



全球经济会陷入“滞胀”吗？

The Risk of Global Economic Stagflation has Risen Significantly

张启迪

当前，全球通胀问题愈演愈烈。数据显示，2021年，全球有八十多个国家和地区的通胀率创下近五年新高，预计2021年全球整体通胀率将达到4.3%，创十年来新高。其中，美国2021年12月CPI同比增长7%，创近四十年新高；欧元区2021年12月CPI同比增长5%，为25年来最大涨幅。此前主流观点认为通胀是暂时的，有以下几个原因：一是通胀上行与经济重启密切相关；二是供应短缺问题有望缓解；三是“工资-价格”螺旋并未出现；四是技术进步、全球化等因素仍在持续抑制通胀水平。然而，近期由于价格水平居高不下，市场对通胀上行担忧再起。美联储主席鲍威尔2021年11月30日出席美国国会参议院银行委员会听证会时表示，目前美国通胀压力较高，继续使用“暂时性”这个词描述美国通胀情形已不合时宜。美联储2021年12月议息会议

会后声明也放弃了“通胀主要反映暂时性因素”的表述。为什么通胀比预期时间更长，全球经济是否会陷入“滞胀”，这是本文试图回答的问题。

疫情持续导致通胀回落难度加大

全球疫情形势发展超过预期

当前全球疫情形势依然较为严峻。由于冬季较为有利于病毒传播，再加上奥密克戎毒株的影响，自2021年10月15日起，疫情开始再次反弹。Our World in Data的数据显示，截至2022年1月24日，过去7天全球平均新增确诊病例为342万例，比10月15日上升了7.5倍。全球几乎所有国家和地区均已出现奥密克戎毒株。世卫组织日前指出，奥密克戎毒株在全球范围造成感染病例激增的风险“非常高”，并可能给部分地区带来“严重后果”。此前，专家普遍认为随着疫苗接种率的逐步提高，可以

作者单位：中债信用增进投资股份有限公司。本文系作者个人观点，与所在机构无关。



建立免疫屏障阻止疫情蔓延，社交限制措施将逐步解除，全球经济也将持续复苏。然而，上述情景并未出现。究其原因，主要有以下几个方面。一是疫苗效果出现下降。据南非研究人员最新研究，两剂辉瑞/拜恩泰科（BioNTech）疫苗接种对预防奥密克戎症状性感染的有效性仅为22.5%。二是发达国家继续提高接种率存在困难。近期美国疫苗接种速度开始下降，主要是因为仍有大量民众拒绝接种疫苗，认为疫苗侵犯人权，给进一步提升疫苗接种率带来困难。三是全球疫苗分化仍较为严重。Our World in Data的数据显示，截至2022年1月24日，全球至少接种一剂疫苗人口占比为61%。其中，高收入国家为78%，而低收入国家仅为9.7%。全球疫情形势仍十分严峻。

通胀持续时间基本取决于疫情形势

疫情影响通胀主要有以下传导机制。一是对供应链造成扰动。疫情导致全球范围内供应链大范围中断，许多产品由于关键零部件供应出现问题直接停产，生产商也经常因为当地疫情暴发而停产停工。二是劳动力供给下降。由于惧怕感染新冠肺炎病毒许多人拒绝上班。近期美国失业率持续下降但劳动参与率无法提升的重要原因是许多人仍然惧于疫情不愿意回到劳动力市场。三是全球贸易成本上升。由于国外疫情迟迟无法得到有效控制，货物到达港口后卸船时间较长，造成港口货物积

压，加剧集装箱短缺。全球运力也因此大幅下降，运费价格持续上升。并且，由于卸货工人和卡车司机缺乏，陆上运输成本也不断升高。四是大宗商品价格上涨。疫情暴发导致大宗商品生产出现萎缩，再加上需求复苏较快，使得大宗商品供求失衡，生产领域出现通胀。如果生产领域通胀持续时间过长，最终也可能导致消费领域出现通胀，引发全面价格上涨。鉴于当前疫情形势再度恶化，通胀很可能将持续更长时间。

碳中和政策抬升短期和中期通胀水平

碳中和政策将在短期和中期内提升通胀水平。主要有以下几个原因：一是能源行业投资预期发生改变。疫情暴发后，原油、天然气、页岩油、页岩气等传统能源开采企业出现大量破产，产能持续下滑。虽然经济持续复苏对传统能源的需求有所回升，但碳中和政策的持续推进抑制了传统能源企业投资，无论是原油还是天然气产能均持续受限，导致能源价格持续上涨。二是电价可能出现温和趋势性上涨。双碳目标推进过程中，煤炭产能将会受到限制，在新能源短期内无法补充用电缺口的情况下，电力供应将在未来一定时期内持续处于紧平衡状态，进而引发电价上涨。电力是工业和社会运转的血液，电价上涨也将导致通胀水平出现上升。三是各类金属价格可能出现大幅上涨。铜、铝、镍等金属是光伏和新能源汽车等行业必不



