通胀分析专题系列之 二

宏观经济报告

货币超发的祸害：从通胀转向金融不稳定

引言：疫情爆发后，全球金融市场走出过山车行情。全球央行释放流动性以刺激经济，虽有效应对了疫情带来的负面冲击，但不可避免地造成了资产负债表的大幅扩张。以美联储为首的主要国家政策利率处于下限，但提升通胀的能力明显受到了制约，资金更多流向资本市场，表明“货币刺激”的使用效果已不受传统路径的控制，未来货币回归常态的过程对资产价格造成的冲击也将超预期，更多风险管控问题将被拿上台面。本文通过对货币主义学派的通胀理论的进一步剖析，分析为何当前货币超发但并未引发全面通胀，以及这种现象对未来金融市场将产生怎样的影响。

一、本轮疫情导致全球主要央行资产负债表进一步扩张。本轮疫情爆发后，全球主要经济体复刻了大部分应对 08 年金融危机的方法，并创新了新的货币政策工具。**从降息来看，**全球主要央行基本都降至零利率附近。**从资产购买计划来看，**美联储开启无限量 QE；日本央行将交易型开放式指数基金提升至 12 万亿日元；欧洲央行推出累计高达 1.35 万亿欧元的紧急资产购买计划。**从信贷政策来看，**不仅更新和加大了贷款工具，另外以更加优惠的价格提供长期融资。目前，美国在扩表绝对规模上仍然是处于一个领先的位置，但是从相对增速来看，加拿大扩幅最大。

二、**为何货币超发但并未引发全面通胀？——货币主义学派的视角。**费雪方程式 M*V=P*Q 中的假设条件中存在着一定的缺陷，而这个缺陷恰恰能够解释为何当前货币超发但并未引发全面通胀。**首先，**费雪假设 V 在短期内是不变的，与现实并不符合，具体体现在 08 年之后货币供应量的上行并未带动 GDP 和通胀上行。**其次，**费雪方程式中的 P 主要包括商品价格，但 M 是投入整个经济和金融系统的货币总量代表，意味着 P 不能仅仅限于 CPI 为代表的价格指数。所以，金融危机和本轮疫情之后，美股均出现了技术性牛市，但通胀均出现回落。**第三，**该方程假设经济处于充分就业的前提下，Q 在短期内不变，与实际情况不相符合。目前劳动力市场存在的结构性问题导致失业率和薪资增幅之间的传导失效。

三、通胀不是货币超发的唯一形式，还有金融市场的不稳定。从货币政策角度来看，货币超发带来的金融创新不仅增加了难以估计的风险，也会通过资产证券化导致货币当局对资产负债表的控制力削弱。**从非银金融机构角度来看，**实体经济的空心化和风险资产的虹吸效应，进一步推升资本价格上涨，而后续的被动上升势必会增加宏观经济的波动性。**从银行角度来看，**随着借款人预计其所持有的资产和抵押物的价格上升，银行也因为低利率从而降低对借贷人的违约风险估计。一旦违约量超过银行所能承受的范围能力，金融市场会整体出现较大动荡。

四、未来全面通胀难以看到，但局部通胀仍旧会有。整体来看，未来通胀主线由能源价格和服务型价格决定。**首先，**原油价格价格有望回升，能源价格修复性反弹行情有望延续。**其次，**食品价格受今年下半年高基数影响明年上涨动力不大。**第三，**房地产将是明年美国通胀最大的动力。**第四，**从其他服务型价格来看，虽然新冠疫苗进展积极，但菲利普斯曲线失效表明失业率的下滑对薪资提振有限。

五、需警惕全球资产的超预期波动。首先，若美联储加息缩表，将抬升美债收益率中枢，进而对美股的估值形成约束；且当前监管较松，可能引发的金融系统性风险概率回升。**其次，**如果美联储加息，通过资本市场和汇率渠道对 A 股造成非对称溢出效应。**第三，**未来商品资产的波动性将有所加剧。商品受到的干扰因素较多，且目前仍然看不到一个明确的路径，价格会因为市场预期的不平衡导致波动率有所加大。

风险提示：

1. 疫情二次爆发对全球经济影响的不确定性上行；2. 政府应对措施不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；3. 货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言：.....3
一、本轮疫情导致全球主要央行资产负债表进一步扩张.....3
二、为何货币超发但并未引发全面通胀？——货币主义学派的视角.....6
三、通胀不是货币超发的唯一表现形式，还有金融市场的不稳定.....10
四、未来全面通胀难以看到，但局部通胀仍旧会有.....14
五、需警惕全球风险资产的波动.....18

图表目录

图表 1：08 年金融危机主要各国央行主要操作.....3
图表 2：疫情后主要国家通过降息来提振经济.....4
图表 3：主要国家在两个时段内扩表增速.....5
图表 4：08 年到目前主要国家扩表增速占总体增速比重.....5
图表 5：疫情后主要国家扩表增速占总体增速比重.....5
图表 6：费雪方程式.....6
图表 7：08 年后货币投放同比增速和名义 GDP 同比增速没有成同比列上行.....7
图表 8：美联储的资产负债表.....7
图表 9：M2 流通增速在 08 年之后震荡下行.....8
图表 10：08 年和本轮疫情之后，股市均出现技术性牛市.....9
图表 11：通胀跟随联邦基金利率回落，并未出现通胀.....9
图表 12：失业率和 PCE 同比的反比并不显著.....10
图表 13：美国对冲基金杠杆平均值上行.....11
图表 14：货币超发导致银行风险承担水平上行.....12
图表 15：美国经纪交易商杠杆率在 08 年不断上行.....12
图表 16：1929 年和 2008 年金融危机之后颁布的法案整理.....13
图表 17：美国 CPI 中的服务业分项同比出现大幅回落.....14
图表 18：美国 CPI 的比重较稳定.....15
图表 19：原油价格持续回升.....15
图表 20：原油机构对需求和供给做出的预测.....16
图表 21：美国 CPI 中食品价格明年上涨动力缺乏.....16
图表 22：美国 M2 同比增速领先地产价格指数 12 个月.....17
图表 23：美国 30 年抵押贷款利率下行.....17
图表 24：海外疫情仍然相对严重.....18
图表 25：美联储历史缩表对美股价格形成较大影响.....19
图表 26：金银比和通胀预期呈反比.....20

引言：

疫情爆发后，全球金融市场走出过山车行情。全球央行释放流动性以刺激经济，虽然有效应对了疫情带来的负面冲击，但也不可避免地造成了中央银行资产负债表的大幅扩张。以美联储为首的主要国家政策利率处于下限，但提升通胀的能力明显受到了制约，资金更多流向资本市场，表明“货币刺激”的使用效果已不受传统路径的控制，这也意味着未来货币回归常态的过程对资产价格造成的冲击也将超预期，更多风险管控问题将被拿上台面。本文通过对货币主义学派的通胀理论的进一步剖析，深刻分析为何当前货币超发但并未引发全面通胀，以及这种现象对未来金融市场将产生怎样的影响。

一、本轮疫情导致全球主要央行资产负债表进一步扩张

2008 年全球金融和经济危机加剧后，发达国家的央行将政策利率下调至接近零的水平，但由于金融市场的失灵，实施了各种“非常规措施”。08 年金融危机后，投资者开始对按揭证券的价值失去信心，导致流动性危出现。主要国家纷纷通过降息来对市场注入流动性来提振市场信心，但结果并不尽如人意，降息也无法阻止这场金融危机的爆发。当时的美联储主席伯南克（Bernanke）提出当短端利率接近于 0%的时候，传统以降低利率为目标的宽货币政策将是无效的，需要通过扩张中央银行的资产负债表以达到需求的扩张，且认为扩表能够一定程度上克服信贷市场功能的紊乱和联邦基金目标利率零下限对货币政策传导的约束。

图表 1：08 年金融危机主要各国央行主要操作

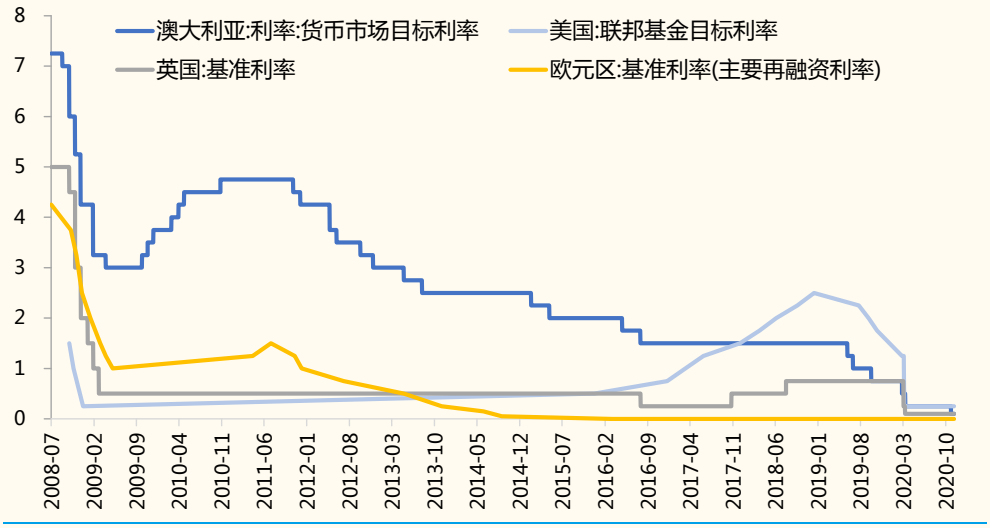
国家	主要政策
美国	美联储联邦基金利率下调了 500 个基点至 0.25%；从 2008 年底至 2014 年 10 月先后出台三轮量化宽松政策，总共购买资产约 3.9 亿万美元。
英国	英格兰银行降息 450 个基点至 0.5%；量化宽松 1250 亿英镑。
欧洲	欧洲中央银行累计降息 3.25 个百分点至 1%；2008 年 10 月底，欧洲央行向欧元区银行业发放贷款达 7500 亿欧元。
日本	日本央行将基准利率降至 0.1%，量化宽松规模达到 10 万亿日元。
澳大利亚	至 2012 年澳大利亚央行降息 425 个基点至 3%。
加拿大	加拿大央行将基准利率下调至 2.25%

