



丁安华年终回顾与展望：经济滞胀与政策约束



意见领袖 | 招商银行研究院

作者：丁安华（招商银行首席经济学家）



一、滞胀：概念框架

首先, 要给滞胀 (stagflation) 下个定义, 它是“停滞” (stagnation) 和“通胀” (inflation) 的合成词。1965 年, 英国保守党议员伊恩·麦克劳德 (Iain MacLeod) 在下议院发言时创造了这个词。经济学大师凯恩斯认为, 强劲的增长会导致价格快速上涨, 而疲软的经济通常伴随着低通胀, 经济放缓和通胀上行是相互排斥的。但是, 上世纪七十年代的美国出现了一种罕见的现象, 经济衰退与价格上涨同时出现, 前后持续了十年时间。

现在, 全球经济是否进入新一轮的滞胀, 引起了广泛的讨论。一方面,

全球经济仍受新冠疫情的影响；另一方面，价格上涨的趋势明显。不过，多数经济学家并不赞同这一判断，主要原因是现在的经济基本面与上世纪七十年代不同。他们认为，全球经济正处于复苏之中，与通胀上行方向一致。

滞胀这一描述，可能比较适合当下的中国。今年下半年，中国经济增长明显走缓，而价格特别是 PPI 大幅上行。在我看来，我们不应迂腐地执着于现在的中国与上世纪七十年代的美国之异同，当观察到经济下行与通胀上扬同时出现时，就可以用“滞胀”或“类滞胀”（quasi-stagflation）来描述这种经济运行的状态。

滞胀是一种极不理想的经济形态，因为它束缚了政策的应对空间。要解决“胀”的问题，就要付出“滞”的代价；要解决“滞”的问题，就要付出“胀”的代价。

二、美欧经济的主要矛盾是“胀”

今年以来，美联储系统性低估通胀形势，内部对通胀和未来加息路径的看法分歧加大。10 月份，美国消费价格指数同比升至 6.2%，欧元区上涨 4.1%，其中德国上涨 4.5%，均创近三十年的新高（图 1）。金融市场对中长期通胀的前景展望变得悲观，目前美国 5 年期盈亏平衡通胀率已突破 3.0%，远超美联储 2% 的通胀目标（图 2）。

