



滕泰：产出和就业诱惑下的美国通胀风险



文/新浪财经意见领袖专栏作家 滕泰、朱长征



最新公布的美国 6 月通胀数据继续“爆表”，消费者价格指数（CPI）同比上涨 5.4%，创 2008 年 8 月以来新高，核心 CPI 同比涨 4.5%，创 1991 年 11 月以来新高，生产者物价指数（PPI）同比涨 7.3%，为 1982 年以来最高。这些指标都超出了市场预期，而美国却仍然在产出和就业等诱惑下，继续假定这轮通胀是短期的，且对通胀采取容忍态度，这样下去会不会酿成风险、弄巧成拙呢？

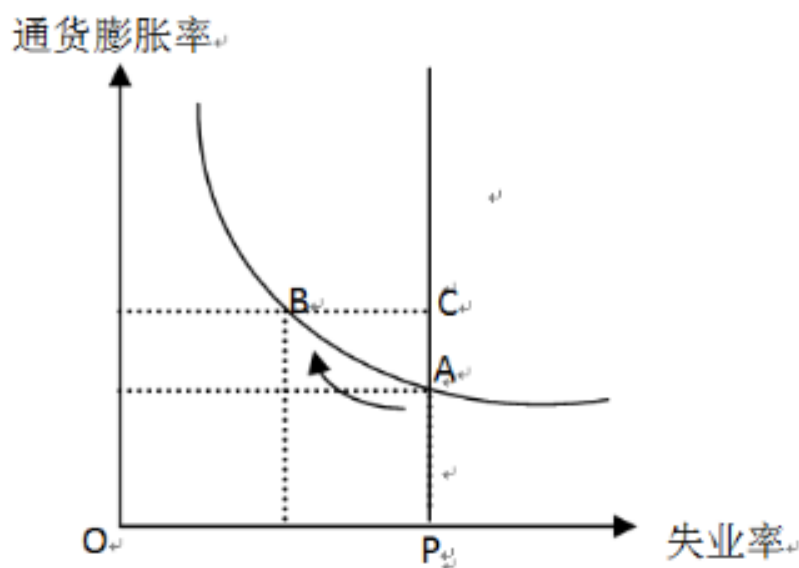
温和通胀的各种诱惑

温和的通货膨胀，一向被认为是促进经济增长、就业增加和企业获得盈利的良好润滑剂。

温和通胀可以促进产出增加，这主要依赖于工人对名义工资增长所产生的“货币幻觉”。即当 CPI 以不太显著的幅度上涨时，由于工人的名义工资增长率赶不上通胀率，对企业主而言，工人工资的增长赶不上产品销售价格的上涨，因此获利增加，于是企业主很可能增加投资、扩大招聘，由此形成投资、就业、工资、消费都总体扩大的经济繁荣景象。期间，通胀对工人收入等的负效应被就业和产出的增加对冲掉了。

温和通胀有利于增加就业。上世纪 50 年代，统计学家菲利普斯就对通胀与就业的关系进行了描述，得出了失业率和货币工资变动率之间交替关系的曲线，即“菲利普斯曲线”。当失业率较低时，货币工资增长率较高（相应的通胀率较高）；当失业率较高时，货币工资增长率较低（相应的通胀率较低）。与刺激经济增长类似，温和通胀之所以能够扩大就业也主要依靠人们的“货币幻觉”。当市场上工资上涨时，总会刺激部分失业者重新上岗，从而降低了失业率。

图 1：通胀与失业率的菲利普斯曲线



温和通胀会刺激社会技术进步速率。温和通胀发生时，企业处于盈利相对宽松有利的环境，此时着眼于长远的企业家，往往会加快新技术、新产品的研发；企业为了扩大市场占有率，也会在通胀初期顶住原材料等成本上涨压力，通过自身技术创新、管理创新或产品结构调整等消化吸收成本压力，因此通胀也可能是行业重新洗牌的契机。

温和通胀有利于政府以较小的代价获得铸币税收益。在纸币盛行的时代，政府及其货币当局作为货币的发行者，完全以政府信用为基础发钞，并不与黄金等价物挂钩，因此每一次货币增发都会给政府带来真实的财富，获得铸币税收益。显然，美国超量的货币发行不但已经向全世界征收了巨额的国际铸币税，而且在实际利率为负的背景下，通胀实际上让美国政府作为全球最大的债务人，占尽了债权人的便宜。

深陷通胀诱惑的美国

温和通胀总体有益，但通胀超过了一定的程度就会对经济、社会及居民生活产生严重伤害。由于价格信号失真，恶性通胀会使企业无法作出正确的生产或销售决策，导致产业链上下游紊乱；通胀一旦失控，不只是货币信用受损问题，还会引发抢购实物风潮，或是资金向实物资产的大转移，扰乱整个经济运行，甚至酿成社会事件或造成政局不稳。本质上，通胀最终是对中低收入者储蓄的一种税，对负债者（包括政府）一定程度的债务免除，起到了劫富济贫的效果。因为通胀拉大了贫富差距，所以也可称为民众的“痛苦指数”。

近二三十年以来，发达国家普遍将所谓温和通胀的警戒线控制设定在 2%，发展中国家则普遍设定在 3% 左右，这类似形成一个分水岭，在此水平线附近或以下被默认为是比较适宜的温和通胀，具有前述促进产出增长、就业增加、技术进步，并且让政府作为货币发行人和债务人获益。

如今，美国 CPI 涨幅达到 5.4%，但深陷通胀诱惑中的美国货币当局仍然坚信目前推动 CPI 上升的因素多数是暂时性的，如去年基数低、以往油价上涨对能源消费价格的传导、经济重新开放后的支出反弹，以及一些行业的供应瓶颈等，如果这些供给因素几个月以后逐步消散，CPI 将逐步回落。

同时，美国经济决策部门仍然把增加就业作为最重要的经济目标，为了追求就业率，值得对通胀保持容忍并承担一定的风险。目前，美国的失业率仍然处在 5.9% 的较高位，失业总人数 948 万多人，的确远高于疫情

前。

图 2、美国失业率变动
(1950-2021.6)



资料来源：圣路易斯联储

因为阶段性对就业目标的执着和对通胀的容忍，美国历史上曾经有惨痛的教训。在上世纪 60 年代末、70 年代初通胀率逐渐上涨的过程中，美联储同样曾经迟迟不采取应对措施，结果后期物价失控后不得不采取更猛烈的紧缩措施，造成经济陷入衰退，一步步走向“滞涨”。

美国通胀的演化逻辑和潜在风险

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_33030

