

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

引言：为应对疫情，包括中国央行在内的全球央行释放流动性以刺激经济，有些经济体甚至加大了财政货币化的力度。鲍威尔在9月的FOMC中表示，希望通胀数据在未来一段时间稍高于2%；以及，即使就业水平已经超过委员会评估的“最大就业水平”，只要可预见地不引起过高通胀，美联储都不会干预。与此同时，点阵图显示到2023年末美联储都没有加息计划，表明货币政策收紧的时间点要往后挪。那是否超预期意味着通胀存在企稳回升甚至高通胀的局面？本文基于通胀的短期和中长期视角，进一步深入分析美国和中国通胀在未来一段时间的通胀走势，以及其对资本市场的影响。

一、更新传统通胀的分析框架：引入长期影响因素后的新凯恩斯主义框架。传统的凯恩斯物价理论等分析框架不太适用于当前的通胀分析，主要由于更侧重于分析通胀的短期走势。另外，随着经济开放程度的扩大，一个国家总资产的供需变化和价格水平经常会受到国际市场的影响和制约，导致国内资产供需之间的不平衡成为常态，进而促使流动性与国内物价水平之间呈现出更为复杂的动态关系。传统的通胀分析框架主要包括供需结构的变化，该框架下影响通胀的主要因素有：理性预期、产出缺口、进口价格和实际成本等。我们通过加入影响通胀波动的长期因素：货币性因素（主要包括货币政策、财政政策、信贷、汇率）和结构性因素（全球化、人口、科技），从而对经典通胀分析框架做了进一步拓展，使其能够更好的解释通胀过去的变化和预测通胀未来的走势。

二、为何金融危机后菲利普斯曲线（Phillips Curve）平坦化？——结构冲击为隐性因素，货币层面为显性因素。进入20世纪后，全球经济的复杂性导致菲利普斯曲线失效，美国通胀并没有跟随劳动力市场呈明显反比变化，而是整体呈现区间震荡的走势。从结构化因素来看，首先，全球化推进的科技技术快速发展令供给曲线平坦化；其次，我们通过将2010年至2019年之间的全球平均通胀率和平全球均老年抚养率做出回归，证实了人口老龄化对通胀呈下行压力。从货币层面来看，次贷危机后非常规政策对通胀的拉动作用有限。起因于美联储于2008年10月开始对银行的超额准备金付息，之后尽管美国处于低利率的状态，但是银行信贷和M2的增长速度远低于基础货币，导致货币派生处于失效的状态。货币派生受阻叠加信贷意愿下降，剩余流动资金更多流向股市等资产投资，贫富差距加大，形成“通胀不平等”。

三、后疫情时代美国通胀的路径是什么？——“低位高区间”震荡，难有高通胀。从短期供需来看，对疫情需求敏感的指标出现回升，表明短期通胀低点已过。但从产出缺口来看，内生性动能依然偏弱，预计整体产出缺口仍然处于收窄区间，对下一步通胀回升形成制约。未来看，大宗商品价格将成为左右通胀的主要边际因素。从中长期货币层面和结构性层面来看：财政政策对实体经济的救济停滞，货币政策传导效率下降加剧贫富差距，导致整体通胀下行。不过，从结构性因素来看，逆全球化抬高通胀中枢。

四、中国通胀影响几何？——预计未来通胀温和回升。首先，从总量供需层面来看，CPI和PPI剪刀差回落，全年物价水平低位波动。其次，从货币层面来看，货币政策刺激力度明显弱于金融危机时期，并未超发，不存在通胀压力；本次疫情爆发之后，央行坚持实施正常的货币政策，当前货币政策力度已经基本回归常态。第三，从结构性层面来看，虽然中国已经跨过“刘易斯”第一阶段，并成功进入第二阶段，但逆全球化+劳动力优势逐步出清、人口红利的消退和城镇化率的提升对整体通胀上行形成压力。