来源：公共信息整理，国金证券研究所

本轮疫情爆发后，全球主要经济体复刻了大部分应对 08 年金融危机的方法，并创新了新的货币政策工具。从降息来看，美联储连续两次紧急降息至零利率的超低水平；英国央行降息两次至 0.1%，刷新历史新低；澳洲央行也将利率下调至 0.1%，且预计至少 3 年内不会提升。除此之外，澳洲央行还将政府债券的 3 年期收益率曲线控制目标从 0.25%降低至 0.10%。加拿大央行再 3 月紧急连降三次，基准利率下调至 0.25%。相比之下，虽然欧央行和日本再疫情前已经实行了负利率的政策，但欧央行也在疫情二次爆发的 10 月宣布将存款利率从-0.4%下调 10 个基点至-0.5%，同时宣布重启 QE。**从资产购买计划来看，**美联储在 3 月 FOMC 会议上宣布了 7000 亿美元的资产购买目标，主要包括 5000 亿美元国债和 2000 亿美元抵押贷款支持债券；日本央行将交易型开放式指数基金（ETF）、房地产投资信托基金（J-REIT）和公司债券、商业票据的购买规模分别提升至 12 万亿日元、1800 亿日元和 20 万亿日元后；欧洲央行推出累计高达 1.35 万亿欧元的紧急资产购买计划；英国央行将资产购买规模扩大至

7450 亿英镑。**从信贷政策来看，**主要几个央行都采取了非常规的信贷支持政策，一方面更新和加大了贷款工具，以美联储为首的新设立了货币市场共同基金流动性工具、一级市场信贷安排、二级市场信贷安排和大中企业贷款计划。另一方面以更加优惠的价格提供长期融资。主要包括欧洲央行的长期再融资操作（LTROIII）贷款利率比欧元体系主要再融资操作的平均利率低 25 基点和日本央行使用特别资金供给操作向银行提供零息贷款。

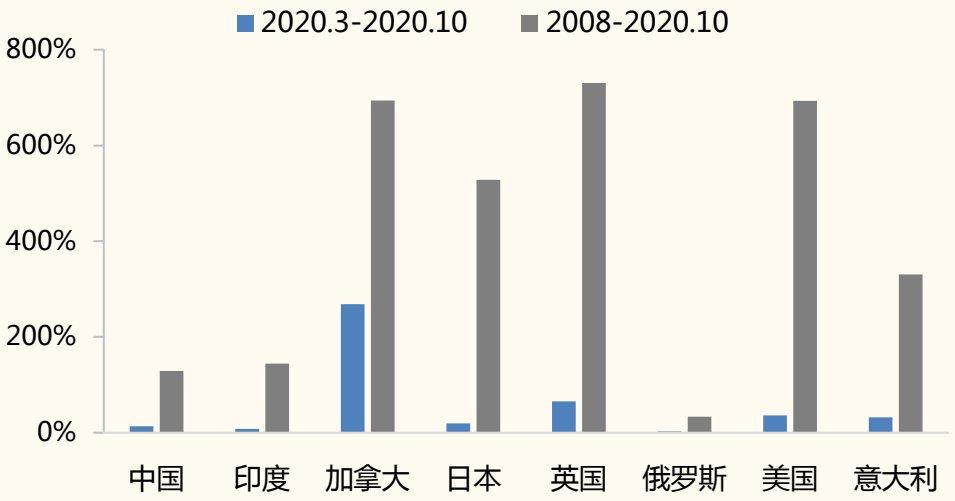
图表 2：疫情后主要国家通过降息来提振经济



来源：Wind，国金证券研究所

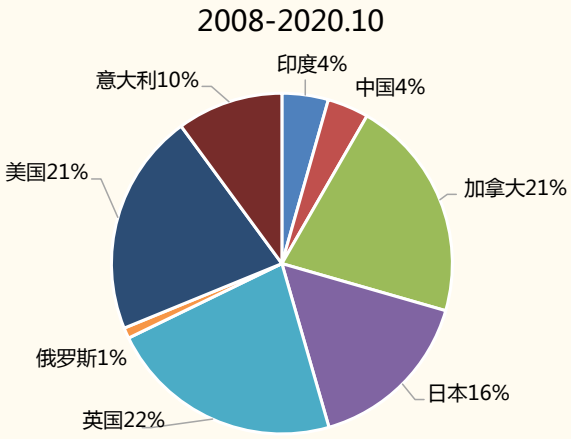
从绝对扩表规模来看，美联储处于全球领先的位置；但是从相对增幅来看，加拿大央行资产负债表规模扩张幅度最大。各国央行数据显示，美联储在 2 月底的资产负债总规模为 4.15 万亿美元，但在 10 月低攀升至 7.15 万亿美元，整体扩张了 3 万亿美元左右，扩表幅度为 36%左右，低于 08 年金融危机到目前扩表幅度的 693%；日本 10 月底的资产负债总规模为 6.67 万亿，较 2 月底的 5.6 万亿美元小幅上升，整体扩表相对保守，幅度为 19%左右，远低于 08 年金融危机到目前扩表幅度的 528%；英国在 10 月底的资产负债总规模为 1.09 万亿，较 2 月底的 0.66 万亿美元大幅上升，扩表幅度在 65%左右，远低于 08 年金融危机到目前扩表幅度的 731%。相比之前，加拿大在本轮疫情之后其货币政策对资产负债表的影响较大，加拿大在 10 月底的资产负债总规模为 0.4 万亿美元，较 2 月底的 0.108 万亿美元大幅上升，扩表幅度高达 269%左右，是 08 年金融危机到目前扩表幅度 694%的 1/3 左右。

图表 3：主要国家在两个时段内扩表增速



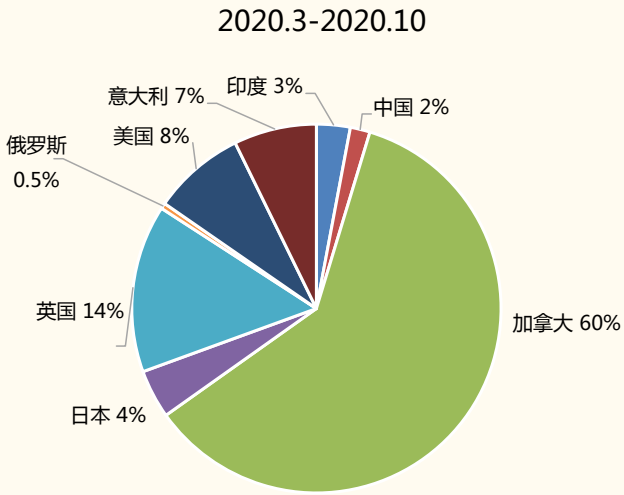
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 4：08 年到目前主要国家扩表增速占总体增速比重



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 5：疫情后主要国家扩表增速占总体增速比重



来源：Bloomberg，国金证券研究所

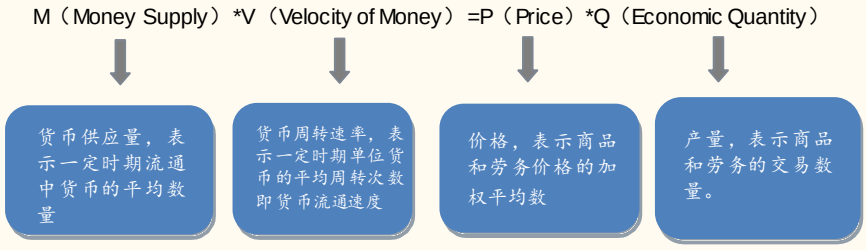
目前全球央行的大幅超发的现状和 08 年金融危机之后存在一定的相似相似：1）金融资产领域快速膨胀；2）有关金融指标的恢复增速远超过实体经济的真实指标；3）市场预期均认为欧美货币政策的流动性宽裕有望进一步推升风险资产价格上行。实体经济和金融市场通胀的明显背离和未来可能存在的风险是我们接下来需要讨论的主要问题。

二、为何货币超发但并未引发全面通胀？——货币主义学派的视角

我们在《全球流动性刺激后，通胀会超预期吗？-基于通胀的短期和长期视角》中更新传统通胀的分析框架：主要加入了结构性冲击和货币冲击因素，弥补了新凯恩斯缺乏研究影响通胀长期因子的不足。但由于人口、全球化和科技等结构性因素长期是不可逆的，以及对资本市场并非直接影响。相比之下，货币层面的影响和通胀之间的联动较为直接，我们通过对货币主义学派的通胀理论的进一步剖析，能够更清楚地解释为何当前货币超发但并未引发全面通胀。

