。这次通胀原因是多方面的，不完全是货币原因，所以说，力度小了，效果是没有的，加息是没有用的，但是加大了问题又很大，加大以后有可能会刺破资产泡沫，扼杀经济复苏。

我们假定的情形是，如果美联储开始货币紧缩，如果把大宗商品和股票都作为资产配置，现在股票炒这么高，大宗商品配置一点，这也是情理之中。我们看到今年以来股市已经出现调整，随着美债收益率往上走，大宗商品价格还是很坚挺的，未来有这种可能性，大宗商品炒作并不缺概念，如供应链中断、劳动力短缺、地缘政治冲突、能源转型、极端气候等等。各种概念完全有可能推动大宗商品价格还往上走，只要流动性还有的话。有人提出，既然美联储已经认识到通胀问题很严重，为什么不直接停止扩表，而还在扩表？我说，美联储现在只能点刹车，刹快了车可能就翻了。但是点刹车的结果就是未来流动性还是很多，由此导致的大宗商品超级周期可能会超过大家想象。

大家现在的基本预期都是 PPI 短期内会回落，前高后低，但最终是不

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_38710

