



滕泰：美过度加息放大从通胀到衰退的概率



文/意见领袖专栏作家 滕泰

11 月美联储又加息 75 个点,符合市场预期,但恐怕这是个错误决定。

经济运行有其自身的惯性,在通胀高峰阶段出台的货币政策不可能立竿见影地把通胀浇灭,而是有半年以上的滞后期。美联储六七八九月份加息的效果本来就会在 12 月份、明年一季度产生明显的效果,但是显然他们等不及了。

急不可耐也好,迫于各方面压力也好,美国这时候还这么大力度加息,对通胀的边际效应已经递减,但边际上对放大经济衰退的风险正在加大。全球通胀与衰退的风险交替而至。

当前,我们都在研究全球货币持续超发与债务问题、经济全球化倒退与贸易保护主义、经济增长不平衡与不平等、人口老龄化与工资上涨、全球能源与原材料供给等问题,然后得出通胀与衰退的交替。最近,我在看美国学者萨蒂亚吉特·达斯 (Satyajit Das) 写的《从大衰退到大停滞》这本书时,发现作者从这些问题得出全球经济“大衰退、大停滞”的结论,值得关注。



一、金融与债务驱动的风险

萨蒂亚吉特·达斯强调，美国的私人债务占 GDP（国内生产总值）的比重，到 2008 年次贷危机的时候高达 290%，日本、加拿大、英国、德国、法国、意大利、澳大利亚、中国的债务占 GDP 比重都在 200% 以上，且如此巨额的债务，很大部分是被各国央行购买的。例如，2009—2014 年，美联储购买了美国政府发行的超过 50% 的政府债券，即使现在美联储仍然持有超过 10% 的美国债。2013 年，日本央行也曾经宣布购买了当年新增政府债券的 70%，2014 年，其购买的日本政府债券相当于 GDP 的 16%。2015 年 1 月，欧洲央行也宣布了直接购买政府债券的计划，这些都是央行通过量化宽松政策、向经济注入货币的方式。

我在 2022 年年初出版了《全球通胀与衰退》，从前些年因为量化宽松

带来的货币流动性的流向和影响入手，来研究美联储的资产负债表自 2008—2021 年扩张了近 8 倍的后果：大量增发的货币虽然在过去 10 多年都被美国的房地产市场和股市吸收，但在连续多年推高了美国房地产和股市价格并形成泡沫后，必然回流到消费市场来推高物价，进而引发通货膨胀——就算缩表（资产负债表缩小）、经济增长、物价上涨能够逐步吸纳过剩的货币，但恐怕一两年之内也难以吸收完。仅从美国的“单位货币供应量”这一指标观察，该指标回到疫情之前的水平，至少需要 3 年以上的时间，也就是从 2021 年二季度到 2024 年上半年。

可能是因为近 40 年没有发生过明显的通胀，以至于美国和欧洲的学者们，包括《从大衰退到大停滞》的作者，在谈到上述央行用量化宽松的方式购买国债时，并没有对货币量化宽松可能带来的通胀问题引起足够重视，而是直接开始从高债务的效率推导出大衰退的风险。作者提到，在次贷危机发生之前，美国需要用 5 美元的经济债务才能驱动 1 美元的经济活动，这个数字比 1950 年的时候增加了 5 倍。借债如果能够带来增量的产出，对经济自然就是有好处的，但反过来如果负债的投入产出小于负债本身，那么最终会造成债务危机，进而带来经济衰退。

上述从金融债务驱动到经济衰退的演化路径，与我提出的传导路径有所不同。我认为，长期超发货币的滞后影响，首先会带来通货膨胀，而为了治理高通胀，央行必须持续加息或大幅加息，很可能造成股市与房地产泡沫的破裂，进而打击消费与投资，并有可能形成经济衰退——资产泡

沫和通货膨胀是必然的。通胀之后常常伴随着衰退，且经济衰退概率在增加。

二、为什么先发生全球通胀，然后才是经济衰退

20 世纪 90 年代以来的这一轮全球经济长期上涨，与经济全球化是分不开的。20 世纪 80 年代中国开始改革开放，20 世纪 90 年代印度也开始经济改革，之后东欧的一些国家也加入了市场经济的行列。中国、印度、俄罗斯和东欧国家融入世界经济，使全球劳动力储备从大约 15 亿人增加到近 30 亿人。拉丁美洲国家在被免除了大量债务之后，也加入了增长的行列。再加上军费开支的减少、计算机技术的普及以及金融经济的崛起，各种有利因素叠加，造成了 20 世纪 90 年代以来全球经济较长的繁荣周期。

而这一美好时光，在美国前总统特朗普上台之后，正在逐渐远去。作者认为，只要全球贸易和资本流动加快，就会带来更多增长的机会；反之就预示着衰退即将来临。

我的看法是，经济全球化总体毫无疑问是带来经济增长的动力，但是全球化的蛋糕分配的确未必是均衡和公平的。对美国而言，在全球化中获利的主要是一些跨国公司和他们的股东及利益相关者，而很多美国的传统制造业和传统服务业的从业者，却因为全球化而失去了之前的就业机会。如果那些在全球化当中受益的跨国公司及其利益相关人不愿意把他们得到的蛋糕，以某种方式来补偿本国在全球化中利益受损的人，那么经济全球化就会受到抵制——特朗普正是利用这一点，在全球掀起了反全球化浪潮，

一旦反全球化这个“魔鬼”被释放出来，就再也不会回到瓶子里了。

同样的问题是，全球化的受阻会直接带来经济衰退吗？如果没有叠加前面讨论的货币超发的滞后影响、新冠肺炎疫情造成的供给冲击，也许全球化倒退的主要后果就是破坏国际分工、降低全球经济增长效率，后果是引发衰退，但是叠加上货币因素、供给冲击因素，率先爆发的就不是作者预言的大衰退，而是 2021 年以来的全球通胀。

三、能源、劳动力等多重供给冲击

新冠肺炎疫情的外部冲击后果，关键取决于对疫情的防控模式。在西方，疫情自 2020 年以来造成生产和供应链的中断，消费品供给减少，同时美国、欧洲为应对疫情影响采取巨大的需求刺激政策，供给收缩叠加需求扩张，自然会带来通货膨胀。而在中国，由于 2020 年没有采取量化宽松政策刺激需求，而是靠扩大投资来稳增长，结果并没有引发通胀。然而由于扩大投资的不可持续性，以及持续的封控政策打击了消费，因而加剧了经济下行压力。

1. 全球环境的挑战 以及 对碳排放口的激进追求 造成清洁能源的

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_48234

