



2009 年 4 月 24 日

美国经济

中金公司研究部

联系人:

沈建光 shenjk@cicc.com.cn

肖红 xiaohong@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

数量型放松货币政策下的物价、汇价和金价

第一篇：不要期待美国再通胀很快到来

美联储 3 月 18 日宣布直接购买 3000 亿美元国债及 7500 亿美元住房抵押证券抵抗通缩，触发了市场对再通胀的预期及美国恶性通胀不可避免的担忧，由此市场预期美元将大幅贬值，而黄金才是寻求保值的有力投资工具。然而我们对这三种观点均不认同。我们将陆续推出三篇研究报告分别阐述我们对再通胀何时到来、美元走势及黄金能否抵抗通胀的看法。

作为系列报告的第一篇，本文认为基础货币激增并不意味着通胀大幅上扬，一方面信贷紧缩使广义货币增长乏力，另一方面，支撑货币数量论的基本假设在目前状况下并不适用，产出缺口状态及信贷投放均影响货币供应量对通胀的作用。我们的实证分析亦显示，产出缺口和单位劳动成本在长期对通胀影响更显著，而 M2 对通胀的影响力相对较弱，作用的滞后期更长。我们一贯认为美国不会出现持续的深度通缩，再通胀一定会到来。但从通缩到再通胀往往需要较长的过程，信贷及经济返回至潜在增长水平则是再通胀出现的重要条件。由历史经验及领先指标（产能利用率、CRB 商品期货价格指数、M2 及制造业平均工时）来看，再通胀可能在经济复苏后 1-2 年出现。根据我们对美国经济最早在今年下半年走出衰退的判断，通胀压力可能在明年下半年才会出现。

首先，基础货币增速大幅上升（央行大肆印钱）并不意味着物价的显著上涨，这里面有两层原因：

第一，基础货币加速增长并不必然导致广义货币量增速提高，只有广义货币加速上升才对通胀有直接影响：

- 尽管美联储已投放了大量的基础货币并导致资产负债表急速膨胀（图 1），但货币政策所调节的基础货币增速并不直接带动通胀，广义货币供应量增长对通胀的影响更加直接（3 月 19 日《美联储宣布购买国债，全球通缩风险下降》）。从历史经验上看，当基础货币与 M2 增速走向出现不一致时，通胀走向往往跟随广义货币。例如，90 年代初储贷危机爆发后，尽管美联储大量增加基础货币供应，但通胀仍然随着 M2 增速的下降而回落。
- 广义货币的增速则由信贷的供给方与需求方共同决定，而目前货币政策传导机制仍受阻，货币乘数下降使广义货币增长乏力。今年年初的美联储信贷调查显示与前 3 个月相比，报告采取更严厉贷款标准的受访者净百分比改善仍十分微弱，金融机构惜贷局面不改，企业及家庭贷款需求更进一步恶化。我们认为，美国去杠杆化进程最少还有一半的路要走（详见 3 月 26 日《去杠杆化进程几时休》），而信贷增速的反弹往往在经济增速反弹以后（图 2），因此广义货币供应量短期内难以大幅上涨。

第二，即便 M2 大幅上升，短期内亦不必然导致通胀上行。支撑货币数量论（Quantity Theory of Money）的基本假设在目前状况下并不适用，产出缺口状态及信贷用途均影响货币供应量对通胀的作用。货币数量论者认为，通胀是一种货币现象，而物价水平的高低是由一国的货币数量所决定的，由于 $PT = MV$ （价格乘以交易量等于货币供应量乘以货币流通速率），而交易量与货币流通速率表现相对稳定，货币供应量增长将直接导致价格的按比例提高。然而由于该结论建立在较强的假设之上，我们认为对这一理论进行简单套用来预测目前价格的走向是不恰当的：

- 货币数量论一个隐含的条件是经济增长接近完全就业状态，即经济在接近全部产能的水平上运行，否则仅仅将货币供应量作为影响价格的唯一因素而排除需求与供应等基本因素是不合理的。而美国经济目前显著低于其潜在增长水平：其一，失业率高达 8.5%，人力投入远小于充分就业状态；其二，产能利用率低于 70%，制造业出现严重的产能过剩；其三，利用国会预算办公室估算的潜在产出计算，美国去年第 4 季度 GDP 低于潜在产出水平约 -4.4%，为 83 年以来最大的负缺口。

