

一切通胀仍是货币现象——致美国终将到来的通胀

报告摘要：

“一切通胀都是货币现象”，这是诺奖得主弗里德曼的经典论断。然而在上世纪 70 年代石油危机之后，美国通胀中枢不断下移，尤其是 2000 年之后，即使货币政策不断大水漫灌，仍未能推升通胀。很多人认为货币对通胀的传导作用已经消失。但我们认为传统理论并未失效，通胀的关键不在于“印钱”而在于“花钱”，理解了这一点就能理解之前通胀反常的原因，而且，这次不一样，未来通胀中枢有望真正抬升。

此前放水只管“印钱”，即极致的货币政策，但没人“花钱”，钱作为超额准备金滞留在了美联储账上或流入股市等虚拟经济。而这次不同，史无前例的财政刺激力度下，钱实实在在流入了实体，M2 飙升，能够有效推动通胀。

此前“钱没有花在国内，而花在了国外”，即全球化导致美国贸易逆差急剧扩张，货币带来的通胀压力被全球承载，且新兴市场的廉价商品压低了通胀。但本次不同，在去全球化的大趋势下，关税抬升、制造业回流，将推动长期通胀上行。

此前“没人花钱，都等着收钱”，即 2000 年以来的危机都是需求坍塌，供给充足，所以通缩。但本次不同，“很多人花钱，但没人收钱”，财政刺激导致需求旺盛，而供给端无论短期还是长期都承压，与战时有相似度，所以通胀压力很大。

总而言之，我们认为目前市场可能存在两个核心的预期差：一是市场可能低估了财政刺激对于需求的拉动作用；二是市场可能低估了疫情对经济生产端的冲击。这两个因素将成为未来通胀超预期上行的原因。我们认为美国通胀短期仍将修复，中期有一定下行压力，但长期中枢将明显抬升。在较长时间内，美联储不会因为通胀压力而提前收紧货币政策。美国通胀与美元指数呈明显的反向关系，过度的货币政策和通胀压力将导致美元进入贬值周期，而贵金属则具备长期上涨的动能。

风险提示：

1. 美国财政刺激未能顺利推出。
2. 美联储出于其它考量过早收紧货币政策。
3. 美国经济复苏不及预期导致需求大幅下行。

相关数据



相关报告

《美联储重申长期极度宽松政策——美联储 9 月会议点评》

20200918

《进口下降的“假象”——8 月贸易数据点评》

20200908

《美国失业率快速下行但永久性失业不断上升》

20200906

《黄金牛市未完待续》

20200602

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001
13817489814 youcy@nesc.cn

目 录

1. 美国通胀的宏观视角	5
1.1. 美国历史上高通胀时期的特点.....	5
1.1.1 两次世界大战时期.....	6
1.1.2. 大通胀时期.....	7
1.2. 通胀消失之谜.....	9
1.2.1. 有人印钱，但没人花钱.....	9
1.2.2. 钱没花到国内，而花在了国外.....	12
1.3. 这次有何不同.....	12
1.3.1. 有人负责印钱，更有人负责花钱.....	12
1.3.2. 钱花向国外变难了.....	16
1.3.3. 花钱的人多了，收钱的人少了.....	17
2. 美国通胀的微观视角	20
2.1. 美国 CPI 的结构变化	20
2.2. 信息类商品 CPI 的变化	21
2.3. 美国 CPI 的拆解及预测	22
2.3.1. 食品类 CPI.....	22
2.3.2. 能源类 CPI.....	23
2.3.3. 核心 CPI 商品类.....	24
2.3.4. 核心 CPI 服务类.....	24
2.3.5. 美国 CPI 预测.....	25
3. 通胀中枢抬升有何影响.....	26
3.1. 货币政策在较长时间内不会因通胀而收紧.....	26
3.2. 美元进入贬值周期.....	27
3.3. 贵金属具备长期上涨动力.....	27

