



靳毅：全球“滞胀”的回响





// 核心观点 //

全球通胀“高烧不退”，需求端的疲态已经逐渐显现，“滞胀”的迹象在不少经济体已经初见端倪。造成 70 年代大通胀的原因，能源危机是表，货币超发是里。

当下经济环境，与 70 年代存在 4 大相似点：1) 地缘冲突引发能源危机；2) 需求没有与之相应的供给进行匹配；3) 海外商品供应受阻；4) 薪酬通胀的螺旋上升。

回顾 70 年代的全球“滞胀”时期，大致可以分为 3 个阶段：1) 问题国家选择“躺平”；2) 发达国家进入阵痛期；3) 商品输出国债务问题显现。

纵观 70 年代各国面对滞胀的处理模式，美国模式和日本模式是两种典型的代表：

1) 美国模式：绝境下的力挽狂澜。整体来看，美国控制通胀主要有两大抓手：①沃尔克义无反顾加息；②里根打击工会，扭转“薪酬通胀”螺旋；

2) 日本模式：提前紧缩，产业升级。日本在 1974 年“大滞胀”后，很好地控制住了 M2 同比增速，为抑制通胀打下了良好的基础。除此之外，日本在 70 年代积极布局产业升级，进而摆脱了高耗能的生产模式，从供给侧上激发经济潜在动力。

本轮全球通胀是 70 年代大通胀“浓缩版”，为了避免衰退，全球对抑制通胀的诉求更为强烈，本轮控制通胀的核心矛盾在以欧美为代表的央行引领加息，压低全球需求。

我们认为，不宜对本轮欧美降息时间太过乐观，当下市场对美国衰退定价过于充分。对降息的过早预期，将不利于美联储抑制通胀。因此，本轮欧美央行加息节奏会较快，但随着加息登顶，利率或将在较高水平维持更长时间，以确保通胀得以控制。

风险提示俄乌冲突升级，美联储超预期宽松，美国经济超预期衰退，美国通胀快速下行，新冠疫情传播超预期，历史经验推演存在误差。

// 报告正文 //

1、全球进入“滞胀”模式

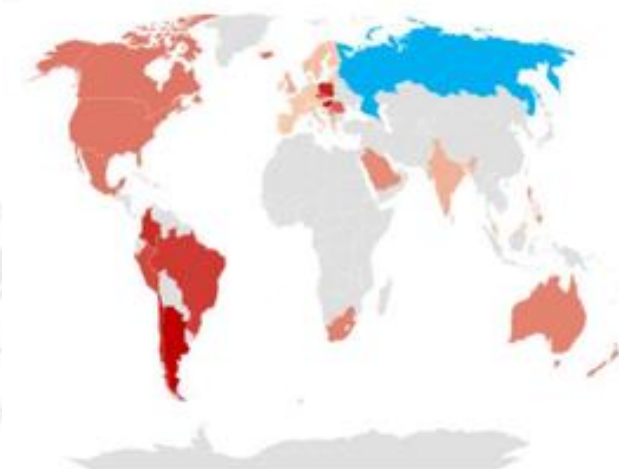
1.1

全球加息潮开启

7 月份，欧央行终究开启加息，告别了维持 8 年的负利率时代，也补齐了本轮全球加息潮的“最后一块拼图”。事实上，本轮加息周期早在 2021 年底就已经开启，究其原因是全球通胀水平的抬升。

疫情后，凯恩斯主义“回归”，通过财政补贴创造需求，托底疫后经济，成为欧美国家的主流选择。流动性泛滥，需求激增成为 2021 年通胀抬头的主要原因。进入 2022 年，俄乌冲突更是加剧了全球能源供给的困扰，全球“大通胀”的序幕已然拉开。

