

货币超发的祸害：从通胀转向金融不稳定

引言：疫情爆发后，全球金融市场走出过山车行情。全球央行释放流动性以刺激经济，虽有效应对了疫情带来的负面冲击，但不可避免地造成了资产负债表的大幅扩张。以美联储为首的主要国家政策利率处于下限，但提升通胀的能力明显受到了制约，资金更多流向资本市场，表明“货币刺激”的使用效果已不受传统路径的控制，未来货币回归常态的过程对资产价格造成的冲击也将超预期，更多风险管控问题将被拿上台面。本文通过对货币主义学派的通胀理论的进一步剖析，分析为何当前货币超发但并未引发全面通胀，以及这种现象对未来金融市场将产生怎样的影响。

一、本轮疫情导致全球主要央行资产负债表进一步扩张。本轮疫情爆发后，全球主要经济体复刻了大部分应对 08 年金融危机的方法，并创新了新的货币政策工具。从降息来看，全球主要央行基本都降至零利率附近。从资产购买计划来看，美联储开启无限量 QE；日本央行将交易型开放式指数基金提升至 12 万亿日元；欧洲央行推出累计高达 1.35 万亿欧元的紧急资产购买计划。从信贷政策来看，不仅更新和加大了贷款工具，另外以更加优惠的价格提供长期融资。目前，美国在扩表绝对规模上仍然是处于一个领先的位置，但是从相对增速来看，加拿大扩幅最大。

二、为何货币超发但并未引发全面通胀？——货币主义学派的视角。费雪方程式 $M \cdot V = P \cdot Q$ 中的假设条件中存在着一定的缺陷，而这个缺陷恰恰能够解释为何当前货币超发但并未引发全面通胀。首先，费雪假设 V 在短期内是不变的，与现实并不符合，具体体现在 08 年之后货币供应量的上行并未带动 GDP 和通胀上行。其次，费雪方程式中的 P 主要包括商品价格，但 M 是投入整个经济和金融系统的货币总量代表，意味着 P 不能仅仅限于 CPI 为代表的价格指数。所以，金融危机和本轮疫情之后，美股均出现了技术性牛市，但通胀均出现回落。第三，该方程假设经济处于充分就业的前提下， Q 在短期内不变，与实际情况不相符合。目前劳动力市场存在的结构性问题导致失业率和薪资增幅之间的传导失效。

三、通胀不是货币超发的唯一形式，还有金融市场的不稳定。从货币政策角度来看，货币超发带来的金融创新不仅增加了难以估计的风险，也会通过资产证券化导致货币当局对资产负债表的控制力削弱。从非银金融机构角度来看，实体经济的空心化和风险资产的虹吸效应，进一步推升资本价格上涨，而后续的被动上升势必会增加宏观经济的波动性。从银行角度来看，随着借款人预计其所持有的资产和抵押物的价格上升，银行也因为低利率从而降低对借贷人的违约风险估计。一旦违约量超过银行所能承受的范围能力，金融市场会整体出现较大动荡。

四、未来全面通胀难以看到，但局部通胀仍旧会有。整体来看，未来通胀主线由能源价格和服务型价格决定。首先，原油价格有望回升，能源价格修复性反弹行情有望延续。其次，食品价格受今年下半年高基数影响明年上涨动力不大。第三，房地产将是明年美国通胀最大的动力。第四，从其他服务型价格来看，虽然新冠疫苗进展积极，但菲利普斯曲线失效表明失业率的下滑对薪资提振有限。

五、需警惕全球资产的超预期波动。首先，若美联储加息缩表，将抬升美债收益率中枢，进而对美股的估值形成约束；且当前监管较松，可能引发的金融系统性风险概率回升。其次，如果美联储加息，通过资本市场和汇率渠道对 A 股造成非对称溢出效应。第三，未来商品资产的波动性将有所加剧。商品受到的干扰因素较多，且目前仍然看不到一个明确的路径，价格会因为市场预期不平衡导致波动率有所加大。

