

从全球角度看通胀通缩趋势

中州期货研究所 | 深度研究, 投研一体

近期其市场担心货币超发是否会带来再通胀风险? 本文从经济和货币政策两个角度综合论述货币超发是否会引发通胀, 对物价走势进行预估并指出后续可重点观测的因素。

从经济和货币政策结合来看, 我们预估今年下半年开始, 随着经济的反弹, 通胀水平缓慢抬升; 由于当前流动性主要流入资本市场, 短期并未传导到物价上来, 预计通胀幅度不会很大。从今年年末或明年开始, 随着全球经济进入全面复苏期, 叠加全球过多的流动性逐步传导至实体经济, 通胀可能大幅抬升, 甚至在 2021 年上半年可能出现短暂的恶性通胀。

风险提示: 货币政策不及预期或转向, 货币政策与产业政策脱节。

一、当前世界再度回归再通胀

自新冠肺炎疫情在全球范围内爆发以来，全球各国大多实施社交限制和居家隔离措施，全球经济和需求几近停摆。由于需求的大幅放缓，大宗商品大幅下跌、CPI 明显回落，通胀大幅下行，通缩预期升温。其中美国 CPI 从 2019 年的 1.8% 快速下降至 2020 年 5 月最低的 0.1%、核心 CPI 也从 2019 年的 2.2% 下降至 2020 年 5 月最低的 1.2%，通胀大幅回落；中国 CPI 从 2020 年 1 月最高的 5.4% 下降至 5 月最低的 2.4%，通胀大幅回落；欧元区 CPI 从 2019 年的 1.2% 下降至 2020 年 5 月的最低的 0.1%，通胀大幅回落；日本从 2019 年的 0.5% 下降至 2020 年 6 月的 0.1%、核心 CPI 从 2019 年的 0.6% 下降至 2020 年 5 月的 -0.2%，处于通缩的边缘。

为对冲疫情对经济和市场的冲击，一方面以美联储为首的世界各国央行纷纷大幅降息以及实施大规模的量化宽松刺激计划。另一方面，4 月中下旬后，欧美新冠肺炎有所缓解，欧美各国开始重启经济计划，各国相继开始解封，全球需求重新升温，大宗商品价格大幅反弹，CPI 小幅回升，通缩预期降温，市场随着经济的好转再度回归再通胀逻辑。

表 1-1 全球主要经济体通胀情况一览

	CPI							核心CPI						
	2019	2020年1月	2020年2月	2020年3月	2020年4月	2020年5月	2020年6月	2019	2020年1月	2020年2月	2020年3月	2020年4月	2020年5月	2020年6月
美国	1.8	2.5	2.3	1.5	0.3	0.1	0.6	2.2	2.3	2.4	2.1	1.4	1.2	1.2
中国	2.9	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	1.6	1.5	1	1.2	1.1	1.1	0.9
欧元区	1.2	1.4	1.2	0.7	0.3	0.1	0.3	-	1.1	1.2	1	0.9	0.9	0.8
日本	0.5	0.7	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.6	0.8	0.6	0.4	-0.2	-0.2	0

数据来源：wind，中州期货研究所

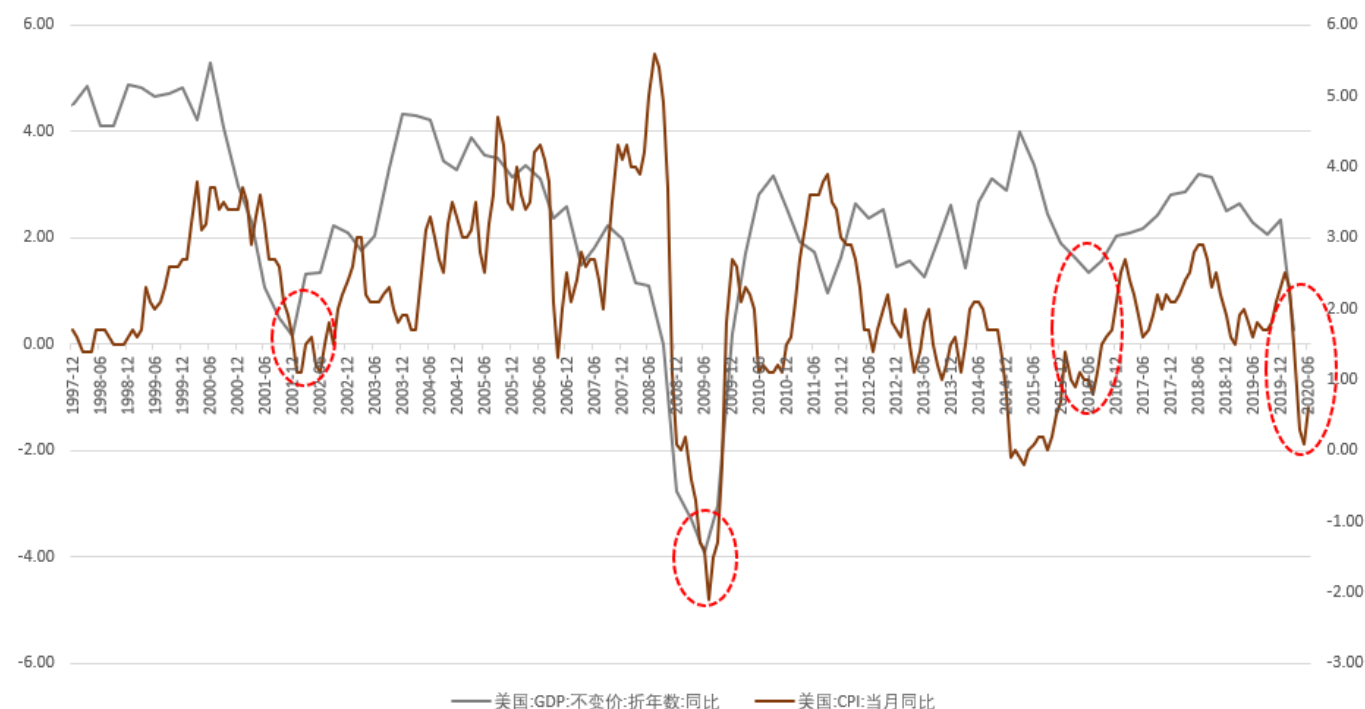
通货膨胀是指流通中的货币数量超过经济实际需求而引起的货币贬值和物价水平全面而持续的上涨；而通货紧缩市场上流通中的货币数量少于商品流通中所需要的货币量而引起的货币升值、物价普遍持续下跌的状况。通胀与通缩的主要矛盾在于实体经济总需求与总供给的矛盾以及实体货币需求与实际流通货币的矛盾。因此，本部分也将从两方面分析影响物价走势的因素：一是基于实体经济的总需求对物价的驱动作用；二是基于货币市场的均衡关系的驱动作用。

