

美联储货币超发会导致高通胀吗

2021 年/4 月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

摘要:

- 近期市场对美国大量货币超发是否会导致高通货膨胀关注度很高。
 - 目前美国通货膨胀正处于持续上行趋势中。美联储在 3 月经济展望中，将 2021 年 PCE 通胀率预期从上期的 1.8% 上调至 2.4%，将 2022 年 PCE 通胀率预期从上期的 1.9% 上调至 2%。
 - 2 月美国基础货币存量、M1 和 M2 余额均创历史新高。
- 二战后，美国一共发生过 3 次高通货膨胀。
 - 1947-1951 年，主要成因是战争导致物品短缺，并推动商品价格大幅快速上涨。
 - 1970-1982 年，主要成因是 70 年代的两次石油危机带来油价飙升，以及 1971 年布雷顿森林体系瓦解造成美元急剧贬值。
 - 1987-1990 年，主要成因是低基数效应，以及广场协议后美元大幅贬值。
- 美国次贷危机之后的货币超发并未引发高通货膨胀。
 - 2008-2011 年期间，美联储资产负债表大幅扩张，货币供应量也出现急剧增加。
 - 美国的 PCE 指数同比并没有出现大幅增长。
- 美国未来一段时间内发生高于 5% 高通胀的概率很低。
 - 美国此前通胀的主要成因或者是石油供给突然变化引发的全球性成本推动型通货膨胀，或者是外部因素导致美元大幅贬值，进而引发以美元计价的商品价格大幅上涨。货币超发并不是主要原因。
 - 2007 年次贷危机爆发后，美国同样发生货币超发的现象，但 PCE 指数同比并没有出现大幅增长。货币超发与高通货膨胀之间并不存在直接关系。
 - 虽然目前美国货币供应量创历史新高，但未来发生高于 5% 高通胀的可能性很低，大概率是温和上行的通胀方式，应当据此制定投资策略。

图表目录

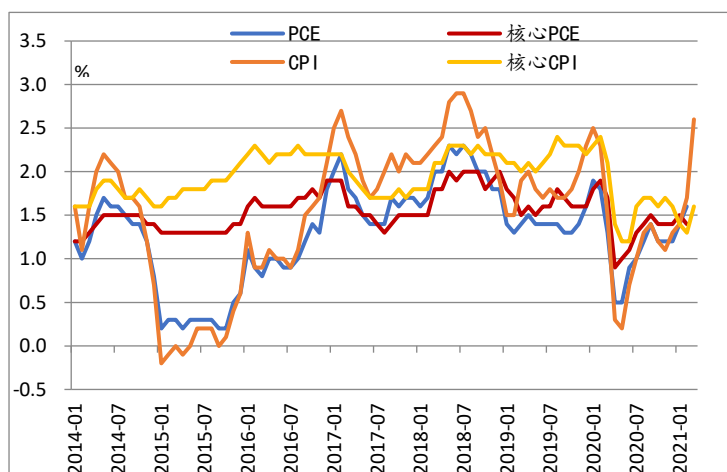
图表 1: CPI 和 PCE 同比增速	3
图表 2: 各类商品通胀水平	3
图表 3: 美联储 3 月议息会议经济展望	4
图表 4: 美国基础货币投放量变化	4
图表 5: 美国货币供应量	4
图表 6: 二战后美国发生的高通货膨胀	5
图表 7: 原油价格	6
图表 8: 美国 GDP 增长率	6
图表 9: 美元指数	7
图表 10: CRB 指数	7
图表 11: 美联储资产结构 (2007-2012)	8
图表 12: 美国货币供应量 (2007-2012)	8
图表 13: PCE 同比增速 (2008-2014)	9

目前美国通货膨胀正处于持续上行趋势中。2月PCE同比上涨1.6%，相比前值上升0.2个百分点；剔除食品和能源后的核心PCE同比上涨1.4%，相比前值回落0.1个百分点。该数值自2020年4月触底以来，持续反弹。美联储在3月经济展望中，也将2021年PCE通胀率预期从上期的1.8%上调至2.4%，将2022年PCE通胀率预期从上期的1.9%上调至2%，认为年内就将突破2%。