如果要研究货币超发问题，首先想到的是货币主义学派，并追溯到费雪方程式。根据传统的货币主义学派理论，货币学派的理论基础是货币数量说，其代表人物弗里德曼认为货币需求是经济增长的稳定函数，货币供给是中央银行可以直接控制的外生变量，这也意味着如果货币当局改变货币供给量，会直接导致经济增长的不稳定。同一学派的费雪在 1911 年提出交易式方程式 M（货币供给总量）*V（货币流通速度）=P（物价水平）*Q（商品和服务总量），在该方程式下的假设条件是 V 和 Q 可以视作为常数，因此只有 P 和 M 之间存在着相对变动关系，即表明：价格水平变动仅源于货币数量的变动，当 M 变动时，P 作同比例的变动。**但该方程式存在一定的缺陷：**

图表 6：费雪方程式

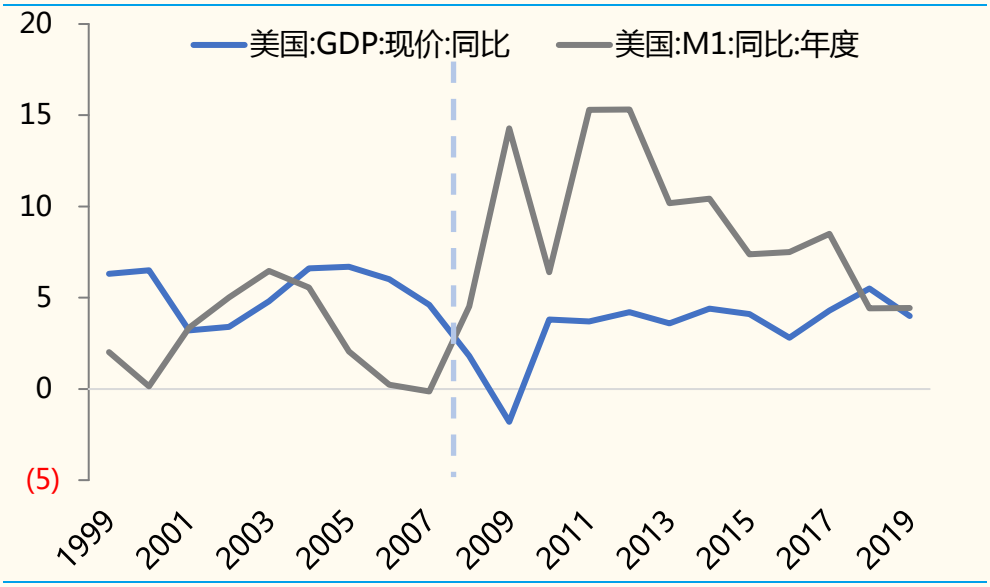


来源：公共信息整理，国金证券研究所

1）首先，费雪假设 V 在短期内是不变的，与现实并不符合。费雪提出这一理论时，美联储还未诞生，纸币价格还是瞄准黄金，这也意味着货币供应量受制于黄金的储量和开采的增速，而货币流通速度 V 是由诸如机构的组织结构、效率、工业集中程度、人们的货币支出习惯等制度因素决定的，这些因素在布雷顿森林体系瓦解前变动缓慢。但是在二战布雷顿森林体系瓦解后，确立了以美元为中心的世界货币体系，由信用支撑的美元发起了“新”货币政策挑战，而这种货币政策虽然能够在流动性危机的时候通过暂时提升货币供应量来缓解市场对安全资产的过多需求，但货币周转速度并非恒定不变。**按照费雪交易公式，货币周转速度=GDP/货币供应量，也就意味着一国货币的供应量的年均同比增速与 GDP 同比增速会基本保持相同的水平，但 08 年之后货币供应量的上行并未带动 GDP 和通胀上行。**具体来看，2000 年-2008 年美国名义 GDP 的平均同比增速保持在 4.84%左右，而货币供应量的平均同比增速保持在 3.02%左右，两者之间的比值在 0.6，当时美国 PCE 的同比增速平均保持在 2.28%，略超美联储的货币政策目标。但在 2008-2019 年中，虽然货币供应量大幅上行，平均同比增速飙升到 9.05%，但名义 GDP 的平均同比增速却回落到 3.37%，两者比值为 0.37，货币周转速度出现大幅回落，与此同时 PCE 同比增速平均也回落

到 1.55%左右。从货币投放的角度来看，美联储在金融危机之后投放的货币已经远远超过实体经济所需要的程度，但整体通胀却呈下行趋势。

图表 7：08 年后货币投放同比增速和名义 GDP 同比增速没有成同比列上行



来源：Wind，国金证券研究所

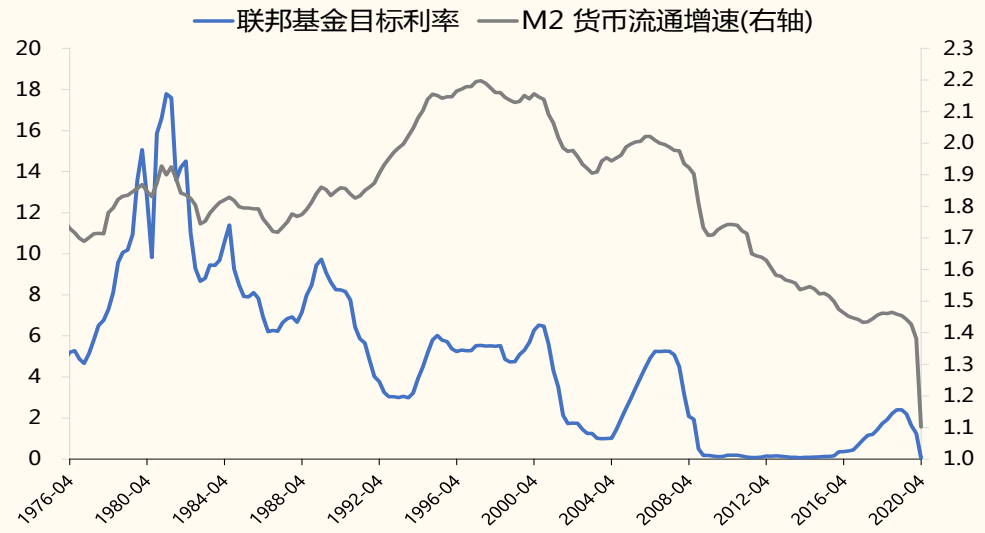
货币周转率的大幅回落表明货币传导机制当中的环节出现了阻碍。通常货币政策传导机制主要包括三个环节：**第一个是基础货币创造环节**，即中央银行通过外汇占款、对政府的债权以及对其他存款性公司债权等渠道创造基础货币，并通过存款准备金率、公开市场操作和再贷款等货币政策工具对其进行调节。**二是信用货币派生环节**，即通过货币政策对实际利率的影响，通过调整信贷行为将资金向其他金融机构进行分配，进而改变企业和个人对商品和服务的需求。**三是信用转换环节**，即企业和居民通过消费和投资将资金投向实体经济。具体来看，货币周转率的大幅回落主要由于第一环节机制的改变导致第二环节的派生受阻。在 08 年金融危机之前，超额准备金率一直维持在 0%，导致银行对于将多余的资金放在超额准备金账户的意愿较低。但金融危机后，美联储进行了大规模资产购买计划，为了鼓励银行有意愿去持有准备金，美联储于 2008 年 10 月开始对银行的超额准备金付息，导致 1）银行等金融部门受监管变严的影响，为了规避风险，将大量流动性作为超额准备金存放于其在美联储的准备金账户，但并未形成总需求。2）非金融私人部门纷纷进入去杠杆阶段，金融杠杆大幅降低，进而限制了能够流入实体经济的流动性，货币流通速度 V 明显下降。

图表 8：美联储的资产负债表

中央银行资产负债表	
资产	**负债和资本**
净外国资产 *Net foreign assets*	储备资金 *Reserve money*
净国内资产 *Net domestic assets*	1、流通中的货币（*Currency in circulation*）
	2、商业银行准备金（*Reserves of commercial banks*）
	非货币性负债 *Non-monetary liabilities*
	1、央行有价证券（*Central bank securities*）
	2、其他（*Others*）
	股权资本 Equity capital