风险提示：

1. 疫情二次爆发对全球经济影响的不确定性上行；2. 政府应对措施不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；3. 货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言:	3
一、本轮疫情导致全球主要央行资产负债表进一步扩张	3
二、为何货币超发但并未引发全面通胀?——货币主义学派的视角	6
三、通胀不是货币超发的唯一表现形式,还有金融市场的不稳定	10
四、未来全面通胀难以看到,但局部通胀仍旧会有	14
五、需警惕全球风险资产的波动	18

图表目录

图表 1: 08 年金融危机主要各国央行主要操作	3
图表 2: 疫情后主要国家通过降息来提振经济	4
图表 3: 主要国家在两个时段内扩表增速	5
图表 4: 08 年到目前主要国家扩表增速占总体增速比重	5
图表 5: 疫情后主要国家扩表增速占总体增速比重	5
图表 6: 费雪方程式	6
图表 7: 08 年后货币投放同比增速和名义 GDP 同比增速没有成同比列上行	7
图表 8: 美联储的资产负债表	7
图表 9: M2 流通增速在 08 年之后震荡下行	8
图表 10: 08 年和本轮疫情之后,股市均出现技术性牛市	9
图表 11: 通胀跟随联邦基金利率回落,并未出现通胀	9
图表 12: 失业率和 PCE 同比的反比并不显著	10
图表 13: 美国对冲基金杠杆平均值上行	11
图表 14: 货币超发导致银行风险承担水平上行	12
图表 15: 美国经纪交易商杠杆率在 08 年不断上行	12
图表 16: 1929 年和 2008 年金融危机之后颁布的法案整理	13
图表 17: 美国 CPI 中的服务业分项同比出现大幅回落	14
图表 18: 美国 CPI 的比重较稳定	15
图表 19: 原油价格持续回升	15
图表 20: 原油机构对需求和供给做出的预测	16
图表 21: 美国 CPI 中食品价格明年上涨动力缺乏	16
图表 22: 美国 M2 同比增速领先地产价格指数 12 个月	17
图表 23: 美国 30 年抵押贷款利率下行	17
图表 24: 海外疫情仍然相对严重	18
图表 25: 美联储历史缩表对美股价格形成较大影响	19
图表 26: 金银比和通胀预期呈反比	20

引言：

疫情爆发后，全球金融市场走出过山车行情。全球央行释放流动性以刺激经济，虽然有效应对了疫情带来的负面冲击，但也不可避免地造成了中央银行资产负债表的大幅扩张。以美联储为首的主要国家政策利率处于下限，但提升通胀的能力明显受到了制约，资金更多流向资本市场，表明“货币刺激”的使用效果已不受传统路径的控制，这也意味着未来货币回归常态的过程对资产价格造成的冲击也将超预期，更多风险管控问题将被拿上台面。本文通过对货币主义学派的通胀理论的进一步剖析，深刻分析为何当前货币超发但并未引发全面通胀，以及这种现象对未来金融市场将产生怎样的影响。

一、本轮疫情导致全球主要央行资产负债表进一步扩张

2008 年全球金融和经济危机加剧后，发达国家的央行将政策利率下调至接近零的水平，但由于金融市场的失灵，实施了各种“非常规措施”。08 年金融危机后，投资者开始对按揭证券的价值失去信心，导致流动性危出现。主要国家纷纷通过降息来对市场注入流动性来提振市场信心，但结果并不尽如人意，降息也无法阻止这场金融危机的爆发。当时的美联储主席伯南克（Bernanke）提出当短端利率接近于 0% 的时候，传统以降低利率为目标的宽货币政策将是无效的，需要通过扩张中央银行的资产负债表以达到需求的扩张，且认为扩表能够一定程度上克服信贷市场功能的紊乱和联邦基金目标利率零下限对货币政策传导的约束。