同时，美国货币供应量持续创历史新高。其中，2月基础货币存量为5.447万亿美元，环比增加3.79%，同比增长57.68%；M1余额为18.412万亿美元，环比增加1.61%；M2余额为19.67万亿美元，环比增加1.39%。

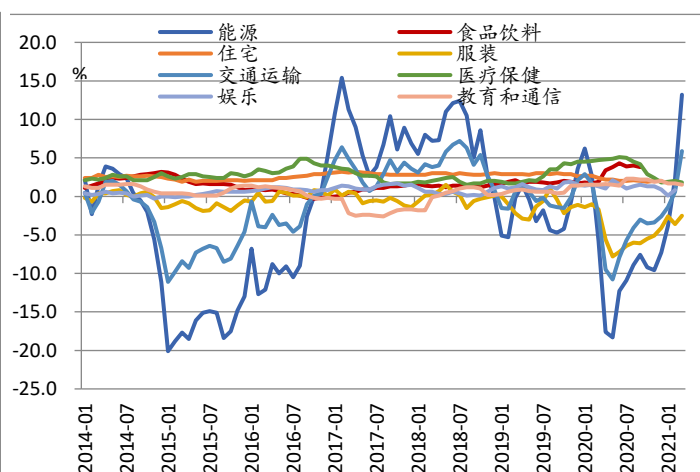
近期市场对大量货币超发是否会导致高通货膨胀关注度很高，本文尝试结合美国历史上发生的几次高通胀的具体情况，分析各阶段通货膨胀的不同成因，进而对货币超发与高通胀之间的传导关系进行探讨。

图表 1: CPI 和 PCE 同比增速



资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 2: 各类商品通胀水平



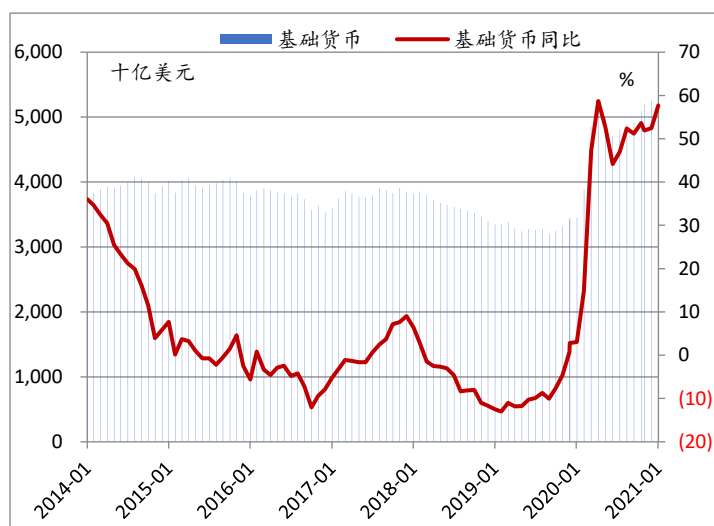
资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 3：美联储 3 月议息会议经济展望

Percent												
Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8	5.8-6.6	3.0-3.8	2.0-2.5	1.8-2.0	5.0-7.3	2.5-4.4	1.7-2.6	1.6-2.2
December projection	4.2	3.2	2.4	1.8	3.7-5.0	3.0-3.5	2.2-2.7	1.7-2.0	0.5-5.5	2.5-4.0	2.0-3.5	1.6-2.2
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0	4.2-4.7	3.6-4.0	3.2-3.8	3.8-4.3	4.0-5.5	3.2-4.2	3.0-4.0	3.5-4.5
December projection	5.0	4.2	3.7	4.1	4.7-5.4	3.8-4.6	3.5-4.3	3.9-4.3	4.0-6.8	3.5-5.8	3.3-5.0	3.5-4.5
PCE inflation	2.4	2.0	2.1	2.0	2.2-2.4	1.8-2.1	2.0-2.2	2.0	2.1-2.6	1.8-2.3	1.9-2.3	2.0
December projection	1.8	1.9	2.0	2.0	1.7-1.9	1.8-2.0	1.9-2.1	2.0	1.2-2.3	1.5-2.2	1.7-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.2	2.0	2.1		2.0-2.3	1.9-2.1	2.0-2.2		1.9-2.5	1.8-2.3	1.9-2.3	
December projection	1.8	1.9	2.0		1.7-1.8	1.8-2.0	1.9-2.1		1.5-2.3	1.6-2.2	1.7-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-0.9	2.3-2.5	0.1	0.1-0.6	0.1-1.1	2.0-3.0
December projection	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1	2.0-3.0