可少的原材料。碳中和政策持续推进将大幅提升对各类金属的需求，从而引发金属价格大幅上涨。以上都将导致通胀水平在短期和中期内出现上升。长期来看，随着双碳目标趋于实现，能源、电力和金属价格都将出现下降，通胀水平也有望下降。

短期和长期因素叠加掣肘全球经济复苏进程

短期因素影响依然存在

当前，疫情仍然是影响短期经济走势最重要的一个变量。虽然全球经济仍在复苏，但由于疫情出现反复，导致全球各地区仍不时有社交隔离政策出现，对供应链和服务业的恢复造成了不利影响。即便是在疫苗接种率较高的地区，由于疫苗并未形成有效的免疫屏障，那些尝试重新开放的经济体，如韩国、英国等感染人数再度上升，不得已再度重启社交隔离政策。这使得经济同时面临双重考验。一方面，疫情对于供给侧的扰动依然持续，供应链仍远未恢复至经济正常时期的水平，甚至可能会由于疫情的扩大而加剧，对需求侧的影响也逐渐显现，数据显示，OECD成员国消费者信心自2021年下半年以来开始持续走弱，由2021年6月的100.34降至12月的99.23。另一方面，前期疫情相关支持政策开始逐渐退出。例如，美国大部分财政刺激措施已经停止，美联储也将很快结束资产购买并开启加息进程。欧元区2022年财

政赤字大幅缩减，欧央行也将如期结束疫情防控期间实施的紧急资产购买计划。疫情反弹使得经济复苏势头转弱叠加宏观经济政策宽松力度下降，可能导致经济复苏进一步承压，全球经济将在未来一段时间内面临严峻考验。

长期因素影响逐渐显现

当前全球经济复苏疲弱不仅是疫情影响，本身也反映了经济向长期趋势的回归。任何经济的短周期变化最终都要回到长期趋势。即便是没有疫情冲击，全球经济也将面临下行压力，主要是因为一系列长期因素的影响已经开始逐渐显现。一是人口老龄化。目前全球面临严重的人口老龄化问题。世界银行的数据显示，全球65岁以上人口占总人口的比重已经从1960年的4.97%上升至2020年的9.32%。中国人口老龄化问题也越来越突出。国家统计局最新披露的数据显示，2021年中国65岁及以上人口占比首次超过14%，进入深度老龄化阶段。虽然从理论上来说人口老龄化是影响经济的长期变量，但由于老龄化速度过快，已经开始对短期经济增速产生不利影响。二是全要素生产率增速放缓。从20世纪50年代至今，全球全要素生产率增速总体处于放缓趋势。目前来看，以信息技术、生物技术、新能源技术、新材料技术为代表的第四次科技革命对经济的影响总体较小，很难成为提振全球经济的关键驱动力。三是全球贸易增速放缓。近年来，



由于全球贸易保护主义不断升温，全球贸易/GDP比率自2008年以后几乎停止增长，甚至出现了小幅下行。全球贸易增速放缓进一步加大了全球经济持续复苏的难度。

美联储退出宽松政策进一步加大全球经济滞胀风险

联储提前结束购债难改美元泛滥局面

疫情暴发以来，美联储资产负债表从2020年初的4.17万亿美元上升至2021年末的8.76万亿美元，资产负债表规模扩大超过1倍，然而大量资金并未进入实体经济。多数资金要么进入金融市场推高资产价格，要么以超额准备金的形式重新回流至美联储。此外，美联储和财政部的配合存在严重问题，前期财政部发行巨量国债，美联储通过实施量化宽松大量购买美国国债，但财政部并没有将发债获得的资金及时投向实体经济，导致财政部在美联储的TGA账户中淤积大量流动性。2021年2月以来财政部为了满足债务上限的要求又开始突击花钱，TGA账户余额从2021年2月3日的1.63万亿美元下降至2021年12月15日的583亿美元。也就是说，在此期间TGA账户中共有约1.57万亿美元的闲置资金涌入市场，形成了二次量化宽松的效果，使得原本就过度宽松的货币政策造成了进一步宽松，美元流动性泛滥导致全球通胀压力再度上升。由于美联储目前只是即将结束购债而并不会实施缩表，即便后

续启动加息，美元流动性也依然将处于过剩状态，金融条件难以出现显著收紧。在这种情况下，过量的流动性容易再度刺激资产价格上涨，加大通胀压力。

联储退出宽松政策可能导致经济滞胀

美联储2021年12月议息会议决定每月减少200亿美元国债和100亿美元MBS的净购买。根据上述计划，预计2022年一季度结束购债。另外，点阵图显示2022年美联储将加息3次左右。然而从目前情况来看很难起到预期效果，主要是因为本轮通胀主要是供给侧因素主导。退出宽松政策对于抑制因需求过剩产生的通胀效果明显，但对于供给侧因素产生的通胀效果有限。随着疫情的进一步扩大，对全球供应链的扰动也将加剧，商品短缺问题将越来越严重。并且，由于国外疫苗有效性大幅下降，将会有越来越多的人惧于感染退出劳动力市场，造成劳动力供给进一步下降，工资成本上升。港口积压问题也将加剧，进而提高全球贸易成本。而美联储实施紧缩政策无法解决上述问题。另外，在当前疫情形势依然严峻且经济复苏承压的情况下，降低宽松力度不仅无法促进供给增加，反而会使得需求侧出现收缩，最终导致总产出水平下降。因此，退出宽松政策最终的结果很可能是通胀压力无法减轻，但经济下行压力明显上升。