图表目录

图 1: 美国历史上典型的高通胀和低通胀时期	5
图 2: 战争引发政府债务率高企进而通过财政赤字货币化增加货币供给	6
图 3: 油价上行推动 CPI 上涨	8
图 4: 石油危机期间美国经济陷入衰退	8
图 5: 两次石油危机前两年 M2 增速都出现了大幅增加	8
图 6: 大通胀时期后通胀中枢逐步下移	9
图 7: 美联储急剧扩表仍未能引发通胀	9
图 8: 美联储放水之后货币乘数骤降	9
图 9: 大量货币以准备金的形式存在了美联储账上	10
图 10: 本次放水后货币中准备金占比尚未变化	10
图 11: 本次疫情后大量货币以财政存款的形式存在美联储账上	10
图 12: 美国贫富差距达到最高水平	11
图 13: 国民收入中劳动力所得远低于资本所得	11
图 14: 美国房价大幅跑赢通胀	11
图 15: 美国股市占 GDP 比重达到历史高位	11
图 16: 上世纪 70 年代后美国贸易逆差迅速扩大	12
图 17: 中国入世后美国商品价格直线下滑	12
图 18: 2020 年美国财政赤字率仅低于两次世界大战时期的水平	13
图 19: 财政部“直升机撒钱”弥补了居民收入的下降	14
图 20: 本轮财政刺激后美国 M2 同比飙升	14
图 21: 民粹主义指数达到二战以来最高	16
图 22: 贸易开放指数出现扭转	17
图 23: 中美贸易战开始以来关税水平飙升	17
图 24: 美国经济重启状况	18
图 25: 美国呈现“生产弱、需求强”的特点	18
图 26: 中国呈现“生产强、需求弱”的特点	18
图 27: 美国通胀持续超预期上行	19
图 28: 中国通胀疲软	19
图 29: 2020 年美国 CPI 各类权重	20
图 30: 美国国内原油供给量大增	21
图 31: CPI 各项的拉动率	21
图 32: CPI 各项的贡献率	21
图 33: 信息类商品价格大幅下跌	22
图 34: 科技类商品全要素生产率年均变化率	22
图 35: CRB 食品指数为 CPI 的领先指标	23
图 36: 食品类 CPI 通胀偏离趋势线不多	23
图 37: 油价为能源类 CPI 的领先指标	23
图 38: 美国进口价格指数领先商品类 CPI	24
图 39: 疫情中美国进出口受到明显冲击	24
图 40: 美国 CPI 的模型拟合	25
图 41: 美国政策刺激传导至通胀会有时滞	27
图 42: 美国政府债务率与利率呈反向关系	27
图 43: 美元指数与美国通胀呈反向关系	27

图 44: 黄金与美国实际利率走势一致.....	28
图 45: 美国通胀预期仍处于很低的水平.....	28
表 1: 战时与战后经济结构差异很大.....	7
表 2: 美国财政刺激谈判博弈过程.....	15
表 3: 美国经济重启状况统计.....	18
表 4: 美国历史上 CPI 大类变化.....	20
表 5: 海外各机构和投行对油价的预测.....	24
表 6: 美国 CPI 预测.....	26

1. 美国通胀的宏观视角

新冠疫情在爆发以来，全球范围内的大封锁导致了二战之后最深度的经济衰退。为了对抗经济下行和通货紧缩的压力，各国纷纷采取了极致的货币政策和大规模的财政政策。资本市场也从3月份的低点迅速反弹，极度宽松的货币政策和触底回升的通胀预期使得各类资产都有较好表现。然而近期从各国央行的表态来看，以美联储为首的主要央行的货币政策继续加码的空间有限，**从而通胀水平的变化将成为未来影响各类资产价格的重要因素。**

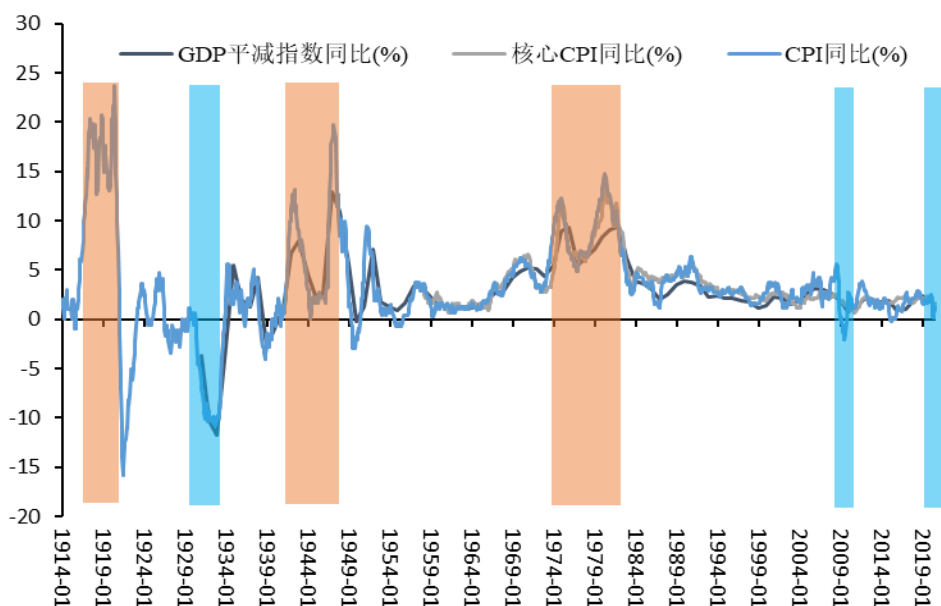
“一切通胀都是货币现象”，这是诺奖得主弗里德曼的经典论断。然而在上世纪70年代石油危机之后，美国通胀中枢不断下移，尤其是2000年之后，即使货币政策不断大水漫灌，仍未能推升通胀。“消失的通胀”成为了困扰市场的谜团。所以很多人认为“一切通胀都是货币现象”在现代经济学中已经失效，故而推断今年各国央行的极致的货币政策仍然难以引发通胀上行。