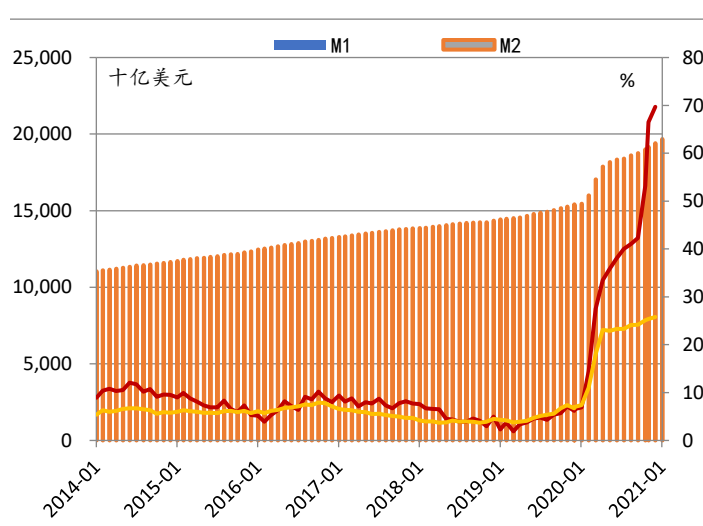
资料来源：美联储、致富研究院

图表 4：美国基础货币投放量变化



资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

图表 5：美国货币供应量



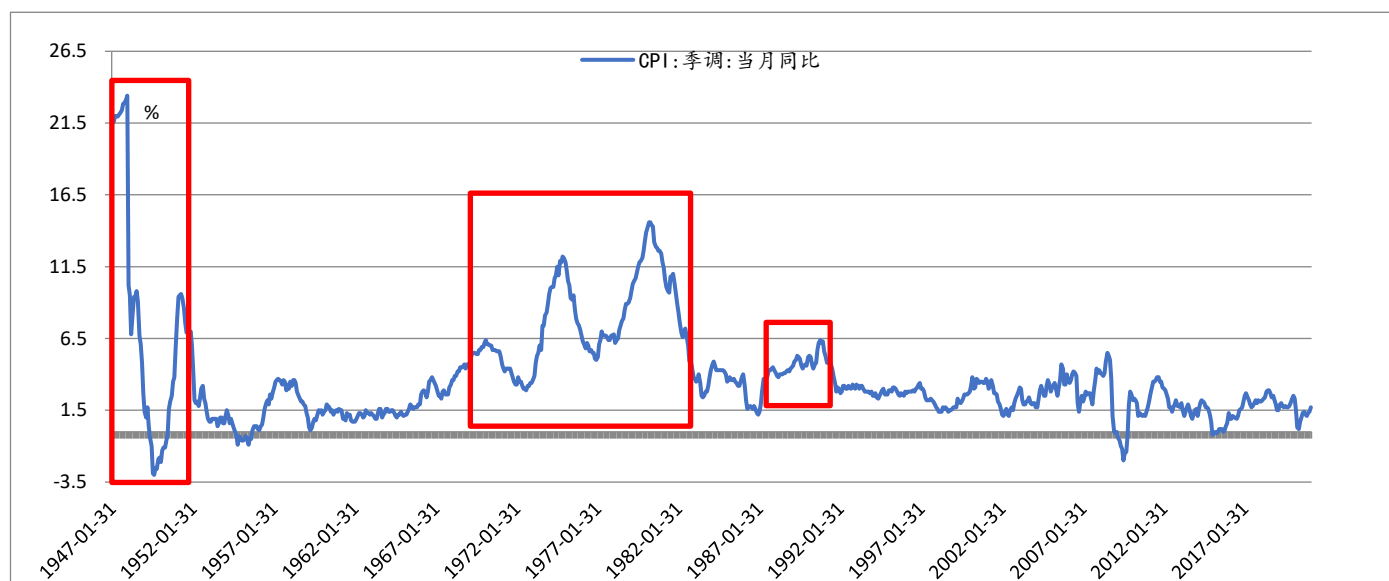
资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