- 货币数量论另一个重要假设是经济体对实际货币的需求和货币流动速率是完全稳定的，货币是中性的，因此货币供应量与价格水平等比例变化。然而，短期来看货币供应量增加对经济增长是能够起到刺激作用的，即在 M 增长的同时，T（通常用 GDP 来近似计算）亦在扩张，那么货币供应量增长就未必会推高通胀。
- **信贷用途亦影响广义货币供应量对通胀的推动作用。**对信贷的需求大致可分为三类：企业投资、消费信贷及投机性交易。一般来讲，由于用于企业投资的信贷增长是支持扩大产出的，这一过程中信贷增加对现时价格影响非常有限。消费信贷扩张只有在需求增速大于供给时才会对价格造成向上的压力，但这一现象很少持续出现，因此难以对总体价格产生长时间影响。而用于投机交易的信贷往往影响资产价格，进一步通过货币幻觉（Money Illusion）使消费者增加消费需求并引致总体价格的上涨。

我们认为，与货币供应量相比，产能缺口和单位劳动成本是影响通胀水平根本性的因素。在经济显著低于潜在增长水平时，M2 增长可在不引起严重通胀的情况下刺激经济增长。而我们的实证分析亦显示，产出缺口和单位劳动成本在长期对通胀影响更为显著，而 M2 对通胀的影响力相对较弱，作用的滞后期更长，显著性亦逊于这两个变量。

- **经济显著低于潜在增长水平时，M2 增长可在不引起严重通胀的情况下刺激经济增长。**产出缺口反映了实际 GDP 与潜在 GDP 的相对差距。一国经济增长持续高于潜在增长率将导致生产成本的上升，并引起通胀上行，反之，一国则可能面临通缩压力。历史经验表明，产出负缺口对通胀可起到抑制作用，在经济显著低于潜在增长水平时，广义货币增长未必会造成通胀高企。例如，在 60 年至 63 年，70 至 71 年，75 至 76 年，82 至 83 年及 95 至 96 年，M2 均出现大幅增长，但在经济持续低于潜在增长水平的情况下，通胀水平或基本保持稳定或出现显著下降。在以往的经济周期中，美国经济平均在复苏 3 年后才返回潜在增长水平（图 3），此次衰退则可能需时更长（详见 08 年 12 月 5 日《美国经济前景的情景分析》），这将显著抑制通胀压力的出现。
- **我们的实证分析亦显示，长期来看影响核心通胀的主要因素是产出缺口和单位劳动成本，M2 对通胀的影响力相对较弱，作用的滞后期更长，显著性亦逊于这两个变量。**我们对核心通胀¹进行了实证分析，用 M2、产出缺口、单位劳动成本及美元汇率作为解释变量，同时亦控制了核心通胀的滞后变量以反映通胀的持续性，样本区间为 1973 年第一季度至 2008 年第 4 季度。结果显示，影响核心通胀的主要因素是产出缺口、单位劳动成本，而 M2 的回归系数远小于这两个变量，对核心通胀的影响力相对较弱（图 4）。M2 对通胀作用的滞后期更长，约 6 个季度，而产出缺口仅为 2 个季度。此外，产出缺口和单位劳动成本在 1% 的置信区间上高度显著，而 M2 仅在 10% 的置信区间上边际显著。滞后一期的核心通胀则非常显著，回归系数接近 1，显示核心通胀具高度持续性（Highly Persistent）²，上一期的通胀水平会显著影响到本期通胀的走向，这亦是通缩通胀转换需时较长的原因之一。

实际上数量型宽松货币政策并不等于为财政赤字而进行的货币融资，二者存在着根本性的不同。而日本的历史经验显示，审慎的数量型放松可避免恶性通胀。

- **数量型宽松货币政策和为财政赤字而进行的货币融资在政策目的和购买国债的数量上不同。**前者的目的在于降低长端利率，刺激需求，因此只会购买有限数量的国债。而后者以津巴布韦和 20 年代的德国为代表，当时的情况是政府信用破产，没有人愿意购买国债，因此只有中央银行会不断借钱给政府，由此才产生了恶性通胀。
- **日本的历史经验显示，审慎的数量型放松可避免恶性通胀。**日本 2001-2006 年实施数量型放松货币政策的经历显示，审慎的数量型放松政策并未引起恶性通胀（3 月 5 日《直升机撒钱：日本的经验与启示》）。日本央行采取的审慎性措施包括，第一，采取规则限制国债购买量，即央行所持有的国债总量不超过现钞的发行总量；第二，在实施该政策之初便公布了有关退出机制；第三，清楚地向公众表示央行的通胀目标为正增长（即通胀水平略高于零），而这一通胀目标是相对较低的。这些审慎措施成功地避免了公众认为央行对国债购买的目的是为政府赤字融资并影响到国债市场的定价，也降低了通胀预期，是日本避免恶性通胀的重要原因之一。

