

## 新型冠状病毒

# 直升机撒钱，大通胀还会远吗？

钱军辉：美国社会政治经济等新变化，提供了通胀大幅上升的环境；疫情所引发的“撒钱式”财政刺激，很可能终结维持了近40年的低通胀。



更新于2020年3月31日 04:03 上海交通大学安泰经济与管理学院教授、中国发展研究院研究员 **钱军辉** 为FT中文网撰稿

3月23日美联储再次加码，公布了几乎无限制的资产购买计划，以拯救受“新冠”疫情冲击的经济和金融市场。除购买美国国债外，美联储还首次宣布购买公司债，包括新发行

的公司债。

在此之前，美联储已经恢复使用三个2008年创设的信贷救助机制，分别救助商业票据市场（Commercial paper market）、初级市场交易商（Primary dealers）、以及货币市场基金。美联储还扩大了美元流动性互换范围，以解决全球美元短缺问题。

可以说，“新冠”全球疫情爆发后，美国救灾最给力的机构莫过于美联储。美联储也已经使出浑身解数，再要出招，恐怕就要学日本央行直接买股票了。

而以上这些操作，本质上都是扩大货币供应，俗称“印钞票”或“放水”。宏观经济学的初学者不禁会担心，如此大规模放水，会不会有大通胀？

如果仅仅是这些，我的回答是不会。不管是购买资产，还是贷款给金融机构，美联储所供应的货币（储备）并不能自动转化成消费者和企业的购买力。如果总供应不变，要让通胀起来，就需要实体经济的总需求上升。对于美国来说，总需求的主要成分是消费需求。在疫情冲击下，消费者收入下降，此时即使总供应受到疫情冲击，通胀也很难起来，因为总需求可能下降得更快。

实际上，在过去十年间，美联储绝大部分时间是在抵抗通缩、“制造”通胀。美联储不仅把政策利率维持在历史低位，而且进行了两轮量化宽松，“放水”的力度可谓空前，但通胀率始终低迷，就是因为美联储无法把“水”直接放给普通消费者。虽然货币宽松催生了股票大牛市，让少数富人发了大财，但富人的边际消费倾向较低，其财富膨胀对消费的刺激作用很有限。

然而，3月27日落地的两万亿美元财政刺激计划将带来巨变。该计划除了之前广受关注的直接派发现金（给年收入在75000美元以下的成人1200美元，儿童500美元）外，还大幅提高失业保险福利。各州在原来失业保险保障水平基础上增加每周600美元，使

得疫情期间失业人群能领到的保险金可能超过原先收入。比如失业保障水平较低的阿拉巴马州，之前失业保险最高额度为275美元每周，在疫情期间则提高到875美元，高于沃尔玛员工平均工资（每小时13.16美元）。而保障水平原本就高的纽约州，疫情期间失业人员最高能拿1100美元每周，远超美国中位数收入（约645美元每周）。

不仅如此，该法案也延长了失业保险赔付窗口。此前美国大多数州的赔付窗口为26周，但该法案把赔付窗口延长到39周。每周多加的600美元会持续4个月，到7月31日停止。

加强版的失业保险和直接派发现金加在一起，其实就是前美联储主席伯南克所说的“直升机撒钱”。跟以往的货币刺激不同，“直升机撒钱”能把购买力直接交给消费意愿较强的消费者。因为中产阶级和低收入人群的边际消费倾向远高于富人，他们拿到钱后真的会去花。也就是说，“直升机撒钱”能在疫情期间帮助稳定总需求，这也是出台刺激计划的初衷。

但是疫情同时也冲击了供给侧，不仅是服务业大受影响，农业、制造业、以及物流也都受到冲击。实际上，过于慷慨的失业保险还会在一定程度上帮倒忙，因为它会鼓励失业，增加企业保留员工的成本。如果供给侧受到冲击而收缩，而需求侧因“直升机撒钱”而相对稳定，那么通胀就要到来。货币政策多年请不来的通胀瘟神，财政政策一请就会来。

而请神容易送神难。最近美国社会、政治、经济等领域发生的一些重大转变，让持续通胀成为可能。干柴已经准备好，所缺的只是火星。

首先，美国左翼运动已从边缘进入主流，美国政府将不得不认真对待收入差距、贫困等社会问题，大幅增加福利开支。本次“直升机撒钱”，可能只是一个开始。其中向所有人派发现金的机制一旦形成，就能成为“基本收入”（Basic income）制度的基础设施。

基本收入制度不仅很容易受到穷人欢迎，而且已经拥有众多社会名流的支持，包括扎克伯格、马斯克等著名企业家。民主党总统候选人杨安泽（Andrew Yang）最主要的竞选纲领就是每月1000美元的基本收入。

增加福利开支容易引起通胀，不仅符合经济学直觉，也有历史先例。1964年约翰逊总统推出“光荣社会”（Great Society）计划，大幅扩大福利开支，包括推出Medicare和Medicaid（分别针对老年人和穷人的免费医保），是美国60年代末到80年代初“大通胀”（The Great Inflation）的历史背景之一。

