

这次美联储“放水”为何引发了高通胀？

——2023 年国内面临高通胀风险吗？

王青 白雪 冯琳

摘要：

1、2020 年疫情突发，美联储重启“零利率+量化宽松”组合，引发 M2 高增，是 2022 年美国出现高通胀的根本原因；同年俄乌冲突引发全球能源、粮食价格快速上涨，也起到推波助澜的作用。

2、2008 年“次贷危机”后，美联储“放水”并未带来高通胀，为什么这次“放水”引发了高通胀？根源在于，两次危机的性质存在重大差别：2020 年爆发的疫情冲击属于外生性冲击，美国经济体系本身的运转正常，美联储释放的基础货币能够通过正常的存贷循环，演化为 M2 高增；而 2008 年“次贷危机”是美国经济体系内部出现重大问题，市场投资和消费信心严重受挫且持续低迷，存贷循环不畅令美联储释放的基础货币无法显著推高 M2 增速，也就无法推动物价大幅上涨。

3、疫情爆发后，美国政府向居民大规模派现，也对美国消费迅速修复、进而推高通胀起到了重要作用。这表明，若货币政策和财政政策同时采取大规模宽松取向，会引发共振效应，更有可能大幅推高 M2 增速，导致高通胀。

4、疫情期间，国内财政货币政策始终坚持不搞大水漫灌，是近期国内物价形势温和可控的根本原因。2022 年国内 M2 增速有所上扬，存在较大规模“超额储蓄”现象，但均不足以引发 2023 年国内 CPI 同比增速大幅上涨。未来一段时间，国内物价形势将持续处于温和可控状态。

正文：

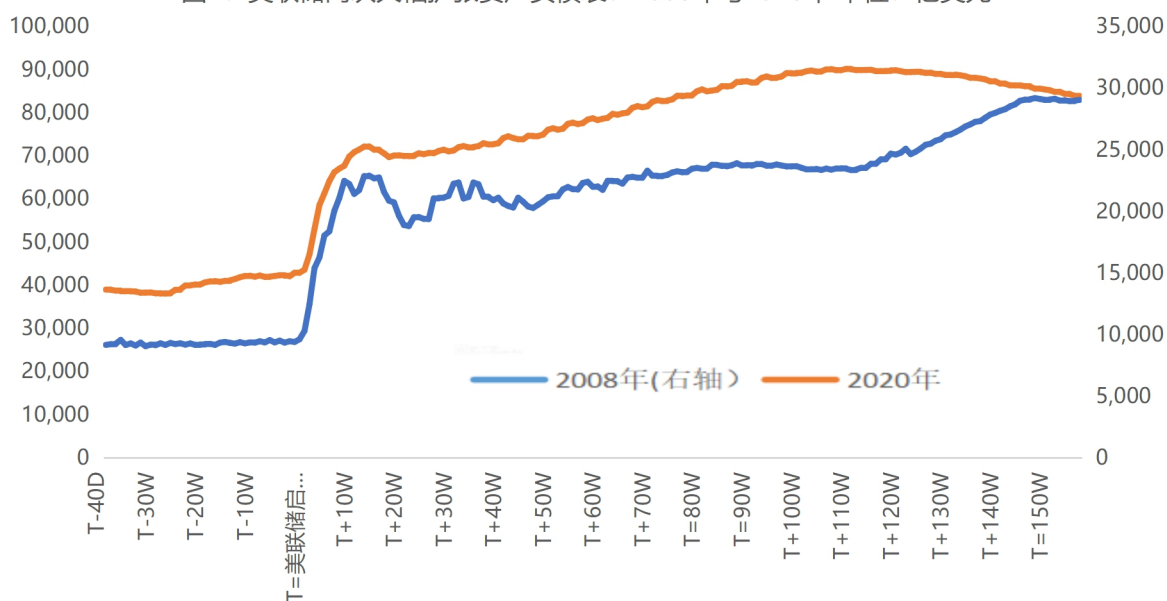
一、美国本轮高通胀的根本原因：美联储“放水”引发 M2 高增。

2020 年初，新冠疫情突袭，美国经济骤然滑坡，失业率急升。其中，2020 年一季度 GDP 环比折年率由前值 1.8% 骤降至 -4.6%，二季度该指标进一步恶化至 -29.9%。疫情爆发前的

2020年2月，美国失业率为3.5%，处于此前近四十年来的最低位。但随疫情来袭引发全面社交限制，失业率在3月升至4.4%后，又于4月急升至14.7%，创下二战后最高水平。在此背景下，2020年3月，美联储推出“零利率+量化宽松”货币政策工具组合，即将联邦基金利率下限连续两次大幅下调，由1.5%降至零，并宣布无限量购买国债和MBS(抵押贷款支持证券)。这是美联储继2008年“次贷危机”后，再次开启大规模货币宽松过程。