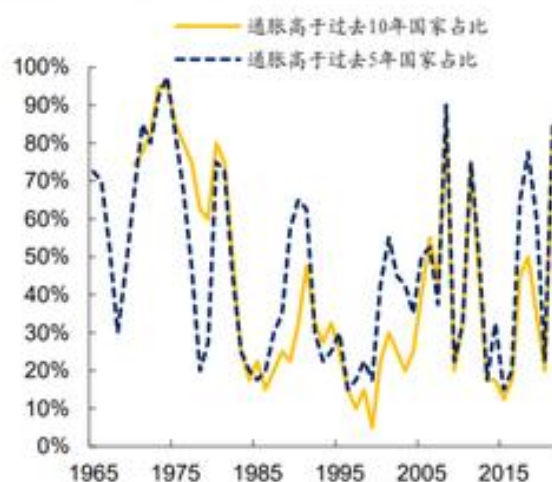
图 1: 全球加息进度



资料来源: Global-Rates、国海证券研究所

注: 统计样本为 2022 年以来改变过政策利率的央行, 红色表示加息, 蓝色表示降息

图 2: 全球通胀情况概览



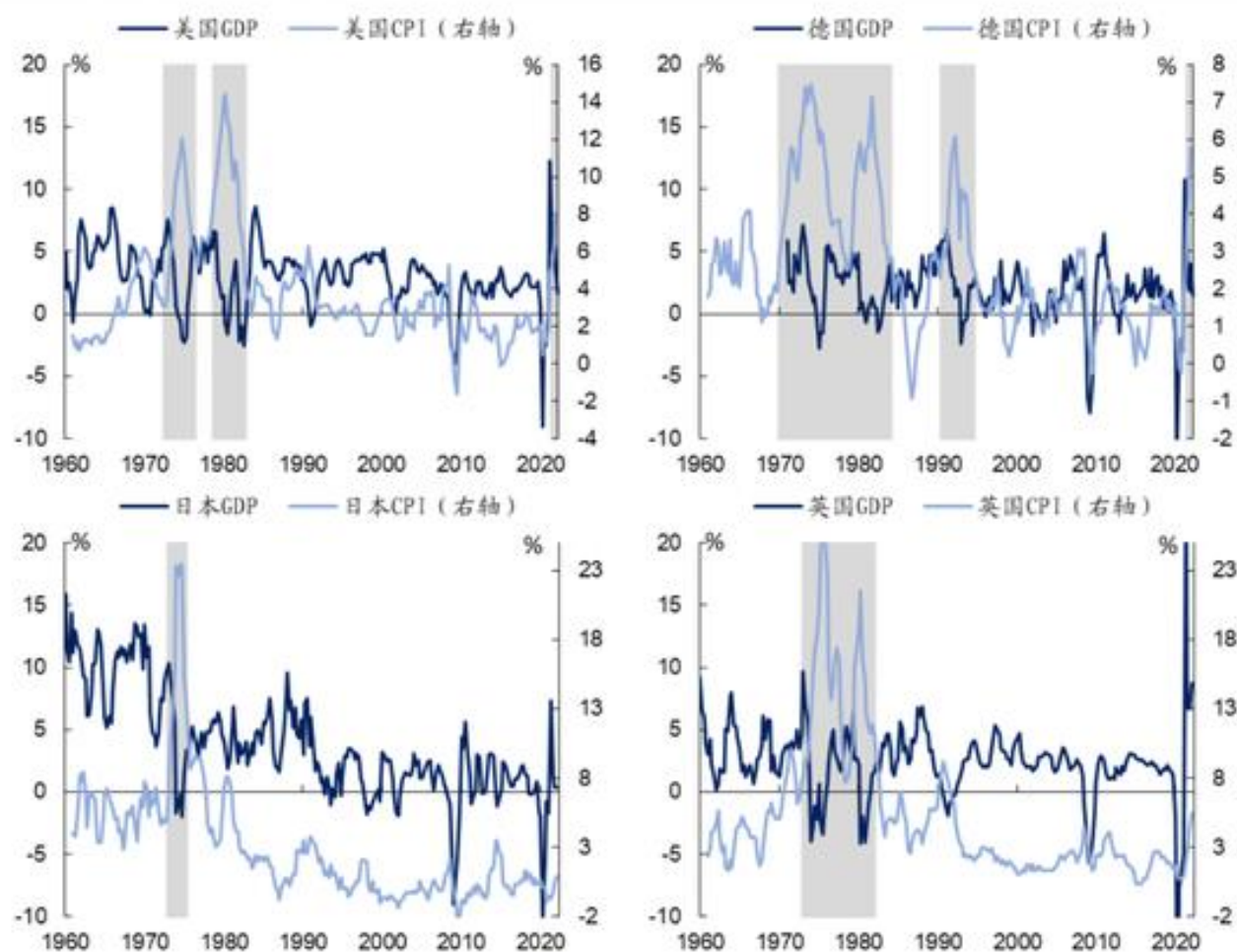
资料来源: WorldBank、国海证券研究所

1.2

似曾相识的滞胀

全球通胀“高烧不退”，需求端的疲态已经逐渐显现。“滞胀”的迹象在不少经济体已经初见端倪，这令人不禁回想起上世纪 70 年代全球经济被“滞胀”笼罩的阴霾。

图 3：全球主要经济体经济增长与通胀情况



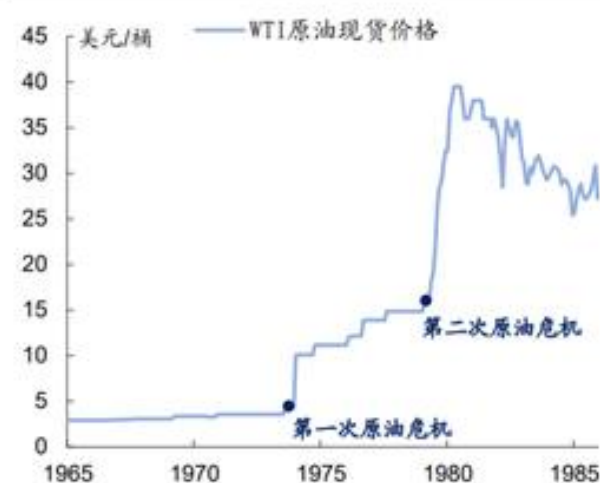
资料来源：Wind、Fred、国海证券研究所

造成 70 年代大通胀的原因，能源危机是表，货币超发是里。美苏争霸格局下，70 年代，中东两次石油危机，致使全球原油价格“翻两番”是全球通胀上行的主要“导火索”。

