



任泽平：全球高通胀时代到来



意见领袖 | 任泽平团队

导读

全球宏观经济正发生范式转变，简单讲，就是从大缓和时代到大通胀时代。如果说，大缓和时代是全要素生产率快速提升消纳货币和通胀，大通胀时代则是全要素生产率放缓无法消纳货币超发引发高通胀。供给侧出了问题，却在需求侧刺激：短期来看走上了依赖 QE、直升机撒钱和财政赤字货币化的超发货币之路，长期来看不仅不通过供给侧改革和创新提高社会生产力，反而向外部输出矛盾逆全球化。两相结合，这便是全球高通胀时代到来的根本原因。

大缓和时代供给过剩、经济周期波动取决于需求侧；当下，不平等问题与逆全球化、人口增速与全要素生产率下滑、能源格局重塑与绿色溢价，正在冲击供给端。这导致通胀预期强化、经济波动加剧、经济周期变短，宏观政策框架面临冲击。供给端的问题应该通过供给侧改革提升全要素生产率，发展新基建、新能源。但是，美欧为代表的经济体却走上了超发货币的需求侧刺激。

大缓和时代正成为过去式，全球高通胀时代到来，这给我们提供了一个分析全球，尤其是发达国家持续高通胀的一个框架范式。

在此，我们提出经济短期看需求，长期看供给；短期看货币，长期看制度的宏观分析框架。

在研究上通常将 20 世纪 80 年代之后称之为大缓和时代 (Great Moderation), 其特征是经济周期进入平缓化阶段 (以 OCED 国家更为显著); 产出缺口波动率下降、通胀的中枢和波动率下降、通胀预期稳定。从源头看, 得益于政策调控的成功, 如沃尔克的紧缩货币、预期管理、以及金融自由化, 里根、撒切尔和德国科尔的供给侧改革; 在“自由市场经济”的引领下, 全要素生产率得以提高、科技创新涌现, 外部冲击减弱, 合作共赢的全球化时代开启。“效率与公平”的钟摆摆向“效率”的一侧。表现为“高增长、低通胀、低债务”。

2008 年, 美国次贷危机蔓延成全球金融危机, 叠加人口增速、全要素生产率下滑拉低全球潜在增速和实际利率, 而美联储“QE+零利率”工具虽没有引发实体通胀, 但却加剧了全球资产价格泡沫 (广义通胀), 以及贫富分化, 全球进入“低增长、低利率、高广义通胀、高债务”格局, 全球化退潮。2020 年以后, 疫情、俄乌冲突接连对全球供应链造成扰动, 全球供需失衡格局再次拉大; 美联储祭出“QE+零利率+大财政”, 但始终全球问题出在供给侧, 美欧央行大规模刺激需求, 反而加大了资产价格泡沫, 拉大了贫富差距, 增加了社会面风险。2022 年全球多数经济体通胀冲破历史性新高。

我们从五大视角探究高通胀根源: 第一, 经济增长视角, 高通胀由供给端收缩驱动, 源于人口增速和全要素生产率下滑; 第二, 宏观政策视角, 主权货币超发依赖与大财政救市, 加速供需结构失衡; 第三, 货币政策视

角，美联储低利率助长高通胀，央行公信力下滑抬升通胀预期；第四，波动与预期视角，大缓和时代结束，应对波动与预期强化是未来主线；第五，收入分配视角，全球从“效率”优先，转向重视“公平和安全”，抬升生产成本。

本文基于这五大因素，逐一分析其对通胀影响的内在逻辑，窥探全球经济框架范式转变；为我们“新宏观范式”系列报告的第一篇。

这是最好的时代，这是最坏的时代，取决于你选择改革创新开启新周期还是超发货币重走老路。我们深信，只要我们按照市场经济办事，尊重常识，不折腾，尊重经济规律，中国经济将保持持续健康发展。如果能够推动供给侧结构性改革、新基建、新能源、放开并鼓励生育、人地挂钩二次房改、激发企业家精神、调动地方积极性等，各方将不断增强对中国经济前景的信心。乐观者前行，世界终将属于理性乐观主义者。



