



陶冬：滞胀会来吗？



文/陶冬（瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问）



“滞胀”对于绝大多数人来讲，只是经济学教科书上的一个词汇，或是投资论坛上的一个概念，笔者从事市场经济分析 28 年，也没有见识过。

近月美国两年期国债利率飙升，但是十年期国债利率却升不太动，导致十年期对两年期的利差大幅收缩。两年期国债对联储政策最敏感，它大升是因为市场预期联储会激进地加息。十年期国债利率对增长前景敏感，它升不动说明市场担心经济的增长前景。十年期对两年利差急跌，往往预示着经济可能出现大的衰退。它在历史上成功预测了海湾战争衰退、dotcom 泡沫破灭、全球金融危机和新冠疫情衰退。这次的急跌，是不是

预示滞胀的到来呢？

“滞胀”，英语叫做 stagflation，在现代经济中只发生过一次，就是上世纪七十年代前半期。以传统经济学的逻辑，要么经济衰退，物价也随之下降；要么经济繁荣，物价亦随之上升。经济不景气而物价高腾，从古典经济学角度是讲不通的，但是滞胀确实发生过，理由是经济出现了结构性问题，经济运行不再按古典经济学的市场主导模式进行。

对于上次滞胀的成因，经济学家给出了两条相互交替、相互影响的主线。

第一个主线是部分产品的供给被人为因素所限制，产生出供给震荡。供应短缺拉升了关键产品的价格，并向中下游传导，严重遏制经济活动，导致经济衰退。七十年代的第四次中东战争，触发了阿拉伯石油输出国组织的石油禁运，油价飙升，全世界经济同时陷入经济衰退和通货膨胀的泥沼。

第二个主线是经济运行机制受到庞大的非市场化因素制约，价格机制无法引导合理的资源配置，货币严重超发。布雷顿森林协议坍塌，美国放弃金本位，带来一轮庞大的货币超发。同时政府臃肿、税率高企、监管林立、工会坐大，经济效率根本无法发挥，经济和企业的商业活动被窒息。

如果以这两条标准来衡量今天的世界经济，与上次滞胀相比已经有七成的吻合度了。差别在于目前的经济状况不算太差，美国经济仍然强劲；

资源配置在多数领域还算顺畅。所以此时此刻应该说是有“胀”“无”“滞”。

然而，西方国家对俄罗斯的制裁正在制造出一轮汹涌澎湃的供应震荡，不光是石油天然气，而且还有粮食和金属，不光是价格飙升，而且还有供应缺口，不久会传导到中下游，传导到经济的每一个角落。

几大发达国家在滥发货币上，做得远比五十年前更激进、更肆无忌惮，而且经济和市场已经习惯于超宽松的货币环境，一旦货币政策出现较大的逆转，经济可能无法承受而迅速滑入衰退。前债王 PIMCO 的 Bill Gross 明言，如果利率升到中性利率水平之上，以房地产为首的美国经济很可能“坍塌”。三月公布的 FOMC 点阵图预告，联储政策利率会在明年底前升至 2.8%，而市场公认的中性利率水平是 2.4%。

滞胀的到来，目前看还不是必然的，但是如果不断在能源和货币政策上作大动作，滞胀距离我们就不远了。

(本文作者介绍：经济学家，瑞信私人银行大中华区副主席)

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_39900

