



王永利：全球大滞涨可能 远超预期





美国大滞胀局面已经出现

2021 年 6 月，美国 CPI 同比增长超过 5%，2020-2021 两年当月合计超过 6%，此后不断提高，到 2021 年 11 月，美国 CPI 同比增长 6.8%，两年合计增长 8.0%（两年平均增长 4.0%），大大超出美联储预期和政策目标，迫使其开始收缩前期推出的量化宽松货币政策确定的每月购债规模（Taper）并很快加大力度。到 2022 年 3 月，美国 CPI 同比增长 8.5%，创下 40 多年来的最高纪录，两年合计增长 10.1%（两年平均增长超过 5%），迫使美联储在联邦基金利率 0-0.25% 的基础上加息 25 个基点（0.25%），并明确从 6 月份开始实施 QE 缩表，压缩因量化宽松增加的购债总规模。

但美国 CPI 尽管 4 月同比增长 8.3%，比 3 月有所下降，然而两年合计仍明显上升，达到 12.5%；5 月 CPI 同比增长再创新高，达到 8.6%，两年合计达到 13.6%，远超 2% 的通胀政策目标。由此，美联储在 5 月加息 50 个基点，到 6 月再次加息 75 个基点，将联邦基金利率提高至 1.50-1.75%，加息频率和幅度快速提升，而且美联储已公开表示将抑制高通胀作为首要目标，今年可能多次加息。其中，一次性加息 75 个基点成为 1994 年以来的首次（美联储在抑制通货紧缩时，降息力度往往是很大的，可以一次性降息 100 个基点甚至更大。但在抑制通货膨胀时，因担心对经济增长和社会就业产生冲击，其加息是非常谨慎的，常规做法都是试探性加息，即每次加息 25 个基点，一次加息 75 个基点已属罕见）。6 月美国 CPI 同比增长进一步攀升至 9.1%，两年合计达到 14.5%，由此，美联储 7 月再次加息 75 个基点，低于市场曾经预期的加息 100 个基点，有人认为美联储可能放松紧缩力度，股市因此出现上涨、美元指数下滑。

但大幅加息能否使高通胀得到预期的遏制实际上存在很大不确定性，特别是美国公共债务已经超过 30 万亿美元，加息可能对政府债务负担造成压力，影响到政府债务扩张和加大社会救助的力度。

2020 年以来美国 CPI 各月同比增长 (%)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	2.5	2.3	1.5	0.3	0.1	0.6	1.0	1.3	1.4	1.2	1.2	1.4
2021	1.4	1.7	2.6	4.2	5.0	5.4	5.4	5.3	5.4	6.2	6.8	7.0
20-21 合计	3.9	4.0	4.1	4.5	5.1	6.0	6.4	6.6	6.8	7.4	8.0	8.4
2022	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1						
21-22 合计	8.9	9.6	10.1	12.5	13.6	14.5						

更重要的是，通胀高企与大幅加息，都将严重影响经济增长。美国经济一季度同比增长 4.3%，但环比已经是下降 1.6%。美联储随后将 2022 经济增长预期从加息前的 4.0%降低到 6 月加息后的 1.7%。在 CPI 不断攀升情况下，美国二季度消费支出明显萎缩，住房和消费贷款降温，经济同比增长 2.3%，比一季度同比增速下降（其中有基数太高原因），环比再次下降 0.9%，已是连续第二个季度环比下降，反映美国经济出现技术性衰退，大滞胀局面已经形成。如果美联储继续大幅加息，完全可能造成经济更大衰退。

美国 2020 年以来 GDP 增长速度 (%)

2020年				2021年				2022年			
Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
0.7	-9.4	-2.8	-1.9	0.3	12.6	4.7	5.4	4.3	2.3		

2020 年 3 月以来美联储政策变化

2020 年 3 月以来，美联储政策变化可以分为三个阶段：

（一）宽松坚定期（2020.3-2021.6）

2020 年 3 月伊始，尽管美国新冠疫情确诊比例很少，但疫情在中国、东南亚、欧洲等地快速蔓延的影响已经反应到美国的国际金融市场，引发股市、债市等金融市场剧烈动荡。为此，美联储于 3 月 3 日即宣布降息 50 个基点，紧接着，于 3 月 15 日又大幅降息 100 个基点，将联邦基金利率降低至 0-0.25% 的“零利率”下限，同时宣布推出至少 7000 亿美元量化宽松计划，并承诺量化宽松没有上限（“无上限量化宽松”），可以根据需要扩大规模，确保市场流动性基本充裕。之后将每月购债规模扩大并稳定在 1200 亿美元上，保持 0-0.25% 的基准利率不变。尽管自 2021 年 3 月开始，美国 CPI 呈现出加快上涨势头，但美联储强调考虑到基数影响、经济增长与社会就业远未达到政策目标等，认为“通胀上行主要反映暂时性因素”（通胀暂时性），美联储不会过多关注每个月的通胀水平，而会更加关注中长期平均通胀率水平，因此不会调整政策立场。这也得到广泛认可，政策宽松继续保持，一直到 2021 年 6 月。

