CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

中国宏观经济分析与预测

（2022第一季度）（总第60期）

供需双冲击下的全球结构性通货膨胀

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2022年3月

报告总负责人：

刘元春　　杨瑞龙　　毛振华

报告执笔人：

刘元春　　闫　衍　　范志勇

供需双冲击下的全球结构性通货膨胀
——CMF 中国宏观经济分析与预测报告[①]
（2022 年第一季度）

目录

1. 前言.....7
1.1 一度被认为已经被“降服”的通胀.....7
1.2 全球通货膨胀中的供给冲击和需求冲击.....10
1.3 “全球”通货膨胀的“结构性”特征.....13
1.4 全球通胀中的决定因素.....24
2. 全球供应链重整与通货膨胀.....26
2.1 供应链重整对通货膨胀的短期影响.....27
2.2 供应链重整新趋势对通货膨胀的影响.....30
2.3 欧美国家的再工业化趋势对生产价格和通货膨胀的影响.....31
3. 大宗商品价格变动与通货膨胀.....36
3.1 推动大宗商品价格上涨的主要因素.....38
3.2 三大渠道导致通胀向全球扩散.....41
4. 发达国家劳动力市场与通胀.....43
4.1 发达国家劳动力市场供需失衡.....43
4.2 工资变化与劳动力成本的变化情况.....53
5. 发达国家的财政政策与货币政策——全球通胀的需求端.....58
5.1 发达国家的扩张型财政和货币政策.....58
5.2 疫情冲击下的需求端变异加剧全球通胀.....64
6. 全球通胀展望：全球经济会陷入滞涨么？.....69
6.1 与 20 世纪 70 年代的通胀对比.....69
6.2 主要发达国家未来财政货币政策的走向以及对通胀的影响.....71
6.3 发达国家劳动市场变异尚不构成通货膨胀上升的持续压力.....75
6.4 通货膨胀对中国的影响及其应对.....81
6.5 对未来全球经济的展望.....85

[①] 本报告为中国宏观经济论坛（CMF）研究成果。报告执笔人为：刘元春、闫衍、范志勇。报告中的数据除注明出处之外，皆出自中国宏观经济论坛（CMF）团队测算，如有遗漏，请联系更正。

摘要

2021 全球疫情爆发之后，主要发达国家通货膨胀率进入持续上升通道。随着全球需求和经济活动逐渐复苏，加上供应链中断以及食品和能源价格上涨等因素，许多国家的总体通胀水平已经被推至十年来的最高水平。发达国家通货膨胀上升速度之快，水平之高超出了许多经济学家和政策制定者的预期。20 世纪 70 年代西方国家普遍出现了“滞胀”局面。在此之后，以新西兰为首的 20 多个国家在 90 年代之后相继采用通胀目标制。发达国家的通胀水平一直保持较为温和的水平。通胀一度被认为是已经被“降服”的问题，只是发展中国家的问题。随着疫情之后的全球经济衰退和通货膨胀上升，“滞胀”现象是否重现了呢？

2020 年以来的通货膨胀现象具有明显的结构性特征。在发达国家为代表的全球消费中心，生产者价格和消费品价格的双双高歌猛进。而在全球的制造中心和原材料出口地，则出现生产者价格上涨和消费者价格平稳的“剪刀形”特征。近年来，在逆全球化思潮加剧、贸易保护主义抬头、疫情的直接冲击以及疫后极度的扩张性政策的共同推动下，在全球经济原有的“双重循环”结构的连接处、大宗商品市场以及大发达国家内部都出现了循环阻值和投机性泡沫。这些因素共同推动近一年多来主要发达国家出现的高通胀现象。全球性的结构性通胀是原有生产网络破坏和再调整的产物。而疫情冲击则放大了这场价格再通胀过程。

在发达国家内部，一方面，生产网络重构导致内部供给和需求结构出现脱节。生产网络重构短期内推动总需求上升而无法形成有效供给能力。而供给冲击不仅破坏了原有的市场结构，而且导致市场预期发生混乱。以芯片为代表的工业基础产品供给短缺，并延伸到下游制造业网络中。另一方面，疫情爆发之后，极端扩张的财政货币政策和劳动市场变异，也加剧了发达国家供需脱节的状况，推动了通货膨胀的快速上升。

在以中国为代表的制造业中心和一些自然资源输出国，由于总需求不足，最终消费价格保持低位平稳。生产者价格则在全球大宗商品价格的推动下面临上涨压力。在这些国家则是面临总需求不足和输入性通货膨胀的双重压力。

根据历史经验和理论研究，在导致价格上涨和通货膨胀的因素中，需求因素随着发达国家扩张性政策的退出可以在较快时间撤去。而供给方面的，供给冲击往往会比需求冲击产生更加持有的价格和通胀效应。

第一，全球产业链和生产网络的重构是推高生产价格的长期因素。特别是欧美国家的再

工业化，出于疫情冲击下保护供应安全以及政治经济战略上全球布局的双重因素，欧美国家将坚持推动其“再工业化”战略，保护主义工具被频繁使用。长期中全球产业链将出现以下改变：本土化产品分工并缩短供应链、供应商在不同地区多元化以应对气候变化等突发事件、垂直采购模式以降低运输成本、在各个环节加强自动化和智能化技术应用。在产业链区域化重构过程中导致的时间成本和生产成本等问题将可能带来中长期的通胀压力。

第二，大宗商品及全球绿色转型。短期全球供需错配、各国对宽松货币政策和财政刺激政策的推行、疫情冲击下的存货出清、美国政策调整和大宗商品供应结构寡头化、过高的运输成本、大宗商品市场金融属性日益加强这六个方面。能源未来的绿色转型，尤其是中国作为世界第一煤炭生产国的低碳发展，一方面会推高传统能源价格，一方面需要对绿色新型能源增加投资，抬高了成本。虽然可再生新能源的发展有助于缓解长期的能源价格压力，但可再生能源的规模很难在短期中满足全球增长的能源需求，中短期中，仍然将面临能源价格波动上行压力。全球生产网络重构和绿色转型在未来相当长时期内将会成为推高全球价格水平上升的主要因素。这可能意味着自 21 世纪开始以来全球菲利普斯曲线扁平化时代的终结。

第三，发达国家劳动市场上劳动力供给不足导致了名义工资的上升，但实际劳动力成本并没有出现失控，劳动力成本导致的通胀压力可能性不大。当前工资上升的主要原因是劳动力短缺，工资上升以及当前的通胀与疫情紧密相关，受到的是短期冲击，而非长期冲击；生产率的上升使得企业可以在保持高工资的情况下不会进一步提高产品价格，工资增长压力向产品价格的传导有限。发达国家劳动市场的冲击与 20 世纪 70 年代“工资-通胀”循环时存在本质区别

第四，当通胀预期锚定的时候，外生的经济信息冲击对通胀变动影响较小。尽管地缘冲突加剧了未来通胀的不确定性，但目前各经济体的通胀预期依然被锚定，没有失控。随着发达国家货币政策开始转向，需求端因素导致通胀脱锚的可能性较小，即需求端形成中长期通胀压力的可能性也较小。未来发达国家的通货膨胀将随着政策转向缓慢下降。

第五，我国面临的情况与发达国家不同。消费者价格和生产者价格之间的剪刀差再次印证了我国经济面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力。生产者价格上升主要由进口品价格上升以及国内结构性供给冲击造成，给下游企业造成了较大的经营压力。未来在宏观政策方面，应在需求政策和供给政策双向并进，形成合理。宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，保持连续性，增强有效性。需求政策方面，按照中央部署，稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结

构双重功能，为实体经济提供更有力支持。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。供给政策方面，按照中央政策强调减排不是减生产力，也不是不排放，而是要走生态优先、绿色低碳发展道路。要在经济发展中促进绿色转型、在绿色转型中实现更大发展。随着供给政策的调整，预期短期内供给侧状况将会得到一定改善。

1. 前言

2021 下半年以来，随着全球疫情变异以及经济活动的逐渐复苏，主要发达国家通货膨胀率相继进入上升通道。从月度数据来看，全球经济在 2019 年末至 2020 年初的疫情初期出现了一次通胀水平的波动上升。从 2021 年 4 月起美国通胀率开始快速上升，2022 年 2 月消费者价格指数同比增长率已经高达 7.9%。欧元区国家和英国的整体通胀率仅次于美国，2022 年 1-2 月达到 5%左右的水平。相反中国、印度尼西亚和日本通货膨胀率处于较低水平。2022 年 2 月中国、印度尼西亚和日本的消费者价格指数同比增长率仅为 0.9%、2.1%和 0.8%。

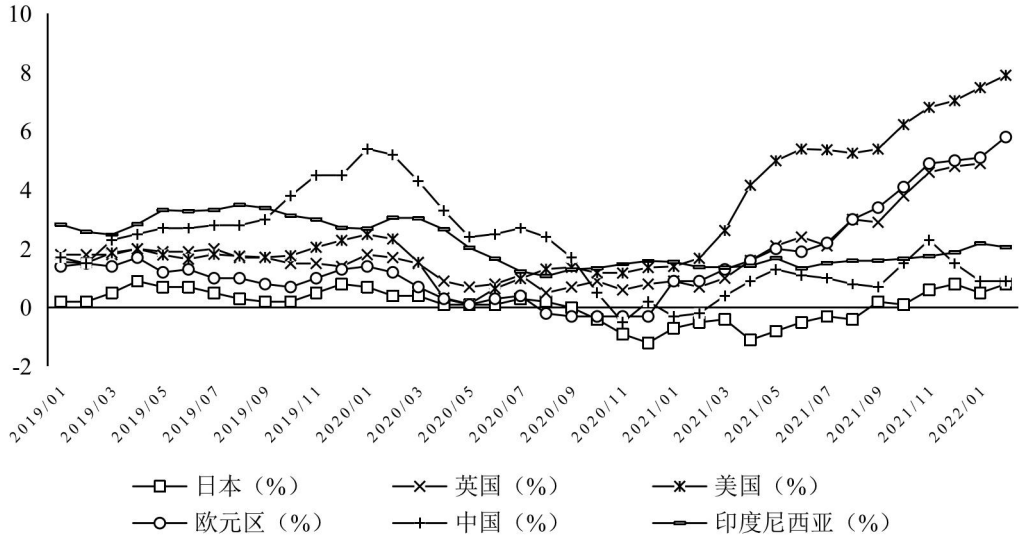

图 1.1 2019 年 1 月-2022 年 2 月部分经济体通胀水平

数据来源：OECD 数据库

1.1 一度被认为已经被“降服”的通胀

截至 2022 年初，许多发达国家的总体通胀水平已经被推至近三十年来的最高水平。花旗集团经济意外指数显示美国、新兴经济体和发展中经济体以及全球经济分别从 2020 年 9 月、2021 年 3 月和 2021 年 2 月开始出现超乎预期的通胀上升，见图 1.3。[①]

在代表着全球理论研究和政策实践水平最高的美国内部，关于本轮通货膨胀的持续性以及货币政策是否应进行调整长期存在分歧。2020 年 8 月在美国通货膨胀由负转正之机，美联储推出了“平均通货膨胀目标制”，希望通过提升对通货膨胀的容忍度为经济复苏赢得更加充分的时间。直至 2021 年年底之前不久，美联储主席鲍威尔还一直充分本轮通货膨胀是暂时性的政策判断。

[①] 花旗集团经济意外指数是以历史为权重的意外数据指标，该指标大于 0 时表示该指标的超预期变化。

相反，在通货膨胀率上涨初期，一些经济学家就指出其中可能蕴含的变异性和长期性因素。例如 Beckmann 等（2021）认为，导致当前的通胀延续至中期通胀的因素包括原材料大宗商品超级循环产生的持久价格上涨压力，持续性的供应瓶颈，疫情导致的私人部分储蓄率上升产生额外需求，大规模的财政刺激以及紧张的劳动力市场等等。尽管这些因素多为暂时性的，但可能导致比过去十年更持续的价格上涨压力。Siegel（2021）认为本次高通胀不一定是暂时性的，预测未来三四年内累计通胀率将在 20%至 25%之间[①]。若美联储提前缩紧货币政策，产生 10-15%的修正，则高通胀将在 2022 年初暂停。Peron 和 Bonaparte（2022）构建“短期暂时性通胀”指标用于预测通胀，发现截至 2021 年 6 月，未来 6 个月内通胀衰减率在 25-30%之间，至少需要两年才能恢复到稳定的通胀水平。

从通货膨胀的推动机制上，Ahn & Luciani（2021）将消费者价格通胀分解为纯通胀、相对价格通胀和特殊通胀，估计了和 Reis & Watson（2010）同样的动态因素模型，同样发现纯通胀决定了通胀的趋势性，相对价格通胀和特殊通胀则决定了通胀的波动性。更进一步发现了纯通胀主要由劳动力市场疲软和通胀预期驱动，而石油价格或汇率变化等供给冲击对纯通胀没有影响，而是解释了相对价格通胀的变化。在 Ahn & Luciani（2021）研究发现的基础上，如果存在导致纯通胀的趋势性因素——劳动力市场疲软和通胀预期驱动，那么很有可能这次新冠疫情引起的全球通胀将在中长期持续，而不只是能源价格推动的短期波动。

由此可见，本轮发达国家通货膨胀上升速度之快，通胀水平之高，以及持续时间之长超出了许多研究者和政策制定者的预期。

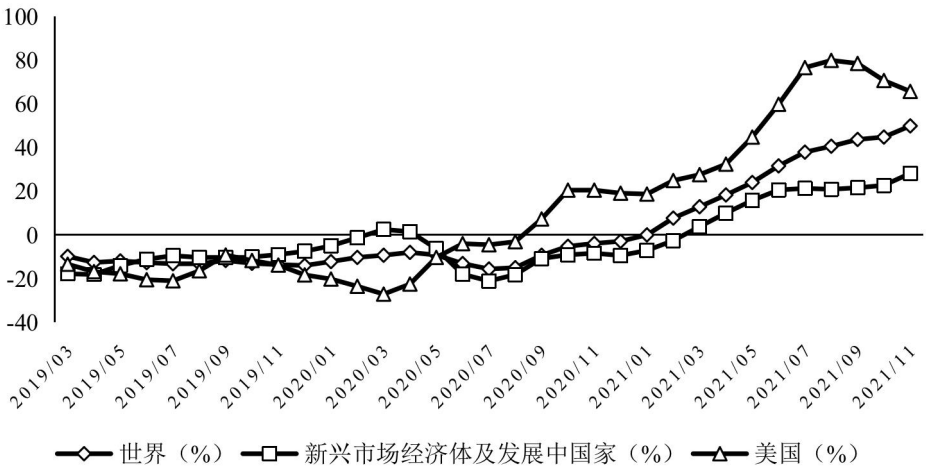

图 1.2 2019 年 3 月-2021 年 11 月花旗集团通胀意外指数 3 个月移动平均值

数据来源：世界银行

事实上，自 20 世纪 80 年代西方发达国家成功解决了始于 20 世纪 70 年代的“滞胀”问题之后，发达国家就没有爆发过严重的通货膨胀。进入 21 世纪后全球经济“高增长、低通

[①]https://www.forbes.com/sites/sergeiklebnikov/2021/11/27/heres-how-bad-experts-think-inflation-will-get-and-how-it-will-affectmarkets/?sh=7775b2e4421e

胀”的黄金组合被称为经济周期的“大缓和”。高通胀现象的消失得益于两方面原因：一方面，发达国家普遍建立了以反通货膨胀为主要目标的货币政策框架。以新西兰为首的 20 多个国家在 90 年代之后相继采用通胀目标制。另一方面，全球化导致供给效率大幅改善，被经济学家称为“菲利普斯曲线扁平化”现象。直到本轮高通胀爆发之前，发达国家的通胀水平一直保持较为温和的水平。通胀一度被认为是已经被宏观政策“降服”的问题，或者只是发展中国家的问题。

然而 2021 年发达国家的高通胀现象表明通胀并没有被“降服”，高通胀仍有爆发的可能。图 1.4 显示在 38 个经合组织成员国和 8 个重要经济体中，有多达 39 个经济体的通货膨胀超出 2019 年疫情爆发之前的水平。2021 年较 2019 年通货膨胀率高出 2 个百分点以上的经济体多达 12 个。

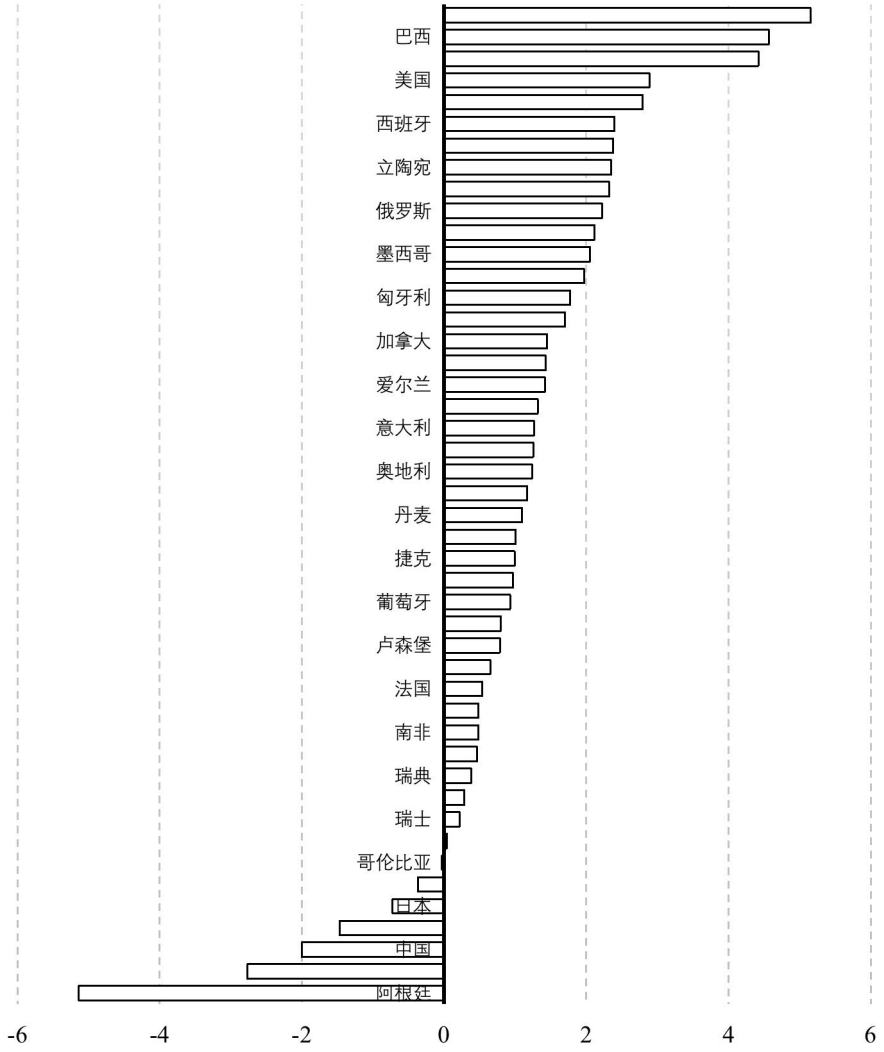

图 1.3 38 个 OECD 成员和 8 个重要经济体 2021 年较 2019 年通胀率变化（%）

数据来源：OECD 数据库，通货膨胀率以 CPI 衡量

1.2 全球通货膨胀中的供给冲击和需求冲击

弗里德曼指出“通货膨胀无论何时何地都是货币现象”。其基本含义是通货膨胀必然有货币供给作为基础；反之，如果没有超额货币供给，那么就不可能发生通货膨胀。[①]尽管通货膨胀必须有超额货币为基础，但供给冲击可以成为引发通货膨胀的“导火索”或者通货膨胀的“放大器”。

在本轮发达国家通货膨胀中，供给冲击和需求冲击分别扮演了什么角色呢？在本轮通胀中，供给冲击包含两种类型。

一、全球供应网络重整面临的总需求扩张

第一种供给冲击是疫情爆发之前，是由发达国家主导的全球生产网络的重整。这些重整是由发达国家有目的地进行的，会造成全球供应网络效率下降和相关产品价格上涨。本质上，生产网络的重整并不必然会引发通货膨胀。然而在突发疫情引发货币财政政策超级宽松的推动下，通货膨胀率发生非预期上升。

早在疫情发生之前，以美国为首的西方国家就以维护国家安全为由启动了全球供应链的重构工作。在特朗普执政期间，美国为了解决产业空心化问题和维护自己在全球供应链的顶级掠食者角色，不惜采取各种逆全球化策略。除了采取措施鼓励跨国公司投资本国制造业外，同时更加频繁地挥动关税武器，干扰企业正常的生产投资活动，严重破坏全球现有经济秩序。西方国家对于供应链的干扰和制造业回流政策也必然在中长期上推高生产成本，为世界通货膨胀的长期稳定注入不确定性。

[①] 通货膨胀是指持续性的总体价格水平上升，暂时性的特定产品价格上升不构成通货膨胀。由此可知，2021 年下半年以来只有发达国家发生了较为严重的通货膨胀。中国只是生产者价格指数快速上涨，而消费者价格指数增速保持较低增速，严格来说不构成通货膨胀。

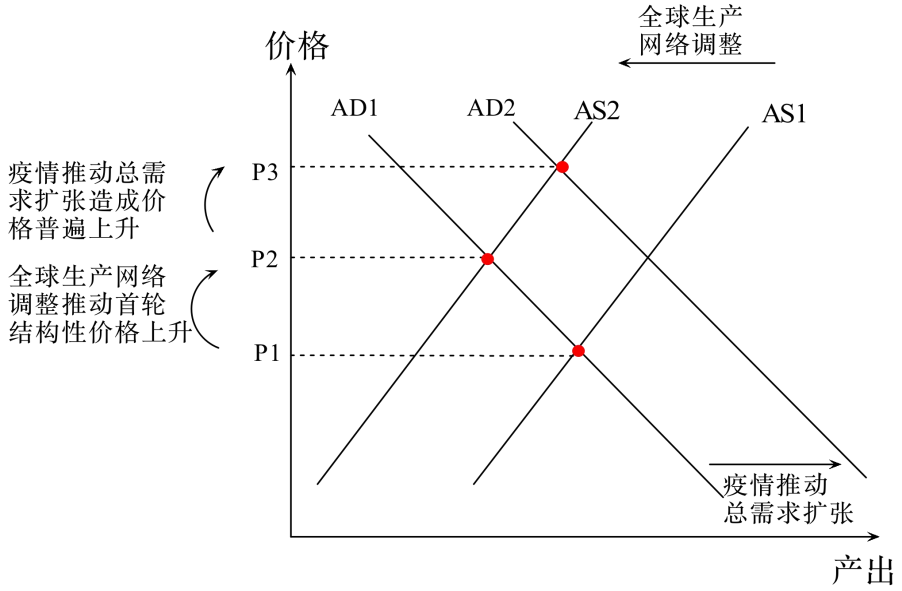

图 1.4　通胀的第一阶段：全球供应网络重整遭遇总需求扩张

二、扩张性总需求政策面临的供给约束

第二种供给冲击发生在疫情爆发之后。疫情爆发之后，发达国家希冀通过扩张性财政和货币政策启动遭受疫情严重冲击的宏观经济和劳动市场。借鉴 2008 年之后量化宽松货币政策的经验，扩张性货币政策并未引发严重的通货膨胀。然而由于疫情和救助政策综合造成的供给非预期能力下降，特别是劳动供给下降，运输能力短缺以及部分特定商品供给超预期下降，使货币政策效果面临失控状态。

新冠疫情的爆发造成的供应链暂时中断以及各国生产能力恢复的不同步性可以视作是本轮全球通胀高企的有力推手。2021 年以来，虽然世界各国在疫情的影响下开始缓慢复苏，但是由于在时间节点上的不一致性和新冠变异株带来的疫情反复，各国在复工复产环节出现了结构性供需错配。在中国率先走出疫情困区，而其余各国依旧泥足深陷，导致全球供应链出现“碎片化”现象，供给能力依旧疲弱。除此之外，发达国家出现的“大离职”以及劳动供给的短缺也是造成供给瓶颈的重要因素。

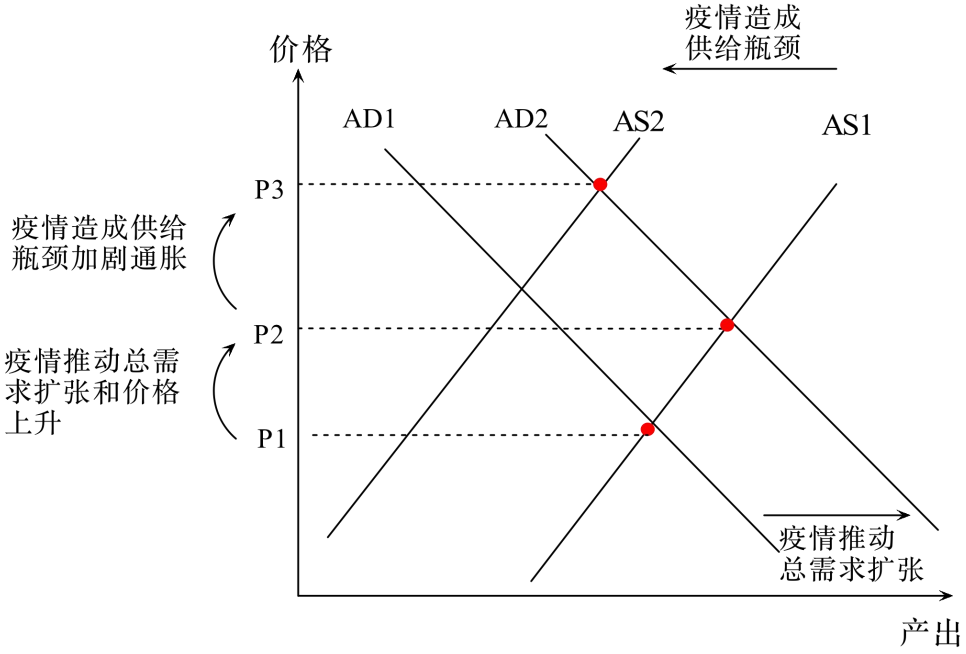

图 1.5 通胀的第二阶段：扩张性总需求政策面临的供给约束

三、地缘政治冲突与美国宏观政策调整

俄乌冲突和美国货币政策调整使本轮通货膨胀的变化进入第三个阶段。

在这一时期，一方面以石油和部分金属产品由于供给短缺或市场运行失序等原因造成了短期内价格的剧烈波动。截至 3 月中期，石油价格基本恢复至俄乌冲突之前的水平；少数金属产品价格仍维持高位；而部分农产品价格仍维持在高位或者上升趋势。大宗商品价格变化趋势分化为未来通货膨胀变化造成了较大的不确定性。

另一方面，由于美国国内的通货膨胀不断升高，美国的货币政策可以出现加速调整的趋势。3 月 16 日美联储货币政策委员会就美国当前的经济形势给出了判断，认为美国经济活动和就业指标继续加强，近几个月来就业增长强劲，失业率显著下降。美国通货膨胀仍然居高不下，反映出与疫情相关的供需失衡、能源价格上涨和更大的价格压力。通胀的压力使美联储决定将联邦基金利率的目标范围提高到 0.25%至 0.5%，并预计目标范围将持续提高。FOMC 委员会预期的联邦基金利率的中值为 1.9%，即年内加息 7 次。[①]

在对货币政策进行调整的同时，美联储也对美国经济参数进行了大幅度修正。2022 年经济增速由 2021 年 12 月份的 4.0%大幅度下调至 2.8%；2022 年 PCE 由 2021 年 12 月份的

[①] 美联储理事沃勒在美东时间周五（3 月 18 日）表示，应该考虑在接下来的某几次会议上加息 50 个基点，以抑制高企的通胀。稍早，他的同事圣路易斯联储主席布拉德表示，今年应该加息 11 次至 12 次（每次加息 25 个基点），让公众相信央行官员们是在认真对抗通胀。

2.6%大幅度上调至 4.3%，2023-2024 年有小幅上调；2022 年核心 PCE 由 2021 年 12 月份的 2.7%大幅度上调至 4.1%，2023-2024 年有小幅上调；2022 年政策性利率水平由去年 12 月份的 0.9%大幅度上调至 1.9%，2023-2024 也有较大幅度的上调；唯一几乎不变预测的参数是失业率，基本维持在 3.5%。这一预测结果透露出两点信息：第一，美国政策调整将有利于通货膨胀压力下降，但是这将会是相对缓慢的过程；第二，政策调整会造成经济增速下滑。但美联储试图在降通胀和稳增长之间进行权衡。

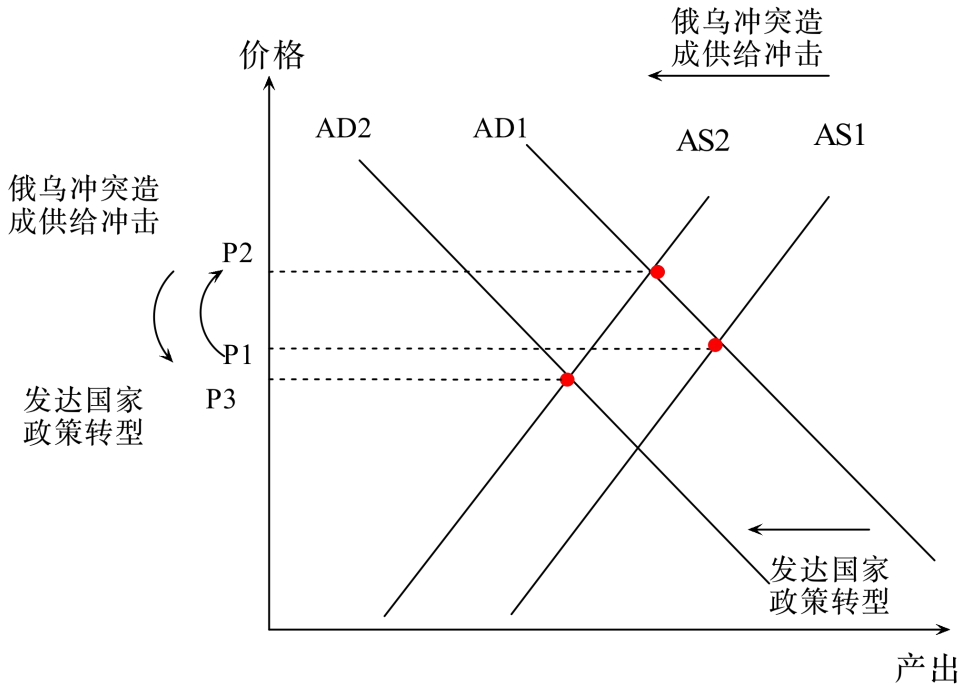

图 1.6 通胀的第三阶段：扩张性总需求政策面临的供给约束

1.3 “全球”通货膨胀的“结构性”特征

为了更好地了解本轮通货膨胀的特征，我们基于不同国家在全球分工体系中的地位以及消费者价格和生产者价格之间的分化考察“全球”通货膨胀的特征。

进入新世纪以来，中国加速容入全球分工和贸易体系。这不仅推定中国经济的工业化和经济崛起，也大大加速了全球分工和贸易体系的变革。自 2009 年起中国成为世界上最大的商品出口国，2013 年成为最大的商品贸易国。2017 年中国的制造业占全球制造业产值的 35%。全球经济逐渐形成了由“创新与消费中心”、“制造中心”和“原材料供应中心”形成的“双重循环”，见图 1.7。

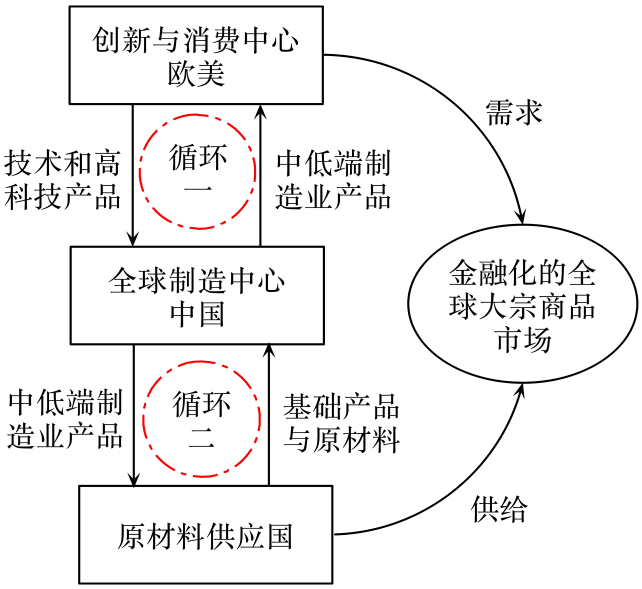

图 1.7 全球化背景下的经济双重循环

在第一个循环中，中国向欧美发达国家出口中低端制造业产品，欧美发达国家向中国出口技术和高科技产品。在出口方面，中国已经完全融入了全球电子、机械和设备行业的价值链。同时，中国也从发达国家进口大量技术和高科技产品。如下图所示，自 20 世纪 90 年代以来中国一半以上的技术进口来自美国、日本和德国。