图表 1：08 年金融危机主要各国央行主要操作

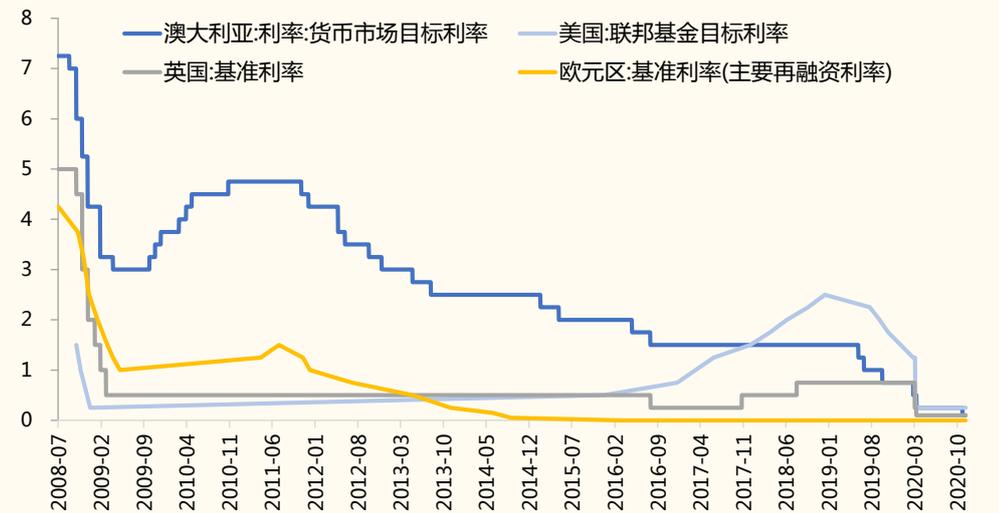
国家	主要政策
美国	美联储联邦基金利率下调了 500 个基点至 0.25%；从 2008 年底至 2014 年 10 月先后出台三轮量化宽松政策，总共购买资产约 3.9 亿万美元。
英国	英格兰银行降息 450 个基点至 0.5%；量化宽松 1250 亿英镑。
欧洲	欧洲中央银行累计降息 3.25 个百分点至 1%；2008 年 10 月底，欧洲央行向欧元区银行业发放贷款达 7500 亿欧元。
日本	日本央行将基准利率降至 0.1%，量化宽松规模达到 10 万亿日元。
澳大利亚	至 2012 年澳大利亚央行降息 425 个基点至 3%。
加拿大	加拿大央行将基准利率下调至 2.25%

来源：公共信息整理，国金证券研究所

本轮疫情爆发后，全球主要经济体复刻了大部分应对 08 年金融危机的方法，并创新了新的货币政策工具。从降息来看，美联储连续两次紧急降息至零利率的超低水平；英国央行降息两次至 0.1%，刷新历史新低；澳洲央行也将利率下调至 0.1%，且预计至少 3 年内不会提升。除此之外，澳洲央行还将政府债券的 3 年期收益率曲线控制目标从 0.25% 降低至 0.10%。加拿大央行再 3 月紧急连降三次，基准利率下调至 0.25%。相比之下，虽然欧央行和日本再疫情前已经实行了负利率的政策，但欧央行也在疫情二次爆发的 10 月宣布将存款利率从 -0.4% 下调 10 个基点至 -0.5%，同时宣布重启 QE。从资产购买计划来看，美联储在 3 月 FOMC 会议上宣布了 7000 亿美元的资产购买目标，主要包括 5000 亿美元国债和 2000 亿美元抵押贷款支持债券；日本央行将交易型开放式指数基金（ETF）、房地产投资信托基金（J-REIT）和公司债券、商业票据的购买规模分别提升至 12 万亿日元、1800 亿日元和 20 万亿日元后；欧洲央行推出累计高达 1.35 万亿欧元的紧急资产购买计划；英国央行将资产购买规模扩大至

7450 亿英镑。从信贷政策来看，主要几个央行都采取了非常规的信贷支持政策，一方面更新和加大了贷款工具，以美联储为首的新设立了货币市场共同基金流动性工具、一级市场信贷安排、二级市场信贷安排和大中企业贷款计划。另一方面以更加优惠的价格提供长期融资。主要包括欧洲央行的长期再融资操作（LTROIII）贷款利率比欧元体系主要再融资操作的平均利率低 25 基点和日本央行使用特别资金供给操作向银行提供零息贷款。

