



本輪全球量化寬鬆會帶來大通脹嗎？

經濟研究員 丁孟

為應對新冠疫情，美聯儲3月23日推出無限量量化寬鬆，包括歐洲央行、英國央行、日本央行在內的全球主要央行也紛紛推出或加碼量化寬鬆。美聯儲上一輪為應對2008年金融危機而推出量化寬鬆時市場的猜測再次浮現，即本輪全球化的量化寬鬆政策會否帶來全球大通脹。

不同於2008年金融危機，由於本輪疫情帶來對全球產業鏈分工和部分國家產能的破壞，全球經濟總產出將出現明顯下滑，更多貨幣追逐更少商品的情況出現的概率明顯提高，全球通脹大幅提升的風險上升。通脹提高恐將導致利率重估開始，帶來全球金融市場價格的大幅調整，並限制央行為經濟和金融市場提供政策支持的能力，其可能帶來的金融風險值得警惕。

一、經典理論與現實世界的差異

在經濟理論假設下，量化寬鬆必然帶來全球大通脹：貨幣經濟學方程式： $MV=PQ$ ，即經濟中的貨幣量乘以貨幣流通速度恆等於經濟中的商品量乘以商品價格。假設經濟中的產出和貨幣流通速度不變，則經濟中的貨幣量與商品價格之間具有嚴格的對應關係，即貨幣“注水”必然帶來商品價格上升。

但現實經濟中，理論假設至少有如下幾條是不成立的：由於經濟中出現結構性調整，貨幣流通速度可能放慢，或者經濟中的產出可能增加，這兩者都會導致即使經濟中貨幣量增加，但是商品價格不會大幅上升，並甚至可能下跌。

此外，上述貨幣經濟學方程式中對於貨幣和商品的定義與現實生活中的認知是不同的：首先，在全球化的條件下，不是所有的貨幣都可以認為是 $MV=PQ$ 恆等式中的貨幣，因為在公式中匯率問題被抽象掉了，例如，日本央行早在2001年就推出量化寬鬆政策，堪稱量化寬鬆的“始祖”，但其經濟反而持續存

在通縮的風險，也未明顯向全球輸出任何通脹，除了經濟運行本身的變化之外，日圓並非世界貨幣也是重要原因，美元在全球交易中的計價貨幣地位意味著從全球市場衡量，日圓的超發會被日圓的貶值部分抵銷掉，日圓超發只會在其本國內的不可貿易部門引起通脹問題；同樣，歐元區在歐債危機期間推出量化寬鬆政策，由於政策及市場變動導致歐元對美元匯率從 1.4 附近下跌至最低 1.04，因此，即使經濟體量如歐元區，其央行資產負債表擴大也不會直接起到等比例增發貨幣的效果。

上述可貿易和不可貿易部門的劃分引出了公式定義中第二個關於理論和現實的不同，即恆等式中的商品是所有商品的抽象，但現實中可能是某些可貿易商品由於全球化提升了產量，從而價格不變，但是不可貿易品受到本國貨幣超發影響價格上漲。此方面最明顯的例子是中國房價，由於中國資本帳戶不完全開放，2014 年之前數年間通過外匯佔款增加被動釋放的人民幣流動性幾乎不對人民幣兌美元匯率產生影響，絕大部分超發的人民幣流入國內不可貿易部門，中國地產市場幾乎可以被認為是完全不可貿易市場，並且其供給受制於土地供應，超量貨幣使房價變成了民間所稱的中國通脹“蓄水池”。

理論和現實的差異有助於解釋為什麼 2008 年金融危機後的全球量化寬鬆並沒有帶來全球通脹，以及本次基於疫情衝擊而進行的全球“放水”對通脹的影響為什麼會不同。

二、歐元、日圓和人民幣對美元匯率的調整使得美國之外主要央行的量化寬鬆對於全球通脹的影響很有限

2008 年金融危機之後，儘管歐洲央行、英國央行和日本央行推出了史無前例的量化寬鬆，但是由於匯率變動影響，對於全球通脹的影響很有限。例如，歐債危機期間，儘管歐洲央行推出類似資產購買的計劃，但歐元兌美元匯率從最高的 1.4 下跌至最低的 1.04，跌幅超過 25%，歐元兌換成等量美元在可貿易部門中對於國際範圍內的通脹推升大大受限；同樣美元兌日圓匯率從最低 75 上漲至 125，升幅超過 60%，限制了日本央行多輪量化寬鬆對於全球通脹的效果；人民幣兌美元匯率在 2014 年後貶值幅度同樣超過 10%，足以稀釋中國擴大對外開放後釋出的人民幣增發量對於全球可貿易商品價格的衝擊。