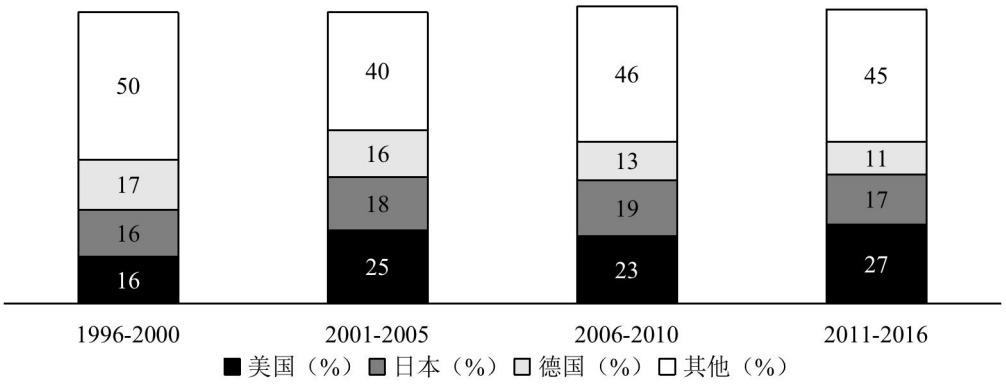

图 1.8 中国技术进口国别结构

数据来源：麦肯锡《中国与世界》研究报告[①]

在第二个循环中，中国从原材料供应国进口基础产品与原材料，并向原材料供应国出口中低端制造业产品。原材料供应国高度依赖中国的需求。数据显示，中国现在进口占南非总

[①]https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/featured%20insights/china/china%20and%20the%20world%20inside%20the%20dynamics%20of%20a%20changing%20relationship/mgi-china-and-the-world-full-report-june-2019-vf.ashx

产量的 15%，而 2003 年至 2007 年期间仅为 2%。类似地，中国进口 2017 年占澳大利亚总产出的 16%，而早些时候仅为 4%。仅铁矿石一项就占澳大利亚对中国出口的 48%（矿产和金属总计占出口的 84%），澳大利亚采矿和采石产出的 21%被出口到中国。[①]

在这样的全球经济“双重循环”下，供给端和需求端的冲击和变化会通过两个经济循环传导至全球大宗商品市场，大宗商品市场价格同时受到欧美发达国家需求的影响和原材料供应国供给能力的影响，并且会在传导至大宗商品市场价格的同时影响世界制造中心中国的生产价格水平和消费价格水平。

一、全球消费中心（发达国家）通货膨胀变化趋势

发达国家作为全球消费环节的顶端，其通货膨胀程度反映了发达国家总需求变异和价格变化随产业链传导的结果。2021 年美国和欧元区以 CPI 衡量的通胀水平都出现了较快上涨。2021 年美国通胀率达到 4.7%，达到 2000 年以来的历史最高水平；欧元区达到 2.6%，是 2013 年以来的历史最高水平。

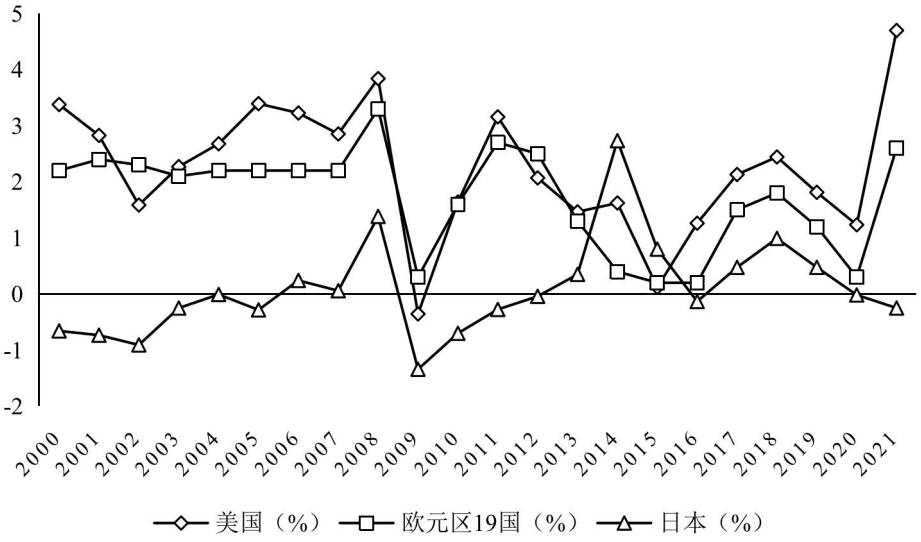

图 1.9 2000-2021 年主要发达经济体年度 CPI 通胀率走势

数据来源：OECD 数据库

从月度数据看，2020 年 5 月始美国、欧元区和日本的通胀水平呈先小幅上升后下降再大幅上升的趋势。美国最近的两次通胀上升分别开始于 2021 年 3 月和 2021 年 10 月，并且一直保持较为强劲的上升态势。欧元区则是从 2021 年初至年末基本保持一个稳定的速度上升，2021 年末 2022 年初有平稳趋向。日本的通胀水平也从 2021 年 5 月保持上升趋势，2021 年 9 月至 2022 年 2 月都大于零。发达国家的 PPI 也与 CPI 表现出类似的变化趋势。2021 年 3 月份起 PPI 也呈现快速上升趋势。对美国来说，2021 年 9 月份之后 CPI 与 PPI 出现分化，CPI 再次呈现快速上升，而 PPI 呈现下降。欧元区 PPI 仍保持快速上涨趋势，甚至有加速的倾向。日本的 PPI 则是保持高位稳定。

[①] 2019 年麦肯锡《中国与世界》报告第 56 页。

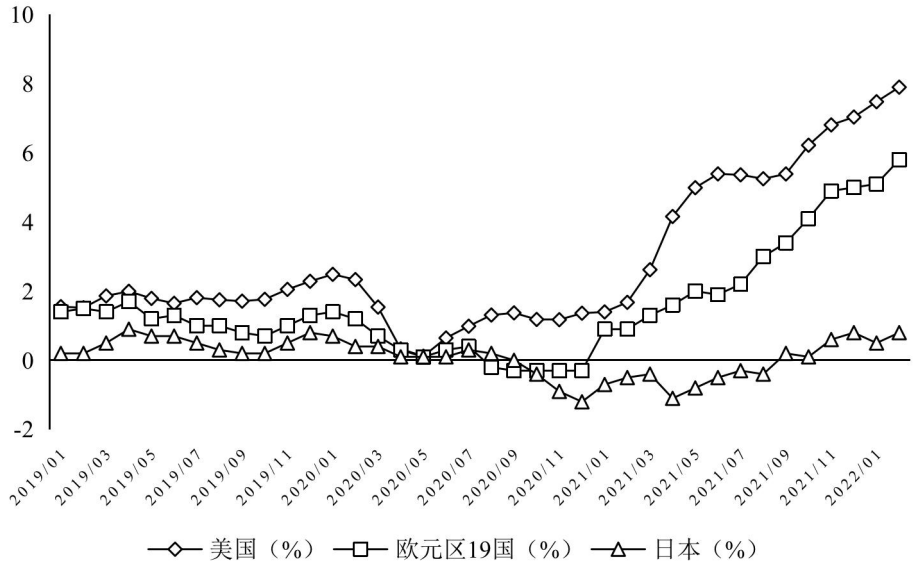

图 1.10 2019 年 1 月-2022 年 2 月主要发达经济体月度 CPI 通胀率（%）

数据来源：OECD 数据库

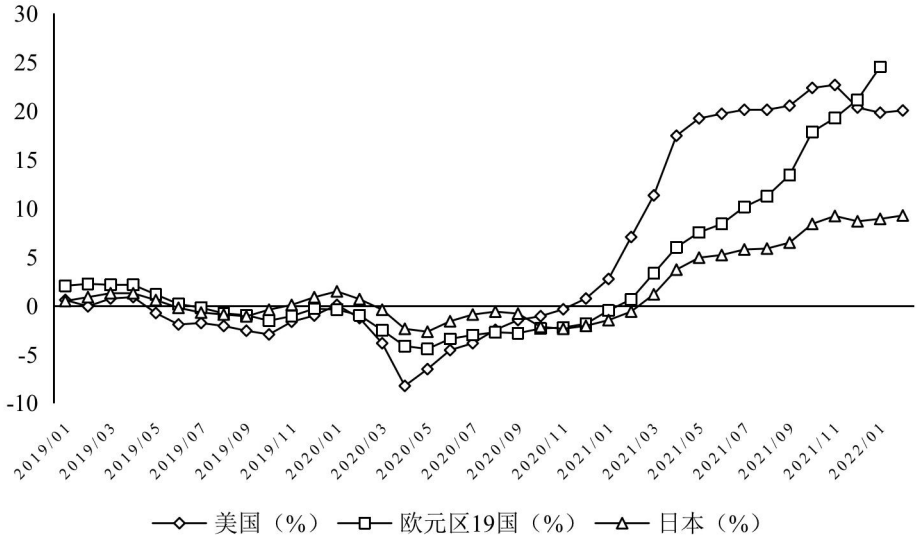

图 1.11　2019 年 1 月-2022 年 2 月主要发达经济体月度 PPI 通胀率（%）

数据来源：OECD 数据库

从分类项目来看，2021 年美国、欧元区、日本的 CPI 共同受到能源价格上涨因素的拉动，剔除食品和能源后 CPI 的增速有所下降。

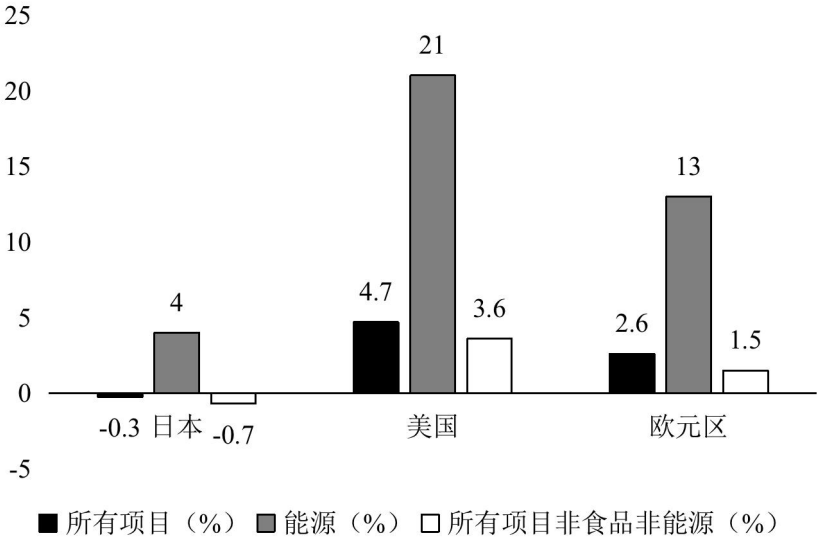

图 1.12 2021 年主要发达经济体 CPI 分项增长率

数据来源：OECD 数据库

美国 CPI 从 2020 年 12 月到 2021 年 12 月上涨 7.0%，是自 1981 年以来的历史最高涨幅。下图中列出的汽油、二手车和卡车、能源等 8 项消费价格增长幅度超过了整体 CPI 增速。

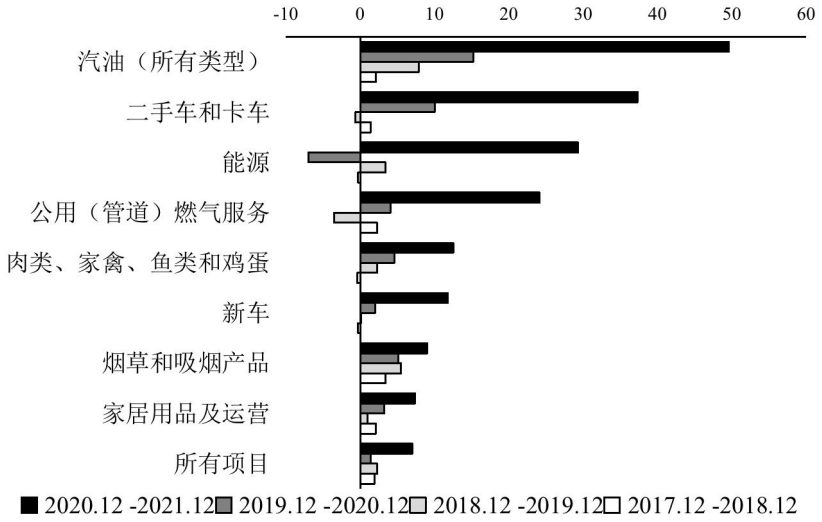

图 1.13　2017-2021 年美国年度 CPI 年度增长率（%）

数据来源：美国劳工统计局

分析发达国家 PPI 与 CPI 同比变化的特征可以发现，在本轮通过膨胀上升过程中，发达国家 PPI 与 CPI 之间存在密切的相关性与同步性。

二、全球制造中心（中国）通货膨胀变化趋势

中国作为全球的制造中心，从原料出口国进口原材料进行加工并出口至以发达国家为主的国家。一方面，中国工业制成品价格受全球总需求变化的影响，发达国家消费者价格指数的快速上升可能拉动中国制造业部门生产者价格指数上涨。另一方面，制造业生产成本又受

到他发展中国家（主要原料出口来源）的价格因素影响，从而体现在其制造成本及出口产品价格上。这一过程能够反映价格变化从原材料提供国传导至制造中心的结果。2021 年末主要是能源价格推高了中国整体生产成本，2021 年末全球能源价格的飙升很快传导至了中国制造业生产的采购成本上。

然而中国的消费者价格指数并未与生产者价格指数发生相同趋势的变化。2020 年 1 月 CPI 达到阶段性高点 5.4%后呈现趋势性下降。2022 年 2 月 CPI 跌至 0.9%。PPI 与 CPI 明显的剪刀差表明两者背后的推动性因素不尽相同。国内消费需求由于各种因素增速放缓导致 CPI 的同比增长率低位徘徊，2021 年 10 月-2022 年 2 月基本在 1%左右。

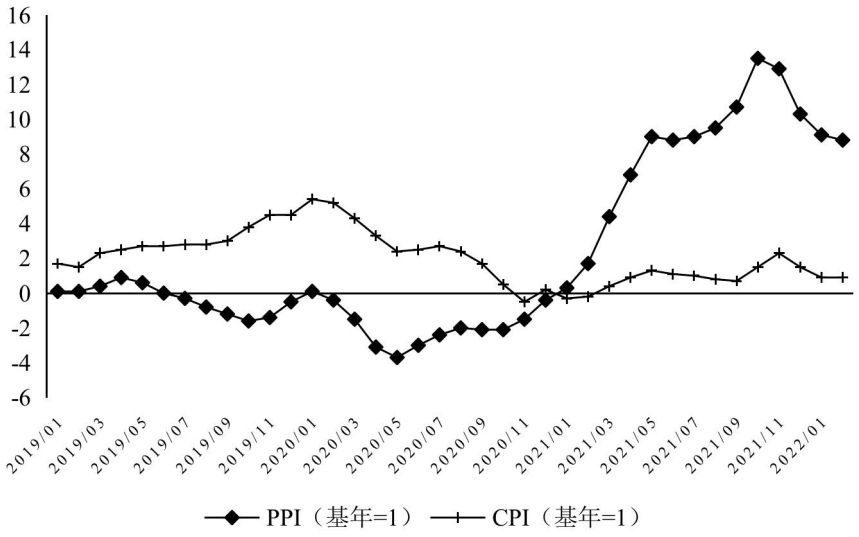

图 1.14　2019 年 1 月-2022 年 2 月中国月度 CPI 和 PPI 走势

数据来源：中国国家统计局

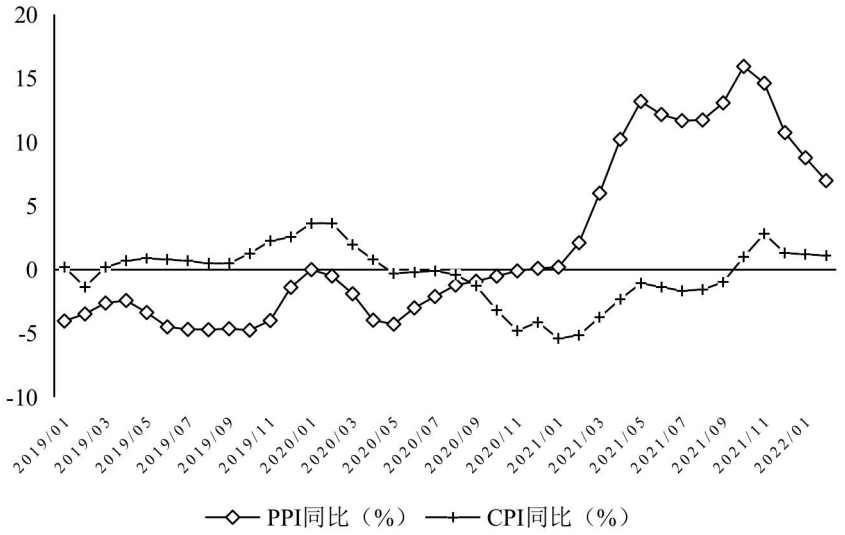

图 1.15　2019 年 1 月-2022 年 2 月中国月度 CPI 和 PPI 同比增长率

数据来源：中国国家统计局

中国制造业的产品价格很大程度上会随着原材料价格进行调整，所以从原材料出口国传导至作为世界制造中心的中国的通胀上行压力很有可能会随着中国制造业出口传导至作为世界消费中心的发达国家。

三、发展中国家通货膨胀变化趋势

虽然此轮全球通胀上升以美国通胀上升为首，但发展中国家也出现了明显的通胀水平上升。韩国、巴西、俄罗斯、阿根廷 2021 年的通胀率高于 2020 年通胀率水平。

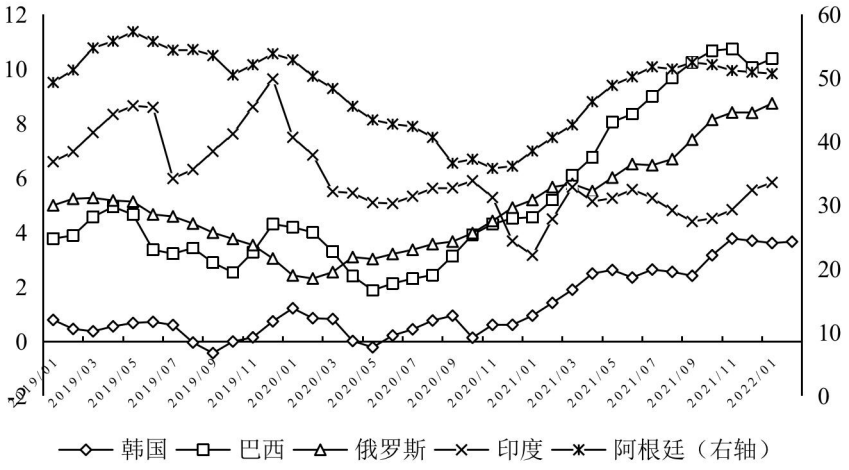

图 1.16 2019 年 1 月-2022 年 2 月部分发展中国家月度 CPI 同比增长率（%）

数据来源：OECD 数据库

发展中国家作为全球生产链的原材料提供者，其大宗商品价格和通货膨胀可能会通过全球供给产业链传播和传导。2019 年 1 月至 2021 年 12 月，发展中国家的大宗商品价格指数从 2020 年末、2021 年初开始增长，到 2021 年 4 月到达高峰。大宗商品价格上涨的主要拉动力来自能源部分。但是与发达国家和制造业中心不同的是，这些国家 PPI 同比增长率在此之后基本保持平稳，如韩国和印度；有些国家甚至出现较快下降，如俄罗斯、巴西和阿根廷等。

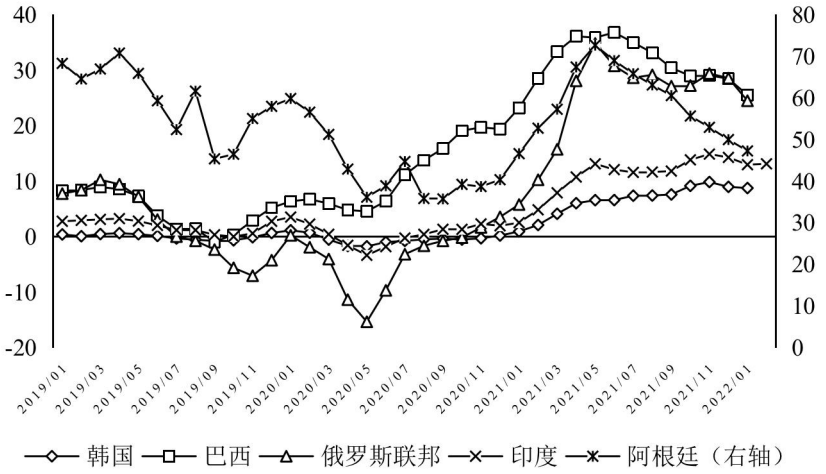

图 1.17　2019 年 1 月-2022 年 2 月部分新兴市场国家月度 PPI 同比增长率（%）

数据来源：CEIC 全球数据库

我们发现，以 CPI 衡量的通胀率，美国等发达国家要高于印尼等发展中国家，中国最低。而以 PPI 衡量的通胀率，美国等发达国家最高，中国仅次于美国，印尼等发展中国家最低。第一，不管是以 CPI 还是 PPI 衡量，美国等发达国家出现了通胀“双高”的局面。第二，发展中国家则 PPI 通胀最低，CPI 通胀居中。第三，中国出现了分化，以 CPI 衡量的通胀率最低，而以 PPI 衡量的通胀率居中，和美国水平相近。这反映出，在中国这一世界制造业中心，供给端成本在供需结构及大宗商品价格变化下显著增加，而消费品的价格则较为稳定，没有出现大幅上升。另外，美国等发展中国家和中国双双出现高 PPI 通胀，反映了大宗商品价格上涨对制造中心和消费中心的通胀冲击，尤其是美国等发达国家在作为中国出口的制造业产品的消费中心以外，还是原材料供给国提供的能源等大宗商品的需求方，所以其 PPI 通胀最高也是合理的。

表 1.1 2021 年以来全球通胀特征（2021 年度通胀，%）

	CPI	PPI（2021 年 12 月同比）
发达国家（以美国为例）	4.7	9.8
中国	0.9	8.1
印尼	1.6	2.9

数据来源：OECD 数据库、CEIC 数据库、美国劳工统计局、中国国家统计局、印尼国家统计局

四、全球大宗商品价格变化

我们发现，全球通胀上升是伴随着全球大宗商品价格上升的。能源价格在 2021 下半年大幅上涨，目前预计 2022 的涨幅远高于此前预期的。根据下图可以看出 2021 年能源价格的上涨远超 2021 年 6 月的预期水平，而食品价格只是稍高于预期水平。

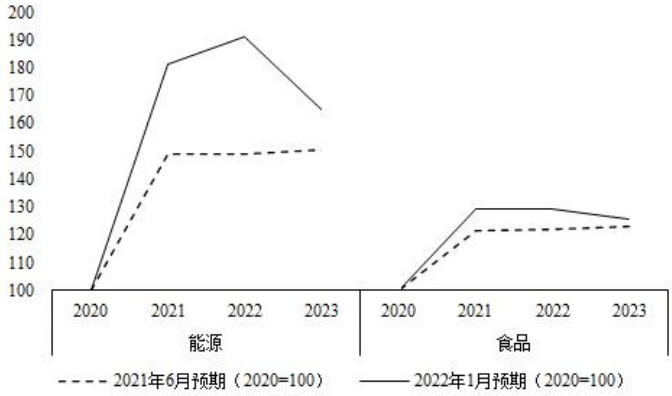

图 1.18　2021 年能源和食品价格预期改变

数据来源：世界银行

疫情发生以来，能源价格指数同比变化率先是受到需求冲击发生了下降，到 2021 年初，能源价格指数同比开始正增长，在 2021 年 4 月和 10 月出现两个上涨高峰，之后同比增长率开始下降，这一下降趋势持续到 2022 年 2 月。2022 年 2 月，能源价格指数同比增长 63.5%，主要受原油和煤炭价格飙升的推动，但部分被欧洲天然气价格下跌所抵消。非能源指数同比增长率在 2021 年 5 月达到 50.5%的小高峰后基本稳定，2022 年 2 月有小幅上升，南美洲的持续干旱继续给农业产油国带来不利影响，而地缘政治的发展给食品价格增加了压力。这两个因素都给非能源指数带来了上升压力。

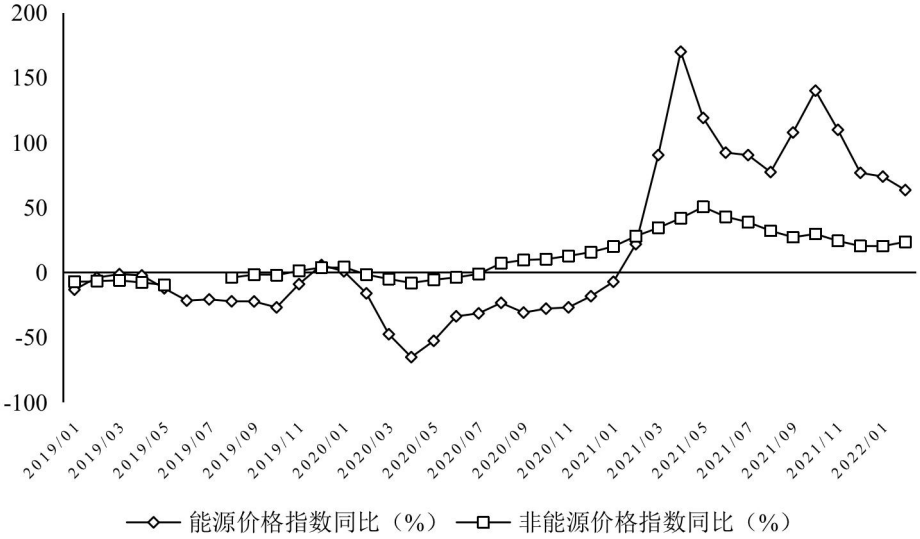

图 1.19　2019 年 1 月-2022 年 2 月全球月度能源和非能源价格指数同比变化率

数据来源：Choice 行业经济数据库

2021 年底，天然气和煤炭价格大幅上涨，虽然煤炭价格在 2021 年年底有所放缓。欧洲天然气价格在 2021 年 12 月大幅攀升，创下历史新高。全球经济活动复苏趋稳以及恶劣天气

提振了能源需求。全球范围许多国家的电力成本大幅上升，尤其是欧洲。2022 年 1-2 月，煤炭价格和原油价格持续上升，尤其是煤炭价格持续大幅上升，天然气价格有所回落，2022 年 2 月价格水平和 2021 年 11 月价格水平相近。原油价格上涨主要是由于强劲的市场基本面、经合组织商业石油库存下降、强劲的需求前景以及东欧地缘政治发展导致。天然气价格回落受到欧洲天气回暖推动，但当前的地缘政治发展已逐渐抵消了需求减少和供应增加对价格的影响，下降率明显低于 1 月。煤炭价格连续第三个月上涨，同比上涨 151.1%。尽管印度尼西亚取消了煤炭出口禁令，中国提高了煤炭产量以缓解停电，缓解了 2 月初的煤炭价格。然而，2 月份地缘政治状况继续恶化，随着亚洲和欧洲市场开始寻找替代供应以弥补俄罗斯供应中断，煤炭价格大幅上涨。正是这种供应不确定性继续支持煤炭价格的上涨趋势。

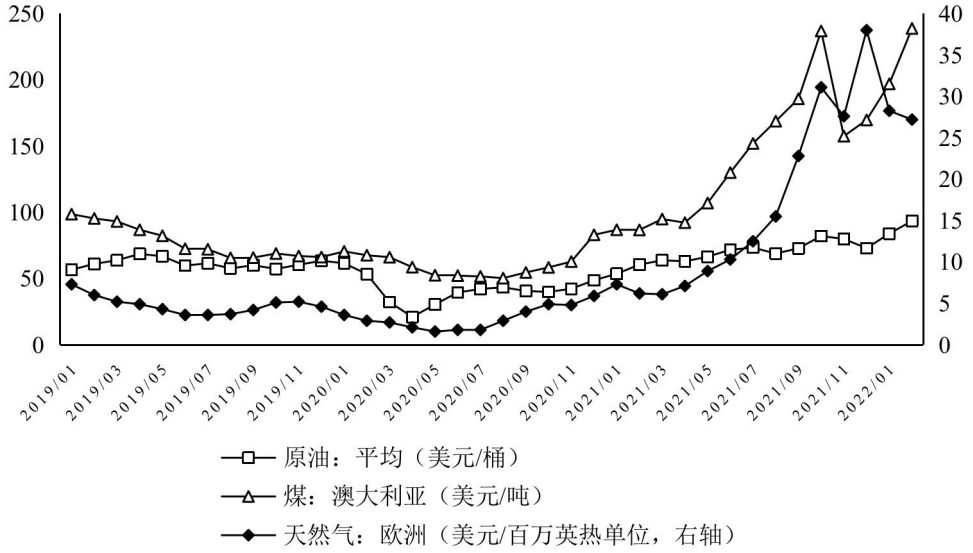

图 1.20　2019 年 1 月-2022 年 2 月天然气和煤炭月度价格

数据来源：世界银行

2021 年，全球石油价格的每桶均价上涨至 69 美元，比 2020 年预期的上涨幅度还高出 67%，这是由于天然气价格上涨推动了石油的替代需求。2021 年全球石油供给仍然存在供不应求。2022 年 2 月，原油每桶均价已经上涨至 93.5 美元。能源价格的上行风险是对新产能的低投资水平，可能导致能源产能增加跟不上能源需求，为了避免未来能源价格飙升，低碳能源的投资需要显著增加，或者能源需求的增长需要放缓。

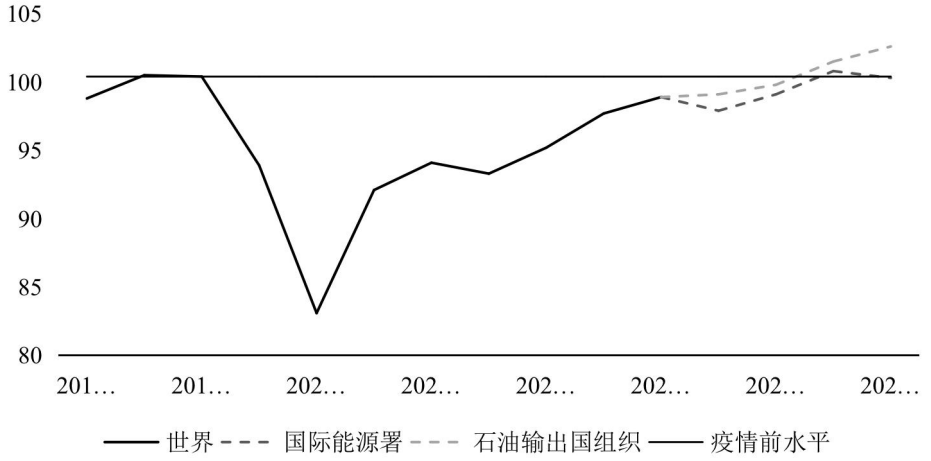

图 1.21 疫情发生后国际石油需求变化（百万桶/每天，疫情前=100）

数据来源：世界银行

2021 下半年金属价格在大幅上涨之后又趋稳，但大多数贱金属和铁矿石的价格之间存在显著差异。在电子行业需求持续强劲和供应中断的情况下，锡的价格达到了历史最高水平。由于电力短缺，中国决定限制生产，铝价上涨。随着中国减少钢铁生产以减少污染，铁矿石价格从年中高点大幅下跌，而铜价也从历史高点小幅下跌，部分原因是中国经济活动放缓。2022 年初，贱金属价格指数和铁矿石价格指数双双上涨，主要是俄乌冲突带来的地缘政治危机导致供给不稳定，动力煤、石油、镍、铝和铁矿石都受到严重影响，2023 年总体贱金属价格将呈现上涨趋势，中期内市场动荡将持续。

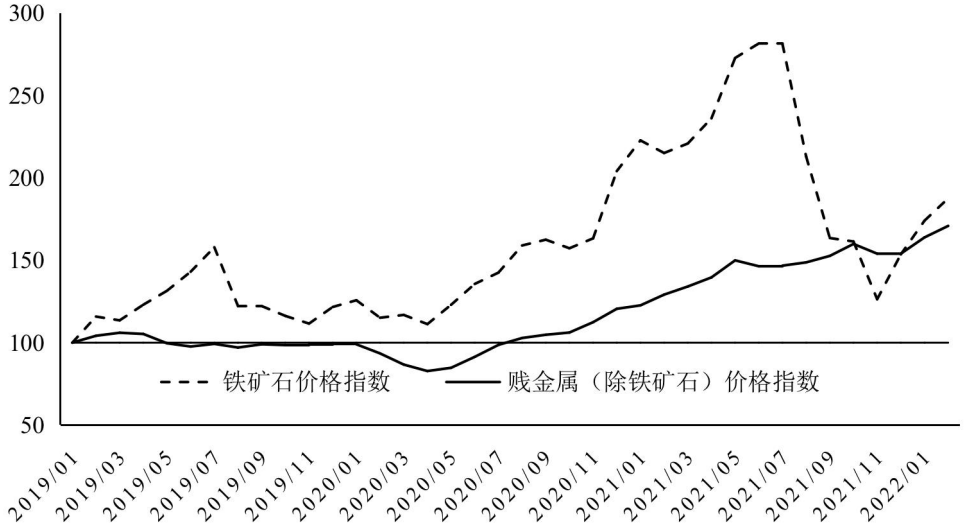

图 1.22　2019 年 1 月-2022 年 2 月贱金属价格走势

数据来源：世界银行

2021 年全球农产品价格平均上涨了 23%。粮食价格面临的一个关键上行风险是，农业投入品（尤其是能源和化肥）的价格的大幅上涨可能不会在中短期内缓解。

1.4 全球通胀中的决定因素

下文中我们将分别从全球产业链重构、全球绿色转型、发达国家劳动市场以及发达国家货币政策几个方面对本轮通货膨胀的成因及其影响等方面进行分析。

一、产业链重构将会推动生产成本长期上升

推动全球产业链重构的因素有两方面，一是由于中国比较优势转移到成本更低的东南亚等地区国家，同时中国在全球价值链的嵌入位置也有所提高，产业升级和技术创新的效果有所体现；二是欧美国家的再工业化，出于疫情冲击下保护供应安全以及政治经济战略上全球布局的双重因素，欧美国家将坚持推动其“再工业化”战略，保护主义工具被频繁使用。