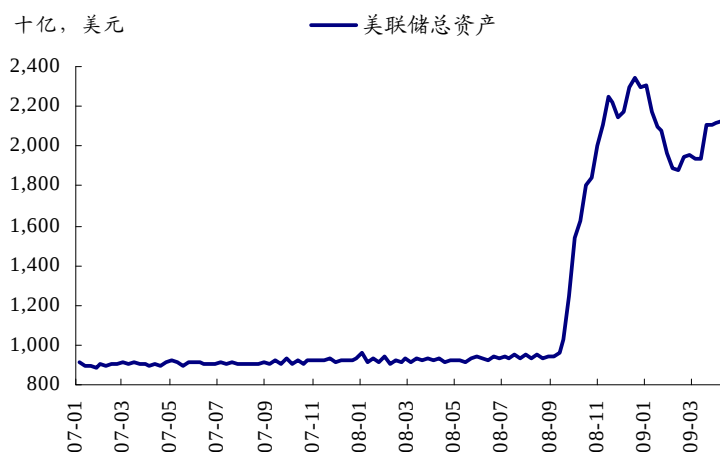
¹由于扣除了容易波动的食物和能源，核心消费者物价指数的变化更能反映潜在的通胀趋势，但总体通胀在中长期走势与核心通胀趋于一致。

² Andrew T. Levin and Jeremy M. Piger (2002) 亦发现使用简单自回归模型，美国核心通胀的持续性很高，滞后一期系数基本处于 0.9 至 1.1 之间，与我们的结果相一致。

- **再通胀何时到来?** 我们一贯认为美国不会陷入日本式的长期深度通缩（详见 08 年 10 月 27 日《美国会陷入通缩吗?日本的前车之鉴》），再通胀一定会到来。然而从轻度通缩到再通胀的过程不是一蹴而就的，往往需要经历较长的过程。大萧条的经验显示，尽管罗斯福政府在 1933 年采取了强力的财政货币措施抗击通缩，1934-1936 年通胀仍相当温和，直到 1937 年通胀才开始加速，而此时已是经济复苏 3 年以后。对战后经济周期分析的结果亦显示，美国经济平均在复苏后 2 年通胀才会超过 2% 水平或开始反弹，在最近三个经济周期中再通胀平均在经济复苏后 1 年出现（图 5），从这个角度看，美国通胀压力最早要在明年下半年才会出现。