（二）政策纠结期（2021.7-2021.10）

2021 年 6 月美国 CPI 同比增速两年合计达到 6% 后继续保持明显上升态势，失业率也大幅降低并趋向 4% 以内，社会上对通货膨胀的争议与担忧不断增强。但总体上，认为通胀高企主要是在疫情冲击下商品成本特别是货物运输与仓储受到严重影响，导致价格大幅上涨造成的，而 2021 年下半年以来疫情压力已经明显减弱，只要疫情解除，经济恢复运行，高通胀压力就会很快缓解，不宜过早收缩宏观政策，避免对经济复苏产生冲击的

看法依然占据上风，所以，尽管政策争议和纠结越来越强烈，但美联储依然保持原有政策不变。

(三) 政策紧缩期 (2021.11 以来)

在 2021 年 10 月 CPI 同比大幅上升为 6.2%，两年合计增长 7.4% 之后，人们越来越意识到，通胀高企并不是暂时性的，而是受诸多全球性因素影响，可能是比较长期而剧烈的，必须采取强力措施加以应对。这种情况下，美联储决定于 11 月缩减购债规模 150 亿美元。在 11 月通胀率继续攀高情况下，12 月宣布将每月缩减购债规模扩大到 300 亿美元，到 3 月完成 Taper（将购债规模缩减至零）；6 月将开始 QE 缩表，并将适时加息纳入政策考虑之列。到 2022 年 2 月 CPI 继续呈现加快上涨态势，特别是俄乌冲突爆发、中国再次受到新冠疫情冲击，对全球产业链供应量带来超预期深刻影响的情况下，美国财长和联储主席公开承认前期“通胀暂时性”的认识是错误的，美联储遂于 3 月常规性加息 25 个基点，到 5 月再加息 50 个基点，6 月进一步加息 75 个基点，加息频率不断加快、幅度不断加大。

美国大滞胀有着深刻的国际大背景

美元是国际中心货币，美国是世界第一大经济体，是国际金融中心，是一般工业制成品最大进口国，其通货膨胀超预期高企，受到国际国内多重因素影响，也成为全球货币金融和经济增长深刻变化的集中体现，需要从全球化大背景与较长的历史周期加以分析。

（一）摆脱金本位制后，全球货币总量和债务规模加快扩张，为全球性大通胀奠定了基础

1971 年美国放弃美元与黄金固定挂钩（1 盎司黄金兑 35 美元）的国际承诺，国际货币的布雷顿森林体系随之瓦解之后，全球货币彻底脱离黄金等实物的束缚，转化成为纯粹的国家信用货币（国家主权货币或法定货币），更加突出货币作为价值尺度与交换媒介（价值通证或价值权证）的本质属性与核心功能，更多地依靠银行信贷投放货币（相应扩大社会债务规模），摆脱了因实物本位制造成货币供应严重不足的困境，能够随同全社会可交易财富价值规模的变化相应调节，充分满足全社会的货币需求，极大地促进了经济金融全球化发展，实现了货币发展史上质的飞跃和重大突破。

可以说，没有信用货币的出现和发展，人类社会根本难以发展到今天的程度！

理论上，在信用货币体系下，必须保持一国货币总量与该国内、法律可以保护的可交易财富的价值总量相对应，从而保持货币币值（价值尺度）的基本稳定。但实践中，要做到这一点不仅技术和操作上极其困难，而且还受到诸多因素影响，包括财富价值与货币需求还会受到供求关系与经济周期的影响而大幅波动；金融交易和金融市场的发展又会分流大量货币并加大货币在金融领域与实体经济之间的转移规模；执政党更愿意扩大货币投放促进经济和就业增长以赢得民心或争取选票；当一国货币充当重要国际货币时，还会受到货币跨境流动的影响等，非常容易推动货币

超发，并通过降低利率、扩大债务、透支未来维持当下超过真实潜力的经济增长，通过央行扩大流动性投放维持充满泡沫风险的金融稳定，结果推动全球性货币总量与债务规模持续加快扩张（国际金融协会 IIF 披露，全球债务规模在 1999 年末为 83 万亿美元，到 2021 年底超过 303 万亿美元），为通货膨胀、资产泡沫、金融风险的不不断聚集奠定了根本基础，一旦遭到突发因素冲击，就可能引发局部或全球范围的经济金融危机。

（二）经济全球化阶段性走过头，逆全球化增强正在给世界经济带来深刻冲击

在 1971 年美国放弃美元与黄金挂钩的国际承诺带动全球货币彻底摆脱金本位制束缚可以充分供应，以及货币支付“记账清算”的发展使国家之间贸易和投资顺差所获得的外汇又主要存放在货币发行国，从而可以在对外贸易与投资失衡情况下，维持各国货币流动性相对平稳，推动经济全球化发展开启新的高潮，并推动世界经济和政治格局深刻变化。1978 年中国启动改革开放，1991 年苏联解体、东欧剧变，国际资本大规模跨境流动，主要国家的国际竞争也随之不断增强，国际资本大规模转移也不断引发经

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_44568