正文

1 经济增长视角：高通胀由供给端收缩驱动，源于人口增速和全要素生产率下滑

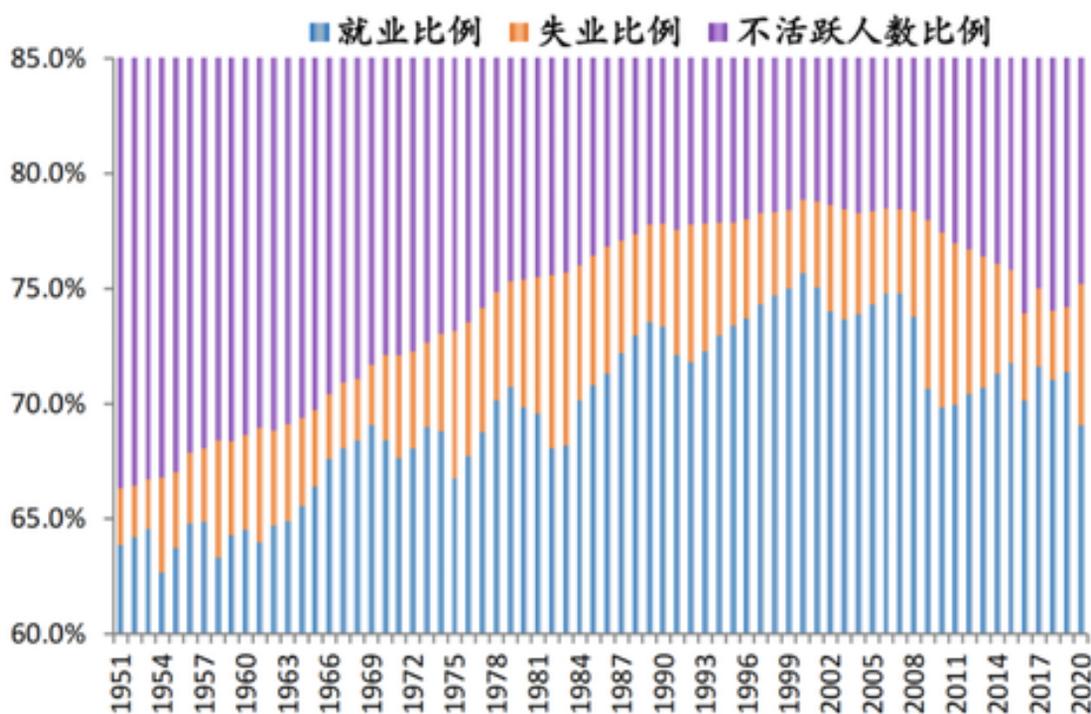
1.1 劳动力供给下降：人口红利消退、劳动意愿下滑、劳动力市场匹配效率下降

在（预期）劳动力供给下降背景下，工人的议价能力上升，一方面推高劳动力成本，另一方面产生“工资-通胀”螺旋预期，进一步拉动通胀。

1) 全球人口红利消退，世界人口进入低增长模式，预计本世纪将达到人口峰值 109 亿，人口重心逐渐南移，未来 80 年非洲将贡献 90% 以上人口增量。2) 以美国为例窥见全球劳动力。美国劳动力的绝对数量和劳动参与率趋势下降已经明显，婴儿潮的大退休潮（“Great Retirement”）也即将

