

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》
- 《国别/地区观察》

作者：陈卫东 王有鑫 中国银行研究院
电话：010 - 6659 4127

签发人：陈卫东
审稿：王家强 廖淑萍
联系人：王梅婷
电话：010 - 6659 1591

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

全球通胀分析框架、走高原因 及趋势展望*

2020 年新冠疫情暴发前，全球长期处于低通胀环境，本次疫情后各国普遍实施积极的财政货币政策，能源、物流、劳动力市场等领域供应链瓶颈不断深化，供需出现失衡和错配，导致 2021 年通胀快速走高，通胀预期不断升温。本文尝试构建全球化背景下的通胀分析框架，研判短期和中长期全球通胀演变趋势。

短期看，随着各国财政纾困政策陆续退出，超额储蓄将下降，美联储收紧货币政策、金融市场波动加大将恶化家庭资产负债表，需求端对通胀的影响将逐渐回落。由运输效率和生产效率紊乱导致的供应链瓶颈，可能将在 2022 年二季度后逐渐得到平抑，但对于芯片、与低碳经济发展相关的工业金属等产品来说，面临长期的产能不足，价格上涨将持续更长时间。预计全球通胀将在 2022 年二季度前后达到顶峰，之后逐渐回落。中长期来看，全球普遍存在的“人口老龄化、逆全球化、绿色化”等趋势将导致生产成本提升，通胀中枢将趋势性上移。

面临全球通胀上升和随之而来的全球货币政策收紧，中国应高度关注输入性通胀和输入性金融风险，关注全球供应链瓶颈演变趋势及对我国出口贸易和产能过剩的影响，在推动绿色经济发展的同时确保平稳转型，避免出现短期供需失衡和能源紧缺。

全球通胀分析框架、走高原因及趋势展望

通胀是宏观经济重要变量之一，是货币政策制定重要锚定工具，与经济增长、居民生活、社会稳定密切相关。2021 年全球通胀快速走高，通胀预期不断升温，对经济平稳复苏带来了较大挑战。本文尝试构建全球通胀分析框架，分析本轮全球通胀上升的表现和成因，研判短中长期通胀走势，提出对中国的政策启示。