其次，美国货币政策已进入“脱锚”新常态。一方面，美联储隐性的“全球央行”职责要求其无限提供流动性。美元是当今世界最主要的储备货币和融资货币，国际市场要求美联储行使全球央行的职责。2007年底，美联储开始为其他主要央行提供美元货币互换专线（Dollar liquidity swap line），标志着美联储正式承担了这一责任。

另一方面，美联储送给股票市场的看跌期权越来越明显，越来越不可或缺。每逢股市大跌，市场就预期美联储降息和宽松，如果不给就“寻死觅活”。特朗普上任后，更是站在股市立场上动不动给美联储加压。

此外，越来越高的美国联邦债务，也要求美联储保持宽松，从而控制“借新还旧”的成本。美国联邦政府债务占GDP比例已高达108.96%，且债务缩减（财政盈余）几乎无望，因为联邦政府每年的刚性支出，包括Medicare/Medicaid、社保、军费、以及利息支出，已经达到联邦总收入水平（约3.4万亿美元）。本轮两万亿美元财政刺激后，联邦债务将再上一层楼。

美联储在2008年金融危机后推出的量化宽松已经是“非常规”的货币政策。美国基础货币供应量从2008年7月的8500亿美元不到，迅速膨胀到2015年的4万亿美元。如无意

外，随着美联储开始实施无限制的资产购买计划，美国基础货币供应量将再创新高，达到不可思议的高度。

按传统经济学思维，货币发行量应该有一个上限，该上限应该跟国家财政能力有关。从法律上讲，美元是美国国会委托美联储发行的美国债务（Obligations）。这是为什么美钞上既有美联储的印章，也有财政部的印章。

但是为给全球金融市场撑腰，美联储已经与美国的财政能力“脱锚”，开始无限提供美元。这种做法满足了金融市场的短期稳定性要求，而忽视了系统长期风险的累积。对股市的呵护鼓励了股市炒作，历史低位的利率和充裕的流动性鼓励了债台高筑，反而让金融系统变得脆弱，从而更需要美联储的呵护。

美联储发行基础货币的主要途径是在二级市场上购买资产，尤其是美国国债。而大规模的国债购买，和赤裸裸的“债务货币化”之间，只有程度差异。“债务货币化”是指印钞票还债，正是包括中国政府在内的美国国债持有者最大的担忧。现在美联储不仅购买美国国债，还开始购买公司债，包括新发行的。这无疑是走向“债务货币化”的一大步。

货币“脱锚”后发生大通胀，也曾在美国演出过。1971年8月15日，美国单方面关闭黄金兑换窗口，“布雷顿森林体系”崩溃，从此美元“脱锚”于黄金。脱锚后，美国货币供应量不再受限于黄金储备，这是“大通胀”发生的另一个历史背景。

最后，中国经济增长在减速，“全球化”在退潮，因此长期以来抑制美国物价的供给侧因素在消退。美国通胀率从上世纪80年代初开始下降，除归功于较为稳健的货币政策外，也跟中国重新加入世界供应链、“全球化”全面推开有关。

而如今，因“全球化”红利没能惠及普通民众，全球化在西方世界受到前所未有的挑战。在美国，特朗普上台标志着全球化的由盛转衰。尤其是中美贸易，将来无论是共和党还

是民主党主导美国政治，前途都布满荆棘。自特朗普挑起中美贸易战以来，美国进口商的利润空间已经被大幅压缩，贸易成本上升明显反映到终端物价只是时间问题。

总之，最近美国社会、政治、经济等各方面的变化已经提供了通胀大幅上升的环境。而“新冠”疫情，尤其是疫情所引发的“撒钱式”财政刺激，很可能是临门一脚，终结已经维持了近40年的低通胀时代。

因为有需求侧因素（如短期的收入下降、现金派发的时滞、长期的人口老龄化等）的抑制，通胀可能并非直线上升。但毫无疑问的是，疫情冲击和财政刺激结合，将打开通胀向上波动的空间。在某个时候，可能会出现物价上涨的恶性循环：通胀和通胀预期抬头，导致工人提高工资要求，消费者提前购买耐用品，厂商囤积原材料，流动性泛滥的金融机构炒作实物资产和大宗商品，导致国内商品进一步涨价。同时，基于同样的预期，外国机构抛售美元，美元贬值，导致进口商品涨价。

同样可以想象的是，因忌惮加息对金融市场的冲击，也因为来自总统的政治压力，美联储的加息和“缩表”步伐会落后于通胀，因此进一步加强通胀预期。这样的场景，在美国“大通胀”时期也曾发生过。

即将到来的美国通胀周期，会对中国央行在外汇储备和汇率管理方面提出新的挑战。中国应加快放松居民对外投资限制，包括证券投资，以加快“藏汇于民”，降低三万亿美元外汇储备的管理风险。同时，中国应保持人民币汇率的灵活性，让汇率起到缓冲国外通胀冲击的作用。

对中国企业和居民来说，我认为不能再对人民币汇率过度悲观。如果中国货币政策保持当前的“定力”，人民币兑美元的长期趋势是升值而不是贬值。

*注：本文仅代表作者个人观点。本文编辑徐瑾 Jin.Xu@FTChinese.com*

版权声明：本文版权归FT中文网所有，未经允许任何单位或个人不得转载，复制或以任何其他方式使用本文全部或部分，侵权必究。