五、通胀对货币政策影响有限、经济的恢复和政策的退出对股债影响较大。在通胀涨幅温和背景下，对长端利率的提振有限，对货币宽松不会形成约束。首先，猪肉四季度供需关系将进一步缓和。其次，鲜菜价格受季节性因素的影响上涨不可持续。第三，四季度PPI通缩幅度收窄是大概率事件，但外围各种不确定因素的扰动将对PPI的修复形成延缓，年内走出同比通缩仍有一定的困难。关于货币政策：预计再定向降准一次，幅度50bp。内部因素：中小银行负债成本压力相对更大，降准提供流动性的必要性有所上升。外部因素：中美关系的不确定。流动性的边际变化导致股、债估值同向变动概率上升。对债市的影响：4Q2020长端收益率进一步上行空间不大。对股市的影响：经济的恢复和政策的退出形成拉锯。

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. 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
3. 中美冲突进一步加剧，对人民币汇率形成较大影响。

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

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言:	4
一、通胀的分析框架—总量、货币和结构性因素	4
1.传统的通胀分析框架—需求、成本和结构性	4
2.新的通胀框架—新凯恩斯主义+货币冲击+结构性冲击	5
二、为何金融危机后菲利普斯曲线（Phillips Curve）平坦化？—结构冲击为隐性因素，货币层面为显性因素	7
三、后疫情时代美国通胀的路径是什么？—“低位高区间”震荡	12
1.短期供给需求端快速修复，但内生性动力不足	12
2.中长期结构性因素抬高通胀中枢，但货币层面对其形成抑制	15
四、国内通胀影响几何？—预计未来通胀温和增长	16
1.供需层面，全年物价水平低预期增长	16
2.货币层面对通胀提振有限	17
3.人口红利消退、逆全球化和城镇化率提升压低通胀整体水平	18
五、通胀对货币政策影响有限、经济的恢复和政策的退出对股债影响较大	19
1.本轮通胀将不成为影响货币政策主要因素	19
2.流动性的边际变化导致股、债估值同向变动概率上升	20

图表目录

图表 1: 通胀出现的三种情形	5
图表 2: 影响通胀的三层因子	6
图表 3: 菲利普斯曲线在金融危机后效果不太显著	7
图表 4: 科技对全要素生产率的提高抑制了劳动成本	8
图表 5: 全球老龄化和通胀呈反比	8
图表 6: 全球通胀在 1980 年后震荡下行	9
图表 7: 日本 CPI 仍在低位震荡	9
图表 8: 欧元区调和 CPI 和资产总额反向背离	9
图表 9: 超额存款准备金率在 08 年后上行	10
图表 10: 货币超发时可以提振消费品通胀的路径	10
图表 11: 金融危机后，美国股市和房地产指数经历了快速反弹	11
图表 12: M2 流通增速在 08 年之后震荡下行	11
图表 13: 债务压制了 M2 流通增速	11
图表 14: 美国家庭财富分布	12
图表 15: 美国居民财富构成表	12
图表 16: 最富有的 1% 持有最多公司股票	12
图表 17: 薪资收入和股票收益对比	12
图表 18: 对疫情敏感和对疫情不敏感两大类	13
图表 19: 需求部门的负增长对通胀形成抑制	13
图表 20: 产出缺口未来可能出现下行	13
图表 21: 实际 GDP 低于潜在 GDP	13

图表 22: WTI 原油价格和通胀预期之间的相关性较强.....	14
图表 23: 原油近期事件回顾.....	14
图表 24: 美国超额现金储存在疫情后大幅上行.....	15
图表 25: 美国核心资本订单迅速恢复.....	16
图表 26: CPI 和 PPI 剪刀差回落.....	17
图表 27: 能繁母猪存栏上行对猪肉未来价格形成抑制.....	17
图表 28: 大豆库存仍然处于较高的库存位置.....	17
图表 29: M2 和 GDP 之间差值将进一步回落.....	18
图表 30: 第一产业占就业比重在 2010-2013 年低于第二和第三产业占就业比重.....	19
图表 31: 农民工收入上行.....	19
图表 32: 城镇失业率下行.....	19
图表 33: 人口红利消退.....	19
图表 34: 今年 PPI 同比逐步改善, 但预计仍是负值.....	20
图表 35: 今年二季度超储率反季节性回落 (%).....	20