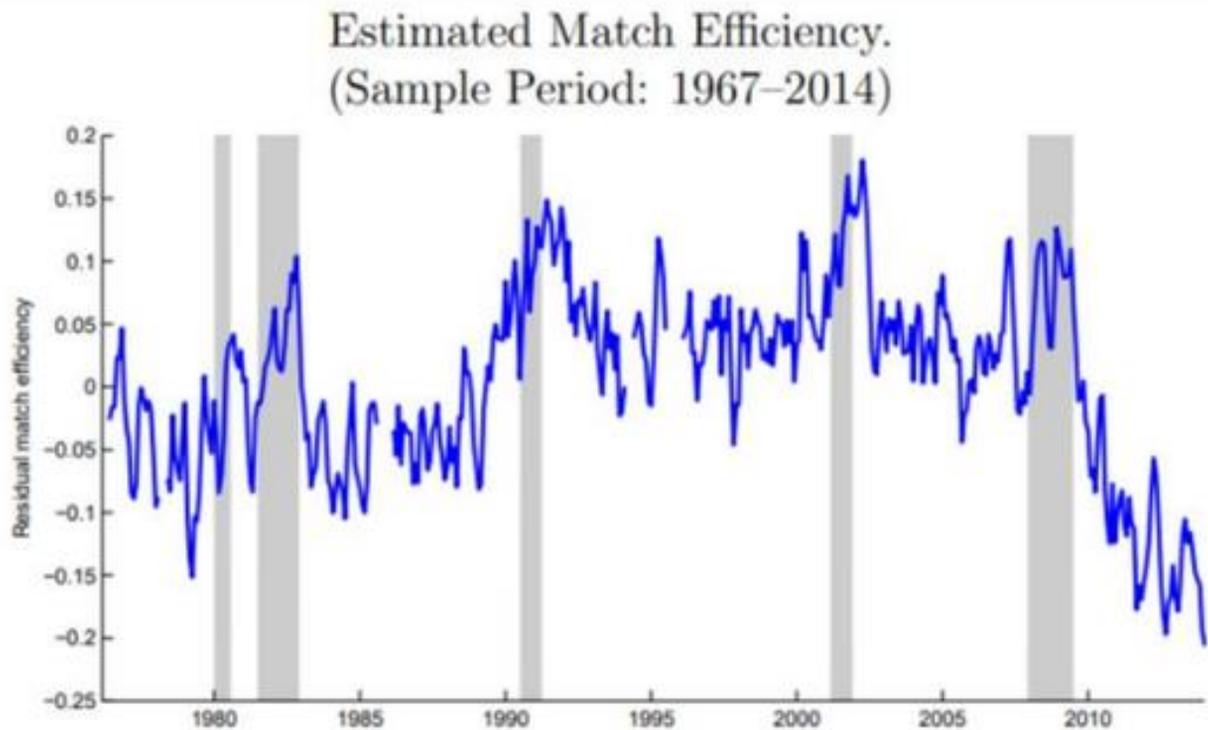
出现。叠加考虑到疫情对于许多低技能、少数族裔以及带小孩的女性有了永久性退出劳动力的冲击。3) 美欧劳动力市场供需匹配效率自 2008 年之后开始下降，截至 2014 年显示已经弱于大缓和时代前的水平；2020 年后贝弗里奇曲线出现显著的右上移动趋势，反映劳动力市场紧张、匹配效率下降，这与疫情改变了居民生活方式、以及美国“QE+低利率+财政救助”刺激模式有关，推涨用人成本，构成通胀上行基础。总结起来，人口红利消退、劳动意愿下滑、劳动力市场匹配效率下降背景下，未来的工资会摆脱过去数十年间增速不明显、与劳动生产率不匹配的情况。

