

通胀抬升与货币收紧 会持续同步吗？

尽管中期我国面临的通胀问题较为突出，但不能简单地收紧银根予以解决。长期来看，中国乃至全球面临的仍旧是周期性经济下行引发的通缩预期。

文 | 张禅成



3月2日，在国新办举行的新闻发布会上，中国人民银行党委书记、银保监会主席郭树清的一句“贷款利率会有所回升和调整”引来密切关注。值得注意的是，去年12月以来，国内社融和M2增速已出现拐点迹象。

不仅如此，就在郭主席讲话的前几日，美国十年期国债收益率快速触及1.54%，并引发全球风险资产大幅回撤。一时间，通胀预期高企，市场对流动性收紧的担忧愈发高涨。然而，从长、中、短三个时间维度分别探讨我国可能面临的货币环境收紧困扰，不难得出结论：对货币信用收紧的担忧是多余的。

短期有特殊性

今年年初以来的货币收紧有其特殊性，与未来的货币倾向无关。

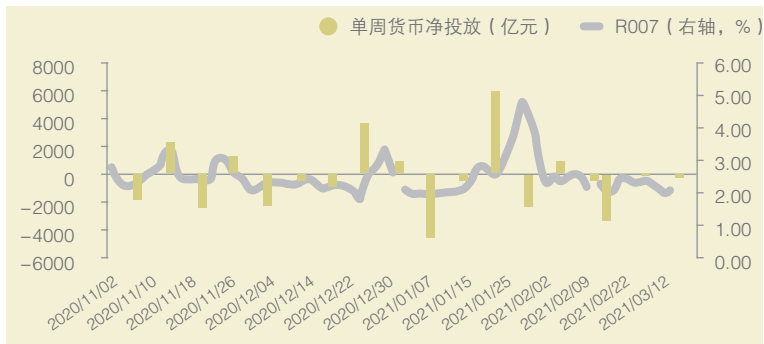
一方面，今年1月货币收紧的前因是去年“永煤事件”发生后，央行为了缓解市场信用风险，短时间内投放了大量的货币。在经历了2020年12月将近一个月的休整之后，信用风险几近解除，所以央行在今年1月中下旬收回了此前超额投放的流动性。市场之所以感到资金偏紧，无非是货币市场的“棘轮效应”，由多到少不易接受。

另一方面，我国素有“节前投放，节后回笼”的惯例。往年春节前，随着银行现金投放压力加大，央行一般会通过多种手段释放流动性，以保证银行体系流动性合理充裕；春节过后，在现金回流银行体系的过程中，央行相应地会通过流动性工具到期回收的方式实施资金回笼，以避免流动性过于泛滥。因此，今年春节之后的短暂货币回笼，可以理解为历史惯性。

中期通胀排查

从中期来看，我国可能同时面对海外输入型通胀和本土内源性通胀。

“永煤事件”之后的市场流动性



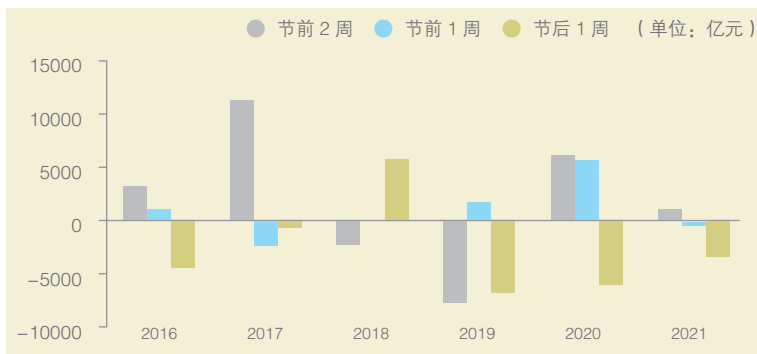
> 资料来源：Wind

海外输入型通胀的第一种来源，是欧美经济复苏，供需缺口引发的上游原材料价格走高。目前中、美、欧、俄都在抓紧研发疫苗，美国作为全球最大的消费国，基本主导了原油等大宗商品价格的走势。2020年，因疫情多次反弹、压制线下经济活动，美国交通运输、旅游住宿等服务类消费的修复较慢。随着疫苗接种快速推进（按每天接种100万人次预估），美国各类服务消费的修复节奏有望加快。对于原油等大宗商品而言，在美国服务消费改善和石油输出国组织及产油盟国（OPEC+）增产意愿依然较低共同造就的供需格局下，价格将进入快速上涨通道。原油等商品价格的上涨，以及去年的基数效应，可能使全球通胀在二季度大幅升温。

