



“大通胀”对当下的启示



【财新网】(专栏作家 彭文生) 当市场聚焦在滞胀尤其是 20 世纪 70 年代通胀的两棵“参天大树”上时，往往会错失 60-80 年代“大通胀”的“整片森林”。

美国 20 世纪 70 年代被深深打上了滞胀的烙印。严格说来，美国二战后的滞胀时期只有两段：1973 年-1974 年，以及 1979 年-1982 年。由于这两段滞胀期的直接导火索均是石油危机，人们往往认为石油危机是造成滞胀的罪魁祸首。然而我们认为石油仅仅是导致滞胀的其中一个因素；无论是“滞”，还是“胀”，石油也都并非决定性因素。首先，除了石油危机外，还有其他多重供给冲击作用于通胀。更重要的是，持续的货币财政双宽松是推升通胀持续上涨的根本力量。

复盘“大通胀”

分析滞胀，离不开当时的“大通胀”环境。所谓“大通胀”(Great Inflation)，特指在 1965 年至 1982 年期间，通胀易升难降、其中枢和波动都显著高于前后时期的那段时间。实际上在 1973 年底第一次石油危机前，美国通胀已由 1965 年的 2% 一路上升至 1970 年的 6%。在此期间，宽货币叠加大财政是推升通胀的重要推手。进入 60 年代，越来越多的经济学家倡导政府应该采取更积极的财政和货币政策来强化需求管理。1962 年，美国经济顾问委员会全面采纳该理念 (“New Economics”)，以期达到其政策目标：最大化就业和增长。

在货币政策上，先看量。M2 同比增速从 1960 年的 3% 一路攀升至

1963 年的接近 9%，并于接下来两三年维持在 8%左右的高位。在“大通胀”时期，M2 同比增速领先通胀大致 2 年左右。60 年代上半年持续大量的货币投放为 60 年代后半段通胀显著抬升埋下了种子。

再看价。通过比较联邦基金利率和基于潜在增长的泰勒规则所隐含出来的政策利率，联邦基金利率显著低于相比于需要达到潜在增长的政策利率水平，即“政策利率缺口”显著为负，长期货币刺激需求的结果便是经济过热的风险日积月累。

另外，货币政策的制定需要锚，比如潜在增长和自然失业率 (NAIRU)，但如果锚偏了，往往会放大政策的错误，或者弱化政策本该达到的效果。整个“大通胀”时期，CBO 实时估算的自然失业率（基于当时的信息集）明显低于基于全样本信息的“后视”自然失业率，对应地，CBO 在当时很可能高估了潜在增长。在最大化增长和就业的政策目标下，一个很可能被高估了的锚让本就有宽松倾向的货币政策实际上更为宽松，因此加剧了经济过热的风险。

在财政政策上，美国继续着 50 年代的“大财政”理念，然而支出重点从基建转向了社会福利，着力改善民生。时任美国总统林登约翰逊于 1964 年发起旨在消除贫困和不公正的“伟大社会”项目 (Great Society Program)，着重在社保、教育和医疗等领域加大政府投入。其继任者尼克松、福特等，均对“伟大社会”项目做出拓展。我们知道，货币政策放出去的水，很可能绝大多数流入金融市场，从而只推升金融资产价格，尤其