来源：美联储、国金证券研究所

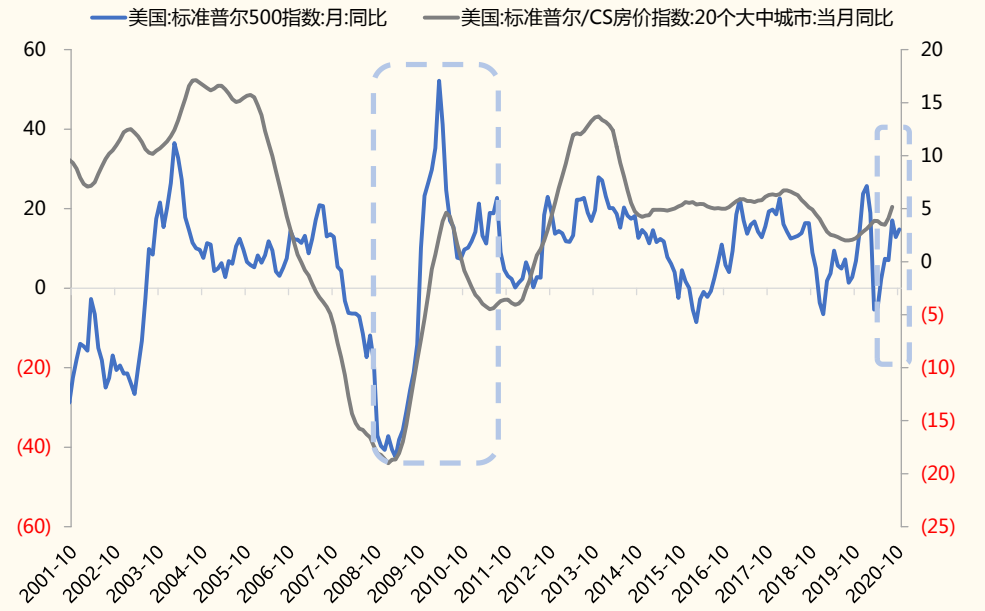
图表 9：M2 流通增速在 08 年之后震荡下行



来源：St. Louis Fed，国金证券研究所

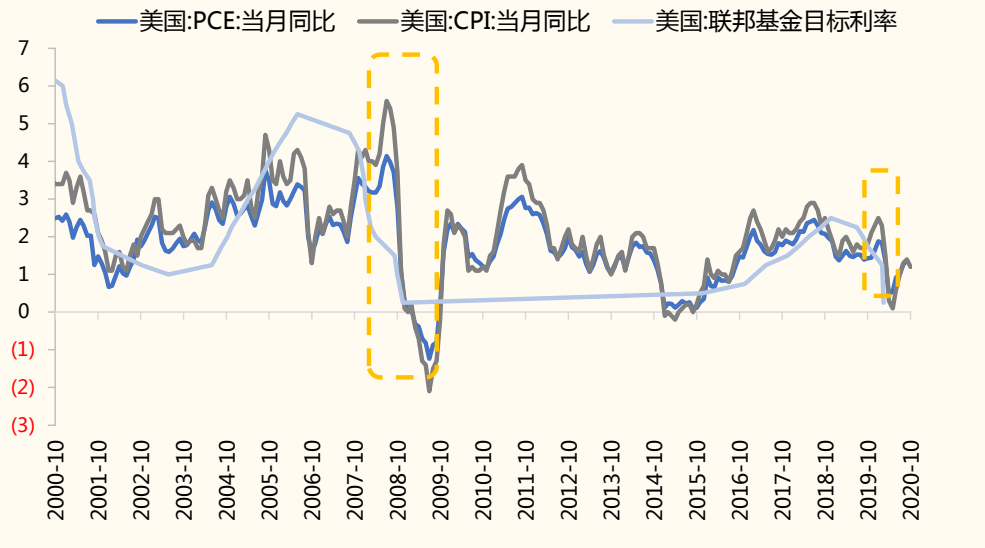
2）其次，费雪方程式侧重于商品交易对货币的需求，但未考虑到货币的资产职能。费雪方程式中的 P 主要包括商品价格，但 M 是投入整个经济和金融系统的货币总量代表，意味着 P 不能仅仅限于 CPI 为代表的价格指数，而是需要综合考虑实体经济和虚拟经济后的价格总量指数（这也能够解释为何货币超发未对整体通胀形成显著的正面作用，但对金融价格的影响仍然是较大的，尤其是在金融危机后）。08 次贷危机通过次级债直接冲击美国的金融体系，流动性溢价大幅上升，然后再扩散到实体企业，实体经济整体恢复较弱，最终实体经济的回报收益率大幅减少促进更多的资金流通到股市和房地产市场中，全球的资产价格大幅上涨。我们可以注意到在 08 年金融危机和本轮疫情之后，美股均出现了技术性牛市，但通胀均出现不同程度的回落，尤其 08 年后 PCE 当月同比一度跌入负值。

图表 10：08 年和本轮疫情之后，股市均出现技术性牛市



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：通胀跟随联邦基金利率回落，并未出现通胀

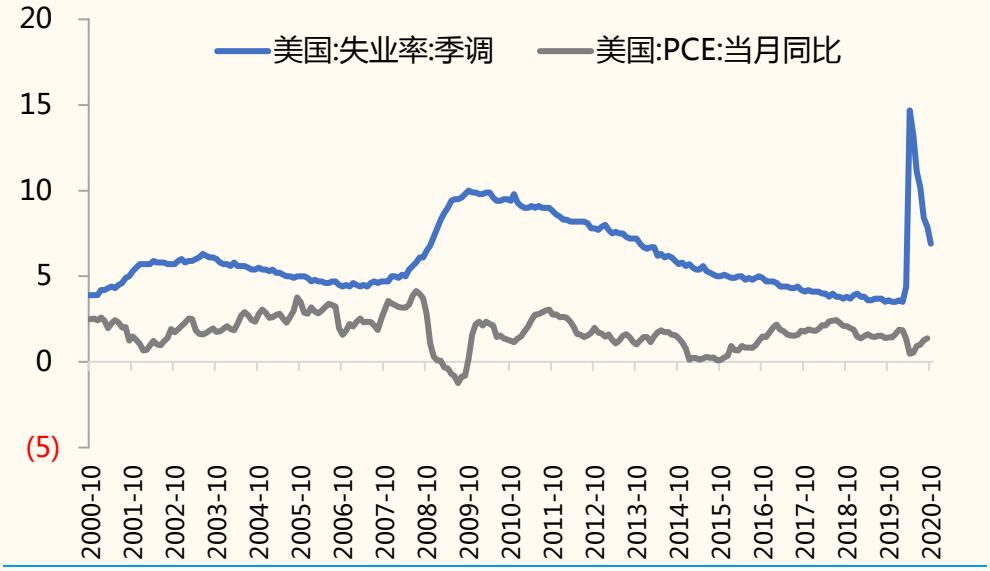


来源：Wind，国金证券研究所

第三，该方程假设经济处于充分就业的前提下，Q 在短期内不会发生改变，与实际情况不相符合。首先，市场不可能存在充分就业，这也意味着 Q 短期内会有所波动，货币总量和通胀会出现非同比例上行或下降。后续凯恩斯模型提出的短期菲利普斯曲线也否定了这一观点。短期菲利普斯曲线表明各国央行可以设置一个经济能够最大限度承受的通货膨胀与失业的界限，通过对总需求管理政策把通货膨胀和失业都控制在此界限之内。具体来看，央行采取紧缩或者是扩张的经济政策对失业率的影响进而传导至通胀。**其次，劳动力市场目前存在的结构性问题导致虽然货币总量能够对失业率进行调整，但是无法传导到薪资增幅。**但进入 20 世纪后，全球经济的复杂性导致菲利普斯曲线失效，美国通胀并没有跟随劳动力市场呈明显反比变化，而是整体呈现区间震荡的走势。无

论是 08 年还是本轮疫情之后，虽然随着政府的干预，失业率出现大幅回落，但职位有空缺数仍然在高位，整个贝弗里奇曲线往右挪，表明劳动力市场的错配加剧，劳动力市场复苏的不均衡无法对通胀形成提振。

图表 12：失业率和PCE 同比的反比并不显著



来源：Wind，国金证券研究所

所以整体来看，货币超发只是高通胀的必要而非充分条件。首先，如果考虑到结构性因素，一方面随着全球化和科技的技术推进，全球大幅的提升了生产效率，使得供给曲线平坦化。另一方面，人口的老龄化拉低了潜在的增和总需求，对通胀形成抑制。**其次，**08 年之后通胀的主要矛盾体现在在总需求结构性不足而供给整体过剩。通胀高企不仅仅取决于货币总量，还取决于商业银行、私人部门和企业部门对杠杆抬升的意愿程度，这也表示只有当总需求超过总供给的时候，货币超发才可以刺激整体通胀水平，不然的话剩余资金更倾向于在金融体系内空转，无法整体抬高通胀中枢。

三、通胀不是货币超发的唯一表现形式，还有金融市场的不稳定

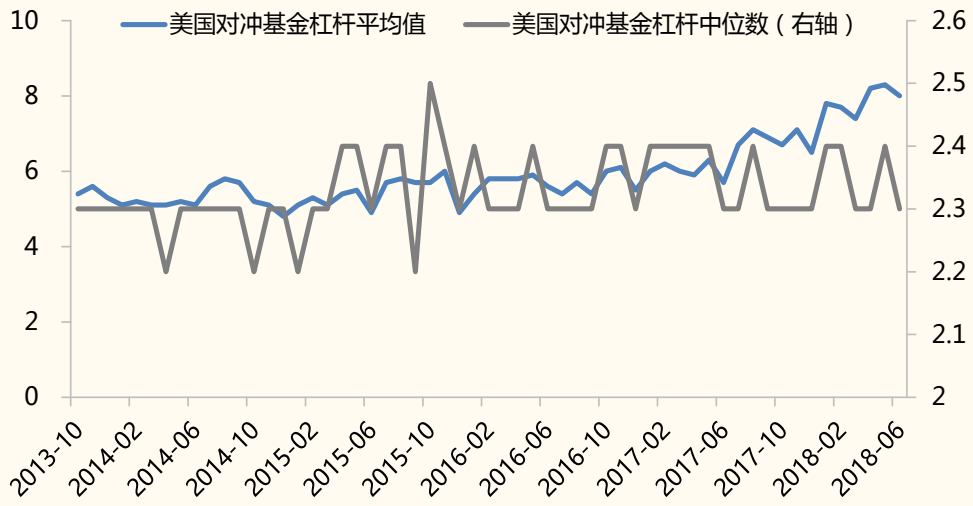
由于目前货币超发的结果对整体通胀的影响有限，更多的流入到资本市场，宽松的货币政策+资产价格大幅攀升进而会影响金融市场的稳定性、造成金融市场的扭曲并出现资产泡沫、出现主权债务方面等系统性风险。