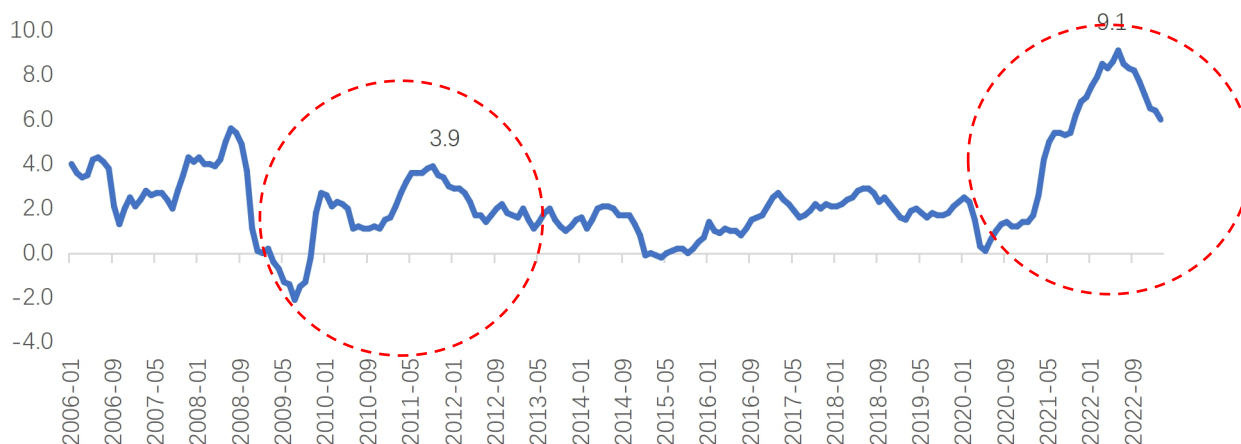
作为本次货币“放水”的结果，美联储资产负债表规模在26个月内扩张1.1倍，即从2020年1月末的4.2万亿美元，扩张到2022年3月末的9万亿美元，增加4.8万亿美元。作为比较，2008年美国“次贷危机”爆发后，同样是启用“零利率+量化宽松”组合，美联储资产负债表规模在26个月内（2008年8月末至2011年7月末）扩张1.5倍，即从9400亿美元扩张到2.3万亿美元，增加1.36万亿美元。由此可见，这次美联储“放水”的绝对规模远超上一次，但相对扩张幅度较小。更为重要的是，这两次货币“放水”后，物价这一重要的宏观经济指标走势出现显著差异。

图1：美联储两次大幅扩张资产负债表：2008年与2020年 单位：亿美元



数据来源：WIND，W代表周

图2： 2021年以来美国出现高通胀，物价走势与2008年次贷危机后形成鲜明对比 %



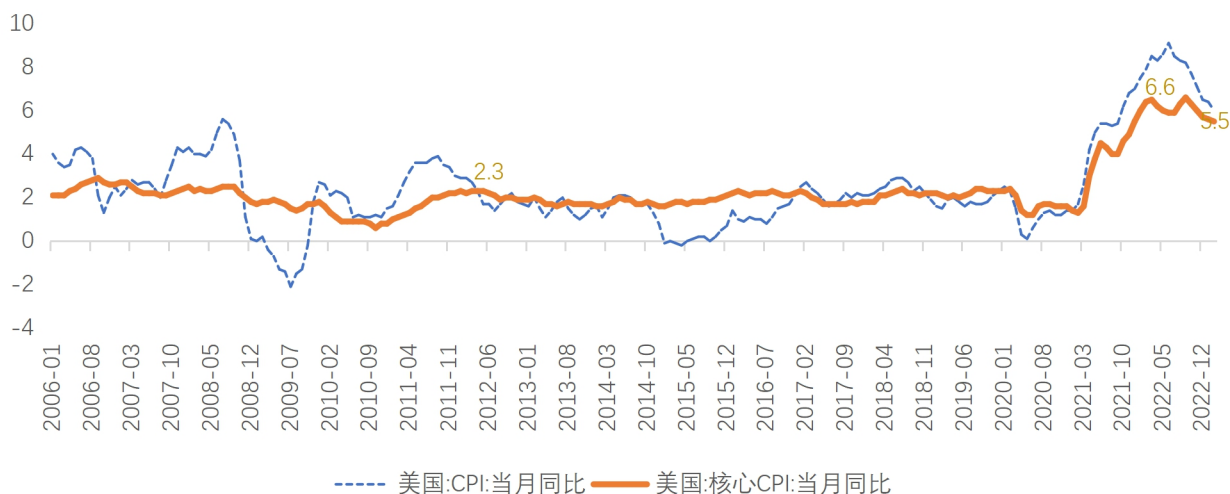
数据来源：WIND

自2021年3月开始，在疫情冲击逐步缓解，特别是消费较快修复背景下，美国通货膨胀率（CPI同比涨幅）持续上升，并在2022年6月达到9.1%的峰值；此后虽有所回落，但截至2023年3月，仍处于6.0%的高通胀状态。2022年全年美国CPI同比涨幅达到6.2%，较上年大幅加快2.6个百分点，创下近四十年来新高。2022年以来，高通胀已经成为美联储、拜登政府和美国民众关注的头号经济问题，并迫使美联储自2022年3月起，在经济走势低迷的背景下持续大幅加息，进而在2023年3月触发以硅谷银行倒闭为代表的美国中小银行危机。

值得注意的是，同样是大规模“放水”，2008年“次贷危机”后美国却并未出现持续的物价高涨现象。数据显示，2008-11年美国CPI同比涨幅分别为2.3%、1.7%、1.0%和1.7%，与2021-2022年的高通胀形成了巨大反差。那么，是什么因素导致“这次不一样”？

