



程实：治理长期通胀道阻且长



意见领袖 | 程实（工银国际首席经济学家）、徐婕（工银国际宏观分析师）

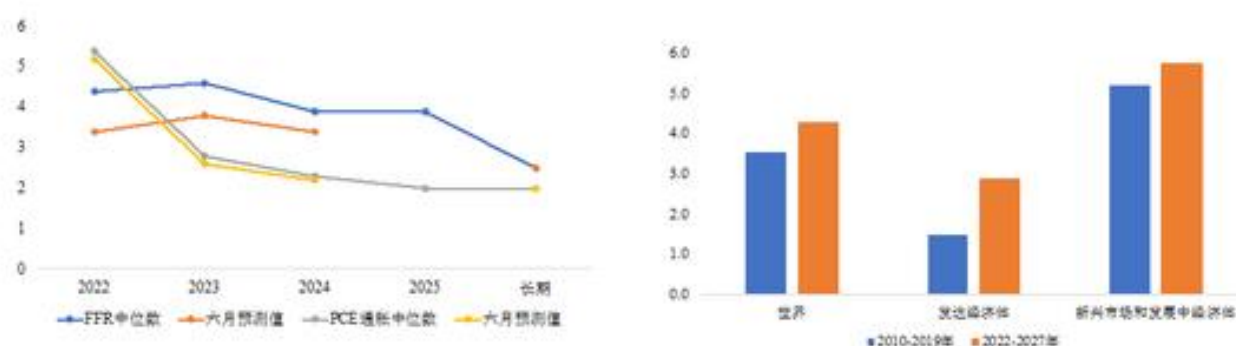
“道阻且长，行则将至；行而不辍，未来可期。”百年未有之大变局正被添上“高通胀、高利率、高波动”的新注脚，超预期的通胀长期化也引致了美联储、欧洲央行等政策当局的一系列激进行为。客观分析，鹰派货币紧缩虽势在必然但效果有限，治理长期通胀道阻且长，需要全球政策制定者在预期引导、行为约束、政策跟进和政策协调方面持续努力。从学理上看，持续性通胀不仅可能是漫无节制的宽松货币导致的货币现象，亦可能是无纪律且不负责任的财政扩张引发的财政现象，更重要的是，一旦政策搭配缺乏公信力，宏观调控的长期绩效恐将受损。我们认为，治理长期通胀难以一蹴而就，全球政策制定者需要持续有所作为，加强政策搭配的细节设计，增强市场沟通与预期引导，避免不必要的“动态不一致性”打击业已脆弱的市场信心。唯有内敛坚韧、行而不辍，全球经济的持续复苏和物价稳定才未来可期。



推动长期通胀上行的因素仍在。尽管美联储 9 月最新预测相比于 6 月预测，没有大幅上调 PCE 同比增速中值，2022 年、2023 年均仅上调 0.2 个百分点，2024 年上调 0.1 个百分点，且预期长期仍可回归 2% 的目标水平。然而，今明两年联邦基金目标利率中值则被分别上调 1 个和 0.8 个百分点，而且未来几年仍显著高于 2.5% 的长期水平，可见美联储对于通胀的判断也比之前更加悲观。根据 IMF 历史数据，疫情前十年（2010-2019 年），世界、发达国家、发展中国家与新兴经济体的平均 CPI 年均变化水平分别在 3.6%、1.5%、5.2%。然而，基于 IMF 最新预测，2022 年世界 CPI 年均变化将攀升至 7.4%，其中发达国家 CPI 变化速度上行逾 5 个百分点，约是疫情前十年物价平均变化速度的 4.4 倍。尽管预期未来（2022-2027 年）通胀水平会有所下降，但就绝对水平而言，仍高于过去（2010-2019 年）