图 1：主要经济体的消费物价通胀上行

主要经济体CPI同比增速

- 美国 - 欧元区 - 德国 - 英国

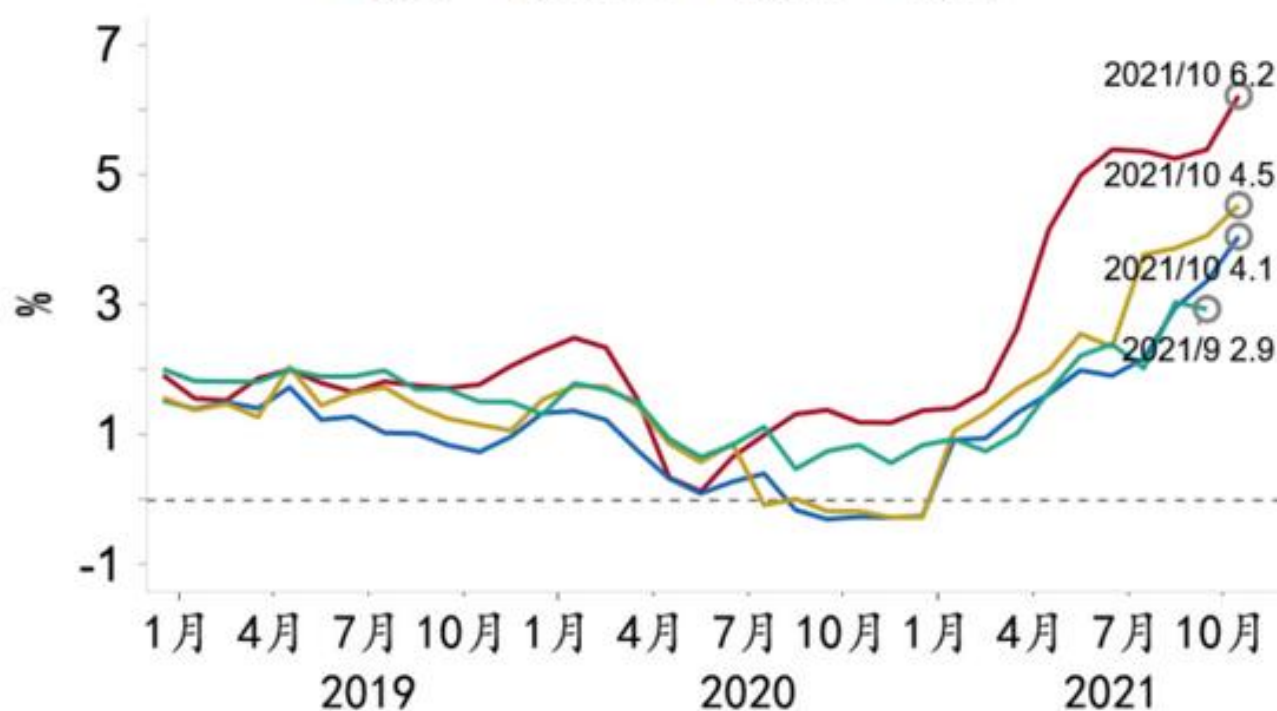


图 2：美国通胀预期远超美联储目标

美国盈亏平衡通胀率（周移动平均）

-10Y -5Y



造成这种现象的主要原因，在于供给紊乱。发达国家疫苗率先接种，经济修复推动需求增长较快；而发展中国家疫苗受限，疫情反复导致生产停滞，全球产业链上堵点处处。当前物流成为全球产业链上最为薄弱的环节（图3），美国航运、陆运和港口运转失灵，劳工短缺、商品堆积、货轮拥堵、集装箱无处安放，零售业库存在圣诞季来临之前跌至历史低位（图4）。除了供应链紊乱的问题，还有一些新的因素推动价格上扬。拜登执政之后，“脱碳”这类典型的“左派”议题摆上台面，叠加极端天气造成的石油、天然气等能源短缺，大宗商品价格大幅上涨。

图3：美国主要港口拥堵加剧

美国洛杉矶港船舶拥堵情况（7天移动平均）

— 平均滞留天数 — 等待船舶数（右轴）

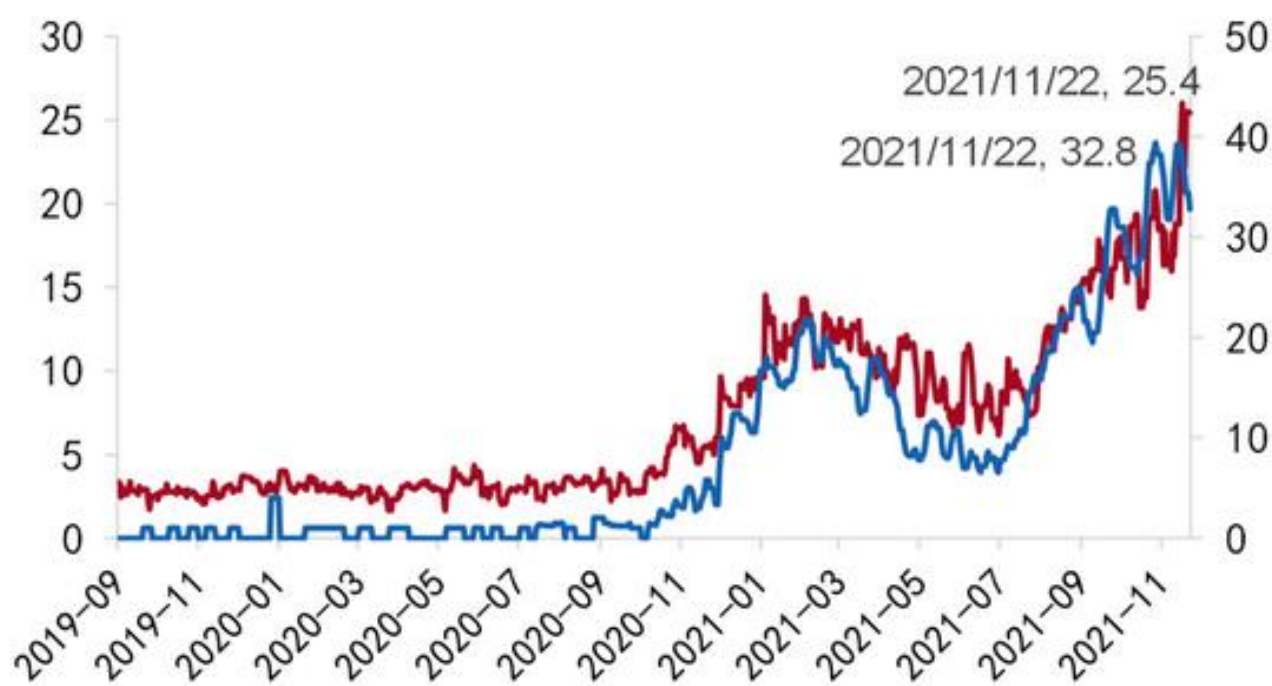
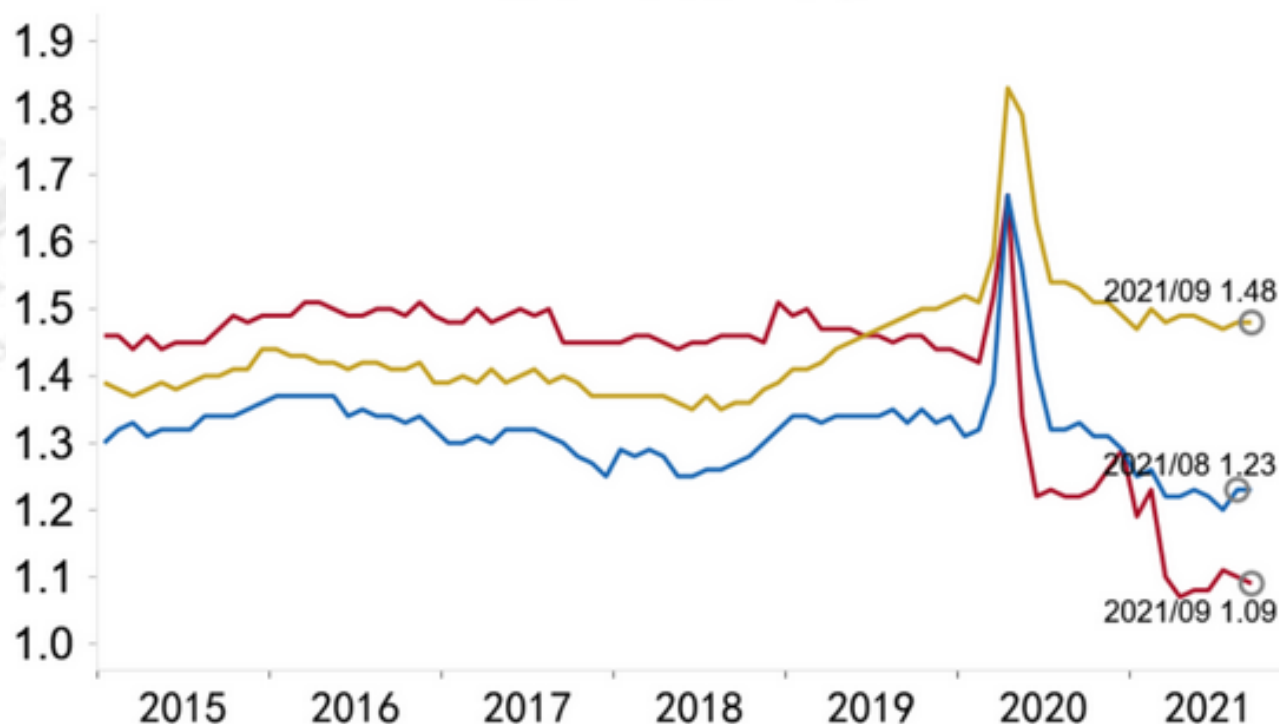