1、美国二战后发生的高通胀及成因分析

依据通货膨胀的成因，通常将通货膨胀分为四种类型：需求拉动型、成本推动型、外部输入型，以及结构型。

具体来看，需求拉动型是指由于投资规模的快速扩大或者消费需求的强劲增加而导致的物价上升；成本推动型是指由于工资上涨或者生产成本提高而导致的物价上涨；外部输入型是指进口商品价格上涨导致的物价上涨；结构型是指由于随着经济的发展，商品和服务品质及性能在不断提升，因此生产成本和服务成本的整体上升。

图表 6：二战后美国发生的高通货膨胀



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

二战后，美国一共发生过 3 次高通货膨胀（设定为 CPI 同比超过 5% 并持续 1 年以上）。具体来看：

1、1947-1951 年

1947 年全年，美国 CPI 同比增幅都超过 20%；1948 年在高基数作用下，CPI 同比快速回落，但大多数月份仍高于 6%；1949 年-1950 年上半年 CPI 同比进一步回落至负值；1951 年在低基数作用下逐步回升，全年基本维持 6% 以上。

造成这时期通胀高企的主要原因是战争导致物品的短缺，因此推动商品价格出现大幅快速上涨。第二次世界大战结束后，由于战前低基数的原因，战后 CPI 同比大幅增加，之后因为高基数而快速回落。而 1950 年朝鲜战争再度爆发，导致通胀率再度上行，直至 1952 年才逐渐恢复平稳。

2、1970-1982 年

1970 年之后，美国 CPI 同比增速一路攀升，1974 年底一度高达 12.1%，此后短暂回落至 1976 年底的 5%；1977 年再度上行，并于 1980 年 6 月创下 14.3% 的高点。

这一时期，爆发高通胀的主要有两个原因：

一是 70 年代的两次石油危机，造成全球性成本推动型通货膨胀

1973 年 10 月，中东爆发第一次石油危机。当时 OPEC 组织为了报复西方国家对以色列的支持，决定对以美国为首的西方国家实施石油禁运。由于石油供给迅速降低，油价开始大幅上涨，当时迪拜原油价格从 1973 年初 1.9 美元/桶大幅上涨至 1978 年初 12 美元/桶，涨幅超过 5 倍。

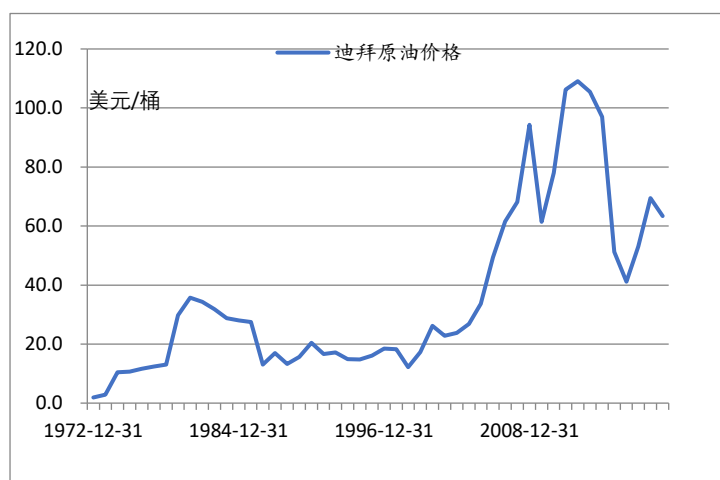
1978 年，两伊战争导致第二次石油危机爆发，油价再度飙升，1980 年一度超过 35 美元/桶，7 年时间，油价累计涨幅接近 18 倍！