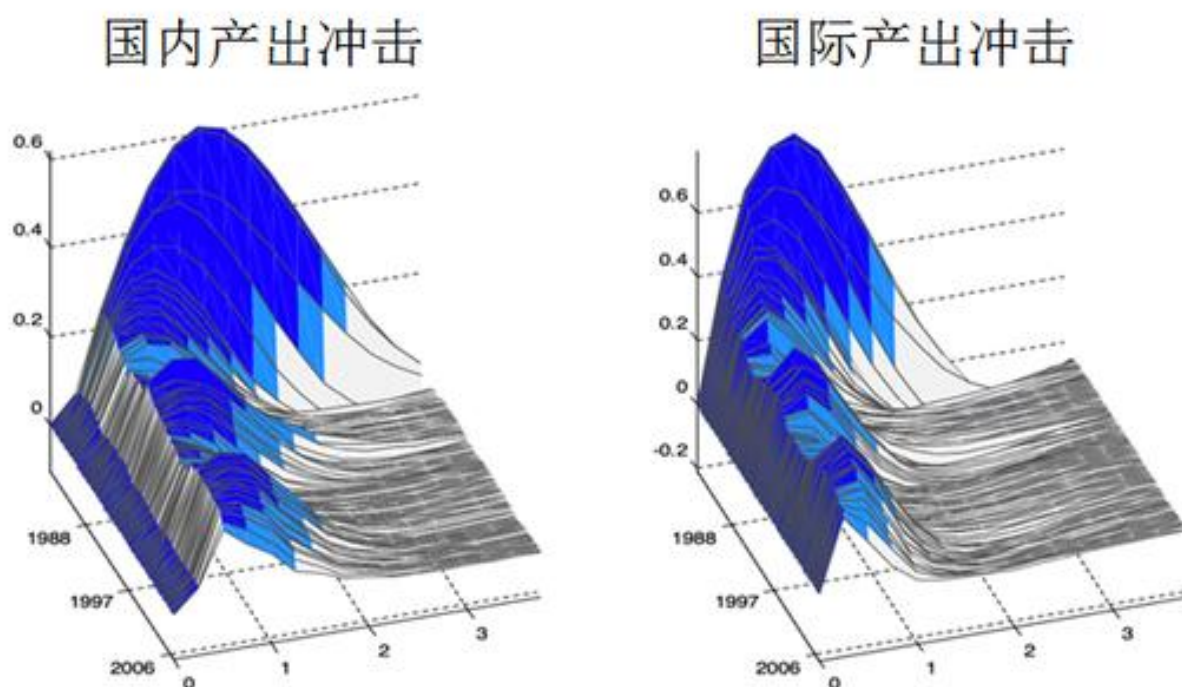
平均水平 0.5-1.4 个百分点,尤其发达经济体需要承受更大幅度的物价变化,长期高通胀的状态恐将持续。短期来看,尽管成本推动型通胀往往是一次性的,当冲击成本端的短期因素消失时,例如疫情结束、地缘风险事件结束,相对应的成本端原材料价格应声回落,即可削弱推升通胀的动力。然而,短期问题长期化的风险不能忽视。当疫情阻碍供应链畅通时,供应链产业链回流成为了一个选项,表现为当前逆全球化潮流,不仅推高生产成本,同时由于缺少平价替代物品的竞争,也在一定程度提升了企业的定价权,可以顺利地将生产成本转嫁给终端消费者。中期来看,全球产出增速显著下滑(IMF 预测 2023 年全球产出将仅增长 2.9%)也将增加物价上行压力。国内产出冲击与国外产出冲击对于本国通胀的影响程度相似,且影响程度均随着对外开放程度的下降而上升(Bianchi & Civelli, 2013)。长期来看,人口老龄化愈发显著,未来廉价劳动力将很难获得,继续催化“工资-价格”螺旋上升,推高长期通胀水平。

图 1: 长期高通胀的状态恐将持续 (%)



