

货币超发，未必高通胀

——从日本的经验说起

分析师 梁中华

执业证书编号: S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

研究助理 张陈

电话

邮箱 zhangchen@r.qlzq.com.cn

投资要点

- 面对新冠疫情造成的经济衰退，全球普遍通过大规模货币宽松进行应对，如此大量的货币超发是否会造成通胀高企呢？作为参考，我们不妨仔细回顾一下日本的情况，因为日本早在几十年前就开始了持续的货币宽松，但似乎并没有摆脱物价的长期低迷。那么货币超发为什么推不动通胀？超发的货币去了哪里？本篇专题试图对这些问题进行一些梳理和探讨。
- **1、货币持续宽松，却没能推升通胀。**日本货币持续宽松，尝试了几乎所有非常规货币政策，但通胀长期保持低迷，最直接的原因就是超发的货币并没有流入商品领域。如果比较日本居民工资以及物价走势我们会发现，日本通胀虽然很低，但是工资涨幅更低，甚至远远跑输了通胀。
- **2、超发的货币去哪儿了？**虽然日本货币政策持续宽松，但是有很大一部分货币趴在银行的准备金账上，流出去的货币有一部分被企业存了回来，还有一部分货币则流向了日本的股票市场。2010年日本宽松加码后，虽然经济没有很明显的起色，但股票市场大幅上涨。
- **3、货币为何流向了资产领域？**我们认为很重要的原因就是贫富分化。无论从收入角度，还是从财富角度，日本的贫富分化问题都是在不断加剧的。在贫富差距较大的情况下，超发的货币更容易推升资产类商品的价格，却很难推升普通消费品价格。而且即使货币超发对消费品价格有影响，也存在一定的滞后效应，如果用黄金价格走势来代表货币超发程度，从货币超发到通胀回升需要一年以上的時間。
- 风险提示：疫情扩散，贸易问题，经济下行

相关报告

内容目录

1、货币持续宽松，却没能推升通胀	3 -
2、超发的货币都去哪儿了？	4 -
3、货币为何流向了资产领域？	5 -

图表目录

图表 1：日本货币政策以及通胀走势	3 -
图表 2：以 1999 年为基数的日本物价、名义收入走势	4 -
图表 3：日本准备金余额（万亿）、准备金率以及总准备金率（%）	4 -
图表 4：日本企业留存收益（万亿）以及留存收益占总资产比例（%）	5 -
图表 5：股价、地价、物价走势（以 90 年 12 月为 100）	5 -
图表 6：日经 225 走势以及央行购买 ETF 数量（亿元）	5 -
图表 7：高收入群体占总收入比例走势（%）	6 -
图表 8：日本居民财富变化（%）	6 -
图表 9：各收入组 1984-2013 年均收入与消费情况	6 -
图表 10：黄金价格领先通胀走势（%）	7 -

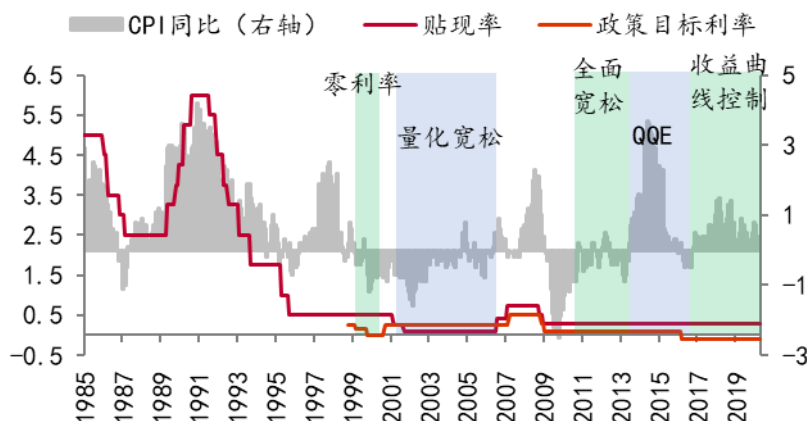
面对新冠疫情造成的经济衰退,全球普遍通过大规模货币宽松进行应对,如此大量的货币超发是否会造成通胀高企呢?作为参考,我们不妨仔细回顾一下日本的情况,因为日本早在几十年前就开始了持续的货币宽松,但似乎并没有摆脱物价的长期低迷。那么货币超发为什么推不动通胀?超发的货币去了哪里?本篇专题试图对这些问题进行一些梳理和探讨。

1、货币持续宽松,却没能推升通胀

日本 90 年代地产经济泡沫破灭之后,为了应对经济衰退和通货紧缩,不断调低政策利率,在政策利率降至 0 后,陆续进行了量化宽松、购买风险资产、收益率曲线控制等几乎所有非常规货币政策。