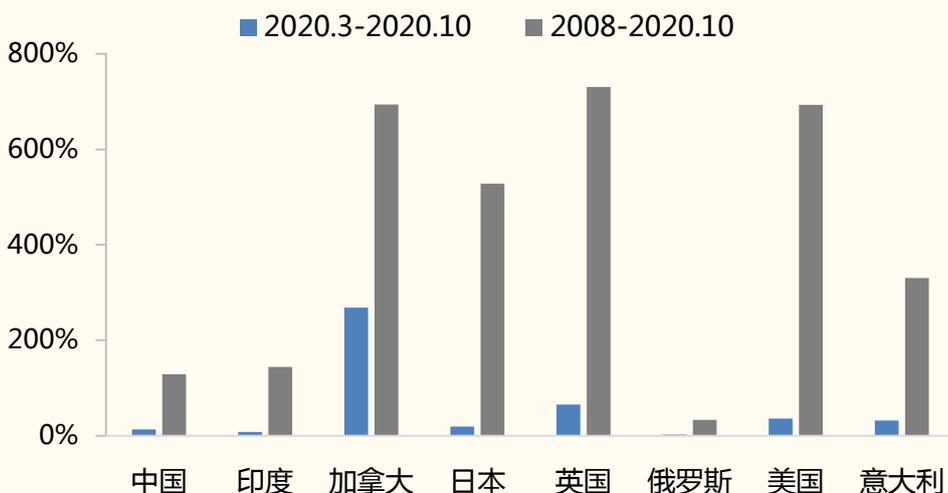
图表 2：疫情后主要国家通过降息来提振经济



来源：Wind，国金证券研究所

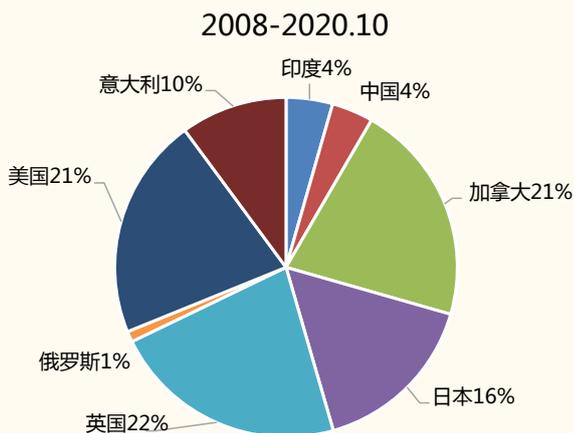
从绝对扩表规模来看，美联储处于全球领先的位置；但是从相对增幅来看，加拿大央行资产负债表规模扩张幅度最大。各国央行数据显示，美联储在 2 月底的资产负债总规模为 4.15 万亿美元，但在 10 月底攀升至 7.15 万亿美元，整体扩张了 3 万亿美元左右，扩表幅度为 36%左右，低于 08 年金融危机到目前扩表幅度的 693%；日本 10 月底的资产负债总规模为 6.67 万亿，较 2 月底的 5.6 万亿美元小幅上升，整体扩表相对保守，幅度为 19%左右，远低于 08 年金融危机到目前扩表幅度的 528%；英国在 10 月底的资产负债总规模为 1.09 万亿，较 2 月底的 0.66 万亿美元大幅上升，扩表幅度在 65%左右，远低于 08 年金融危机到目前扩表幅度的 731%。相比之前，加拿大在本轮疫情之后其货币政策对资产负债表的影响较大，加拿大在 10 月底的资产负债总规模为 0.4 万亿美元，较 2 月底的 0.108 万亿美元大幅上升，扩表幅度高达 269%左右，是 08 年金融危机到目前扩表幅度 694%的 1/3 左右。