从货币政策角度来看，金融创新提升了整个金融体系的借贷能力的同时，增加了难以估计的风险，对货币政策有效性形成了挑战。具体来看，金融创新风险主要包括经营风险和市场风险。**从经营风险来看，**金融的创新打破了原有的经营模式，在追求利润最大化的同时给金融体系注入了不稳定的因素，一旦出现超预期的资产价格波动或者具体操作流程的失误，由于没有历史可借鉴因素，不确定性上升，最终导致金融机构信用等级回落，增加了金融机构的经营风险。**从市场风险来看，**金融创新是各种新型的金融要素融合在一起的产出物，一定程度上加大了资产证券化。受到新型金融方式高收益率的吸引，投资者通过加杠杆作用将风险转移到高流动性的金融创新产品市场，但对金融市场具有一定的破坏性和波动性。如果新的监管政策和金融创新未能同步的话，那金融工具

风险的出现不仅会冲击和破坏金融市场，也会通过资产证券化导致货币当局对资产负债表的控制力削弱。

从非银金融机构角度来看，高杠杆率是其金融脆弱性的一个主要来源。在经济低增长的环境下，通过结构化和适当放大杠杆效应能够为整个市场提高资本流动性并保证整个金融系统的正常运作，在实现信用扩张的同时，也帮助金融市场不断形成自我完善的机制。但货币超发带来的流动性过剩的背景下，大量资本脱实向虚，实体经济的空心化和风险资产的虹吸效应，进一步推升资本价格上涨，促进金融机构更愿意增加提高金融资产的杠杆率。根据金融脆弱性理论表明货币在其产生的时候就已经具有了内生的脆弱性，信息的不对称、资产价格的波动以及信贷合约的道德风险的互相联动效应会出现剧烈的市场波动。在金融杠杆达到一定的高度时，金融杠杆后续的被动上升势必会增加宏观经济的波动性，造成金融市场的扭曲，最终以泡沫破裂的形式收场。

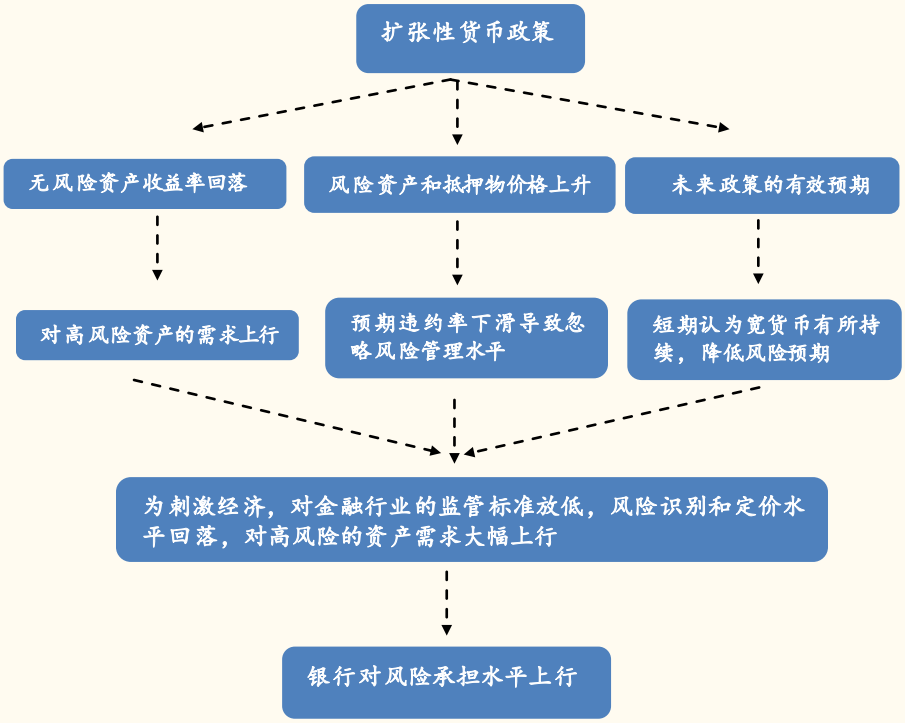
图表 13：美国对冲基金杠杆平均值上行



来源：美联储，国金证券研究所

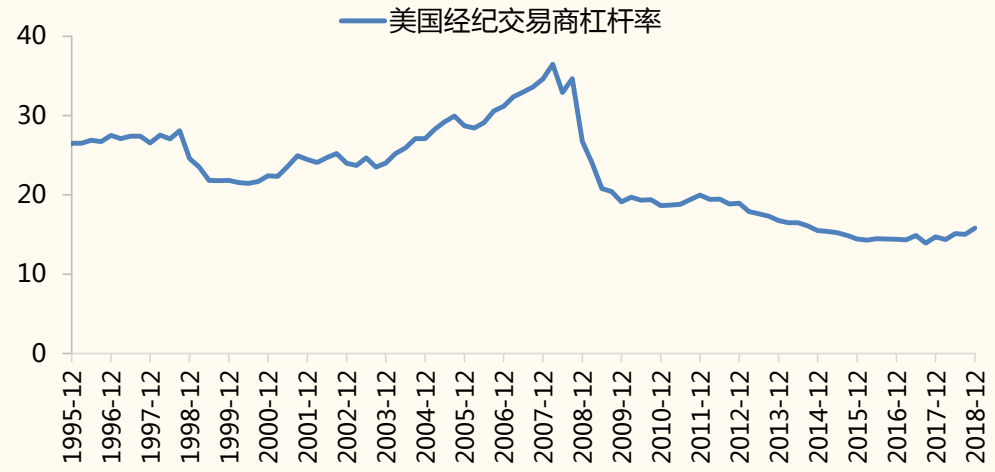
从银行角度来看，货币超发导致银行需要承担更多的风险。首先，在较低的长期实际利率下，企业和个人都将进行风险更高的投资，对无风险资产的需求回落，随着借款人预计其所持有的资产和抵押物的价格上升，银行也因为低利率从而降低对借贷人的违约率估计。从某种意义上来看，银行承担着“超出了借贷人原本风险偏好的额外风险”。**其次，**根据理性预期理论，投资者总是倾向于从自身的利益出发，并根据已经获得的信息，并对未来做出合理的预判。在低利率的环境下，借贷人认为宽松的货币政策将有所持续，对未来的利率环境保持乐观的态度，从而降低对风险资产的风险预期，进一步通过银行借贷来获得风险资产。银行虽然面临相对较大的信贷压力，但在整体盈利水平仍旧高于压力成本的条件下，仍然会放宽其贷款条件，从而导致银行内整个资产组合的风险上行。当货币政策收紧的时候，抵押价格的下降导致银行对信贷投放的意愿程度回落，而与此同时借贷人的金融资产价格也出现大幅回落，资产泡沫的破裂意味着银行面临的违约风险增强。一旦违约量超过银行所能承受的范围能力，其负面溢出效应会影响到其他的金融机构，导致金融市场整体出现紊乱，破坏金融环境的稳定性。

图表 14：货币超发导致银行风险承担水平上行



来源：公共信息整理，国金证券研究所

图表 15：美国经纪交易商杠杆率在 08 年不断上行



来源：美联储，国金证券研究所

回顾历史，泡沫最后破裂的背后主要原因是缺少有效的监管作为兜底。1929 年的金融危机来自于缺少风险隔离措施。在第一次世界大战结束后，受益于技术革命，潜在经济增速出现大幅上升，三大工业对经济的支撑叠加柯立芝政府所采取的自由主义的经济政策进一步加速了“柯立芝繁荣”。但随后的产能过剩，商品价格的暴跌，剩余流动的资金进入股市，导致泡沫累计，形成了实体经济和资产价格的背离，后来急剧下跌的股市连带着大量银行以信用抵押的资金，最终以 800 多家银行破产收场。1933 年 6 月 16 日，罗斯福政府通过了《格拉斯-斯蒂格尔法案》（Glass-Steagall Act，也称为《1933 年银行法》），

将商业银行业务与投资银行业务严格分开，并规定建立联邦储蓄保险公司，从而对商行和投行的股票投资经营进行了严格的监管。**2008 年的金融危机主要由于缺少金融衍生品的恰当监管。**和 1929 年金融危机一样，08 年的金融危机产生的深层次原因也是实体经济和虚拟经济的长期失衡，金融危机前由房地产推动的虚假的繁荣，主要在宽货币的背景下，资产证券化和金融衍生产品创新加速，导致房利美和房地美隐性担保规模迅速膨胀，最终泡沫破裂，危机爆发。之后在 2010 年 7 月《多德-弗兰克法案》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act））的颁布旨在对证券化及场外衍生品金融市场进行规范和约束，并解决道德风险。