分析近两年美国通胀高企的原因，2022年2月俄乌冲突爆发，并带动全球能源、粮食价格高涨的影响不容小觑。事实上，从美国CPI结构分析，能源和食品价格在本轮高通胀中起到了明显的领涨作用——2022年美国能源和食品价格分别同比上涨25.2%和9.9%，明显高于同期整体CPI涨幅；而在2008年之后的几年中，并未发生俄乌冲突级别的战争或其他重大事件导致粮食、能源价格大涨。不过，扣除食品和能源价格，2021年以来美国核心CPI也出现快速上涨现象，这同样与2008年次贷危机之后美国核心CPI涨幅持续处于低位形成鲜明对比。这表明，外部战争因素对美国本轮高通胀起到了“火上浇油”的作用，但并非最主要的驱动因素。

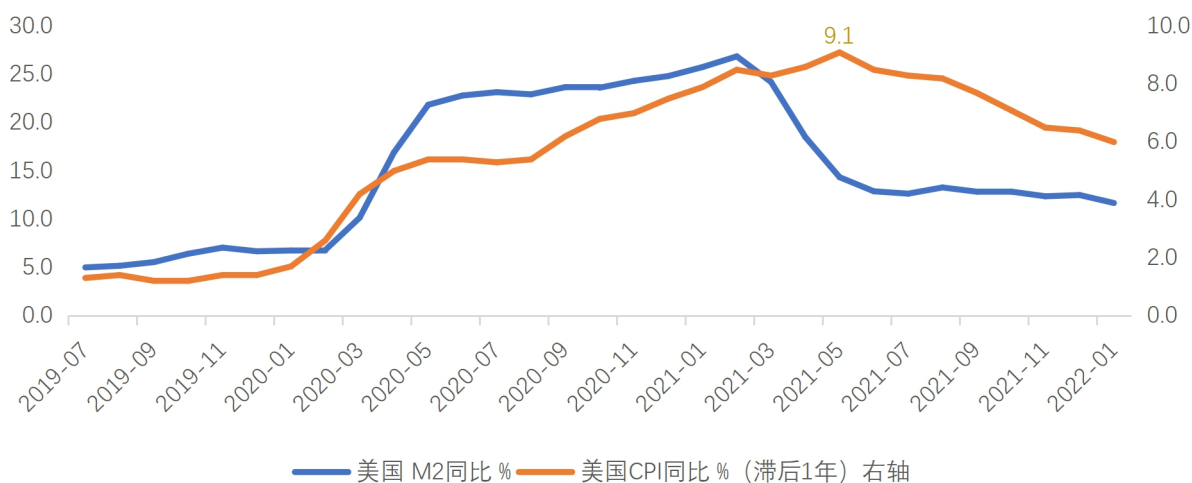
图3： 扣除食品和能源价格，当前美国核心CPI也运行在高位 %



数据来源：WIND

“通货膨胀是引起物价长期普遍上涨的一种货币现象”——这是美国著名经济学家弗里德曼对于通货膨胀的经典解释。事实上，在美联储大规模“放水”的背景下，这句货币主义的名言自然被市场认定为同样能够解释本轮美国高通胀的源头。数据也对此提供了支持——2020年3月末美国M2同比增速跃升至两位数，此后持续大幅上行，并在2021年2月末达到26.9%的有历史记录以来最高水平。经过一年左右的时滞，2021年4月起美国高通胀爆发。

图4： 2020年美国M2出现创记录水平高增，一年后引发了高通胀 %



数据来源：WIND

反观“次贷危机”后，2008年8月美联储开始扩表后，M2增速仅在2009年1月末升

至 10.3% 的温和水平，随后便持续回落。这与本次美联储于 2020 年 2 月开始扩表，最终带动 M2 增速于 1 年后骤升至 26.9% 形成鲜明对比。这也在很大程度上解释了次贷危机后美国并未出现持续高通胀现象的原因。但问题在于，2008 年美联储“放水”的相对扩张幅度更大，为什么反而没有带动 M2 增速显著上扬？

图5：2020年和2008年美联储“放水”后，M2增速差异明显 %



数据来源：WIND

我们认为，同样的“放水”，却带来不同的货币供应量增速、进而带来不同的通胀效应，背后的根源在于，两次危机的性质存在重大差别：2020 年开启的疫情冲击属于外生性冲击，美国经济体系本身是正常的，而 2008 年“次贷危机”则是美国经济体系内部出现了严重问题。

首先，“次贷危机”直接导致美国房价持续大幅下跌，对房地产行业 and 房屋所有者及银行业形成强烈冲击。大量房主发现自己的按揭贷款余额大幅高于现有房价，主动选择止赎，导致房屋被银行收走，自身陷入债务困境；而银行本身的不良贷款率也急剧上升，贷款投放能力和风险偏好大幅下降。