图表 3：主要国家在两个时段内扩表增速



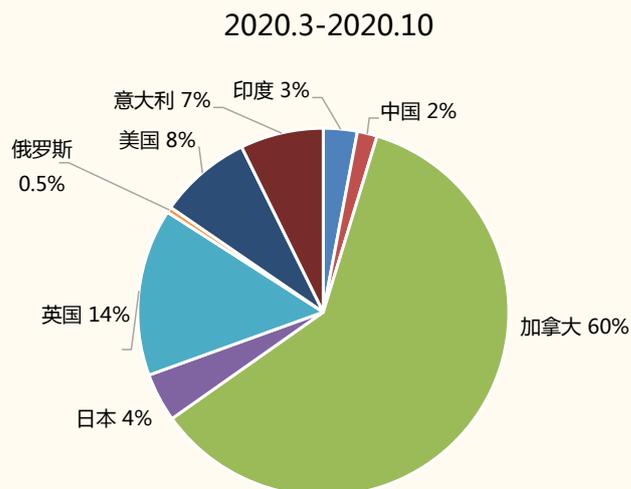
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 4：08 年到目前主要国家扩表增速占总体增速比重



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 5：疫情后主要国家扩表增速占总体增速比重



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

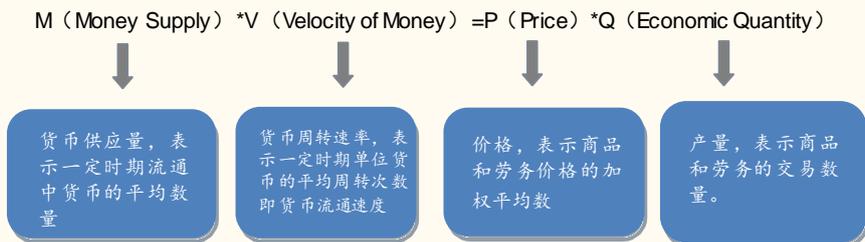
目前全球央行的大幅超发的现状和 08 年金融危机之后存在一定的相似相似：1) 金融资产领域快速膨胀；2) 有关金融指标的恢复增速远超过实体经济的真实指标；3) 市场预期均认为欧美货币政策的流动性宽裕有望进一步推升风险资产价格上行。实体经济和金融市场通胀的明显背离和未来可能存在的风险是我们接下来需要讨论的主要问题。

二、为何货币超发但并未引发全面通胀？——货币主义学派的视角

我们在《全球流动性刺激后，通胀会超预期吗？-基于通胀的短期和长期视角》中更新传统通胀的分析框架：主要加入了结构性冲击和货币冲击因素，弥补了新凯恩斯缺乏研究影响通胀长期因子的不足。但由于人口、全球化和科技等结构性因素长期是不可逆的，以及对资本市场并非直接影响。相比之下，货币层面的影响和通胀之间的联动较为直接，我们通过对货币主义学派的通胀理论的进一步剖析，能够更清楚地解释为何当前货币超发但并未引发全面通胀。

如果要研究货币超发问题，首先想到的是货币主义学派，并追溯到费雪方程式。根据传统的货币主义学派理论，货币学派的理论基础是货币数量说，其代表人物弗里德曼认为货币需求是经济增长的稳定函数，货币供给是中央银行可以直接控制的外生变量，这也意味着如果货币当局改变货币供给量，会直接导致经济增长的不稳定。同一学派的费雪在 1911 年提出交易式方程式 M （货币供给总量）* V （货币流通速度）= P （物价水平）* Q （商品和服务总量），在该方程式下的假设条件是 V 和 Q 可以视作为常数，因此只有 P 和 M 之间存在着相对变动关系，即表明：价格水平变动仅源于货币数量的变动，当 M 变动时， P 作同比例的变动。但该方程式存在一定的缺陷：