图表 16：1929 年和 2008 年金融危机之后颁布的法案整理

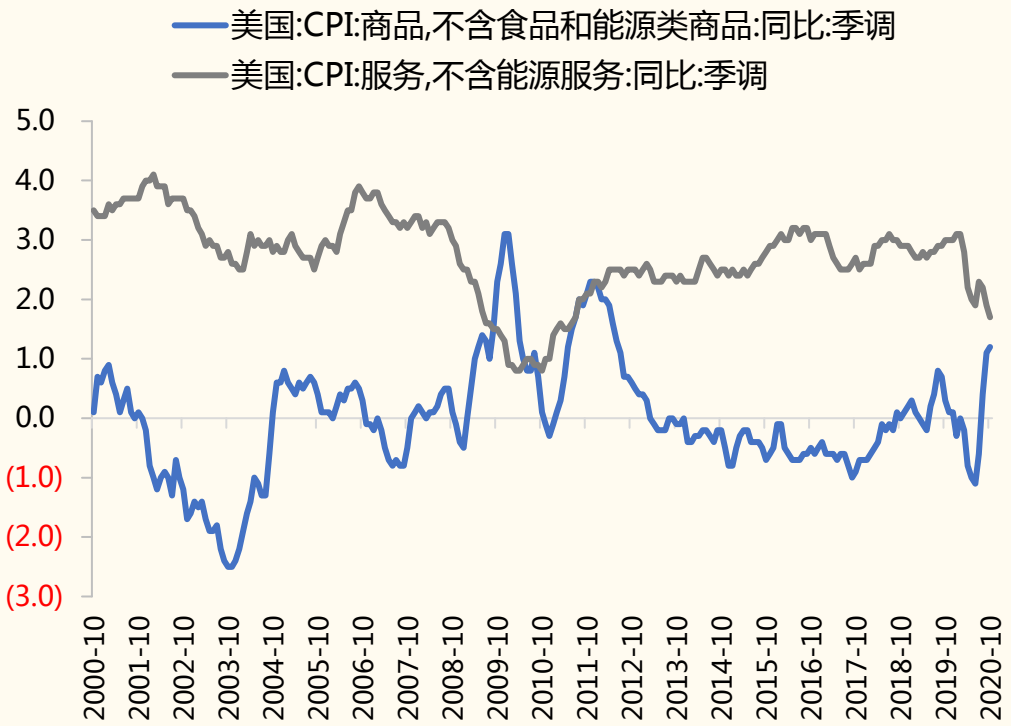
《格拉斯-斯蒂格尔法案》	法案将商业银行和投资银行进行隔离，确立了银行分业经营的监管框架，从源头上隔离了商业银行进入证券市场上的投资机会，保证商业银行避免证券业的风险；包括如需联邦储备系统调节存储账号的利息；禁止银行控股公司拥有其它金融公司。
《多德-弗兰克法案》	进行监管机构和监管功能重组，防范系统性风险：强化联邦层级的监管，提高宏观审慎监管水平并协调各州监管机构之间的矛盾与冲突，其中设立金融稳定监管委员会防范和识别系统性金融风险；赋予美联储监管大型综合金融保险集团的权利，使美联储能够对 AIG、美国运通、摩根士丹利和美林证券等在危机中出现问题的机构实施更为严格的监管要求。
	强化对“系统重要行性机构”的监管，解决“大而不到”的问题：将所有具有系统性重要性的银行和非银行金融机构（扩展到母公司及其所有子公司，且包括美国和国外的）纳入美联储的监管之下，实施更为严格的资本充足率和其他审慎性监管标准；同时引入“沃尔克规则（Volcker rule）”，限制大型金融机构的自营业务交易；收于联邦储蓄保险公司（FDIC）破产清算权限，在超大金融机构经营失败时对其采取安全有序的破产程序；限制美联储的应急借款权，所有贷款计划均需获得美国财政部长批准方可实施，并禁止破产公司参与经济贷款计划。
	对证券化及场外衍生品金融市场进行规范和约束：提高证券化市场的透明度和标准，加强对信用评级机构的监管；将绝大部分场外金融衍生品交易移到交易所交易，并通过清算中心结算，限制高风险衍生品交易场所，对从事衍生品交易的公司实施特别的资本比例、保证金、交易记录和职业操守等监管要求。
	填补对冲基金、私募基金、信用评级公司等监管的空白：限制金融机构有大量脱离实体经济的复杂金融产品，避免风险集中爆发；要求资产规模超过 1000 亿美元的对冲基金、私募股权基金及其他投资顾问机构在 SEC 登记，披露交易信息并定期接受检查。
	严格银行资本金监管和业务监管，控制潜在经营风险：根据银行的规模和风险设定新的资本金要求，其中包括禁止拥有子公司的大型银行将信托债券作为以及资本；要求资产在 150 亿美元以上的银行必须达到更高的资本标准等；新的金融监管法案确定了美联储在资本监管中的地位，要求美联储对“资本严重不足”进行定义，并设点审慎监管和管理的临界值，为保障银行义务的稳健安全运营提供强有力的支撑。
	创设消费者保护局，加强对消费者权益的保护：对提供信用卡、抵押贷款和其他贷款等金融产品及服务的金融机构实施监管，对金融产品的风险进行测试和防范，以确保消费者得到清晰、准确和完整的信息。该机构可以监管美国各类银行和非银行金融机构。

来源：公共信息整理，国金证券研究所

四、未来全面通胀难以看到，但局部通胀仍旧会有

疫情发生后来看，美联储不仅紧急下调联邦基金利率至零利率超低水平，推出无上限量化宽松，重启次贷危机时的救市工具 CPFF 和 MMLF 等，创设新型融资支持工具 PMCCF 和 SMCCP 用于购买公司债，还推出 2 万亿美元经济救助计划，并将向美联储货币市场流动性工具提供 100 亿美元的外汇稳定基金信贷保护。但由于全球经济大幅回落，导致需求端的恢复远不如供给端，叠加劳动力市场中服务业的永久失业率大幅上升，对餐饮、酒店和休闲娱乐等服务类消费价格带来巨大的下行压力，数据显示，10 月美国 CPI 服务（不包括能源类）同比为 1.7%，远低于前去年 10 月同比 3%的增速。

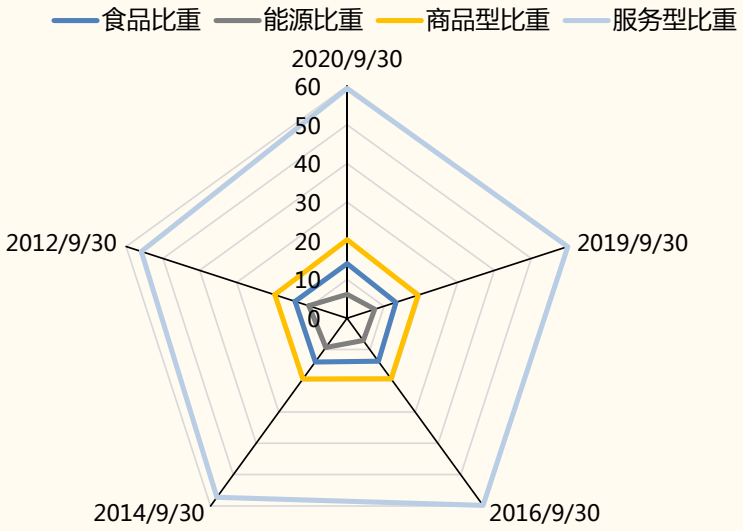
图表 17：美国 CPI 中的服务业分项同比出现大幅回落



来源：Wind，国金证券研究所

整体来看，未来通胀主线由能源价格和服务型价格决定。通胀整体由能源价格、食品、商品价格和服务型价格四个部分决定，其中目前分别占比为 6%、14%、20%和 60%。未来看，整体通胀分化加剧，局部通胀压力加大，但在供给冲击大于需求的回暖的基础上，通胀整体中枢难以有显著提升，具体来看：

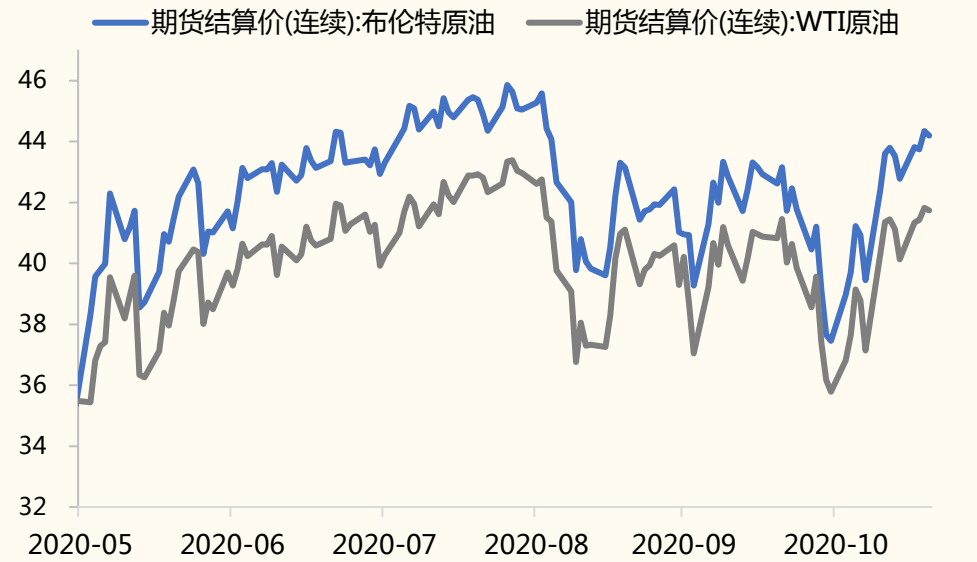
图表 18：美国 CPI 的比重较稳定



来源：Bloomberg，国金证券研究所

1）原油价格价格有望回升，能源价格修复性反弹行情有望延续。疫苗的研发取得了突破性的进展短期对原油价格形成利好。具体来看，WTI 原油期货价格目前收涨至 41.74 美元/桶附近，而布伦特原油期货价格也升至 44.20 美元/桶左右。根据 EIA 公布的数据显示，原油和其他液体能源产品的需求在 2020 年为 92.91 百万桶/每天，供给在 94.45 百万桶/每天；在 2021 年需求为 98.61 百万桶/每天，供给为 98.38 百万桶/每天。需求/供给比从 2020 年的 0.98 上升到 2021 年的 1 左右，表明原油市场消费前景将逐渐改善，供需结构也将逐步好转。但后续仍然需要注意地缘政治因素和 OPEC 对减产协议的进一步指引，但需要彻底扭转此前偏悲观的原油需求预期依然有一定的挑战。

