

## 宏观思辨系列（第10期）

## 消失的通胀是否会卷土重来？



## ■ 核心摘要

1) 2008年国际金融危机之后的十年里，美国CPI同比增速平均为1.77%，低于危机之前CPI同比增速平均2.89%。危机后美联储推出的多轮QE政策，并未导致通胀随之回升。面对本轮疫情的冲击，美联储推出无限制的量化宽松，自此美国通胀指数隐含的通胀预期开始攀升，“消失的通胀”未来是否会卷土重来也成为投资者较为关心的话题。

2) 导致2008年危机之后全球通胀消失的因素既有总量货币因素也有结构性因素。总量因素是由于美联储投放的大量流动性淤积在金融体系，以商业银行超额准备金的形式存在。由于私人非金融部门的持续去杠杆，总需求较为羸弱，流动性更多流入资产市场而非实体经济，导致通胀长期低迷。压制全球通胀的结构性因素主要包括全球贫富差距扩大和全球化压低了普通消费品的制造成本。

3) 我们主要通过分析上述导致金融危机后全球通胀消失的因素在未来的可能变化，并在此基础上判断通胀是否会卷土重来。

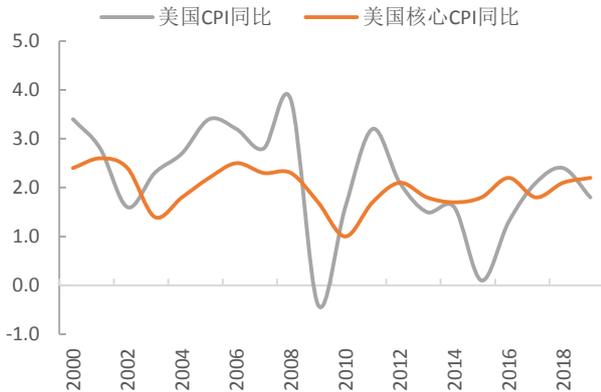
4) 总量因素上，本次疫情期间美联储的操作叠加与财政政策的配合，大幅改善了流动性淤积在银行间市场的现状，表现在M2增速较快上涨以及超额准备金的小幅回升。财政政策发挥着较为重要的作用，更有助于流动性流入实体经济（居民和非金融企业），弥补了居民和企业由于封锁隔离导致的收入下降。疫情过后，虽然非金融私人部门大幅加杠杆的动力不足，但其资产负债表所受到的冲击要低于08年金融危机的负面冲击，这会缩减未来通胀低迷的时间，全球性通胀有望归来。不过，压制通胀的结构性因素仍难以缓解，这意味着通胀回升的幅度较为有限。

5) 通胀的长期预测一直充满着不确定性，预计本次疫情过后的通胀中枢会高于2009-2019年的这十年均值。在美联储平均通胀目标制下，通胀会如何影响美联储的货币政策操作，也将变得更加不确定，未来通胀将成为金融市场较为关注的一个变量。

2008年的国际金融危机之后，美联储推出多轮的QE政策，但全球通胀并未随之大幅回升。对比危机前后差不多十年时间期间的通胀可以发现，2000-2008年期间，美国的CPI同比增速平均为2.89%，其中有四年时间通胀超过3%；2010-2019年期间，美国的CPI同比增速平均为1.77%，其中只有2011年美国通胀超过3%。从核心CPI来看，其在危机前后变化相对较为稳定，但危机后核心CPI中枢依然低于危机之前，2000-2008年期间，美国的核心CPI同比增速平均为2.21%，2010-2019年期间，美国的核心CPI同比增速平均为1.83%。在美联储推出QE之初，多位著名经济学家联袂写信警告联储，印钞机启动全球大通胀的时代即将来临，但经过主要央行多轮QE之后，全球仍面临一定程度的通缩压力，全球通胀似乎消失了。

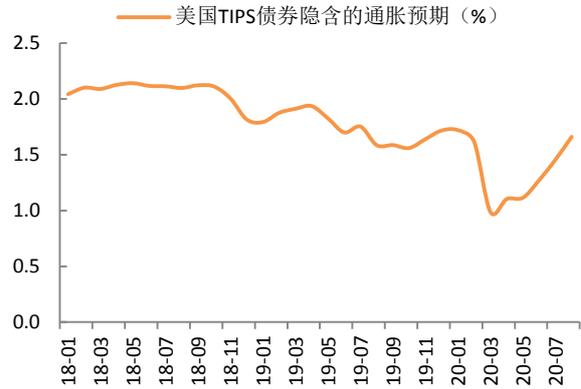
2020年3月底，面对新冠疫情的全球大流行以及美国股票市场的暴跌，美联储开启了无限制的量化宽松举措，自此美国通胀指数隐含的通胀预期开始攀升。美国TIPS隐含的通货膨胀率由3月最低的不到1%回升到目前的1.7%，那么在全球新一轮的宽松刺激政策下，消失的通胀未来是否会卷土重来也成为投资者较为关心的话题。