然而，货币超发早已为大通胀埋下了种子。“大萧条”的惨痛回忆催生了凯恩斯主义的盛行，强调政府干预经济，创造有效需求的理念根深蒂固，60 年代中期，全球货币超发的现象越发明显。回过头来看，从尼克松推出“新经济政策”放弃金本位，到布雷顿森林体系的瓦解，都是货币

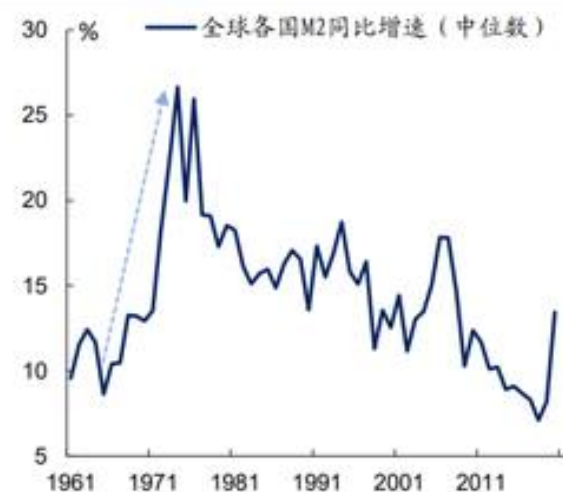
超发的“前兆”。

图 4：70 年代 WTI 原油现货价格



资料来源：Fred、国海证券研究所

图 5：70 年代全球货币超发



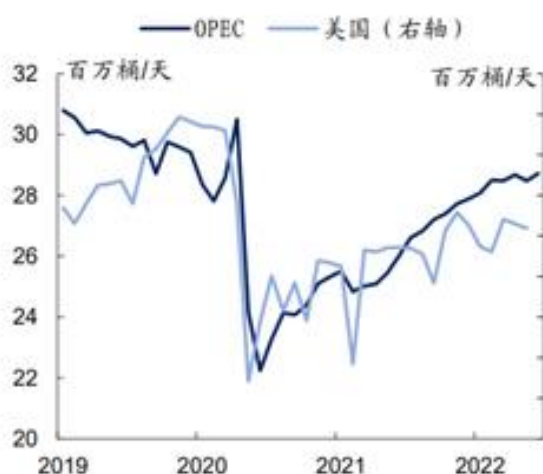
资料来源：WorldBank、国海证券研究所

事实上，本轮全球经济颇有复刻 70 年代全球“滞胀”的意味。悉数当下经济环境，与 70 年代存在 4 大相似点：

1) 地缘冲突引发能源危机。正如 70 年代的两次中东地缘政治危机一样，俄乌冲突的爆发无疑为全球能源价格的上涨“添柴加火”。而目前美国 and OPEC 均无法迅速提升产能来平抑原油价格的上涨，进而使得能源通胀成为当下全球价格上涨的主要推动力。

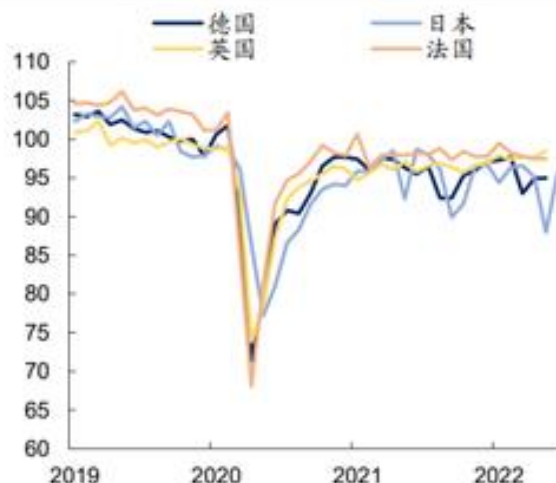
2) 需求没有与之相应的供给进行匹配。2020 年疫情爆发后，欧美国家大规模发放财政补贴，试图通过需求端刺激推动经济重回正轨。然而，高福利政策下，劳动力短缺问题迟迟无法解决，国内长期存在“制造缺口”，供需不匹造成了全球通胀的持续上行。

图 6: 全球主要产油国产量仍未恢复到疫情前水平



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 7: 主要国家工业生产仍未恢复至疫情前水平



资料来源: Wind、国海证券研究所

3) 海外商品供应受阻。70 年代，全球贸易保护主义盛行，进口替代使得商品流通效率下降。而这与本轮全球供应链存在阻滞类似，劳动力缺口、疫情扰动以及俄乌冲突等因素，都使得当下全球供应链存在不少压力。

4) 薪酬通胀的螺旋上升。工会势力强大，劳工议价能力高是 70 年代“大通胀”期间出现“薪酬-通胀”螺旋的核心原因。而当下，虽然欧美国家工会影响力大不如从前，但是疫情以来，由于劳动力缺口长期无法弥合，劳工薪酬持续上升，向通胀产生正反馈，进而形成了新一轮的“薪酬-通胀”螺旋。

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_44830