长期中全球产业链将出现以下改变：本土化产品分工并缩短供应链、供应商在不同地区多元化以应对气候变化等突发事件、垂直采购模式以降低运输成本、在各个环节加强自动化和智能化技术应用。全球制造业产出的 50%以上来自亚洲。2019 年亚洲制造业 GDP 超过 7.1 万亿美元，其中 58.3%来自中国；日韩分别占 14.7%和 6.3%。中国已经深度嵌入全球产业链，全球产业链的彻底重构是不可能实现的，但新冠疫情是结构性冲击，将加速世界多极化趋势，在产业链区域化重构过程中导致的时间成本和生产成本等问题将可能带来中长期的通胀压力。

二、全球绿色转型在长期内也是价格上升的推动因素

Davarzani（2022）研究了 1970-2014 年全球大宗商品价格冲击对国内通胀的影响，发现全球大宗商品价格冲击可以解释一国 26%到 38%的通货膨胀波动。2020 年以来导致大宗商品价格上涨的原因主要有：短期全球供需错配、各国对宽松货币政策和财政刺激政策的推行、疫情冲击下的存货出清、美国政策调整和大宗商品供应结构寡头化、过高的运输成本、大宗商品市场金融属性日益加强这六个方面。能源未来的绿色转型，尤其是中国作为世界第一煤炭生产国的低碳发展，一方面会推高传统能源价格，一方面需要对绿色新型能源增加投资，抬高了成本。虽然可再生新能源的发展有助于缓解长期的能源价格压力，但可再生能源的规模很难在短期中满足全球增长的能源需求，中短期中，仍然将面临能源价格波动上行压力。

三、发达国家劳动力市场难以重现“工资-通胀”双循环

当实际失业率低于自然失业率时，存在失业率缺口，意味着劳动力市场的疲软，甚至是经济的衰退。根据 CBO 预测的美国失业率缺口，2021 年这一缺口达到了近十年的峰值，并且虽然失业率缺口有缩小趋势，但将持续到 2024 年。2021 年 4 月末，美联储主席鲍威尔表示，在劳动力市场仍然疲软的情况下，不太可能看到通胀持续上升。2021 年 6 月，欧洲央

行首席经济学家 Lane 表示，当劳动力市场表现疲软时，很难实现工资性通胀。

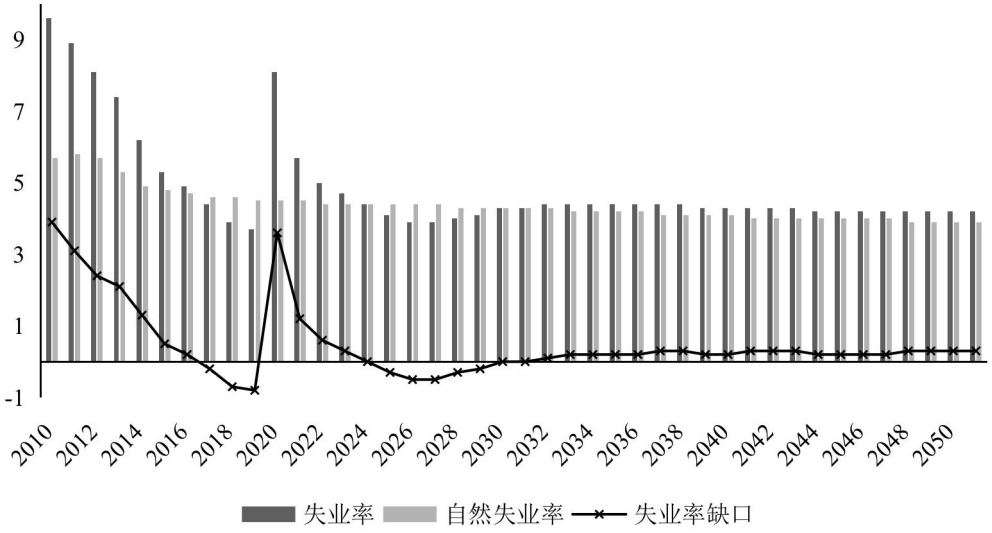

图 1.23　2010-2050 年美国失业率缺口

数据来源：美国 CBO 经济预测数据

劳动力供给不足导致了名义工资的上升，但截至 2021 年 6 月，美国的实际劳动力成本并没有出现失控，劳动力成本导致的通胀压力可能性不大。Heise 等（2020）指出，全球化和集中度的提高缓解了失业率和通货膨胀之间的相关性，过去 10 年失业率下降和劳动力市场疲软带来的通胀压力较以前有所减小。值得注意的是，尽管周期性的劳动成本-通胀压力较小，美国劳动力成本在近几年确实存在持续上升的趋势，尤其是逆全球化趋势以来，劳动力成本-通胀的趋势性变化更值得我们关注。

四、发达国家货币政策调整和通胀预期稳定将会导致通胀缓慢下行

当通胀预期锚定的时候，外生的经济信息冲击对通胀变动影响较小；而当通胀预期脱锚的时候，通胀可能会持续的上涨，出现自我实现的通胀螺旋。目前各经济体央行以及 Österholm & Poon（2022）对瑞典的研究等，普遍认为通胀预期依然被锚定，没有失控。

根据通胀预期稳定性综合指标，2001-2020 年发达国家的通胀预期较新兴市场国家更加稳定。IMF 指出，历史上导致通胀预期脱锚的因素的识别主要是名义有效汇率的剧烈贬值、经常账户赤字和财政赤字的扩大以及中短期通胀预期的上升。从这几个方面来看，美国通胀预期脱锚可能性不大。IMF 研究也显示，新冠疫情指标及财政政策、货币政策没有对通胀预期对冲击的相应产生显著影响。所以，需求端因素导致通胀脱锚的可能性较小，即需求端形成中长期通胀压力的可能性也较小。

2. 全球供应链重整与通货膨胀

全球供应链重整对通货膨胀的影响深刻而长远，在短期和长期两个方面都推动着生产成本的上行，这种上行必将在通货膨胀上有所反应。

一方面，新冠疫情的爆发造成的供应链暂时中断可以视作是本轮全球通胀高企的有力推手。2021 年以来，虽然世界各国在疫情的影响下开始缓慢复苏，但是由于在时间节点上的不一致性和新冠变异株带来的疫情反复，各国在复工复产环节出现了结构性供需错配。具体体现在中国率先走出疫情困区，而其余各国依旧泥足深陷，导致全球供给依旧疲弱。政府为了纾困而采取的救助措施反而成为了导致天量货币追逐少量商品的背后元凶。Santacreu 和 LaBelle（2022）认为，如果供应链保持在 2019 年水平，那么 2021 年 1 月和 11 月的美国制造业 PPI 通胀率将分别降低 2 个和 20 个百分点。这说明全球供应链中断确实对美国国 PPI 通胀率造成上升压力。供应链通胀是暂时的还是持续的取决于全球供应链中断缓解的能力。

另一方面，早在疫情发生之前，以美国为首的西方国家就以维护国家安全为由启动了全球供应链的重构工作。在特朗普执政期间，美国为了解决产业空心化问题和维护自己在全球供应链的顶级掠食者角色，不惜采取各种逆全球化策略。除了采取措施鼓励跨国公司投资本国制造业外，同时更加频繁地挥动关税武器，干扰企业正常的生产投资活动，严重破坏全球现有经济秩序。西方国家对于供应链的干扰和制造业回流政策也必然在中长期上推高生产成本，为世界通货膨胀的长期稳定注入不确定性。

全球供应链因为疫情的短期中断固然会造成生产环节、流通环节等各领域的暂时停摆，推高通货膨胀。但是因为各种非经济因素导致其在中长期上呈现碎片化、扁平化趋势，增加生产成本产生的通货膨胀长期上行压力更应该受到业界和学界的关注。

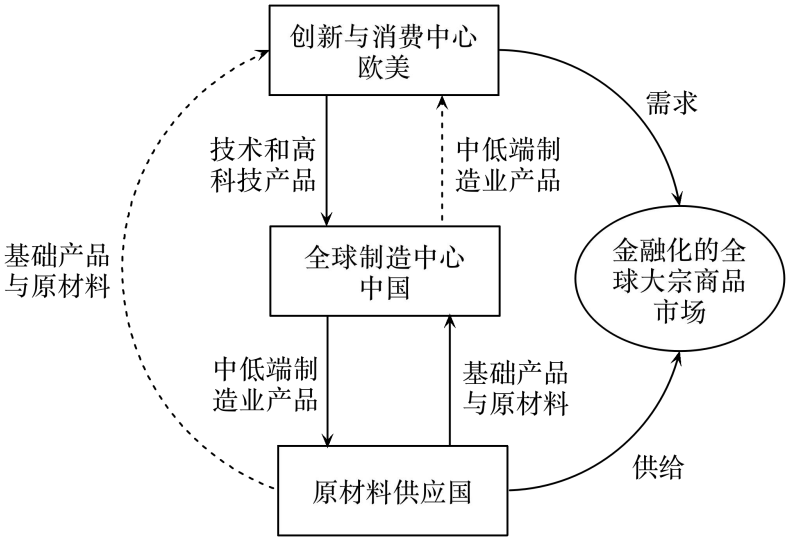

图 2.1 全球供应链重构背景下的全球经济循环

2.1 供应链重整对通货膨胀的短期影响

一个基于分工协作的全球供应链往往被视作是世界开放合作的产物。然而，当外部冲击导致供应链断裂时，关键生产环节供应不足、内部生产能力短期薄弱等问题就会凸显，难以快速满足全产业链的应急需求。2020 年新冠肺炎疫情的爆发导致世界经济各方面在短期内均遭受巨大冲击。从供应链的角度来看，疫情造成的供给冲击大致经历了如下三个阶段。

在中国国内疫情爆发的第一阶段，我国经济经历了巨大的供给侧冲击。国内供应链各环节都出现了停顿，产业停摆所造成的后续影响不仅阻塞了国内产业体系，还迅速蔓延到全球供应网络，导致大量的延迟交货和订单缩水。第二阶段是疫情在全球范围的爆发。一些国家的供应链障碍和需求下降反过来又影响了中国经济的供需两侧。疫情影响的第三阶段是全球供应链的中断，进一步形成对全球经济的冲击。

一、集装箱短缺成为限制全球运输能力的重要瓶颈

虽然各国的经济援助计划基本达到了各自的目的，但疫情的反复变化使世界其他各国始终不能摆脱疫情泥沼，时好时坏的运输系统也将供应环节的压力从供给侧转向了运输侧。从集装箱数据上可以看出这种经济恢复态势。相关数据显示，进入 2021 年后，德国、加拿大、西班牙等国家的进出口吞吐量基本上恢复平衡，进出口供应链相对稳定。[①]然而在各国港口

[①] 《中远海运研究中心：欧洲主要港口箱量恢复至疫情前水平》，http://www.ship.sh/news_detail.php?nid=43146

吞吐量逐渐恢复的同时，我们又观察到全球航运价格指数的大幅攀升，见图 2.2。究其背后的原因，在于美国自疫情发生以来，进口吞吐量持续大于出口量，再加上因为芯片缺乏和码头工人的短缺，直接造成了西海岸主要港口的空箱堆积，打破全球航运网络的平衡，堵塞了运输环节，推高了物流价格。[①]

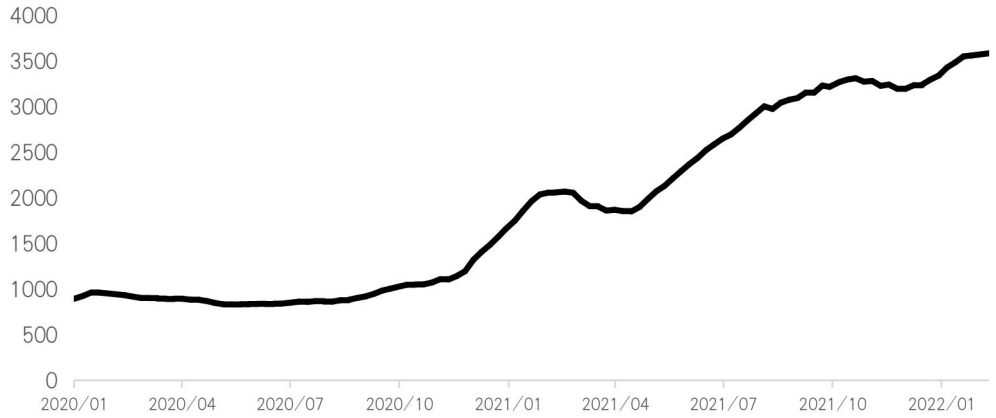

图 2.2 中国出口集装箱运价指数，数据来源：东方财富

除了集装箱之外，陆运方面也面临重重调整。港口卡车运力和转运能力不足，码头卸货速度无法匹配新货到港速度。近期奥密克戎变异株的扩散很可能进一步恶化港口装卸效率，致使运输问题加剧，进一步加剧供需失衡。

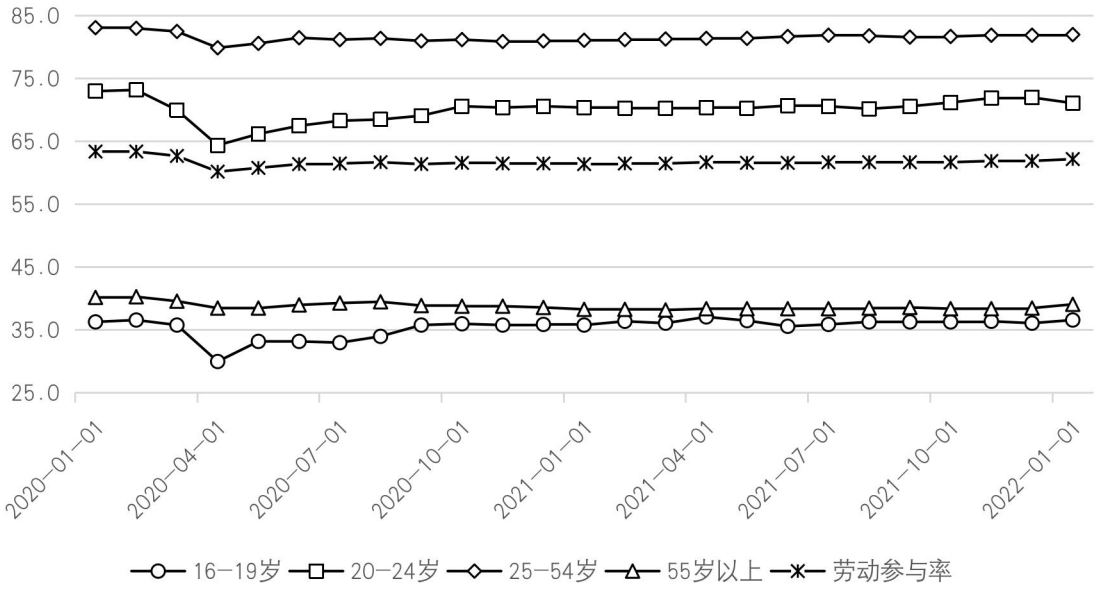

图 2.4 美国劳动参与率（%），数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

[①] 《美国港口吞吐量连创新高，强劲进口预计“轻松”保持到明年》，http://news.10jqka.com.cn/20210721/c631153190.shtml

二、芯片行业成为全球供应链断裂的“重灾区”

芯片行业成为全球供应链断裂的“重灾区”。虽然天灾人祸在一定程度上加剧了全球芯片的供需失衡，但更大的原因应归结在信息技术的发展所导致的高科技产业对芯片的依赖上。

首先，在疫情期间消费电子产品过多地抢占了市场份额。一方面，疫情导致了医疗器械等领域的生产对芯片的大量需求。另一方面，疫情期间居家工作推动了对电子产品的需求。由于难以生产消费电子产品所需的芯片，数家大型晶圆厂在 2020 年削减了汽车芯片的产能。

其次，市场对汽车芯片需求的估计不足。随着疫情在中国率先得到控制，国内乘用车市场的快速复苏超出了行业预期。虽然英飞凌、意法半导体、恩智浦和瑞萨等主要汽车芯片制造商由于对中国市场复苏预期悲观，但在 2020 年下半年新能源汽车需求快速复苏，全球销量达到 286 万辆，比 2019 年同期增长 36%。[①]

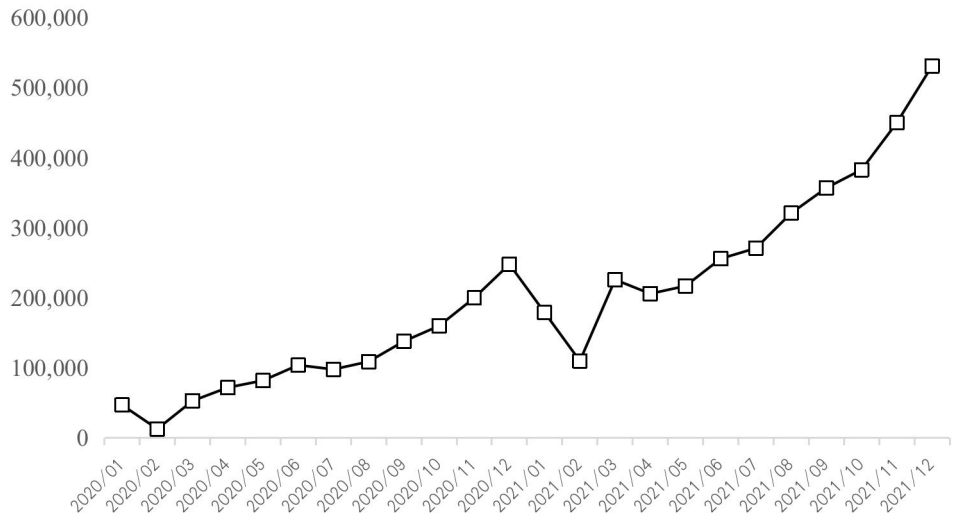

图 2.3 我国新能源汽车销量（当月值），数据来源：东方财富

第三，美国等发达国家对芯片市场的干扰，破坏了芯片市场正常的供需秩序。除了加强自身芯片的生产能力外，美国对中国芯片的“封杀”，打乱了原本分工明确的芯片市场，一定程度上加剧了“阵痛”。这些短期内芯片市场的干扰与波动对瘫痪中的美国港口运输业无疑是雪上加霜。

综上所述，由于疫情期间各国政府的援助计划，各发达经济体国内消费结构逐渐向大宗商品倾斜。与此相一致，消费构成在很大程度上已经从服务需求转向了商品需求，这导致全球供应链网络不堪重负。新冠疫情造成的运输困难和人员短缺，以及现代物流行业要求的准

[①] 中国能源报：2020 年全球新能源车 286 万辆，中国占 41%，
http://www.cnenergynews.cn/kuaixun/2021/02/07/detail_2021020790567.html

时配送和精准库存管理的固有弱点，加剧了供应链问题。这种动荡在美国尤为严重。IMF 的报告显示，由于疫情导致的供应链中断，2021 年全球 GDP 增速下降 0.5 至 1.0 个百分点，同时，核心通胀率升高了 1.0 个百分点。[①]

2.2 供应链重整新趋势对通货膨胀的影响

从中长期角度来看，后疫情时代全球供应链也出现了一些新的变化。在传统全球化背景下，基于效率优先的传统供应链整合可以在全球范围内实现效率最大化。各国专注于具有比较优势的产业，通过集中生产实现成本最小化，借助贸易互通有无。后疫情时代，由于各地区恢复生产程度各不相同，传统上依赖全球供应链的生产线无法正常运转。

2020 年全球大流行期间暴露出的医疗设备短缺和应急生产能力不足，强化了决策者对关键产业供应链本地化的政策偏好。因此，各国的注意力转移向一种新的供应链思维——即从国家整体安全角度，而不是从经济利益出发，建立区域后备，缩短供应链长度，追求经济效益与产业安全的平衡。并且，随着近年来劳动力、土地等生产要素成本持续攀升，低端制造业、加工装配等劳动密集型产业加速由中国等新兴经济体向南亚、东南亚和非洲转移。与此同时，日本、韩国等国一些竞争优势弱、附加值低的产业也在加速向这些国家转移。世界第五次制造业大转移正在开始，这种供应链中长期的变动势必提高制造业的生产成本，推动通货膨胀在中长期范围内的上行。

表 2.1 全球制造业转移

次数	发生时间	制造业转移方向	转移的制造业类型
第一次	19 世纪 40 年代	从英国转移到美国	纺织、钢铁等
第二次	20 世纪 50 年代	从美国转移到日本、德国等国家	纺织、钢铁等
第三次	20 世纪 60～70 年代	从美国、日本及德国转移到“亚洲四小龙”及部分拉美国家	主要是纺织、玩具、日化、服装等
第四次	20 世纪 80 年代	从美国、欧洲、日本及“亚洲四小龙”转移到中国东部沿海	主要是纺织、服装、玩具、日用工业品、家用电器、普通机械、消费类电子产品等
第五次	21 世纪 10 年代	跨国公司制造业生产呈现向发达国家加速回流趋势；从中国转移到东南亚及南亚及非洲等	既有低端劳动密集型产业，也有高端技术密集型产业

资料来源：叶琪和黄茂兴（2018）

在中长期内，新一轮技术革命的产生叠加中产阶级消费市场快速崛起，正在推动全球供

[①] IMF 世界经济展望 2022 年 1 月。

应链布局呈现出“本地化生产”的趋势。一方面，随着新一代信息技术的加速渗透，特别是互联网技术与先进制造业的深度融合，供应链中的冗余环节大大减少，上下游协调效率更高，供应链变得更短。另一方面，人机交互、新材料和 3D 打印技术的结合为在较大程度上满足私人订制提供了强有力的支持。传统意义上的低劳动成本优势的重要性在逐步削弱。原材料采购、零部件生产、加工制造更加集中，供应链扁平化趋势更加明显。以特斯拉汽车为例，工厂、数据中心和研发中心相继建成之后，特斯拉在中国的产业布局几成闭环，这也使得其在中国的产业链进一步下沉成为可能。特斯拉产业链的本土化策略，无论是供应链驱动、人才培养、模型示范，都将为跨国公司未来的全球化布局带来新思考。[①]

2.3 欧美国家的再工业化趋势对生产价格和通货膨胀的影响

为了解决国内产业空心化、制造业竞争力下降和失业率上升等结构性问题，近年来主要发达经济体加快实施“再工业化”战略。这些战略以维护国家经济、民生和国家安全为目标，强调关键产品材料的国内供应，从而形成一整套行之有效的立法政策和国家战略，同时辅以良好的政策环境和组织保障，吸引制造业回流。

基于上述逻辑，以美国为首的西方国家以应对新冠肺炎疫情为契机，强化了对供应链安全问题的关注。西方国家凭借其作为全球供应链的重要节点的市场、资本和技术优势，在一些关键行业占据高附加值环节，从而主导全球市场。冷战结束以来，西方各国在这一国际分工体系的基础上，采取了开放市场、放松资本管制、加强对跨国资本利益保护的长期对外开放的经济政策。然而，随着社会的两极分化和世界权力格局的变化，这一战略面临着内外双重压力。在这种背景下，西方世界开始重新评估其全球供应链策略。为了维护传统供应体系中的等级关系和西方国家的全球霸权，发达国家纷纷制定确保国际分工竞争优势的战略，启动了供应链的调整，人为地增加了生产成本，为全球通胀在中长期的稳定注入了不确定因素。

具体来说，以美国为首的发达国家供应链调整政策主要集中在以下几个方面。

一、促进产业回流以优化安全生产体系

为了规避可能存在的外部冲击对全球供应链的影响，美国政府着手加强关键产品的供应链弹性。美国政府种种关于供应链安全的目标设定，不仅反映出其对于当前供应链弹性风险的担忧，也体现了其对供应链脆弱性和外部依赖性风险的关注。除了传统的药品、关键矿物

[①] 《浦东时报：特斯拉上海研发中心和数据中心建成，中国本土化再进一步》，http://www.pdtimes.com.cn/resfile/2021-10-26/01/01.pdf

等关乎国计民生的战略产品外，新兴技术行业，特别是半导体行业，作为高新技术产品的代表，也成为了美国供应链政策的重点。[①]

在具体措施上，美国政府以疫情爆发为契机，着力推进供应链安全改革。2020 年新冠疫情在美国大规模传播，疫情防控物资的供应成为考验美国政府应急管理能力的关键。在疫情爆发初期，个人防护装备、检测设备和呼吸机的短缺，导致了各州政府的囤积抢购和政策冲突。虽然美国拥有发达的制药工业和生产体系，但据 FDA 统计显示，截至 2019 年 8 月，美国市场 28%的原料药来自中国，26%来自欧盟。面对突发事件，国内产能的激活需要时间，在资源紧张的情况下，美国难以获得及时和充足的进口。

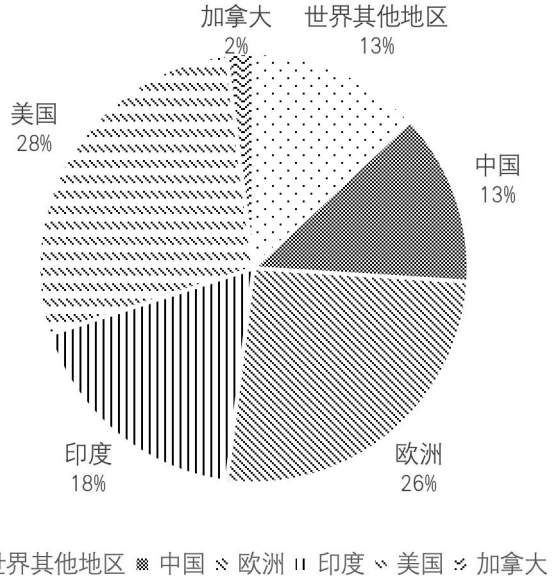

图 2.6 2019 年 8 月美国原料药来源地，数据来源：FDA

疫情期间关键物资短缺和国内企业应急能力不足所造成的混乱使拜登政府意识到，在高度全球化的环境下，美国一些关键行业的供应链非常脆弱，转而刺激其将供应链政策作为新政府贸易议程的一个关键点。在竞选时，拜登就有针对性地提出了一项旨在提高美国供应链弹性的计划，该计划将利用联邦政府，通过《国防生产法》和联邦采购等多种方式，重建关键行业供应链的国内制造能力。[②]

除了对传统关键领域产品安全生产能力的关注外，芯片等高科技产品也是世界各国供应链安全调整政策的焦点。为了保证芯片供应链安全，从 2021 年开始，世界主要国家纷纷加大对芯片等尖端产品的研发投入，以促进芯片的国产化生产，芯片全球供应链部分脱钩的趋

[①] Building Resilient Supply Chains, Revitalizing American Manufacturing, And Fostering Broad-based Growth，https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2021/06/100-day-supply-chain-review-report.pdf

[②] “The Biden plan to rebuild U.S. supply chains and ensure The U.S. does not face future shortages of critical equipment”，https://joebiden.com/supplychains/.

势正在加强。2021 年 2 月，欧盟 19 国宣布“芯片战略”，将投资约 500 亿欧元来推进 2nm 芯片研制，以创建自己完整的半导体生态系统。5 月美国决定拨款 520 亿美元，在未来五年内促进半导体芯片的研究和生产；韩国政府为了成为半导体制造强国，决定在 10 年内投资 510 万亿韩元（约合 4500 亿美元）。2021 年 6 月，日本经济产业省也制定了旨在扩大国内生产能力的半导体数字产业战略。

各种产业回流政策加上民粹主义、贸易保护主义和新冠肺炎疫情的全球冲击，制造业向东南亚转移和向发达国家“回流”的趋势在进一步加快。总体而言，在新一轮产业转移的影响下，未来全球供应链将逐渐出现碎片化和扁平化趋势，这种兼顾经济利益与战略安全的做法也会在未来较长一段时间增加全球生产成本，推高结构性价格上涨。

二、遏制竞争对手以维护竞争优势战略

除了再工业化和保障关键产品生产安全外，维护美国在全球供应链上的顶级掠食者角色，也是特朗普和拜登政府贸易政策议程上较为关键的内容。

特朗普政府关注中国在贸易、技术和先进制造等方面对美国的挑战，以关键零部件断供、脱钩，联合盟友对中国进行市场排挤等方式，直接挑起大规模贸易战，试图保持其在全球关键产业供应链中的优势地位。拜登政府同样继承了这种战略思路，在竞选纲领中，拜登团队声称制造业是维护美国国家安全和全球领导地位的基础，但这个基础已经被全球化和去工业化侵蚀。[①]拜登政府对于供应链的关注，不仅是出于对新冠疫情应对和供应链安全的担忧，也是出于对全球供应链重塑的考虑，这是关乎美国战略定位的问题。[②]

美国国会在打压所谓的战略竞争对手方面的表现更加积极。2021 年 4 月，参议院通过的《战略竞争法案》将中国明确为战略竞争对手。该法案提出了一个在政治、经济、军事领域与中国进行全面竞争的行动计划。这些措施包括促进美国公司全球供应链的多元化，将生产环节从中国转移出去，减少信息技术行业对中国供应商的依赖等。并要求加强与盟国的合作，以保障关键技术的供应链安全。[③]

三、协调盟友和供应链以实施经济权术

2021 年 2 月，拜登政府制定了一系列与盟国重新接触的新政策。这些政策要求美国在

---

① The Biden plan to ensure the future is “made in all of America” by all of America’s workers，https://joebiden.com/made-in-america/

② Remarks by the President at Signing of Executive Order on LGBT Workplace Discrimination，https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2014/07/21/remarks-president-signing-executive-order-lgbt-workplace-discrimination

③ S.1169 - Strategic Competition Act of 2021，https://www.congress.gov/bill/117th-congress/senate-bill/1169

制定供应链问题解决方案上，在外交、经济和国家安全方面加强与盟国的配合，改革国际贸易规则或协议，以确保供应链安全。[①]从政策实施结果来看，拜登政府主要通过七国集团（G7）和美、日、印、澳“四国机制”等渠道来实现这些目标。

第一，利用七国集团和美、日、欧三边合作机制，为新供应链战略寻求国际支持。2021 年 3 月，七国集团贸易部长会议的最终宣言体现了美国及其盟友的共同利益，包括支持拜登政府“公平贸易”和应对气候变化的原则、七国集团将推动世界贸易组织的改革和制定“现代贸易规则”、重振多边贸易合作等。[②]2021 年 11 月，美国贸易代表办公室恢复了特朗普政府建立的美日欧三边贸易政策协调机制。三方表示将通过协调机制共同努力，对不符合三国利益偏好的经贸政策做法施加共同压力，并更新三方伙伴关系机制，以应对全球挑战。[③]

第二，美国还利用在盟友间的影响力，在关键行业形成美国控制的供应链国际联盟。《2021 财年国防授权法》要求建立“多边微电子安全基金”，规定半导体公司的补贴透明度标准，寻求基金的参与伙伴对非参与方采取行动一致的政策。并下拨 520 亿美元用于支持在美国的芯片研究和生产，以促进与中国的半导体制造竞争。[④]

2021 年 3 月，拜登政府牵头召开美、日、印、澳“四国机制”峰会，就新冠肺炎、气候变化和国际技术竞争等问题进行政策沟通。峰会承诺建立关键和新兴技术的政策协调机制，促进技术标准、电信设备采购的多元化合作，并启动关键行业供应链的国际对话。[⑤]

从上面的三项政策上可以看出，拜登政府一改特朗普政府单边主义、美国优先的政策风格为美国的供应链政策打上了自己鲜明的烙印。首先，它重视与盟国的协调一致；其次，注重关键领域的供应链重塑，通过鼓励国内投资创造就业机会，重点关注基础设施、新兴技术和先进制造业，以及环境保护和低碳转型；第三，重视意识形态。虽然没有像特朗普政府那样采取激进的单边主义，拜登政府逐步回归多边主义，将环保和市场化改革纳入新的供应链政策框架。上述政策的两相结合导致了拜登政府的新经济计划对处于世界供应链初级产品供应端的欠发达地区和中游的新兴市场国家具有强烈的攻击性，为初级产品和中间品的生产人

---

① Executive Order 14017 on America’s Supply Chains，
https://www.fda.gov/about-fda/reports/executive-order-14017-americas-supply-chains

② G7 Trade Ministers’ Meeting Chair’s Statement，
https://www.g7uk.org/g7-trade-ministers-meeting-chairs-statement/

③ Joint Statement by the Trade Ministers of the United States, Japan, and the European Union，
https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2021/november/joint-statement-trade-ministers-united-states-japan-and-european-union

④ H.R.6395 - William M. (Mac) Thornberry National Defense Authorization Act for Fiscal Year 2021，
https://www.congress.gov/bill/116th-congress/house-bill/6395