图表 19：原油价格持续回升



来源：Wind，国金证券研究所

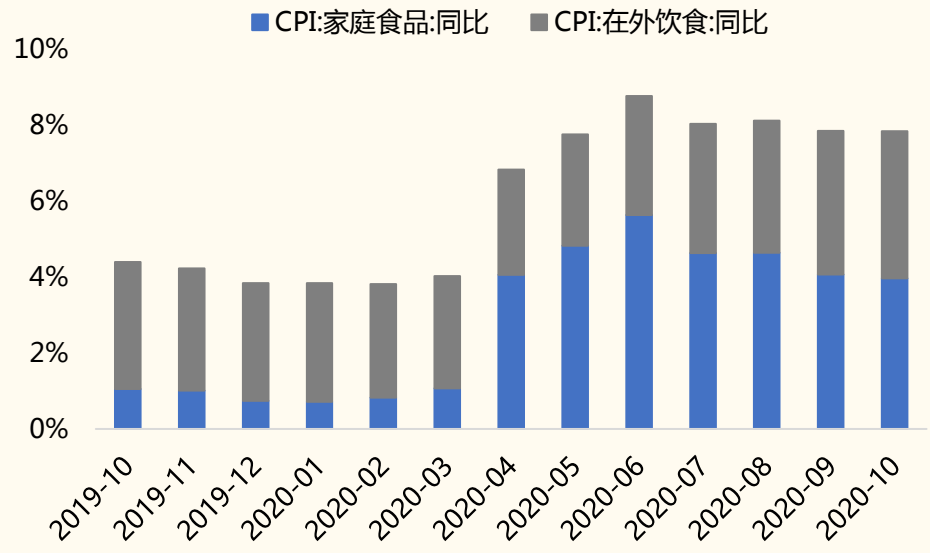
图表 20：原油机构对需求和供给做出的预测

	全球需求增量（百万桶/天）			OECD 商业库存（百万桶）		
时间	2019	2020E	2021E	2015-2019 平均值	2019/9	2020/9
数量	99.76	90.01	96.26	2967.1	2941.9	3179
变化	——	-9.75	+6.15	——	——	+237.1
	OPEC 原油产量（百万桶/天）			非 OPEC 原油和其他液体能源产量（百万桶/天）		
时间	2019	2020/10	2021E	2019	2020E	2021E
数量	29.34	24.39	——	65.16	62.73	63.68
变化	——	——	——	——	-2.43	+0.95
	美国原油产量（百万桶/天）			美国液体燃料净进口（百万桶/天）		
时间	2020/8	2020E	2021E	2020/8	2020/9	2020/10
数量	10.58	11.37	11.47	-1.03	-0.5	-0.42
变化	-1.85	——	+0.1	——	——	——

来源：OPEC 原油市场月度报告（2020/11），国金证券研究所

2）美国食品价格明年上涨动力不大。食品价格（14%）主要分为家庭食品（7.8%）和在外饮食（6.2%）两个子分项。具体来看，10 月家庭食品价格同比为 3.97%，较年初已经出现明显的修复，并远高于去年 10 月的 1.05%; 10 月在外饮食价格同比为 3.9%，较 4 月和 5 月地域性封锁后的 2.8%和 2.9%出现明显回升，较好于去年同期 3.3%的增速。整体来看，食品分项明年缺乏上涨动力，并受今年下半年高基数的影响，可能出现回落的趋势。

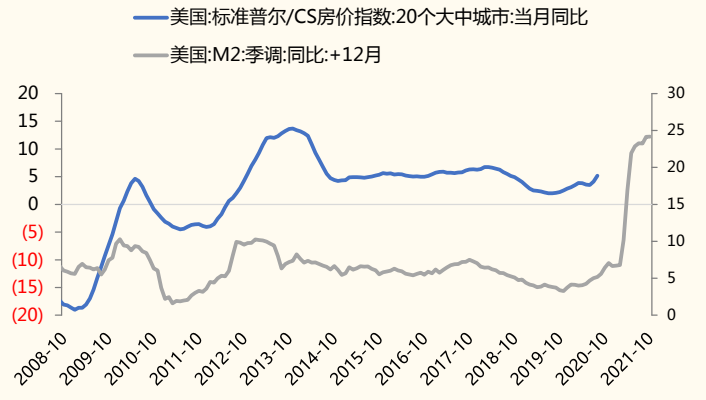
图表 21：美国 CPI 中食品价格明年上涨动力缺乏



来源：Blooberg，国金证券研究所

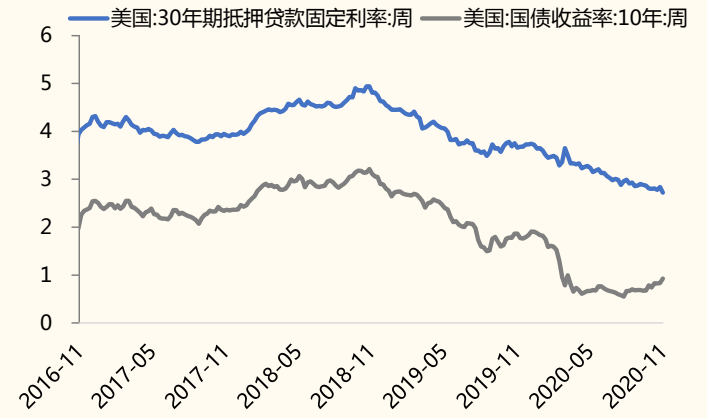
3）房地产将是明年美国通胀上行的最大动力。疫情后地产行业明显恢复较快，一方面联邦基金利率的下调带动房产购置的融资成本，数据显示，目前 30 年期的国定利率抵押贷款利率为 2.7%，较 2 月底出现明显回落，提升了居民购房能力。另一方面，随着疫情带来的春季经济和住房市场的停顿，之前的推迟购买导致复工复产后需求激增，使得房地产市场亮眼。数据显示，美国 10 月新屋和成屋均超预期，其中多单户开工和四大地区房屋销售均出现显著增长。由于货币供应的增加部分流入到房地产市场，我们可以发现 M2 同比领先美国 20 大中城市房价指数 1 年左右，M2 在今年 4-5 月份的大幅上涨意味着明年上半年房地产价格将对通胀形成上行的动力，另外对其下游产业商品价格中的家具陈设与用品通胀也将形成支撑。

图表 22：美国 M2 同比增速领先地产价格指数 12 个月



来源：Wind，国金证券研究所

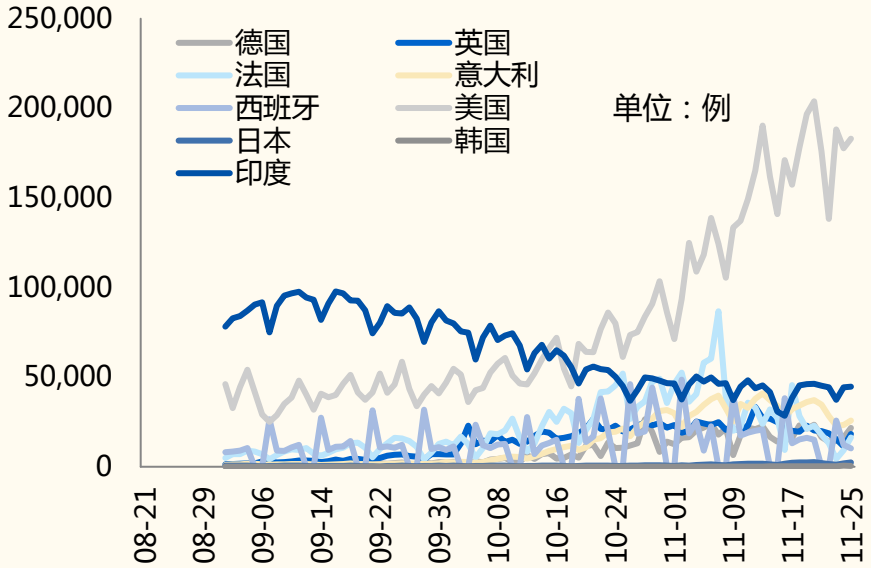
图表 23：美国 30 年抵押贷款利率下行



来源：Wind，国金证券研究所

4）从其他服务型价格来看，虽然新冠疫苗进展积极，服务业渐进式回暖，但菲利普斯曲线失效表明失业率的下滑对薪资提振有限。虽然辉瑞制药和 BioTech 共同研发的新冠 mRNA 疫苗有效率高达 95%，但接种的时间需要渐进完成，经济也无法立刻重。鲍威尔也在表示冠状病毒传播加剧对未来几个月的经济构成重大风险，认为当前谈论疫苗能够改变前景还为时尚早。即使是疫苗接种的进展超预期，服务业能够进入一个快速复苏的通道，但劳动力市场的结构性问题包括全球化、人口老龄化和科技的发展导致薪资增幅无法和劳动力市场的恢复呈正比例上行，对服务业的提振有限。从 08 年的金融危机之后，我们看到 CPI 中的服务业分项经历了较长的复苏时间，且出现中枢下移趋势。从未来看，服务业占 CPI 比重较大，即使明年受低基数红利，服务型通胀有望上行，但后续复苏动力仍然较低。