引言：

为应对疫情，包括中国央行在内的全球央行释放流动性以刺激经济，有些经济体甚至加大了财政货币化的力度。鲍威尔在 9 月的 FOMC 中表示，希望通胀数据在未来一段时间稍高于 2%；以及，即使就业水平已经超过委员会评估的“最大就业水平”，只要可预见地不引起过高通胀，美联储都不会干预。与此同时，点阵图显示到 2023 年末美联储都没有加息计划，表明货币政策收紧的时间点要往后挪。那是否预期意味着通胀存在企稳回升甚至高通胀的局面？本文基于通胀的短期和中长期视角，进一步深入分析美国和中国通胀在未来一段时间的通胀走势，以及其对资本市场的影响。

一、通胀的分析框架—总量、货币和结构性因素

1. 传统的通胀分析框架—需求、成本和结构性

通胀的传统分析框架主要从四个视角出发：**第一**，需求拉动的通胀（当主要总需求超过了总供给，形成了通胀缺口，造成了物价的上涨）；**第二**，成本推动型通货膨胀（在没有超额需求的条件下，由于供给方面成本的上行引起的价格水平普遍上涨）；**第三**，结构型通货膨胀（在总供给和总需求大致平衡的状态下，由于经济结构方面的原因引起了整体物价上涨）；**第四**，预期和惯性通胀（在现实中，一旦形成了通胀，便会持续一段时间，通过预期对未来的经济形势作出判断，进而估计未来的通胀走势）。

1) 需求拉动通胀：凯恩斯物价理论、货币主义学派的通胀理论

凯恩斯物价理论：根据凯恩斯物价理论主要分析了总需求的改变和物价水平之间的关系，认为货币数量的增加不能对物价形成直接的影响。当充分就业时，由于产出已经达到了最大化，所以这个时候总需求的增加会促进一般物价水平上涨，达到真正的通胀。

货币主义学派的通胀理论：根据货币主义理论，货币供应量的变动是导致物价水平和经济活动变动的最根本原因，货币供给过多才是造成通胀的唯一原因。这也意味着如果货币数量和产量同比增长，则不会引发通胀，如果货币数量的增长率超过了产量的增长率，那么就会造成通胀。

2) 成本推动型通货膨胀：新古典综合学派通胀理论

新古典综合学派通胀理论：用成本推动型通货膨胀理论来解释通货膨胀与失业并存的现象。主张由于生产要素的上涨，导致成本上行，推动一般物价水平的上涨，同时，由于生产成本提高而导致企业生产压缩，进一步导致失业率的上升。

3) 结构型通货膨胀：需求移动论、希克斯-托宾劳动供给理论和斯基的纳维亚模型

需求移动论：该理论表明产业结构的变化带来一些部门的兴衰，导致需求将在部门之间发生转移。需求增加的部门，其工资物价自然会上升，但需求减少的部门，其工资物价未必下降。在总需求不变情况下，也会引发结构性通货膨胀。通货膨胀能持续多久，就取决于需求结构的变动能持续多久。

希克斯-托宾劳动供给理论：主要理论和需求移动论相似，表明市场劳动者比起绝对工资，更在乎相对工资，如果一行业的工资对比其他行业的工资相对下降，那么该行业的劳动者则可能会退出劳动力市场。所以在经济结构的变化中，某一部门的工资上升，将引起其他部门向它看齐，从而以相同比例上升。

斯塔的纳维亚模型：该模型表示经济欠发达的国家，当他们参与国际贸易，并处于完全竞争市场的背景下，其通货膨胀取决于三个因素：世界通货膨胀率，开放部门与非开放部门之间劳动生产率的差异，以及开放部门与非开放部门在国民经济中所占的比重。该模型利用世界性通货膨胀传递机制和部门结构来证明了开放经济中的小国会出现失业与通货膨胀并存的现象。