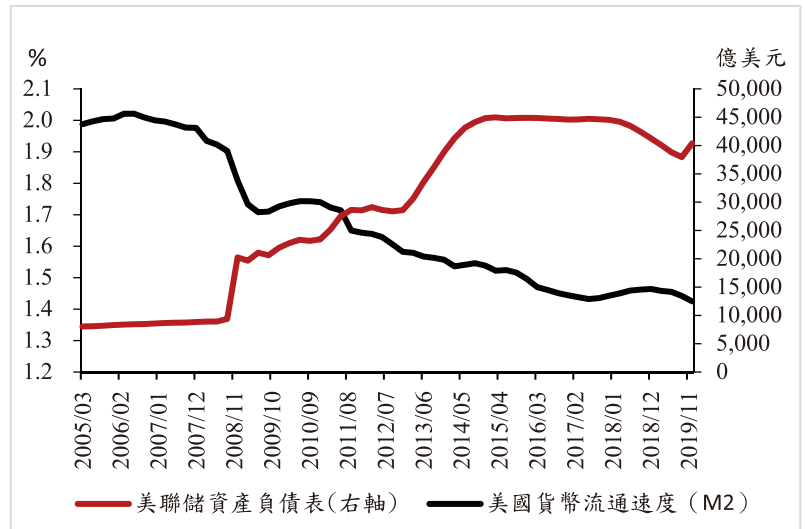
在目前全球外匯市場匯率形成機制沒有發生大的變化的情況下，量化寬鬆對

通脹影響的簡化分析可以落到美聯儲歷次擴大資產負債表帶來美元流動性上升的影響上。

三、全球化帶來可貿易部門產出量擴大和大宗商品價格下跌是上一輪全球量化寬鬆未能帶來大通脹的主要原因

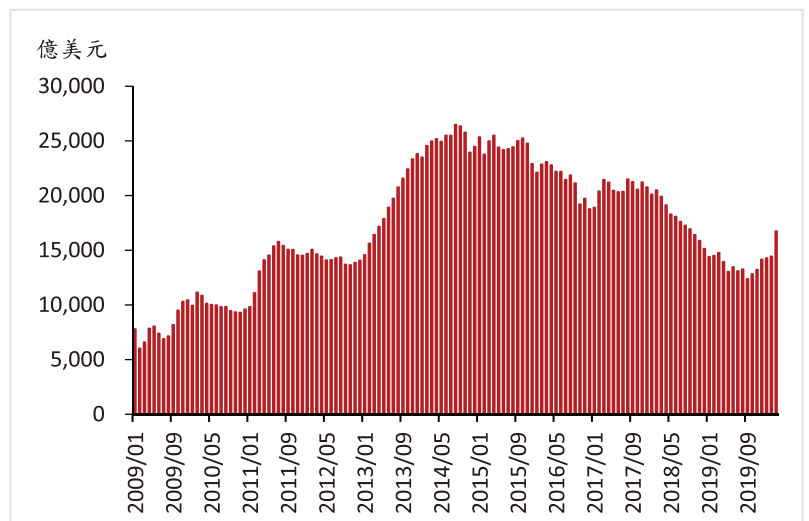
以美元角度看，在恆等式的貨幣量即 MV 一端，美聯儲上一輪為應對 2008 年金融危機推出的量化寬鬆政策帶來其資產負債表的擴張，但同時，以 M2 口徑衡量的美國貨幣乘數在 2008 年金融危機之後出現了結構性的下降（見圖 1）。美國商業銀行超額儲備的上升可以從另一個側面反映 2008 年金融危機後美國金融體系貨幣創造速度減緩（見圖 2），即美國經濟並沒有全額吸納美聯儲通過量化寬鬆政策創造的流動性。上述原因有經濟從危機中復甦速度慢、銀行與經濟部門謹慎程度提高和市場存在套利機會等多種原因，從本輪新冠疫情導致的經濟危機來看，這些情況有很大概率重複發生，這意味著超量流動性不會在短時間內以等比例造成全球大通脹。

