



李迅雷：我们对美通胀及联储政策是否存在误判



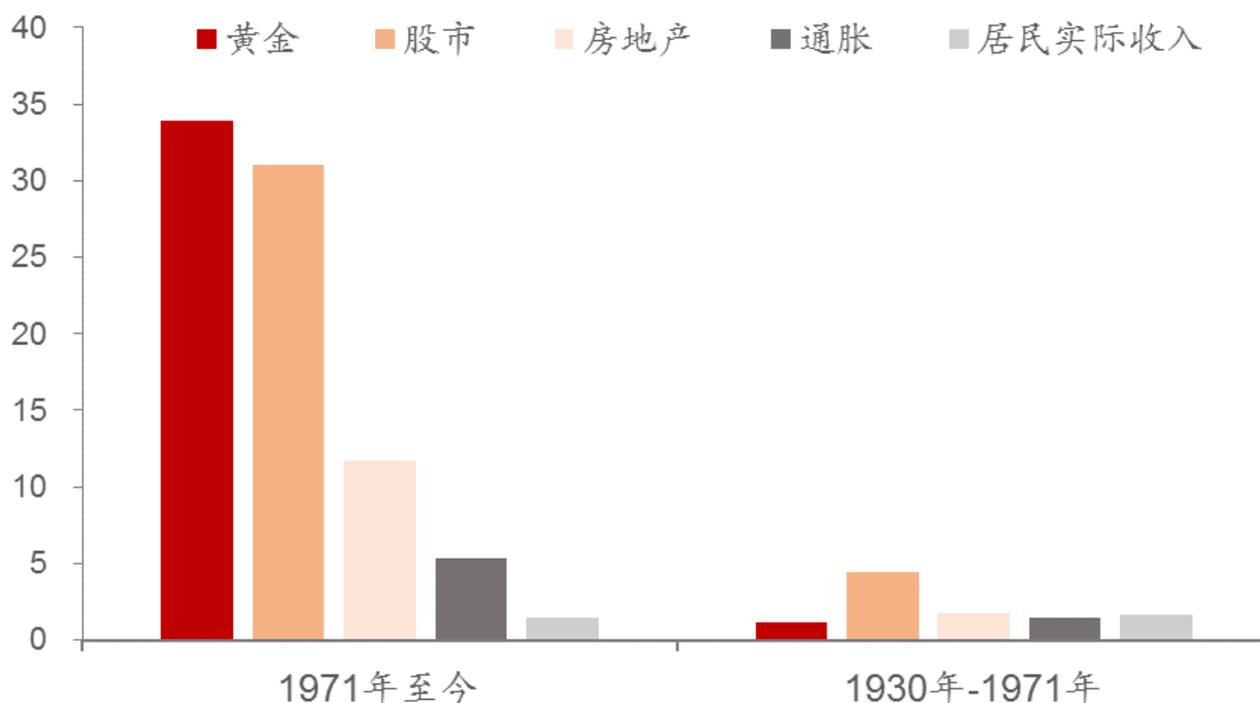
意见领袖 | 李迅雷

近日，一篇《李扬：不要轻蔑地评论美国货币当局及其货币政策》被热传。里面的大部分观点我都赞同。确实，我们中的大部分人肯定不比美国的专家学者更透彻了解美国经济，包括本人在内。但通过研究美国经济数据和中美货币创造的比较，也能对美国金融了解更深入一点。