图1 金融危机后通胀一直相对低迷 (%)



资料来源: WIND,平安证券研究所

图2 2020年3月以来通胀预期回升 (%)



资料来源: WIND,平安证券研究所

## 1、金融危机后全球通胀消失的原因探析

通胀直接关系到央行货币政策走势,影响全球金融市场。面对2008年国际金融危机以来全球通胀消失的原因,经济学家进行了很多的讨论,但并没有一个完整确定的分析框架。简要总结起来,认为导致全球通胀消失的主要因素包括:

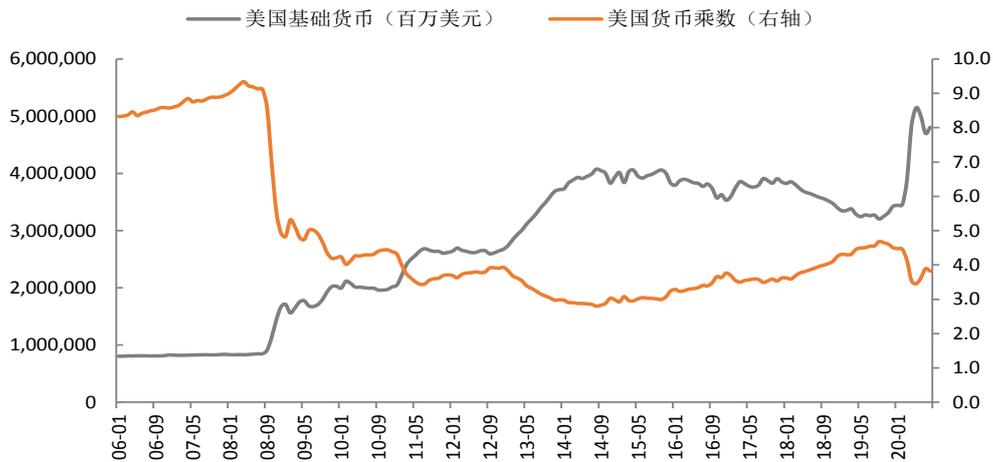
### (1) 货币乘数的下降以及资产价格对流动性吸纳

在解释通胀的理论中,最有影响力的就是货币数量说,1976年诺贝尔经济学奖得主弗里德曼(Friedman, 1963)的名言“通胀在任何时候,任何地方都是货币现象”。货币数量论的核心是 $PY=MV$ 。当货币流通速度 $V$ 大体保持稳定时,广义货币 $M$ 的增速就是名义产出 $PY$ 的增速。如果 $V$ 保持稳定或可预测,增发货币 $M$ 就能推升物价 $P$ 。金融危机之后,美联储的资产负债表迅速扩张,由之前的不到1万亿美元扩张到最高的接近4.5万亿美元,但美国的通胀不但没有上行,反而出现了下行。

美联储资产负债表的大幅扩张导致美国基础货币增速大幅上升,但广义货币增速 $M2$ 一直保持相对低迷,只有2010-2012年出现回升,此后震荡下行。2012年初,美国 $M2$ 增速达到危机后的最高水平10%,之后持续下行,最低到2018年的3.3%。导致美国基础货币增速和 $M2$ 增速背离的主要因素在于货币乘数的下降。金融危机之后,美国的货币乘数大幅下降,由危机前接近9的水平下降到危机后的平均3.7(2009-2019年期间,美国货币乘数平均为3.7)。美联储虽然有能力和扩张基础货币,但无法决定广义货币增速,货币乘数的扩张源自商业银行通过信贷行为进行创造,这和整个实体经济的需求存在紧密联系。事实上,我们观察日本和欧洲央行面临着同样的问题,央行可以提供大量的基础货币,但无法创造更多的广义货币,日本和欧洲面临着更为严重的通货紧缩压力,这与他们的总需求更为低迷有关。货币政策在刺激通胀方面存在失灵。