一、供需结构性失衡推动全球通胀快速上行

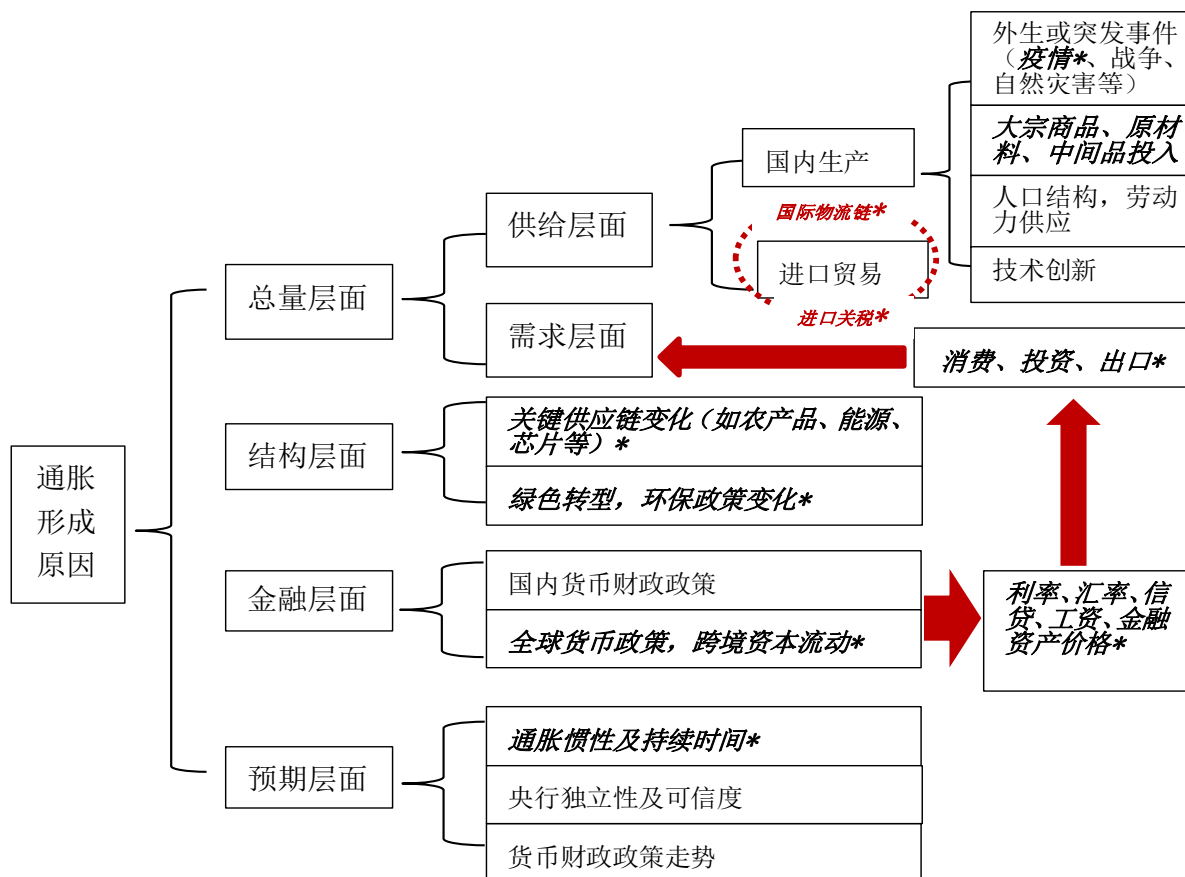
（一）全球化背景下的通胀分析框架

通货膨胀（简称通胀）是指一国主要商品和劳务价格在一段时间内持续、普遍上涨。学界对于通胀成因有多种解释，货币主义学派认为通胀是货币现象，当市场上货币发行量超过流通中所需要的货币量，就会出现货币贬值、物价上涨、购买力下降。该理论被费雪方程式形象表达为： $MV=PY$ ，其中， V （货币流通速度）是由制度决定的常数， Y （实际产量）由要素、供给和技术决定，短期不变；因此， M （货币供应量）是决定 P （价格水平）的关键因素。凯恩斯主义学派认为，货币数量增加并不直接影响价格，而是通过影响利率对价格产生影响。当存在失业时，货币数量增加不会导致价格上涨，只有达到充分就业后，增加货币供给才会影响工资和价格。二者本质上均是强调供需失衡会导致通胀，不过货币数量论更加强调需求作用，而忽视了供给端的影响。目前两种学派均不能很好地解释现实世界，从货币数量论角度看，2008 年全球金融危机后，全球持续多年的量化宽松政策和流动性、货币数量激增并未导致通胀同比例上涨。在零利率和负利率背景下，凯恩斯主义面临“流动性陷阱”，货币数量增加无法通过大幅压低利率对产出和价格产生实质影响。

在全球化背景下，分析国内通胀问题不能仅关注国内供需和流动性变化，还应关注全球供需和流动性变化情况。国际清算银行（BIS）认为，在全球化背景下，通胀对国内经济环境的敏感性降低，而全球因素如全球产出缺口、供应链、进口价格等，对本国通胀影响显著。

本文尝试构建全球化背景下的通胀分析框架（图 1），具体包括总量、结构、金融和预期四方面影响因素。

图 1. 全球化背景下的通胀分析框架



注：加*和倾斜部分为近年相关指标或市场形势出现明显变化，对通胀形势产生较大影响的因素

资料来源：作者整理

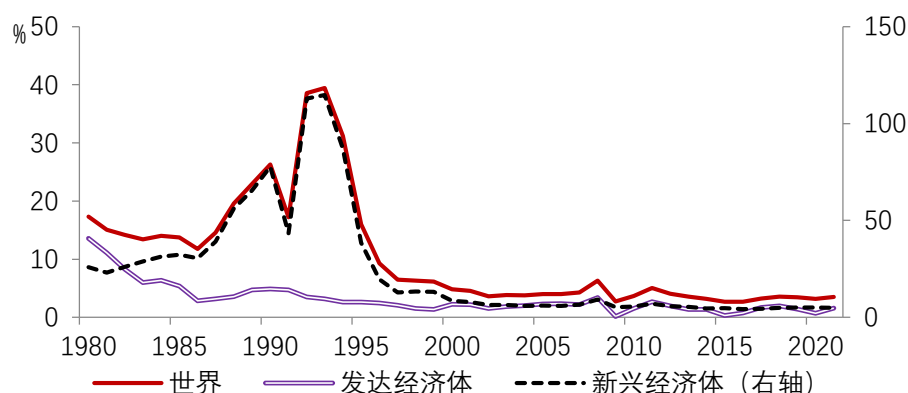
从总量层面看，当社会总供给小于社会总需求时物价会上涨，社会总供给短缺可能由国内生产下降或进口产品减少驱动，国内生产下降的原因主要包括疫情或战争等外生或突发事件、中间投入品和劳动力供给短缺、技术创新放缓等，进口产品减少原因主要包括汇率贬值、国际物流链循环不畅及进口关税上升等。社会总需求增加主要由消费、投资、出口等增长驱动。从结构层面看，某些领域的产品供求失衡会对全面