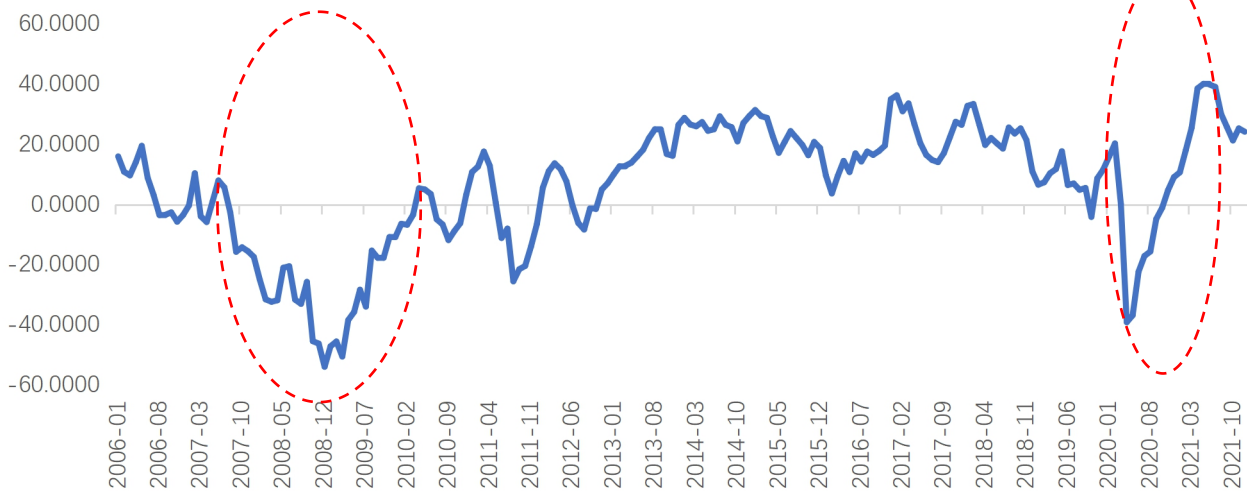
其次，“次贷危机”的一个显著后果是美国经济持续低迷。2008 年美国 GDP 同比增速由上年的 2.0% 降至 0.1%，2009 年则同比下降 2.6%；此后 4 年，美国年均 GDP 增速也仅为 2.1%，显著低于危机前十年年均 3.1% 的增长水平。事实上，“次贷危机”的影响持续多年，

对美国就业、消费和企业投资产生了巨大冲击，根本原因在于修正此前经济体系内部的资源错配需要较长时间。

但本次疫情冲击的效应则存在根本不同。首先，疫情突发，但市场投资、消费信心在经历短暂的“休克”之后较快恢复正常。其次，与2008年“次贷危机”期间不同，银行的风险偏好和信贷投放能力并未受到持续打击。数据显示，在经历了2020年的短暂低迷之后，美国银行消费信贷同比增速从2021年二季度开始出现大幅反弹，迅速恢复至疫情前的增速水平。背后的原因在于，疫情冲击本质上是一种外生性的自然灾害，美国经济体系本身运转正常。由此，美联储通过扩表投放的基础货币很快通过企业、居民和银行之间的存贷循环，演化为M2高增。

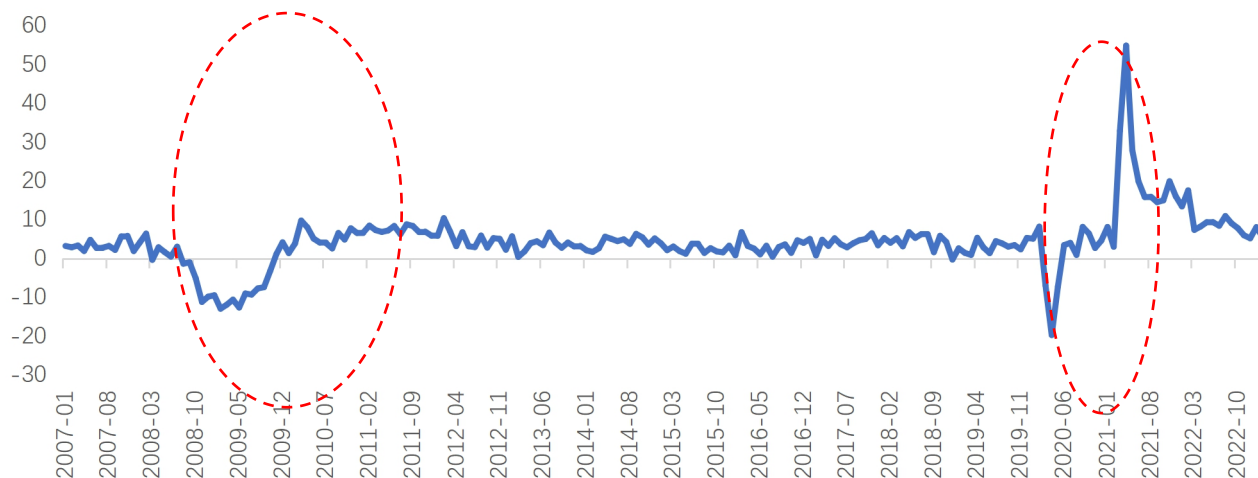
而“次贷危机”下，美国消费、投资信心严重受挫且持续低迷，美联储“放水”投放的基础货币无法通过正常的存贷循环推高M2增速。一个侧面印证是，次贷危机前期，美国银行体系的超额准备金规模大幅上升，且与美联储扩表节奏基本保持一致。这意味着大量货币淤积在银行内部，通过信贷方式传导至实体经济的份额有限。

