

就势  
论市



冯嘉年  
knpan@sp.com.sg

最近访问一位创投界老将，谈起这一年来全球股市节节攀高的现象，是不是跟1990年代末他创业时经历过的科技股热潮类似。

他坦言，股市如今确实在“冒泡”，但却不确定是否会像当年那样爆破，大幅度下调。原因是，现在市场上钱真的太多了。“各国都在印钞票，结果必然是通货膨胀。现在的一块钱，几年后的价值恐怕所剩无几。”

换句话说，即使在资产市场的投资现在赚得盆满钵满，实际回报却可能因通胀大起而显著摊薄，以另一种形式泡沫化。若在实体经济，钱的价值所剩无几意味着百物价格飞涨，同样面值的钱，购买力却大跌。

资产市场的投资获利多归大户所有，精明又有一定资本的散户积极投资也能分得一杯羹，中下层民众多数只能旁观他人发达。若通胀在不久的将来真的一发不可收拾，一般薪资增长却追不上，后果将是贫富差距进一步扩大。

我们该担心通胀吗？

这时候这么问，似乎不合时宜。至少从我这代人开始，虽然经济上扬时必然出现成本高涨的问题，但整体通胀向来不是最棘

## 我们该担心通胀吗？

美国3月份通胀率是2.6%。我国3月份整体通胀率是1.3%，为2017年5月以来最高。尽管通胀数据仍处于低水平，高通胀时代会不会卷土重来，过去一个多月，在美国引起激烈辩论。

手的民生课题。

1982年至2020年间，我国通胀每年平均不到1.6%，最后一次连续两年居高不下是1980年至1981年超过8%，再早则是1973年至1974年第一次石油危机期间的20%左右。当时是什么情况，恐怕只有60岁以上的人依稀记得。

我国是小型开放经济体，通胀主要源自国际价格变动。近40年来的低通胀环境，要归功于美国联邦储备局及全球主要中央银行自1980年代起致力抑制通胀，让低通胀预期成为常态，同时也有赖于新加坡金融管理局谨慎管理新元政策，在物价平稳和经济增长之间保持平衡。

美国3月份通胀率是2.6%。我国3月份整体通胀率是1.3%，为2017年5月以来最高。至于不包括私人陆路交通和住宿的核心通胀则是陷入负数一年来，在2月份首次转正，3月份达到0.5%。

### 美国高通胀是否重来争论源自2.5万亿元纾困配套

尽管通胀数据仍处于低水平，高通胀时代会不会卷土重来，过去一个多月，却在美引起激烈辩论。

争论的源头是拜登政府上任后火速推动国会通过总值1.9万亿美元（2.5万亿新元）的冠病纾困配套。曾在克林顿时代担任财政部长的哈佛大学经济学家萨默斯（Lawrence Summers）认为这个配套太大了，是美国“40年来最不负责任的财政政策”。

萨默斯在好几场论坛上指出，2009年全球金融危机时，美国经济的负产出缺口（negative output gap）是财政配套的好几倍，当时的配套太小促使他提出美国经济增长将陷入“长期停滞”（secular stagnation）。

不过，2020年情况却完全相反，财政配套是负产出缺口的两倍，到了2021年拜登政府推出最新配套后，更进一步扩大。

他估计，冠病造成失业民众每月损失250亿美元收入，但纾困配套加上原有的各种救济却每月补贴超过1000亿美元，连高收入民众都得到“纾困金”。加上联储局大规模的量化宽松政策，经济可能过热，需求可能过高，最终将造成通胀飙升，危及经济稳定，甚至重演1960年代末到70年代的“滞胀”（stagflation）。

萨默斯认为，美国陷入上述困境的概率有三分之一。

这番论调引来现任财长耶伦（Janet Yellen）、联储局主席鲍威尔（Jerome Powell）和诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼（Paul Krugman）等人的反驳。

克鲁格曼形容纾困配套就像美国当年投入二战，“当珍珠港被袭击，没有人会问危机造成多大的负产出缺口，再根据缺口来制定国防预算，而是花足够的钱，确保打赢这场仗”。

他认为，即使通胀在未来几年上扬，联储局手上也有政策工具能轻易应付问题，不会像1970年代那样长期维持不负责任的货币政策。

萨默斯则讥讽联储局历来只要出手抑制通胀，都会造成严重经济衰退，这个概率也有三分之一。

不认同他的阵营表示，联储局当前的问题是如何把通胀推到2%的长期平均目标以上，让经济增长上轨，而不是担忧通胀会一发不可收拾。

萨默斯则说，美国政府和联储局如今已双双转向极度宽松的政策方向，他难以理解维持了近40年的低通胀预期，如何还能保持不变。

对于这番争议，英国《金融时报》指出，如果萨默斯是错的

当然无所谓，但如果他是错的，人们对拜登总统任内可带来重大变革的期许，恐怕将以经济和政治灾难带来的失望告终。因此，他提出的是极为重要的论点。

对通胀的展望，最近也在本地泛起小小涟漪。

金管局上周发布半年一度的货币政策声明，虽然如预料般维持新元中立政策不变，但市场对于它会不会在10月份下一轮声明中，就因经济前景向好和通胀预期上扬而收紧新元政策转向升值，却出现分歧。有者预测升值幅度将调高，有者不认同，表示当局的观点还是相对温和，有者不明确揣测，只点出当局的决策会很“棘手”。

一名分析师谈到这点时，顿了几秒后说，大家目前对通胀和货币政策的看法，跟美国市场出现的争论类似。

金管局上周把全年整体通胀的预测从负0.5%至正0.5%上调到0.5%至1.5%，但维持核心通胀介于零至1%的预测。当局2月中进行的季度调查显示，本地经济师已将全年整体通胀预测从0.6%上调到0.9%。星展集团与新加坡管理大学合作编制的新加坡通胀预测指数（SInDEX）则显示，本地居民对整体通胀

的预测自去年9月跌至1.9%的历来低点后已开始回温，12月升至2.2%，3月又进一步升至2.7%。

这些预期数字离1970年代的高通胀很远，甚至远低于2011年至2012年间的5%左右。

不过，如果萨默斯是对的，新加坡作为没有多大国际议价能力的小型经济体将面对的难题，恐非只是“棘手”能形容。