油价暴涨导致当时美国出现较为严重的滞胀，在第一次石油危机后的 1974 年、1975 年，以及第二次石油危机后的 1980 年，美国 GDP 增速均出现了负增长。

二是 1971 年布雷顿森林体系瓦解，全球主要计价货币美元急剧贬值，造成全球性通货膨胀

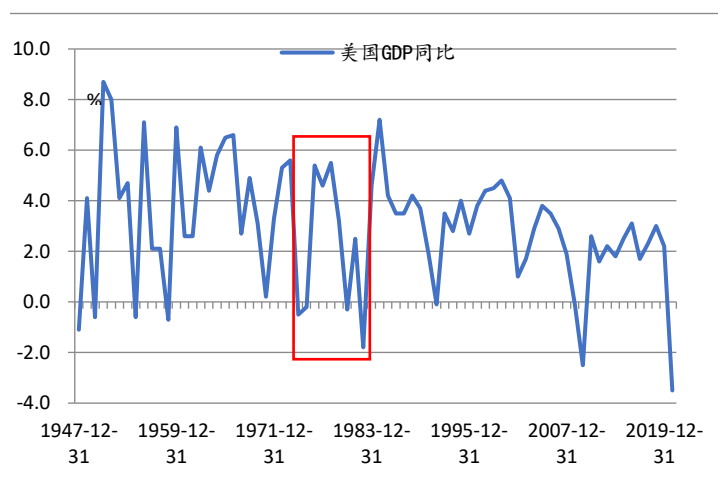
1971 年 8 月 15 日，布雷顿森林体系瓦解之后，美元与黄金脱钩，导致以美元计价的商品价格出现大幅上涨。1971 年-1980 年代表大宗商品价格的 CRB 指数涨幅超过 170%。

图表 7：原油价格



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

图表 8：美国 GDP 增长率

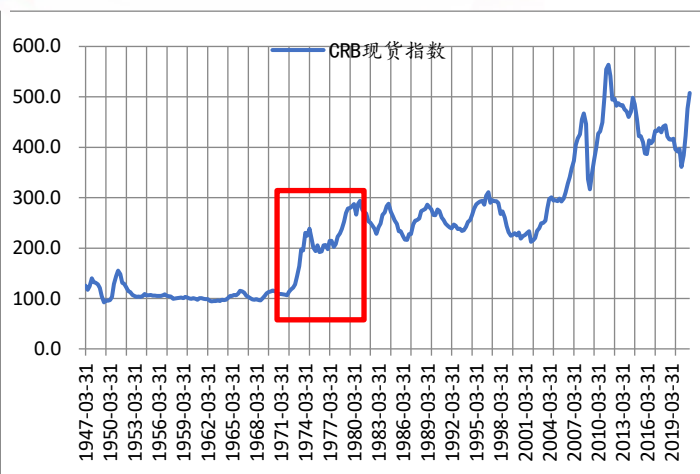
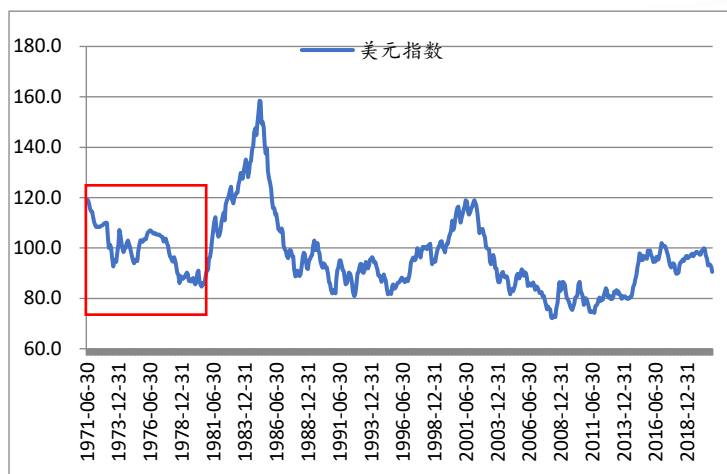