二、实体经济总需求与通胀的关系

实体经济总需求与总供给决定着社会物价水平的总体情况。当总需求与总供给相对平衡的时候，物价水平保持总体稳定；当总供给与总需求出现矛盾的时候就会出现物价水平的大幅波动，将会出现通胀或者通缩。在论证实体经济总供需对通胀的影响时，我们以实际 GDP 作为总需求的观测指标，CPI 作为通胀的观测指标，论证经济与通胀的关系。

通过对比分析美国 GDP 与 CPI 之间的关系，GDP 与 CPI 的具有较高的正相关性，同步性也较高。从 2001 年的互联网泡沫危机、2008 年的金融危机、2015 年的页岩油危机、2020 年的新冠危机与通胀的关系来看，2001 年的互联网泡沫危机、2008 年的金融危机、2020 年的新冠危机是由于总需求的严重不足导致的供需缺口扩大导致的通缩或者通胀下行；2015 年的通缩是由于页岩油革命导致的石油供给过剩导致的通缩。从 GDP 与 CPI 的拐点来看，GDP 与 CPI 基本同步或者说 GDP 略微领先于 CPI 一个季度左右。主要原因是，总需求的提升导致供需缺口的改善进而导致物价的上涨，期间的时滞大约 0-1 个季度。

图 2-1 美国 GDP 领先 CPI 大约 1 个季度

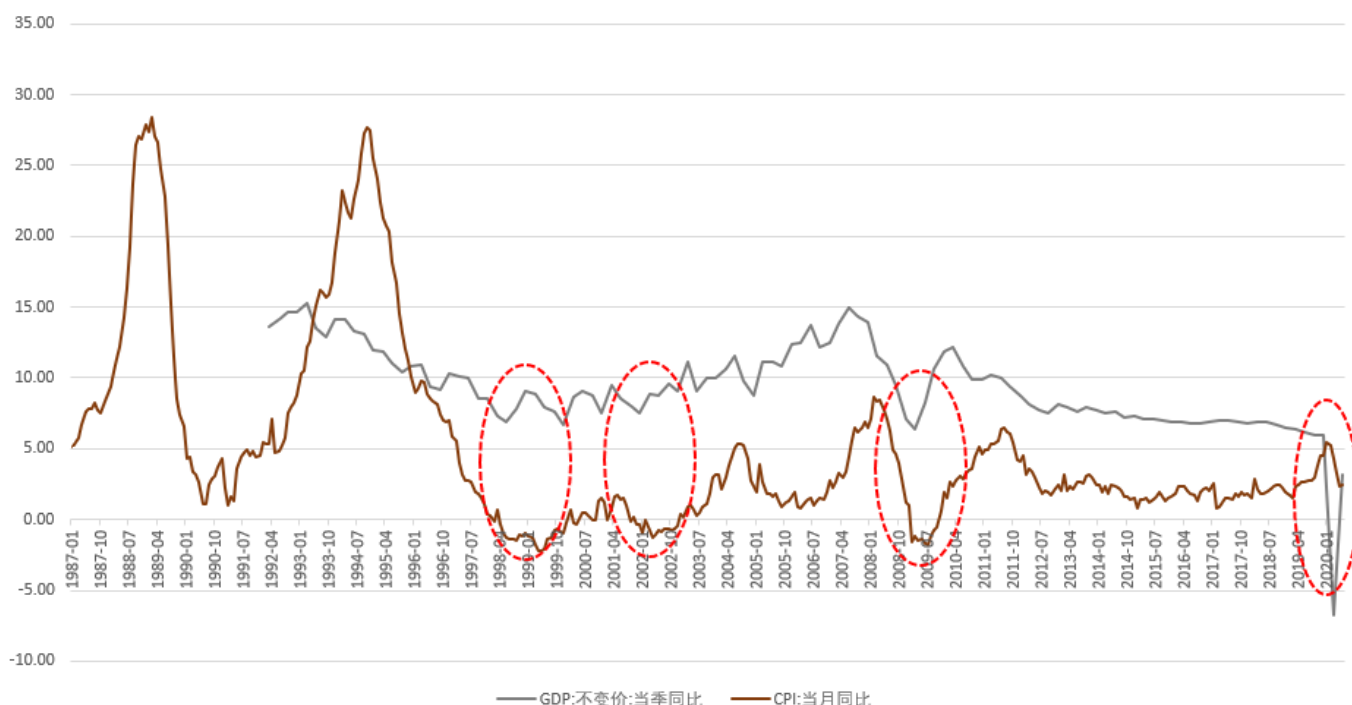


数据来源：wind，中州期货研究所

通过对比分析中国 GDP 与 CPI 之间的关系，GDP 与 CPI 的具有较高的正相关性，GDP 明显领先于 CPI。

从 1998 年的亚洲金融危机、2001 年的互联网泡沫危机、2008 年的金融危机、2015 年的石油危机、2020 年的新冠危机与通胀的关系来看，1998 年的亚洲金融危机、2001 年的互联网泡沫危机、2008 年的金融危机、2020 年的新冠危机均是由于总需求的严重不足导致的供需缺口扩大导致的通缩或者通胀下行。从 GDP 与 CPI 的拐点来看，1998 年的亚洲金融危机，GDP 领先 CPI 10 个月；2001 年的互联网泡沫危机，GDP 领先 CPI 4 个月；2008 年的金融危机，GDP 领先 CPI 4 个月。整体来看，中国 GDP 领先 CPI 1-3 个季度。

