



卢锋：美国新通胀是怎样炼成的



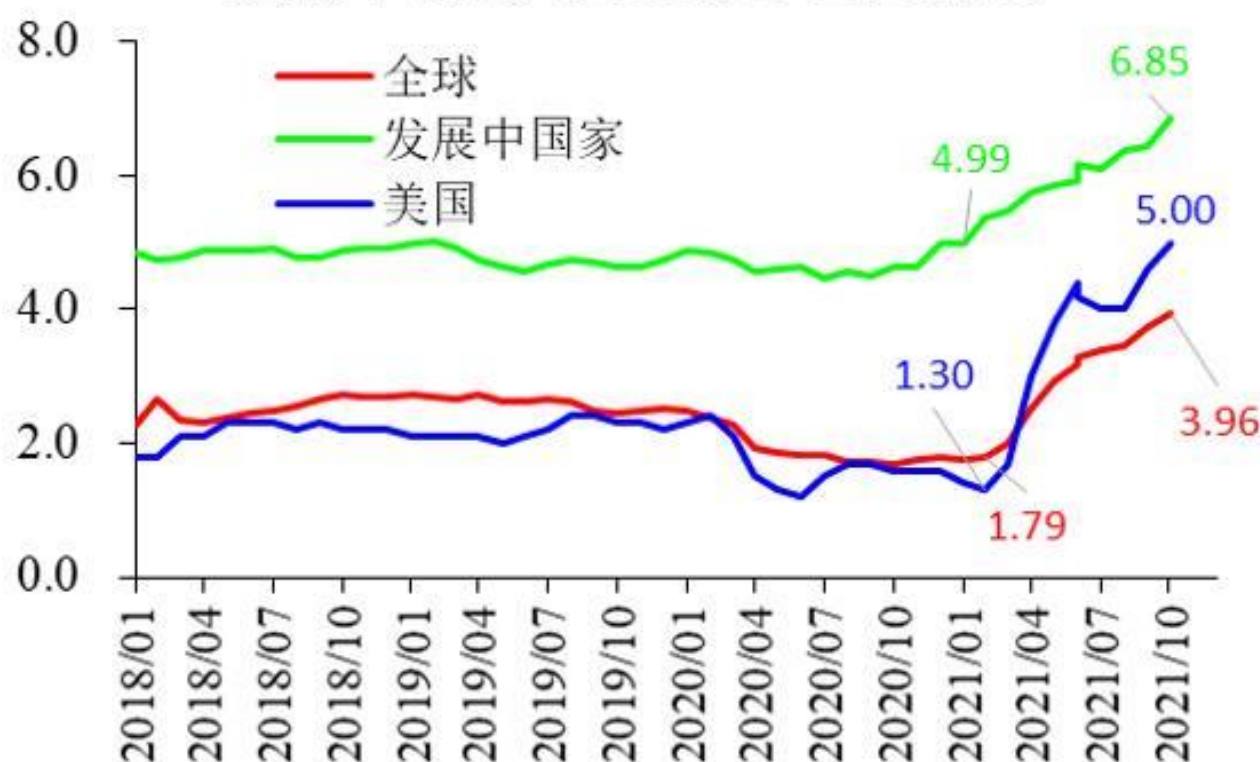
2022 年 1 月，美国通胀再创新高加剧政策调整压力：2 月 17 日公布的 1 月底美联储货币政策例会纪要显示，参会者普遍认为目前美国经济比 2015 年加息时更加强劲，经济环境允许比 2017-2019 年更快的速度缩表以退出量宽，进一步释放将加快紧缩信号。1 月拜登总统在白宫新闻发布会上罕见公开喊话，督促美联储适当校准刺激政策抗击通胀。近来华尔街金融机构有预测美联储 2022 年将加息 7 次，还有预测未来将连续九次加息。眼下各方惴惴不安等待加息政策如何在 3 月中旬美联储货政例会上落地。

美国朝野有关通胀现实风险共识度明显提升，然而有关新通胀产生原因的两派观点分歧仍持续存在，并影响对通胀前景及政策选择的看法。一派侧重从疫情冲击影响角度解释通胀成因，淡化或否认宏观刺激政策对通胀作用，倾向于认为通胀压力会随着疫情影响下降趋于减退，因而对可能导致经济减速的反通胀政策持保留质疑态度。另一派则将通胀主要归结为宏观政策过度刺激的产物，淡化或回避疫情冲击阶段性特点可能派生通胀压力，政策上通常主张加快实施紧缩措施，认为即便造成经济增长减速也需务实面对。

实际情况是两方面因素共同对通胀发挥了作用。下图有关近年美国、发展中国家和全球核心通胀数据，或许有助于说明美国新通胀的双重根源。数据显示，2021 年美国、发展中国家与全球通胀都显著提升。2021 年全球范围比较普遍的通胀现象，体现了上次评论中讨论的疫情演变第三阶段