联储缩减购债加大新兴经济体经济下行压力

目前新兴经济体经济面临诸多挑战。一是与发达经济体相比疫苗接种率仍较低。目前多数新兴经济体尚未完成基础免疫目标。随着传染性更强的奥密克戎毒株进一步流行，新兴经济体仍面临疫情扩大的严峻挑战。二是债务负担较重。国际清算银行的数据显示，截至2021年第二季度末，新兴经济体宏观杠杆率为231.9%，基本处于历史最高水平。其中，非金融企业杠杆率为115.2%，高于发达经济体97.5%的杠杆率水平。本轮美联储开启紧缩主要是因为通胀过快上行所致，而并非由于经济前景改善驱动，因此对新兴经济体的影响也将更大。一旦美联储开启紧缩，新兴经济体将面临资本流出、汇率贬值以及资产价格下跌等一系列问题，金融风险也将上升。很多新兴经济体可能将再次被迫加息，届时经济将面临较大下行压力。尤其是土耳其、阿根廷等新兴经济体，美联储缩减购债将产生更大冲击。考虑到当前新兴经济体政府债务处于历史较高水平，政策空间相对有限，部分新兴经济体经济基本面较差，外债水平较高，金融系统抗风险能力不足，可能难以有效应对经济挑战。

应对滞胀需加速推进结构性改革

当前，全球经济滞胀风险显著上升，

中国经济也同时面临经济增速下行以及通胀上行的压力。与全球金融危机时期相比，中国宏观经济政策空间已经有所收窄。为应对可能的滞胀风险，可以考虑如下建议。

多措并举提高经济效率

在过往经济周期中，当经济面临下行压力时，首先考虑启用扩张性货币政策和财政政策，甚至是放松监管政策应对冲击。然而，在未来宏观经济调控中应扭转这一惯性思维。一方面，中国经济体量已经十分庞大，GDP总量已经超过100万亿元，一般力度的宽松政策很难起到太大的刺激效果；另一方面，宏观经济政策空间相对有限，政府杠杆率已经较高，利率水平也低于过往周期。基于当前经济条件，应重新认识宽松政策的意义和作用。宽松政策的主要作用在于当经济面临下行压力时缓释影响，而不应该将经济增长完全寄希望于宽松政策。可以预见的是，宽松政策对经济的影响将越来越小。中国经济面临高债务、人口老龄化、宏观经济政策空间收窄等一系列挑战。只有通过结构性改革不断提高经济效率，才能破解经济困局，实现经济长期可持续增长。

下大力气解决贫富分化问题

疫情暴发后中国贫富差距有所扩大。数据显示，全国居民收入基尼系数由2019年的0.465上升至2020年的0.468。相比于收入不平等，财富不平等可能更加突



出。人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》数据显示，总资产前10%人群家庭资产占全部家庭总资产的比重高达47.5%。总资产后40%人群家庭资产占全部家庭总资产的比重仅为8.8%。一般来说富裕阶层边际消费倾向相对较低，而普通阶层边际消费倾向相对较高，贫富差距扩大一定程度上造成了消费低迷。未来应通过进一步完善税收制度减轻贫富分化。一是进一步优化个人所得税制度。通过加大隐性收入征税力度以及高收入人群避税的监管力度，实现税负更加公平。二是建立财产性税收制度。相比于收入差距扩大，财富差距扩大问题更加突出。应尽快推进房地产税落地，以促使社会财富分配更加合理。

采取综合举措有效应对人口老龄化

近年来，中国正加速进入人口老龄

化时代。人口老龄化对供给侧和需求侧都会产生较大影响。对供给侧的影响主要体现在劳动人口减少，劳动成本上升。对需求侧的影响更为广泛，不仅会导致消费增长放缓，而且会减少对基础设施建设和企业投资的需求。当前，人口老龄化已经对经济增长产生了切实影响。应对人口老龄化的主要手段是提高生育率。最近几年生育率持续下降的重要原因之一是生育和养育成本过高。虽然目前已经采取了一些举措降低生育和养育成本，诸如整顿教育行业、部分地区为三孩家庭提供公租房等，然而政策力度依然较为有限。未来应采取综合措施进一步加大提高生育率的政策支持力度，包括但不限于增加对年轻人的购房支持、为有孩家庭提供公租房、增加育儿假期和补贴等措施，以减轻人口老龄化给经济带来的负面影响。□

学术编辑：曾一巳