但我们认为通胀的本质仍是货币现象，此前货币向通胀传导作用的消失并非传统理论失效，而是没有正确理解货币和通胀的关系。我们认为与本世纪以来前两次经济衰退相比，今年新冠疫情导致的衰退路径和政策组合都有明显不同，未来通胀中枢有望明显抬升。

1.1. 美国历史上高通胀时期的特点

美国历史上典型的高通胀时期包括两次世界大战时期和上世纪70年代大通胀时期（石油危机时期）。而除去基数效应外的典型通缩时期则为1929-1933年大萧条时期和2008年金融危机后的时期。今年新冠疫情导致的全球经济衰退也一度引发了较为严重的通缩危机。我们首先以史为鉴，观察美国历史上高通胀时期的特点。

图 1：美国历史上典型的高通胀和低通胀时期



数据来源：东北证券，Wind

1.1.1. 两次世界大战时期

两次世界大战期间和结束后，美国都出现了相当高的通胀。一战之后 CPI 同比最高点达到 23.7%，二战之后 CPI 同比最高点达到 19.7%。战时高通胀的主要原因有以下几点：

首先，货币供给大幅增加是引发通胀的根本原因。战争中国家会面临大规模的军费支出，财政捉襟见肘。而大多数国家迫于政治压力不愿选择加税来增加财政收入，故而大量发行政府债券、进而直接或间接地采用财政赤字货币化，成为绝大多数情况下的选择。Scheiber, Vatter 和 Faulkner 在《美国经济史》中写道，“在第一次世界大战中，美国人民十分典型，不愿从增加税收中筹集全部战争努力。内战、第二次世界大战和越南战争中也是如此。第一次世界大战的资金来自货币供应量的通货膨胀增加。”

从 1790 年以来，南北战争、一战和二战几次大规模战争都引发了政府债务率的飙升，天量的政府债务通过财政赤字货币化转化成货币在市场中流通。比如二战时期，1942 年 2 月美联储实行收益率曲线控制政策（YCC），具体表现形式为盯住 0.375% 收益率的短期国债和设定 7-9 年期国债 2% 收益率上限和更长期国债的 2.5% 收益率上限。美联储大量购买政府债券以维持目标收益率，美联储持有的政府有价证券从 YCC 实行前的不到 30 亿美元在该政策实行的 5 年左右时间内扩大到超过 200 亿美元。

图 2：战争引发政府债务率高企进而通过财政赤字货币化增加货币供给



数据来源：东北证券，Samuel H. Williamson, 'What Was the U.S. GDP Then?' MeasuringWorth, 2020, US Government Printing Office and BEA

其次，战争会导致大规模的生产力、劳动力的重新分配，引发生产力下降、供给坍塌。战争时期由于大量生产集中在战争相关领域，民用领域的物资供给会出现不足，供需失衡引发通胀压力。战争过后一段时间内，经济结构将再度发生较大的改变，

由此会带来大规模的就业再分配。这一过程会导致较多的结构性失业，从而使生产力在较长时间内不能充分发展，供需仍然失衡。供给的短缺导致居民生活成本大幅增加，是战时及战后高通胀的重要原因。

表 1: 战时与战后经济结构差异很大

年份	季度	GDP (百万美元)	战争相关产出	非战争相关产出
1918 年	一季度	41.7	7.4	34.3
	二季度	42.3	9.3	33
	三季度	42.5	10.3	32.2
	四季度	40.5	11.6	28.9
1919 年	一季度	40.9	9	31.9
	二季度	40.2	6.7	33.5
	三季度	43	4.2	38.8
	四季度	42.3	1.8	40.5

数据来源：东北证券，Woytinsky W S. Postwar economic perspectives[J]. Soc. Sec. Bull., 1945, 8: 18.

