



# 滞胀的风险



近期全球市场对持续高通胀和经济增速放缓的担忧日趋严重。滞胀最为显著的时期是美国 1970 年代的十年，彼时西方主要工业化国家出现了经济停滞、大量失业和严重通胀并存的现象，被称作滞胀。关于那轮滞胀成因的讨论，学术界认为 70 年代两次石油危机的供给因素贡献了大部分通胀冲击。当然，持续宽松的货币政策，劳动生产率的停滞不前也对彼时的滞胀产生重要推动作用。回到眼前，2022 年出现了原油、天然气、粮食等方面的供给冲击，2008 年全球金融危机以来全球主要经济体持续宽松政策对通胀的累积作用，全球主要经济体劳动生产率近十年以来的停滞，也让我们对潜在的通胀和经济停滞开始产生担忧。历史不会重复，但会押韵。面对逆全球化对产业链的影响、全球宽松政策的后续效应以及疫情对供给侧的影响，全球会不会出现类似于 1970 年代的滞胀？中国会不会面临通胀和增长停滞的风险？中长期而言，本文试图从不同经济体不同供给函数的角度来探讨可能的滞胀风险。短期而言，美国的通胀风险在未来一个季度并没有显著缓解的迹象，就业市场和经济增长在 2023 年可能因为货币政策的紧缩预期和经济基本面需求侧的因素具有放缓的风险。

通胀的成因主要来自总需求的加速扩张、供给侧的冲击、超额货币的拉动、通胀预期的自我实现等。

来自供给侧的负向总供给冲击是 1970 年代滞胀形成的重要原因。两次石油危机是彼时美国高通胀的直接导火索。由于地缘政治冲突引起的能源价格飙升使得工业品石油价格压力增加，与之伴随的粮食价格同样出现

上涨，1974年，1979年和1980年美国的通胀率都超过了10%。虽然美国彼时的核心通胀率的统计口径不断修改，货币政策制定者不愿意能源、食品等供给方面的冲击影响宽松的货币政策趋势。但是，到了中后期，美国核心通胀逐渐攀升，与整体通胀的差距逐步缩小。来自总供给的冲击从成本端推升通胀水平，即便部分时间美国实施了价格管制，但换来的是通胀的报复性上涨。总供给侧的冲击是推升通胀的重要原因，但不是唯一的原因，更深层次的滞胀因素来自于需求侧和实体经济生产率。

我们的研究发现，总供给冲击并不是形成滞胀的唯一原因甚至不是最主要的原因，总需求和实体经济劳动生产率的因素也起到了重要作用。在供给冲击发生之前，美国的趋势通胀率已经先行上升了一段时间。美国在1965-1970年期间，通胀率已经明显提高，主要原因是持续扩张的货币政策和财政政策。名义工资增长率等于劳动生产率增长率加上通货膨胀率，实际工资增长在理论上应该与劳动生产率增长一致。劳动力价格不能根据生产率的变化作出相应的调整在现实的经济运行中屡见不鲜。美国劳动生产率增长的放慢始于1960年代，而且在1970年代，美国的劳动生产率的趋势增长率已经低于二战后20年平均增长率1个百分点，显示出实体经济劳动生产率的疲态。

回到现实，全球经济面临地缘政治引起的原油、天然气、粮食价格等高企的供给冲击，2008年全球金融危机以来全球主要经济体持续宽松政策对通胀的累积拉动作用，全球主要经济体劳动生产率近十年以来的停滞，

也让我们对潜在的通胀和经济停滞开始产生担忧。如果我们面对的通胀和经济衰退压力只是周期性的，比如持续 1-2 年，那么还不能称之为持续的滞胀压力；如果我们面对的压力是结构性的，通胀和经济增长放缓如果伴随我们更久，甚至如 1970 年代的美国等，那么我们应该高度重视目前可能的全球滞胀苗头。

地缘政治的因素具有偶然性，也具有一定的时代必然性，如果能在短时间内结束，那么全球滞胀的风险将大为缓解。逆全球化带来的全球产业链割裂和分工不畅，将人为提升工业品和消费品的价格中枢，不利于全球通胀的缓解。2008 年以来出现宽松的货币政策和财政政策，如果谨慎消化巨量的货币存量，资产价格泡沫，逐步退出非常规的一系列政策措施，也将对全球滞胀风险产生重要的影响。人类对于疫情的控制，总需求和总供给的恢复，对于中长期的滞胀压力具有重要的意义。现实的全球经济所面临的困难和问题与 1970 年代有相似之处，但是我们相信人类的智慧，相信困难只是暂时的，我们一定能战胜阻碍人类进步的暂时的沟壑，把供给侧、需求侧和政策面的问题一一迎刃而解。

历史上看，中国的通胀水平与货币增速之间相关性并不强，且略滞后。相对而言，部分国家也实施了较为宽松的货币政策，释放了较大数量的货币，却带来了恶性的通胀，比如南美等部分经济体。从近十几年来各国的实践来看，宽松货币政策确实与通胀存在正相关的关系，但不一定带来恶性的通胀。本部分将阐述近期对于各个经济体不同供给函数对通胀和经济

增长的不同反应的思考。宽松的货币政策是否带来持续的通胀和经济停滞的压力，取决于这一经济体整体的生产供给能力。我们将经济的生产供给分成两个部门：低生产效率部门和高生产效率部门。按照货币数量方程的角度，古典理论认为，货币政策宽松对生产并没有显著影响，所以货币供应量的增加主要体现为价格的上升，即为通胀。事实上，货币政策宽松对生产有影响，且各行业影响不一。

低生产效率部门（比如说资本深化较低的部门）在面临货币宽松的时候，供给能力较弱，不能在低利率环境下迅速扩大供给，那么宽松的货币政策很容易体现为产品价格的上涨。高生产效率部门（比如说资本深化较高的部门）在面临货币宽松的时候，供给能力较强，可以在低利率环境下迅速扩大供给，那么宽松的货币政策不会体现为产品价格的上涨。当供给增加较快时，宽松的货币政策刺激供给，有可能体现为产品价格的下降，即宽松的货币政策与部分行业的通缩共存。

低效率部门的生产效率较弱，宽松货币政策很难提高供给产出：

$$F''_{low-k}(K, L, etc.) < 0$$

高效率部门的生产效率较强，宽松货币政策容易提高供给产出：

$$F''_{high-k}(K, L, etc.) > 0$$

那么，宽松的货币政策在各个不同经济体为何反应不一样？主要为各个经济体中低生产效率部门和高生产效率部门的比例不一样。比如，当一个经济体中高端制造业（较高资本深化，近似高生产效率部门）占比达到一定的阈值，宽松的货币政策虽然在低生产效率部门表现为产品的通胀，但在高生产效率部门表现为通缩。当一个经济体里高生产效率部门占比超过阈值（这一阈值可以通过国际比较和历史数据得到一个大致的经验数值），那么宽松的货币政策未必带来较高的整体通胀水平，比如制造业较强、工业部类较广的中国、未来的越南等。反之亦然，低生产效率部门占主导的经济体，宽松的货币政策带来的很可能是通胀，比如南美部分经济体。美国的货币政策具有外溢效应，从全球范围来看，只要全球的高生产效率部门国家足够多，占比足够大，那么即便美联储持续宽松，也不会带来显著的通胀压力。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_43498](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43498)