图6：2020年疫情冲击下，美国Sentix投资信心指数经过剧烈下行后迅速回升，这与2008年“次贷危机”后的长期低迷明显不同



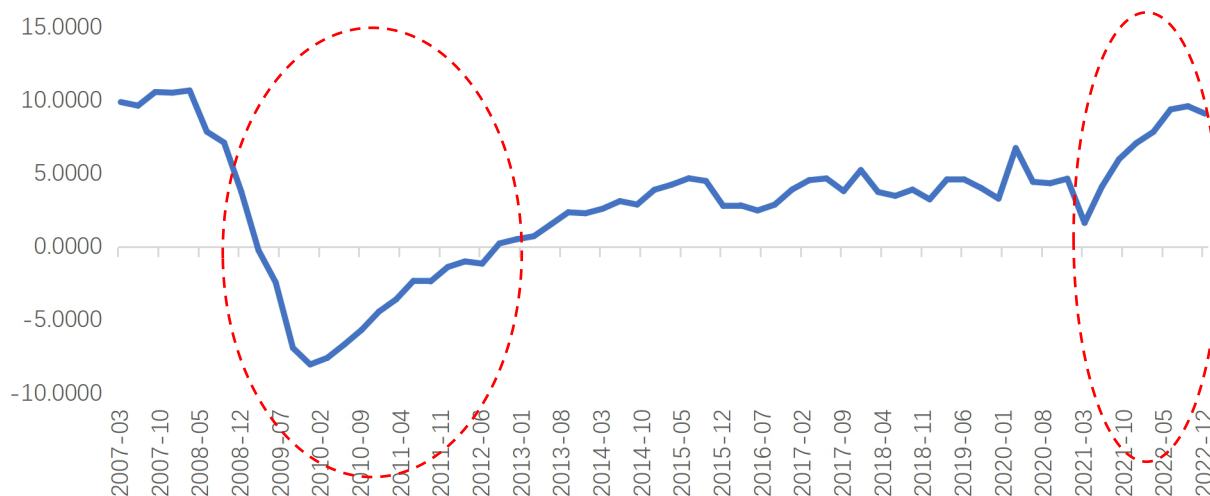
数据来源：WIND

图7:2020年疫情爆发后,美国消费很快恢复,也与2008年“次贷危机”后持续低迷明显不同 %



数据来源: WIND

图8: 美国:国内金融部门资产:贷款余额, 同比 %



数据来源: WIND

值得注意的是, 2020年美国居民消费得以迅速恢复, 一个重要原因是疫情爆发后, 特朗普政府(2017年1月至2021年1月)和拜登政府(2021年1月至今)连续推出大规模财政刺激计划(详见表一), 总额高达5.1万亿美元, 其中共计向居民直接发放补贴1.87万亿美元, 约相当于全部美国劳动者共计1.9个月的薪酬¹。

¹ 2020年美国劳动者报酬共计11.6万亿美元。

表一 新冠疫情期间美国政府推出的财政纾困计划

时间	法案名称	居民部门派现金额 (亿美元)	具体内容
2020.3	CAREs 法案	5050	(1) 现金发放, 总规模 2750 亿美元: 2019 年收入低于 7.5 万美元的个人 (或者合并收入低于 15 万美元以下的家庭) 获得 1200 美元 (家庭 2400 美元) 直接现金援助, 儿童每人 500 美元; (2) 失业救济, 总规模 2500 亿美元。
2020.8	临时行政命令	1600	主要为延长 CARES 法案中部分已经过期的纾困措施, 其中包括为失业者提供每周 400 美元的额外失业援助。
2020.12	2021-CAA 法案	3110	(1) 现金发放, 总规模 1660 亿美元: 向年收入低于 7.5 万美元的个人 (或者合并收入低于 15 万美元的家庭) 及儿童一次性发放 600 美元 (家庭 1200 美元) 现金。这意味着一个符合标准的三口之家将能够一次性获得 1800 美元的现金收入; (2) 失业救济, 总金额 1200 亿美元: 继续为失业民众每周额外发放 300 美元的失业救济金补贴, 发放期限持续至 2021 年 3 月 14 日; (3) 住房补贴, 总规模 250 亿美元: 为收入不超过所在地区收入中位数 80% 的租房者提供租房补贴。
2021.3	APR 法案	8890	(1) 现金发放, 总规模 4100 亿美元: 向年收入在 7.5 万美元或夫妻共同收入在 15 万美元以下的个人提供每人 1400 美元直接援助金; 年收入位于 7.5-8 万美元的个人 (或合并收入位于 15-16 万美元的家庭), 收入每增加 1000 美元, 补助金减少 50 美元; 符合标准家庭的未成年子女, 每人获得 1400 美元的补助金; (2) 失业救济, 总规模 2460 亿美元: 延长联邦政府每周 300 美元的失业补助至 2021 年 9 月 7 日; (3) 税收减免, 总规模 1430 亿美元; (4) 租房/房贷补助, 总规模 400 亿美元: 延长暂缓失业/低收入租客或抵押贷款强制赎回保护期至 2021 年 9 月 30 日; (5) 其他补贴, 总规模 500 亿美元: 包括退伍军人医保补贴、食品补助等。
合计		18650	