资料来源: Fed、IMF 以及我们的整理

图 2：产出冲击推升通胀水平

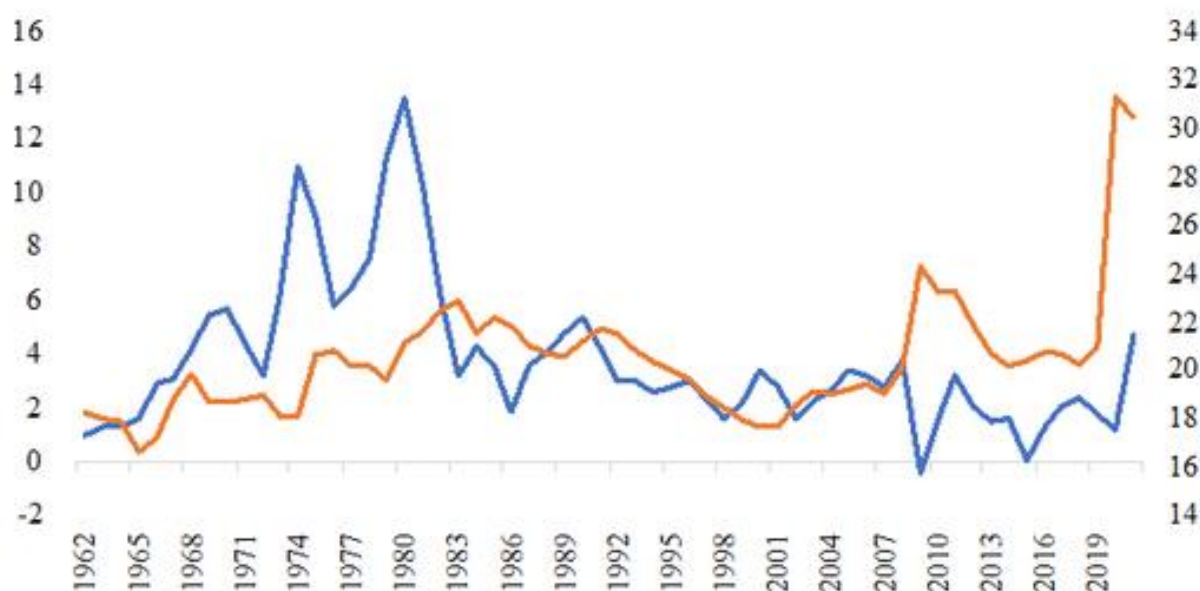


资料来源：Bianchi & Civelli（2013）以及我们的整理

仅依靠货币政策抑制长期通胀效果不佳。首先，持续的高通胀不单单是货币现象。Sargent（2013）提出持续的高通胀始终是一种财政现象，Bianchi & Melosi（2022）也发现长期趋势通胀的变动可以用财政冲击和政策组合的变化来解释。例如，上世纪 60 年代和 70 年代的长期趋势通胀稳步上升，则与快速增长的政府支出（美国的长期福利计划、昂贵的越南战争等）密不可分。再比如，2021 年美国 1.9 万亿元美元的救助计划贡献了一半的物价上涨。相比之下，成本推动型冲击仅仅解释了过去几次因油价格攀升而导致的通胀上行。不仅如此，成本推动型通胀往往是暂时的，与目前采取的货币-财政政策组合无关。然而，因财政失衡形成的长期支出冲击将在货币-财政政策组合中有所体现，影响长期财政负担，进而会在很

长一段时间内对长期通胀的稳定构成潜在威胁，导致趋势通胀持续波动。事实上，美联储官员早已意识到了仅仅依赖货币政策难以抑制通胀。根据1981年7月的FOMC会议记录，时任堪萨斯城联邦储备委员会主席格菲（Roger Guffey）表示，从历史上看，美联储政策的推行总是遇到麻烦，然后退缩，仅仅是因为政府和国会（财政政策）与之反向或不支持克制政策（Weise, 2012）。沃尔克时代反通胀的成功也归因于里根政府为当时美联储主席沃尔克的反通胀政策提供了急需的政治支持（Samuelson, 2008）。

图 3：持续的高通胀不仅是货币现象（%）



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_46482