通胀产生影响，例如农产品、能源、芯片等全球或国内关键供应链失衡以及绿色转型下高碳和棕色产品供给减少会导致物价上涨。从金融层面看，国内外宽松货币政策和积极财政政策将导致全球流动性过剩，压低利率、增加信贷投放、提升工资水平、提高金融资产价格，这些变化会导致国内需求增加。从预期层面看，不断延续的通胀惯性和较长的通胀持续时间、央行宽松政策的持续，将导致通胀预期不断上移，最终推动预期自我实现。

（二）目前全球消费、生产、金融等领域普遍面临通胀压力

过去二十多年全球处于低通胀周期。20 世纪 60 年代末至 80 年代初，在布雷顿森林体系解体、财政刺激、货币超发、两次能源危机、劳动力短缺等因素影响下，发达经济体普遍出现“滞胀”现象，通胀高企，经济增长低迷。为解决高通胀问题，美联储主席保罗·沃尔克临危受命，上任 8 天后就开启加息历程，到 1981 年 7 月 2 日，联邦基金利率一度达到 22.36% 的历史最高值，1983 年后通胀问题逐渐得到控制，经济走上正轨。新兴经济体高通胀延续到 20 世纪 90 年代初。1994 年之后全球物价水平开始快速回落，21 世纪以来持续保持在低位，尤其是欧元区和日本等发达经济体，始终处于低通胀甚至通缩状态（图 2）。

图 2.1980-2020 年全球居民消费价格指数（CPI）年度增速

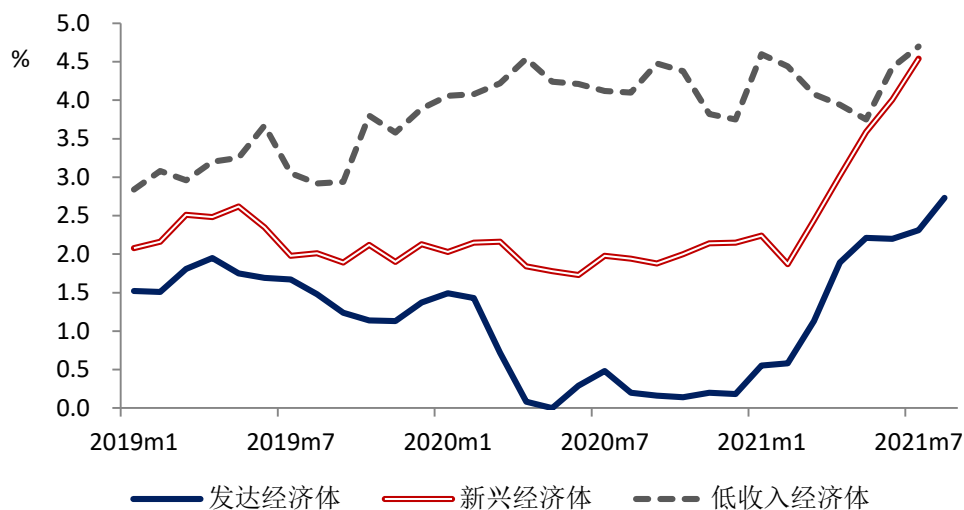


资料来源：国际货币基金组织，中国银行研究院

此次疫情后全球通胀形势逐渐逆转。2021 年以来，全球通胀全面上行，预计全年

全球 CPI 涨幅为 4.3%，较 2020 年提高 1.2 个百分点，为 2012 年以来最高。分组别看，截至 2021 年 7 月，发达经济体、新兴经济体和低收入国家月度 CPI 同比增速分别为 2.31%、4.54% 和 4.7%，分别较 2020 年底提高 2.13、2.39 和 0.95 个百分点（图 3）。