海外输入型通胀的第二种来源，是新一轮量化宽松（QE）引发的水涨船高。去年此时，为了应对新冠肺炎疫情以及原油等大宗商品暴跌带来的冲击，美联储施行了新一轮QE。2020年2月底，也就是启动新一轮QE之前，美联储资产负债表总额为4.21万亿美元；而将近一年之后，截至今年2月24日当周，资产负债表已达到惊人的7.64万亿美元，扩表81.47%。相

尽管多种情形都有可能对我国中期通胀造成困扰，但“逆周期调节”带来的货币紧缩并不能解决问题。

“节前投放、节后回笼”几乎是央行货币操作惯例



> 资料来源: Wind

比 2009 年的那一轮 QE 高点超出 68.28%。此轮放水的“大手笔”超乎想象。

不仅如此，拜登政府的 1.9 万亿美元财政刺激也是远远大于需求缺口的——据经合组织（OECD）预测，2020 年美国产出缺口预测值为 6%，而 2020 年美国已经通过的法案规模累计达 3.86 万亿美元，占 GDP 的 18.4%，是产出缺口的 3 倍。假设 2021 年美国 GDP 在地产周期的带动下达到 22 万亿美元，那么拜登政府的 1.9 万亿美元刺激计划，相当于弥补了 8.6% 的产出缺口。而 OECD 预判的 2021 年美国产出缺口仅为 4.6%。

再看本土内源型通胀。其第一种来源是国内“就业错配”产生的“工资推进型通胀走高”。中国 2020 年 12 月全国城镇调查失业率为 5.2%，31 个大城市城镇调查失业率为 5.1%。之前社会一直关心失业率走高的问题，但实际上企业端还同时面临“用工荒”——自从 2020 年 2 月发生新冠肺炎疫情以后，大量的城市劳动力返乡后就不再返城，造成了特大城市的“用工荒”和二三线城市乃至乡镇间的“就业错配”并存的局面。未来相当长的时间内，我国都将面临系统性的人口流动。据麦肯锡全球研究院预测，到 2030 年，

我国可能有多达 2.2 亿劳动者需要变更职业，占劳动力总数的 30%。这意味着，对于特大城市及其周边的企业而言，“用工荒”将推升人力成本，进而形成“工资推进的通货膨胀”。

本土内源型通胀的第二种来源，是资金“脱虚向实”后，大量资金进入实体推升通胀走高。自 20 世纪 80 年代以来，我国宏观杠杆率 M2/GDP 一路攀升至世界最高，却没有引发严重的恶性通胀。有经济学家把这种现象称为“货币迷失”。有观点认为，货币迷失的出现，是因为我国金融市场不完善、金融效率不高。大量的货币涌进虚拟资产，没有流向实体经济。正因如此，多年来我国政策当局始终致力于引导间接融资向直接融资靠拢，倡导资金“脱虚向实”，并在 2017 年推出备受瞩目的“大资管新规”。问题是，一旦金融抑制过度，资产价格的下跌会诱发大量货币从房地产等虚拟经济流出，流向实体，明显推升实体通胀。

逆周期调节需谨慎

尽管上述四种情形都有可能对我国中期通胀造成困扰，但“逆周期调节”带来的货币紧缩并不能解决问题。

首先，海外新一轮量化宽松远未结束。美联储主席鲍威尔在 3 月 5 日的一次公开讲话中重申，将维持宽松货币政策直到劳动力市场进一步改善。这意味着，素有全球货币政策“指挥者”之称的美联储仍将维持原有的 QE 节奏。尽管眼下美国十年期国债收益快速上升，并引发全球风险资产回撤，但这只是国债期货市场对未来通胀预期的“过激反应”——在经历了将近一年的低谷之后，疫苗的普及化很快推升并放大了通胀预期，致使国债认购异常疲弱，带动二级市场 10 年期美债收益率骤升。考虑到拜登 1.9 万亿美元财政刺激即将落地，过高的无风险收益中枢只能加重美财政部门发展成本。

