



曹远征：美元指数三次大幅波动，都是国际政经格局变动先兆



意见领袖 | 曹远征（中银国际研究公司董事长、中国宏观经济学会副会长）



美联储加息的可能后果

区别于此前，因通货膨胀高企并持续，美联储反通胀的加息操作已成为确定性事件，市场已形成预期并不再讨论。反而不确定的是加息是否会触及衰退，这成为市场的新担心。过去认为美国经济衰退可能会出现在明年，现在担心衰退会提前至今年四季度发生。

之所以这么说，是因为美国货币政策和财政政策组合已明显不同于过去。过去的货币政策和财政政策是分离的，这次疫情后货币政策和财政政

策“穿一条裤子”，形成准 MMT 的操作，央行通过发货币来购买国债，用开动印刷机的办法为财政融资，以对付疫情，防止衰退。这就形成了货币政策与财政政策同进同退的局面。加息既表明市场利率的提高，更预示着央行资产负债表的收缩，这意味着货币政策收紧的同时，财政政策也在收紧，而货币和财政政策同时收紧，很可能成为引发经济衰退的导火索。

目前美国经济环比已有下行态势，是否会出现衰退取决于菲利普斯曲线的下一步变化。美联储今年以来持续大幅加息，除通货膨胀高企外，很重要的一点是因为菲利普斯曲线发生了变化，通货膨胀率增长和失业率增长的交替关系越来越模糊，成为美联储放心加息的重要原因。但是这种关系是彻底模糊化了，还是只是一个短期现象？这还是个疑问，并成为市场现在高度关注的问题。由此，对美国经济未来的前景也就有了不同的判断。有预测认为未来会有衰退，但这种衰退很可能是像 1946 年衰退一样，是比较浅的。也有预测认为，现有的菲利普斯曲线很可能要发生重大变化，衰退将在今年发生，而且是比较深的。

世界经济是否进入滞胀年代

今年 1 月，美联储在解释其货币政策转向时，指出“与大流行和经济充分开放相关的供需失衡继续导致货币膨胀水平上升”。其蕴藏的重要含义是，在疫情下，因供给不能响应需求，进而形成了成本推进，成为这轮通货膨胀的主要形式。尤其在今年 2 月底俄乌冲突爆发以来，成本推进日益明显且强烈。如同美国一样，欧元区和英国的 CPI 都出现了快速上升，

迫使其央行不得不频繁大幅加息。

需要指出的是，这是因为这种发生在供给端的成本推进型通货膨胀，不同于需求端需求拉动型的通货膨胀，是一种结构型的，不仅使作用于需求端的总量紧缩性财政货币政策因药不对症，效果如隔靴搔痒，而且因结构调整的缓慢性，从而使较高的通胀水平会持续维持，并有可能形成工资-物价的螺旋上升。

通常认为，自 2008 年金融危机后，世界经济进入新常态，出现了低增长、低通胀、低利率、高杠杆的状态。如果较高的通胀水平持续维持，意味着这种新常态发生了改变，出现了高通胀率、高利率和低增长的新组合。如此，高杠杆能否维持也成为疑问。一旦形成这种状况就与四十年前的世界经济状况很相似了。上世纪八十年代，在石油危机冲击下，发达经济体一方面经济停滞；另一方面，通胀却维持在较高水平，出现了前所未有的所谓“滞胀”问题。可以合理想象，这次俄乌冲突导致的能源价格持续上涨，对发达经济体，尤其对西欧冲击巨大，在生产成本快速提高的同时，经济增长却难以提高，于是滞胀问题就会出现并可能会长期化。

这次 CMF（中国宏观经济论坛）报告中指出了形成高通胀进而“滞胀”的三个因素：

1、全球化逆转

特别是俄乌冲突后，各国都考虑供应链安全，于是不按照效率最高、

成本最低的方向来进行全球化，反而从安全角度来考虑，从而提高了生产成本。

2、劳动力成本提高

由于过去作为生产中心的东亚人口老龄化等种种原因，劳动成本在提高，生产制造成本也在提高。

3、能源价格上升

特别是俄乌冲突、全球气候变暖等导致能源价格持续高涨，这种情况下生产成本也会提高，使成本推动型的高通胀持续维持。

然而，从学理上讲，上述三个因素仅是形成滞胀的外部条件，问题的关键在于形成滞胀的内在机制是否成熟。换言之，是否工资-物价螺旋上升已成气候，推动菲利普斯曲线持续向右上方倾斜。市场目前虽未看到这种螺旋，但已有端倪，德国柏林已有示威活动。也正是对这一螺旋的担心，成为美欧央行冒着衰退风险持续大幅加息的原因。此举能否阻止或打断工资-物价螺旋上升，也为市场所高度关注。我们认为，世界经济，尤其发达

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_46582

