

为摆脱滞胀风险，应该减少供给方面的冲击，顺应全球化的趋势，做好做强实体经济

文 | 刘陈杰 刘元翕

编辑 | 苏琦

近期全球市场对持续高通胀和经济增速放缓的担忧日趋严重。滞胀最为显著的时期是美国20世纪70年代的十年，彼时西方主要工业化国家出现了经济停滞、大量失业和严重通胀并存的现象，被称作滞胀。关于那轮滞胀成因的讨论，学术界认为70年代两次石油危机的供给因素导致了大部分通胀冲击。当然，持续宽松的货币政策、劳动生产率停滞不前也对彼时的滞胀起到重要推动作用。

回到当前，2022年出现了原油、天然气、粮食等方面的供给冲击，2008年全球金融危机以来全球主要经济体持续宽松政策对通胀的累积作用，全球主要经济体劳动生产率近十年以来的停滞，也让我们对潜在的通胀和经济停滞开始产生担忧。历史不会重复，但会押韵。面对逆全球化对产业链的影响、全球宽松政策的后续效应以及疫情对供给侧的影响，全球会不会出现类似于20世纪70年代的滞胀？中国会不会面临通胀和增长停滞的风险？中长期而言，本文试图从不同经济体不同供给函数的角度来探讨可能的滞胀风险。短期而言，美国的通胀风险在未来一个季度并没有显著缓解的迹象，就业市场和经济增长在2023年可能因为货币政策的紧缩预期和经济基本面需求侧的因素具有放缓的风险。

滞胀的成因，现实的比较

通胀的成因主要来自总需求的加速扩张、供给侧的冲击、超额货币的拉动、通

胀预期的自我实现等。

来自供给侧的负向总供给冲击是20世纪70年代滞胀形成的重要原因。两次石油危机是彼时美国高通胀的直接导火索。由于地缘政治冲突引起的能源价格飙升使得工业品石油价格压力增加，与之伴随的粮食价格出现上涨，1974年、1979年和1980年美国的通胀率都超过了10%。虽然美国彼时的核心通胀率的统计口径不断修改，货币政策制定者不愿意能源、食品等供给方面的冲击影响宽松的货币政策趋势，但到了中后期，美国核心通胀逐渐攀升，与整体通胀的差距逐步缩小。来自总供给的冲击从成本端推升通胀水平，即便部分时间美国实施了价格管制，但换来的是通胀的报复性上涨。总供给的冲击是推升通胀的重要原因，但不是唯一的原因，更深层次的滞胀因素来自需求侧和实体经济生产率。

我们的研究发现，
总供给冲击并不是形成滞胀的唯一原因，甚至不是最主要的原因，总需求和实体经济劳动生产率的因素也起到了重要作用。

在供给冲击发生之前，美国的趋势通胀率已经先行上升了一段时间。美国在1965年-1970年期间，通胀率已经明显提高，主要原因是持续扩张的货币政策和财政政策。名义

工资增长率等于劳动生产率

增长率加上通货膨胀率，实际工资

增长在理论上应该与劳动生产率增长一致。劳动力价格不能根据生产率的变化作出相应的调整在现实的经济运行中屡见不鲜。美国劳动生产率增长的放慢始于2

0世纪6

0年代，而且在

70年代美国的劳动生产率的趋

势增长率已经低于二战

后20年平均增长率1个百分点，显示出实体经济劳动生产率的疲态。

回到现实，全球经济面临地缘政治引起的原油、天然气、粮食价格等高企的供给冲击，2008年全球金融危机以来全球主要经济体持续宽松政策对通胀的累积拉动作用，全球主要经济体劳动生产率近十年以来的停滞，也让我们对潜在的通胀和经济停滞开始产生担忧。如果我们面对的通胀和经济衰退压力只是周期性的，比如持续1年-2年，那么还不能称之为持续的滞胀压力；如果我们面对的压力是结构性的，通胀和经济增长放缓如果伴随我们更久，甚至如20世纪70年代的美国等，那么我们应该高度重视目前可能的全球滞胀苗头。