图 2-2 中国 GDP 领先 CPI 大约 1-3 个季度

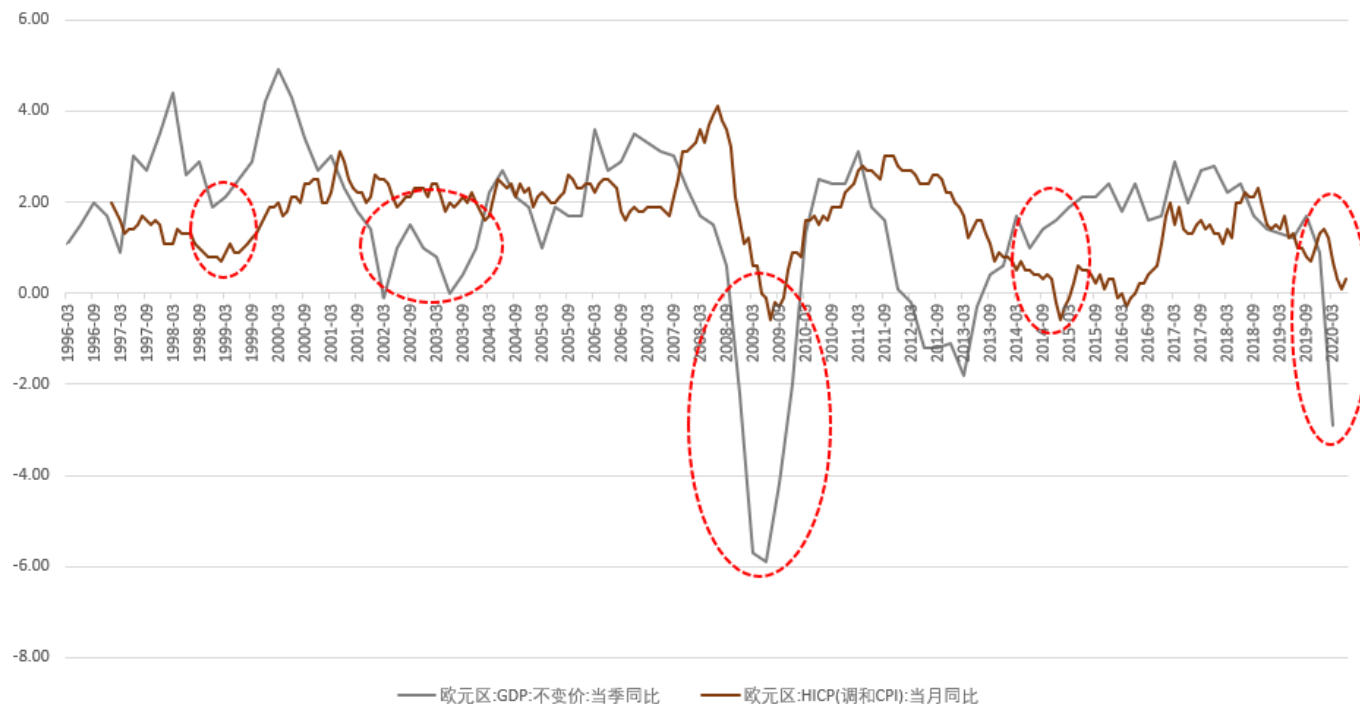


数据来源：wind，中州期货研究所

通过对比分析欧元区 GDP 与 CPI 之间的关系，GDP 与 CPI 具有较高的正相关性，GDP 略微领先于 CPI。

从 2001 年的互联网泡沫危机、2008 年的金融危机、2015 年的石油危机、2020 年的新冠危机与通胀的关系来看，2001 年的互联网泡沫危机、2008 年的金融危机、2020 年的新冠危机均是由于总需求的严重不足导致的供需缺口扩大导致的通缩。从 GDP 与 CPI 的拐点来看，2001 年的互联网泡沫危机，GDP 领先 CPI 3 个月；2008 年的金融危机，GDP 领先 CPI 1 个月；2015 年的页岩油危机，GDP 领先 CPI 7 个月。整体来看，欧元区 GDP 领先 CPI 1-2 个季度。

图 2-3 欧元区 GDP 领先 CPI 大约 1-2 个季度



数据来源：wind，中州期货研究所

从美中欧经济与通胀的关系来看，经济与通胀高度相关，经济平均大约领先通胀 5 个月。中国经济在 1 季度达到本轮周期的底部，二季度开始底部反弹，按照时间传导，中国整体通胀应该在 2-3 季度开始抬升；欧美经济在二季度达到本轮周期的底部，二季度末开始反弹，预计通胀水平在三季度开始上升。随着新冠肺炎疫苗在 2020 年四季度之后开始逐步投入使用，新冠肺炎的对经济的影响逐步减弱，2021 年，全球经济或将进入全面恢复期。据 IMF 预测，2021 年全球经济增长 5.8%，届时全球通胀水平将进一步抬升。