以下是依据我粗浅的研究心得，列举我们可能存在的对美联储政策特征和美国通胀原因的误判。

通胀创 40 年来新高是因为美联储放水吗？

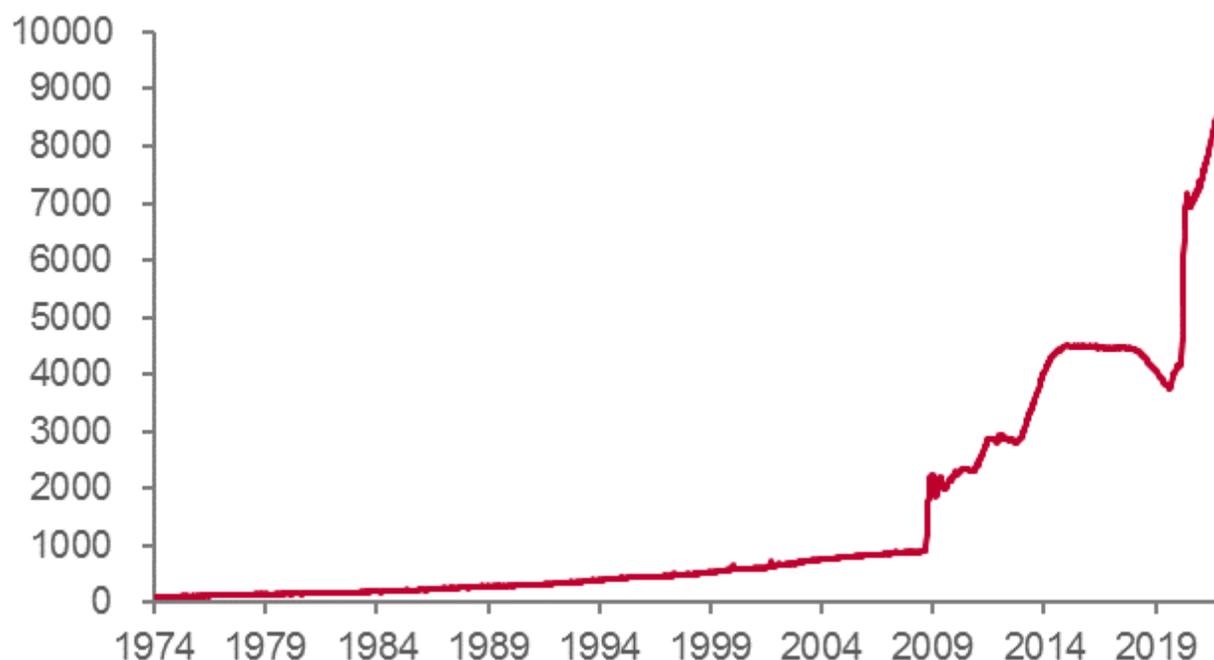
自从美国建立起来的布雷顿森林体系在 40 年前解体之后，美国过去 40 年的通胀率确实大大超过解体前的 40 年，说明通胀与美元超发是相关的。但就过去 15 年来美联储的两次大扩表而言，似乎难以证明扩表与通胀具有高度相关性。但与资产价格如黄金、股市和房地产的相关性更大些。



美国的居民收入、通胀与资产价格走势（截至 2019 年）

上图的截止日期是到 2019 年，数据还没有更新至去年。图中发现，从 1971 年至 2019 年，美国通胀才涨了 5.3 倍，但房地产涨了 11.7 倍，股市涨了 31.1 倍。但是，居民的实际收入只增长 1.5 倍。

截至 2022 年 1 月 26 日，美联储的资产负债表规模达到 8.86 万亿美元，即在过去 40 多年中，扩张了近 90 倍，远超资产及商品价格的涨幅。



从上图中发现，在 2008 年之前，美联储的资产负债表扩张还是比较缓慢，如从 1974 年年初至 2008 年 8 月，34 年间扩张幅度只有 9 倍左右，但从 2008 年 9 月为了应对次贷危机，美联储采取量宽 (QE) 政策，至 2014 年末，短短 5 年扩张了 3.5 倍左右。但同期五年间美国的 CPI 累计只上涨 10%。

为何美联储为应对次贷危机采取的大放水举措没有引发通胀呢？这是因为美联储大放水缺乏乘数效应。我过去曾就此问题有关详尽论述：在 2008 年的次贷危机中，美联储实施量化宽松可谓是不遗余力，美联储的总资产规模从 08 年 8 月末的（雷曼倒闭前夜）约 0.9 万亿美元，急剧膨胀至 2015 年末的 4.5 万亿美元。而相对于央行资产负债表高达 400% 的扩张，美国的货币供应量 (M2) 同期仅增长了 60%（从 7.7 万亿美元至 12.3 万亿美元）。