推高通胀的影响（“疫情经济学和美国新通胀”），这方面情况与疫情通胀论观点在逻辑上比较一致。但是下图还显示美国 2021 年通胀相对增幅要高得多，应与美国超强刺激政策对其通胀产生特殊影响有关。

近年美国与发展中国家以及全球核心
通胀率比较（2018M01-2021M11）



数据显示，2021 年底美国通胀绝对水平已显著超过全球平均水平；另外，美国 2021 年前后通胀指数增速提升幅度为 3.5 个百分点，比发展中国家和全球同期该指标分别超出近一倍和近四成。疫情期很多国家都实行了宏观刺激政策，这类干预措施都会不同程度影响通胀，但是不同国家刺激力度有很大差别：发达国家刺激政策程度显著超过新兴国家及发展中国家，美国刺激政策在发达国家中最为激进，美国通胀相对涨幅与其货币财政刺

激相对力度应有较大关联度。从数据看，2021 年美国通胀大约一半或源自超强刺激政策作用。

疫情前夕美国宏观经济和货币政策走势，大体处在向下一次周期性衰退过渡与新一轮政策宽松初期。应对金融危机实施的零利率和三轮 QE 刺激政策，从 2014 年开始通过“减量、降息、缩表”三部曲退出，到 2019 年已进入收官阶段。2019 年 3 月中旬美联储货政例会决定同年 9 月底结束缩表行动，实际上 2019 年 7 月底提早两个月结束，同时降息 25 个基点开启新一轮降息周期。2019 年 9 月中旬联邦货币市场“钱荒”事件，促成美联储 9 月 17-18 日货币政策例会再次降息 25 基点到 1.75-2.00%，并在 10 月初决定采取购买国债、实施期限回购和隔夜正回购等公开市场操作举措，试图将储备金规模提升达至或高于 2019 年初水平。当时美联储希望在完成金融危机长周期后保持一段时期政策中性状态，避免马上进入新一轮量化宽松。

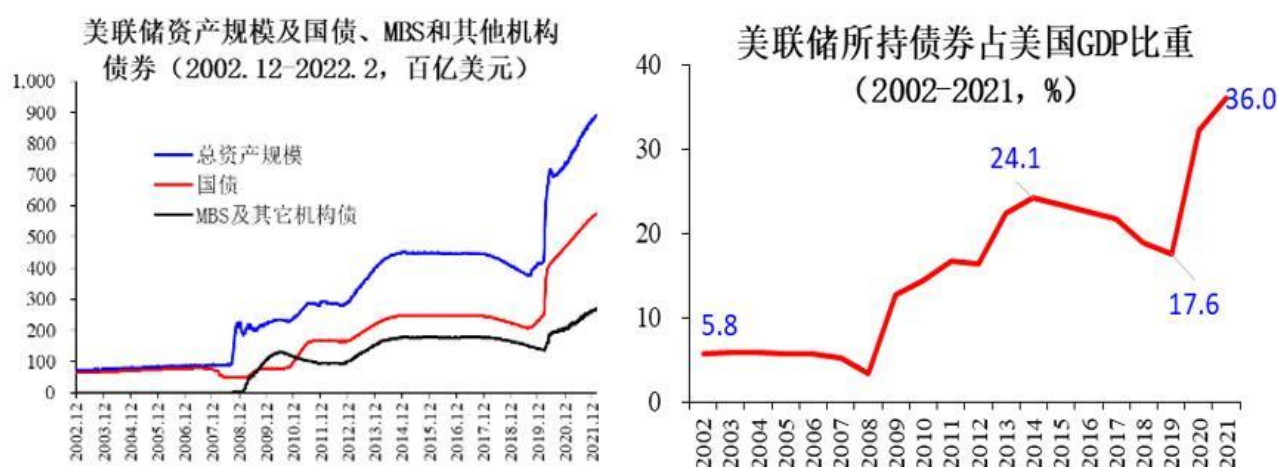
美国 2020 年 1 月 21 日官方确认首例病例显示疫情风险增长，1 月 23 日武汉“封城”标志中国进入全面动员防控疫情阶段，不过从 2020 年 1 月底美联储货政例会纪要看并未直接涉及疫情影响。2 月份美国疫情快速演变发酵，2 月 29 日官方报道首位新冠死亡病例，倒逼美联储紧急调整货币政策加以应对：2 月 28 日美联储主席鲍威尔发表简短声明，强调美国经济基本面强劲，美联储密切关注疫情形势疫情风险，并准备采取必要措施支持经济增长。3 月 2 日美联储临时召开视频会议研判疫情形势，决定把

基准利率大幅调减 50 基点到 1%-1.25%，不过仍未实施大规模量宽政策。进入 3 月后，美国新冠疫情大规模流行并对其金融和经济系统造成猛烈冲击，3 月 9 日美国股市惊现此后十天四次熔断的第一次熔断，3 月 13 日白宫宣布美国进入国家紧急状态。在疫情危机全面暴发形势下，3 月 15 日美联储货政例会决定将货币政策转换到全面应对危机模式。