数据来源: 根据新闻整理

2008 年“次贷危机”爆发后, 美国同样出台了总额约 7000 亿美元的大规模财政援助方案。但与 2020 年新冠疫情期间不同, 当时“次贷危机”主要源于金融部门, 因此财政援助的核心目标是救助受困金融机构, 避免大范围银行倒闭进一步引发金融体系和经济体系的风险, 而非向居民派现。当时对居民部门的直接援助规模较少, 而且几乎没有直接的现金发放或补贴。其中, 仅在总额 180 亿美元的清洁能源推动计划中, 允许企业向骑自行车上班的员工提供适量补贴。此外, 针对按揭贷款违约的居民, 美国财政部也进行了多轮救助, 但同样

不涉及现金补助，主要是通过“生命线工程”（Project Lifeline）等项目，允许抵押贷款逾期 90 天以上的业主申请 30 天缓冲期。

以上分析表明：

(1) “通货膨胀是引起物价长期普遍上涨的一种货币现象”的判断依然成立，M2 高增往往预示着接下来将出现一段时期的物价快速上涨。

(2) 央行“放水”并非必然引发高通胀。出现高通胀的前提是经济体系运行基本正常，超发的基础货币能够通过正常的存贷循环，大幅推高 M2；否则将会出现“流动性陷阱”，即金融体系中流动性极度宽松，市场利率很低，但市场主体信心低迷，借贷意愿不足，超发货币难以进入实体经济以提振经济增长，继而也难以触发实体经济高通胀。此时，超发的货币更可能流入资本市场，引发资产价格泡沫。

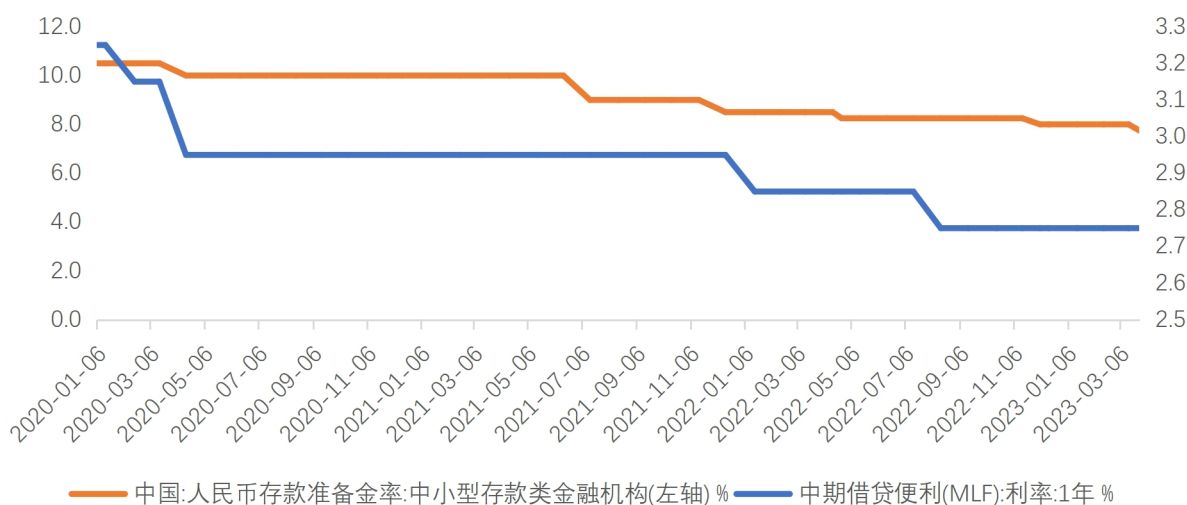
(3) 在宏观政策逆周期调节过程中，若财政政策和货币政策同时采取大规模宽松取向，会引发共振效应，更有可能大幅推高 M2 增速，导致高通胀。

最后，考虑到从 2022 年底开始，美国 M2 增速已由正转负，接下来一段时间若美联储不再重拾货币宽松，美国高通胀将趋于降温，预计 2023 年末 CPI 同比涨幅有望降至 4.0% 左右。