美国货币供应量的增长远低于预期的主要原因是商业银行的信贷扩张乏力，同期增幅仅 20% 多（大致是年均增幅 3%）。显然，在经济面临诸多困境之际，美国的商业银行作为极其谨慎：另一个或许更有意义的的数据是，商业银行的现金资产增幅竟然是 760%。

也就是说，在美联储大放水的时候，美国商业银行消极怠工。而我国央行的资产负债表扩张虽然非常少，但商业银行的信贷增速却非常可观。如 2020 年人民银行总资产仅较 2019 年增加了 1.7 万亿元人民币，折合美元 0.6 万亿美元，增速 4.5%，增幅远不及美联储、欧央行和日央行。但我国 2020 年金融机构贷款余额增速高达 12.8%，说明中国的货币扩张，主要是商业银行驱动的，导致银行总资产大幅增加。

美国的货币扩张则主要靠中央银行驱动，且效果不明显。如 2020 年美联储扩表 76.8%，但美国商业银行信贷仅增长 9%，商业银行的现金资产竟增长了 86.4%。我国国内媒体通常把过度渲染美联储的扩表规模，让大家以为美国已经大水漫灌，高通胀是必然结果。美联储之所以缺乏号召力，是由于美国经济体制决定的，即美国的商业性金融机构和企业主的行为都自身利益导向，故其行为往往是顺周期的；而我国的金融机构和国有企业，接受监管部门的指导，其行为往往是逆周期的。

事实上，我国每年的货币增量及存量（社会融资规模增量和存量）都远远超过美国。如果用 M2 来表示的话，中国的 M2 存量几乎等于美国加欧盟之和。当然，M2 比较容易产生歧义，我们可以用银行总资产规模、

社融等指标来佐证中国的货币规模长期保持全球第一。如我国银行总资产规模从 2008 至 2020 年，共增长了 4 倍。2020 年美国银行业总资产大约为 20 万亿美元，占其 GDP 比重 90% 多，中国则为 48 万亿美元，占其 GDP 比重为 310%。

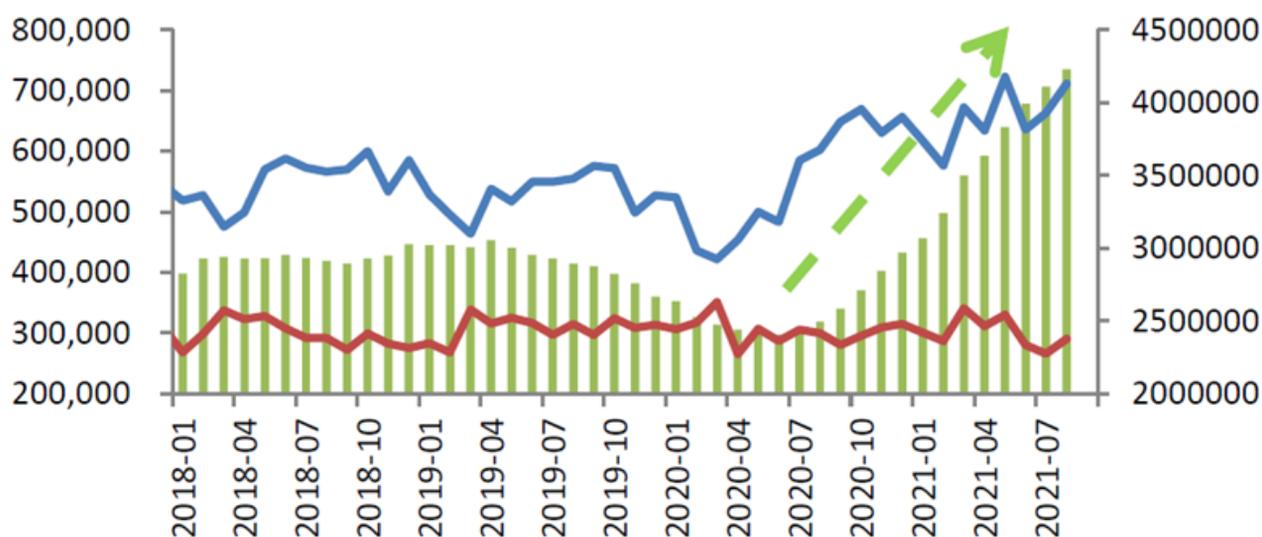
所以，中国在货币投放规模如此大的情况下，尚能维持低通胀的局面，我们怎么能认定美国的高通胀是源于美联储的大放水呢？

