



美联储“急转弯”的前因后果



2021 年 2 月份肯尼迪参议员问美联储主席鲍威尔，美国货币急剧扩张，对美国经济有何含义。鲍威尔认为货币已经不是前瞻指标，货币推升通胀是陈旧的观点，已经不再适用。但 10 月份之后，美联储和拜登对通胀的态度发生重大转折，12 月份 FOMC 会议更显示反通胀的坚决态度，拜登也表示扭转通胀趋势是一个首要工作，FOMC 会议纪要多次提到缩表，美股大跌。大半年来，美国货币政策收紧的节奏正朝着日益提速的态势演变，曾经被市场认为是小概率的事件也逐步变成基准情形。那么，美联储“急转弯”背后的原因是什么？此时此刻，还有哪些目前看来是小概率的事件，未来可能演变成为基准情形呢？对市场的含义是什么呢？

各个经济学派对货币与通胀的关系的看法，基本上经历了三次变化。1929 年前，古典经济学对于货币和通胀的理解可以用货币数量论概括，即货币数量的增长会带来价格的上涨。1929 年后，随着“大萧条”到来，凯恩斯主义逐渐成为主流经济学。面对“大萧条”，凯恩斯主义主张实施积极的财政和货币政策，扩大总需求，减少失业。在凯恩斯主义理论中，货币与通胀的关系可以用菲利普斯曲线概括，即货币扩张带来失业率下降，引起通胀上升。1970 年代，凯恩斯主义受到挑战，随之而来的新古典主义认为“通货膨胀在何时何处都是货币现象”。而几乎同时发展起来的新凯恩斯主义从名义价格粘性和名义工资粘性出发，认为货币扩张在短期内可以扩大总需求，而价格水平保持不变，在中期价格水平才会上升。

综观不同的经济学派，简而言之，货币扩张是否带来通胀，主要看货

币的创造模式，财政投放货币一般会推升通胀，而私人部门信贷投放货币一般会推升资产价格。政府借贷（财政）创造的货币是外生货币，私人部门借贷创造的货币是内生货币。财政投放货币对应到私人部门资产负债表的改善，而私人部门借贷创造货币意味着私人部门债务上升。一般而言，政府借贷会更多地投向实体，因此外生货币更多地对应到国内或者国外的商品与服务交易，其过度扩张会推升实体通胀。而私人部门借贷可能更多地投向资产，因此内生货币更多地对应到国内或国外的资产交易，其过度扩展更多地推升资产价格，甚至带来资产泡沫，而对通胀的直接影响相对小一些。

美国 100 多年来的经验基本上跟这个情况吻合。1929 年前，美国内生货币增长较快，资产价格较高，而通胀水平较低。1930 至 1980 年，美国外生货币增长较快，通胀水平较高，而资产价格相对受到抑制。1981 至 2019 年，美国内生货币增长较快，但是通胀水平不高，而资产价格上升相对较快（虽然 2008 年金融危机之后财政投放货币力度加大，但整体占比并不是很高）。2020 年疫情之后，美国货币增长主要靠财政投放外生货币，通胀大幅上升。展望未来一段时间，消费、补库存和资本开支将从需求端支撑通胀，而劳动力短缺则从供给端支持通胀。

在外生货币扩张较快的情况下，用产出缺口模型预测通胀会低估通胀压力，因此当前这种情况下，预测美国通胀要参考货币主义的理念，我们参考货币主义预测的美国通胀要明显高于市场一致预期。产出缺口模型的

问题在于假设供给是稳定的，经济波动主要来自于需求。但是疫情之后，美国劳动参与率下降，供给不足，不考虑供给不足的产出缺口会低估通胀压力。而当前美国货币扩张主要由外生货币主导，参考货币主义由起合理性，能够帮助我们更好地判断通胀走势，这也是我们自 2020 年美国货币大幅扩张以来就一直认为美国通胀将大幅上升的主要原因。根据我们的预测，到 2022 年底，美国核心通胀可能在 4% 以上，居高不下。

基准情形下，如果美联储只是加息 2-3 次，市场可能反应不会很过度，但如果发生更激进的情形，比如缩表，市场波动将可能明显加大。近期美国通胀预期上升较快，加息 2-3 次似乎市场也充分预期，但是美国 10 年期国债收益率却低位盘整。我们认为其主要原因是美联储扩表太快太猛，购买了太多的国债，压低了长端利率。如果加息 2-3 次不能压制通胀，甚至导致利率倒挂，不排除美联储将考虑缩表，这种情况下，我们要高度关注其对美股、美债、美元的影响，以及对国际金融市场的冲击，而时间点可能要关注 2022 年二季度左右。

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_35761