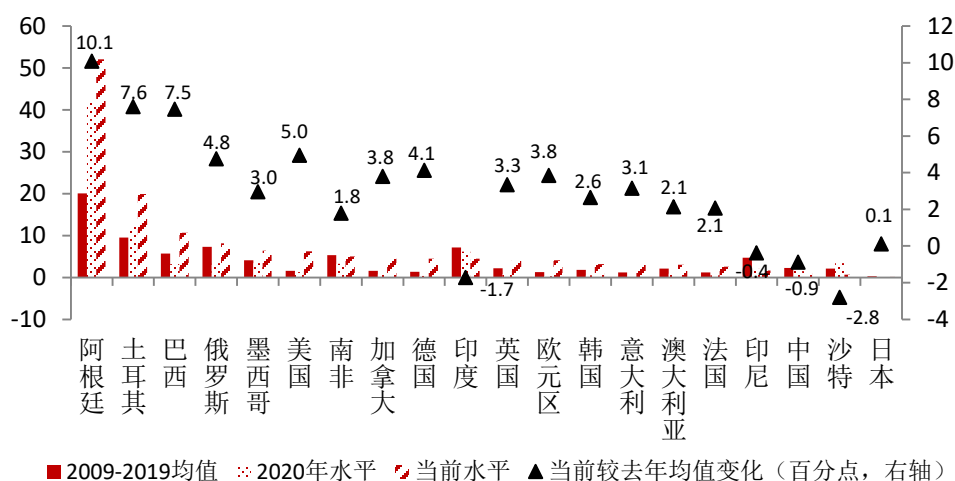
图 3. 2021 年全球通胀快速走高



资料来源：国际货币基金组织，中国银行研究院

分国家看，前 10 个月，G20 经济体 CPI 月度同比增速均值为 6.0%，较 2020 年提高 1.6 个百分点，较 2009–2019 年均值高 1.8 个百分点。除沙特、印度、中国、印尼、日本外，其他 15 个经济体 CPI 月度增速均超过 2020 年均值，平均高 2.4 个百分点，特别是阿根廷、土耳其、巴西等新兴经济体，通胀增速更快，CPI 月均增速较 2020 年均值平均高 4.9 个百分点。如果单看 2021 年 10 月数据，通胀上升势头更快（图 4）。

图 4. G20 经济体 CPI 月度同比增速变动情况（%）

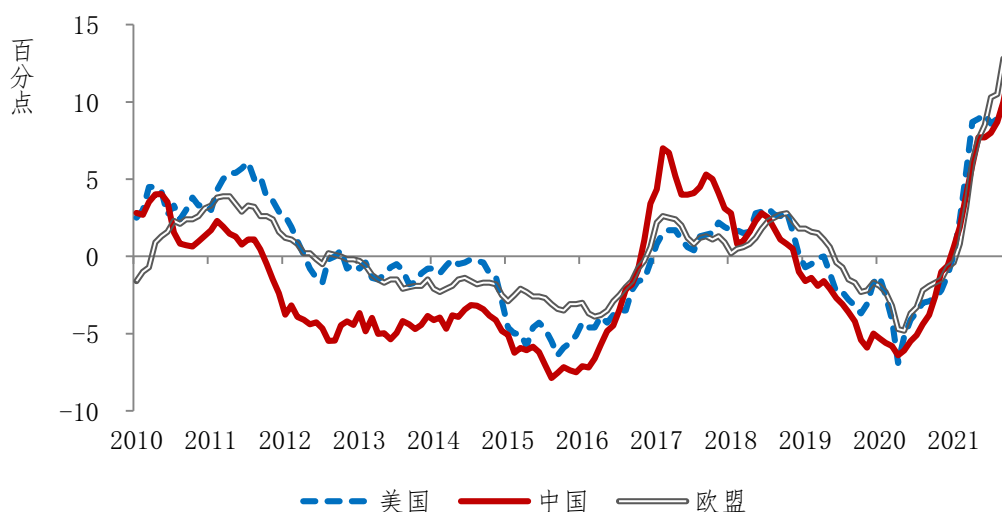


注：澳大利亚当前 CPI 同比增速为 2021 年三季度数据，沙特为 2021 年 9 月数据，其他经济体为 2021 年 10 月数据

资料来源：Wind，中国银行研究院

除消费领域外，生产和金融领域价格水平普涨。生产领域通胀压力全面爆发，大宗商品原材料、中间投入品、工业出厂品、海运等领域同样面临价格上涨压力。在金融领域，截至 2021 年 11 月 18 日，MSCI 全球股指较 2020 年底上涨 18.7%；美国纳斯达克和标普 500 指数分别较 2020 年底上涨 24% 以上。考虑到生产者价格指数（PPI）是经济先行指标，CPI 是滞后指标，目前上游生产端的价格抬升并未完全传导至消费领域，美国、欧盟、中国等经济体 PPI 指数上涨速度明显高于 CPI 指数（图 5）。后续如果 PPI 继续保持高位，价格上涨压力将逐渐向消费端传导。

