



警惕“输入通胀+外需紧缩”风险

The Risk of Imported Inflation Superimposed on Tightening External Demand Needs to be Closely Monitored

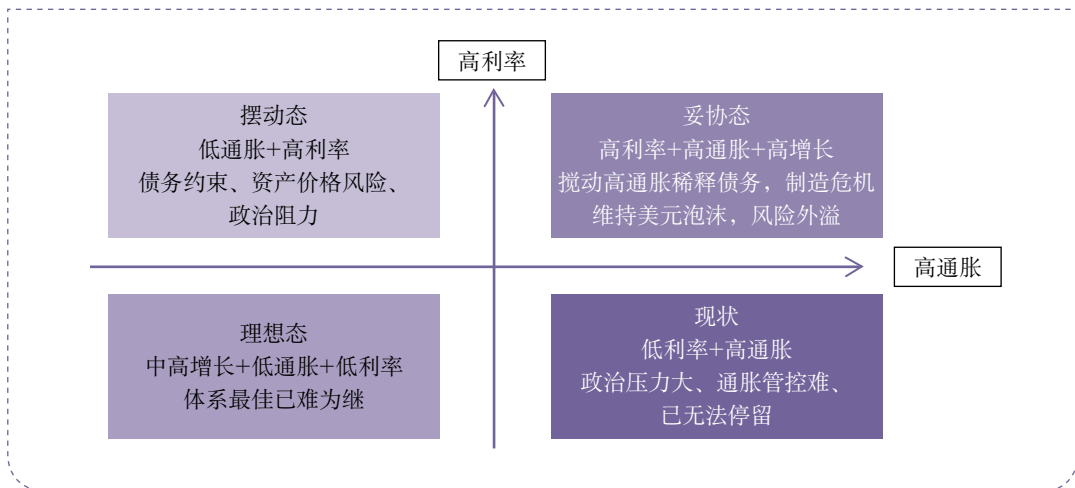
张超 欧阳睿 张家瑞

2022年美联储超预期加息将引发全球金融市场动荡，对我国宏观经济造成“输入通胀+外需紧缩”双重压力。

美国爆发金融危机的风险急剧增高

回顾全球近代金融发展史，金融危机时有发生。虽然每次危机的触发因素未必

相同，但危机形成的核心原因基本相似：无序的信用扩张出现了崩盘。2008年的金融危机和2020年至今的新冠肺炎疫情，都让美联储再次开闸放水。两轮史无前例的“货币+财政扩张”迅速推高资产价格泡沫，而如今又对高通胀实行“绥靖政策”。正如耶伦和鲍威尔均承认的，美国



作者单位：张超，国家开发银行；欧阳睿，太和智库；张家瑞，宁波诺丁汉大学。本文系作者个人观点，与所在机构无关。



已经错过控制通胀的最佳时机。压力下，美联储2022年超预期加息将大概率加速落地，由此引发全球金融市场动荡。此轮加息周期的特殊性可能对我国宏观经济造成“输入通胀+外需紧缩”的双重压力。

美元资产泡沫叠加通胀失控

2008年的次贷危机和2020年的新冠疫情，美联储两次、多轮“量化宽松（QE）货币试验”无限推高了美国和世界的金融资产价格，泡沫明显。例如，2021年底，标准普尔指数达到4 500，远超次贷危机前的1 500；作为引发次贷危机的“元凶”房地产，其价格指数更是超过次贷危机之前的水平（美国Case-Shiller房价指数2008年为208，当前为268，租售比更是比2008年高出40%）。

值得注意的是，前后两次QE政策对美国实体经济的影响明显不同。应对次贷危机的QE政策所释放的美元有65%左右滞留于金融体系内部，金融资产价格通胀的同时，实体价格未见明显上升。而为了应对抗疫失败、社会经济失序而采取的QE政策则是“发钱到人”，结果造成“资产通胀+实物通胀”的双重问题。此外，持续的贸易摩擦更是反噬美国经济本身，2021年，美国贸易逆差高达8 591亿美元，CPI则达到7.5%（1982年以来同比最高）。

2022年又是美国的“政治大年”，拜登当局在不到一年的时间就出现了民意支持的“死亡交叉”，为了赢得中期选

举，共和党和民主党必然会在通胀问题上大做文章，美联储加息预期已经成为市场共识，愈演愈烈。2008年以来，注入市场的美元总计在7万亿美元左右，金融巨兽已经养成，美联储只有“超预期”“强预期”的加息才能短期内解决高通胀问题。但强预期的加息又是金融泡沫难以承受的举措，结果大概率引起金融市场震荡。美联储在2022年可能不得不引爆新一轮金融危机。

“六因素”保障中国自身金融低风险环境

相比之下，目前中国自身的金融风险仍然较低。这一方面是因为中国对一些风险事件进行了提前出清，对一些金融泡沫进行了提前挤压，另一方面是因为中国在这一轮全球货币宽松的大浪潮中仍然保持着自身的定力。目前，有六个重要因素保障着中国自身金融低风险环境。一是中国的热钱规模较小。外资在A股市场的比例仅为5%，其他金融资产中热钱比例也较低。二是中国对外汇和国际资本流动的管理较足。跨境资本的流动始终受到监管，中国筑有较高的“防火墙”来防御“兴风作浪”的热钱。三是中国的外债占比较低。中国短期外债占GDP的比重从2013年的21%降低到当前的7.4%。外债占比下降大大降低了中国在国际资本市场中的风险敞口。四是国内资产价格泡沫较低。A股市场的总体估值不高（上证PE历史分