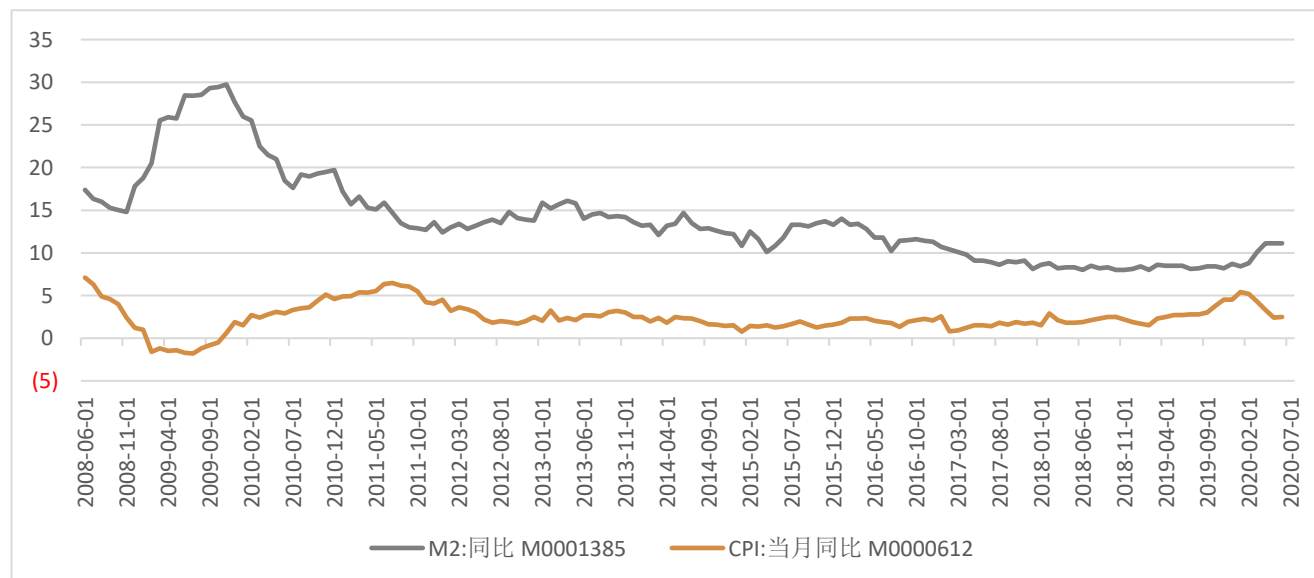
三、货币政策与通胀的关系

1、宽松的货币政策是否一定会引起通胀？

- (1) 从传导机制上来看，货币供应量的增加会使实际利率降低，也就是货币的价格降低，刺激投资需求，从而引起物价上涨。

- (2) M2 与 CPI 的背离关系：由于 CPI 指数构成中不包含资本市场和大宗资产价格如房价，但新增的 M2 会先行流向房地产和资本市场，不能很好的在 CPI 指数上得到反映。那么即便是我们将 CPI、房价和资本市场做加权平均求出的大类资产通胀，是否能与货币超发程度很好地对应起来呢？
- (3) 从货币角度看，根据货币数量理论，货币的供需关系决定了货币的价格，货币供应增加会通过利率变动导致投资需求增加。但通过数据我们发现：大类资产的加权通胀率与货币超发程度（M2 同比与 GDP 同比的差值）会因为货币流通速度的不同而存在一定的时滞性。其中，加权大类资产通胀率可以通过房价同比、CPI 同比、上证综指同比+金价同比与各自占居民资产权重对应。由于加权大类资产数据不足，我们在了解机制的情况下，暂时还是看 M2 与 GDP 增速差与 CPI 的关系。**M2 与 GDP 增速差**：经济衰退期间往往**货币流通速度**（经济总收入——通常为国内生产总值与货币供给量的比率；其中 GDP/M2 反映了长期内货币流通速度）变慢，货币扩张并不体现在物价上涨上。
- (4) 国内经济周期及国际关系都会影响物价上涨的程度。
- (5) 翘尾因素的影响也决定了时间上的不一致。其中，上年价格水平逐月上升，影响下年物价指数一定程度上升，称正翘尾因素；上年价格水平逐月下降，影响下年物价指数下降，称负翘尾因素。

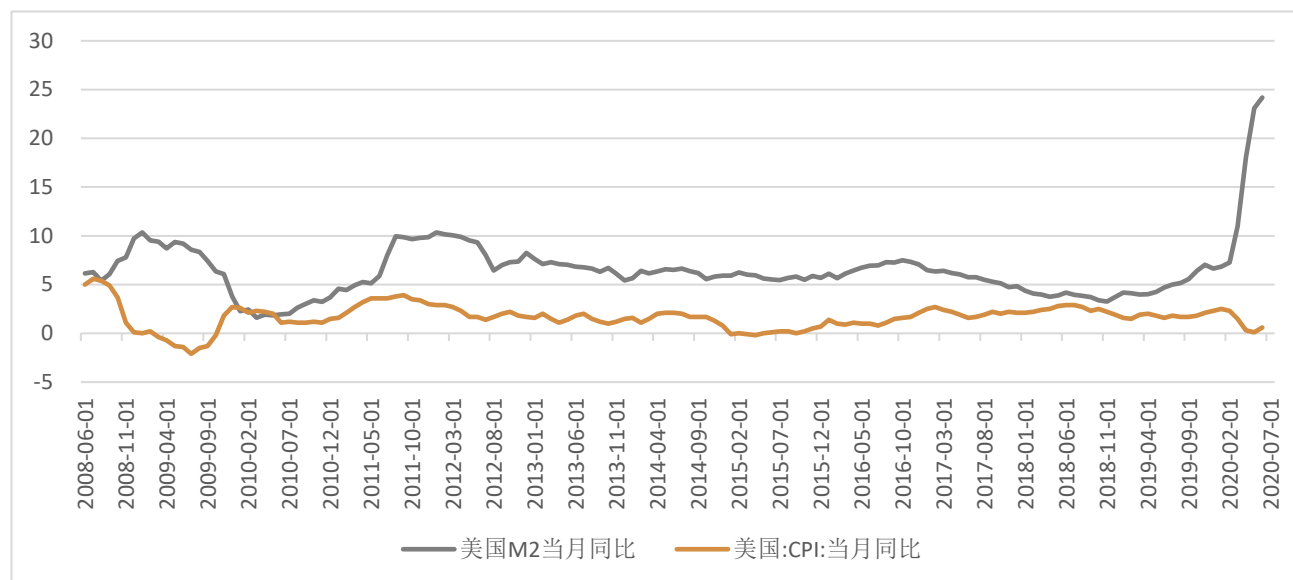
图 3-1：中国 M2 月 CPI 关系



数据来源：wind，中州期货研究所

按照经济学的理论，货币供应量的增加会导致物价水平的上涨，但在 M2（广义货币）增速高达 27.7% 的 2009 年，CPI（居民消费价格指数）的实际涨幅居然是 -0.7%；而 M2 增速为 17.8% 的 2008 年，CPI 的实际涨幅居然高达 5.9%。这与传统的经济学理论产生了一定的偏差。这个偏差可以用上述（2）来解释。