但对物价的刺激作用却不明显,1999 年 9 月政策利率到零之后,日本仍然有一半以上的月份 CPI 同比是小于 0 的。

图表 1: 日本货币政策以及通胀走势



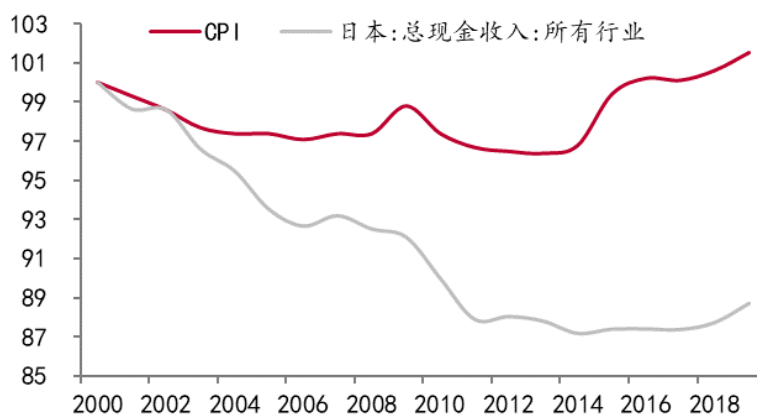
来源: wind, 中泰证券研究所

按照传统的货币理论,过多的货币追逐过少的商品,就会造成通货膨胀,那么日本如此宽松的货币政策为什么没有推升通胀呢?最直接的原因就是超发的货币并没有流入商品领域。

如果比较日本居民工资以及物价走势我们会发现,日本通胀虽然很低,但是工资涨幅更低,甚至远远跑输了通胀。由于 1999 年之后,日本陆续开始了包括零利率在内的非常规货币政策,货币宽松程度显著加码,我们以 1999 年作为基期考察日本居民名义工资以及物价走势。可以看到,1999 到 2019 年的 20 年间,日本 CPI 大约上涨了 2%,但居民名义工资收入反而减少了 11.3%。

由此可见,日本普通居民并没有成为货币超发的受益者,而这些人才是商品消费的主力军。名义收入的持续低迷,是通胀长期维持在低位的主要原因。

图表 2：以 1999 年为基数的日本物价、名义收入走势

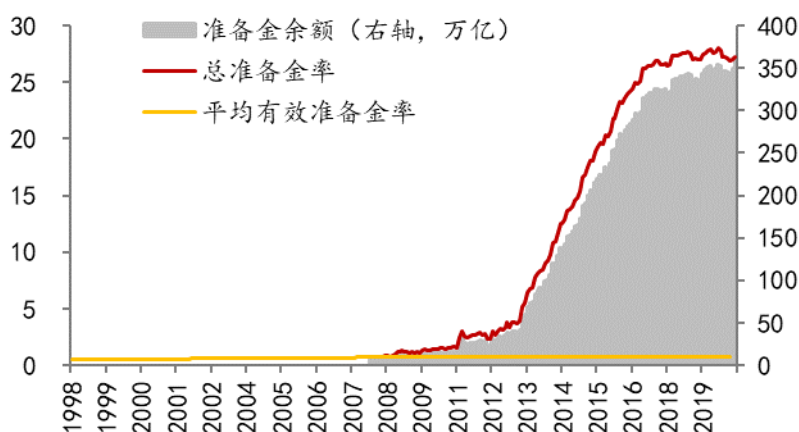


来源：wind, bloomberg, 中泰证券研究所

2、超发的货币都去哪儿了？

虽然日本央行持续投放货币，但是有很大一部分货币趴在银行的准备金账上，并没有流出金融体系。日本法定准备金率很低，但是商业银行的超额准备金很高。比如 2019 年时，虽然央行要求的平均准备金率只有 0.79%，但准备金余额达到了 346.2 万亿日元，总准备金率大约 27.2%。这说明流动性虽然很充裕，但大量的货币停留在金融体系内，并没有流出去。

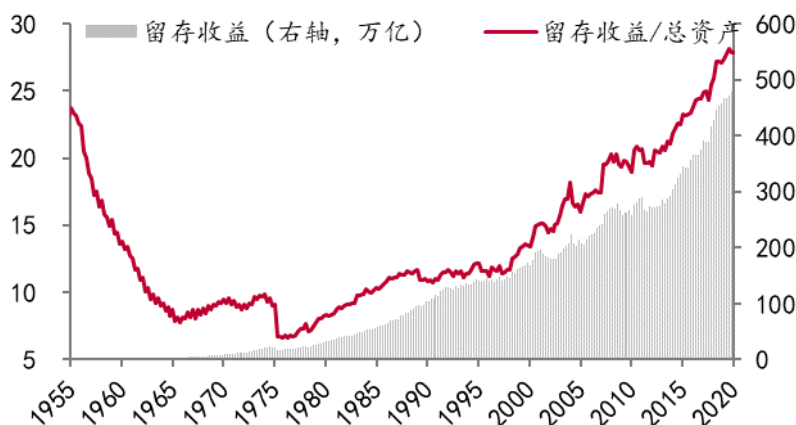
图表 3：日本准备金余额（万亿）、准备金率以及总准备金率（%）



来源：wind, CEIC, 中泰证券研究所

而流出去的货币又有一部分被企业存了回来。在 90 年危机之后，日本企业进行了长期的去杠杆，同时也在不断囤积现金。到 2019 年底时，日本企业留存收益达到了 479 万亿日元，占企业总资产的 27.9%，而这部分货币又被企业存回了金融体系。日本的企业不但不借钱，还大量存钱。

