

被利用的通胀：财政货币互斥的政治经济学

一旦高通胀被掺杂政治诉求，全球滞胀的求解会更加困难，金融市场的波动恐将更加剧烈。



“重阳过后，西风渐紧，庭树叶纷纷”。在通胀高企和增长羸弱渐成常态的背景下，全球经济社会和国际金融市场更加乱象纷呈，一系列矛盾冲突层出不穷。

历史经验表明，在供给冲击引致短期“滞胀”和长期全要素生产率下行的影响下，经济问题往往难以从经济角度获得有效求解，进而使得非经济手段成为破局之需。正因为如此，从政治经济学的角度理解世界和市场，变得愈发重要。

近期，英国、日本和美国等主要发达国家就出现了货币政策与财政政策互斥的罕见状态。从政治经济学视角看，当前全球新供给冲击不仅仅反映在全球能源供应链以及制造业价值链的重塑上，也正在通过供给端的通胀压力传导影响总需求端的变化，并由此使得经济问题更加复杂化。正如我们此前研究所揭示的，治理长期通胀道阻且长，而在控制通胀难以一蹴而就的背景下，部分发达国家也正试图利用高通胀作为谋取政治空间或经济支配权的工具。

值得警惕的是，一旦高通胀被掺杂政治诉求，全球滞胀的求解会更加困难，金融市场的波动恐将更加剧烈。

全球宏观政策的新现象：货币与财政目标开始背离。

近两周以来，全球主要央行与财政的一系列的意外操作让市场频频感到困惑。先是此前英国新任首相特拉斯宣布的“促增长法案”致使英国债务水平预期飙升，财政赤字预期使得市场对英国经济出现过度恐慌，尽管特拉斯政府试图纠错放弃该措施，但英镑短期内大幅波动已对全球金融市场产生了显著冲击。

同时期，日本政府自 1998 年以来首次开始干预外汇市场以阻止日元连续下跌。尽管日本财务大臣铃木俊对持续下跌的日元表示警告。

但日本央行很快回应将继续维持超宽松的货币政策并强调政策基调未来 1-2 年内都不会改变。

此外，近日，美联储内部针对加息持续问题似乎出现了分歧。美联储二把手、副主席布雷纳德首次承认加息正在引起金融市场波动。旧金山联储主席戴利也发言支持加息过度与经济增长之间难以平衡。相比联储，美国财政部近期对控制通胀的态度保持强硬。一方面，伴随联邦基准利率的抬升，联储高额的利息支付对财政部来说正好满足其所需的财政支出。另一方面，财政部部长耶伦已经公开表示过自己对通胀的严重误判，如果在没有充分数据支持下，财政部调整对通胀控制的政策态度将造成财政部的公信力有所下降，这将不利于年底美国中期选举。

整体来看，无论是美国、英国还是日本央行，其政策立场与其财政部门的政策取向已经出现了不同程度上的互斥，这种互斥性短期内会对金融稳定性产生更多的不确定性。一个更重要的问题是，这种互斥性会不会在未来更加频繁的产生？

财政与央行政策取向互斥源于新供给冲击对需求端的不确定性影响。

探索财政与央行政策取向互斥是暂时还是持续首先需要了解这种互斥性产生的原因是什么。尽管学术界对当前高通胀产生的原因仍存在

争议,但大多数学者支持通胀高波动的持续性和强韧性既存在于长期的结构性和周期性经济矛盾,也源于外生冲击的影响 (Azad & Serletis, 2022, Canuto, 2022)。

当前高通胀最直接的冲击来自全球地缘政治冲突的影响。疫情前后发生的贸易博弈和乌俄冲突,加快了全球原有的贸易分工模式进一步加速瓦解,贸易链上最重要的全球制造业价值链和能源供应链正在走向重塑,叠加气候异常以及全球疫情等问题,新供给冲击导致了全球贸易成本 (trade cost) 和能源成本 (energy cost) 推高了总的交易成本 (transaction cost),最终导致通胀表现出长期的持续性和高粘性。