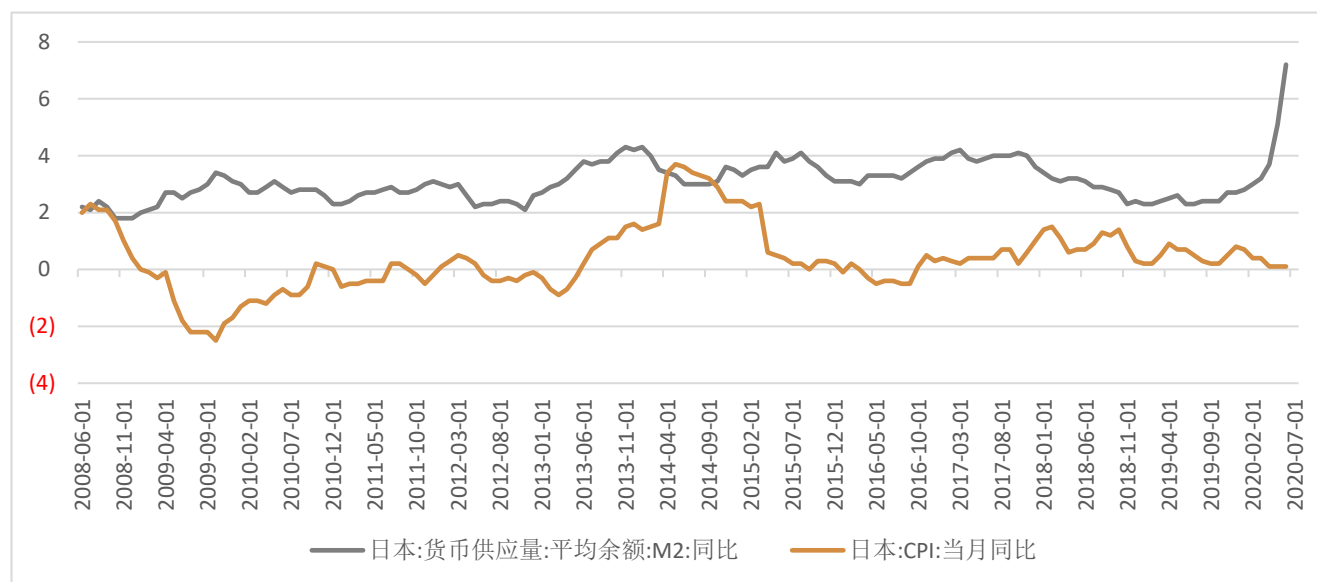
图 3-2：美国 M2 月 CPI 关系



数据来源：wind，中州期货研究所

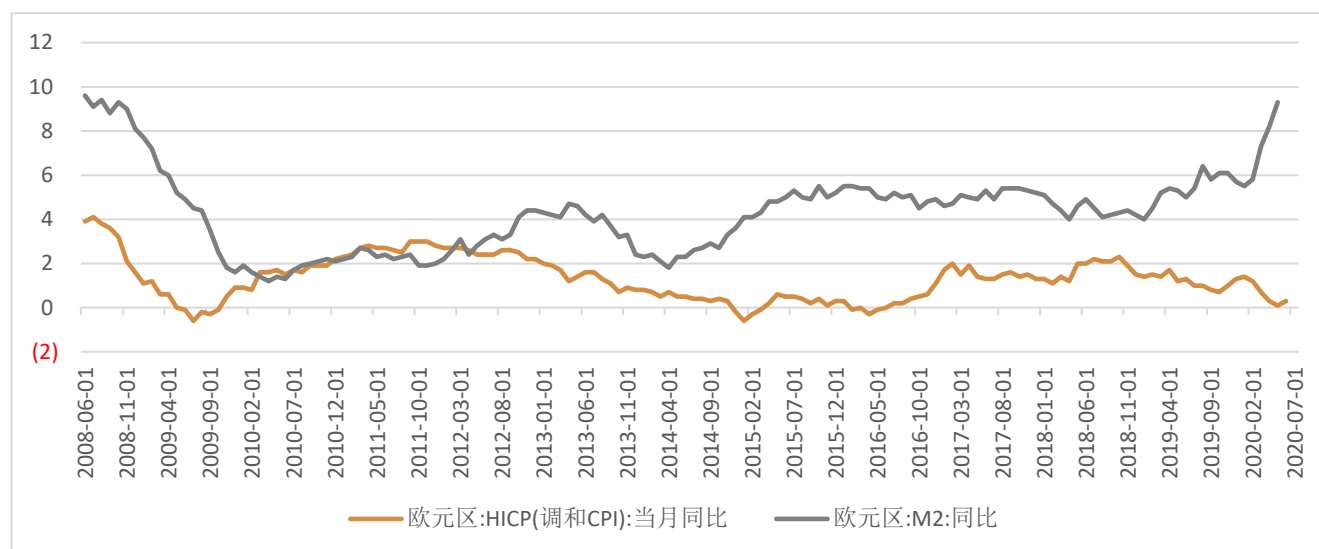
同样地，两者的背离关系也在其他国家的数据上有类似体现。

图 3-3：日本 M2 月 CPI 关系



数据来源：wind，中州期货研究所

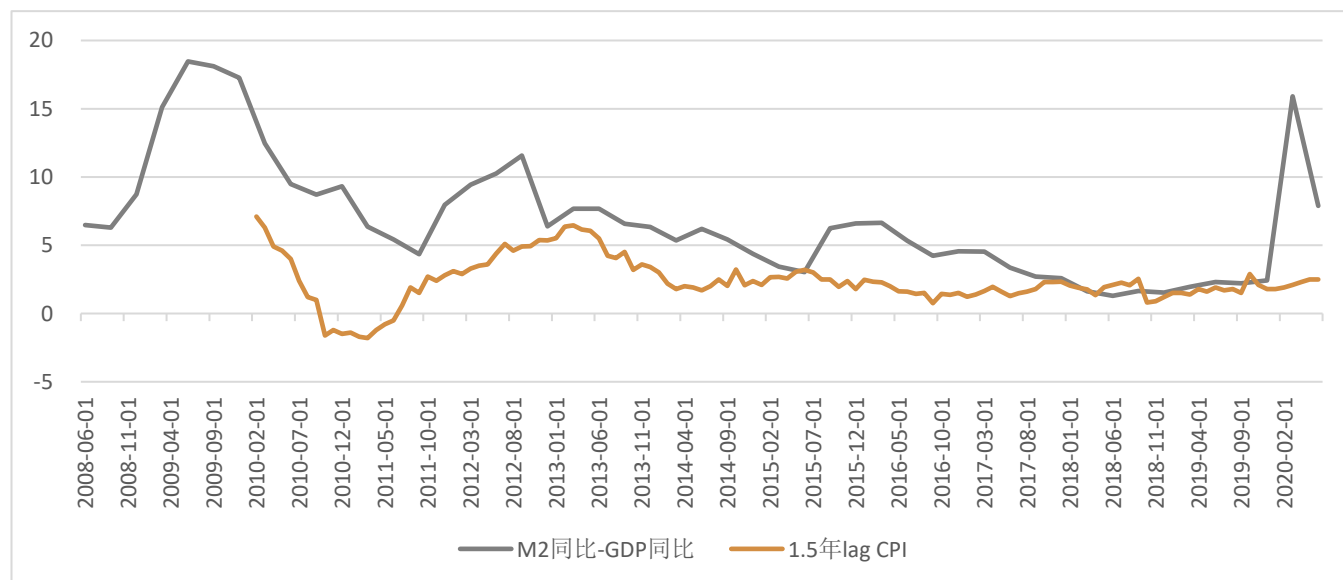
图 3-4: 欧元区 M2 月 CPI 关系



数据来源: wind, 中州期货研究所

那么我们来看一下将上述第（3）点中，M2 的增加与 GDP 的增加的差额考虑进去，并再次和 CPI 进行对比，并明确时滞。