⑤ Fact Sheet: Quad Summit，
https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2021/03/12/fact-sheet-quad-summit/

为地增加了成本，不仅将加剧中长期全球供应链的整体碎片化，也为中长期全球通货膨胀的上行注入了不确定性。

3. 大宗商品价格变动与通货膨胀

大宗商品价格上涨既是全球通货膨胀的表现也是推动许多国家通货膨胀上升的重要外在因素。2020 年上半年以来，全球经济超预期复苏导致大宗商品需求快速增长，但受制于疫情肆虐、产业链梗阻、全球清洁能源转型等供给方面因素影响，大宗商品供给增速缓慢。供给受限叠加欧美强力的财政扩张和货币超发，加之近期俄乌冲突导致供给冲击加剧，投机需求膨胀，国际大宗商品的现货价格和期货价格在此出现快速上涨。

导致本轮大宗商品价格上涨因素有哪些？通过哪些渠道引起全球通货膨胀？研究发现，第一，短期全球供给失衡、不正常的存货出清、各国政策调整、货运成本飙升、期货市场投机行为等五大因素共同抬高了大宗商品价格。第二，大宗商品价格上涨，将会通过贸易联系、心理预期和金融市场三条渠道引起全球通货膨胀，其中贸易联系是主要渠道。

本轮大宗商品价格上涨涉及到能源、农产品和金属类等几乎所有类别所有范围的大宗商品，现货价格和期货价格均创造历史新高。但是到分不同类别的商品来看，以原油上升幅度最明显。俄罗斯和乌克兰是全球主要的小麦等粮食出口地，两国合计占全球小麦出口量的30%左右。2022 年 3 月初随着俄乌冲突加剧，世界粮食价格再次面临快速上涨压力。

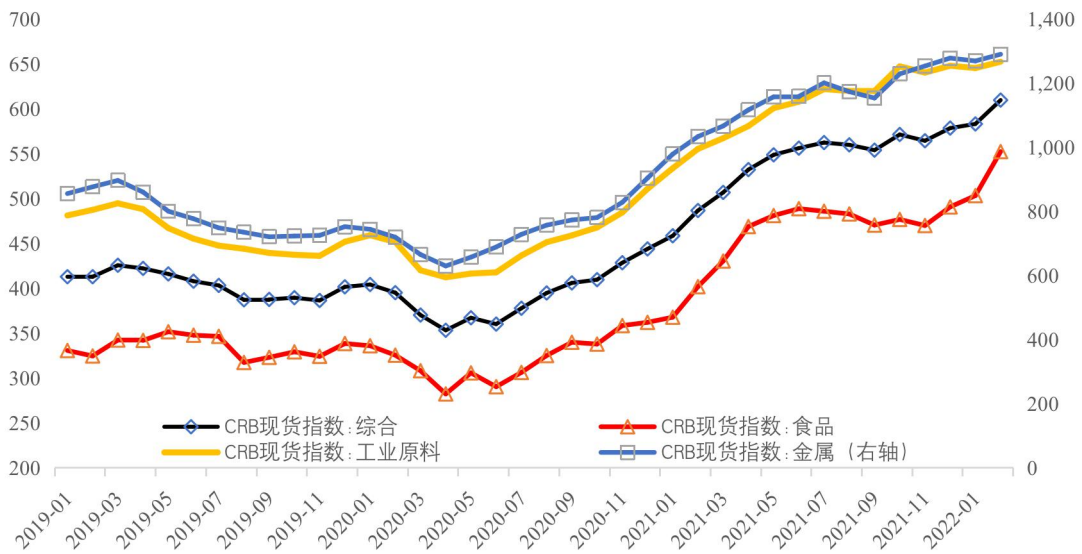

图 3.1 CRB现货指数

能源类商品中，反映石油价格指标的OPEC一揽子原油价格、布伦特原油期货结算价和WTT（西德州中级原油）原油期货结算价从 2020 年 4 月之后一路走高。2022 年 2 月底三项指标均在每桶 94 美元左右徘徊，其中OPEC一揽子原油价格和WTI原油价格涨幅均超过 400%，布

伦特原油价格涨幅也超过了 250%。

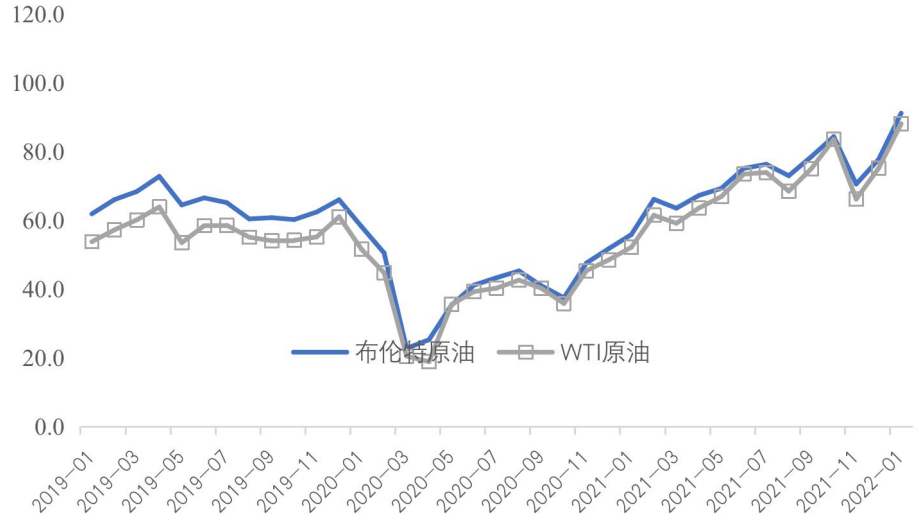

图 3.2 原油期货结算价格走势图

数据来源：Choice

动力煤期货的结算价和收盘价价格在 2021 年 10 月达到了疫情暴发以来的峰值，两项指标的每吨价格均突破 1800 元，IPE理查德湾煤炭价格和鹿特丹煤炭价格也超过了每吨 200 美元，随后大起大落，到 2022 年 1 月，动力煤的期货价格下降到每吨 766.6 元，而IPE理查德湾煤炭和鹿特丹煤炭价格经历了急剧下跌后反弹上升，价格超过了每吨 250 美元。

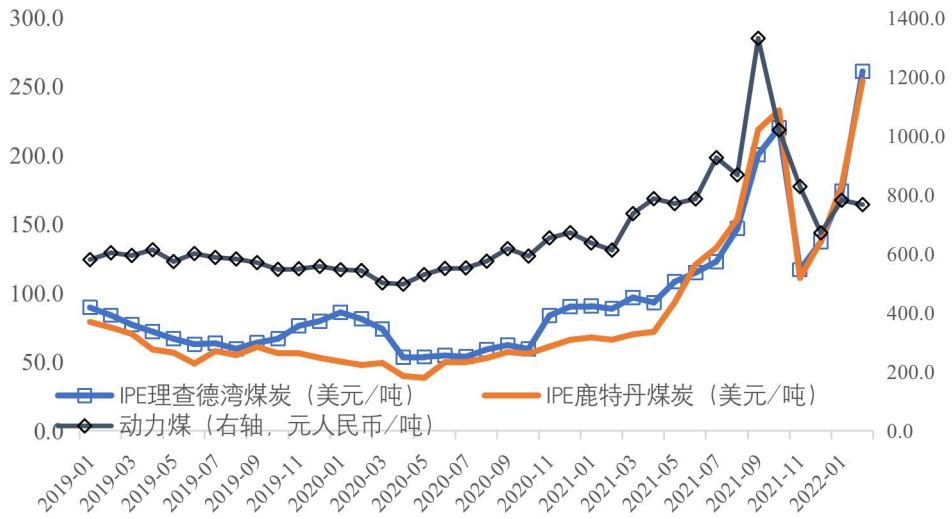

图 3.3 动力煤、IPE 理查德湾煤炭和鹿特丹煤炭价格走势图

数据来源：Choice

相较于能源产品，农产品和金属类的现货价格和期货价格表现相对稳定，其中，大豆的

现货价格从 2020 年 3 月每吨 4476.67 元波动上升 2022 年 1 月每吨 6384.49 元，对应的期货价格分别为每吨 4667 元和 5915.06 元；玉米的现货价格从 2020 年 1 月每吨 1815.41 元上升到 2022 年 1 月每吨 2514.83 元，期货价格的走势和现货大体一致；铁矿石的现货价格在 2020 年 4 月从最低点的每吨 689.47 元，到 2021 年 7 月达到了峰值每吨 1344.02 元，创下全年新高，随后波动下降到 2020 年 8 月初的水平，期货价格的走势和现货类似。

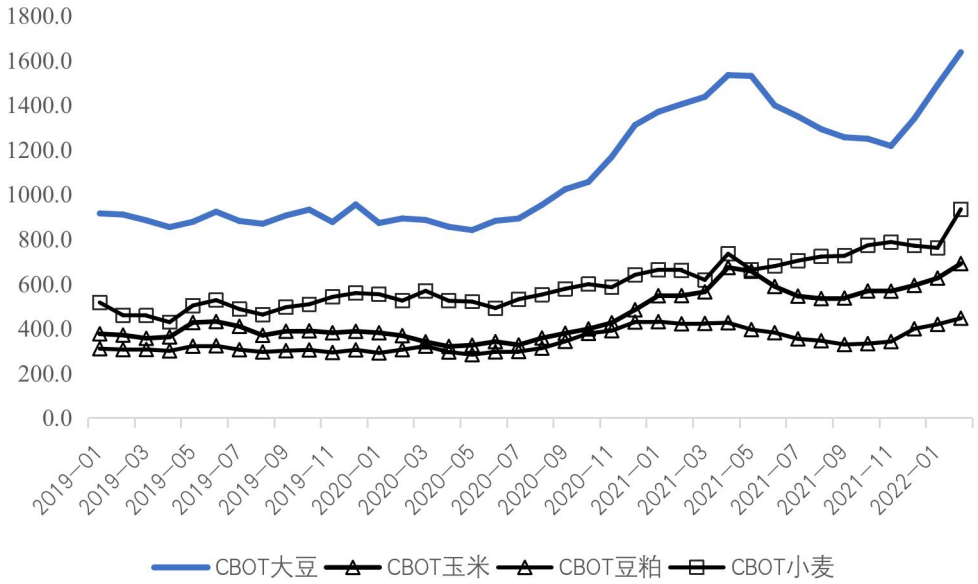

图 3.4 主要农产品期货价格走势（美分/蒲式耳）
数据来源：Choice

期现价差反映了商品的供需矛盾和套利程度，从期现价差的波动范围来看，农产品大豆的期现价差波动范围最大，从每吨-1211 元到 190.33 元，其次是能源类燃料油。相比之下，玉米和煤炭的期现价差保持了相对的稳定，大部分时间期货价格和现货价格的几乎完全一致；从期现价差的极端值来看，燃料油的期现价差绝对值最大，2021 年 10 月达到了每吨 2157.94 元，且期货价格始终低于现货价格。期现价差扩大，提高了燃料油市场套利的可能性。

3.1 推动大宗商品价格上涨的主要因素

从根本上说，大宗商品价格变化方向是由供求强弱决定的。金融市场也成为影响大宗商品价格变动的因素之一。结算货币贬值、运输成本飙升同样不可忽视。

一、短期全球供需失衡，价格高企大势所趋

从供给侧角度看，主要大宗商品生产国的政策调整，抑制了大宗商品供应能力。例如“OPEC+”继续实行减产协议，美国页岩油行业的供应能力和投资大幅度下降。一些重要的矿石出口国如巴西、秘鲁、智利等国疫情控制不力。一些重要粮食出口国限制出口，中国关闭了部分低品质矿场限制产能……这些供给因素短期内在边际上助推了 2021 年以来的大宗商品价格飙升。

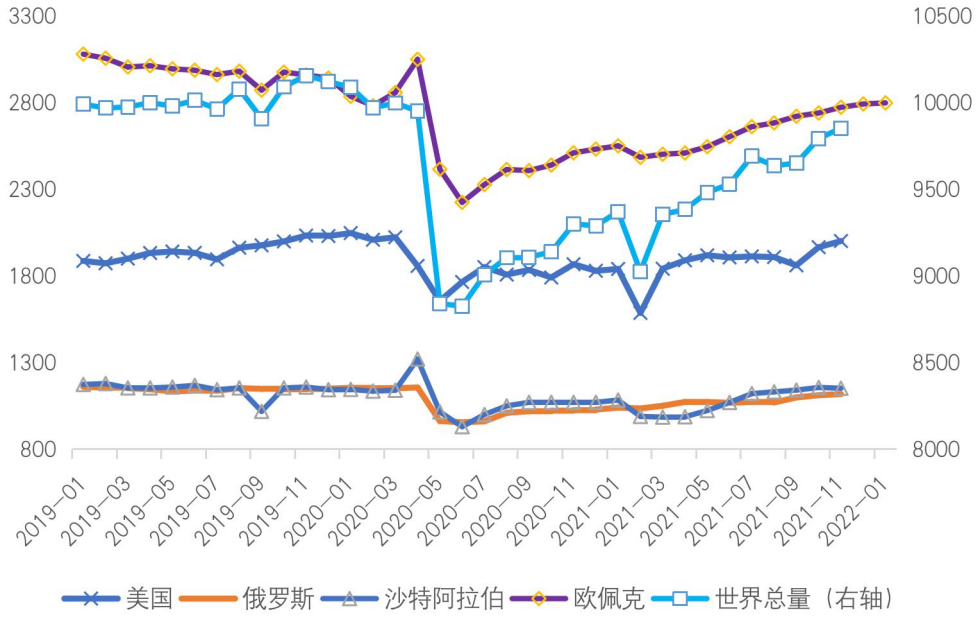

图 3.5 全球主要石油生产国产量（万桶/天）

从需求侧角度看，随着疫苗的普及，世界经济逐渐复苏，国际市场需求明显回暖，全球工业生产的恢复带来了对一般生产资料的需求。美国在 2021 年 11 月 5 日通过 1.2 万亿美元规模的《两党基础设施协议》，要求改善交通条件和市政基础设施，振兴美国的制造业；中国大力推进碳中和目标，出台了“十四五规划”，引发可再生能源、电网、电动汽车、蓄电池等行业快速发展，这都意味着强劲的初级产品需求增长。如果新一轮全球产业链重构实现，印度、越南等借此推进工业化，同样可能导致新一轮超级商品周期出现。

二、存货出清速度过快，需求恢复缓冲不足

疫情发生后，商品滞销，价格下跌，持有存货就意味着遭受损失，企业都选择抛售存货，导致生产销售端的存货不正常出清。OECD 国家石油储备在 2020 年 9 月份达到 47.78 亿桶的较高水平后开始下降，截至 2021 年 12 月已降至 42.09 亿桶的水平。同时伴随着边际上的厂商在不断退出，整个商品市场变成了一个高度寡头垄断的市场，价格易涨难跌，并且产量不会对价格信号及时做出反应，存货补充不足。其次，随着需求恢复，市场价格上涨，所有商

家都会选择补充存货，而疫情防控期间货币政策带来了异常宽松的流动性环境，使商家可以低成本获取资金，这将提高商家补充存货的意愿。存货持有意愿增加会推动价格上升，而价格上升又将提升存货持有意愿，由此循环往复。疫情冲击改变了市场结构和商家存货持有意愿，从而引发了前期存货的不正常出清，导致在后期需求恢复时存货缓冲严重不足。

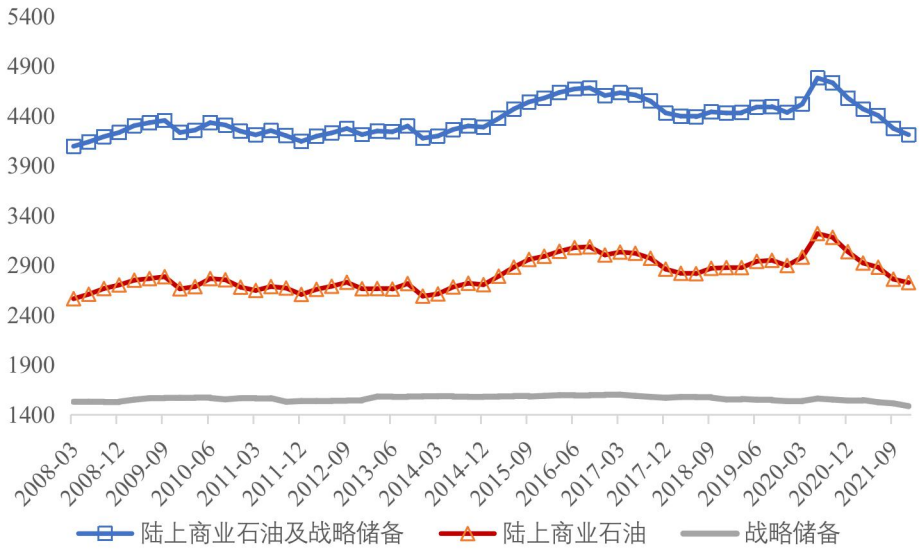

图 3.6 OECD 国家石油商业储备和战略储备（百万桶）

三、物流遭遇堵点梗阻，成本转嫁需求终端

消费需求增加和公司补充库存行为导致货运需求旺盛，加上美国港口拥堵使物流运转不畅矛盾凸显，导致商品托运延误和货运成本上升。数据显示，上海船舶价格指数从 2020 年 1 月 882.59 上升至 2021 年 12 月的 1156.63，国际油轮船价综合指数从 2021 年 1 月 770.92 上升到 2021 年 12 月 795.66，近几个月上涨的趋势更加明显。中国出口集装箱运价指数自 2020 年 1 月以来也处于高位运行的状态。商品托运延误和货运成本上升，必然会被转嫁到最终销售价格，这一现象背后反映的是物流链和供应链受到了破坏。

四、量化宽松货币超发，资本炒作投机需求

根据美联储发布的数据，为对冲疫情影响，2020 年以来，美联储共释放了 20 万亿美元，形成了量化宽松的货币政策，超过了 2008 年金融危机之后 10 年的货币增发量。大量货币进入实体经济和全球资本市场，不可避免会导致美元贬值。美元兑换人民币价格从 2020 年 4 月的 7.07 下降到 2021 年 12 月 6.39，降幅达到了 11.01%，以美元计价的大宗商品涨价。西方各国央行也紧随美元走势纷纷开启了印钞机，进一步增加了市场对大宗商品的投资或投机需求。

伴随全球流动性扩张，金融资本加速涌入大宗商品市场，进行金融化资本化炒作。这种投机现象导致很多商品价格的实际涨幅大大超出了反映供求关系的合理范围。2020 年以来，有相当一部分大宗商品特别是燃料油的期货价格和现货价格出现严重偏离，国际游资过度投机，制造市场虚假繁荣，破坏价格均衡机制，期货市场沦为投机市场的可能性更高。

除了上述原因，极端天气现象，例如拉尼娜现象导致部分主要农产品生产国减产，地缘政治问题，例如美国介入“北溪 2 号”输气管道建设、俄乌边境争端、中澳贸易摩擦等也是重要因素。

3.2 三大渠道导致通胀向全球扩散

大宗商品的价格波动主要通过贸易联系、心理预期和金融市场三条渠道传导全球通货膨胀。

首先，贸易联系引发输入通胀。全球经济在高速发展的过程中，对大宗商品的需求日益旺盛，特别是以中国为代表的后发国家。以中国为例，2019 年中国进口的铜矿砂及其精矿的数量达到了 2199.0 万吨，而在 2009 年仅有 613 万吨；进口铝及铝材的数量在 2021 年为 321.38 万吨，2009 年为 232.08 万吨。大宗商品属于下游企业的中间投入，特别是制造业企业的中间投入。因此，大宗商品价格上升，意味着企业进口成本提高，生产成本增加，最终传导到消费品的物价，引起通货膨胀。

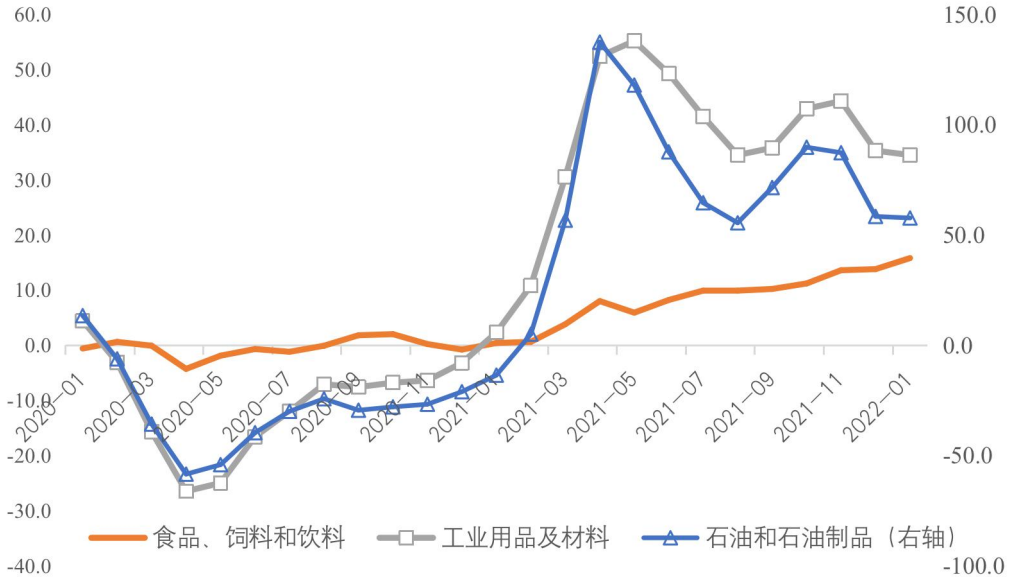

图 3.7 美国主要进口产品价格指数同比增长率（%）

其次，心理预期反映联动机制。当国内有些商品或者受到严格进口管制、或者可以自给

自足、或者主要用于出口，贸易联系对于这类大宗商品价格变动不发生作用，但是国际市场价格大幅度波动，会导致生产者的市场预期发生变化，调整生产行为，影响价格变化。例如国际石油价格变动，投入到农业生产的化肥、农业机械的燃油就会受到影响，农产品的价格就会随之调整。本文认为，心理预期背后反映的是不同类别大宗商品的价格联动机制。

第三是金融市场刺激游资炒作。大宗商品市场已经高度资本化、金融化和虚拟化，成为期货交易市场的交易标的，主要国家的货币政策调整，特别是美联储发行性的货币数量会影响到大宗商品的价格。国际大宗商品市场的波动，会加剧国际游资流动频率，影响国际金融市场，积累金融风险。

总体而言，贸易联系是国际大宗商品价格波动向有关国家传导的主线。目前，中国的PPI 是按照 41 个行业价格同级编制，金属和石油的权重最大，有学者测算，进口价格指数（HS2）和 CRB 指数的相关性高达 70%，HS2 和 PPI 指数的相关性超过了 90%，和 CPI 相关性也超过了 80%。

4. 发达国家劳动力市场与通胀

2020 年疫情爆发后，全球劳动力市场发生了剧烈的变化，以发达国家为主出现了失业率激增的现象。随着疫情的不断发展以及各国防疫政策的推进，失业率快速回落，然而，在这一过程中，劳动参与率的下降使得各行业出现了不同程度的劳动力短缺，与之相伴的是工资的不断上升。20 世纪 70 年代，西方发达国家出现了工资+通货膨胀预期螺旋上升导致的持续性通货膨胀。那么本轮西方发达国家劳动市场变异是否是推动通过膨胀上升的重要原因呢？

本文认为西方发达国家劳动力市场不会出现工资-通胀螺旋上升的趋势，主要原因有：第一，当前工资上升的主要原因是劳动力短缺，而非 70 年代出现的能源价格上升推高劳动力成本；第二，工资上升以及当前的通胀与疫情紧密相关，受到的是短期冲击，而非长期冲击；第三，生产率的上升使得企业可以在保持高工资的情况下不会进一步提高产品价格，工资增长压力向产品价格的传导有限；第四，自 70 年代以来，西方各国货币当局稳定核心通胀能力不断增强，通胀预期有限。

下文从以下三个方面分析本轮工资-通胀的动态关系：发达国家的劳动力市场供需错配、工资和劳动力成本以及与 70 年代工资-通胀的对比。

4.1 发达国家劳动力市场供需失衡

一、疫情爆发初期，发达国家劳动力市场受损严重

疫情爆发初期，受到经济休克性停滞以及封城等防疫措施的影响，发达国家劳动力市场受损严重，主要体现在失业率激增、劳动时间大幅下降等。从失业率来看，疫情爆发初期，美国失业率不断攀升，最高高达 14.7%（2020 年 4 月），欧洲与英国也分别上升至 8.6%与 5.2%。从工作时间来看，疫情导致各国工作时间下降高达 10%左右。导致工作时长显著下降的原因在世界各国有所不同。在美国和加拿大，工作时长的下降反映在了失业率的上升。而在其他国家，例如日本和很多欧洲国家，广泛使用休假与短时工是工作时长下降的主要原因。较低的劳动力的参与率则是新兴国家工作时长下降的主要原因。

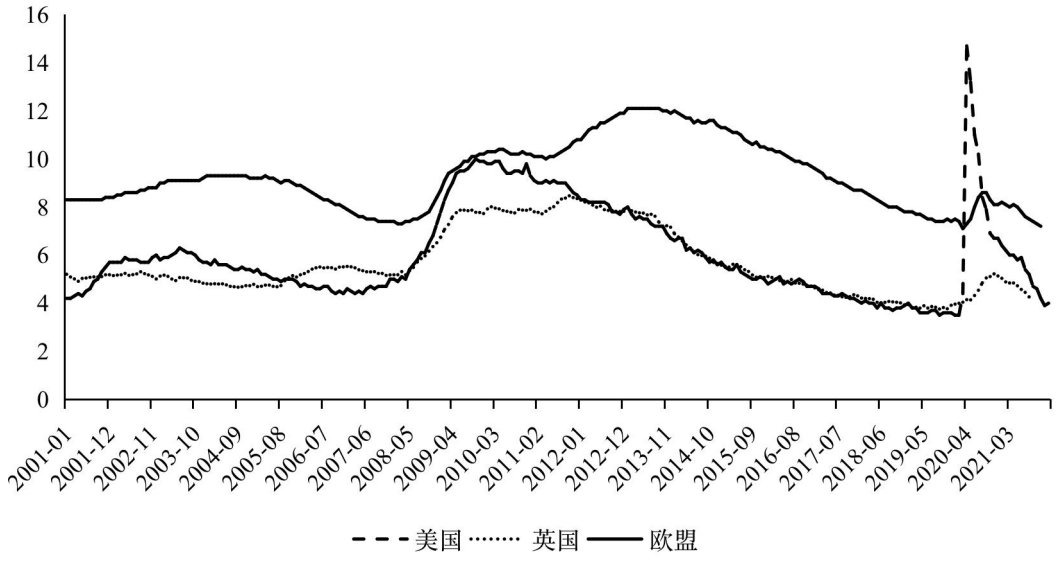

图 4.1 美、欧、英失业率（%）
数据来源：Federal Reserve Bank of St.Louis

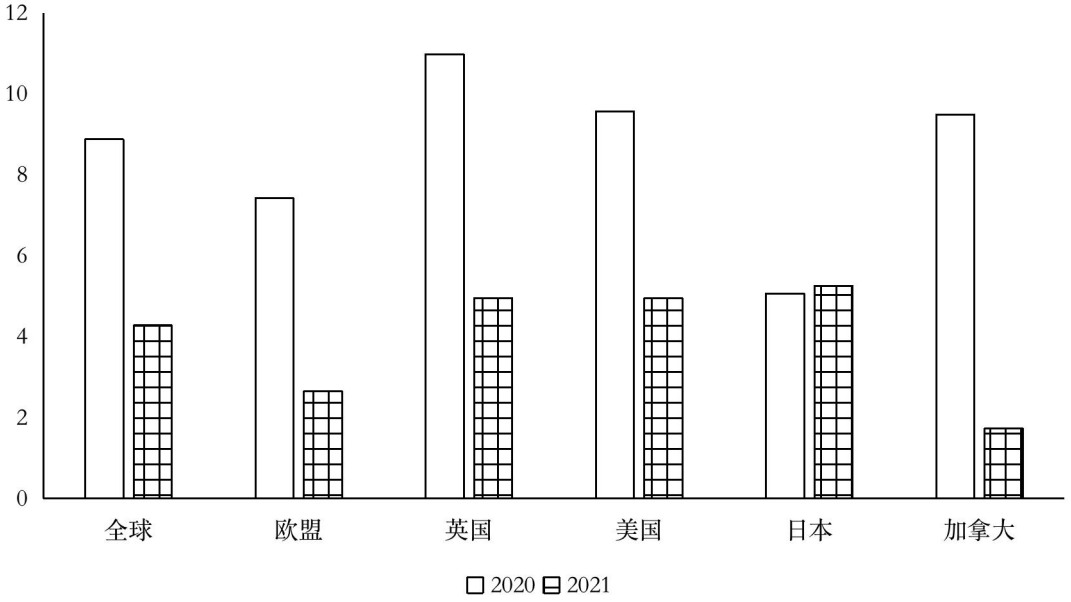

图 4.2 疫情减少的工作时间（%）
数据来源：International Labor Organization

尽管疫情继续席卷全球，但随着疫情管控的逐步放开，劳动力市场得到了迅速的恢复，各国的工作时间在经过一年的调整后迅速上升，2021 年，美、英、欧的工作时间受到疫情的影响下将已不足 5%，分别是 5.5%，2.7%和 5%。

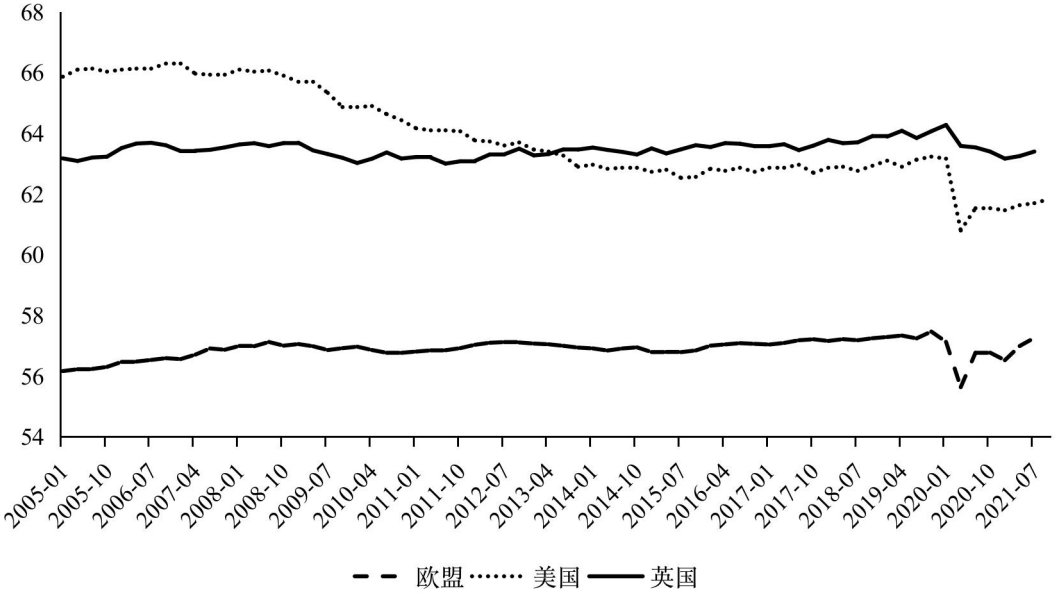

图 4.3 美、欧、英劳动参与率（%）
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis, Bank of Europe

二、劳动力市场需求恢复迅速，供给恢复缓慢

当前，美国劳动力市场存在显著的供需失衡，体现在：失业率虽然基本恢复至疫情前水平，但劳动力仍然短缺严重，究其根本原因，是在本轮疫情中，劳动力市场受到的供给冲击远远严重于需求冲击，且相较于劳动力供给，需求恢复更具弹性。

具体来看，首先，作为重要的需求指标，职位空缺数已恢复至疫情前的水平，甚至逐渐高于疫情前。疫情爆发前，美国劳动力市场的空缺职位约 720 万，疫情爆发后，于 2020 年 4 月降至冰点仅有 460 万，解封后迅速反弹，一年后，于 2021 年 2 月已恢复至 750 万的水平，并持续上涨，2021 年 7 月达到 1100 万的高点，随后维持在 1100 万左右。因此，从职位空缺数来看，需求已经完全恢复。