在金融自由化程度较高和监管较弱时。然而，财政政策放出去的水，通过再分配和需求刺激，很大概率有相当部分流入实体部门，从而推升物价，尤其是功能性福利性财政主导时。

进入 70 年代，在货币财政继续双宽的背景下，美国经济接连遭受多重供给冲击。首先，70 年代初布雷顿森林体系瓦解，美国实际有效汇率大幅贬值，贸易条件显著恶化，日益高企的进口产品价格更容易传导至本国物价。其次，1972 年，连续两年气候异常导致全球粮食危机，对本已恶化的美国贸易条件来说更是雪上加霜。第三，1973 年和 1979 年的两次石油危机对美国带来更为直接的冲击。最后，70 年代初时任总统尼克松为控制物价实行价格管制，虽然一定程度抑制了通胀，但反而加剧了供需不平衡，导致 1973 年后物价管制开始逐步放松后，之前积累的供需压力在供给冲击下（粮食危机和第一次石油危机）集中释放并爆发。两次石油危机爆发后，通胀分别陡升了 6 个和 5 个百分点。根据 Blinder 和 Rudd（2008）的测算，在第一次石油危机中，能源贡献了 1.2 个百分点，而食品和价格管制取消则分别贡献了 2 个和 1.6 个百分点。在第二次石油危机中，能源和食品分别贡献 2 个和 1.5 个百分点。可以看出，能源价格飙升对于“通胀山丘”的形成并非有着一家独大的贡献，在其中只是扮演了推波助澜的作用。

第一次石油危机结束后的几年，通胀略有回落，但仍在 5%-9% 的高位运行。期间，供给冲击虽有所缓和，然而货币和财政政策愈发宽松。财政

赤字率从 1974 年的零附近扩大至 1976 年的 5% 左右，导致 70 年代后半段财政赤字显著高于前半段。货币方面，一方面，相比于 1960 年-1974 年期间的政策利率缺口，1975 年之后该缺口更大更持续，意味着货币政策更为（过度）宽松。另一方面，根据泰勒规则，为了抑制 1 个百分点的通胀上行，联邦基金利率往往需要提升大于 1 个百分点，即当实际的联邦基金利率大于零时，才有可能抑制通胀继续上行，1974 年之后该实际利率显著为负。纵观 70 年代，虽然美联储会通过加息来抑制过高通胀，但其在就业和通胀的权衡上总是瞻前顾后（“Stop-go” 货币政策，重心仍在就业和增长），因而加息并不坚决，导致长期通胀预期失去锚定，一路向北。该局面直到 1979 年沃尔克上台发生逆转，通过激进的加息将实际的联邦基金利率抬升至 5%-6% 的中枢，有效抑制了通胀，并通过可信的承诺再次控制住了长期通胀预期。

最后我们看下通胀预期在“大通胀”时期的演变。60 年代前半段，长期通胀预期很好锚定在 2% 附近，并且大体上与短期通胀预期和实际通胀一致。1965 年后，在货币财政双宽的背景下，长期预期进入上行通道，并逐渐拉大与另外两个指标的差距（实际通胀及其短期预期上行更为显著）。60 年代末至 70 年代初，在短暂的加息和价格管制作用下，较高的实际利率一定程度上压制了通胀及其预期。然而好景不长，整个 70 年代，过度宽松的货币政策（无论从实际的联邦基金利率的角度，还是“政策利率缺口”的角度看）致使短期通胀预期飙升、长期预期脱锚。

总结起来，诸如石油危机这样的供给冲击更多作用在当下的通胀及其短期预期上，而使得长期预期持续上行的根本因素还是宽货币，尤其当叠加宽财政时。

对当下的启示

通过以上复盘，我们发现当下跟“大通胀”时期有三点相似：

首先，货币财政双宽的大背景。疫情以来，美联储将联邦基金利率短期内降至零，并通过 QE 注入空前流动性。从价来看，目前实际的联邦基金利率已降至 70 年代的水平；从量来看，美联储持有国债占比国债余额升至二战后最后水平，历史上，该比例领先通胀 18 个月左右。另一方面，为应对疫情，美国财政部已经投入几万亿美元纾困资金，我们预计后续拜登政府可能还会推出一系列万亿美元级别基建和福利性财政刺激方案（虽然阻力重重），使得已处在历史高位水平的财政赤字短期内难以明显收窄。同时，货币配合财政的力度也达到了史无前例的水平：政府赤字货币化率飙升至 40%，远高于历史上任一时期。我们一再强调，双宽政策，尤其是当下货币配合财政力度之大，往往是持续推升通胀及其长期预期的根本力量。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28277

