



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

金融專報

2022 年第 27 期 总第 166 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2022 年 7 月 21 日

美国高通胀与货币紧缩：原因、表现、影响 与应对

张明

- 导致美国本轮高通胀的原因包括：新冠肺炎疫情之后美国政府出台的大规模刺激政策；全球供应链中断推升全球物流成本，造成可贸易品价格攀升；俄乌冲突的爆发引致全球大宗商品价格显著上升。并且，美国本轮高通胀在更大程度上受到供给端的成本推动。
- 美国的高通胀将会迫使美联储持续加息缩表，而后者会推高美国长期利率，打压风险资产与避险资产的价格，并对其他国家造成外溢性影响。
- 当前，中国面临的外部环境非常严峻复杂。对我国而言，

关键就是要保持政策定力，着力稳住国内经济基本盘。一是持续优化动态清零防疫政策，更好地平衡防控疫情与经济增长之间的关系；二是果断实施扩张性财政货币政策，尤其是通过财政政策发力来尽快缩小负向产出缺口；三是调整具有宏观收缩性的部分行业监管政策。

一、本轮美国高通胀的原因

导致本轮高通胀的原因有三，包括一个需求面的原因和两个供给面的原因。

造就本轮高通胀的原因之一，是新冠疫情之后美国政府出台的大规模刺激政策。货币政策方面，从 2020 年新冠疫情爆发到 2022 年初，美联储在 2 年时间内将资产负债表总资产规模从 4 万亿美元推高至 9 万亿美元，货币放水的速度是史无前例的。与此相对照的是，2008 年次贷危机爆发后，美联储花费了约 6~7 年时间，经历了三轮量化宽松政策，才将资产负债表总资产规模由 1 万亿美元扩大至 4 万亿美元。财政政策方面，在次贷危机爆发后，美国财政刺激的总规模约为 1.9 万亿美元。新冠疫情爆发后至今，美国财政刺激的总规模约为 6 万亿美元。换言之，新冠疫情以来美国财政刺激的总规模约为次贷危机之后的 3 倍。在 2020 年，美国联邦财政赤字占 GDP 比率高达 15%，显著超过 2009 年的 10%。总体来看，相对于本次疫情冲击造成的产出缺口规模，

疫情后宏观政策刺激的力度可能过大，显著超过了次贷危机爆发后的产出缺口规模与刺激力度规模之比。这是美国经济学家 Summers 从 2021 年初就认为通货膨胀肯定会出现的关键因素。因此，大规模刺激政策是造就本轮高通胀的需求方因素。

造就本轮高通胀的原因之一，是新冠疫情的爆发导致了全球供应链中断，推升了全球物流成本，造成可贸易品价格显著攀升。

造就本轮高通胀的原因之一，是俄乌冲突的爆发导致全球大宗商品价格显著上升，尤其是能源与食品。尽管美国是能源与食品的净出口国，但全球价格上涨也显著推升了美国国内价格。

二、本轮美国高通胀的表现

2022 年 5 月，美国的 CPI 同比增速达到 8.5%，核心 CPI 达到 6.0%。然而，值得重视的是，美国 PPI 同比增速在 2022 年 5 月高达 21.5%，比 CPI 增速高出 15 个百分点。通常情况下，如果 PPI 增速远高于 CPI 增速，那么通货膨胀可能在更大程度上是由供给端的成本推动造成的。

进一步观察细分项目数据。2022 年 5 月，CPI 细项中上涨最快的前三项分别是交通运输（同比增长 19.4%）、食品饮料（同比增长 9.7%）和住房（同比增长 6.9%）。PPI 细项中上涨最快的前三项则分别是燃料（同比增长 55.6%）、农产品

（同比增长 25.1%）和金属（同比增长 21.7%）。尽管这些细项的权重不一样，不宜直接比较，但是无论从 CPI 还是 PPI 的细项中，都可以看出显著的成本推动迹象，并且增长最快的项目都与能源和食品高度相关。

通过上述关于通胀表现的分析，可以得出一个重要结论：美国本轮高通胀在更大程度上受到供给端的成本推动。

三、美国政府应对高通胀的措施是否充分

针对成本推动的通货膨胀与需求劳动的通货膨胀，适宜的应对方法有所区别。需求劳动的通胀本质上是因为总需求曲线右移（即存在经济过热），通过货币政策收缩将总需求曲线左移，就可以同时缓解经济过热和物价上涨。而成本推动的通胀本质上是因为总供给曲线左移（也即出现增速下降与物价上涨），如果通过货币政策收缩来将总需求曲线左移，虽然有助于控制物价上涨，但付出的代价却是经济增速的显著下滑。

针对当前主要由成本驱动的通货膨胀，适宜的应对方法是扩大国内生产能力、畅通全球物流体系、维护全球大宗商品的价格稳定。然而，这些措施在短期内很难实现。

因此，尽管通胀更大程度上是成本推动型，但美联储还是不得不开始加息缩表。一方面，联邦公开市场委员会在此前持续低估了通胀的严峻程度，目前需要通过“矫枉过正”来纠偏。另一方面，美联储的陡峭加息与缩表也与美国国内