首先：中国 M2 与 GDP 增速差与 CPI 的正相关性大概有 1.5 年的时滞关系，这种带有时滞的正相关性关系在 2010-2014 年比较明显，近年来又出现了背离——其中背离比较明显的是 2015 年到 2017 年年底。

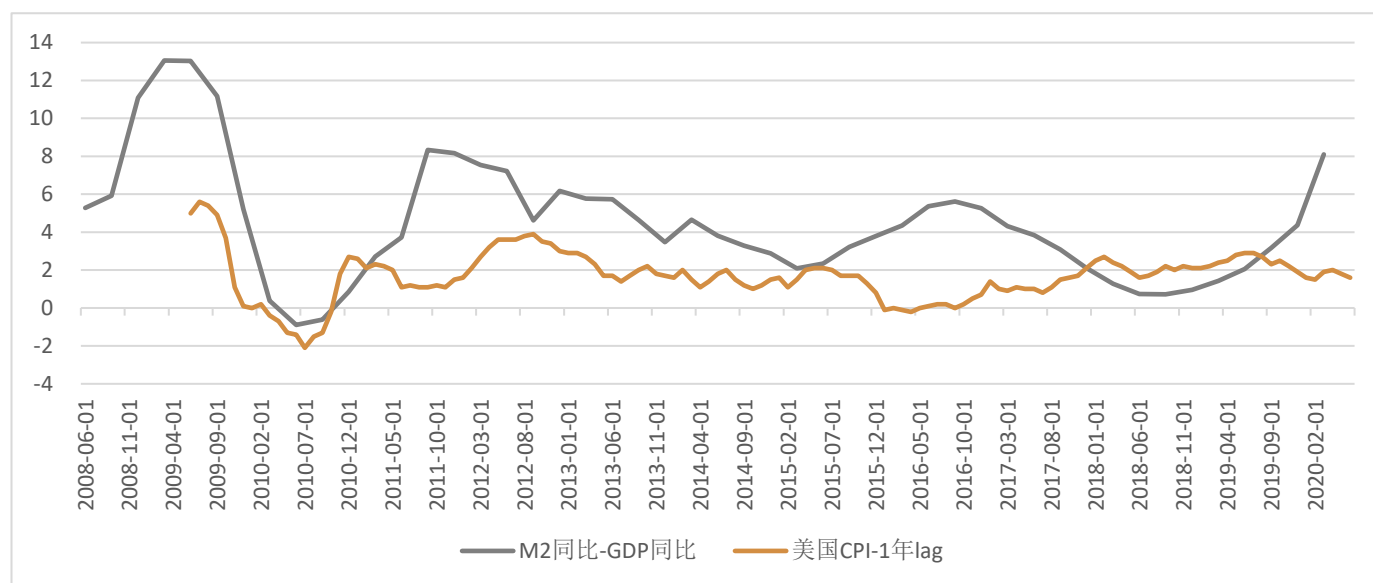
图 3-5: 中国 M2 同比-GDP 同比与 CPI 的时滞关系——1.5 年 lag



数据来源: wind, 中州期货研究所

美国 M2 与 GDP 增速差与 CPI 的正相关性大概也有 1.5 年的时滞关系，这种带有时滞的正相关性关系在 2010-2015 年比较明显，近年来又出现了背离——其中背离比较明显的是 2015 年到 2017 年年底。