位47%，深证PE历史分位52%），房地产价格泡沫从2017年已经开始系统性整治，初见成效。可以说中国已经提前对金融泡沫进行了挤压，这也是提前支付一定代价来抵御潜在的更大冲击。五是中国的货币政策独立性高。在以美联储为首的全球宽松浪潮中，中国始终保持着自身货币政策的独立性，不随波逐流。“以我为主”的货币政策为中国保留了更多的货币政策空间。六是中国的贸易逆差低。中国的国际贸易地位优势进一步扩展，贸易顺差稳步增长，对外汇储备形成有力支撑。

“四风险”需关注

虽然中国自身总体金融风险较低，但面临海外金融冲击时，其免疫力究竟如何仍然值得关注，目前有四大风险需要警惕。一是企业资产负债表健康度较低，企业负债率太高而盈利能力不足，企业生产效率进步缓慢，自身“造血”能力不强。企业资产负债表不够健康往往是金融危机转为经济危机乃至经济萧条的直接原因。因此改善中国资产负债表，是修炼自身免疫力的关键之一。二是中国大量外向型中小企业边际利润较低，应对国际金融冲击和海外需求下降的能力较弱。三是中国持有大量的海外资产，而这些资产的安全与收益风险在持续增高。国际金融危机可能对这些资产构成更大的风险冲击。四是中国的国际贸易对美元过度依赖，进出口产品多以美元定价，境内大量商品和资产以

美元为锚，美联储的货币政策直接影响这些商品和资产的价值。

防范输入通胀与外需紧缩的叠加风险

来自大宗商品的输入通胀风险

美联储加息必然导致债券、股票等利率敏感型金融资产价格回落，而国际金融巨头经历几次危机后，已经富有“逆练”经验，其“不浪费任何一次危机”的逐利本性必然寻找新的标的物以对冲传统金融资产价格回落造成的损失。历次美联储加息周期中，大宗商品往往是国际金融巨头首选的标的物。20世纪90年代以来，美联储有四轮加息周期（1994—1995、1999—2000、2004—2006、2015—2018），其中原油、铜、铁等生产类商品价格均走高，且平均升幅都高于60%；贵金属类商品价格有三次走高，平均增幅25%；粮食类商品价格有两次走高，平均增幅10%。中国现在是全球第一制造业大国，全产业链对原材料的需求难以做到完全自给自足，原材料价格尤其是生产类原材料价格大幅上涨对于中国经济平稳和社会平稳都有巨大挑战。

与此同时，全球大宗商品市场格局也在发生变化。类似石油输出国组织（OPEC）的商品供给联盟正在加速出现，如智利铜矿国有化联盟、锂矿交易联盟等新型组织不断涌现，增加上游价格形



成的扰动。中游方面，芝加哥、纽约、伦敦、新加坡等交易市场竞争与合作的关系正逐步向合作转移，逐渐形成除供需两端外的价格博弈第三极。

金融危机引发外需断崖需警惕

由于美国国内政治需要，2022年美联储大概率超预期的货币政策“急转向”，叠加已经出现泡沫的资本市场，西方主要经济体出现超以往程度的金融危机的概率在快速提高，进而全面拉低海外需求。同时，由于疫情被动提高的2021年中国外贸成绩形成的高基数效应，面对外需的突然下降，数据的放大效应将会造成更大“信心冲击”。如果再考虑2022年一千万新增高校毕业生，潜在外需回落导致的中小企业用工收缩，叠加信心回落等不利因素，就业压力将快速上升，对社会稳定造成潜在风险。

自20世纪90年代以来，中国先后成功应对四轮外部冲击，其中有两次需求冲击、两次通胀冲击。2022年中国可能首次面对“需求+通胀”的双冲击，压力和复杂性不可同日而语，必须引起重视，妥善应对。

多手准备应对“双冲击”

外需下降和输入通胀的风险在逼近，中国应采取措施抵御潜在风险，同时利用危机练好内功，为危机过后新的国际金融危机秩序建立做足准备。

一是整合需求。从大宗商品需求端着手，整合需求，增强上游抗风险能力，限制“两高”（高污染、高能耗）和低端产能，提升上游产品利用效率。

二是组合政策工具进行总需求管理。以就业和稳定为底线，综合货币、财政、税收等各政策合力，加厚抵御冲击的“缓冲垫”。为应对极端冲击要做好财政补助发放及适当赤字率上调的准备，提高财政政策和货币政策的配合效率，重视区域差异因城施策，平衡城乡差异加强乡村振兴，设立专项基金以托举部分脆弱行业，减少周期性的刺激后遗症。

三是加速推进数字人民币和人民币国际化改革。充分利用疫情防控的胜利优势，向内推行数字人民币对现金的替代；嵌套和强化金融体系底层稳定性的同时，向外鼓励使用人民币或数字人民币对进出口贸易结算，发挥好人民币货币信用优势、制造业出口优势，增强与核心贸易伙伴、区域经济组织、货币互换体系中的影响力。

在《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）等区域经济组织中积极探讨、创建长期应用场景，在双冲击引起的大幅汇率波动中发挥一带一路、区域化经济关系中的压舱石作用，为实现全球多极化货币体系改革做出贡献，为我国长期应对外部冲击消除部分风险。■

学术编辑：卢超群