资料来源：同花顺 iFind、致富研究院



图表 9：美元指数

图表 10：CRB 指数



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

3、1987-1991 年

这一阶段，美国 CPI 同比增速从 1987 年的 1.4% 逐步攀升到 1990 年的 6% 以上。

这一时期通胀高企的主要原因是：

一是低基数效应。

1986 年，沙特为压低油价，大幅增产石油，一年时间迪拜原油价格从 27 美元/桶最低跌至 13 美元/桶，跌幅超过 50%。1987 年在低基数效应下，CPI 同比开始攀升。

二是广场协议之后，美元大幅贬值。

1985 年 9 月，美国、英国、德国、法国和日本共同签署广场协议，此后美元开始大幅贬值。1985 年-1990 年，美元最大贬值幅度接近 50%，进而引发以美元计价的商品价格出现大幅上涨。在此期间，代表大宗商品价格的 CRB 指数涨幅超过 25%。

2、美国次贷危机之后，货币超发并未引发高通胀

2007 年次贷危机爆发后，为了维护金融稳定，美联储从 2008 年 11 月开始，先后推出 3 轮量化宽松计划，通过购买大量长期国债和 MBS，向金融机构直

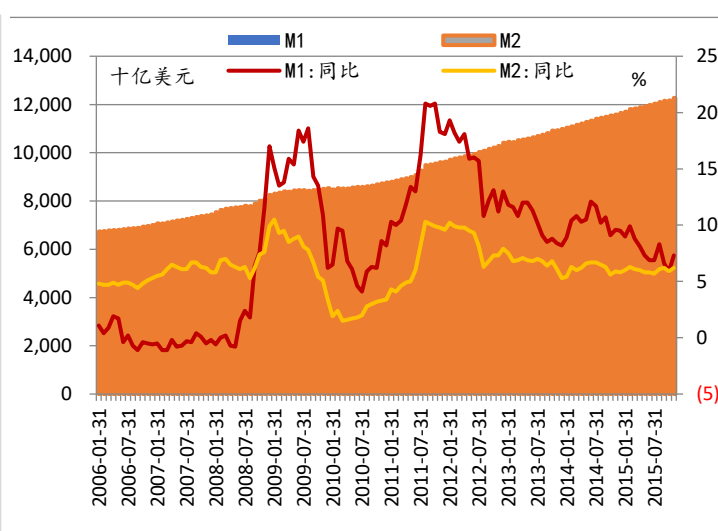
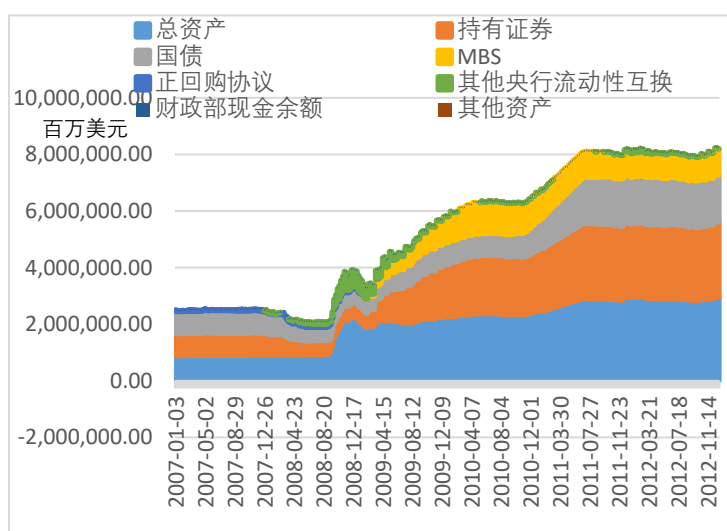
接注入流动性。2008 年-2011 年期间，美联储资产负债表大幅扩张。总资产规模从 2008 年初的 9500 亿美元左右，大幅飙升至 2011 年底超过 2.9 万亿美元；其中，增持国债规模超过 9000 亿美元，增持 MBS 规模超过 8300 亿美元。