地缘政治的因素具有偶然性，也具有一定的时代必然性，如果能在短时间内结束，那么全球滞胀的风险将大为缓解。逆全球化带来的全球产业链割裂和分工不畅，将人为地提升工业品和消费品的价格中枢，不利于全球通胀的缓解。2008年以来出现宽松的货币政策和财政政策，如果谨慎地消化巨量的货币存量、资产价格泡沫，逐步退出非常规的一系列政策措施，也将对全球滞胀风险产生重要的影响。人类对于疫情的控制，总需求和总供给的恢复，对于中长期的滞胀压力具有重要的意义。现实的全球经济所面临的困难和问题与20世纪70年代有相似之处，但是我们相信人类的智慧，相信困难只是暂时的，我们一定能战胜阻碍人类进步的暂时的沟壑，供给侧、需求侧和政策面的问题将一一迎刃而解。

中长期来看全球不同经济体的滞胀风险

历史上看，中国的通胀水平与货币增速之间相关性并不强，且略滞后。相对而言，部分国家也实施了较为宽松的货币政策，释放了较大数量的货币，却带来了恶性通胀

，比如南美等部分经济

体。从近十几年来各国实践看，宽松货币政策

确实与通胀存在正相关关系，但不一定带来恶性通胀。本部分将阐述近期对于各经济体不同供

给函数对通胀和经济增长的不同

反应的思考。

宽松的货币政策是否带来持续的通胀和经济停滞的压力，取决于这一经济体整体的生产供给能力。

我们将经济的生产供给分成两个部门：低生产效率部门和高生产效率部门。按货币数量方程的角度，古典理论认为，货币政策宽松对生产并没有显著影响，所以货币供应量的增加主要体现为价格的上升，即为通胀。其实货币政策宽松对生产有影响，且各行业影响不一。

低生产效率部门（比如资本深化较低的部门）在面临货币宽松的时候，供给能力较弱，不能在低利率环境下迅速扩大供给，那么宽松的货币政策很容易体现为产品价格的上涨。高生产效率部门（比如资本深化较高的部门）在面临货币宽松的时候，供给能力较强，可以在低利率环境下迅速扩大供给，那么宽松的货币政策不会体现为产品价格的上涨。当供给增加较快时，宽松的货币政策刺激供给，有可能体现为产品价格的下降，即宽松的货币政策与部分行业的通缩共存。

低效率部门的生产效率较弱，宽松货币政策很难提高供给产出：

$$F^{\text{low-k}}(K, L, \text{etc.}) < 0$$

高效率部门的生产效率较强，宽松货币政策容易提高供给产出：

$$F^{\text{high-k}}(K, L, \text{etc.}) > 0$$

那么，宽松的货币政策在各个不同经济体为何反应不一样？主要为各个经济体中低生产效率部门和高生产效率部门的比例不一样。比如，当一个经济体中高端制造业（较高资本深化，近似高生产效率部门）占比达到一定的阈值，宽松的货币政策虽然在低生产效率部门表现为产品的通胀，但在高生产效率部门表现为通缩。当一个经济体里高生产效率部门占比超过阈值，那么宽松的货币政策未必带来较高的整体通胀水平，比如制造业较强、工业部类较广的中国、未来的越南

等。反之亦然，低生产效率部门占主导的经济体，宽松的货币政策带来的很可能是通胀，比如南美部

分经济体。美国的货币政策具有外溢效应

，从全球范围看，只要全球的高生产效率部门国家足够多、占比足够大，那么即便美联储持续宽松，也不会带来显著的通胀压力。

综上所述，宽松的货币政策对于不同的经济体效果并不一样。中国制造业较强、工业部类较广，具有较高比例的高生产效率部门，也有较大的空间可以实施适度宽松的货币政策，而不用担心带来较为持续的显著的通胀压力。即便来自供

给侧

的原材料

价格上涨，经过工

业部门等实体经济部门的较高生产效

率的对冲

，实际落到最终产品的价格上涨将不会出现持续的上涨压力。一些低生产效率占比

较大的经

济体，因为供给能

力较弱，宽松的货币政策可能很快体

现为通货膨胀

。因此，中长期来看全球不同经济体的滞胀风险主要取决于各个经济体实体经济的生产效率。

短期而言，美国通胀压力不减，明年面临衰退风险

我们的美国通胀模型基于美国超额货币需求、大宗商品和通胀预期等因素。按照我们的模型结果，美国整体通胀在未来一个季度不会出现明显的缓解。由于夏季出行等季节性因素和基数效应，美国通胀三季度可能维持在7%-8.5%。同时，在油价的中性假设下，美国通胀在2022年底可能维持在6%-7%的水平，美联储紧缩货币政策的进程仍将持续。