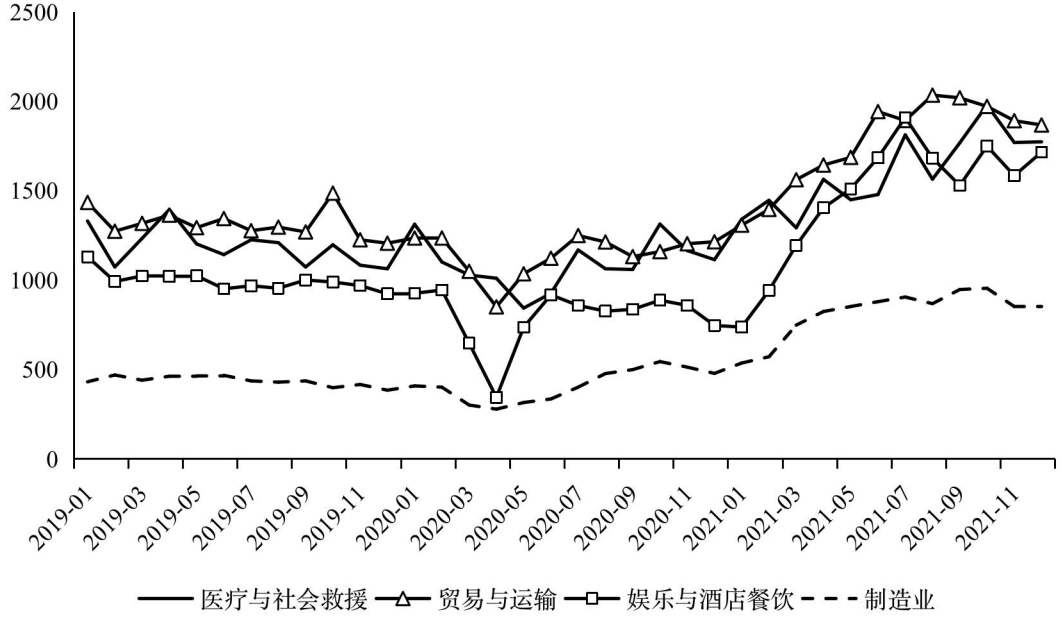

图 4.4 空缺职位（个/千人）
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

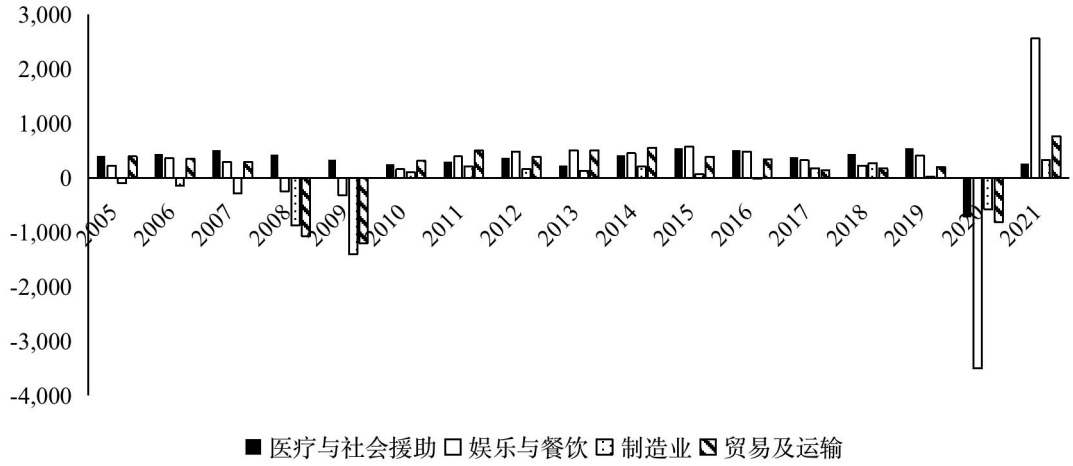

图 4.5 美国各行业净雇佣人数（千人）
数据来源：Federal Reserve Bank of St.Louis

然而，高职位空缺率也可能是劳动力供给严重不足造成的。后疫情时期严重的结构性失业所导致的企业招工难形成的空缺率高居不下。为了进一步判断当前空缺率的具体原因，我们考察了各行业的雇佣人数与离职人数，如图所示，雇佣人数与离职人数之差可以进一步体现需求程度。疫情爆发初期，四个行业的离职人数远远高于雇佣人数，二者差值为负，而在 2021 年，这一差值已由负转正并不断上升，其中，娱乐服务业的变化是最显著的，2020 年净离职人数超过 350 万人，而在 2021 年净雇佣人数已达到了 256 万，这一数值在 2019 年仅有 40 万。因此，从雇佣人数来看，劳动力市场的需求恢复之迅速显而易见。

表 4.2 各行业雇佣人数与离职人数之差（千人）

	医疗与社会援助	娱乐与餐饮	制造业	贸易运输
2019	543	402	5	194
2020	-733	-3,505	-579	-813
2021	263	2,560	330	762
2020-2021 平均	-235	-473	-125	-26

数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

相较于劳动需求，劳动供给恢复较慢，主要体现在下降的劳动参与率和就业人数。如图所示，截止 2022 年 1 月，劳动参与率为 62.2%，仍然低于疫情爆发前 1.2 个百分点（63.4%，2020 年 2 月）。相较于疫情前，劳动参与人数下降了近 100 万人，就业人数下降了 180 万人。

在四个年龄组中（16-19；20-24；25-54；55-）只有 55 岁以上的劳动参与率在下降后未上升，截止 2022 年 1 月，仍然低于疫情前 2 个百分点。根据美国普查局的调查以及相关的数据分析，我们可以得知，本轮经济衰退过程中，退休人员增加是劳动力减少的主要原因，而美国慷慨的失业救济政策无疑促进了大量人员提前退休的现象。

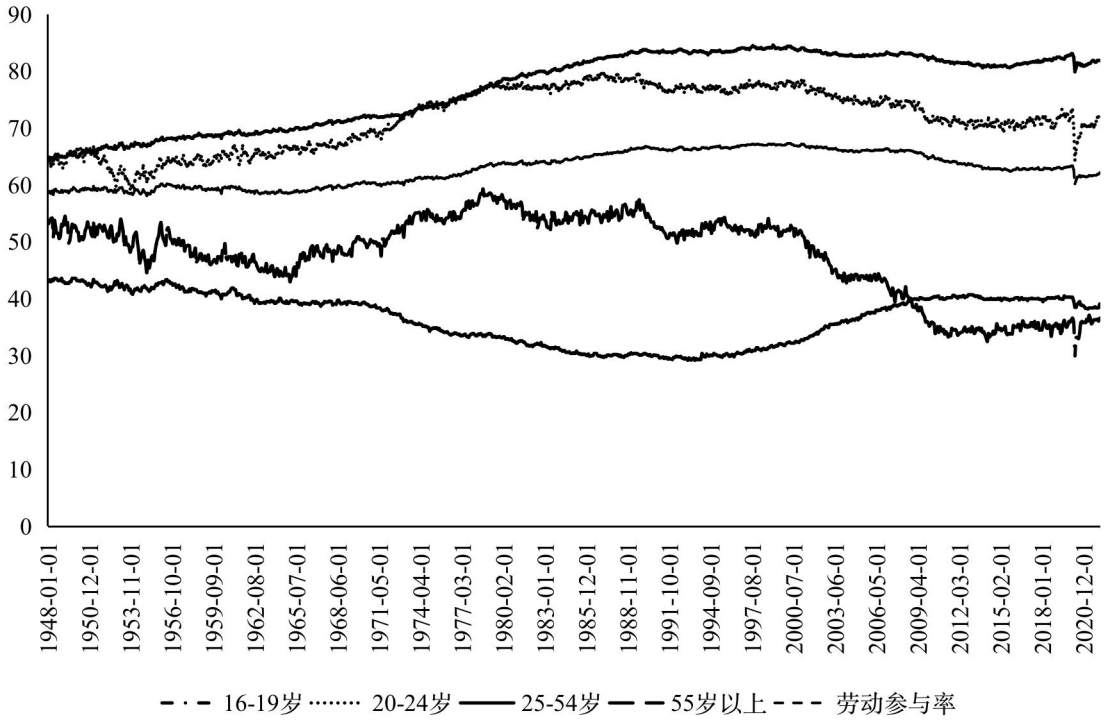

图 4.6 各年龄组劳动参与率（%）
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

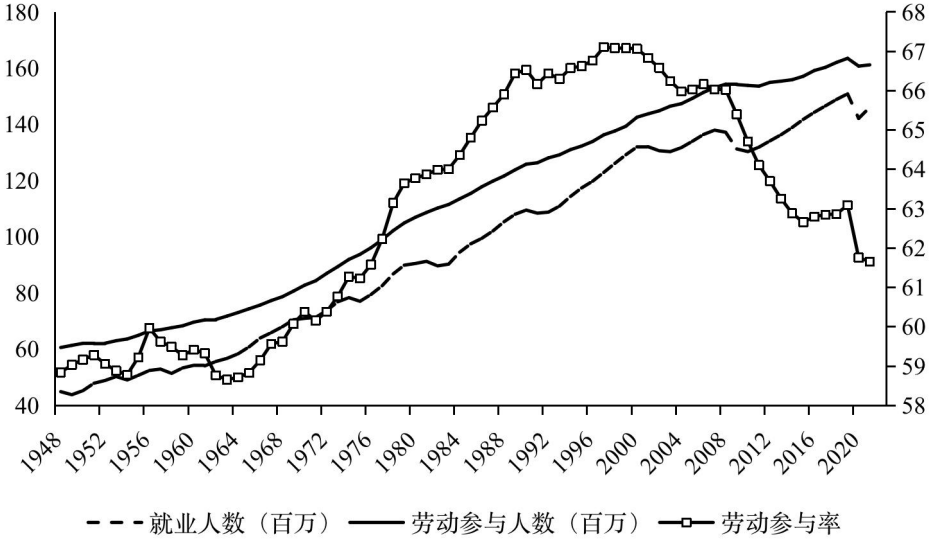

图 4.7 美国就业人数、劳动参与率与劳动参与人数
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

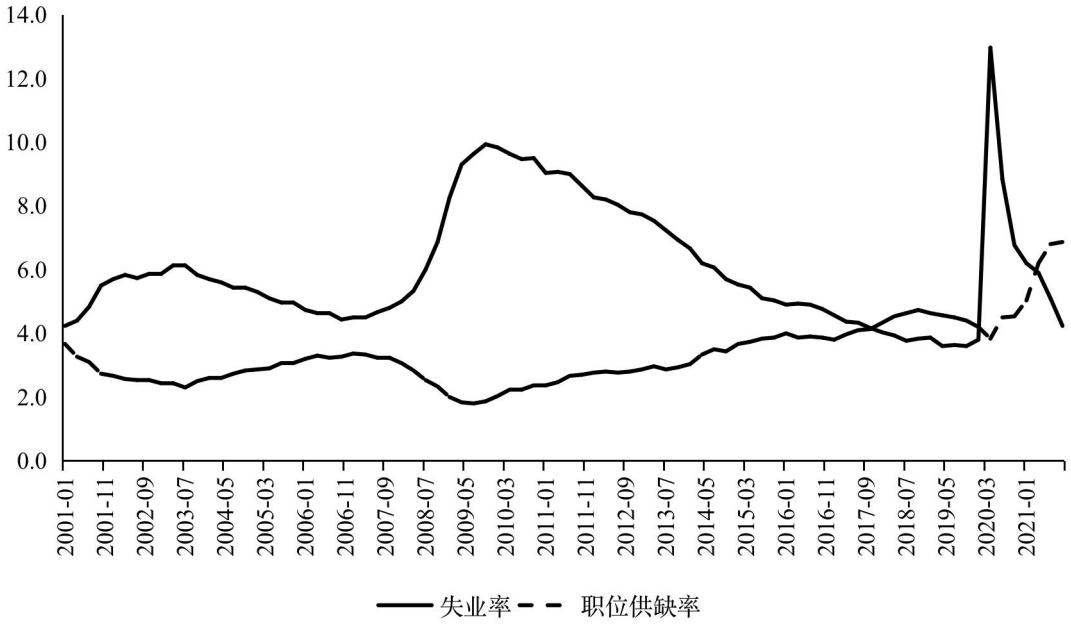

图 4.8 失业率与职位空缺率
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

因此，美国劳动力市场面临的主要问题在于严重的供需失衡，劳动力需求相较于供给十分迅速，失衡的供需关系仍然使得美国劳动力市场出现以下特征。第一，高职位供缺率。职位空缺久期也从 2019 年的 30-40 天上升至 2021 年 12 月的 50-60 天。

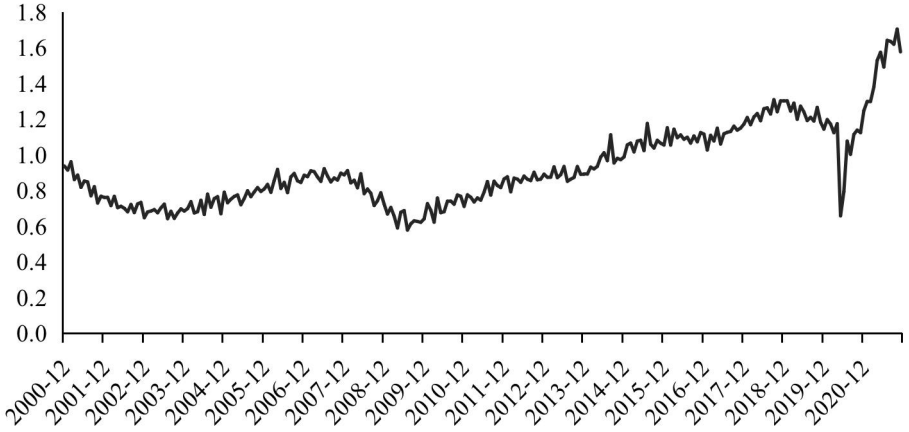

图 4.9 空缺职位久期（月）
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

第二，贝弗里奇（Beverage）曲线右移，劳动力市场的摩擦上升。[①]下图为疫情前后美国劳动力市场的 Beverage 曲线，很显然，疫情爆发前（2010-2019），职位空缺率与失业率之间存在稳定的负相关性，而疫情爆发后，该曲线显著外移，结构性失业加剧。这一方面是由于防疫政策使得大量失业人员在空间与技术上形成显著的求职障碍，另一方面也由于救助政策的普及降低了大量失业人员的求职意愿。

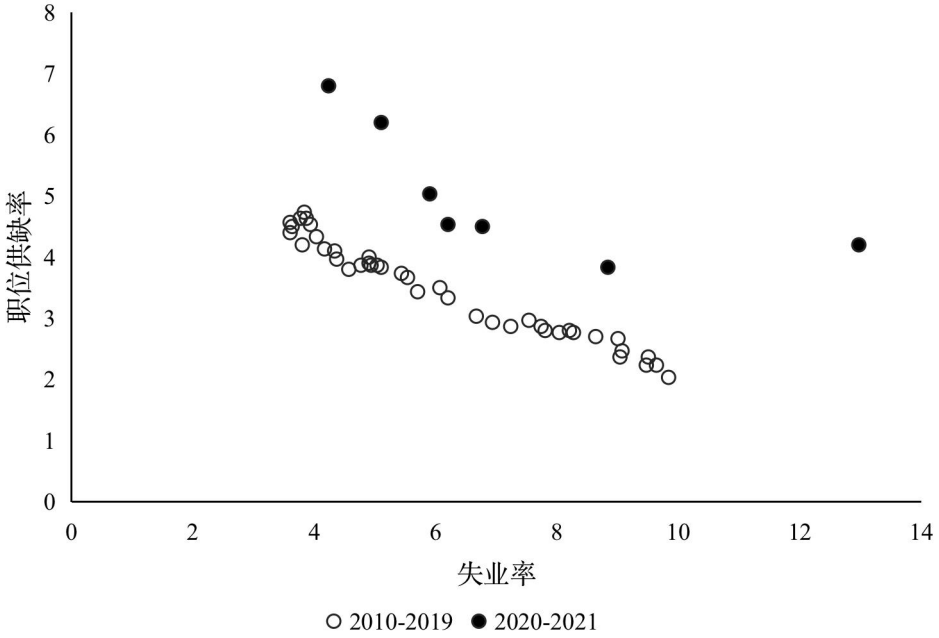

图 4.10 美国 Beverage 曲线
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

第三，高职位空缺率的行业工资上涨明显。短期内，劳动力短缺的直接影响是增加企业

[①] 贝弗里奇曲线刻画的是劳动力市场上职位空缺率与失业率之间的关系，代表了劳动力市场上失业率与职位空缺率并存的结构性失业现象。当劳动力市场受到外生冲击时，曲线右移意味着劳动力市场上匹配效率下降，高失业与高职位空缺率同时存在，摩擦上升，失业率的上升以结构性失业为主。

的用工成本，纵观美国经济来看，低工资职位将面临着工资的飞速上涨。而高供缺率的行业也面临工资上涨，例如，在上述四个（如图 4.11）行业中，休闲酒店服务业的劳动力短缺最严重，职位供缺率高达 9%，该行业的用工成本增长也最快，平均时薪相较于疫情前上升 14%。

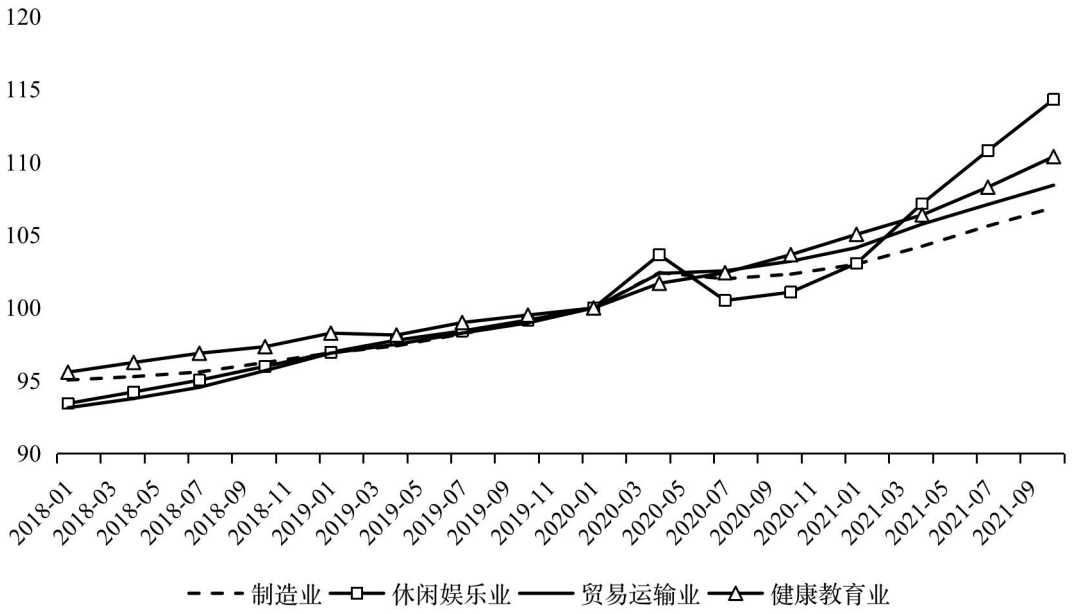

图 4.11 各行业平均时薪指数（2020.2=100）
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

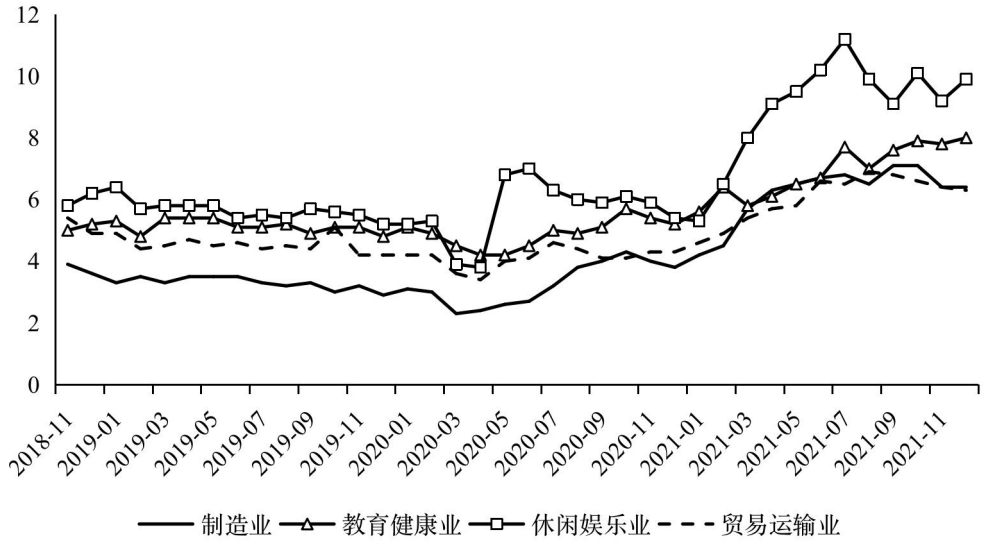

图 4.12 各行业职位空缺率（%）
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

三、劳动参与率下降是劳动力短缺的最大原因

疫情爆发后，劳动参与率达到了 50 年来的最低点，年降幅也达到了近 50 年的最大降幅。

因此，虽然失业率已经恢复至疫情前的水平，但这不能代表劳动力市场所受到的冲击，劳动参与率与就业人数的大幅下降更值得关注。劳动参与率的下降主要有以下原因。

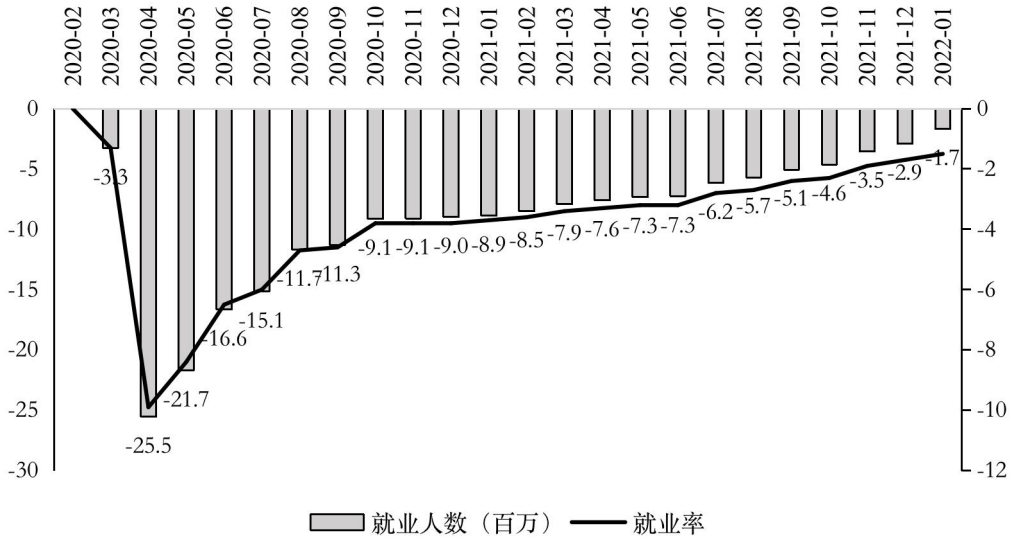

图 4.13 疫情以来就业人数与就业率下降
数据来源：Federal Reserve Bank of Atlanta

（一）疫情产生的结构性失业

疫情爆发后，劳动力市场一方面受到需求冲击，另一方面由于政策以及健康因素造成就业空间上的障碍等，引发了大量的结构性失业。影子劳动力（shadow labor force）作为退出劳动力市场中仍然保有较强就业意愿的人群，可以代表这部分结构性失业的程度。影子劳动力占总人口比例由 1.73%上升至 3.55%，截止 2021 年第四季度，下降至 2.1%，但仍然高于疫情前水平。我们可以将这部分的劳动力退出看作是结构性失业的指标。

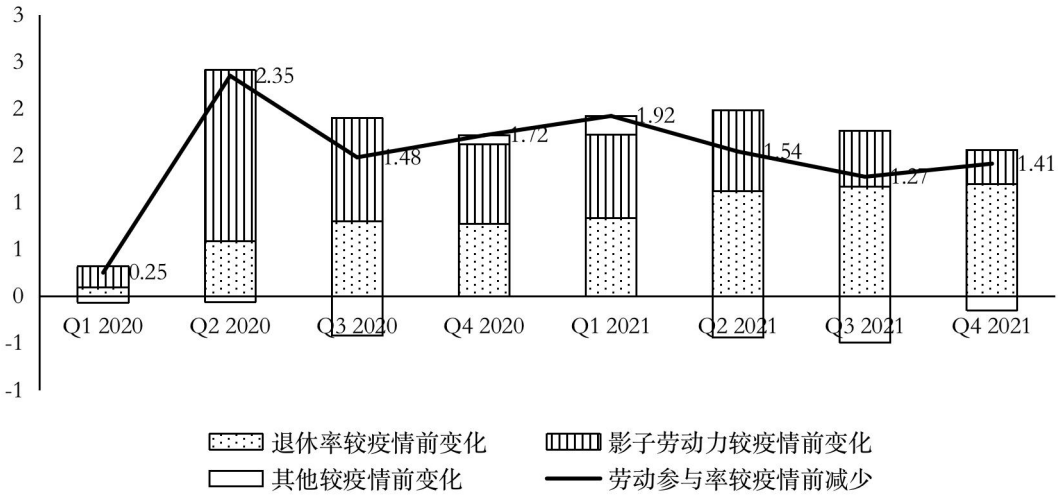

图 4.14 劳动参与率下降原因分解（%）
数据来源：Federal Reserve Bank of Atlanta

（二）疫情期间引发的退休潮

Census Bureau 普查局做了一项关于家庭部门的调查，询问家庭成员找工作的原因。疫情初期，在退出劳动力市场的人中，有 45%的人是由于疫情引发的企业倒闭、公司裁员暂停了工作，需求下降是主要原因。但随着疫情的发展，失业的主要原因则变成了“退休”和“育儿与照顾病人”，分别占比 38%和 33%，即使在疫情初期，“选择退休”也是仅次于“疫情影响”的第二大原因。如图所示，近十年，在退出劳动力市场的原因中，只有退休率在不断上升，退休人数的增加是劳动参与率长期下降的主要原因，而此次疫情的爆发使得退休人数在短期内也出现了进一步的上升。

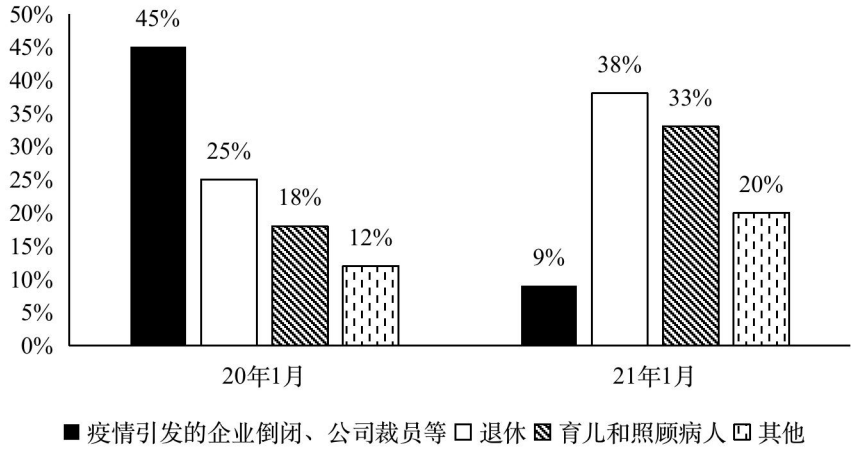

图 4.15 家庭失业原因调查
数据来源：Consumer Pulse Check Survey

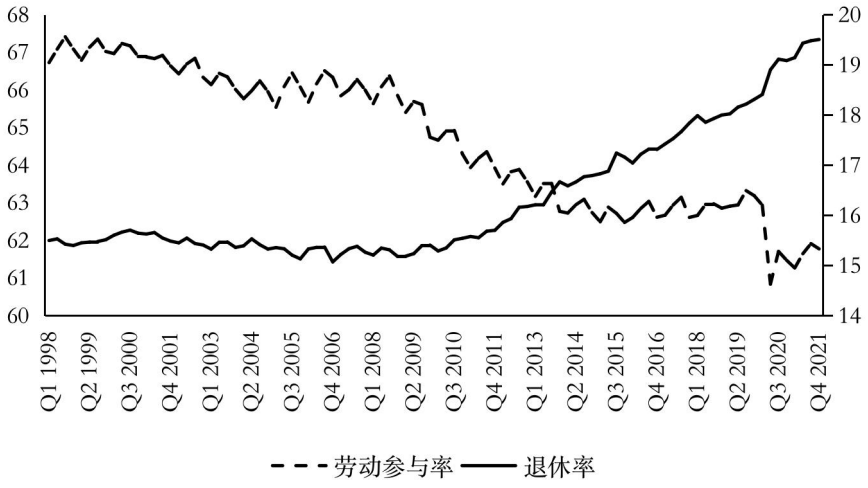

图 4.16 美国劳动参与率与退休率（%）
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

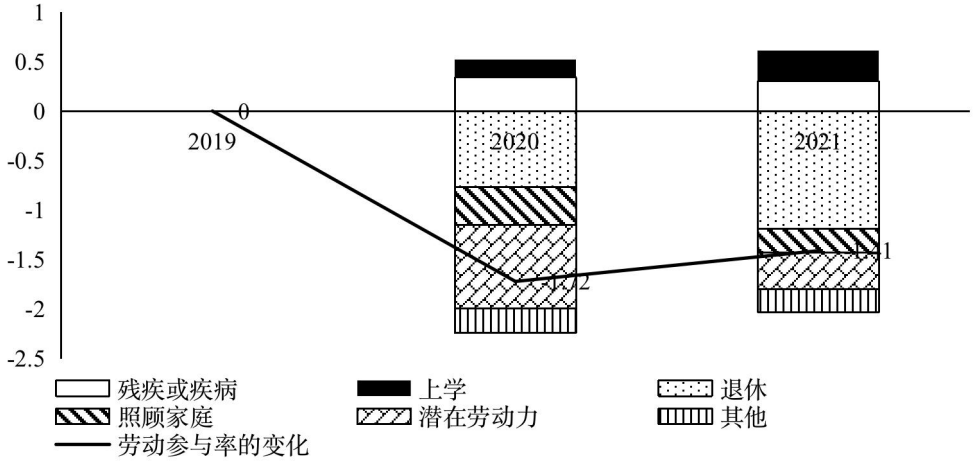

图 4.17 劳动参与率下降原因（%）
数据来源：Federal Reserve Bank of Atlanta

4.2 工资变化与劳动力成本的变化情况

一、名义工资结构效应（composition effect）明显

疫情爆发初期，美国劳动力市场的平均时薪随着失业率的上升而上升，随着失业率在 2020 年 5 月达到最高点 14.7%，名义时薪与实际时薪同时在 2020 年 4 月也达到最高增幅 6%（相较于 2019 年平均工资）。随着劳动力市场的逐步复苏，失业率不断下降，在此过程中，名义时薪与实际时薪逐渐分化，名义时薪先下降后上升，截止 2022 年 1 月，已通过先下降后上升至 10.7%（相较于 2019）。基于美国在 2021 年面临着较高的通胀水平，实际平均工资持续下降，截止 2021 年 12 月，增幅为 1.7%。

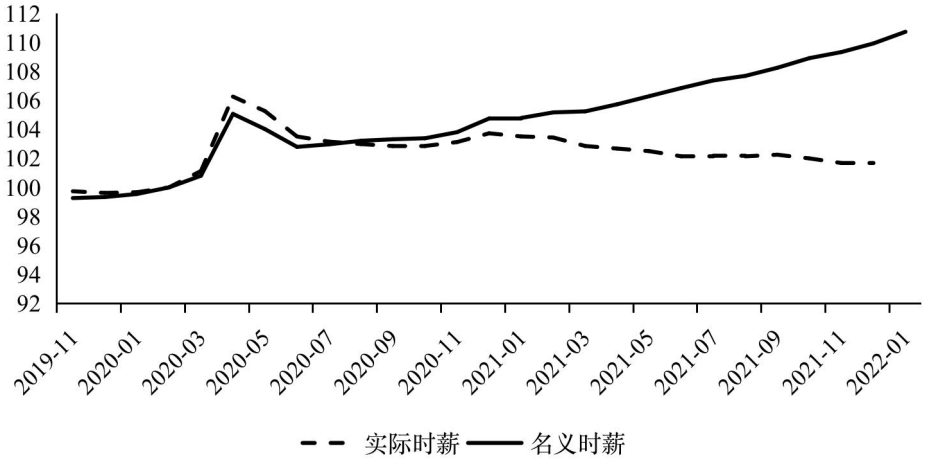

图 4.18 名义平均时薪与实际时薪（2020.2=100）
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

值得注意的是，无论是名义时薪还是实际时薪，在疫情爆发初期和当前的上升原因有所不同。疫情爆发初期，名义时薪的原因是由于低端劳动力的失业使得他们的工资不再被统计，而在后疫情时期，名义工资与实际工资相较于 2019 年出于较高水平是由于劳动力短缺。上图给出了 25 岁以上各学历组的就业人数，可以看出，不同学历背景的失业率不同，学历越高，越不容易失业，而低学历组的失业人数最多。