不再给居民发补贴：为何 CPI 仍创新高？

这轮为了应对疫情，美国采取的宽松政策与以往不同，即过去主要是货币宽松，这次则是财政与货币双宽松，美国财政部大量投放财政补贴，规模大约占到美国 GDP 的 8% 以上，这与过去主要靠货币宽松的模式形成显著差异。所以，导致通胀的主要原因是财政补贴而非货币放水。当然，财政部能发那么多补贴，还得靠美联储及其他国家和金融机构持续购买美国国债。

一种很直观且较为普遍的观点认为，美国通胀主要是疫情导致的，因为疫情使得全球的供应链和产业链出现问题，因此，此轮美国通胀是供给侧问题，这当然没有错。我们从美国进出口逆差扩大中可以略见一斑。如美国西海岸的港口积压一直很严重，导致集装箱价格大幅攀升。

■ 进口-出口：滚动12个月（右轴）
— 美国：休斯顿港+弗吉尼亚港+长滩港：集装箱吞吐量：进口
— 美国：休斯顿港+弗吉尼亚港+长滩港：集装箱吞吐量：出口



但是，为何港口积压状况长期不能解决呢？因为疫情正在好转，美国对疫情的防控力度也大幅减弱。按理说只要增加卸货和运输速度，港口积压问题就可以得到解决。但由于美国的港口、货运等低端劳动力由于前期失业补贴等原因，劳动参与率下降而出现短缺，使得港口积压问题长期拖延（所谓劳动参与率，是指劳动年龄人口实际参与劳动的比例，一般都会随着人均收入上升而下降）。

因此，CPI 上涨表面看是供给侧问题，其背后实际上是劳动力短缺问题。正如鲍威尔在 1 月 11 日的国会听证会表态时所述，“劳动力减少可能是未来通胀的问题之一，比供应链问题更加严重”。例如 2021 年 12 月，美国的劳动参与率在 61.9%，相较疫情前（2020 年 1 月峰值的 63.4%），减少约 400 万劳动者。

那么，从去年 9 月份之后，美国已经停止了对居民的补贴政策，按照我们的理解，劳动人口数量应该恢复增长，劳动参与率提升，但为何美国的就业意愿还是不足呢？这可能与劳动力的报酬增长刚性有关，即补贴虽然取消了，但劳动者不愿为获得比补贴还少的薪水去工作。

所以，美国这轮通胀，实际上已经不能简单用供需理论来解释了。它实际上是通过财政补贴提高居民收入-增加劳动力成本-带动 CPI 上涨这条主线来实现的。而且，通胀具有系统性和惯性。例如，房价的上涨会导致租金的上涨，从 2020 年至今，美国房价两年上涨了 35%，也带动了房租的大幅上涨，从而进一步推升 CPI 上涨。

在美国的 CPI 构成中，居住支出要占 42% 的权重，这就可以解释为何美国政府给居民部门的补贴停止之后，CPI 继续上涨的原因，因为房价在大幅上涨。例如，12 月 CPI 环比增幅主要由住房（权重 31%）、二手车和食品项贡献，而能源项转负。而在我国，CPI 的八大类构成中，居住的占比仅为 22%，只有美国的一半。

这就可以理解为何美国 CPI 持续上涨的主要原因——房价上涨。当然，

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_37062