圖 1：美聯儲資產負債表與 M2 貨幣流通速度



資料來源：Wind、BOCHK Research

圖 2：美國存款機構超額準備金



資料來源：Wind、BOCHK Research

但在等式的另一端，預計情況將有很大不同，是本輪全球量化寬鬆可能導致通脹上升的主因。2008 年金融危機之後，中國推出 4 萬億元經濟刺激方案，並迅速擴大經濟中的產能（也導致後續的去過剩產能問題）；另一方面，在經濟全球化下，中國擴大的產能在全球較為迅速地輸出，再加

上產業鏈的全球佈局意味著在全球範圍內配置資源的效率更高，產出更大，因此 PQ 中的 Q 實際上是在擴大的，從而一定量的 M 提高並不必然導致 P 提高。

最後需要指出的因素是美國頁岩油革命帶來的全球能源價格的調整。前文中提到，對於 PQ 而言，實際上是多種商品抽象成了一種商品，但在全球可貿易商品中每種商品的權重是不同的，佔據最重要影響力單一產品堪稱原油。美國頁岩油開採使美國由原油淨進口國變成原油淨出口國，全球範圍

表 1：中國的大宗商品消費量佔全球大宗商品消費量估計

	2016年	2017年	2018年	2019年
銅	49%	50%	51%	53%
原油	12.98%	12.93%	13.89%	
玉米	23.52%	24.13%	23.95%	24.58%
豆油	30.61%	30.15%	28.81%	28.96%
豆粕	30.97%	30.69%	28.88%	28.38%
棕櫚油	7.71%	7.61%	9.59%	9.25%
食糖	9.28%	9.09%	9.00%	9.07%
天然橡膠	38.52%	40.51%	40.94%	39.97%
棉花	38.52%	40.51%	40.94%	39.97%

資料來源：Bloomberg、BOCHK Research

內的原油產量過剩直到 OPEC+ 達成限產協定才得以緩和，期間，美國近月原油期貨價格的波動中樞從 95 美元左右下降至 50 美元附近。2014 年 6 月至 2016 年 2 月全球油價大幅下挫期間，美國 CPI 同比增速和以布倫特原油期貨價格為代表的原油價格之間的相關性高達 0.7，同期美國進口價格指數同比變動與油價之間相關性超過 0.8，油價變動在上述期間內解釋了大部分的美國通脹變動。與此同時發生的還有中國的去過剩產能和去槓桿，由於中國在大宗商品市場上的巨大需求量（見表 1），其需求下降對於全球大宗商品價格下跌起到了推波助瀾的作用。

四、疫情給全球產業鏈帶來的負面衝擊意味著本輪全球央行量化寬鬆後全球經濟面臨的通脹壓力顯著大於 2008 年金融危機後

本輪全球疫情導致的經濟衰退與 2008 年金融危機最大的不同是對於供給一端的影響：

首先，相比 2008 年金融危機時，全球產業鏈的整合更加密切。截至 2018 年，全球貿易量中的 70% 以上是零部件、原材料等中間品。中國在全球產業鏈中的重要性日益提高，根據 WTO 的報告，相比 2000 年，中國已經取代日本成為亞太地區最大的產業鏈主導國。

因此，從中國疫情爆發開始，全球產業鏈就受到嚴重衝擊，中國公佈的 1 月和 2 月合計進出口數據顯示，作為產業鏈整合較為明顯的外貿分項，機電產品，

中國進口和出口分別下滑 7.6% 和 16.2%，3 月機電產品出口繼續同比下滑 9%。

隨著疫情蔓延，全球產業鏈所受的負面衝擊更加明顯。以汽車行業為例，疫情初期對中國影響較大，使得全球汽車零部件供應受阻。湖北作為中國重要的汽車及零部件製造中心之一，產量佔中國總產量的約 10%。在此次疫情中，其工人返崗和工廠復工均一再延遲，導致包括韓國現代、韓國雙龍，以及日本日產汽車等在內的多家廠商暫停部分整車工廠的生產。隨著疫情在歐洲迅速蔓延擴散，導致汽車整車製造受到較大影響。大眾、雷諾、富豪、福特、克萊斯勒等車企紛紛關閉其位於意大利、西班牙和匈牙利的超過 70 座汽車整車工廠。儘管中國疫情防控已取得階段性勝利，汽車零部件供應逐漸恢復，但受到歐洲疫情的影響，全球汽車生產仍面臨困境。