此后至今的美联储货币政策大体经历四阶段演变。一是 2020 年 3 月 15 日例会始的初期阶段。这次会议决定把政策利率降到零值，同时提出总额为 7000 亿美元的没有设定实施时间节奏的购买债券计划。不过此后一个多月美联储实际债券增持远超上述计划，到 4 月底约 50 天内总共增持 1.74 万亿美元债券，其中包括约 1.5 万亿美元国债和 2400 亿美元 MBS 和机构债券，最多每天购进债券数量超过千亿美元。二是从 2020 年 5-6 月到年底，实际债券购买规模收敛到约每月 1200 亿美元规模。三是 2020 年 12 月货币政策例会，明确实施每月不少于 1200 亿美元债券购买的无截止期量宽的计划。四是随着经济形势演变特别是通胀压力加大，2021 年 11 月货政例会宣布减少债券增持数量即开启“减量”阶段，标志疫情期超级量宽进入逐步退出模式。

可见，美联储应对疫情危机仍倚仗零利率和资产购买工具，看似与金融危机时期类似。不过，由于背景条件、现实环境、决策方针多方面条件改变，新一轮货币刺激无论是数量规模还是决策方针取向都显著提升和强化，代表货币政策在量和质两个维度的重要变化。

数据显示,新一轮货币刺激的绝对和相对规模远超上次危机应对。例如美联储持有债券从2020年初约3.8万亿美元扩大到2022年1月底8.3万亿美元,比2017年上轮量宽的4.26万亿美元峰值高出94.8%。国债规模从2020年2月底2.5万亿的美元增长到2022年2月中旬的5.74万亿美元,最近规模比2017年上轮量宽时的2.47万亿美元峰值高出1.21倍。MBS和其它机构债从1.37万亿美元增长到2.71万亿美元,比上轮量宽在2017年达到的1.79万亿美元高出51.4%。同期美联储资产规模从4.2万亿美元增加到8.9万亿美元,比2017年上轮量宽时该指标的4.48万亿美元峰值高出98.7%。(下面左图)。美联储所持债券占GDP比重从2019年17.6%增长到2021年36.0%,上升一倍有余,最近水平比2014年上轮量宽时的24.1%峰值上升近12个百分点(右图)。



另外,美联储持有国债占未到期国债存量比例从2020年1月的14.2%上升到2021年12月的24.9%,过去两年美联储新增持国债数量占同期国债新发行量平均比重为47.3%(下面左图)。美联储持有MBS占未到期

MBS 证券存量比例从 2020 年 1 季度的 13.3% 增长到 2021 年 3 季度的 20.9% (右图)。



近年美联储还调整了货币政策目标和执行方针，强化刺激取向并对疫情期激进货币扩张提供支持。2020 年 8 月 27 日，美联储发布修改版《长期目标和货币政策战略声明》，其中两点可圈可点。一是引入所谓“补偿战略 (makeup strategy)”重新表述通胀目标：即如果现实通胀一段时期低于 2% 目标值，应允许后续相应时期通胀显著超过 2%，由此通过矫枉过正来保证较长时期内通胀平均值达到 2% 目标值。众所周知，后金融危机时期美国现实通胀持续低于目标水平，这个补偿战略给美联储后续容忍通胀维持在超过目标水平提供规则依据。2021 年美联储在通胀乍起时应对迟缓，固然与其疫情通胀论的分析立场有关，另外与这个“变法”政策含义也是一致的。

二是涉及就业方针新表述。美联储一直致力于就业最大化目标，不过传统上同时防范或针对双向“偏离” (deviations)：一种是经济不景气条

件下就业现状没有达到目标值的失业过大偏离，这是货币政策最为重视目标；同时也调控经济过热背景下就业目标过度实现的偏离，否则基于菲利普斯曲线关系出现过度就业会导致通胀问题。新方针把针对双向偏离改变为集中防范就业不足“缺口”（shortfalls），其强化刺激和鼓励通胀取向不言自明。就业目标值作为分析信息包含主观因素，即便对一个已然很低的失业率及相应劳动市场状态，仍不难将其认定为高于就业目标值，从而为持续实施刺激政策提供规则依据。美联储强化刺激可谓用心良苦。

另外，美联储在疫情前已接受新的货币政策执行框架，肯定大规模债券持有和准备金负债是其常态化政策操作前提条件，这也会通过降低收益率长期作用诱致和助推通胀。

美联储 2008 年应对金融危机实施大规模数量宽松刺激政策，同时对购债形成的巨额超额准备金支付利息（IOER），并就势将传统通过公开市场操作改变准备金数量来调节联邦基金利率（FFR）为主轴的货币政策执行框架，转变为通过确定 IOER 管制利率工具调节 FFR 的新方式。在后危机初期，美联储决策层设想如果量宽政策能在 2010 年结束并较快退出，执

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_39308