二、疫情期间国内货币政策多次实施降息降准，2023 年我国面临高通胀风险吗？

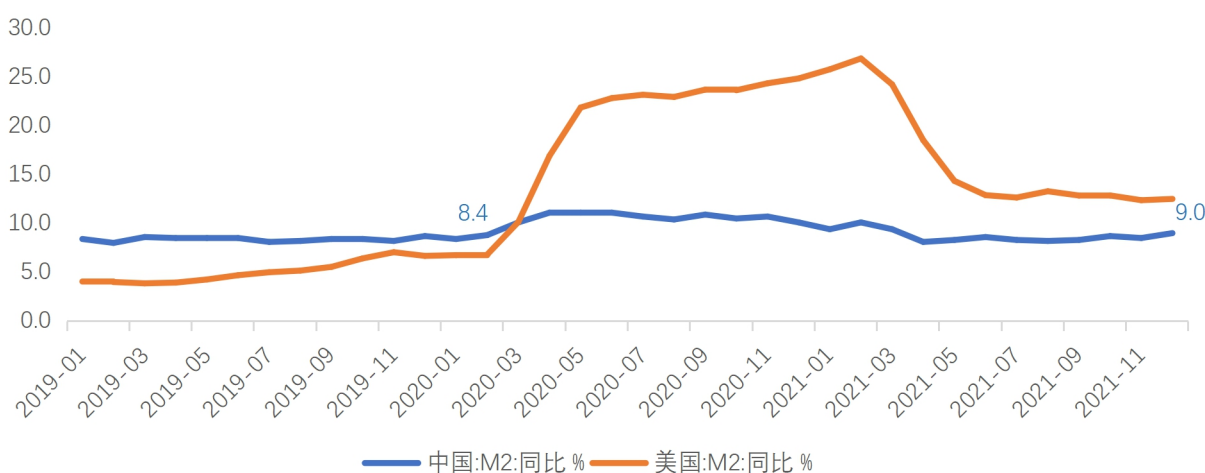
2020-22 年，国内疫情多次反复，宏观经济面临较大下行压力。作为逆周期调节的重要手段，国内货币政策在此期间先后实施了 4 次降息和 6 次降准。

图9：疫情期间，国内实施4次降息6次降准



数据来源：WIND

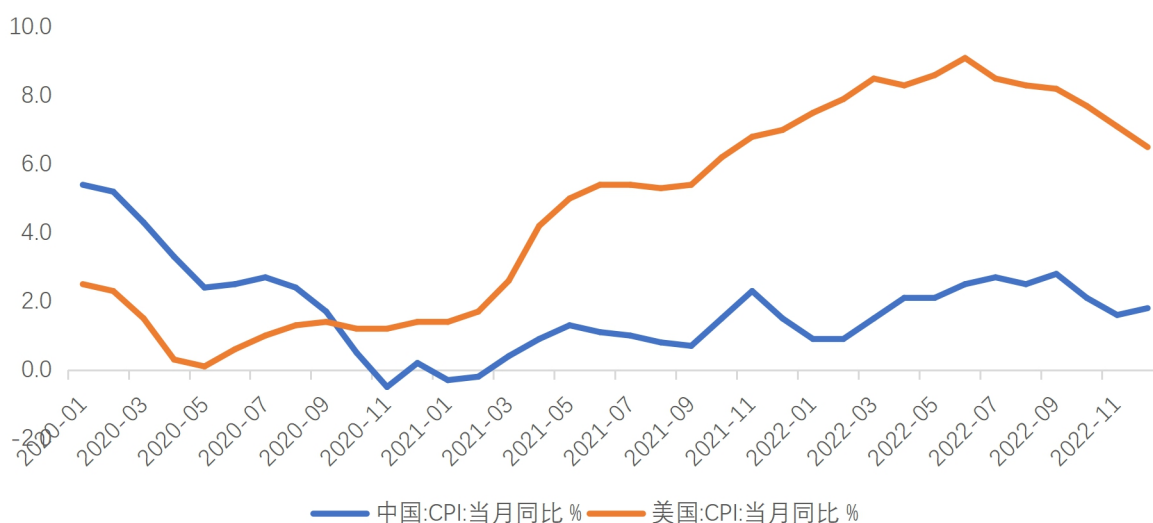
图9：截至2021年末，相对美国，中国M2走势平稳



数据来源：WIND

不过，与美联储采取的“零利率+量化宽松”组合相比，国内货币政策始终保持灵活适度原则。其中，政策利率始终为正，降准释放的资金规模相对有限，M2增速虽略有加快，但截至2021年末，仍处于9.0%的温和水平。财政政策方面，疫情以来出台的大规模退税及减税降费政策主要针对企业部门发力，各地面向居民发放的消费券、消费补贴规模较为有限，对居民消费能力和消费意愿影响不大。这导致2022年国内CPI同比始终处于温和区间，全年累计同比仅上涨2.1%，与美国高达6.2%的高通胀现象形成鲜明对比。