图表 24：海外疫情仍然相对严重

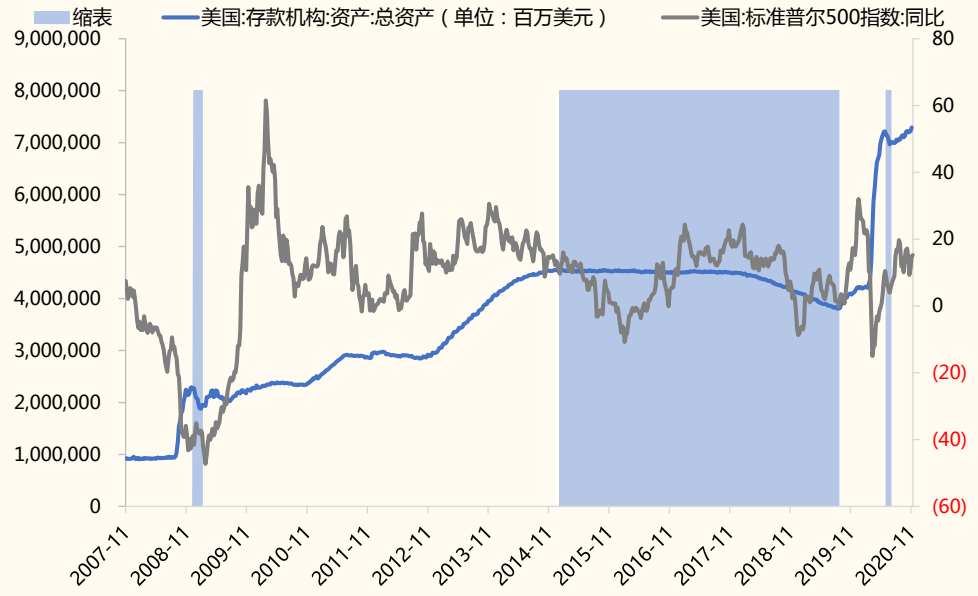


来源：Wind，国金证券研究所

五、需警惕全球风险资产的波动

首先，如果以美联储为首的主要国家开启加息模式并伴随缩表的话，金融市场的波动有所加剧，且当前监管较松，可能引发的金融系统性风险概率上行。08 年和本轮疫情冲击使得量化宽松成为了刺激经济的主要货币政策工具，而其对央行资产负债表的作用也在经济周期中不断强化。在 9 月全球央行行长会议上，欧央行表示在全球较低的均衡利率水平等结构化因素意味着央行资产负债表作为货币政策工具的使用期限将远超此前预期，那也意味着如果全球缩表提上日程的话，对经济和资产价格的影响也将被放大。**首先，**从加息和缩表对风险资产来看，这些政策直接导致金融体系内的流动性收紧，一方面大概率抬升美债收益率中枢，进而对美股的估值形成约束，使得美股的涨势动力趋弱。另一方面，对金融市场的预期和心理层面也对资产价格形成实质性的影响。**其次，**特朗普上台后签署了《放松监管法案》，放松了《多德—弗兰克法案》规定的特定银行控股公司和受美联储监管的非银行金融机构的审慎监管标准，对系统重要性金融机构的认定门槛从合并资产 500 亿美元以上大幅提高至 2500 亿美元以上。另外，大幅放松了大型银行的监管标准，希望以此放松对资本市场的监管，从而推动美国金融机构在全球的竞争能力。但正如我们之前所说，历次金融危机的爆发主要都是监管不当所构成的，如果未来美联储加息缩表，在流动性风险攀升的背景下，较松的监管意味着 1）当地金融机构承担信用风险的水平上行 2）全球市场的关联度上行，对其他经济体的溢出效应加剧。

图表 25：美联储历史缩表对美股价格形成较大影响



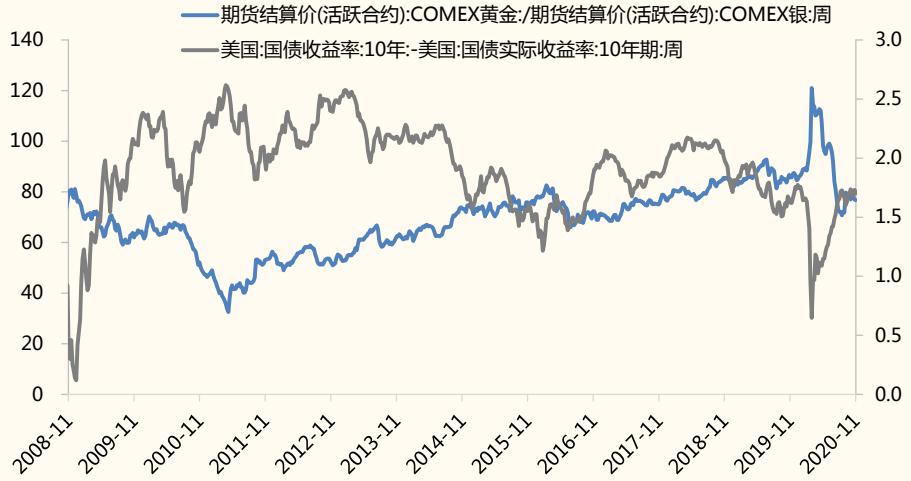
来源：Wind，国金证券研究所

其次，如果美联储加息，通过资本市场和汇率渠道对 A 股造成非对称溢出效应。我们通过将联邦基金利率和沪深 300 指数的走势做对比，发现大部分时候美联储的加息对我国股市都造成一定的负面影响。美联储在 2015 年 12 月宣布加息 25 个基点后，沪深 300 指数从 2015 年的 3730.24 回落到 2016 年 2 月份 2,998.37；2018 年美联储一共加息了四次，沪深 300 指数从 3 月的 4017.49 回落到 12 月的 3127.50。**首先，**货币政策通过利率平价对股市产生影响。从资本流动的角度来看，汇率的升值能够直接反应资本流入的预期。美元的升值能够减少当地上市公司所需要偿还的负债，对公司的企业利润形成提振，进而对当地上市公司的股价形成利好。资本通过利率和汇率两个渠道流入美国，进而推动人民币汇率贬值，造成 A 股可能出现波动较大的现象。**其次，**在心理预期的渠道下，美国货币政策的调整会影响投资者对未来经济和股市的预期，进而改变投资者的投资行为。国内投资者会因为美联储的加息进而对国内的市场前景感到悲观，而利率平价带来的理论带动短期资本快速从国内流会加剧境内投资者的恐慌心理，进而进行集中抛售，导致短期 A 股的波动性加剧。

第三，未来商品资产的波动性将有所加剧。白银和黄金虽然两者同步性较高，但由于白银工业用途更加广泛，且又不是官方货币储备，所以白银的商品属性通胀高于黄金。相比之下，黄金的避险属性主导着金融资产价格的走势，所以黄金的金融属性较强，这也能反应出在美联储持续降息和开启 QE 之后，金融属性带动黄金价格开启牛市，另一边由于需求的疲软、库存累计至高位带动白银价格大幅回落，金银比的上升带动通胀预期回落。未来看，我们认为多种因素将会对金银比形成较大的扰动。**首先，从政策因素来说，对黄金价格的上行形成制约。**今年黄金部分的强势将归功于的地缘政治避险因素，随着拜登上台，美国和其他国家之间的贸易来往将取得部分和解，整体来说未来的政策更走向合乎预期的一个框架，在流动性仍然宽裕的的背景下，持有黄金的机会成本降低，银价的金融属性将逐步凸显并跟随黄金价格上涨，金银比可能会出现回落。**其次，从通胀预期来说，金银比的波动性有所加剧。**疫苗的进展有利于通胀预期的回升，以及整体全球需求的复苏对大宗商品形成利好，白银的商品属性受

益于需求复苏。另一方面，黄金的主要驱动因素是实际利率，在通胀预期走高的背景下，名义利率若保持不变，那么实际利率则会出现回落，推动黄金价格进一步走高，那么金银比则取决于他们的相对增长速度。**第三，若货币政策在明年年底收紧的话，那么金银比会出现明显回落。**如果疫情在明年下半年有望出现明显好转，那么全球经济的增速将会出现明显增长，白银的商品性和金融性属性的供需平衡也将进一步显著修复，对银价形成利好。与此相对的是，在这个背景下，拜登必定会督促美联储加速对货币政策的调整，那么在实际利率上行概率加大的前提下，黄金价格将会受到下行压力，金银比整体回落。综合来说，未来商品资产受到的干扰因素较多，且目前仍然看不到一个明确的路径，价格也会因为市场预期的不平衡导致波动率有所加大。

图表 26：金银比和通胀预期呈反比



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示：

1. 疫情二次爆发对全球经济影响的不确定性上行；
2. 政府应对措施不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
3. 货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH