张涛：2023 年经济展望③——三个困扰令全球经济增长难超 2%

意见领袖 | 张涛、路思远

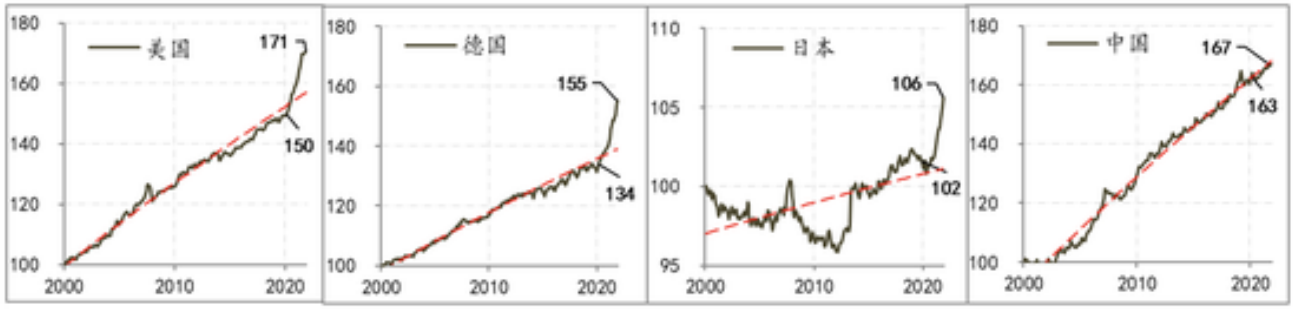
与以往历次大通胀差别之处在于，本轮全球通胀受到需求旺盛与供给紧张的双叠加影响更为明显，也更趋于固化，为此各国央行在本轮对抗通胀中被迫采取了更为激进的加息，不过到目前看，能否顺利地化解通胀还是个未知数，但在激进政策冲击下，经济运行和金融稳定已经显露出令人不安的苗头，那么对于 2023 年的全球经济而言，必将面临更多的“政策困惑”，并且会带来更多的经济运行波折，其中有三个困扰尤为突出。

首先是通胀困扰。

为了更好地展现本轮通胀的情况，我们观察了新世纪以来美国、德国、日本和中国的 CPI 的累计涨幅，除了中国的通胀基本保持着趋势线态势之外，在过去的近两年间，美国、德国和日本的通胀均出现了明显上升，2021

年以来 22 个月的通胀累计涨幅占过去 20 余年通胀总涨幅的比重，美国为 30%、德国为 61%，日本为 67%，而中国仅为 6%。由此可见本轮通胀的严重情况。

图 1：G4 国家 CPI 累计涨幅



数据来源：Wind。注：2000 年 12 月为基数 100，数据截至 2022 年 10 月。

虽然美国、德国和日本面临同样严峻的通胀压力，但各自采取了不同的政策措施：美国主要是激进加息和减少政府支出，来给需求降温；德国则是在欧洲央行慢加息的条件下，增加家庭居民消费补贴，来缓解家庭居民因通胀带来的支出压力；日本则是坚持宽松货币政策取向不变，同时也增加了居民消费补贴。

就政策效果而言，通胀缓解的速度十分缓慢。因为即便是像美国这样更加侧重压缩需求的抗通胀之路，根除通胀也还需要供给端的持续修复，而目前美国劳动力市场持续的供给紧张局面则反映出供给修复还需要很长时间，至于欧洲和日本就更不用说，以能源供给紧张为主的通胀压力，更要依靠全球供给体系的修复。然而，由于加息等紧缩货币政策会提高投资的成本，因此并不利于供给端的修复，这也是各国缓解通胀采取不同政策，以及通胀缓解速度不佳的重要原因。除此之外，伴随中国防疫政策的持续

https://www.yunbaogao.cn

优化，已经被压制 3 年的中国消费也将在 2023 年有自然修复的动能，由此也会给全球供需的再平衡带来复杂的影响。

因此，全球经济在 2023 年必将还会受到通胀的严重困扰。

其次是滞涨困扰。

由于美联储采取了激进加息，美元被快速推升，美元指数在 2021 年上涨 5%的基础上，2022 年以更快的速度上涨，一度接近 115，年内最大涨幅曾接近 20%，由此必然带来主要非美货币普遍面临贬值压力，即在强美元推动下，非美经济体普遍面临本币对外购买力下降的窘境，而汇率的贬值本身就不利于输入性通胀的对冲。

图 2：2022 年美元指数与主要非美货币兑美元汇率变化情况

数据来源：Wind。注：2021 年 12 月 3 日为基数 100，数据截至 2022 年 12 月 5 日。

另外，能源价格的上涨更令非美经济体雪上加霜。Bannockburn 构建的世界货币指数（Bannockburn World Currency Index）走势显示，伴随美联储本轮加息周期的开启，全球汇率条件整体呈现贬值趋势（即非美货币的整体贬值程度超过了美元的涨幅），由 2021 年 5 月的 102 降至目前的 93，累计降幅 8.7%，同期石油价格则累计上涨近 100%。换而言之，只要汇率快速贬值与能源价格大幅上涨的叠加影响延续，那么非美经济体的国际收支表就将被持续地蚕食，后果就是非美经济体面临的经济问题就会由“高通胀”转向“滞涨”，尤其是能源对外依存度高的欧洲地区与新兴市场国家，“滞涨”的风险会更严重，相应对于 2023 年全球经济而言，滞涨的困扰只会更严重。

https://www.yunbaogao.cn

图 3：非美经济体汇率与能源价格指数变化情况

数据来源：Wind、bbgfx.com。

注 1：2005 年 7 月为基数 100，数据截至 2022 年 11 月。

注 2：世界货币指数（Bannockburn World Currency Index）由 12 个经济体货币构成，权重按照 GDP 加权篮子，包括 USD（30%）、CNY（23.2%）、EUR（18.9%）、JPY（6.5%）、GBP（4.2%）、INR（4.1%）、CAD（2.6%）、KEW（2.4%）、RUB（2.3%）、BRL（2.1%）、AUD（2%）、MXN（1.7%）。

第三是金融脆弱性困扰。

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_50343