美联储等机构之前低估通胀压力的一个原因是通胀预测模型沿用传统的产出缺口模式，这一模式在全球疫情严重影响总供给的背景下容易出现对通胀趋势的误判。由于全球疫情的影响，全球部分生产国的总供给函数出现收缩，严重影响了依靠产出缺口的通胀预测模型。

我们的通胀预测模型主要依赖于超额货币需求、大宗商品和通胀预期等因素。随着利率市场化和金融市场的发展，总量的货币数据在预判通胀和资产价格泡沫等方面的作用在下降，大量的信用货币使得总量的货币统计和定义变得非常困难，对政策的指导意义下降。但是，总量货币数据如果剔除实体经济真实交易部分的货币量，对于通胀预测（提前两个季度）和资本市场信用扩张的预判将有较好的引领作用。传统意义上的货币供给统计，并不一定在当期全部进入实体经济进行交易和流通，有部分货币可能被微观主体闲置、进入金融市场或其他虚拟经济的资产领域。为了进一步探索通胀与货币量之间的关系，我们重新定义并通过计量模型测算了真实进入实体经济流通和生产领域的货币量，即为本文所称的真实货币量。按照公式的定义：

真实货币量 = 货币当局公布的货币量 - 闲置的货币量 - 虚拟经济的货币量

短期而言，我们发现，这部分真实货币量领先于通胀大约两个季度，即真实进入实体经济的货币量确实可以在一两个季度以后影响通胀水平。当资金流入资产领域较多时，货币当局公布的货币总量增速虽然较高，但很多并没有流入实体经济（或者虽然一开始流入实体经济，但实体经济的资金不进行再投资和生产，资金空转再流入资产领域），实体经济的通胀水平依然可以保持平稳。当资金真实流入实体经济较多时，货币当局的货币供给较大时，通胀可能被这部分真实流动性推动到较高的位置。

短期美国通胀对于供给冲击的敏感性风险：如果地缘政治引起的原油价格、粮食价格能在短期内得到缓解，原油价格逐步回落，2022年底回到每桶85美元-95美元，那么2022年底美国通胀可能降低至6%-7%的水平；如果地缘政治没有能在短期内得到缓解，原油价格2022年底仅回落到110美元/桶左右，那么2022年底美国通胀可能维持在7.5%的水平。当然，如果原油价格因为各方面的因素持续攀升，那么对全球通胀的影响将更加显著和深远。

综上所述，由于夏季出行等季节性因素和基数效应，美国通胀三季度可能维持在7.5%-8.5%之间。同时，在乐观的假设下，美国通胀在2022年底可能维持在6%-7%水平，美联储紧缩货币政策的进程仍将持续。与此同时，美国房地产市场、企业设备投资和产

成品库存数据，以及近期的采购经理人指数（PMI）数据和

消费者信心指数

显示，持续

高通胀对于经济增长产

生压力。同时，美联储接下来的加息

和缩表政策，也将在一两个季度以后开始影响企业生产性投资的资金成本和劳动力市场。种种迹象表明，美国在2023年可能面临经济增长放缓的风险。全球而言，欧洲的供给冲击和需求冲击甚于美国，经济增长压力在货币政策收紧的预期下更加显著。

中国会不会面临通胀和增长停滞的风险？

中长期而言，中国在全球各大主要经济体中，实体经济的劳动生产率较高，虽然近年来

呈现下降趋势，但

是横向来比还是远高于部分发达经济体。

因此，面对同样的全球大宗商品价格高企的压力，实体经济通过较高的生产率实现了对终端产品价格上涨的对冲，中国2022年的通胀压力并不显著。从增长趋势来看，虽然近年来中国潜在产出缓慢下降，但是中国经济增长的结构机会层出不穷，经济结构变化，产业内结构变化日新月异，依然是全球最富活力的经济体。随着疫情的缓解，宽松政策的发力，我们相信中国经济并没有遇到经济增速停滞的风险。短期而言，中国可能受到大宗商品价格的成本传导，猪肉、粮食等价格的缓慢传导，通胀水平可能出现缓慢抬升，但是幅度和持续时间显著低于全球其他主要经济体。整体而言，如何摆脱滞胀风险，全球应该减少供给方面的冲击，顺应全球化的趋势，做好做强实体经济。

（作者任职于望正资本全球宏观对冲基金）