图 4：美国零售库存跌至历史低位

美国各行业库存销售比

—制造 —批发 —零售



有观点认为，供给短缺是短期现象，因而通胀也是短期问题。随着疫情逐步缓解，全球供应链紊乱的局面将逐步改善；东南亚出口型国家将走出 Delta 变种病毒的阴霾，供给迎来修复。明年一季度，欧美消费旺季和中国春节前运输旺季过后，港口和航运紧张将有所缓解，全球供给瓶颈有望纾解。此外，政客们的一番高调宣示之后，各国“脱碳”约束可能边际松动，化石能源供给有望上升。这一判断虽然有道理，但仍然具有很大不确定性。

不确定性来源于两方面，一是疫情演变和各国防疫政策不一致，供应链紊乱或许不会很快消失；另一是工资-物价螺旋式上升，持续抬升通胀水平。10 月份美国名义时薪同比增速已达 4.9%，但实际时薪增速却下探至

-1.2%。美国“用工荒”之下劳方议价能力增强，未来时薪增速大概率进一步走高。

尽管美联储希望容忍通胀在一定时间内“超调”以达成就业市场“广泛而包容”的修复，但鲍威尔也开始承认美国通胀的时长和强度都超出了预期，并表示通胀已满足加息条件。我们预测，基准情形下，美联储将于明年年中加息一次。若通胀未能如期回落，美联储可能不得不加速缩减债券购买并提前加息，欧洲央行也存在货币政策态度转鹰，提前加息的可能性，从而威胁全球经济修复和各国财政的可持续性。

相对而言，美国和欧洲明年的经济增长可能处于 4% - 4.5% 之间，问题不大。他们的主要矛盾显然在“胀”，即通胀可能超预期上行。

三、中国经济的主要矛盾是“滞”

当前，我国经济的主要矛盾是下行压力加大。

首先来看出口，今年以来我国的贸易条件已经呈现恶化趋势（图 5），这与去年截然相反。5 月以来制造业 PMI 新出口订单指数持续位于收缩区

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_30013