那么,美联储投放的流动性都去哪了呢?其一,很大一部分流动性转变为商业银行放在美联储资产负债表的超额准备金。2008年8月,美国的超额准备金不足20亿美元,占美联储总负债的比例仅为0.2%;2014年4月,美国的超额准备金为2.7万亿美元,占美联储总负债的比例高达62%。美国超额准备金开始下降的时点与美联储退出量宽的时点基本一致,这意味着美联储通过量化宽松投放的流动性,大多沉淀在银行间市场,并没有形成实际的信贷。其二,由于实体经济的融资需求较弱,流动性难以进入实体经济,在金融系统空转大量流入股票市场和债券市场,这是美国股市十年长牛的重要基础。

图表3 美元基础货币上升的同时，货币乘数在下降



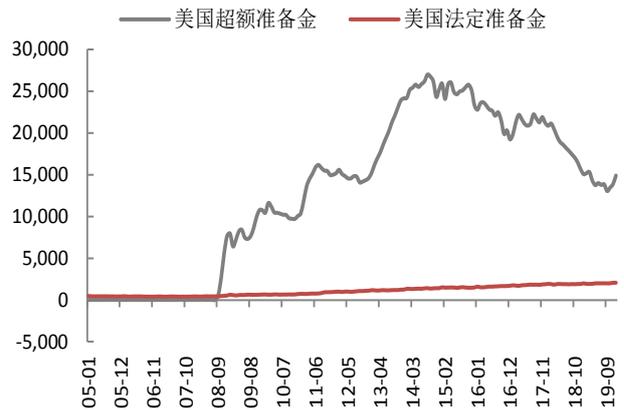
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 2020年之前美国的M2增速(%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 美国超额准备金规模飙升(亿美元)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 超额准备金在美联储总负债的比例(%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

## (2) 压制通胀的结构性因素

除了上述实体经济融资需求较弱导致资金空转、美联储投放的流动性大多以超额准备金的形式停滞在金融体系内因素，导致全球性通胀消失还存在如下结构性因素：

其一，**全球贫富差距扩大，富人的边际消费倾向较低，对整体消费产生一定的抑制。**货币政策作为逆周期调控的手段，还具有财富再分配效应，主要通过资产价格渠道发挥作用。美国股市十年长牛，富人的财产性收入上涨较快，普通人拥有的金融资产较少，而且在实体经济长期低迷的环境下，可支配收入增速也难以大幅增长，这导致贫富差距扩大。富人的财产收入虽然增长较快，但边际消费倾向较低，这不利于消费的增长。

其二，**全球化叠加科技的迅速传播发展，整体压低了全球一般商品的生产成本，这对普通消费品价格的上涨形成压制。**金融危机后，全球化仍在迅速发展，普通商品在比较优势下实现精细化分工，从而导致生产成本最小化。此外，科技在全球的迅速传播发展，一定程度提高了普通商品的生产效率。全球化叠加科技的迅速传播发展，整体压低了全球一般商品的生产成本，这会对普通消费品价格的上涨形成压制。