表 2：各國疫情開始大規模爆發月份製造業 PMI

其次，以整體工業生產衡量，由於全球各國都實行了不同程度的封城令，各國生產也都出現了一定程度的停滯（見表 2），加大了本國工業品價格上升的風險。

	疫情開始大規模爆發月份製造業 PMI
美國	49.1
歐元區	44.5
英國	47.8
日本	44.8
中國	35.7

資料來源：Bloomberg、BOCHK Research

再次，由於未來疫情可能衝擊缺少醫療資源的農產品出口國，加上不利於農產品生產的自然因素影響，農產品價格同樣面臨較大上升壓力。

最後，儘管同樣是油價下跌，本輪油價下跌更多來自對於需求遠小於供給的擔憂，而不是像 2014 年由於新的原油開採技術帶來的原油產量提高。所導致的結果是 20 美元每桶的原油價格將使得許多美國頁岩油生產商虧損，近期美國已經出現一例頁岩油生產商破產案例，大型油服企業也面臨倒閉或裁員的威脅，延長的油價下跌一方面通過統計的低基數效應可能導致一年後 CPI 統計被動上升，更重要的是，油企關閉對於未來產能將造成不可逆轉的破壞，增加由於成本推動型導致通脹上升的風險。

綜合前述分析，本輪疫情對於供給端的負面衝擊大於 2008 年金融危機時期，加上各國的量化寬鬆力度史無前例，未來出現更多貨幣追逐更少商品的風險大大提高，儘管短期內油價下跌和菲利普斯曲線的替代關係（大量失業對應低通脹）意味著通脹飆升的風險小，但是中期通脹的風險或會高於前次美聯儲量化寬鬆時期（2008 年 -2014 年）。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2018	2019	2019/Q3	2019/Q4
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	27,355	27,030	6,996	6,738
升幅 (%) Change(%)	2.9	-1.2	-2.8	-2.9
二. 對外貿易 External Trade			2020/2	2020/1-2
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	41,581	40,961	2,386	5,079
進口 Total imports	47,214	45,714	2,771	5,770
貿易差額 Trade balance	-5,633	-4,753	-386	-691
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	7.3	-5.6	4.3	-12
進口 Imports	8.4	-8.1	-0.1	-9.3
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	2.4	2.9	2.2	1.8
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2020/3	2020/1-3
合約宗數 (宗) No. of agreements	79,193	74,804	4,555	12,744
年升幅 (%) Change(%)	-5.5	-5.5	-29.1	-25.1
五. 勞動就業 Employment			2019/12- 2020/2	2020/1- 2020/3
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	10.5	12.4	13.4	16.2
失業率 (%) Unemployment rate(%)	2.8	3.3	3.7	4.2
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.1	1.2	1.5	2.1
六. 零售市場 Retail Market			2020/2	2020/1-2
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	8.8	-11.1	-44.0	-31.8
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	7.6	-12.3	-46.7	-33.9
七. 訪港遊客 Visitors			2020/3	2020/1-3
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	6,515	5,590	8.2	348.9
年升幅 (%) Change(%)	11.4	-14.2	-98.6	-80.9
八. 金融市場 Financial Market			2020/1	2020/2
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	783.6	779.3	776.6	779.3
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	-0.4	2.6	3.2	4.7
M2	4.3	2.8	2.3	2.3
M3	4.3	2.7	2.2	2.2
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	5.0	2.9	2.1	1.9
港元存款 In HK\$	3.6	2.5	2.5	1.8
外幣存款 In foreign currency	6.4	3.2	1.7	2.0
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	4.4	6.7	6.4	6.8
當地放款 use in HK	4.0	7.1	7.0	7.9
海外放款 use outside HK	5.3	5.8	5.2	4.2
貿易有關放款 Trade financing	-7.7	-0.7	-6.5	-3.2
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.1250	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	25,846	28,189	26,312	26,130