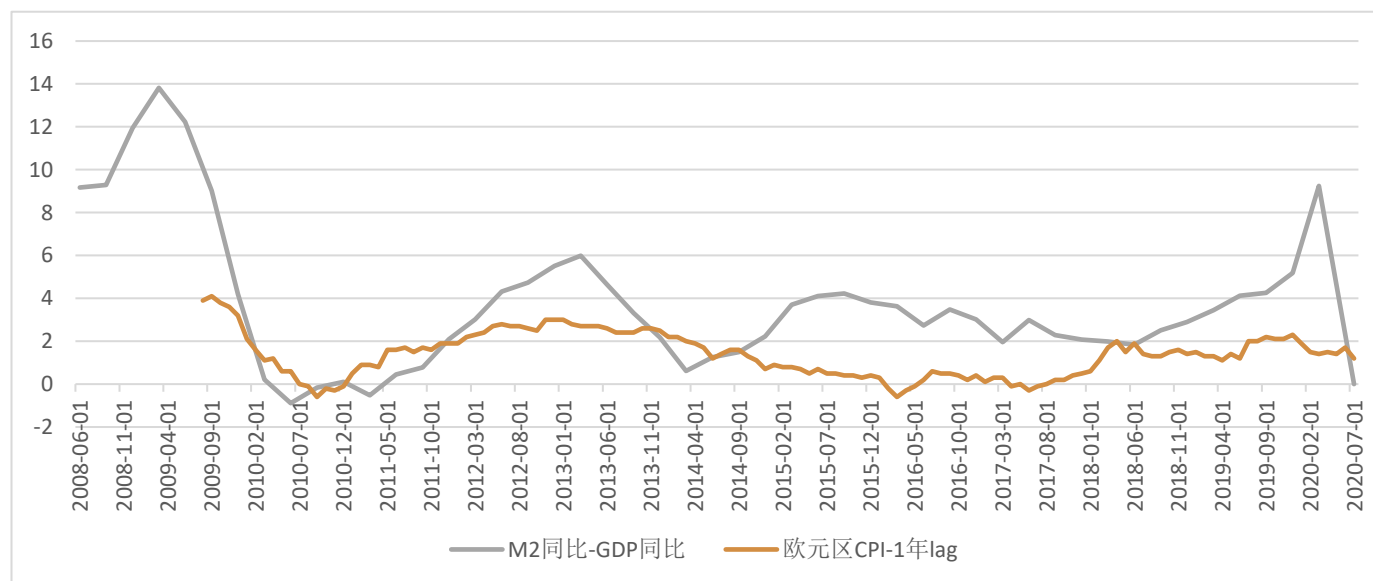
图 3-6: 美国 M2 同比-GDP 同比与 CPI 的时滞关系——1.5 年 lag



数据来源: wind, 中州期货研究所

欧元区 M2 与 GDP 增速差与 CPI 的正相关性大概也有 1 年的时滞关系,这种带有时滞的正相关性关系在 2010-2014 年比较明显,近年来又出现了背离——其中背离比较明显的是 2015 年到 2017 年年底。

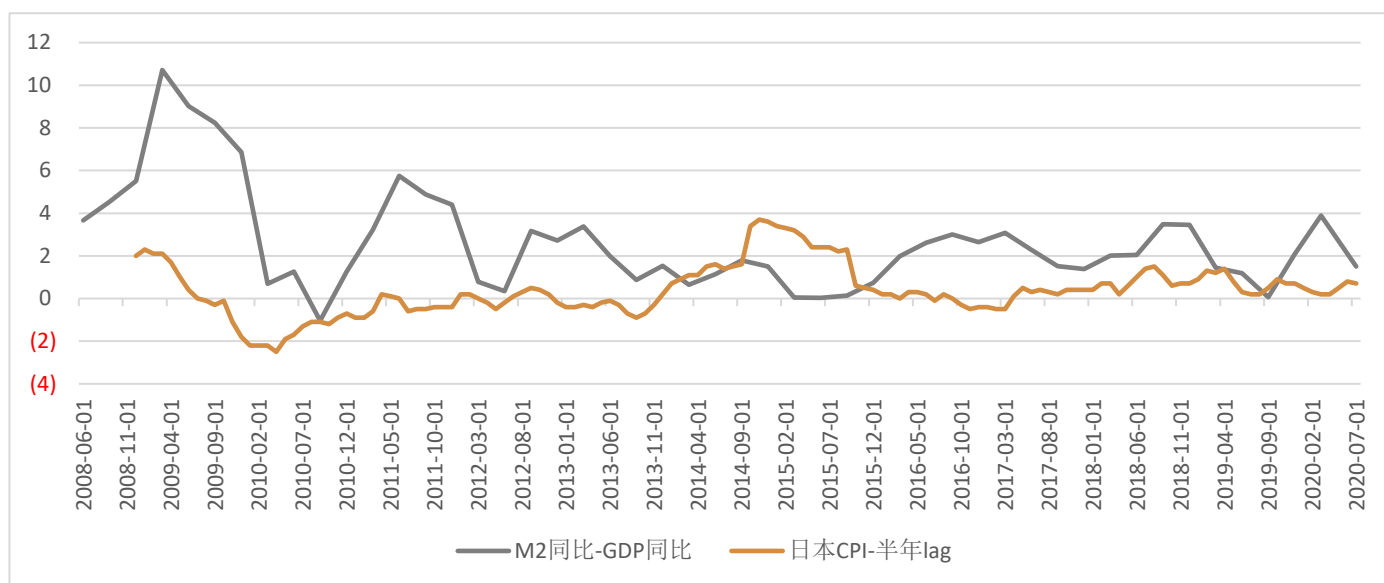
图 3-7: 欧元区 M2 同比-GDP 同比与 CPI 的时滞关系——1 年 lag



数据来源: wind, 中州期货研究所

上述中美及欧元区我们用的均为 GDP 不变价,也就是剔除了通胀因素的实际 GDP。而日本我们选择用 GDP 现价,及包含通胀因素的名义 GDP 来看相关性。M2 与 GDP 增速差与 CPI 的正相关性大概有半年的时滞关系,这种带有时滞的正相关性关系也是在 2010-2014 年比较明显,近年来又出现了背离——其中背离比较明显的是 2015 年到 2017 年年底。