## 2、新冠疫情后全球通胀会卷土重来吗

接下来我们主要通过分析上述导致金融危机后全球通胀消失的因素在未来的可能变化，然后在此基础上判断通胀是否会卷土重来。

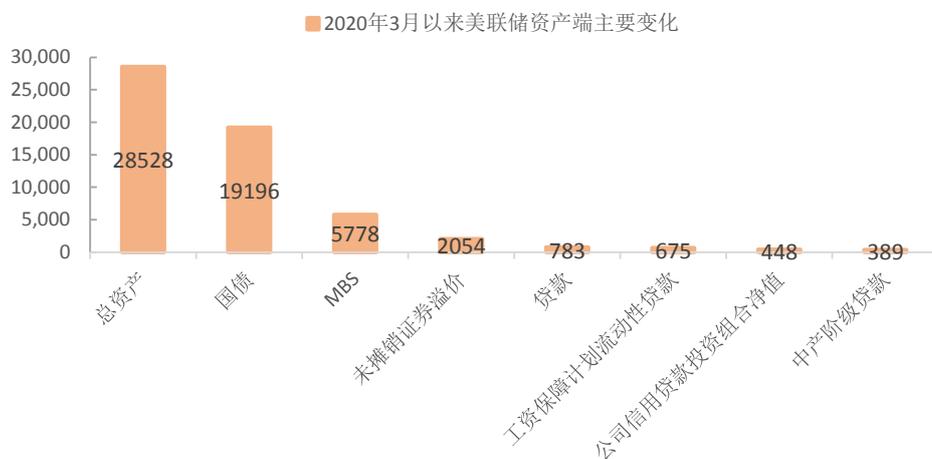
### (1) 这次刺激有何不一样：财政主导、资金空转大幅改善

面对本次疫情的冲击，美联储采取了史无前例的无限量宽松，无论是量化宽松的规模还是速度都超过了之前 QE 的力度，美联储的资产负债表规模也由疫情之前的 4 万亿美元迅速膨胀到目前的 7 万亿美元。**与前三次操作不同的是，疫情期间的资产购买主要为国债（占比为 67.3%），并新增了一般贷款、工资保障计划流动性贷款、中产阶级贷款计划、有限责任公司的公司信用贷款投资组合净值，而这些操作更有利于资金投向实体经济。**这也表现为 M2 增速的快速攀升、超额准备金规模以及其占美联储负债的比例虽然有所上升，但幅度非常有限，远远低于 2008 年国际金融危机之后使用 QE 期间，这也说明本次疫情后的量化宽松操作的效率更高，对于资金的空转起到一定的改善。此外，在本次疫情期间，财政政策发挥着较为重要的作用，弥补了居民和企业由于封锁隔离导致的收入下降，尤其是对于居民而言，甚至部分失业救助超过了正常时期的收入水平。

在债务高企的背景下，货币流通速度和货币乘数下降背后深层次的原因是非金融部门去杠杆带来的有效需求不足，私人部门信贷增长乏力抑制通胀的上行。金融危机之后，美国居民部门在持续的去杠杆，杠杆率由危机之前的 95.6% 下降到 2019 年底的 75.4%，杠杆率下降 20 个百分点；非金融企业经历了先去杠杆，然后在 2015 年转为小幅缓慢的加杠杆。二者加总起来得到私人非金融部门的杠杆率，也是经历了先去杠杆然后小幅加杠杆的过程，私人非金融部门的杠杆率与 CPI 同比增速的转折点存在较强的相关性，都是在 2015 年底转为小幅上行。

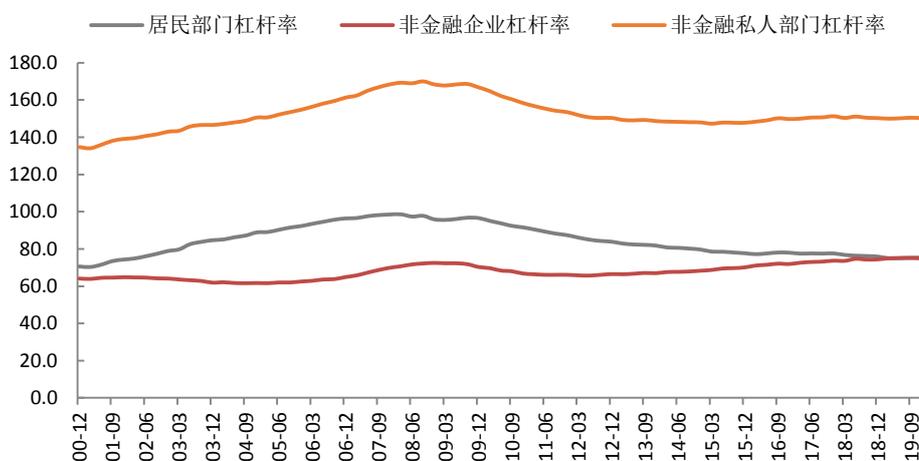
08 年金融危机导火索是房地产资产价格泡沫的破灭，其对居民的资产负债表产生深远的负面影响，导致了居民长达十年的去杠杆。本次疫情是通过居民就业渠道影响居民的收入水平，疫情期间居民收入靠财政补贴没有明显下滑，但疫情过后可能出现的企业破产以及就业市场结构性转变给居民收入带来的持久性影响，也会抑制短期居民和企业的加杠杆，这意味着短期总需求仍会较为疲软。不过，可以确定的是，疫情对居民资产负债表冲击影响的时间长度将会低于金融危机的冲击，这也提升了未来通胀上行的概率。

图表7 3月以来美联储资产端的构成变化(亿美元)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表8 美国不同部门杠杆率的变化 (%)



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\\_2573](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2573)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn