



曹远征：全球通胀已到高点了吗？



意见领袖 | 曹远征（中银国际研究公司董事长、中国宏观经济学会副会长）



自今年 3 月美元加息以来，加息频率在提高，幅度也在扩大。为什么这一轮要加息？原因很简单，就是今年以来，通货膨胀的增长速度远远超过人们的预期，现在已在 8% 以上，当然这次可能是最后一次了，因为通胀到高点，更重要的是很可能由这次加息引来衰退。

现在市场上基本不在讨论要不要加息的问题，而是看会不会出现新衰退的问题。过去认为美国经济衰退可能会出现在明年，现在担心加息会不会引来衰退提前在今年四季度的发生。

之所以这么说，是因为美国货币政策和过去不一致了。过去的货币政

策和财政政策是分离的，这次疫情后，货币政策和财政政策“穿一条裤子”，形成准 MMT（现代货币理论）的操作，央行不断通过开动印刷机购买国债来支持抗疫、支持经济。于是，加息既是对市场利率的提高，更重要的是央行资产负债表的缩表，意味着财政同时在收缩，这很可能会引致经济下行。

为什么市场担心今年四季度会出现经济下行，但这种担心会不会成为事实，特别是美联储还在说再有加息，有这种舆论。其中很重要的一点，是因为菲利普斯曲线发生变化，扁平化了，通货膨胀利率增长和失业率增长的关系越来越模糊。这种关系是不是彻底模糊化了，还是一个短期现象，这是市场现在高度关注的问题。由此，对美国未来的前景也有不同的判断。

比如，未来有衰退，但衰退是轻度的，很可能像 1946 年是比较浅的衰退。这种衰退可能会持续一年，但深度比较浅。与此同时，有人说很可能菲利普斯曲线要发生一个重大的变化，衰退会是比较重的衰退了，这牵扯这几个问题我们需要讨论一下。

01

是否出现滞胀？

报告特别提出，可能高通胀的年代出现了。2008 年后，世界经济进入新常态，怎么表述这个新常态呢？是低增长、低通胀、低利率、高杠杆。如果新的低通胀年代结束，进入高通胀，很可能这个新常态就改变了，可

能就会变成比较高的通胀率、利率、成本。这和过去的世界就不太一样了，很可能滞胀问题就会长期化，至少持续相当长的时期。

为什么有这种情景呢？有三条因素：一是全球化逆转，特别是俄乌冲突后，各国都考虑供应链安全，于是不是按照效率最高、成本最低的方向来进行全球化，反而从安全的因素来考虑，如果这样的话生产成本就会提高；二是过去生产中心——东亚的人口老龄化等种种原因劳动成本在提高，生产制造成本也在提高；三是能源带来的影响因素，特别是俄乌冲突后、全球气候变暖使能源价格持续高涨，这种情况下生产成本也会提高，又属于成本推动型的高通胀。

如果这一点成立就会和八十年代很像，八十年代的滞胀最重要的原因是第二次石油危机，能源价格大幅上升，导致经济增速不能提高，生产成本迅速提高，由生产成本提高形成工资和物价螺旋上涨，就采取特殊政策来对付。

比如尼克松政府采取最重要的政策是冻结工资物价一百天，用这种特殊行政政策来干预物价。这种情况会不会出现，这是现在我们高度关注的一件事情。

02

美元指数的上升

过去两年中，美元指数急剧变化，去年美元指数比较低，曾经探到 89。

去年国内讨论的问题是人民币是否进入升值通道，现在又说人民币是否进入贬值通道，是否破“7”。短短一年间，冰火两重天。仔细看一下，这不是人民币的问题，是美元的问题，是美元指数一年间的高度变化。从过去的 89 现在涨到 110，在一年中间出现了 20 个点的增长。但再仔细看，美元指数的变化和加息关系并不是很密切，而是和国际格局的变化非常密切。

美元指数相对于价格，它是欧元、日元、英镑等其他货币构成相对价格，其中欧元占到 57%，英镑占到 12%左右，日元占到 12%左右。如果看欧洲英镑和欧元大概就占到 70%以上的比重，恰恰是俄乌冲突使这两种货币急剧贬值。由于急剧贬值带来相应美元指数升高，换言之，这种国际格局变化是俄乌冲突导致能源价格变化，使欧洲经济陷入严重困难，从而使英镑、欧元都在大幅贬值之中造成了一种新的变化。

我们把这种变化引入到人民币中，会看得很清楚，人民币只是相对美元有所贬值，但相对其他货币都在升值之中，这反映了人民币本身具有一定的稳定性，最重要的对外价格贬值是对美元，对美元贬值是因为美元在持续升值，是美元指数的持续提高。

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_47031