图 3-8：日本 M2 同比-GDP（现价）同比与 CPI 的时滞关系——1.5 年 lag

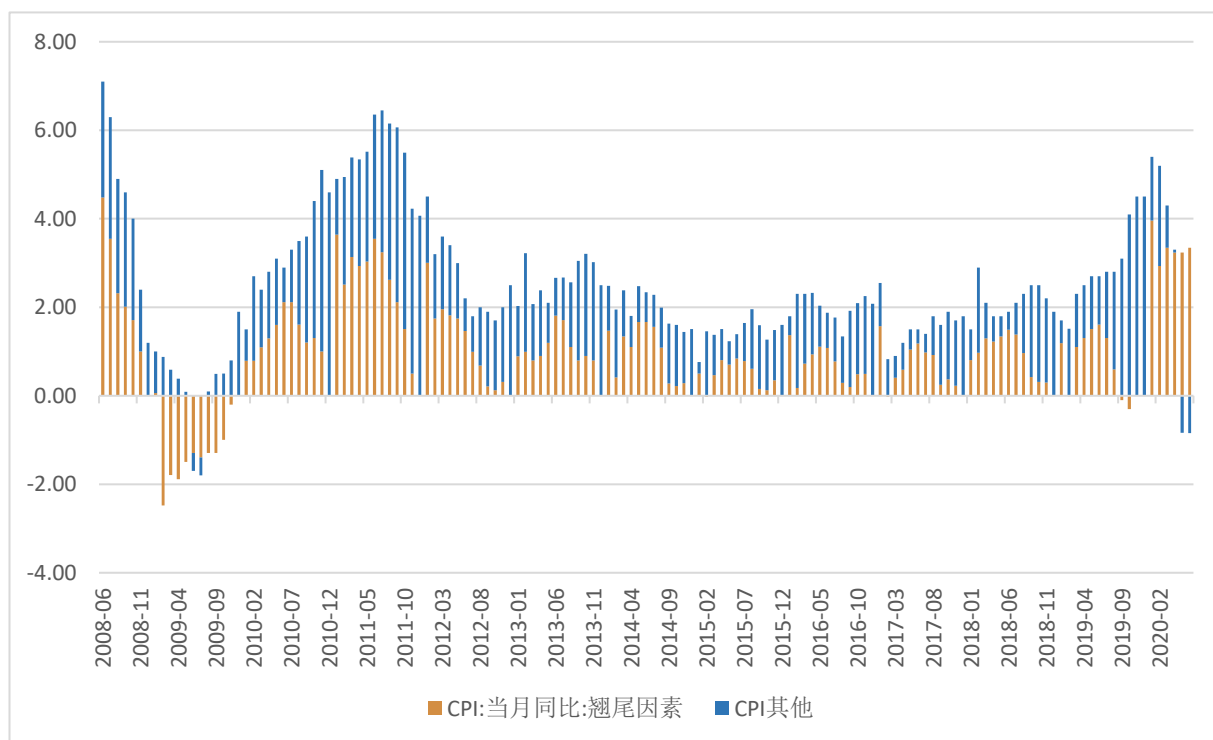


数据来源：wind，中州期货研究所

2015-2017 年 CPI 与 M2-GDP 背离的原因是欧债危机之后，2014 年 10 月，美国刚刚结束第三轮量化宽松，欧元区、日本仍在实行零利率和大规模的量化宽松，中国继续降息降准，全球货币政策处于宽松周期的中后期，市场流动性仍然充裕，M2 处于上行阶段。但是 2015 年页岩油危机爆发，原油价格带动大宗商品大幅下跌，拖累全球进入通缩，进而引发经济下行。此时便出现了 CPI 与 M2-GDP 出现大幅背离的现象。

以中国 2008 年至今的数据为例，翘尾因素和 CPI 其他部分或许会出现分化，例如 2009 年 2-4 月及 2020 年 6-7 月。2009 年翘尾因素对 CPI 的影响是负的，但其他部分的影响是正的；而 2020 年 6-7 月，翘尾因素对 CPI 的影响是正的，但其他部分的影响是负的。因此，需要时间去摆翘尾因素的影响，看清 CPI 真正的变化方向。

图 3-8: CPI 的翘尾因素



数据来源: wind, 中州期货研究所

四、未来通胀趋势预估

从经济和货币政策结合来看，我们预估今年下半年开始，随着经济的反弹及大宗商品负面影响的消失，通胀水平缓慢抬升；由于当前流动性主要流入资本市场，短期并未传导到物价上来，预计通胀幅度不会很大。从今年年末或明年开始，随着全球经济进入全面复苏期，叠加全球过多的流动性逐步传导至实体经济，通胀可能大幅抬升，甚至在 2021 年上半年可能出现短暂的恶性通胀。从指标的先行性角度来看，货币政策（M2）相较于经济表现（GDP）是更领先的指标；因此从时间顺序上看是欧洲和日本通胀先起来，全球化背景下，国外资金可能倾向于会流向中国，造成我国的输入型通胀。

未来需要关注：一是新冠疫苗的投入使用情况是否符合预期，二是各国政府以及央行是否会进一步采取刺激措施以及刺激力度有多大，三是全球流动性是否真正大规模流入实体经济。

■ 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

■ 联系我们

管理总部 200120

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1502 室
Tel：021-68395023
Email：zzzjb@zzfco.net

烟台营业部 264000

地址：烟台市芝罘区西关南街 2 号万达金融中心 20 层
Tel：0535-6695733 传真：0535-6692349
Email：zzyt@zzfco.net

青岛营业部 266071

地址：青岛市南京路 9 号联合大厦 19 层
Tel：0532-85753103 传真：0532-85753173
Email：zzqd@zzfco.net

临沂营业部 276004

地址：临沂市兰山区沂蒙路 454 号华泰(嘉锐)大厦 801 室
Tel：0539-8053280 传真：0539-8053280
Email：zzly@zzfco.net

大连营业部 116023

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2208 室
Tel：0411-84806638 传真：0411-84806338

上海分公司 200120

上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1503 室
Tel：021-68580502
Email：zzsh@zzfco.net

济南营业部 250000

地址：济南市市中区阳光新路 67 号济南欧亚大观商都 A1-1105
Tel：0531-83165837 传真：0531-83165836
Email：zzjn@zzfco.net

沈阳营业部 110004

地址：沈阳市和平区三好街 100-4 号 702-704 室
Tel：024-31258299 传真：024-31258292
Email：zzsy@zzfco.net

烟台分公司 265701

地址：烟台市开发区长江路天马中心 1 号楼 23 层 2301 号房
Tel：0535-2169566 传真：0535-2169566
Email：zzlk@zzfco.net

江苏分公司 210019

地址：南京市建邺区兴隆大街 188-1 号
Tel：025-66687725
Email：zzjsu@zzfco.net