

美国货币环境显示紧缩周期进入尾声

中信银行（国际）首席经济师 卓亮

内容提要

- 美国 2022 年 11 月广义货币供应 M2 按年同比停滞，是上世纪 30 年代大萧条依赖首次
- 美国通胀仍远高于央行目标，但货币存量收缩，显示物价升幅将继续见顶回落趋势
- 加息周期进入尾声，联储局缩表措施亦有机会在年内结束

美国消费者物价指数(CPI)在 2022 年 7 月升至 9.1% 的高位后，逐步回落，在 11 月降至 7.1%。虽然通胀与 2% 的央行目标还有很长一段距离，但物价飙升最坏的时间已经过去。背后最主要的原因，是货币环境发生了从史上最宽松至大半世纪以来最紧缩的翻天覆地变化。

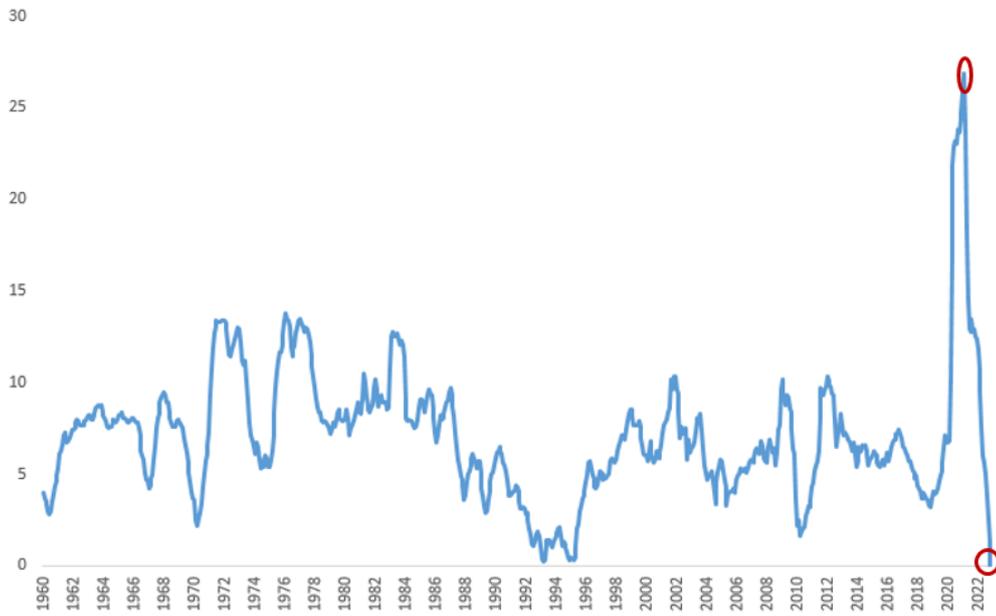
美元货币供应增速放慢至 1933 年以来最低水平

通胀指的是整体物价，而非个别商品或服务的价格变化。因为只有货币供应超发（即货币供应增速持续抛离实际经济产出）才会造成通胀飙升，所以物价稳定就理所当然属于央行的管辖范围，并成为全球绝大部分央行的主要（甚至唯一）目标。

2020 年初疫情全球大流行后，联储局迅速把联邦基金利率降至零下限，并进行大规模资产购买，即量化宽松计划。在两年内，联储局的资产负债表规模从 4.2 万亿美元膨胀至接近 9 万亿美元。零利率政策、大规模量宽、加上缺乏纪律的公共开支，导致美元广义货币存量 M2 的按年同比增速在 2021 年 2 月创下 26.9% 的历史记录。从 2020 年 3 月至 2022 年 2 月，美元 M2 增速连续 24 个月达到双位数水平。

2022 年 3 月，联储局展开相当进取的大力度加息周期，后来再进行减少资产规模的缩表措施，双管齐下收紧货币政策。11 月，美元 M2 同比变化降至 0%，是 1931 至 1933 年大萧条低谷时期以来首次。从史上最严重的货币超发，至大半世纪以来最低的货币增长，美国货币环境经历了名副其实的翻天覆地变化。

图一 美元 M2 按年同比变化 (%)

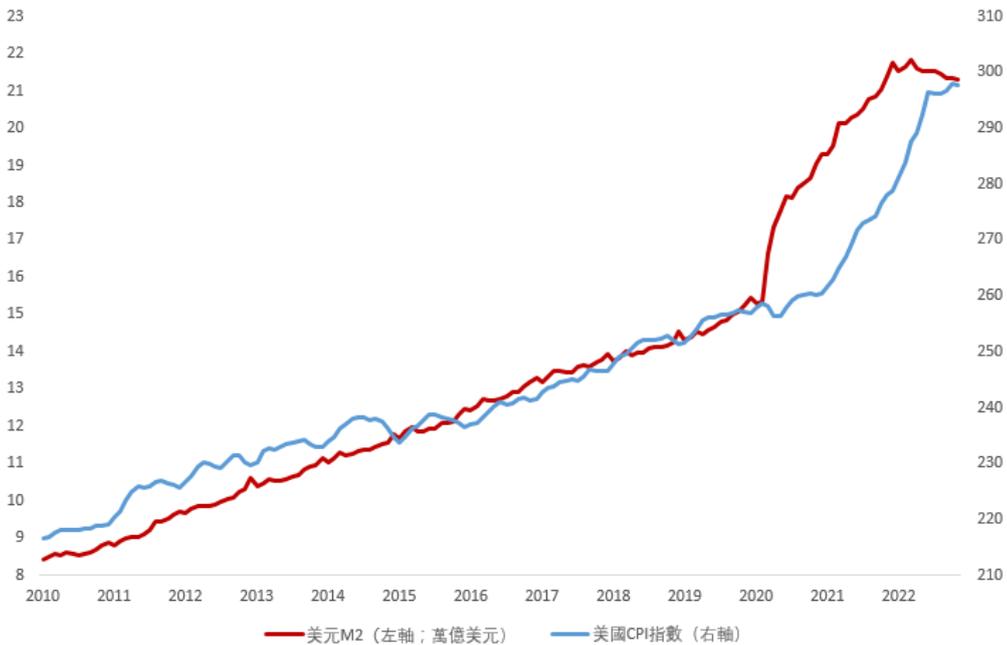


资料来源：彭博、中信银行（国际）研究

物价升幅跟随货币供应回落；货币政策紧缩周期进入尾声

货币供应与整体物价水平之间的关系密不可分。如图二所示，两者如影随形，而红线 M2 飙升也领先蓝线 CPI 指数上涨，直观地显示了相关性与因果关系。随着货币供应继续下滑，甚至进入收缩区间，物价升幅也会进一步放缓。

图二 美元 M2 与美国 CPI (2010 年至今)



资料来源：彭博、中信银行（国际）研究

在这种环境下，联储局继续积极加息的动机已经不复存在，利率调整很大机会在今年上半年结束。另一方面，货币供应下滑，亦会减少持续缩表的必要性。预计缩表计划有机会在今年年底前结束，为联储局本轮货币政策紧缩画上句号。对外围资产市场而言，货币紧缩造成的流动性压力将得到舒缓，主要风险来自于经济衰退。而香港的利率环境与美国发展大致同向，将为房地产市场提供一定支持。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**