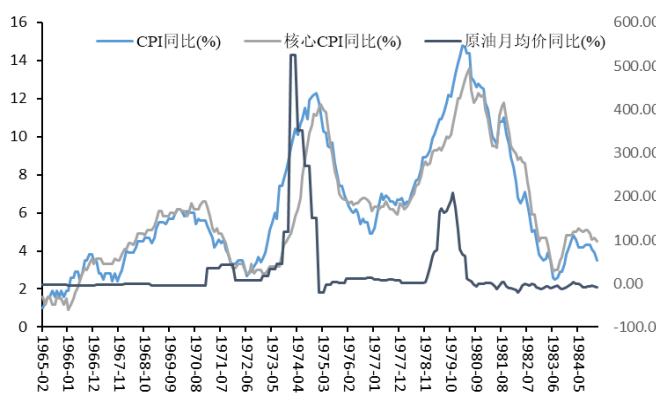
此外，战争时期不确定性较大，对主权货币的信用会产生冲击，民众更愿意持有贵金属等来替换手中的货币。货币信用受损会引发通胀预期的抬升，进而促使商家提高价格、预期自我实现。

1.1.2. 大通胀时期

从 1965 年开始，到 1982 左右结束的大通胀 (The Great Inflation)，在持续了将近二十年的时间里，第二次世界大战期间建立的全球货币体系被抛弃，出现了四次经济衰退，两次严重的能源短缺以及和平时时期前所未有的工资和价格控制措施。相比前两次通胀时期发生在第一次世界大战与第二次世界大战，大通胀大多被学者认为是“美国唯一一次在和平年代的通货膨胀”。

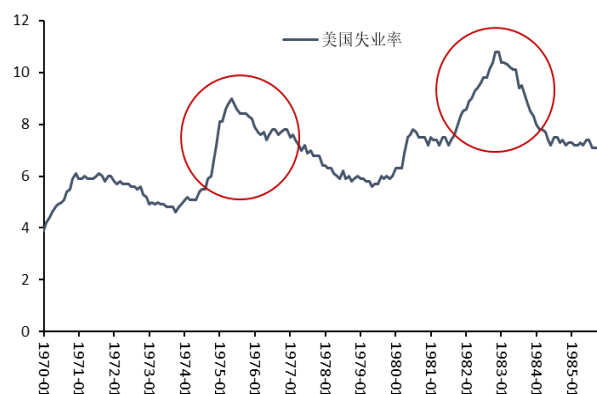
石油危机是引发该时期通胀高企的外部原因，石油短缺冲击了经济供给端，引起全球“滞胀”。大通胀期间经历了两次石油危机，第一次是阿拉伯石油禁运，始于 1973 年 10 月，持续了大约五个月。在此期间，原油价格翻了两番。1979 年伊朗革命引发第二次石油危机，油价再度大幅飙升。原油作为工业生产体系的根本性原材料，其生产价格快速上行导致其它商品生产成本增加，引起各类商品价格纷纷上涨，带动服务价格也跟随上涨，全社会整体通胀水平大幅抬升。同时，供给端的冲击也影响整体的经济产出水平，大通胀期间美国经济陷入衰退，失业率大幅上行。美国陷入严重的“滞胀”。

图 3: 油价上行推动 CPI 上涨



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 石油危机期间美国经济陷入衰退

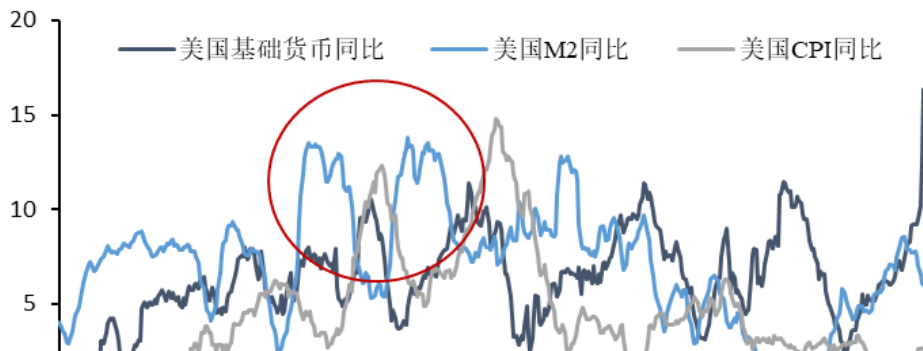


数据来源: 东北证券, Wind

货币超发是大通胀产生的内在原因。虽然油价对通胀的作用显著而直接,但是导致该时期通胀很长时间居高不下的根本原因还是在于货币供给的增加。在大通胀时期,美联储的政策目标为“美国全国的失业率不大于 4%”,并未将通货膨胀作为重要的调节指标,所以在面对经济衰退之时,美联储首要任务是放水以保经济,而非治理通胀。

在两次石油危机发生前两年,美国都出现了货币供给的高增长,M2 同比接近 15%,是二战后除了今年以外 M2 增速最高的时期。相比之下,在金融危机之后美联储即使大幅扩表,M2 同比增速也不过 10%左右。

图 5: 两次石油危机前两年 M2 增速都出现了大幅增加



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_2118