而在能源和制造业价值链的重塑过程中,总需求端围绕通胀这个连接供需两侧的关键锚也正在发生新的变化。第一种变化是财政与货币政策出现时间上的互斥。比如部分国家对通胀失去耐心并开始利用通胀试图追求更多的政治空间。这会导致类似于日本或英国近期出现的情况,即新上台政府无视货币政策目标利用激进的财政手段实现短期的政治诉求。

第二种变化是财政或货币政策出现空间上的互斥。比如政府通过货币及财政政策在价值链重塑 (或持续的高波动中) 过程中实现“套利”,或者试图追求对部分价值链 (比如能源和制造业) 上的更多支配权。以美国为例,高通胀对美国内部消费确实构成了一定压力,但从外部

市场来说能源危机对美国能源和相关制造业带来了更多意外的好处。这使得美国不得不更加小心权衡自身宏观政策对美国政治经济利益在不同阶段的诉求。美联储副主席布雷纳德也认为美联储在减缓加息和坚持加息之间的微妙平衡将会是一场斗争。

被利用的通胀：是目标也是工具。

除了英国和日本，一些国家确实正在利用高通胀以试图从中获取经济或地缘政治上的利益诉求。

具体来看，当前欧盟内部极右翼势力利用能源危机和通胀高企等问题再次掀起民族主义浪潮。意大利极右翼势力兄弟党党魁梅洛妮（Giorgia Meloni）已成为历史上第一位意大利女总理。此外，欧盟内部如匈牙利年轻民主党、法国国民联盟以及瑞典民主党等极右势力均成为能够左右本国经济重要政治力量。极右翼势力本就对欧盟走向垄断权力和经济支配力长期不满。如果奉行国家主义和民族主义的极右势力在未来以维护民生经济为由大规模提高财政支出，这将进一步与欧洲央行的加息政策取向相违背。欧盟委员会主席冯德莱恩也强硬表示将对试图对抗欧盟价值观的成员国进行惩罚。

我们认为，各国财政与欧央行互斥性不仅仅将加剧供需失衡，也将冲击欧洲市场的金融稳定性甚至引发流动性危机。财政与央行政策取向

的互斥对全球金融市场带来了极大的不稳定性,但同时也存在一些国家通过利用高通胀来获取经济利益。当北溪 1 和 2 号管道出现人为蓄意破坏时,我们很难再去怀疑通胀已经被某些政府当作实现地缘或经济利益诉求的工具。在一个基准的假设情景下,如果俄罗斯无法和以德国为首的欧盟国家在冬季达成和谈,预计欧洲能源短缺状况将肯定持续至明年年初。这意味着欧洲将不得不持续对美国液化天然气 (LNG) 产生进一步需求,叠加当前美国加息政策下的强势美元效应,出口定价权的大幅提高和价格因素促使美国能源出口企业成为了贸易链上的最大赢家。

根据最新统计,与 2021 年下半年相比,上半年美国 LNG 出口同比增长 12%, LNG 出口量达平均每天 112 亿立方英尺,其中 70% 输送至欧洲。美国能源出口企业定价权快速提高的同时,也拉动了相关制造业和交通业的净利润攀升。9 月 FOMC 会议上美国在最新的经济预测中把明年的失业率仅仅上调修正了 0.5 个百分点,但当被问到仅上调 0.5 个百分点的失业率是否足以将通胀带回到 2% 的目标区间时,鲍威尔则快速回避了这个问题。

实际上,利用需求端政策来控制供给端产生的通胀压力本身就是十分困难的,利用通胀在全球地缘格局的重塑中获取政治或经济上的“定价权”或许才是一些主要经济体的真实目的。而这,也很可能变成全球经济和金融市场剧烈波动的新原因之一。