图10：近期中美通胀走势形成鲜明对比

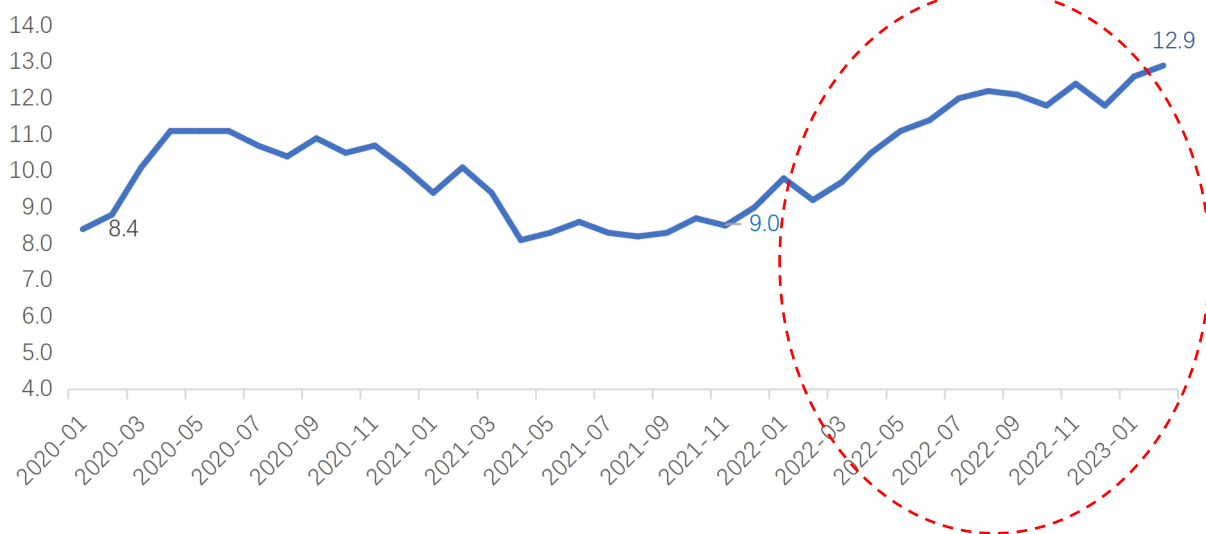


数据来源：WIND

总体上看，2022年国内物价走势之所以能够延续温和状态，除了疫情前两年，国内货币、财政政策始终未搞大水漫灌外，还有两个直接原因：一是疫情冲击下国内产能恢复较快，消费需求不振，市场供需平衡不支持物价大幅上涨；二是国内成品油调价机制有效缓和了国际原油大幅上涨对国内CPI的传导，而且国内粮食市场独立性很强，国际粮价快速上涨同样对国内影响有限。可以看到，2022年国内CPI涨幅变化主要由猪肉和蔬菜价格波动主导，代表整体物价水平的核心CPI则持续处于1.0%以下的低位。

当前市场普遍关心的是，2022年国内M2增速较快上扬，并在2023年2月末升至12.9%，较2021年末加快3.9个百分点，达到近7年以来最高，其中居民储蓄存款高增，出现一定“超额储蓄”现象。这是否意味着一段时间后，国内CPI同比将出现快速上升？特别是在2023年疫情影响趋于全面消散，居民消费有望迎来大幅反弹的背景下。

图11：2022年国内M2增速上行加快 %



数据来源：WIND

我们认为这种风险不大，2023年居民消费修复有可能带动CPI涨幅阶段性扩大，特别是与服务消费相关的文娱旅游、酒店机票等价格可能出现较快上涨；全年CPI涨幅中枢会有所抬高，累计涨幅有望达到2.5%左右，较2022年加快0.4个百分点，但仍将处于3.0%以下的温和状态。主要原因包括：

首先，2022年M2增速加快，很大程度上是非货币发行因素所致，主要受两个一次性因素推动：一是2022年4月起财政实施大规模留抵退税，企业存款大幅增加；二是2022年最后两个月市场利率较快上行，导致居民理财大量赎回，短期内居民储蓄存款大幅增长。可以看到，以上因素均非源于央行大幅增加基础货币投放。我们判断，2023年这些一次性因素消退后，年末M2同比增速有可能较快回落至9.0%左右。况且，尽管2022年以来M2增速加快，但从绝对水平来看，无论是与美国前期M2高增速相比，还是与我国历史上通胀水平较高时期的M2增速相比，均属于温和水平。

其次，2022年居民储蓄存款增速偏高，年末余额同比增长约17.4%，远高于常态下约10%左右的增幅；2022年新增居民储蓄存款规模达到17.2万亿，较正常增长水平多增约9万亿。这往往被称为“超额储蓄”。当前市场关心的是，2023年是否会发生“超额储蓄”引发的“报复性消费”，进而大幅推高通胀？

我们分析，除了基于疫情不确定性带来的预防性储蓄增加外——估计约在2万亿左右，2022年居民储蓄高增还有两个重要原因：一是居民购房支出下降。2022年居民用于新房购置

的支出估计为 13.5 万亿，比上年减少 4.7 万亿；如果加入二手房统计，购房支出降幅会更大。二是 2022 年股市下跌、四季度理财破净等导致居民投向各类金融资产的资金大量回流至银行存款，这部分资金规模大约在 2-3 万亿。上述因素是 2022 年居民收入增速下滑较快，居民储蓄存款增速却大幅上扬的主要原因。

我们认为，2022 年新增居民储蓄存款中，因购房支出下降和理财回流而多增的部分均有专门用途，不会轻易转化为消费支出。预防性储蓄方面，考虑到疫情三年居民收入受损明显，此前积累的预防性储蓄不太可能在 2023 年全部释放，而会分期转化为消费支出，其中不排除部分预防性储蓄会转为永久性储蓄的可能。我们判断，2022 年约 2 万亿的预防性储蓄中，最多有 1 万亿左右会在 2023 年转化为消费支出，约占 2022 年社会消费品零售总额的 2.5% 左右，对消费增速的整体提振作用有限。我们预计，2023 年社会消费品零售总额同比会从去年的 -0.2% 反弹至 8.0% 左右，增速会向疫情前常态水平靠拢，同时考虑到低基数效应，8% 左右的增速明显不属于“报复性消费”现象。这意味着 2023 年消费反弹对物价上涨的推升作用也将较为有限。

最新数据显示，2023 年 2 月国内 CPI 同比为 1.0%，前两个月累计涨幅为 1.5%。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。