图表 6：费雪方程式

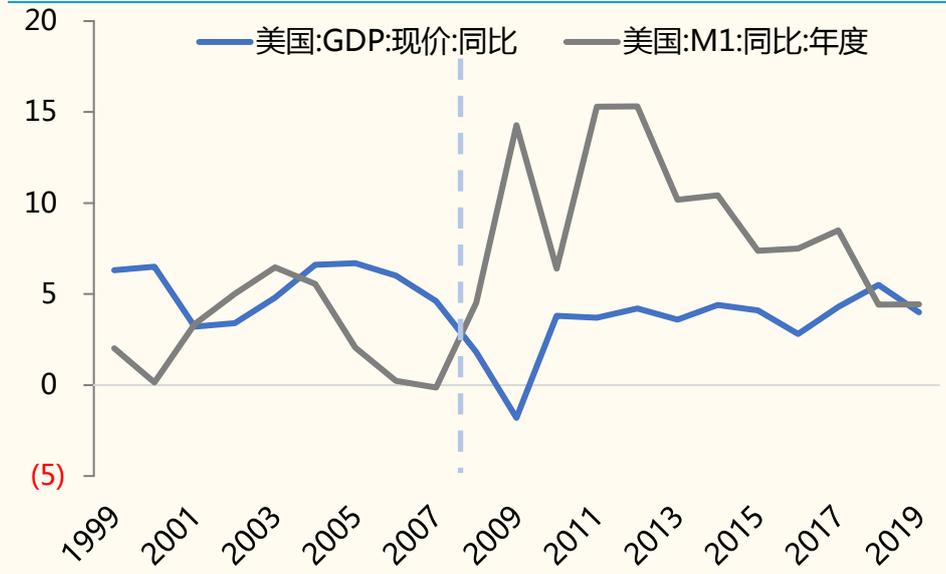


来源：公共信息整理，国金证券研究所

1) 首先，费雪假设 V 在短期内是不变的，与现实并不符合。费雪提出这一理论时，美联储还未诞生，纸币价格还是瞄准黄金，这也意味着货币供应量受制于黄金的储量和开采的增速，而货币流通速度 V 是由诸如机构的组织结构、效率、工业集中程度、人们的货币支出习惯等制度因素决定的，这些因素在布雷顿森林体系瓦解前变动缓慢。但是在二战布雷顿森林体系瓦解后，确立了以美元为中心的世界货币体系，由信用支撑的美元发起了“新”货币政策挑战，而这种货币政策虽然能够在流动性危机的时候通过暂时提升货币供应量来缓解市场对安全资产的过多需求，但货币周转速度并非恒定不变。按照费雪交易公式， $\text{货币周转速度} = \text{GDP} / \text{货币供应量}$ ，也就意味着一国货币的供应量的年均同比增速与 GDP 同比增速会基本保持相同的水平，但 08 年之后货币供应量的上行并未带动 GDP 和通胀上行。具体来看，2000 年-2008 年美国名义 GDP 的平均同比增速保持在 4.84% 左右，而货币供应量的平均同比增速保持在 3.02% 左右，两者之间的比值在 0.6，当时美国 PCE 的同比增速平均保持在 2.28%，略超美联储的货币政策目标。但在 2008-2019 年中，虽然货币供应量大幅上行，平均同比增速飙升到 9.05%，但名义 GDP 的平均同比增速却回落到 3.37%，两者比值为 0.37，货币周转速度出现大幅回落，与此同时 PCE 同比增速平均也回落