政治有关。2022 年下半年,美国中期选举在即,如果不能尽快压降通货膨胀率,那么民主党中期选举的前景堪忧。

换言之,如果采用需求管理的工具(即货币政策)来遏制供给面收缩所导致的通胀,在工具错配的前提下,要尽快发挥效果,那么美联储的加息必须要相当迅猛,而这必然会加剧经济衰退与金融动荡。

四、美联储加息缩表的内外影响

首先,对美国经济的判断。在未来 1~2 年间,美国经济陷入衰退的可能性很大。例如,Summers 在接受巴伦周刊采访时曾经提到过一个有趣的拇指法则——在美国经济历史上,只要失业率低于 4%,通胀率高于 4%,美国经济在两年内必将陷入衰退。在不久的将来,我们可以再次检验上述法则。

其次,对金融市场的影响。美国的高通胀将会迫使美联储持续加息缩表,而后者会推高美国长期利率,美国长期利率上升将会同时打压风险资产与避险资产的价格。对美股而言,2022 年年初至今约下跌了 20%,不排除再下跌 15%~20% 的可能性。对美债而言,2022 年下半年美国 10 年期国债收益率继续向上突破的空间不大,但短期内也很难快速回落。对美元指数而言,今年将会在 100~110 之间盘整。此外,全球股市和债市都会面临显著的调整压力。

再次,对新兴市场与发展中国家的影响。从历史经验来

看，一旦美联储步入持续加息周期，全球范围内就可能有一批国家受到严重影响。目前来看有两类国家比较危险：一是金融脆弱性比较高的国家，尤其是经常账户持续逆差、本币汇率高估、国内资产价格虚高的经济体；二是对进口粮食依赖度比较高的国家，如一些非洲的食品进口国。食品价格上涨既会推高通货膨胀，也会直接损害居民生活水平。

最后，对中国的影响。美联储加息缩表至少将从三个渠道对中国造成负面影响。

一是全球总需求下滑导致中国出口增速下降，而净出口是新冠疫情爆发以来中国经济增长最重要的动力之一。

二是中美利差的收缩与倒挂将会导致人民币兑美元汇率面临贬值压力。2022 年以来，人民币兑美元汇率一度由 6.3 贬值至 6.8。不过，人民币汇率进一步贬值的空间不大。一方面，中国经济和美国经济的增长势头将在 2022 年下半年发生翻转，中国经济增速向上，美国经济增速向下。另一方面，我国央行有充足的政策工具可以用于防止人民币兑美元汇率大跌。

三是短期资本外流加大，并导致国内资产价格面临调整压力。近日，外管局发布了 2022 年第一季度的国际收支详细数据，可以看出，上半年中国的短期资本外流压力较大。2022 年一季度，我国的非储备性质金融账户逆差为 497 亿美元，其中，证券投资逆差高达 798 亿美元，是有史以来最大

的证券投资逆差。外资撤回了 487 亿美元证券投资，包括 319 亿美元债券投资。这两个数据也创下了历史新高。因此，2022 年上半年的短期资本外流，与美联储加息缩表有很大关系。

五、中国的政策应对

作为一个有着广阔国内政策空间的大型开放经济体，中国的国内政策制订仍要以我为主，关注国内的主要矛盾，不必为外部环境的变化而束缚了手脚。

当前，国内经济稳增长仍是主要矛盾，应继续果断地放松财政货币政策。一方面，无须担心中美利差继续倒挂会导致人民币兑美元大幅贬值与大规模资本外流。如前所述，我国有丰富的政策手段来稳定人民币汇率与资本流动。另一方面，目前国内粮食价格与猪肉价格已经反转，再过 1~2 个季度之后，猪肉价格可能再度显著攀升，并拉高 CPI 增速。因此，我们应该在这个时间窗口内果断实施扩张性财政货币政策。

总体来看，当前中国面临的外部环境非常严峻复杂。对我国而言，关键就是要保持政策定力，着力稳住国内经济基本盘。一是持续优化动态清零防疫政策，更好地平衡防控疫情与经济增长之间的关系；二是果断实施扩张性财政货币政策，尤其是通过财政政策发力来尽快缩小负向产出缺口；三是调整具有宏观收缩性的部分行业监管政策。

笔者很高兴地看到，在美国国内通货膨胀高企的背景

下，中美经贸摩擦有了一些边际改善的迹象。美国国内出现了通过降低对华关税来缓解国内通胀压力的声音。作为经济与贸易全球化的最重要受益国之一，中国政府应继续秉持多边主义立场，积极与美国政府改善双边经贸关系。从历史经验来看，中国经济增长最快的时期，都是全球化进程不断加深的时期。发展内循环固然重要，但根据时机变化，推动内外循环相互促进发展也同样重要。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）