4) 预期和惯性通胀：理性预期学派和适应性预期

理性预期理论：认为失业与通货膨胀无论是在短期还是长期中都不存在菲利普斯曲线所描述的那种关系。如果货币供给增长率变动是可预期的，这样货币供给的增长使人们产生的通货膨胀预期只会推动工资的提高从而造成更高的通货膨胀率而不是降低失业率，理性预期学派认为扩张性货币政策只会引起通货膨胀不能降低失业率。

适应性预期理论：是一种关于预期形成的观点，对于过去的发展的事件规律以及经验对未来形成一个判断，预期将随时间推移缓慢发生变化。

2. 新的通胀框架—新凯恩斯主义+货币冲击+结构性冲击

传统的凯恩斯物价理论等分析框架难以解释当前的通胀形势。20 世纪 50 年代后，全球经历了较多产业变革以及转移，导致劳动力市场中资源优势发生了不断地转变，对不同国家资本开支周期形成了不同的影响。自从 1989 年新西兰提出通货膨胀目标制以来，通货膨胀目标制已经广泛普及。现在有 9 个发达经济体和 21 个新兴市场经济体是以“通胀目标”，这意味着越来越多的国家将通货膨胀作为货币政策的主要目标。由于不同的国家资本开支周期不同，而货币政策又存在着其独立性，不同国家通过调节货币政策的对其通胀进行把控，导致全球通胀面临多种因素扰乱。尤其随着经济开放程度的扩大，一个国家总资产的供需和价格水平经常会受到国际市场的影响和制约，导致国内资产供需之间的不平衡成为常态，进而促使流动性与国内物价水平之间呈现出更为复杂的动态关系。传统通胀理论主要是从研究单个或者两个因素分析对未来通胀的走势，但随着世界多变性，我们需要结合各种潜在因素，从当前实际情况来构建一个新的通胀分析框架。

图表 1：通胀出现的三种情形

通胀出现的三种情形		
	现象	结果
1)	货币市场和非货币市场的需求均同时大于货币市场和非货币市场的供给	全面通货膨胀
2)	货币市场需求大于货币市场供给，而非货币市场需求等于或小于非货币市场供给	货币市场价格上升，而非货币市场价格不变或者下降
3)	非货币市场需求大于非货币市场供给，而货币市场需求小于或等于货币市场供给	非货币市场价格上升，而货币市场价不变或者下降

来源：国金证券研究所

以新凯恩斯交错定价理论为基础，市场供需和通胀预期成为了影响通胀的短期因素。在 20 世纪 70 年代，美国等主要发达国家出现了滞胀的局面，出现了高失业率和 high 通胀同时出现的现象，对传统菲利普斯曲线提出了挑战，弗里德曼提出了通胀预期的作用，认为菲利普斯曲线只考虑了名义工资率，但是并没有考虑实际工资率，并提出了自然失业率假说，表示如果失业率维持在其自然水平之下，通胀预期则会有所提高，这反过来又会提高通胀预期，从而导致短期菲利普斯曲线再次上移，对菲利普斯曲线进行了修正，于是“附加预期的菲利普斯曲线”成为了短期通胀率动态的机制。尽管通胀预期的加入完善了菲利普斯曲线的基本框架，但为了更好地刻画通胀微观层面上的解释，新凯恩斯学派 Taylor 和 Calvo 提出了交错定价理论，在他们的基础上，Gali 和 Gertler 提出基于单位劳动成本的前向和混合菲利普斯曲线。新凯恩斯主义阐明了，在经济中出现需求或供给冲击后，工资和价格粘性使市场不能出清，经济会处在非均衡状态，即使有理性预期的存在，国家的经济政策也将起到积极作用，能够影响就业和产量。较传统的菲利普斯曲线，新凯恩斯菲利普斯曲线加入了理性预期、产出缺口、进口价格、粘性价格和实际边际成本等因素，为研究通货膨胀机制提供了比较全面的解释。

