



管涛：当现代货币理论遭遇高通胀





不期而至的高通胀，或将成为 MMT 的“试金石”。

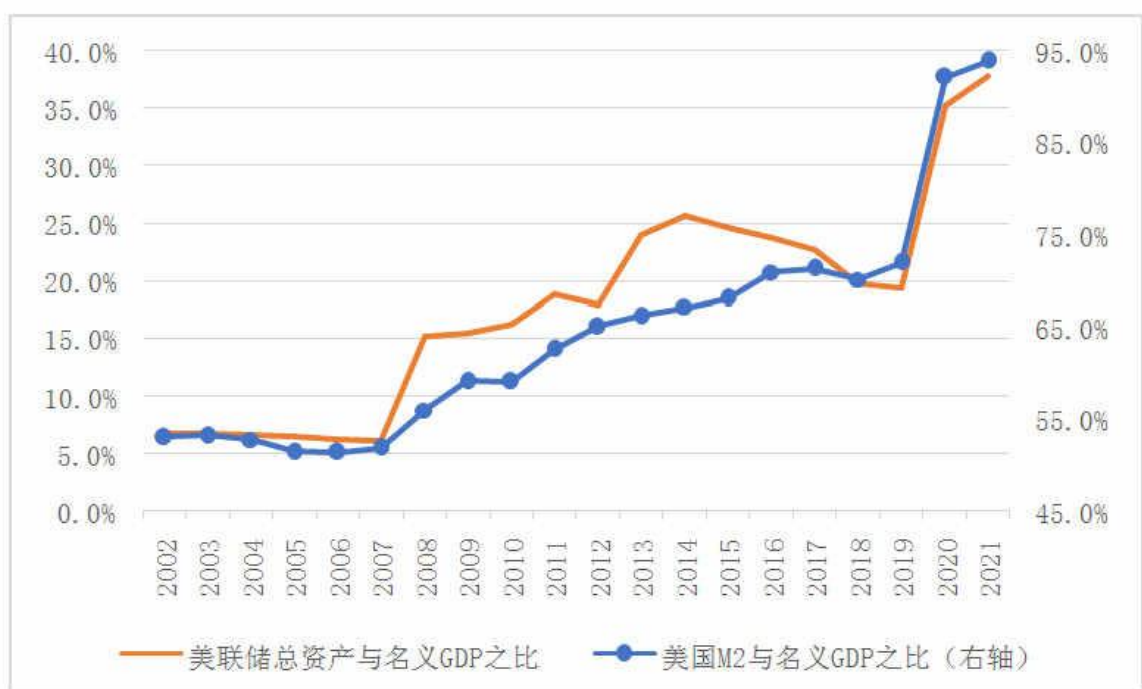
去年，主要经济体采取超级宽松的政策措施，应对新冠肺炎疫情大流行的冲击。在此背景下，现代货币理论（MMT）再度引起市场热议。MMT 的核心观点是，只要政府以本币举债且无通胀压力，就可以通过财政扩张赤字、央行印钞埋单的方式刺激经济。然而，今年 4 月份以来，美国主要通胀指标持续走高，CPI 和 PCE 都刷新了近三十年来的最高纪录，PPI 也创下十多年来的新高。日前，博鳌亚洲论坛副理事长、央行原行长周小川指出，随着一些国家物价指数上升和资产价格屡创新高，人们将密切关注美联储的举动及 MMT 的讨论，以验证是否真有通过大量印票子支持赤字

财政却无副作用，“天上掉馅饼”的美事儿。不期而至的高通胀，或将成为 MMT 的“试金石”。

美国这次疫情应对比上次更像践行 MMT

2008 年应对金融危机时，美国是以货币政策为主、财政政策为辅。当时，美联储实行“零利率+三轮量化宽松”，2014 年初才启动缩减购债，2015 年底第一次加息，逐步退出量宽。到 2014 年底，美联储总资产与名义 GDP 之比为 25.7%，较 2007 年底高出 19.5 个百分点，之后逐步回落，到 2019 年底降至 19.4%。2008 至 2014 年间，美国 M2 年均增长 6.6%，较同期名义 GDP 年均增幅高出 3.8 个百分点，M2 与名义 GDP 之比上升了 15.2 个百分点。

图 1：美联储总资产及美国 M2 与名义 GDP 之比（单位：%）



资料来源：美联储；美国经济分析局；WIND；中银证券

注：(1) 2021 年为三季度末相关数据与年化名义 GDP 之比；(2) 2021 年三季度年化名义 GDP 为往前 4 个季度滚动平均。

相对而言，2008 年危机应对中，美国财政刺激的力度较小，退出也比较早。2009 至 2011 财年，美国联邦财政赤字率平均为 9.0%；2012 财年起赤字率明显回落，2015 财年低至 2.4%，到 2019 财年反弹至 4.6%。

图 2：美国各财年联邦政府盈余及赤字率（单位：亿美元；%）



资料来源：美国国会预算办公室；WIND；中银证券。

注：美国的财政年度为上年10月1日至本年9月30日。

去年应对突如其来的新冠肺炎疫情冲击，美国则财政货币宽松“火力全开”。到去年底，美联储总资产与名义GDP之比为35.2%，一年就增了15.7个百分点，到今年9月底进一步升至37.8%，又升了2.6个百分点。同期，M2增长24.9%，增速为1959年有数据以来最高，较名义GDP增速高出27.2个百分点，M2与名义GDP之比一年就升了20.1个百分点，到今年9月底升至93.9%，又升了1.8个百分点。