料想未来某个时点，一旦十年期美债收益的上升势头减弱（大概率发生在今年5月中下旬），美联储便会很快退出“债券收益率曲线控制政策”（YCC），在不改变QE节奏的背景下，压低利率价格。届时，美债收益在经历了一轮快速上涨之后，终将进入“筑顶区域”。而此时中国一旦采用收紧银根的方式，国内利率中枢的抬升会继续拉大中美利差，只会促使更多的国际热钱涌入。

其次，新冠疫苗带来了需求的大幅反弹，在供给跟不上的前提下，供需缺口是造成目前中上游原材料价格上涨的主要原因。传统货币政策传导的信用渠道针对的是生产部门的信贷规模，即供给方，对于需求方的管理力不从心。如果在此时采用紧信用的方式进行逆周期调节，只会进一步抑制社会总供给，扩大供需缺口。

再次，居民“就业错配”引发的成本推动型通胀，本就不是货币问题，自然不能用货币的方法解决。唯有通过新型城镇化引导，配合户籍改革，才能奏效。

最后，“迷失的货币”是个存量问题，而货币政策的信贷传导改变的是未来的流量。尤其是为了“抑制货币”而采取的紧缩政策，反倒有可能带来虚拟资产价格的走跌，并激发避险情绪。大量的资金从虚拟经济撤离之后涌入实体，推升实体通胀。

综合以上四种情况，尽管中期我国面临的通胀问题较为突出，但都不能简单地收紧银根予以解决。

长周期视角看通缩

从长期来看，中国乃至全球面临的仍旧是周期性经济下行引发的通缩预期。

很明显，当下的经济反弹实际上仅是新冠肺炎疫情创伤之后的“修复”。即便疫苗的普及有望带来全球需求的强反弹，但近半个世纪

建立起来的全球化格局已经千疮百孔，未来世界经贸格局很可能向区域化发展。不仅如此，新冠肺炎疫情还永久性地改变了某些产业，并催生了新的业态格局。问题是，即便没有疫情的发生，全球也已经处于60年康德拉季耶夫周期的下行阶段。疫情的冲击只能称得上是经济长周期中的一个波动，并不影响周期节奏。

对于中国来讲，刚刚发布的2021年全国两会政府工作报告提到：“经济增速是综合性指标，今年预期目标设定为6%以上，考虑了经济运行恢复情况，有利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展。”这意味着，尽管当前中国尚未“完全走出”新冠肺炎疫情，但顶层设计仍然把新旧动能转换安排在前面。供给侧结构性改革按部就班，自然要忍受转型过程中的低增速。

对于美国来讲，虽然当前处于新一轮地产短周期的上行阶段，但距离上一轮周期的顶点已经相差无几：最近一轮房地产短周期的上行始于2018年美联储最后一次加息。2020年疫情暴发后，随着新一轮逆周期调节，美国房地产短周期的复苏趋势已经从去年下半年开始加速上行。截至2020年年底，美国成屋销售几乎达到了670万套/月，与上一轮周期的顶点（2005年8月的720万套/月）仅相差不到7%。这意味着，即便考虑美国地产周期对其他行业带动效应存在延迟，美国经济在2023年以后大概率也会重新筑顶回落。

对于世界其他国家而言，不论是以欧盟为代表的发达经济体，还是亚非拉这些新兴经济体，都离不开中美两国的“带动”。如果中美两国经济增速减缓，“世界经济的火车头”和“新兴市场的火车头”双双减速，全球经济难免面临衰退。在此背景下，“通缩”才是中长期真正需要面对的问题。□

（作者系独立学者、经济学博士）

如果中美两国经济增速减缓，“世界经济的火车头”和“新兴市场的火车头”双双减速，全球经济只能面临衰退。