加上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。由于新凯恩斯理论更多的分析了影响通胀的短期因子，所以其假设缺乏对影响通胀长期的考虑。首先，新凯恩斯理论其中的一个假设是“非市场持续出清假设”，认为由于信息和交易成本的不对称，价格粘性导致市场不能随着总需求的变动而迅速变化，所以市场不是完全竞争而是垄断竞争。但是从长期来看，随着全球价值链的升级，劳动力市场红利的转移，在受到结构性冲击后，市场价格的粘性最终也会按照名义需求的变动而发生相应的转变。其次，另一个假设是“货币非中性”，认为在价格粘性的背景下，短期内货币会影响实际产出。认为财政政策对经济的影响存在滞后性，货币政策对经济的影响更具有效力。但在 08 年金融危机后，全球央行大幅放水以达到刺激经济为主要目标，对利率、汇率、资产价格信贷传导产生了超预期的影响，货币对实际经济产出的影响趋弱。

图表 2：影响通胀的三层因子

影响通胀的三层因子		
短期	总量因素	需求
		供给
		通胀预期
中长期	货币因素	货币政策
		信贷
		汇率
	结构性因素	全球化
		科技
		人口

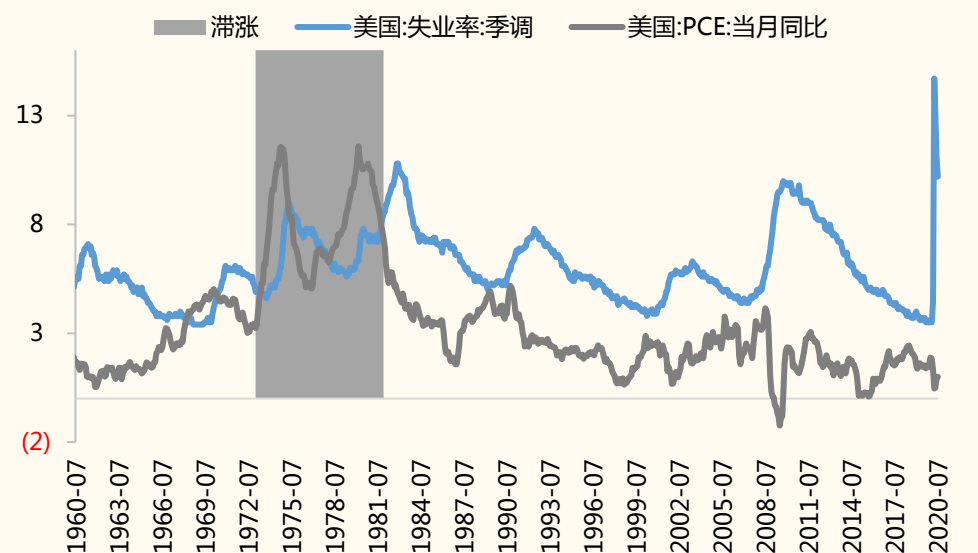
来源：国金证券研究所

我们基于新凯恩斯主义的刚性价格模型，并考虑了货币供给冲击和结构型冲击（全球化、人口和科技），对为何菲利普斯曲线平坦化，以及未来美国和中国通胀的路径做出一个判断。

二、 为何金融危机后菲利普斯曲线（Phillips Curve）平坦化？—结构冲击为隐性因素，货币层面为显性因素

菲利普斯曲线是用来衡量失业和通胀之间代替取舍关系的曲线，菲利普斯分析了英国 1860 - 1957 年间的年度工资通胀和失业率，其结果表明工资上涨和失业率之间存在稳定的反向关系。但进入 20 世纪后，全球经济的复杂性导致菲利普斯曲线失效，美国通胀并没有跟随劳动力市场呈明显反比变化，而是整体呈现区间震荡的走势。