图表：美国劳动力趋势下行



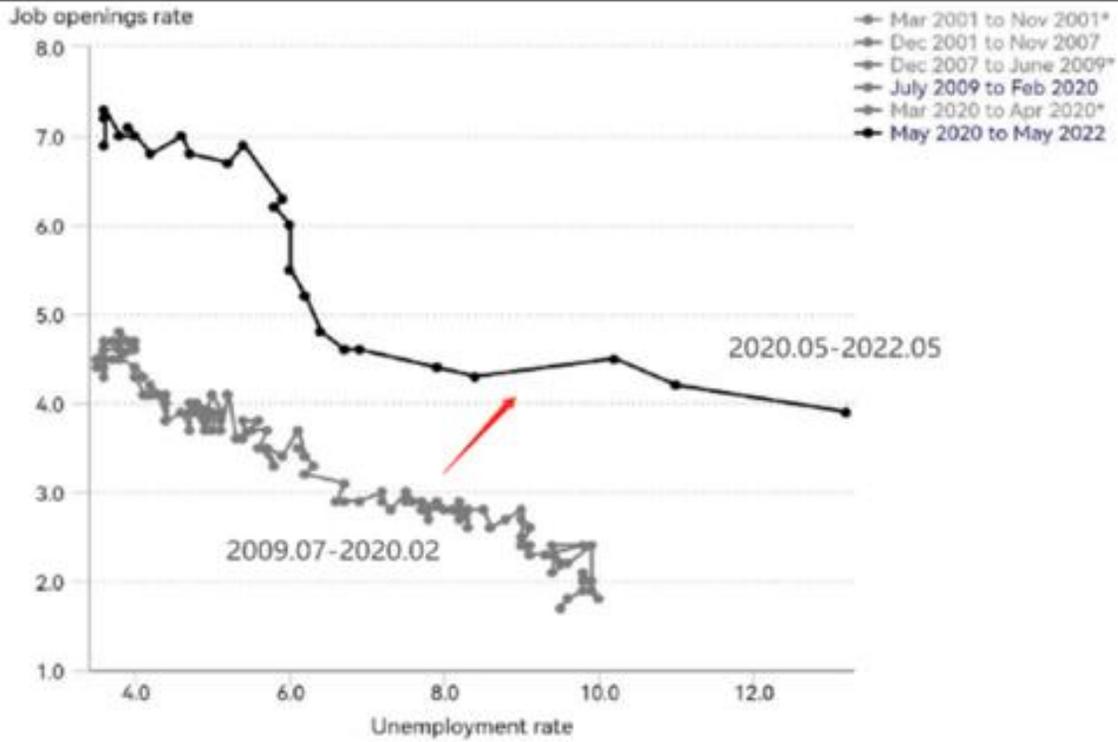
资料来源：BLS，泽平宏观

图表：劳动力匹配的效率正在变低



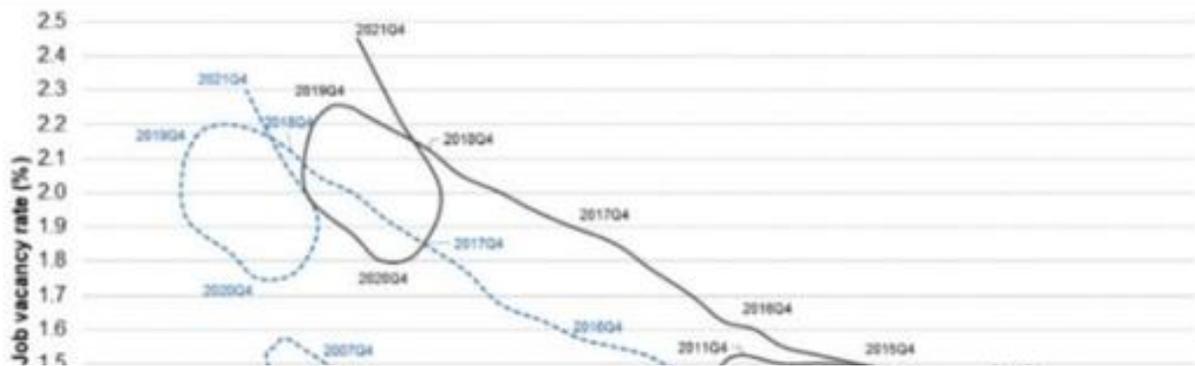
资料来源：NBER, BLS, 泽平宏观

图表：美国贝弗里奇曲线向右上移动



资料来源：BLS，泽平宏观

图表：欧洲贝弗里奇曲线向右上移动



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_45862