2020财年，美国联邦政府赤字3.13万亿美元，较上年增长2.18倍，赤字规模为二战后最高，赤字率为14.9%，较上年上升10.3个百分点，也

刷新了二战后纪录。2021 财年，美国联邦政府赤字 2.77 万亿美元，略低于上年，赤字率为 12.4%，为二战后次高。

2008 年危机时期的 2008 至 2014 年，美联储扩表 3.61 万亿美元。其中，净增持美国国债 1.7 万亿美元，占到美联储扩表的 47.3%，相当于同期美债新增额的 19.2%。这次公共卫生危机爆发后，到今年 10 月底，美联储较 2019 年底扩表 4.39 万亿美元。其中，净增持美债 3.18 万亿美元，占到美联储扩表的 72.5%，相当于同期美债新增额的 55.8%。

图 3：美联储总资产及美债余额（单位：亿美元）



资料来源：美联储；美国财政部；WIND；中银证券。

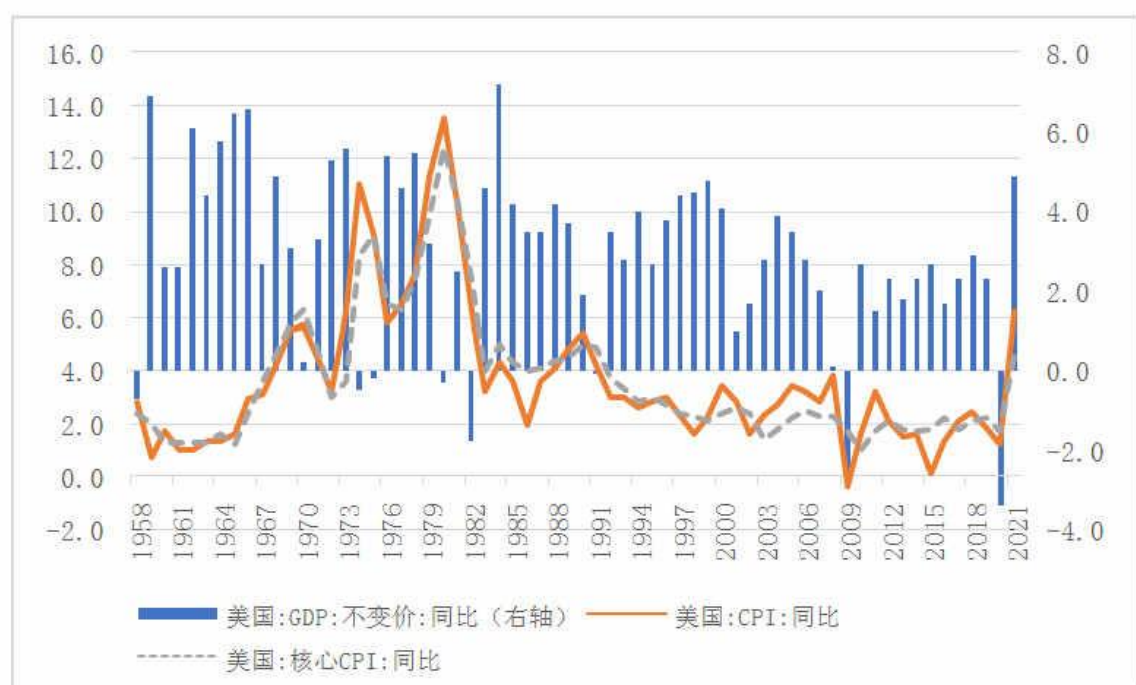
由此可见，这轮美联储迅猛扩表主要是通过购买美债，而美联储在无限量宽框架下购进美债，又贡献了同期美债新增额的一半以上。尽管美联

储主席鲍威尔 2019 年 2 月曾质疑 MMT, 呼吁美国政府减少支出或增加收入, 并表示美联储的作用不是为具体政策提供支持。但这次美国政府大撒钱, 美联储不论主动还是被动, 都给政府赤字融资提供了重要的实质性帮助。这很像是只做不说的 MMT。

财政货币双刺激是高通胀的重要推手

上次美国出现两位数的大通胀, 发生在上世纪七八十年代的经济滞胀时期, 究其原因主要是货币超发和供给冲击(1973~1974 年和 1979~1980 年两次石油危机)。

图 4: 美国通胀与经济增长 (单位: %)



资料来源: 美国经济分析局; 美国劳工部; WIND; 中银证券。

注: (1) 2021 年 GDP 不变价增长为三季度折年率同比增速; (2) 2021 年

通胀为 10 月份同比增速。

2008 年危机时期，美国只有货币超发，没有供应短缺的冲击，故美国上次逃脱了通胀陷阱，2010~2019 年 CPI 年均增速仅有 1.8%。但这次疫情大流行引发的公共卫生危机，却是货币超发和供给冲击同时存在，财政货币双刺激更是火上浇油。关于因疫情持续蔓延造成供应链断裂引发的物价上涨压力，在上周专栏文章《这次通胀真是“暂时性”的吗》已有讨论，此处不再赘述。本文主要讨论这次宏观政策刺激造成供需矛盾更加突出，进一步加大了通胀上行风险。

从货币的角度看，短期内这次美联储货币放水的力度远超过 2008 年危机时期。尤其是上次危机释放的大量流动性并未完全回收，因为美联储的货币政策正常化到 2018 年底就半途而废，疫情暴发前夕的 2019 年就转向三次降息并重启量宽。加上这一波大放水，美国金融条件处于上世纪七十年代以来的低位，处于极为宽松的状态。通胀归根结底都是货币现象。当前流动性泛滥，给高通胀提供了温床。

从财政的角度看，这次政府救助的方式与上次危机应对不同。2008 年危机时期，财政救助主要是向重要金融机构和企业注资，收购有毒资产，

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_29635