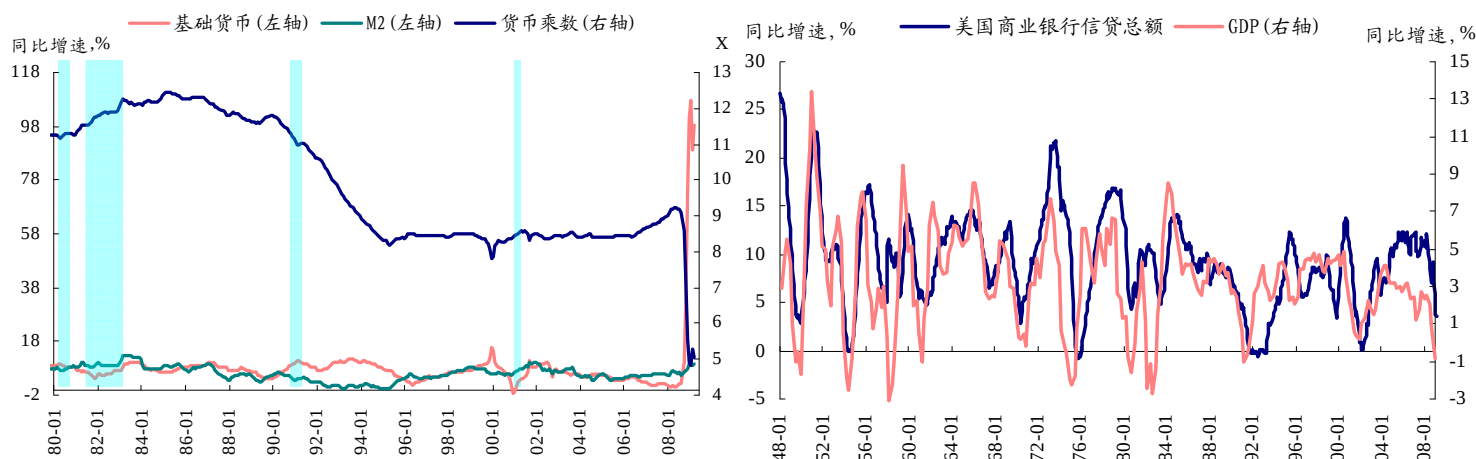
我们亦考察了通胀的三类领先指标。第一类领先指标体现产能缺口的程度，包括产能利用率及每周工作时间。产能利用率及每周工作时间越长，通胀压力越大。第二类领先指标为流动性指标，以 M2 增速为代表。第三类领先指标为商品价格，反映生产成本的趋势，而生产成本的变化可能最终传导至消费者物价。我们采用了 CRB 商品期货价格指数，该指数涵盖了 21 种商品的期货价格，因此更具代表性。我们的分析显示产能利用率和 CRB 大宗商品期货价格指数对通胀拐点平均领先 1 年左右，M2 和制造业平均工时平均领先通胀拐点 2 年左右（图 6）。然而 CRB 大宗商品期货价格指数在 98 年 4 月表现滞后于消费者价格指数，亦出现过与通胀同步出现拐点的情况，因此其并非可靠的领先指标。M2 与制造业平均工时则基本上捕捉到了 60 年以来每次通胀拐点的出现，考虑到 M2 与制造业工时平均复苏时点基本与经济复苏同步（详见 08 年 11 月 24 日《09 年宏观经济展望》），通胀拐点可能在复苏后 1-2 年出现。而结合我们对美国经济最早在今年下半年走出衰退的判断（2 月 23 日《美国经济展望》），我们认为通胀压力可能在明年下半年才会出现。

图 1：美联储资产负债表急速膨胀



资料来源:CEIC、中金公司研究部

图 2：货币乘数下降使广义货币增长乏力，但信贷增速的反弹往往在经济增速反弹以后



资料来源:CEIC、中金公司研究部

图 3：美国经济返回潜在增长水平的时间平均滞后经济复苏 3 年

衰退期	复苏到潜在增长率时间 (季度)
1960Q2-1961Q1	10
1969Q4-1970Q4	5
1973Q4-1975Q1	12
1980Q1-1982Q4	20
1990Q3-1991Q1	22
2001Q1-2001Q4	17
平均	14.3

资料来源:NBER、国会预算办公室、中金公司研究部

图 4: 实证分析结果

	回归系数	P-value
常数项	0.31	0.39
核心通胀率 (-1)	0.91	0.00
产出缺口 (-2)	0.08	0.00
单位劳动成本增速	0.08	0.01
M2增速 (-6)	0.03	0.11
美元汇率	-0.34	0.44

资料来源: 中金公司研究部

图 5: 再通胀滞后于经济复苏

衰退期	再通胀时间	滞后时间 (月)
1960.4-1961.2	1966.2	60
1969.12-1970.11	1972.7	20
1973.11-1975.3	1977.1	22
1980.1-1982.11	1983.8	9
1990.7-1991.3	1992.2	11
2000.12-2001.11	2002.11	12

资料来源: NBER、彭博、中金公司研究部

图 6: 通胀领先指标分析

领先/落后 (-/+) 通胀率 周期 (月份)	产能利用率	CRB大宗商品期 货价格指数	M2	制造业平均 工时
通胀率波谷				
1972.8	-12	-11	-28	-20
1976.12	-18	-22	-29	-21
1986.12	-4	-9	-26	-22
1998.4	-	4	-18	-27
2002.6	-5	-5	-24	-7
2006.10	-13	-1	-17	-17
均值	-10	-7	-24	-19
通胀率波峰				
1974.11	-9	-16	-40	-20
1980.4	-16	-7	-50	-13
1990.10	-21	-28	-6	-20
2001.5	-	-11	-28	-15
2005.9	-6	0	-8	-16
2008.7	-6	-1	-4	-12
均值	-12	-11	-23	-16

资料来源: 彭博、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。