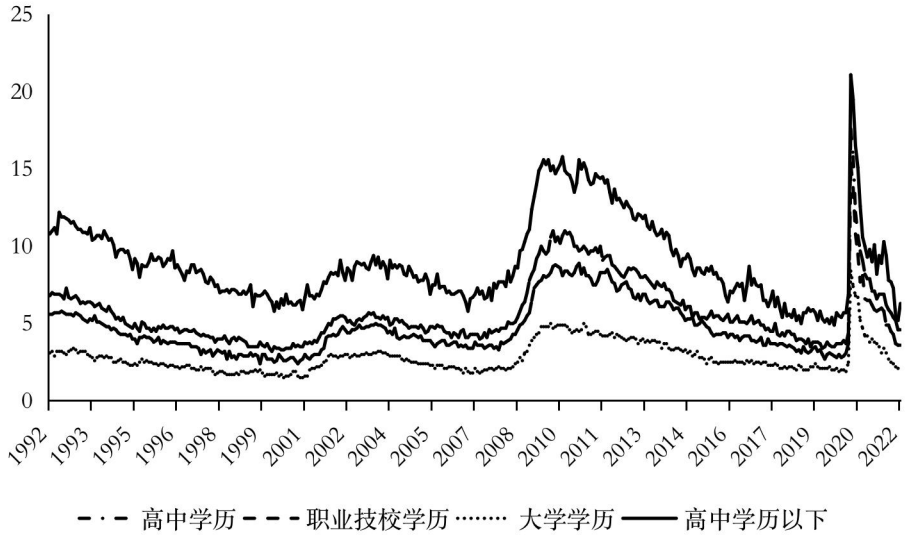

图 4.19 不同教育背景失业率（%）
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

二、名义工资普遍上涨，受劳动力短缺影响

亚特兰大联储对名义工资进行统计，该指数基于 CPS（current population survey）调查的微观数据，统计过去 12 个月间名义时薪变化的中位值。通过名义工资的整理，本文发现，相较于疫情之前，虽然当前存在名义工资上升趋势，但与历史水平比较而言仍然处于正常增长范围。

从不同产业来看，如图所示，是各行业的名义工资中位值增长率，虽然各行业的名义工资增长率皆高于疫情之前，但仍然低于 2008 年金融危机期间以及 2000 年互联网危机期间的工资增长率。从工种来看，无论是全职工资还是兼职工资的增长率都低于前两次衰退的平均水平，另外，兼职工资增长率更高也意味着受到劳动力短缺的影响，对零时工的需求不断上升。从工资水平的分为点来看，25 分为点的工资增速最高，2022 年 1 月为 5.8%，其他各分位点的增长率不超过 4%，而 25 分位点的工资增速在 2019 年 1 月时仅有 4.4%，长期来看，25 分为点的工资增速波动率也是最大的，其他分为点的工资增速相对稳定。我们认为 25 分为点的人数是当前失业率较高，受到失业救助政策影响最大，供需失衡相对严重的人群，但其就业状态的调整业更为迅速。其他各分位点的工资增速相较于疫情之前皆未出现明显的上升。总之，尽管当前出现工资快速上涨的趋势，但并未达到历次衰退的最高点，且显著增长

仅出现在特定的人群中，而非全面的工资上涨，这也就意味着并不必然出现 20 世纪 70 年代的工资-通胀螺旋上升的局面。

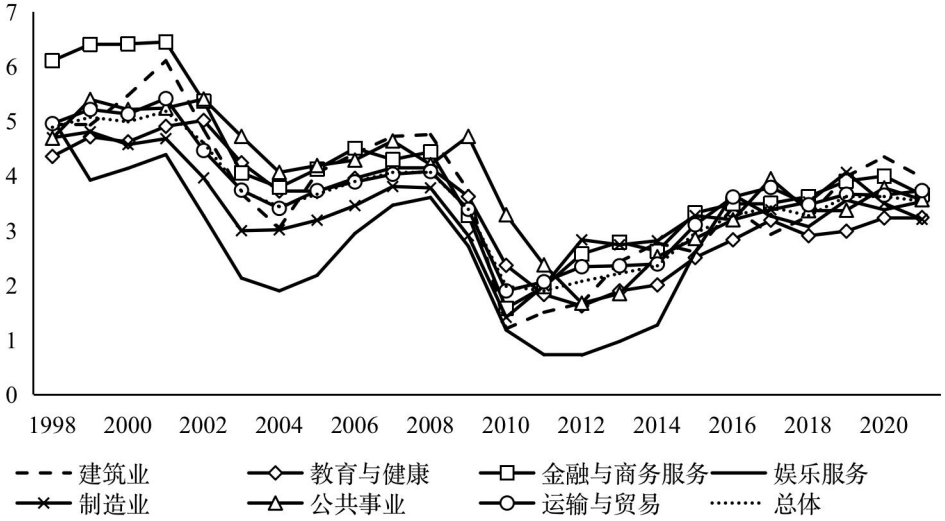

图 4.20 各行业名义工资中位值增长（%）
数据来源：Federal Reserve Bank of Atlanta

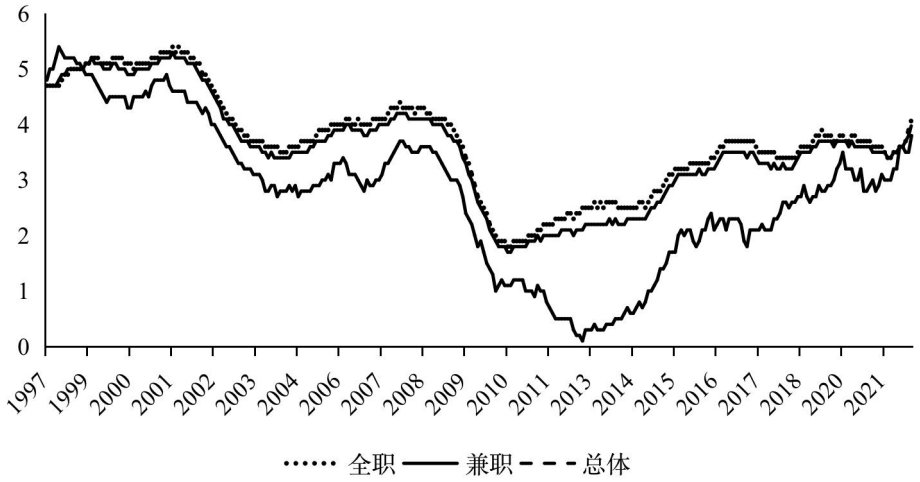

图 4.21 不同工种名义工资中位值增长（%）
数据来源：Federal Reserve Bank of Atlanta

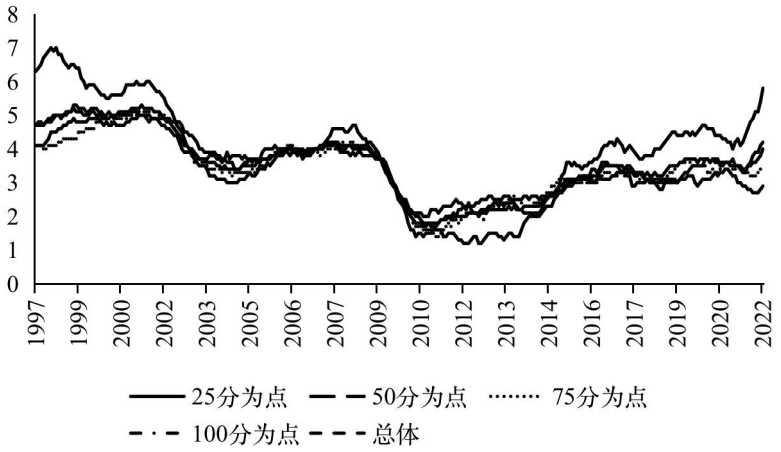

图 4.22 不同分位点工资中位值增长（%）
数据来源：Federal Reserve Bank of Atlanta

三、实际劳动成本处于下降趋势

为了进一步判断当前是否存在由于劳动力成本上升而形成的通胀压力，我们考察实际劳动成本，如图是四个关于实际劳动力成本的指标：实际平均时薪、制造业实际平均时薪、实际周薪中位值、实际劳动力成本指数。

四个指数分别以 2020 年一季度（本轮经济衰退的起点）为基准。疫情爆发后，实际劳动成本在 2020 年第二季度达到最高增幅，其中实际周薪中位置增幅为 7.1%，这一指标在 2008 年金融危机爆发后的最高增幅为 10%，考虑到该指标统计过程中存在结构效应，因此短期的增幅主要源于大量低端劳动力失业。随着失业率的回调，截止 2021 年第三季度，实际周薪中位置也回到疫情前的水平，基本持平。其他三个指标也呈现出类似的变化过程，皆经历了随着失业率的迅速上升而上升，随后在劳动力市场逐渐恢复过程中迅速下降，截止 2021 年第三季度，三个指标基本回调至疫情前。

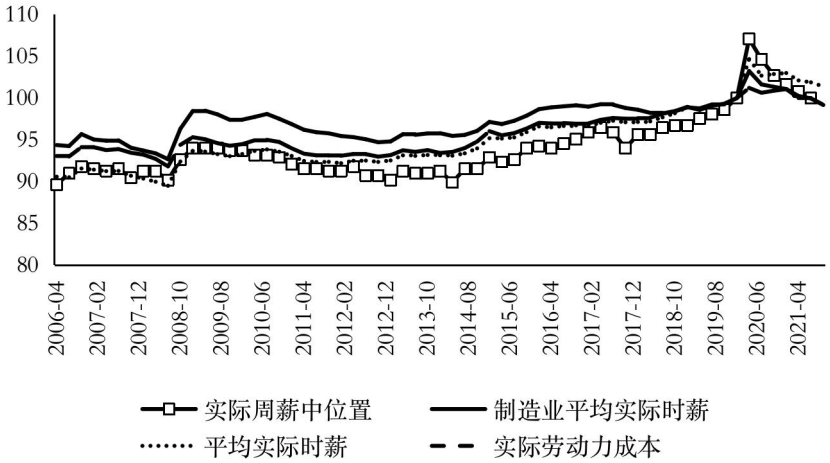

图 4.23 美国实际劳动力成本（2020.02=100）
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

因此，从劳动力的实际成本来看，由于疫情引发的劳动力成本上升进而产生通胀压力的可能性不大。然而，值得注意的是，尽管周期性的劳动成本-通胀压力较小，美国劳动力成本在近几年确实存在持续上升的趋势，尤其是在以中美贸易战爆发前后的逆全球化趋势显现以来，这说明，逆全球化一定程度上通过限制移民增加本土劳动力组成进而增加了劳动力成本。劳动力成本-通胀的趋势性变化更值得我们关注。

5. 发达国家的财政政策与货币政策——全球通胀的需求端

以美国为首的发达国家扩张性的财政政策和货币政策是全球通胀的需求端原因。为应对新冠疫情的冲击，各国的货币超发和纾困政策为经济体注入大量流动性。随着经济的恢复和需求的复苏，经济中过量的流动性成为了拉动通胀预期上涨的主要原因之一，也是全球通胀的基础。宽松货币政策为通货膨胀提供了有利的外部环境，扩张性财政政策使货币供给冲击的效果深入实体经济。

本节综述了美国、日本和欧洲疫情以来的货币政策和财政政策，并综合分析了目前发达国家和发展中国家的超额储蓄以及消费、投资恢复情况对通胀的影响。主要发达国家和发展中国家在积累了不同数量的超额储蓄的同时，都在疫情后出现的“V 型”复苏，这加深了供需之间的不匹配程度，拉动了通胀的上涨。但是各国恢复程度差别较大，尤其是在发展中国家中。全球经济的需求端仍有较大复苏潜力。经济恢复程度的不同也带来了各国货币政策和财政政策的分化。

5.1 发达国家的扩张型财政和货币政策

一、宽松货币政策为通货膨胀提供了有利的外部环境

在新冠疫情冲击下，美联储将政策利率下降到零利率下限附近的同时，实施了“无限制量化宽松”政策，创造了空前宽松的信贷环境。更重要的是，2020年8月美联储主席鲍威尔宣布美联储将实施新型货币政策框架——“平均通胀目标制”（Average-inflation Targeting）。在新框架下，货币政策的目标是追求在一段时间内实现2%的平均通胀率。如果之前一段时期的通胀率低于目标，那么美联储将在之后的时期允许通胀“超调”。

2021年3月，美国CPI已经达到了2.6%，超过了美联储的政策目标，但是美联储仍没有结束扩张型货币政策的动作，仍继续保持联邦基金利率在0%至1/4%之间并继续每月增加至少800亿美元的美国国债购买，每月增加至少400亿美元的机构抵押贷款支持证券的购买，对通胀超过2%保持了相当高的容忍度。美国国债和抵押支持证券持有量的飞速增加是美联储资产端膨胀的主要因素，见图5.1。截至2022年3月9日，美联储在疫情期间共购买各种期限美国

国债3.1万亿美元，抵押支持债券1.3万亿美元[①]。

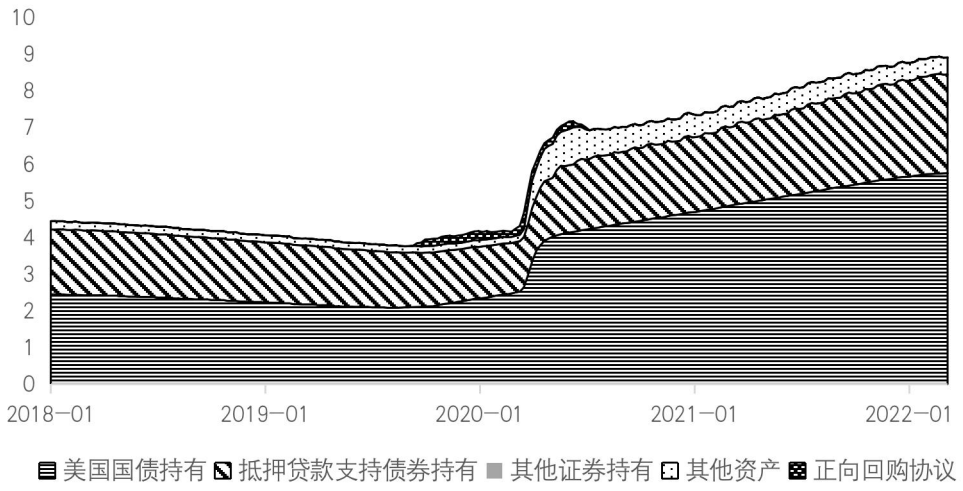

图5.1 美联储资产负债表资产端构成
数据来源：Wind

在美联储的负债端，存款机构的存款准备金是美联储资产负债表负债端最大的组成部分，自疫情爆发以来美联储通过资产购买向存款机构注入大量准备金。存款准备金规模在2021年12月1日达到历史最高的4.27万亿美元，是美国疫情爆发前的2.4倍。美国财政部持有的政府一般账户余额（TGA）是美联储负债端的另一项重要负债。在其他条件不变的情况下，当政府向个人和企业进行转移支付的时候，TGA会减少，而存款机构存款会随着私人存款的增加而增加。如图5.2所示，政府一般账户余额2020年出现大幅增加，在2020年7月29日达到历史高点的1.79万亿美元，并直到2021年1月底仍保持1.6万亿的水平，这是因为多轮财政刺激措施得到国会批准通过。随着财政支出和退税措施的走向尾声，TGA在2021年初出现开始出现较大幅度的下跌。从2021年1月底的约1.6万亿美元降至2021年12月底的不到3000亿美元。

[①] 美联储国债和抵押支持证券在 2022 年 1 月 19 日的持有量与 2020 年 3 月 18 日的持有量相减计算得出。

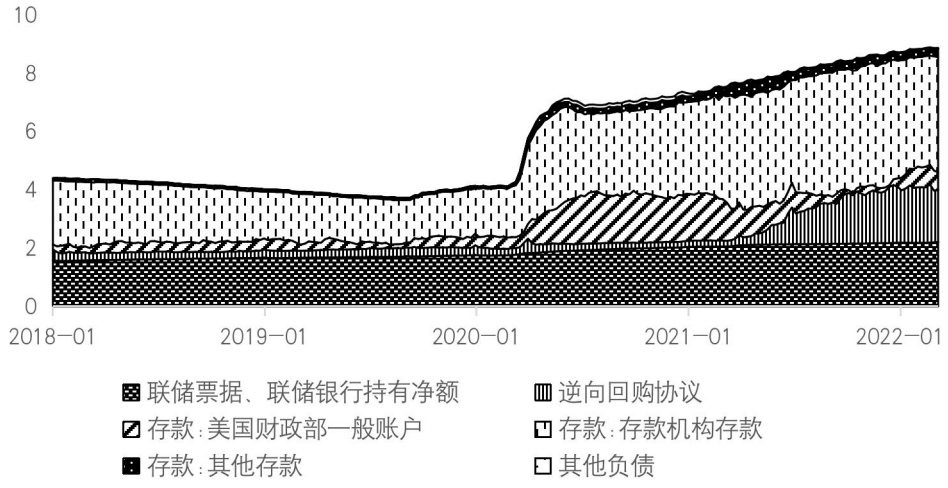

图5.2 美联储资产负债表负债端构成
数据来源：Wind

面对疫情冲击，欧洲中央银行同样采取了扩张型货币政策。疫情以来，欧洲央行实行超宽松货币政策，基准利率维持-0.5%不变，在原有资产购买计划基础上启动紧急抗疫购债计划（PEPP），不断扩大标的资产范围。截至2022年3月4日，欧洲中央银行在疫情期间共购买2.1万亿欧元的欧元证券，规模达到了疫情前的1.7倍，对欧元区信用机构的欧元借款是疫情前的3.6倍，见图5.3。

2020年日本央行为了应对疫情的冲击，宣布维持政策利率在-0.1%不变，并增加并增加对商业票据、公司债券、交易型开放式指数基金（ETF）、房地产投资信托（REIT）以及国债的购买。截至2022年3月10日日本央行的资产负债表扩大了1.3倍。其中在资产负债表中占比较大的政府债券持有量增长了8%，贷款和公司债券出现巨量增长，均相对于疫情前扩大了3倍，如图5.4。

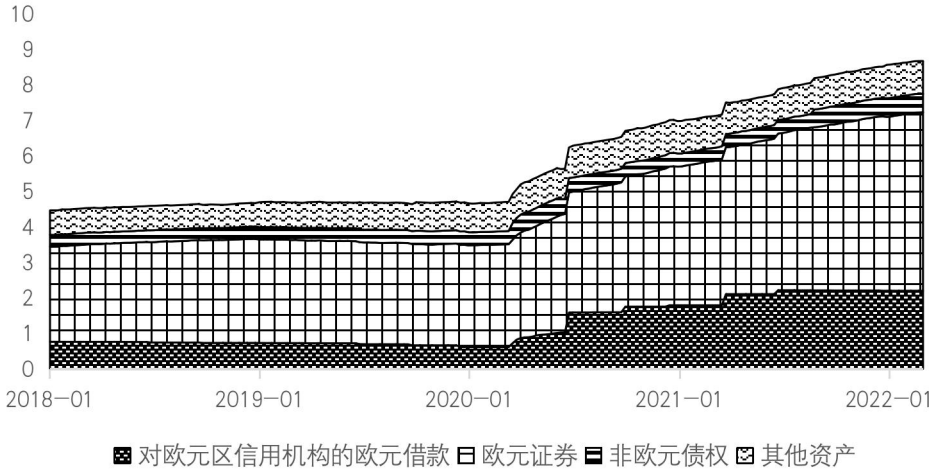

图5.3 欧洲央行资产负债表资产端构成（万亿欧元）
数据来源：Wind

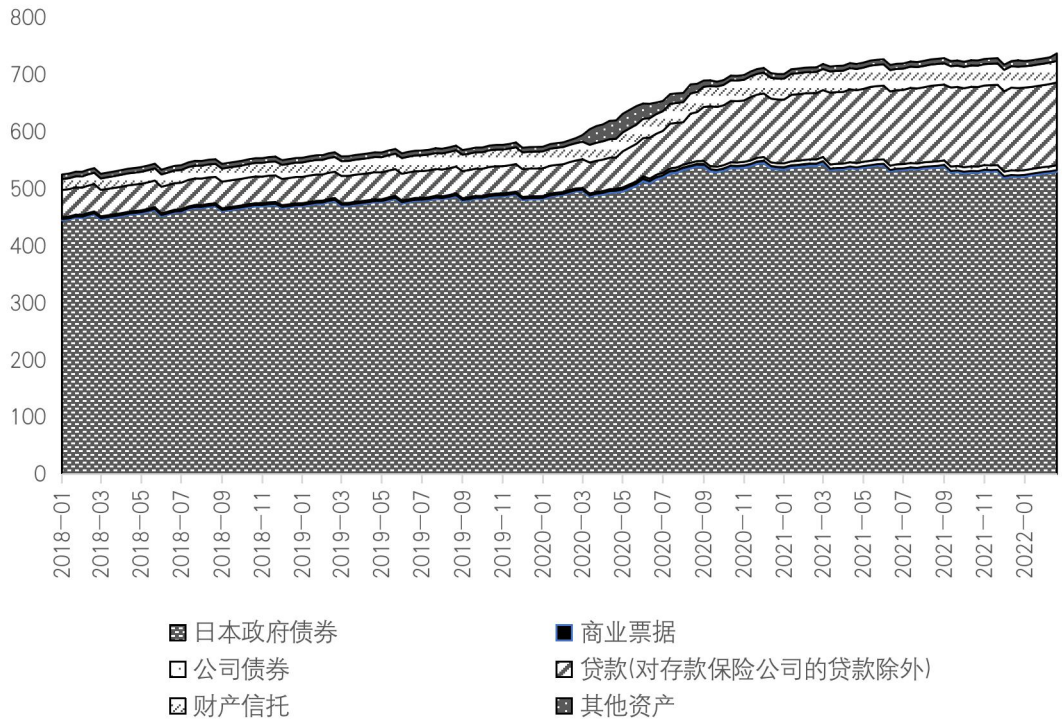

图5.4 日本央行资产负债表资产构成（万亿日元）
数据来源：Wind

二、扩张性财政政策使货币供给冲击的效果深入实体经济

在财政政策方面，尽管拜登的基建法案被国会缩减到5500亿美元，但是新冠疫情以来的财政支出总量仍十分巨大。美国政府通过直接存款拨付、给地方政府注资、投资基础设施建设、成立基金会等方式向社会投入了巨量的财政转移支付。具体包括特朗普政府时期的四项共计3万亿美元的纾困法案《防备和应对冠状病毒补充拨款法案》、《家庭优先冠状病毒应急法案》、《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》、《薪资保障计划和医疗保健增强法案》以及拜登政府时期1.9万亿“美国救援计划”等。

长期的低利率环境使得货币政策对经济复苏的边际效果逐渐降低，美国财政和货币政策协调框架出现了变化，在一定程度上显示出的财政政策主导货币政策的特征。财政政策成为提振内需、促进经济复苏的主要动力。美联储货币政策配合财政目标可以从财政赤字货币化的角度看出端倪。

美联储正在主动的将财政支出货币化，如图5.5所示。相对于2008年金融危机时，本次

面对疫情冲击美联储购买国债的速度更快，数量更多。美联储国债持有量在2020年5月初已经是3月的1.5倍，不到两个月的时间，国债持有量暴增1.5万亿美元。这在很大程度上被视为为特朗普政府的纾困法案买单。而且之后美联储保持着每月800亿美元的购买速度也超过了之前QE时国债持有量的增速。各种期限的国债持有量同时增加，大于一年期的国债增速明显高于小于一年期的国债增速。截至2022年3月9日，91天至1年期的国债、1至5年期的国债、5至10年期的国债和超过10年期的国债分别为疫情前持有量的2倍、2.25倍、2.8倍和2倍。

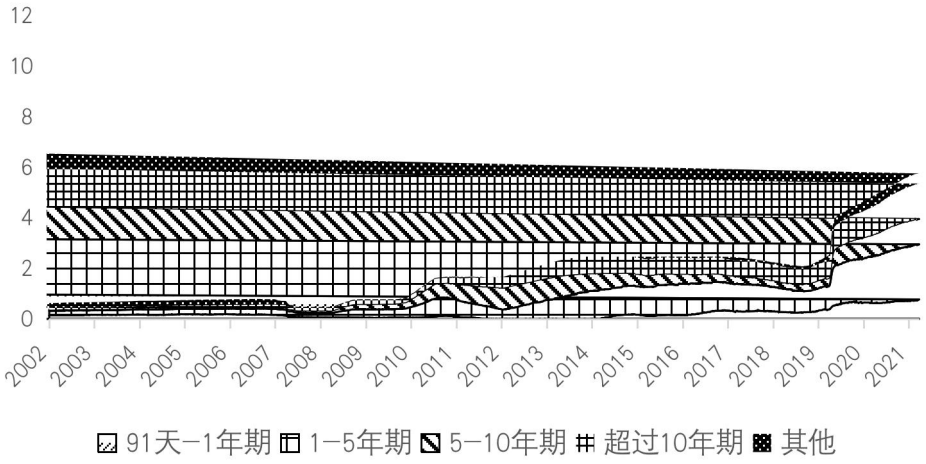

图5.5 美联储持有的国债结构
数据来源：FRED。https://fred.stlouisfed.org/series/TREAS911Y

欧盟与日本也通过了与美国相似的纾困政策和救济法案。欧盟2020年12月通过多年度财政框架（Multiannual Financial Frameworks，MFF）以及2020年7月宣布的下一代欧盟计划（Next Generation EU，NGEU）均为各成员国克服新冠疫情危机提供支持，并且推进欧盟实现“绿色经济”和“数字战略”两大转型升级目标[①]。日本政府巨额的财政支出计划使得2020年日本一般财政账户的预算总额达到历史最大规模，高达102.7万亿日元。补充预算额为57.6万亿日元，超过了金融危机和2011年日本大地震时的补充预算额。2021年11月19日，日本政府再次公布了4900亿美元的支出计划，对家庭发放现金给付、对受新冠疫情影响的公司提供补贴，为紧急疫情支出预留的储备。

三、主要发达国家扩张型财政与货币政策的影响

主要发达国家复苏较快的最重要原因是其迅速猛烈的财政政策和货币政策。应对疫情冲击的纾困支出和扩张性货币政策释放了巨额的流动性，强有力的政策刺激带来需求扩张，暂

[①] https://app.cibresearch.com/shareUrl?name=000000007ae2490e017b9a5b257751a8

时地掩盖了疫情下全球需求萎缩、产能过剩的问题。在这种情况下，通胀高度取决于财政与货币政策。

疫情爆发以来至2021年第一季度，主要发达国家M2明显增加，美国M2同比增速在2020年5月份至2021年3月超过20%。日本在主要发达国家中M2同比增速较缓，但是仍显示出疫情驱动货币增发的明显趋势。见图5.6。截至2022年1月份，美国、日本、欧元区、澳大利亚、英国M2相较疫情之前分别增长了33%、12%、15%、19%、14%。大量货币流入当经济体中，进入的金融市场会导致资产泡沫，进入的商品市场会导致物价的上涨。尽管在短期，疫情冲击降低了市场风险偏好，消费、投资受到抑制，但是从中长期货币数量论的角度，超发的货币将成为通胀的基础。

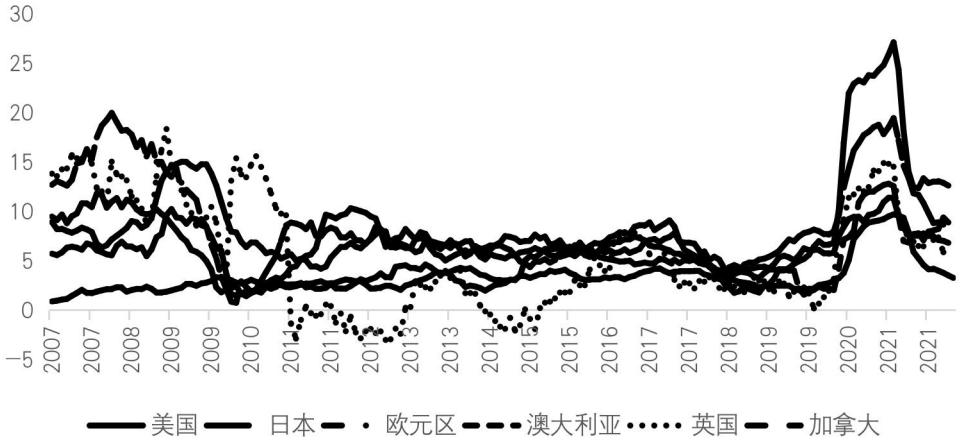

图5.6主要发达国家M2季调同比增速
数据来源：Wind

在财政政策方面，由于税收抵免政策、企业业绩下滑导致的财政收入减少和财政支出的增加，各国财政状况恶化，政府债务大幅上升，财政赤字增加，见图5.7、图5.8。2020年在财政赤字方面，美国的财政赤字较2019年扩大了近2.4倍，德国由财政盈余变为财政赤字，英国财政赤字较2019年更是扩大了6倍之多。在政府债务率方面，除德国外，其他主要发达国家均出现大幅增加。2020年美国总债务率同比增加18%，直逼二战期间的峰值。日本的政府总债务更是增加到GDP的2.6倍。债台高筑的政府债务是央行在未来采取行动抑制通胀的阻碍因素之一。各国政府未来债务得以偿还依赖于低利率和宽松的借贷环境，这或将使得政府施压央行，以延缓货币政策收紧的速度和加息的步伐。

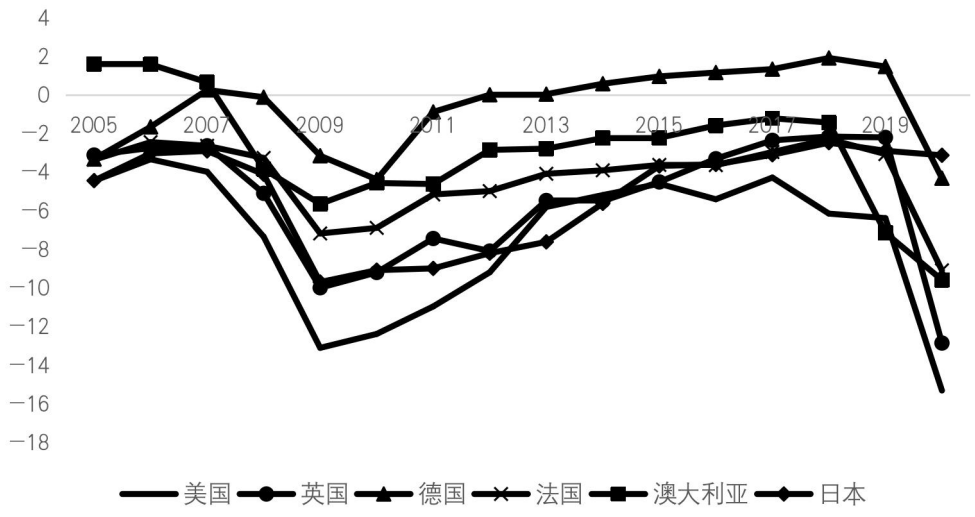

图5.7 主要发达国家财政赤字率
数据来源：OECD

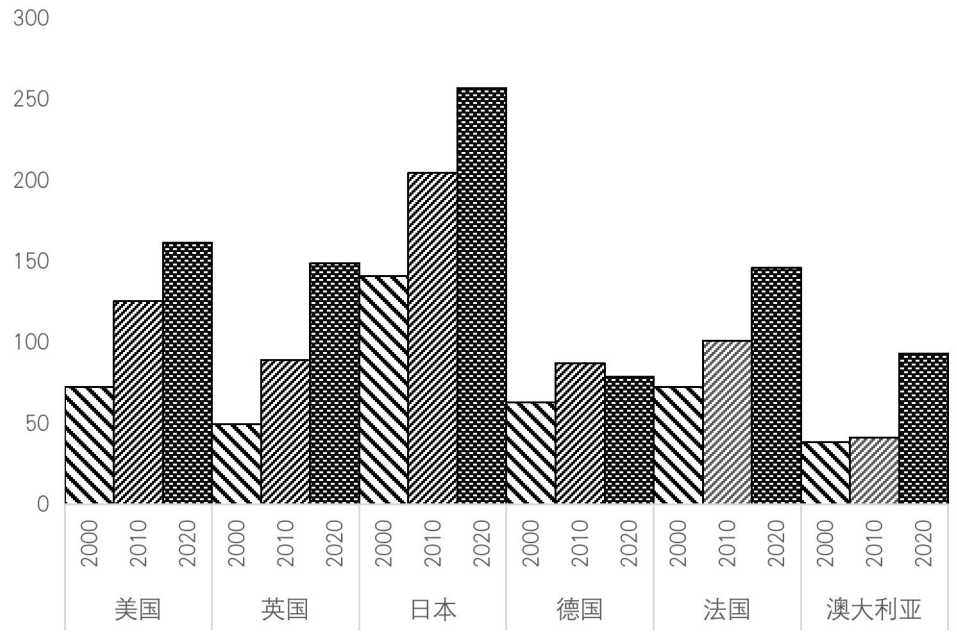

图5.8 主要发达国家总政府债务率
数据来源：OECD

5.2 疫情冲击下的需求端变异加剧全球通胀

随着各国经济的的复苏，需求端相较于供端给已经率先恢复。货币政策与财政政策在疫情期间保护了内需的萎缩，企业躲过了破产危机，家庭储蓄率高筑。经济活动的重新启动，各国解除疫情封锁，劳动需求增加，失业率降低，疫情期间被抑制的需求被释放出来。图5.9

显示了主要国家在疫情期间积累的超额储蓄。超额储蓄通过2020年第一季度至2021年第一季度的家庭储蓄减去2017年第一季度至2019年第四季度储蓄的线性期望储蓄计算得出，并表示成为期望储蓄的百分比的形式。美国的超额储蓄率为77%，加拿大、日本、波兰的超额储蓄率超过了200%。由于发达国家人民长期保持低储蓄、高消费的习惯，如果这些过度储蓄随着经济进一步复苏释放出来，将成为推动物价上升和资产泡沫的重要推动力量。南非、中国等发展中国家也积累了一定的超额储蓄，虽然没有发达国家的积累程度深，但消费仍有加速的现实基础。