到 1.55%左右。从货币投放的角度来看，美联储在金融危机之后投放的货币已经远远超过实体经济所需要的程度，但整体通胀却呈下行趋势。

图表 7：08 年后货币投放同比增速和名义 GDP 同比增速没有成同比列上行



来源：Wind，国金证券研究所

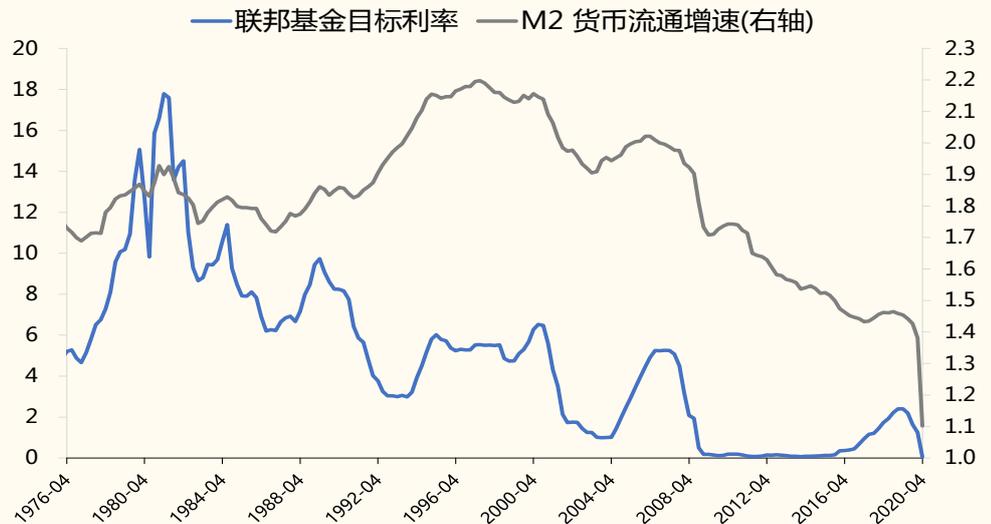
货币周转率的大幅回落表明货币传导机制当中的环节出现了阻碍。通常货币政策传导机制主要包括三个环节：第一个是基础货币创造环节，即中央银行通过外汇占款、对政府的债权以及对其他存款性公司债权等渠道创造基础货币，并通过存款准备金率、公开市场操作和再贷款等货币政策工具对其进行调节。二是信用货币派生环节，即通过货币政策对实际利率的影响，通过调整信贷行为将资金向其他金融机构进行分配，进而改变企业和个人对商品和服务的需求。三是信用转换环节，即企业和居民通过消费和投资将资金投向实体经济。具体来看，货币周转率的大幅回落主要由于第一环节机制的改变导致第二环节的派生受阻。在 08 年金融危机之前，超额准备金率一直维持在 0%，导致银行对于将多余的资金放在超额准备金账户的意愿较低。但金融危机后，美联储进行了大规模资产购买计划，为了鼓励银行有意愿去持有准备金，美联储于 2008 年 10 月开始对银行的超额准备金付息，导致 1) 银行等金融部门受监管变严的影响，为了规避风险，将大量流动性作为超额准备金存放于其在美联储的准备金账户，但并未形成总需求。2) 非金融私人部门纷纷进入去杠杆阶段，金融杠杆大幅降低，进而限制了能够流入实体经济的流动性，货币流通速度 V 明显下降。

图表 8：美联储的资产负债表

中央银行资产负债表	
资产	负债和资本
净外国资产 Net foreign assets	储备资金 Reserve money
净国内资产 Net domestic assets	1、流通中的货币 (Currency in circulation)
	2、商业银行准备金 (Reserves of commercial banks)
	非货币性负债 Non-monetary liabilities
	1、央行有价证券 (Central bank securities)
	2、其他 (Others)
	股权资本 Equity capital

来源：美联储、国金证券研究所

图表 9: M2 流通增速在 08 年之后震荡下行



来源: St. LouisFed, 国金证券研究所

2) 其次, 费雪方程式侧重于商品交易对货币的需求, 但未考虑到货币的资产职能。费雪方程式中的 P 主要包括商品价格, 但 M 是投入整个经济和金融系统的货币总量代表, 意味着 P 不能仅仅限于 CPI 为代表的价格指数, 而是需要综合考虑实体经济和虚拟经济后的价格总量指数 (这也能够解释为何货币超发未对整体通胀形成显著的正面作用, 但对金融价格的影响仍然是较大的, 尤其是在金融危机后)。08 次贷危机通过次级债直接冲击美国的金融体系, 流动性溢价大幅上升, 然后再扩散到实体企业, 实体经济整体恢复较弱, 最终实体经济的回报收益率大幅减少促进更多的资金流通到股市和房地产市场中, 全球的资产价格大幅上涨。我们可以注意到在 08 年金融危机和本轮疫情之后, 美股均出现了技术性牛市, 但通胀均出现不同程度的回落, 尤其 08 年后 PCE 当月同比一度跌入负值。

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_1216



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>