图 5. 主要经济体 PPI 与 CPI 指数差距



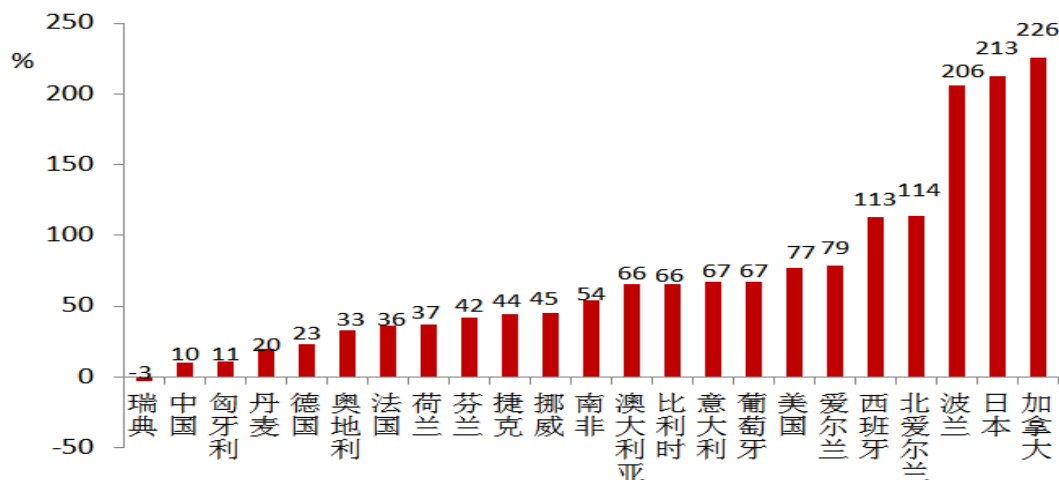
资料来源：Wind，中国银行研究院

（三）本轮通胀快速上涨原因

可利用全球通胀分析框架解释本轮通胀上涨原因。

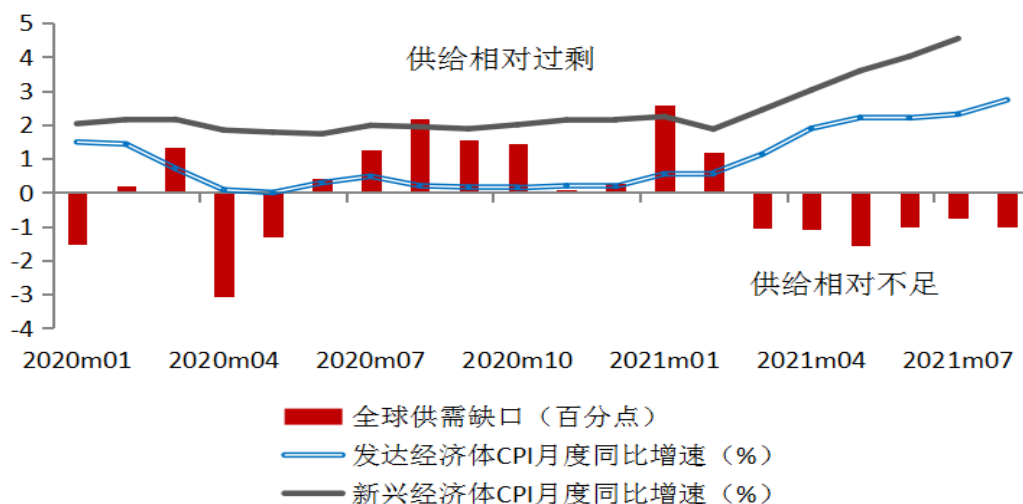
第一，积极财政货币政策下超额储蓄快速积累，带动总需求反弹，全球出现持续的供需缺口。疫情以来，各国普遍采取现代货币理论（MMT）刺激经济，通过央行大规模印发货币增持国债向市场提供紧急流动性和纾困资金。积极的金融支持政策和延后的消费需求导致发达经济体普遍存在超额储蓄（图 6）。随着经济和消费活动逐渐重启，被压抑的需求快速释放，主要经济体国际贸易和社会零售品销售都超过疫情前。从供需复苏节奏看，2020 年全球供给端率先复苏，2021 年需求端复苏进程加快。用全球出口贸易指数作为供给端复苏的代理变量，进口贸易指数作为需求端复苏的代理变量， $(\text{出口贸易指数}/\text{进口贸易指数}-1) \times 100$ 近似衡量供需缺口，结果发现，2020 年 6 月至 2021 年 2 月，该指数为正，表明供给端复苏快于需求端；2021 年 3 月之后，该指数由正转负，表明需求反弹加快，超过供给复苏速度。出现供需缺口的时点与全球通胀快速抬升时点基本一致（图 7）。

图 6. 各国超额储蓄占预期储蓄比重



资料来源：国际货币基金组织，中国银行研究院

图 7. 全球供需缺口与 CPI 走势



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_30672