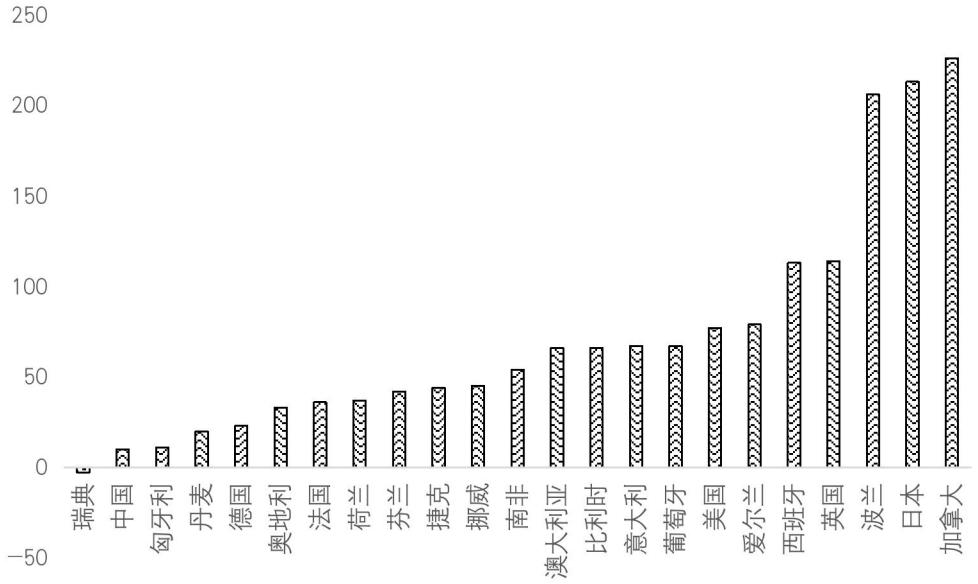

图5.9 累计超额储蓄（期望储蓄的百分比）
数据来源：国际货币基金组织2021年10月《世界经济展望》

图5.10使用相同的方法计算了当前消费与期望消费的差距[①]。可以发现主要发达国家的居民消费在2020年都出现了“V型”复苏，2021年居民消费仍保持复苏的势头但出现波动。美国消费恢复速度较快，已经率先回到了期望消费的水平，其他发达国家国的消费尚未完全走出疫情的影响，仍有较大的恢复潜力。发展中国家消费的恢复程度差于发达国家，如图5.11所示。在图中选取的代表性国家中，印度尼西亚和俄罗斯没有显现出向期望消费复苏的倾向。中国、印度、巴西和南非实现了“V型”复苏，也为全球需求的复苏做出了重要的贡献。

[①] 基于 2017Q1 至 2019Q4 不变价季调居民最终消费的线性外推。

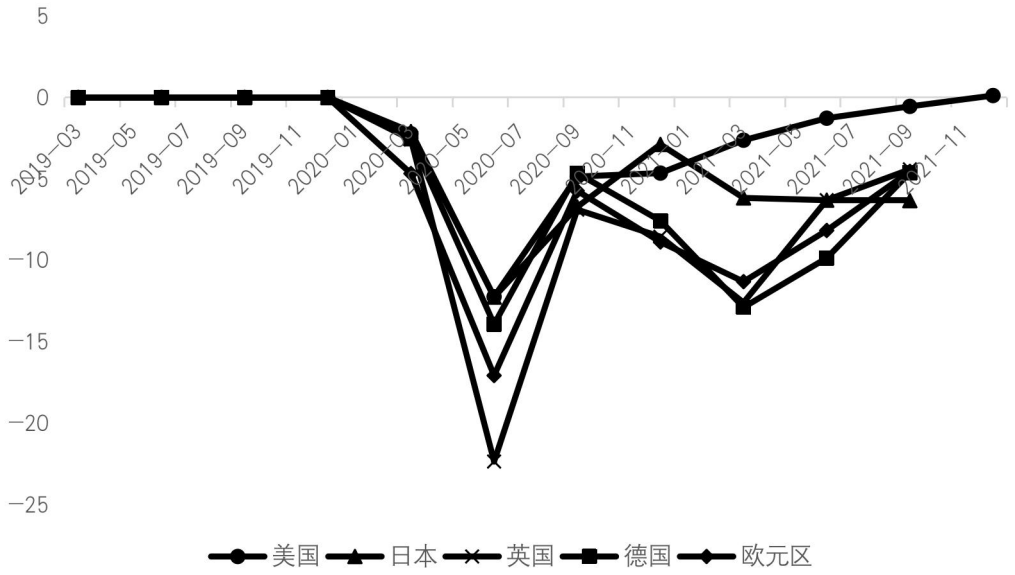

图5.10 主要发达国家消费恢复情况（期望消费百分比）
数据来源：Wind

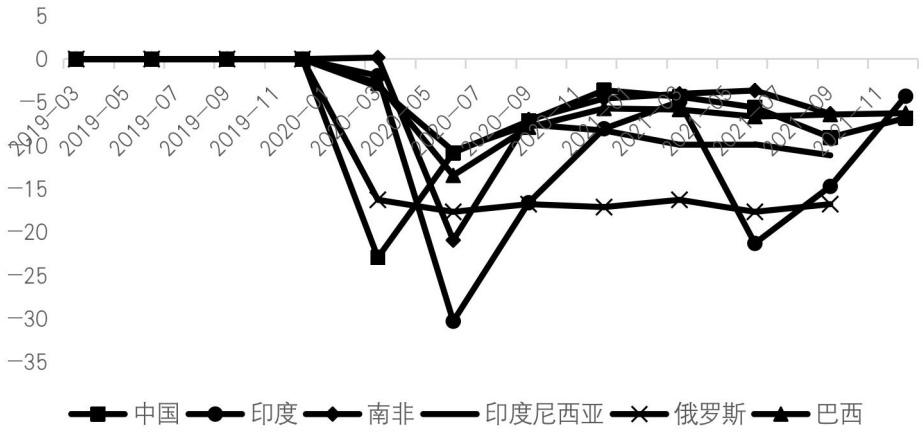

图5.11 主要发展中国家消费恢复情况[①]（期望消费百分比）
数据来源：Wind

从消费结构上看，货物消费与服务消费的恢复仍存在较大差异。美国的货物消费在2020第三季度已经超过了期望货物消费，恢复速度远超服务消费的恢复速度。在2020年第二季度，相对于货物消费负向偏离期望值4.3%，美国服务消费偏离了15%，恶化程度更加严重。随后恢复脚步缓慢，截至2021年第四季度仍负向偏离其期望值4%。日本情况与美国类似，服务消费的复苏速度和力度均不及货物消费。2022年随着疫苗接种率的进一步提升，疫情管控的进一步解除，包括旅游、文娱在内的服务消费预计将得到更快的恢复。

[①] 基于 2017Q1 至 2019Q4 不变价季调居民最终消费的线性外推，其中中国使用的是社会消费品零售总额

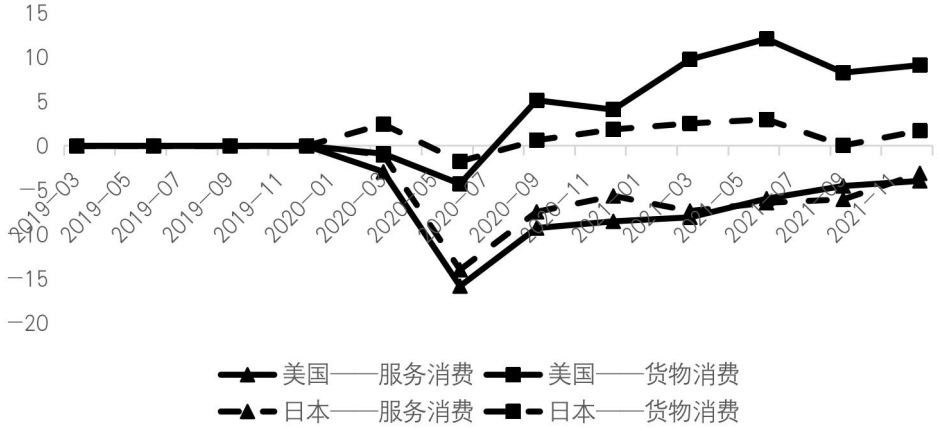

图5.12 服务消费与货物消费的恢复差别（期望消费百分比）
数据来源：Wind

在投资方面，除日本外，各国在疫情后也出现了“V型”复苏，如图5.13所示。美国在2020年第二季度投资大幅下滑，负向偏离期望投资18%，目前几乎恢复到期望投资水平。欧元区的经济龙头德国与法国恢复显著，但是欧元区其他国家投资仍处于较低的水平，使得欧元区整体距离期望投资还有较大差距。澳大利亚恢复情况在所有发达国家中表现优异，投资已经完全恢复，2021年第四季度超过期望投资8.9%。但是疫情或许会在一段时间内降低人们的风险偏好，使得人们更倾向于回避不确定性，这会影响需求端的恢复。在积压的内需释放完毕后，消费和投资可能在一段时间内仍无法回到期望水平，储蓄率或仍高于疫情之前。

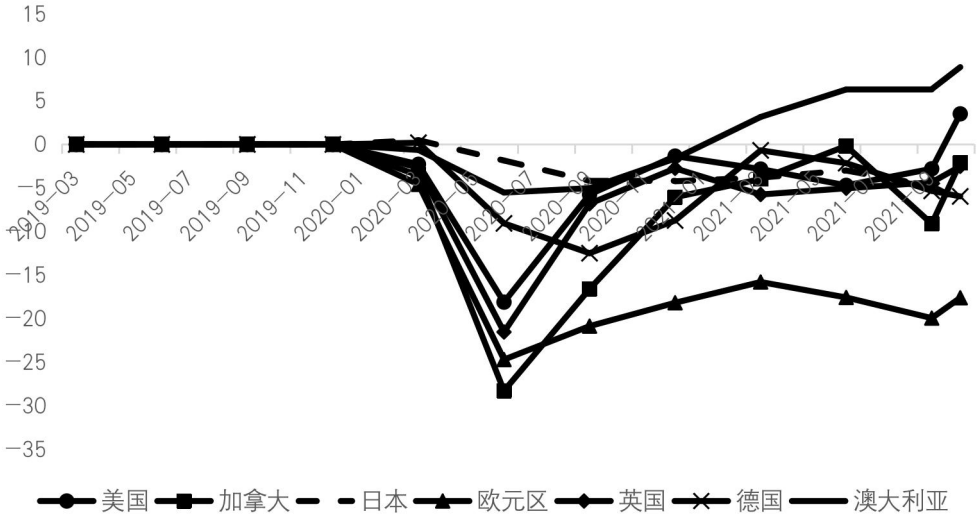

图5.13 主要发达国家投资恢复情况（期望投资百分比）

数据来源：Wind[①]

发展中国家投资的复苏情况相对于发达国家表现的更加两极分化。印度、巴西和南非在疫情后实现了较快的复苏，巴西的投资水平在2020年第四季度时已经超过了期望值。印度尼西亚和俄罗斯的投资恢复十分不明显，甚至在2021年第三季度出现进一步恶化的势头。全球投资的复苏主要来源于头部发达国家和以印度、巴西和中国为首的发展中国家的贡献，这些国家投资端的快速恢复加深了供需之间的矛盾。其他国家的投资水平仍有较大的复苏空间。

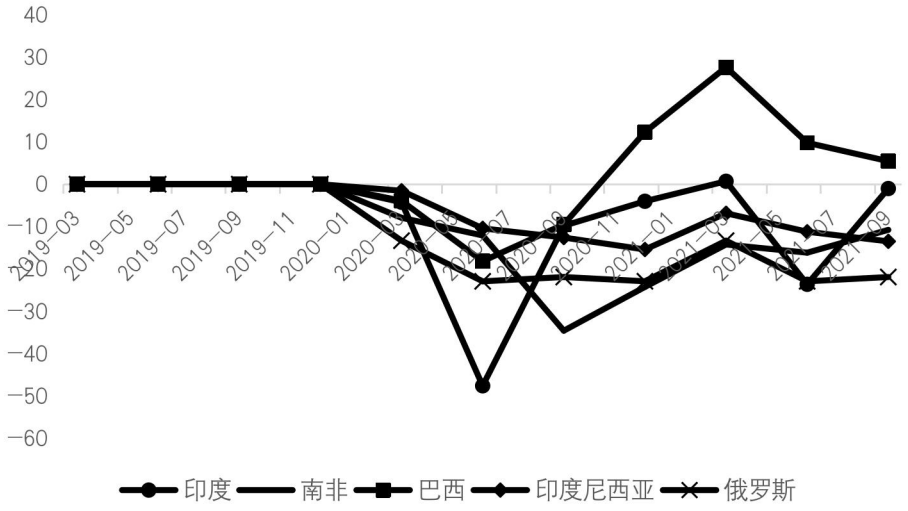

图5.14 主要发展中国家投资恢复情况（期望投资百分比）
数据来源：Wind

[①] 美国与加拿大使用不变价季调私人资本投资总额数据，其他国家使用不变价季调资本形成总额数据。

6. 全球通胀展望：全球经济会陷入滞涨么？

2022 年美国 1 月 CPI 同比增速已经升至 7.5%，创 1982 年以来的最高水平。本次通胀是否是长期现象，与 20 世纪 70 年代的相比又有哪些异同。本节认为本次通胀在流动性水平、全球供应链重构、货币财政政策刺激和劳动力市场等方面与 20 世纪 70 年相比具有相似性。但是在政策刺激规模和全球化背景等方面，两次通胀又展示出一定的差异性。

本节认为目前情况尚不会出现超级通胀，原因有二。首先，以美国为首的主要发达国家的央行逐渐开始重视通胀的控制，加息预期已经形成。其次，通胀预期依然稳定，新冠疫情期间的财政政策的货币政策的实施，并没有使得通胀预期脱锚。然而，各国仍需警惕加息带来的债务风险，尤其是处于国际金融市场边缘的发展中国家。

6.1 与 20 世纪 70 年代的通胀对比

回顾上世纪 70 年代到 80 年代中期的全球通胀的发生背景，对于今天全球通胀走势的判断具有启示作用。

1971 年尼克松为谋求连任，挽救经济衰退，放弃持续两年的紧缩性财政政策。美联储同时也开始大肆投放流动性。1971 年和 1972 年美国广义货币增速连续两年保持 13%的水平。同时 1971 年 8 月，为了解决美国日益严重的贸易逆差问题，时任美国总统尼克松迫使西方主要国家货币对美元升值。同时宣布美元与黄金脱钩，布雷顿森林体系瓦解。美国贬值的预期导致大量资金从美国流向其他发达国家，而这些国家的政府为了解决对冲美元流入所造成的本币升值压力，向市场投放了大量的货币，从而事实上导致了国际资本市场处于“流动性过剩”的状态。而 1973 年爆发的石油禁运恰好成为引燃石油价格飙升的导火索。1974 年和 1975 年以 GDP 平减指数衡量的美国通胀率均为 9%。

同样的是，1976 年吉米卡特当选美国总统，为了解决失业问题，继续采取扩张性政策，1976 年、1977 年美国广义货币分别同比增加 10%和 12%。在 1979 年伊朗危机的前 1 年，时任美国总统卡特同样为了解决美国的贸易逆差问题，再次迫使贸易伙伴国货币对美元升值。两伊战争使得石油危机再次爆发，美国乃至世界的通胀水平暴涨。“尼克松冲击”和“卡特冲击”所释放的流动性是届时全球大通胀基础和根源。

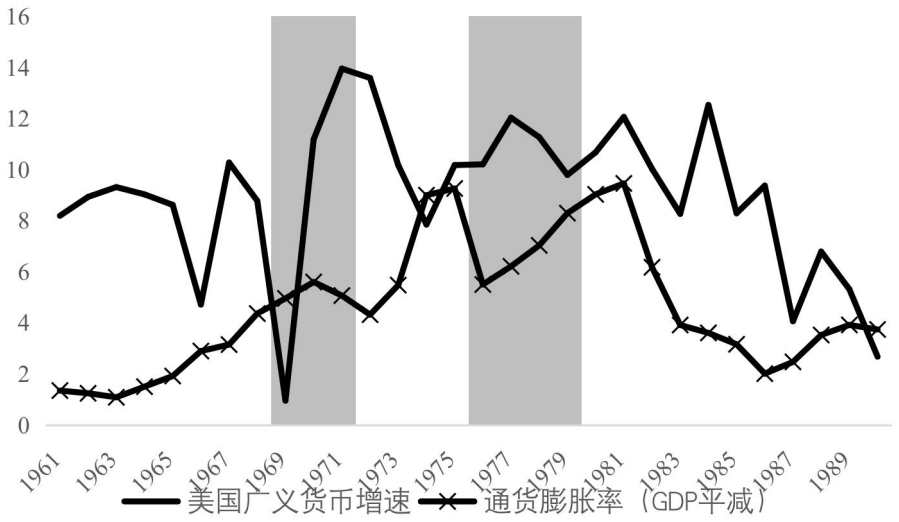

图 6.1 20 世纪 60 年代-80 年代美国广义货币增速与通胀率
数据来源：世界银行

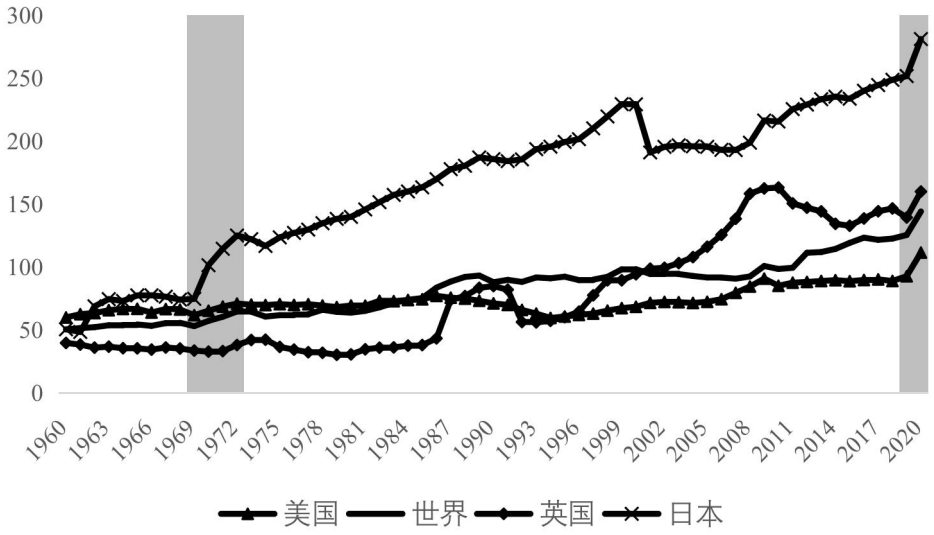

图 6.2 流动性指标：广义货币占 GDP 比重
数据来源：世界银行

本次通胀的形成与 20 世纪 70 年代的通胀有相似之处。首先，20 世纪 70 年代布雷顿森林体系摇摇欲坠，全球金融体系和国际贸易规则处于动荡变革之中。与之相似的是，本次通胀的出现也处于全球供应链重构的过程之中，疫情冲击和近期俄乌冲突的爆发使得本就脆弱的全球供应链进一步阻滞，大宗商品价格上涨。其次，世界各国央行采取了前所未有的扩张型货币政策。而且各国政府的财政刺激和公共债务高企，目前大部分主要发达国家的总债务率已经超过了自身 GDP 的水平，自 2019 年以来新兴市场的平均政府债务总额也升高了近 10 个百分点。供给不足而需求旺盛，供需矛盾加深。再次，在本次危机之前的十多年里，世界

主要发达国家长期处于流动性过剩的状态，如图 6.2 所示，世界流动性自 2008 年之后开始加速上升。央行资产负债表规模始终在膨胀的轨道。最后，70 年代的时候婴儿潮还没有影响到劳动力的供给，劳动力相对短缺。与当时相同的是，目前新冠疫情导致劳动力结构性短缺，失业率在下降，但是劳动参与率恢复速度较慢，低收入岗位出现大量空缺，工资水平正在被推高。这一切或都为如今的全球通胀的再次威胁全球经济做了铺垫。

本次通胀的形成与 20 世纪 70 年代也不同之处。首先，在货币政策方面，目前的流动性过剩的规模高于 20 世纪 70 年代的时候。美国 M2 增速从 2020 年 5 月至 2021 年 3 月近一年的时间保持着超过 20%的同比增速，远高于 20 世纪 70 年代的增速。这意味相比于 20 世纪 70 年代的通胀，经济中仍存在更多的流动性剩余。其次，20 世纪 70 年代全球化水平进一步提升，全球贸易占 GDP 的比例从 1970 年的 27%上升到 1980 年的 39%。2008 年后全球化进程受阻，疫情冲击更是导致了各国联系交流的进一步减弱。有迹象表明，各国和企业都在寻求供应链的本土化，加强自身供应链抵御冲击的能力。全球化和面临较少竞争的公司又意味着商品价格将上涨。全球化倒退或将不利于通胀的抑制。

6.2 主要发达国家未来财政货币政策的走向以及对通胀的影响

全球结构性通货膨胀显现，各国通胀压力不断升温。综合当前需求端的环境和政策，本文认为 2022 年通胀会出现较大程度上升，但是不会出现所谓的“超级通胀”。

一、各国货币政策将开始收紧

未来通胀的走势很大程度上取决于各国对通胀的反应，以美国为首的一些发达国家已经开始采取行动遏制通胀。美联储自 2021 年 11 月起开始缩减其扩张性货币政策的力度。2022 年 1 月 26 日，美联储宣布将基准利率维持在 0%-0.25%不变，IOER 维持 0.15%不变，每月资产规模减少 300 亿美元（维持不变）。预期 3 月初 Taper 结束，然后预计很快就会适当提高联邦基金利率。英国央行已经开始加息以应对通胀危机，除了供应链瓶颈之外，脱欧后的贸易和移民壁垒更是加剧了通胀问题，IMF 预测英国 2022 年的通胀可能会达到 5.5%的 30 年最高水平。2022 年 2 月 3 日，英国央行宣布加息 25 个基点至 0.5%，货币政策委员会一致同意结束公司债购买。

表 6.1　2021 年以来一些央行的收紧货币政策操作

时间	央行	货币政策操作
6 月 22 日	匈牙利央行	基准利率从 0.6%上调至 0.9%
7 月 14 日	智利央行	基准利率从 0.5%上调至 0.75%
7 月 23 日	新西兰央行	停止大规模资产购买计划（LASP）
7 月 23 日	俄罗斯央行	宣布第四次加息，基准利率从 5.5%上调至 6.5%。前三次加息分别在 2021 年的 3 月、4 月和 6 月。
8 月 4 日	巴西央行	宣布第四次加息，基准利率从 4.25%上调至 5.25%。前三次加息分别在 2021 年的 3 月、5 月和 6 月。
8 月 5 日	捷克央行	宣布第二次加息，基准利率从 0.5%上调至 0.75%。第一次加息在 2021 年 6 月。
8 月 12 日	墨西哥央行	宣布第二次加息，基准利率从 4.25%上调至 4.5%。第一次加息在 2021 年 6 月，基准利率从 4%上调至 4.25%。

资料来源：中银研究

但是各经济体复苏情况不同，各经济体央行对结构性通货膨胀的不同理解开始表现为货币政策的分化，目前仍有许多经济体未开始收紧货币政策。欧洲央行对通胀的反应更为鸽派，2021 年 12 月欧洲央行在 2022 年一月份可能视情况进行 Taper，2022 年 3 月完全停止大流行紧急购买计划，截至 2022 年 3 月 10 日，欧洲央行行长上调通胀预期，但是仍保持利率不变。日本央行在 2022 年 1 月的利率决议宣布维持利率不变，同时上调了 2022 财年的核心 CPI 至 1.1%。为提振经济，中国人民银行保持了宽松的货币政策，下调准备金率等政策利率。考虑到澳洲联储和加拿大央行通常与美联储保持一致，德国 2021 年通胀率创近 30 年来新高以及德国对欧洲央行的影响，欧洲央行极有可能在 2022 年前两个季度便开始采取行动遏制通胀。因此，大部分主要发达国家和地区的货币政策的扩张周期在 2022 年可能即将结束。

二、通胀预期依然锚定

通胀预期对于通胀的形成是至关重要的。当通胀预期脱锚的时候，通胀可能会持续的上涨，出现自我实现的通胀螺旋。当通胀预期随时间变动程度较小，部门之间的通胀预期差异较小，并且对于宏观信息不敏感，且符合央行的通胀目标的时候，我们通常认定通胀预期是稳定的。

Bems 等（2021）建立了描述通胀预期稳定性综合指标，包含长期通胀预测的时变性、不同机构的通胀预期分散性、长期通胀预期对宏观冲击的敏感性、中长期通胀对中央银行目标的偏离四个变量。国际货币组织在 2021 年 1 月的《世界经济展望》中根据该指标计算了发达国家和新兴市场国家通胀预期锚定情况，见图 6.3。图 6.3 的上图和下图分别展示了发

达国家与新兴市场国家 2001 年-2020 年通胀锚定指数中位数和 25%、75%分位数。自 2001 年开始，发达国家形成了相对稳定的通胀预期。2020 年的新冠疫情的冲击并没有改变通胀预期的稳定性。新兴市场国家在 21 世纪出的时候通胀预期出现大幅提升，而后也逐渐稳定下来，但是 25%-75%之间的范围较发达国家更宽，这说明新兴市场国家组的通胀预期相对于发达国家组仍有较大变动性。

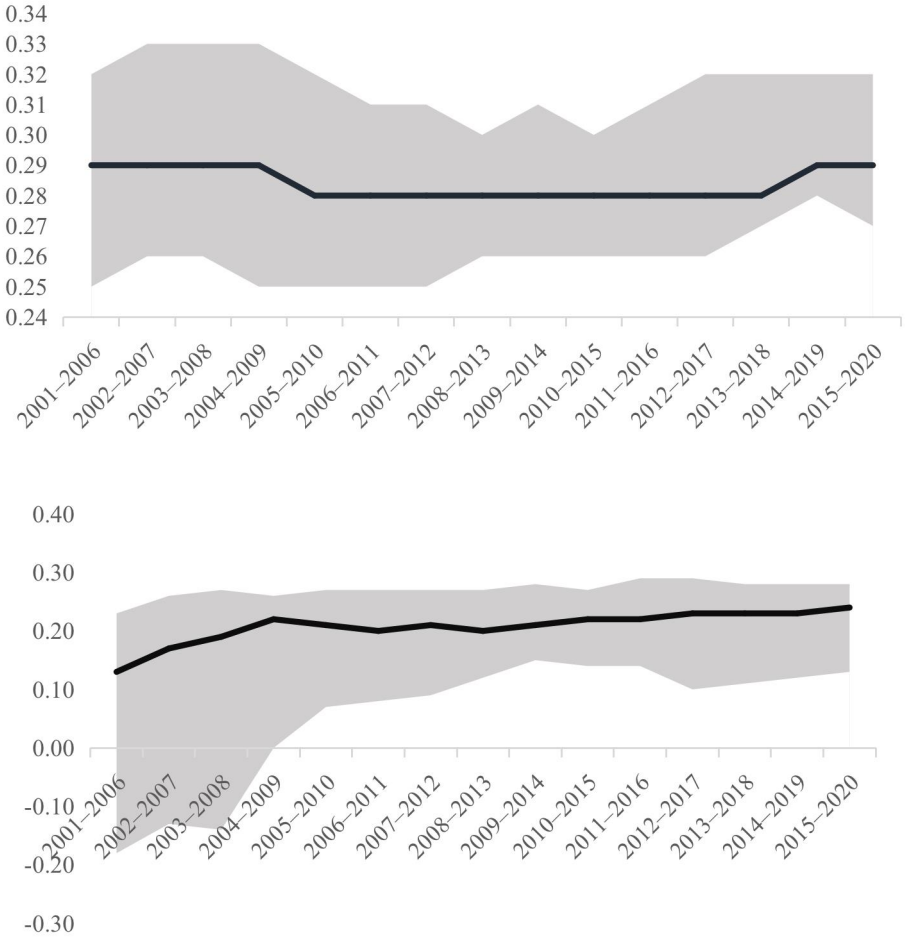

图 6.3 发达国家（上图）与新兴市场国家（下图）通胀预期锚定情况
数据来源：IMF2021 年 10 月《世界经济展望》

IMF 在 2021 年 10 月《世界经济展望》识别了历史中导致通胀预期脱锚因素，“通胀加速和恐慌”的拐点的识别使用的是 Hausmann、Pritchett 和 Rodrik (2005)的方法，结果如图6.4，该图展示了在通胀加速阶段开始之前三个季度($t-3$至$t-1$)与前六个季度($t-9$至$t-4$) 的经济变量的平均差异性。在新兴市场国家中，名义有效汇率的剧烈贬值通常与即将到来的通胀加速有关。经常账户赤字和财政赤字的扩大通常也会导致通胀危机的出现。对于发达国家，在高通胀之前通常会有财政盈余的出现，这说明总需求冲击和经济过热可能会

提高发达国家的财政表现和通胀。中短期通胀预期在通胀恐慌之前也会出现较快的上升。如果出现超过六个季度的通胀上涨，往往提前三年的通胀预期会出现更快的上升。若拿 IMF 研究历史经验得出的结果比对当今的美国来判断通胀是否会快速上涨。美元没有出现大幅贬值，2021 年美元总体升值，名义有效汇率随着美联储收紧货币政策的预期逐步实现开始进入升值轨道。经常账户余额疫情后有所恶化但仍在可控范围内。财政余额为赤字状态而非盈余。各种期限的盈亏平衡通胀率均在 2021 年 11 月后开始企稳，上升势头被遏制。但是受到俄乌冲突的影响，大宗商品价格快速上涨，通胀预期再次攀升，截至 3 月 11 日 5 年期和 10 年期盈亏平衡通胀率达到近 20 年来最高点（分别为 3.52%和 2.94%）。尽管美国在一些方面或不具备通胀预期脱锚的特征，但是俄乌冲突却加剧了通胀脱锚的风险和宏观经济的不确定性。

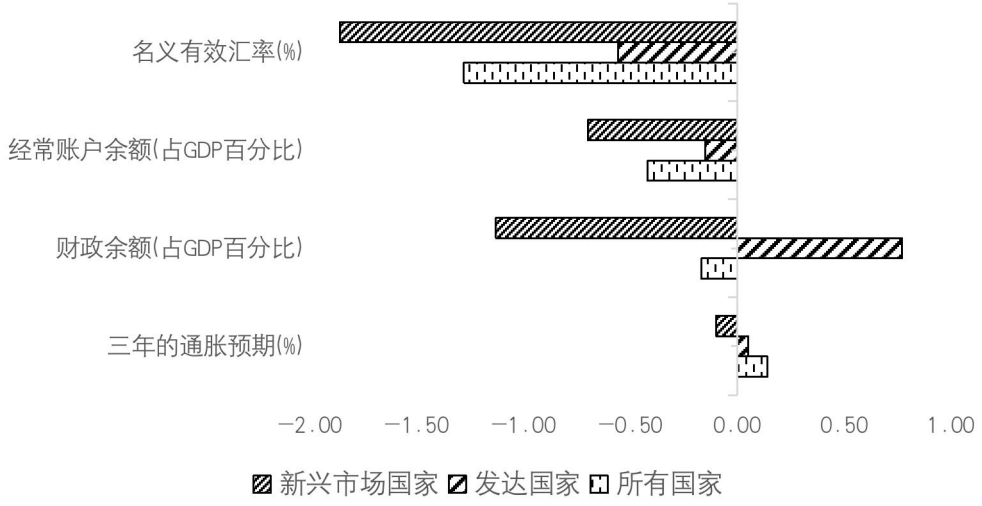

图 6.4 通胀脱锚的因素
数据来源：IMF2021 年 10 月《世界经济展望》

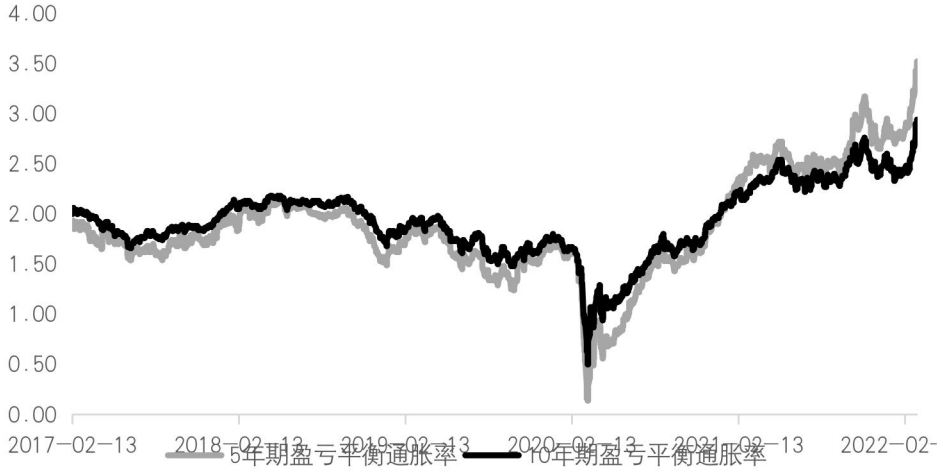

图 6.5 盈亏平衡通胀率（%）

数据来源：FRED。https://fred.stlouisfed.org/series/T30YIEM

最后，IMF 研究了疫情期间通胀预期是否锚定的问题。研究逻辑是简单的：如果通胀是锚定的，那么它不会对通胀冲击做出反应。通胀预期使用 5 年盈亏平衡通胀率描述，通胀冲击使用油价冲击描述。回归结果表明，石油价格冲击对于通胀预期的影响是显著的。引入石油期货价格和新冠疫情指标的交互项，发现新冠疫情并没有显著改变通胀预期对石油价格冲击的响应。进一步地，研究新冠疫情期间美国日度的财政政策和货币政策的通知（财政 79 个，货币政策 69 个）对通胀预期的影响，也没有发现财政货币政策导致通胀预期脱锚的证据。综上，从机构通胀预期的角度，需求端对 2022 年通胀的影响可能较小，因为其不能导致通胀预期的脱钩。