图表4：日本企业留存收益（万亿）以及留存收益占总资产比例（%）



来源：wind, CEIC, 中泰证券研究所

还有一部分货币流向了日本的股票市场。日本 2010 年 10 月宽松加码，并开始购买股票 ETF。到新冠危机爆发前的 2 月，日经 225 累计上涨了 145.2%，年平均涨幅达到了 15.6%，同期日本经济增长平均增速仅为 1%。虽然经济没有很明显的起色，但是并不妨碍股票市场的反弹，其中很重要的原因就是货币更多地流向了股票市场。

图表5：股价、地价、物价走势（以 90 年 12 月为 100）



来源：wind, 中泰证券研究所

图表6：日经 225 走势以及央行购买 ETF 数量（亿元）



来源：wind, bloomberg, 中泰证券研究所

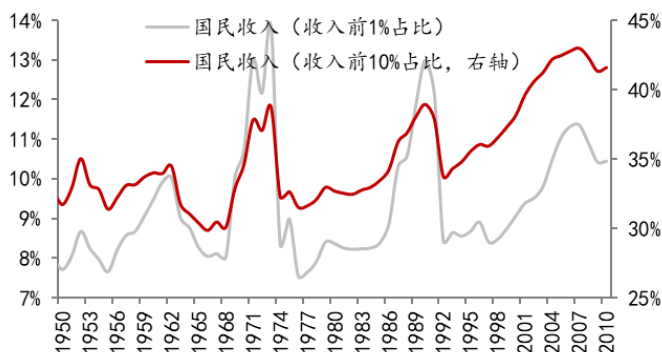
3、货币为何流向了资产领域？

货币为什么难以流向商品领域呢？我们认为很重要的原因就是贫富分化。假设一个经济体有 10 单位居民，其中 2 单位是“富人”，8 单位是“穷人”。如果央行发行的货币流到 8 单位穷人那里，穷人的边际消费倾向很高，衣食住行的价格可能很快就涨起来了。但如果货币流到了 2 单位富人那里，衣食住行都有了，怎么办呢？要储藏财富就会购买资产，货币就会流向资产领域。

日本的贫富分化问题是在不断加剧的。从收入角度来看，“富人”占有越来越多的收入。根据世界不平等数据库测算，日本前 1% 和 10% 居民

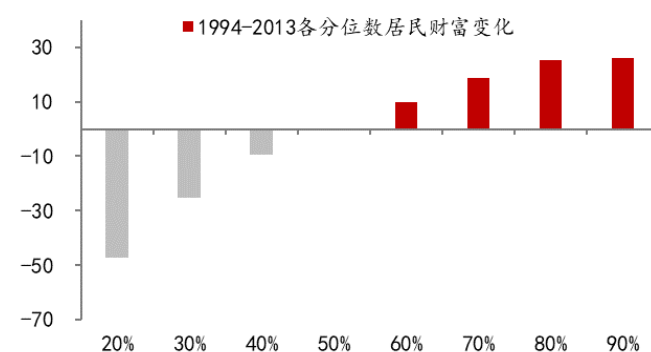
收入占比近几十年来不断上升，目前 10%居民已经拥有超过 41%的收入。从财富角度来看，财富也在不断向“富人”集聚。根据 Kitao&Yamada (2019) 的测算，1994-2013 年间，仅财富水平前 40%的居民实现了财富增值，并且财富水平越高的居民财富增长幅度越大，前 10%居民财富累计增长了 26.1%，而倒数 20%居民财富反而缩水了 47.2%。

图表 7：高收入群体占总收入比例走势 (%)



来源：world inequality database, 中泰证券研究所

图表 8：日本居民财富变化 (%)

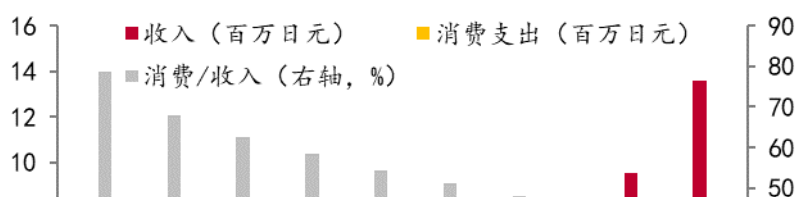


来源：Kitao & Yamada (2019), 中泰证券研究所

货币更容易流向“富人”。由于富人拥有更多资产，信用资质也更好，因此富人更容易获取信贷资源，超发的货币天然就更容易流向富人。

而“富人”的货币更多流向资产。富人的消费倾向比穷人要低得多，比如日本 1984-2013 年近 30 年收入和消费情况来看，收入越高消费占收入的比例就越低，最低收入组各项消费占收入比例高达 78.5%，最高收入组则仅为 36.6%。而这衡量的仅仅是平均消费倾向，富人边际消费倾向还要更低，这意味着货币流向富人后，主要的部分并不是被消费掉，而是进一步流到资产领域。

图表 9：各收入组 1984-2013 年均收入与消费情况



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_4402