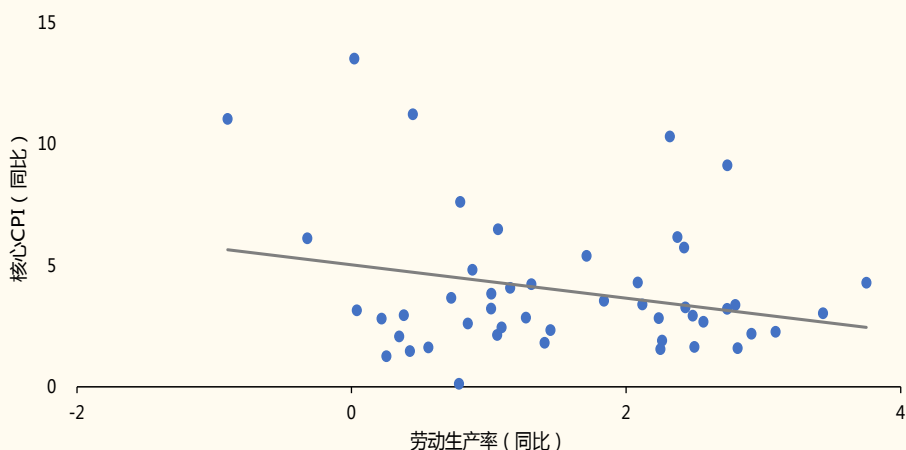
图表 3：菲利普斯曲线在金融危机后效果不太显著



来源：Wind，国金证券研究所

从结构化程度来看，全球化推进的科技技术快速发展令供给曲线平坦化。首先，技术创新直接影响到信息和通信技术的价格变化，导致电脑和家用电子产品的价格持续下降。其次，全球贸易的开放加速了全球化和技术进步，技术的快速发展降低了创建新公司的壁垒，改变了消费者搜索和比较产品价格的方式，促使消费者能够获益于高透明度市场，从而影响整个市场的产品价格。第三，技术通过诸如自动化等替代劳动力来提高生产率，从而影响通货膨胀。美联储主席格林斯潘（Alan Greenspan）曾经在 2005 年美国国会的证词中说：“过去十年来，美国和世界许多其他国家经历了低通货膨胀率和强劲的经济增长，归因于信息技术水平的大幅提高和数字经济的快速发展，尤其是在美国，这种技术提高了生产率的增长，抑制了单位劳动力成本，并有助于抑制通货膨胀压力。”生产率的提高直接转化为生产成本的降低，从而延缓通货膨胀的上升。

图表 4：科技对全要素生产率的提高抑制了劳动成本



来源：St. LouisFed，国金证券研究所

人口老龄化对通胀呈下行压力。一些国家的人口老龄化趋势近年呈递增态势，而部分国家的老龄化已经持续了相对较长的时间，比如日本和意大利，数据显示，高收入国家人口增长自 1961 年的 1.48% 后一路下行到 2019 年为 0.44%，低收入和中等收入国家人口增长也从 1966 年的高点 2.45% 下降到 2019 年的 1.20%，美国人口增长率从 1961 年的 1.66% 回落到 2019 年的 0.47%。日经济学家藤田茂(Shigeru Fujita)和藤原一平(Ippei Fujiwara)在研究中探讨了日本劳动力老龄化和通缩压力之间的因果关系。他们的观点是，在一个技能因人而异的经济环境中，越来越多失去工作的老员工也失去了公司特有的技能，新人只能从事初级工作，对年轻工人的工资产生了负面影响，造成了长期的通货紧缩压力。随着劳动力人口的减少，预期寿命的延长，将拉低潜在的增长和总需求，如果货币政策不能做出及时的反应，过低利率可能会导致家庭的储蓄率大幅增长，投资的减少会对自然生产率产生长期下行压力。我们通过将 2010 年至 2019 年之间的平均通胀率和平均老年抚养率做出回归，证明了老龄化和通胀呈反比关系。

图表 5：全球老龄化和通胀呈反比



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_2198