6.3 发达国家劳动市场变异尚不构成通货膨胀上升的持续压力

20 世纪 70 年代美国在受到两次 OPEC 石油冲击后出现了工资-通胀螺旋上升的局面，那么当前美国劳动力市场上出现的工资上升以及通胀上升并存的现象是否也会产生工资-通胀的上升呢。本文认为本轮疫情导致的经济衰退不会产生该现象，主要原因是 70 年代的工资上涨是由多种因素共同造成的，而反观当前工资上涨的机制则与之大不相同，不存在触发工资-通胀螺旋上升的关键因素。

具体来看，70 年代发生工资-通胀螺旋上升有以下关键的因素：

第一，石油价格冲击是一个持久性冲击，在 1973 年油价上涨 100%后长达十年保持在较高的水平，冲击是持久性还是暂时性对通胀水平以及工资的影响大不相同，在持久性冲击下，石油价格才会将成本压力顺利传导至工资等其他生产要素。第二，面临石油价格冲击的同时，食品价格也显著上升，由于食品价格在通胀指数中比例较高，因此食品价格的上升也极大程度上推高了通胀，实现了全面价格上涨，很多原因导致了食品价格上升，例如玉米枯萎病、农作物库存减少、粮食歉收、秘鲁凤尾鱼消失等；第三，各企业中工会势力庞大，在面临通胀上升时，更容易提高实际工资；第四，石油危机爆发后，劳动生产率下降，而实际劳动成本在上升，政策制定者错误地判断了潜在产出缺口与潜在失业率而实施了宽松的货币政策，进一步推高了价格。第四，更重要的是，在这个 20 世纪 70 年代，美国等西方发达国家并未对货币政策进行显著调整。

因此，在 70 年代，多种因素的综合作用造成工资-通胀螺旋上升局面，只出现上述因素

中的其中一个或者几个都不必然触发工资-通胀螺旋上升，例如，1982 年之后美国也经历了多次石油价格冲击，无论是暂时性（1990 年，2008 年）冲击还是持久性冲击（2009 年）都没有出现工资-通胀螺旋上升的现象。同样的，本文认为本轮经济衰退不存在上述核心因素。

一、引发工资上涨的疫情冲击以暂时性冲击为主

20 世纪 70 年代的石油危机是持久性冲击，自 1973 年价格上升一倍后长达十年的时间都保持在这一水平，甚至在 1979 年至 1980 年间再次翻了一倍。总体通胀率也在 1974 年和 1979 年依次达到历史高点（12.2%和 14%）。供给冲击是持久性还是暂时性会极大程度上决定工资等各种要素价格的变化趋势。如果冲击是一次性的永久性冲击，例如在 70 年代经历的是石油相对价格的变化，那么意味着在较长时间后当相对价格收敛至新的稳态过程中，其他要素的价格会不断攀升。而如果价格冲击是暂时的，或者未来会很快逆转，石油的相对价格虽然会经历短暂的上升，且在此过程中其他要素价格也会受到上升的压力，但随着石油价格迅速回落，通胀不存在持续上涨的压力，那么工资向价格的传导是有限的，工资-价格螺旋上升的可能性也较小。

本轮疫情主要受到两种供给冲击，全球范围的疫情爆发以及以发达国家为主导的价值链重构。首先，疫情爆发对劳动力市场的冲击是暂时性的。具体来讲，美国劳动力市场上，工资上涨主要是由于劳动参与率下降引发的劳动力短缺，而劳动参与率下降一方面是由于当前的失业救助政策促进了一部分退休潮，另一方面是由于某些产业受到疫情影响降低对部分劳动力的需求，而这部分劳动力由于技能无法匹配其他产业从而暂时退出劳动力市场，形成暂时的结构性失业，可见上述两个因素与疫情紧密相关，随着疫情的进一步控制以及相关政策的取消，劳动力短缺的现象大概率会在短时间内消失。通过对比 70 年代的劳动力市场也可以说明劳动力市场的这一差异。1973 年石油危机发生后，失业率不断攀升，距离冲击发生后的两年失业率仍然高出冲击前 75%，而在本轮衰退中，疫情爆发后，虽然失业率短时间内激增到疫情前的 4 倍，但在两年后已经基本恢复至疫情前的水平，可见，恢复速度远远快于石油危机爆发时的劳动力市场，也快于历次衰退，且与疫情的相关防疫政策与救助政策息息相关，失业率的快速恢复说明疫情对劳动力市场的冲击不足以构成持久性冲击。

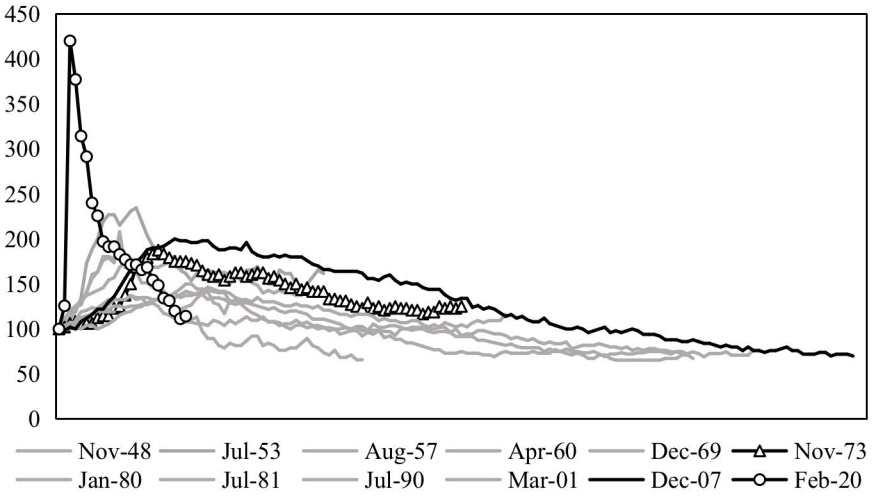

图 6.6 历次衰退后失业率恢复（每轮衰退前=100）
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

劳动参与率虽然暂时还未恢复至疫情前，但考虑到其下降幅度，相较于历次衰退，其恢复速度已经十分迅速。本轮经济衰退受到的第二个冲击是全球价值链重构的冲击，正如本文在第二、三节中所述，价值链重构虽然是长期的结构性变化，但该过程是在长期逐渐发生的，加之自石油危机以来，工资的灵活性增强，向下刚性减弱，当面临逐渐发生的冲击是，会在短时间内吸收冲击带来的价格影响，不会再出现 70 年代由于工会压力形成超过消费者价格指数增长的实际工资增长。

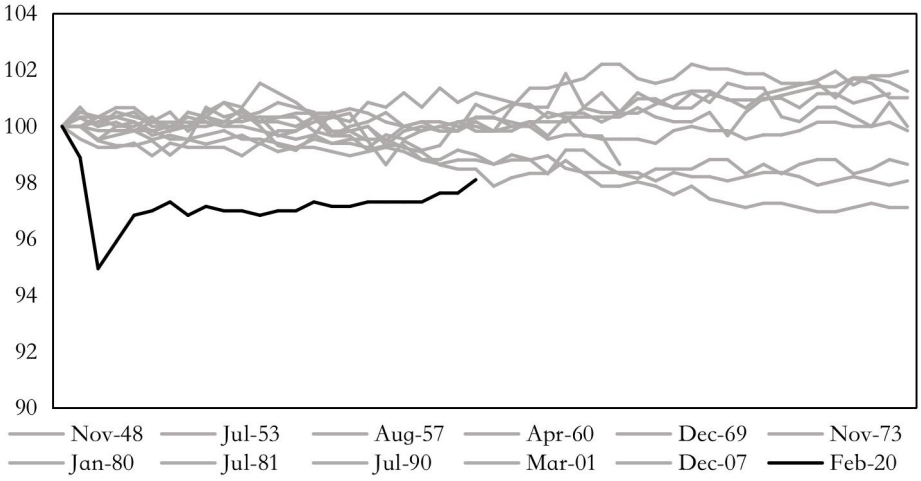

图 6.7 历次衰退后劳动参与率恢复（每轮衰退前=100）
数据来源：Federal Reserve Bank of St.Louis

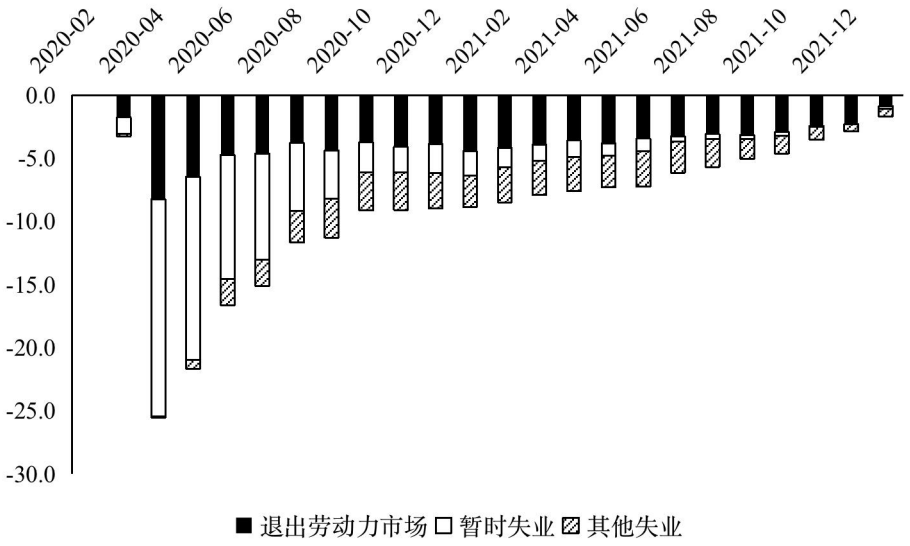

图 6.8 就业人数变化
数据来源：Federal Reserve Bank of Atlanta

二、生产率反弹，单位劳动力成本下降，工资上升的压力向产品价格传导有限

在形成工资-通胀螺旋上升的过程中，工资增长压力向产品价格的传导需要通畅，也就是说，工资的增长最终可以形成产品价格的上升。本文认为，虽然当前工资呈现增长趋势，但由于单位劳动力成本下降，工资增长向产品传导有限。

与名义工资相比，单位劳动力成本对于企业的定价更加重要。[①]如图是历次衰退后单位劳动力成本相较于衰退前的变化。可以看出，1973 年以及 1980 年的两次衰退后，单位劳动力成本发生了持久且显著的上升，在衰退发生的六个月内，单位劳动力成本均上升了 15%，尤其是 70 年代石油危机爆发后两年内，该值上升了 25%，很显然，工资-价格螺旋上升的背后是快速增长的单位劳动力成本，高涨的劳动力成本进一步引发了产品价格的快速增长。相比之下，本轮衰退则没有出现类似程度的上涨，疫情爆发后两个月，虽然单位劳动力成本迅速上升了 10%，但在第三个月已经回落至 1.1%，且随后仅有温和增长，增福不仅远远低于 1973 年以及 1980 年衰退，也低于 2007 年金融危机后的衰退。考虑到单位劳动成本才是决定企业定价的关键因素，因此，即使当前工资出现上涨趋势，但由于单位劳动成本仍然保持较低的水平，我们认为工资当前上涨压力向产品价格传导的效应极其微弱。

[①] 单位劳动力成本=时薪/劳动生产率；劳动生产率=GDP/工作时间。

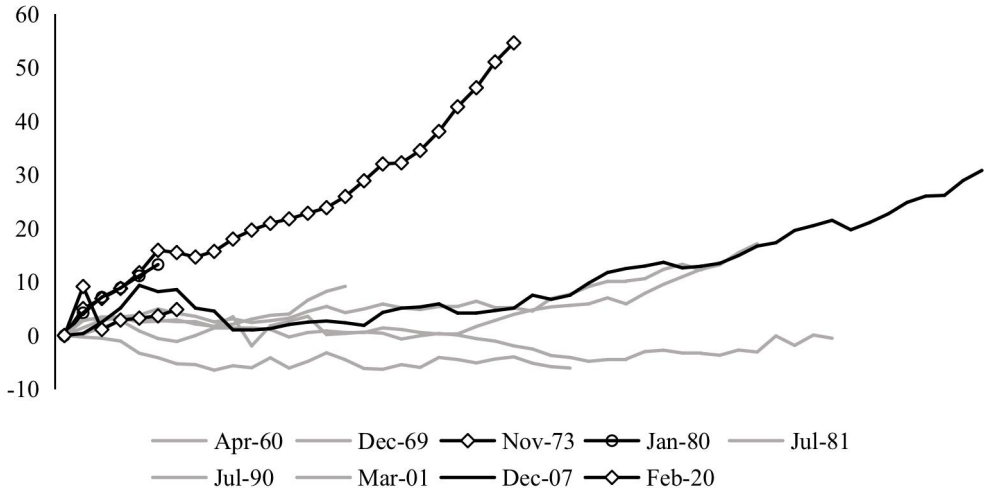

图 6.9 单位劳动力成本相较于衰退前增长（%）
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

为了进一步厘清单位劳动力成本波动的原因以及 70 年代劳动力成本出现高涨的原因，以更好地判断当前工资增长是否存在潜在的螺旋上升的风险，我们进一步对该指标进行分解，单位劳动力成本=时薪/劳动生产率，其中，时薪是实际工资，劳动省内产率是单位时间的总产出。实际工资在 70 年代以及当前经济都有不同程度的上涨，但不同的是，本轮工资上涨的同时，劳动力的生产率在提升，相比之下，石油危机爆发后，劳动力生产率显著下降。如图所示，在历次衰退中，衰退发生后的两个季度的平均劳动生产率仅有四次发生上升趋势，其余皆低于衰退前的水平。在 1973 年以及 1980 年爆发的石油危机中，生产率平均下降了分别 0.4 和 0.8 个百分点，而本轮疫情爆发后，生产率却上升了 3.3 个百分点。因此，生产率的提升，一方面意味着实际工资上涨是生产力提高的表现，另一方面意味着较高的生产率允许企业在提高工资的同时不提高价格，即工资向产品价格的传导效应微弱。虽然都经历了工资上升的趋势，但与 70 年代石油危机不同的是，本轮工资上涨会由于生产率的提升而减弱对产品价格的传导，70 年代的工资上涨则会由于生产率的下降对不断上升的通畅形成雪上加霜的效果。

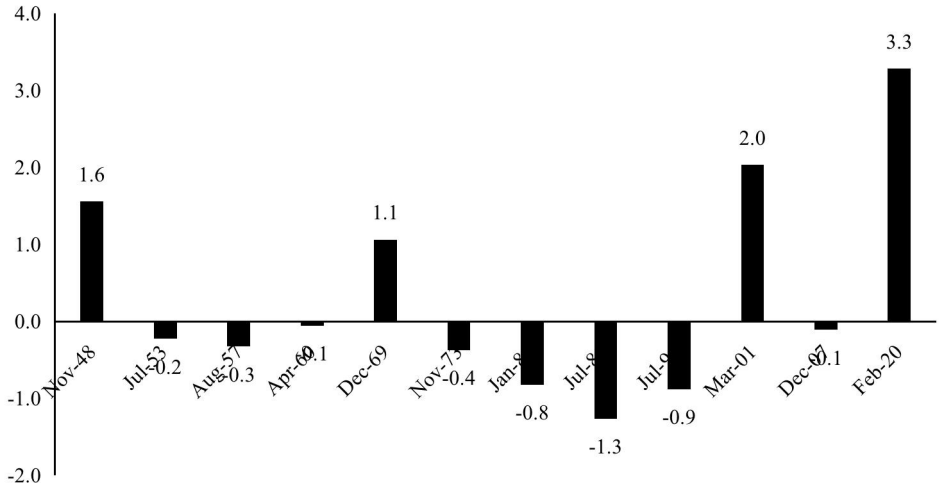

图 6.10 历次衰退发生两个季度后生产率变化
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

三、工资上升主要由劳动力短缺引起，而非来自于产品价格上升

70 年代石油危机后发生的工资-通胀螺旋上升过程是通过两个阶段实现的，第一阶段，通胀上升传导至工资，引发工资上升，第二阶段，工资增长进一步引发产品价格上升。而本轮疫情发展至今虽然也面临着名义工资与通胀同时上升的现象，但二者之间并不存在显著的相互传导的现象，尤其是，当前的工资上升并非来自产品价格上涨。图 6.11 和图 6.13 分别是各领域工资增长与各领域的价格上涨，就通胀水平而言，增长最快的是交通运输业，于 2021 年 3 月开始表现出强劲的上涨趋势，与其他领域的价格出现明显的分化，随后持续上升，截止 2022 年 1 月交通运输领域的通胀水平高达 20%，而其他行业的通胀水平不超过 5%。为了判断交通领域通胀上涨的具体成因，我们将该领域价格进一步分解如图所示，该领域包含四类价格水平，分别是新车与二手车、汽车燃料、汽车保养、公共交通，这四类价格中汽车燃料的价格增长最为明显，截止 2022 年 1 月，通胀水平高达 40%，新车与二手车的价格也不断高涨，通胀水平为 23.3%，主要原因是新车供给不足，价格上涨的同时也带动二手车价格不断上升，而相比之下，其他两类价格的增长水平皆不超过 5%。就各领域的工资增长而言，服务行业的工资增长水平普遍较快，图所示的九个行业中，三个服务类行业（娱乐服务业、商务服务业、教育与健康服务业）的工资增长水平遥遥领先于其他行业，其中娱乐服务业的增长水平最快，2021 年 12 月达到最高增速 17.5%，截止 2022 年 1 月增速仍然较高保持在 13%。很显然，服务业是高接触行业，是劳动力短缺相对较严重的行业，工资增长的原因来自于劳动力短缺。

因此，虽然通胀和工资都在上涨，但二者上涨的主要领域则截然不同，通胀上涨主要集中在能源密集的行业，上涨原因来自于能源价格上涨，而工资上涨的领域则是在高接触的服务行业，上涨原因是由于劳动力短缺。而且，这两个行业并未同时出现工资和消费者价格增

长都相对较高的现象，也就意味着目前为止，消费者价格与工资还未形成显著的相互传导的迹象，出现工资-价格螺旋上升的可能性较小。当然我们仍然需要警惕，如果能源价格持续上涨，是否会存在工资-价格螺旋上升的风险。

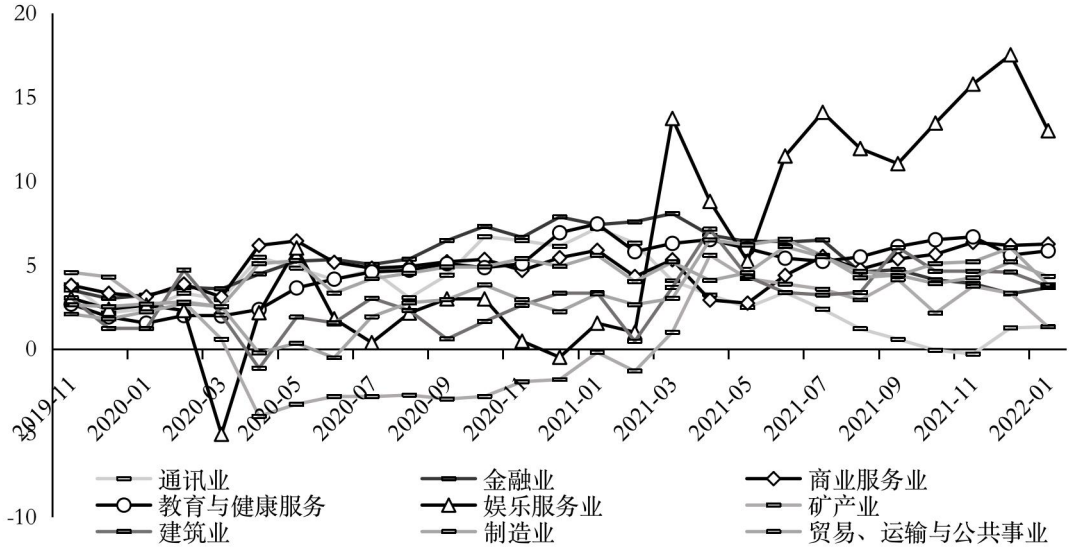

图 6.11 各行业工资增长水平（%）
数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis

6.4 通货膨胀对中国的影响及其应对

中国作为大宗商品重要消费国和进口国，对于大宗商品价格形成方面同样具有关键作用，本节将会简要回顾我国在 2021 年大宗商品进口情况，着重讨论双碳政策的影响。

一、我国近期通货膨胀的情况

中国作为全球的制造中心，从原料出口国进口原材料进行加工并出口至以发达国家为主的国家。一方面，中国工业制成品价格受全球总需求变化的影响，发达国家消费者价格指数的快速上升可能拉动中国制造业部门生产者价格指数上涨。另一方面，制造业生产成本又受到他发展中国家（主要原料出口来源）的价格因素影响，从而体现在其制造成本及出口产品价格上。这一过程能够反映价格变化从原材料提供国传导至制造中心的结果。2021 年末主要是能源价格推高了中国整体生产成本，2021 年末全球能源价格的飙升很快传导至了中国制造业生产的采购成本上。

图 6.12 中国进口价格和 PPI 同比增长率

数据来源：Wind

然而中国的消费者价格指数并未与生产者价格指数发生相同趋势的变化。2020 年 1 月 CPI 达到阶段性高点 5.4%后呈现趋势性下降。2022 年 2 月 CPI 跌至 0.9%。PPI 与 CPI 明显的剪刀差表明两者背后的推动性因素不尽相同。国内消费需求由于各种因素增速放缓导致 CPI 的同比增长率低位徘徊，2021 年 10 月-2022 年 2 月基本在 1%左右。

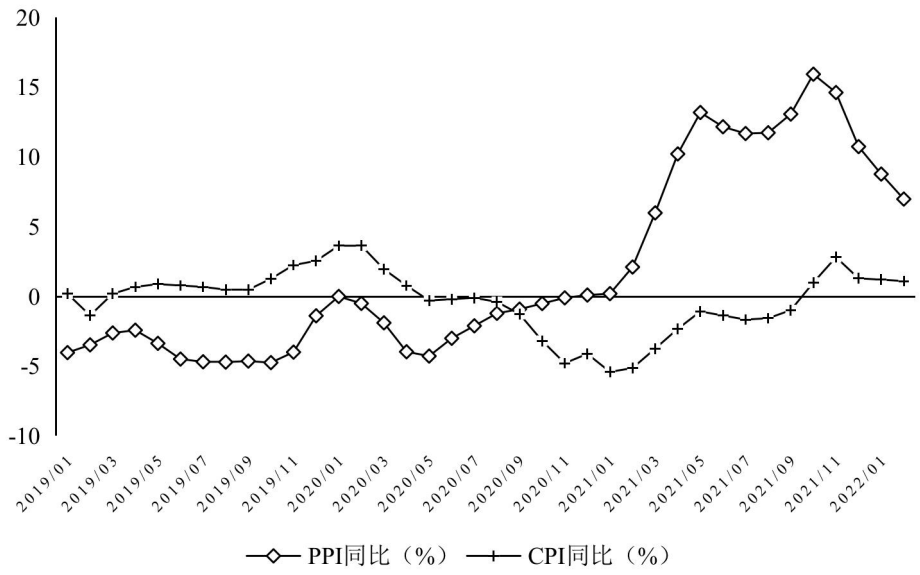

图 6.13 2019 年 1 月-2022 年 2 月中国月度 CPI 和 PPI 同比增长率

数据来源：中国国家统计局

二、大宗产品和进口价格推动生产价格上升，部分产品品类数量增长

较快

如表 3.1 所示，2021 年 1 月至 12 月，我国进口粮食 16453.9 万吨，同比上升 18.1%，其中进口大豆有 0.97 万吨，同比下降 3.8%；进口煤及褐煤 32321.6 万吨，同比上升 6.6%，进口原油 51297.8 万吨，同比下降 5.4%，成品油 2712.3 万吨，同比下降 4.0%，进口天然气 3601.0 万吨，同比上升 19.9%；进口铁矿砂及其精矿为 112431.5 万吨，铜矿砂及其精矿 2340.4 万吨，分别同比 2020 年变动-3.9%和 7.6%。可以看出，中国在 2021 年进口的大宗商品金额普遍上升的同时，另有相当一部分商品的进口数量下降，说明中国进口大宗商品的成本在上升，有可能通过贸易联系引起输入性通货膨胀。

表 3.1 全国进口大宗商品量值表（单位：亿元）

商品名称	计量单位	2021 年 1 至 12 月累计		2020 年 1 至 12 月累计		去年同比%	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额
粮食	万吨	16,453.9	4,834.5	13,926.6	3,475.3	18.1	39.1
大豆	万吨	9,651.8	3,459.1	10,031.5	2,743.5	-3.8	26.1
铁矿砂及其精矿	万吨	112,431.5	11,941.6	116,950.5	8,556.4	-3.9	39.6
铜矿砂及其精矿	万吨	2,340.4	3,669.0	2,175.7	2,520.9	7.6	45.5
煤及褐煤	万吨	32,321.6	2,319.3	30,331.1	1,413.7	6.6	64.1
原油	万吨	51,297.8	16,618.0	54,200.7	12,362.1	-5.4	34.4
成品油	万吨	2,712.3	1,078.2	2,826.5	819.2	-4	31.6
天然气	万吨	12,135.6	3,601.0	10,122.8	2,304.3	19.9	56.3

数据来源：海关总署

三、高耗能行业重整，短期供需衔接出现空档

2020 年 9 月 22 日，习近平总书记在第七十五届联合国大会宣布了“中国将……二氧化碳排放力争取于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。”双碳政策的实施将会改变了许多商品的长期供求格局，可能会产生如下双重影响：

长期内煤、铁、石油需求下降，天然气需求短期上升。在双碳政策约束下，国内钢铁、火力发电等传统工业发展受到约束，对于国外铁矿石的需求下滑，相应的市场出清价格下降。而与钢铁行业存在密切联系的能源行业，例如石油的进口依赖度也有可能降低，如表 3.1 显示，我国在 2021 年 1 到 12 月进口原油、成品油、铁矿砂及其精矿的数量分别下降了 5.4%、4%和 3.9%。

值得注意的是，煤炭进口数量同比 2020 年提高了 6.6%，主要的原因是 2021 年 4 月到

10 月国内煤炭供应紧张，引起了国家重视，在下半年增加了从不同国家的煤炭进口量，保证国内供需平衡。海关总署发布的数据显示，2021 年下半年煤炭进口占全年的比重达到了 56%。本文认为，煤炭进口数量上升是一个短期现象，随着我国国内供煤水平继续提升，用煤需求将逐步回落，价格稳中有降。此外，在彻底实现碳中和、碳达峰目标之前，天然气作为过渡能源，需求量有可能进一步扩大，价格也会提高，如表 3.1 所示，2021 年天然气数量的进口增幅逼近 20%。

新能源和新材料的优势是保护环境和节约能源，符合高质量发展要求，有助于建设高标准的市场环境，符合双碳政策的核心要义。数据显示，截止到 2021 年，中国新能源汽车销量突破 350 万辆，风能装机容量从 2014 年的 1378.44 亿千瓦时上升到 2020 年的 4184 亿千瓦时，光伏装机容量在 2019 年为 20.55 兆瓦，占当年全球光伏装机容量的三分之一。碳减排的浪潮席卷全球的当下，制造光伏、新能源汽车的晶体硅、锂电池等新能源和新材料将面临旺盛的市场需求，市场未来可期。

但是中国在落实双碳政策过程中，可能面临资源约束。例如锂产品就是其中之一。中国的锂产量占全球比例较低，2020 年占比 16.12%，不到当年澳大利亚的三分之一，开采年限也不到全球平均水平的二分之一。与之形成鲜明对比的是，国内锂产品的价格自 2020 年以来一路走高，其中工业级碳酸锂、电池级碳酸锂在 2020 年 1 月的价格分别为每吨 4 万元和 4.8 万元，到 2022 年 1 月分别上升到每吨 35.5 万元和 37 万元。据此可以推断，以锂为代表的新能源、新材料的价格会在相当长一段时间内保持上升态势。

四、总需求不足与供给结构性失衡分类制理

整体来看，在通货膨胀问题上，我国面临着双重分化局面。从消费者价格指数来看，我国在最终总需求端面临着总需求不足问题。从生产者价格指数来看，我国在短期内面临着输入型价格上涨和供给结构性失衡问题。由于目前我国消费者价格指数整体还处于较低水平，这为我国开展分类制理创造了条件。

在总需求方面，2021 年末的中央经济工作会议指出，我国经济面对“需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力”。自 2021 年下半年以来，我国国内有效需求不足迹象渐显。国际上面临美联储货币政策转向、美欧对华脱钩的双重风险。最新数据显示，2022 年 1-2 月，固定资产投资稳步修复。全国固定资产投资（不含农户）总额同比增长 12.2%。全国规模以上工业增加值同比增长 7.5%，比 2021 年 12 月份加快 3.2 个百分点，比 2021 年两年平

均增速加快 1.4 个百分点。2022 年 2 月中国制造业采购经理人指数为 50.2%、较 1 月份增加 0.1 个百分点；非制造业 PMI指数为 51.6%，较上月增长 0.5 个百分点，连续 6 个月高于临界点。然而，短期企稳中隐藏着长期性风险，民间投资依然乏，CPI和PPI剪刀差威胁实体经济、中下游企业利润空间有限。

在发达国家货币政策调整的大背景下，我国货币政策应坚持“以我为主”，更加主动有为，积极进取，及时运用降准降息等多种货币政策工具，靠前精准发力。同时还要运用结构性货币政策工具，加大对小微企业、绿色发展和乡村振兴等重点领域和薄弱环节的支持。加大对金融机构的激励和引导，引导流动性更高效、更精准地注入到实体经济，支持市场主体渡过难关。

从供给侧现状看，疫情持续使新一轮供给冲击正在形成，给经济发展和全球秩序带来更大挑战。在国际大宗商品价格上涨等影响下，制造业受创，“能源-上游高耗能原材料-产业链”的涨价链条继续传导，一些资源型行业再度呈扩张态势。对于减排政策，中央政策强调减排不是减生产力，也不是不排放，而是要走生态优先、绿色低碳发展道路。要在经济发展中促进绿色转型、在绿色转型中实现更大发展。随着供给政策的调整，预期短期内供给侧状况将会得到一定改善。

6.5 对未来全球经济的展望

在“供给冲击→需求冲击→供给冲击”一轮轮恶性循环下，发达国家的通货膨胀终于走到了今天的地步。无论通货膨胀的导火索是什么，关于构成通货膨胀的必要条件和应对通货膨胀的必须措施，经济学家仍然有基本的共识。弗里德曼“通货膨胀无论何时何地都是货币现象”这句断言的本意是说，持续的高通货膨胀必然以超额货币供给为基础。如果没有超额货币供给，是不会形成通货膨胀的。

鲍威尔的经历再次证明试图在高经济与高通胀之间走钢丝是极其危险的。2020 年 8 月“平均通货膨胀”目标制的实施意在为推迟货币政策调整争取时间。然而，美国供给体系特别是运输体系的约束超出了货币当局的预期，供给非但没有如预期得到修复，总需求的扩张却已无可挽回。这是导致发达国家通货膨胀屡创新高的重要原因。

对于如何治理通货膨胀，经济学家也早有共识。紧缩的货币政策是治理通货膨胀的特效药。然而良药苦口，紧缩的货币政策少不得带来严重的经济衰退，如同保罗沃尔克时代的美国经济。一方面，欧美国家的通货膨胀已达近 40 年以来的最高水平。货币政策转向已成定局，不同的是一年加息两次还是三次的问题。不断加剧的通货膨胀可能加速货币政策的调整。

另一方面，随着发达国家赤字率和政府债务屡创新高，财政扩张也是强弩之末。综合分析，在未来相当一段时间内，整个西方国家的宏观经济可能出现如20世纪80年代前半期的状态。彼时美国月度消费者价格指数同比增长率超过 14%。为应对高通胀，美联储采取了超级紧缩的货币政策，也付出了严重经济衰退的代价。

可以预期，在发达国家通货膨胀问题没有解决之前，全球整体的政策取向，无论是货币政策还是财政政策都是偏紧的。紧缩政策不仅会造成发达国家自身的经济衰退风险上升，政策转向整体对我国经济的影响是不利的。受疫情影响，2021 年我国经济增长相当大程度上得益于对外贸易的增长。发达国家政策收缩对我国进一步扩大出口显然会造成不利影响。除此之外，发达国家政策转向也会使众多高债务国家的金融市场面临直接冲击，引发二次金融危机的风险。

国际经济环境的变化要求我们更加审慎地制定宏观政策。国内政策方面，应更加积极有为。与发达国家相比，我国通货膨胀水平尚处于较低水平，赤字水平也整体可控，无论是政策空间和是政策可行性本身，都为我国进一步采取扩张型政策创造了有利条件。国际政策方面，尽量降低国际资产风险曝露，增强人民币汇率灵活性，减少国际市场波动对国内的传导。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：