与此对应的是，美国的货币供应量出现急剧增加。其中，M1 余额从 2008 年初的 1.38 万亿美元大幅飙升至 2011 年底接近 2.2 万亿美元，增幅接近 60%；M2 余额从 2008 年初的 7.5 万亿美元大幅增加至 2011 年底接近 9.7 万亿美元，增幅接近 30%。

然而，在货币大量超发的同时，美国的 PCE 指数同比并没有出现大幅增长，而是在 2008 年 7 月短暂突破 4% 之后就开始快速回落。2008 年-2012 年期间，PCE 同比数值大部分运行区间在 1% 到 3% 之间。由此可见，货币超发与高通货膨胀之间并不存在直接关系，货币超发并不必然导致高通胀。

图表 11：美联储资产结构（2007-2012）

图表 12：美国货币供应量（2007-2012）



资料来源：同花顺 iFind、美联储、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

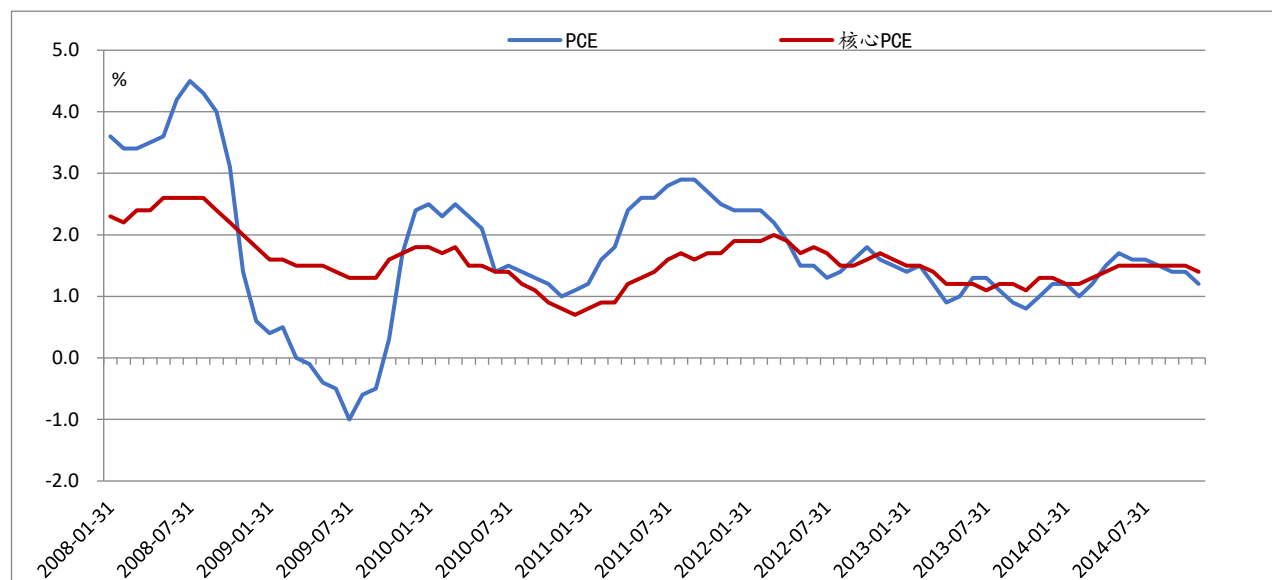
3、结论

美国二战后发生过 3 次高通货膨胀，其主要原因或者是由于石油供给突然变化导致的全球性成本推动型通货膨胀，或者是外部因素导致美元大幅贬值，进而引发以美元计价的商品价格出现大幅上涨。货币超发并不是主要原因。此外，在 2007 年次贷危机爆发后，美国同样发生货币大量超发的现象，但 PCE 指数同比并没有出现大幅增长。货币超发与高通货膨胀之间并不存在直接关系。

所以我们认为：虽然目前美国货币供应量创历史新高，但未来发生高于 5% 高

通胀的可能性很低，大概率是温和上行的通胀方式，应当据此制定投资策略。

图表 13：PCE 同比增速（2008-2014）



资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555102	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk