

2023 全球经济：通胀高位新常态

朱 民 巩 冰

内容摘要：2022年2月，乌克兰危机的爆发将新冠疫情后全球高通胀做实。截至2022年年底，通胀仍高企，并呈现出驱动因素复杂化、跨经济体间通胀结构差异化等特征。以美联储为首的主要发达经济体央行寄希望于通过激进的、步调一致的加息遏制通胀。但本文认为：新冠疫情后央行面临的局面已发生质的改变，它们的货币政策操作必须在保增长、控通胀、防债务危机三个维度上进行权衡，这将大幅限制其加息空间，也将使其通过加息抑制通胀的效果大打折扣，央行货币政策进退维谷。从中长期来看，乌克兰危机、地缘政治博弈、碳中和与绿色转型进程加速、人口老龄化与劳动力市场结构改变、生产率增速下降趋势延续等因素将增加全球供给扰动风险，使总需求难以大幅收缩，加之总供给持续扩张，导致全球通胀高位运行成为新常态。面对全球通胀高企，经济陷入以滞胀为核心特征的高通胀、高利率、高债务和低增长格局的情况下，中国应加快“双循环”与国内大市场建设，保障能源与供应链安全，增加绿色投资，防范输入性通胀风险和系统性金融风险。

关键词：结构性通货膨胀 债务 经济增长 货币政策

中图分类号：F821 **文献标识码：**A

DOI:10.16475/j.cnki.1006-1029.2023.03.002

一、全球通胀持续高企

新冠疫情（简称“疫情”）暴发后，美、英、欧等发达经济体推出激进的财政和货币刺激政策，叠加疫情下全球供应链扰动及居民消费习惯变化，推动全球通胀水平自2021年起快速上升。2022年2月爆发的乌克兰危机通过大宗商品、贸易、金融等渠道对通胀产生影响，将全球高通胀做实（朱民等，2022a）。

截至2022年年底，乌克兰危机爆发已十月余。为遏制高通胀，美联储自2022年3月起开启快速加息等货币政策紧缩进程，年内大幅加息425个基点。同时，包括英国、欧盟、巴西、印度等多个发达经济体和发展中经济体也均开始了加息。截至2022年6月，全球已有超40个国家或地区的央行采取加息政策对抗通胀（Russell & Smialek, 2022）。然而，广泛的加息并未遏制高通胀，国际货币基金组织（IMF）数据显示，2022年前十个月全球平均通胀率已达8.8%。乌克兰危机爆发后，主要发达经济体和新兴经济体通胀走势进一步趋同，除中国和巴西外的主要经济体通胀水平自2022年3月以来均有较大幅度上升，高通胀仍蔓延全球（见图1）。IMF年内不断调低全球经济增长预期，其在2022年10月发布的《全球经济展望》（World Economic Outlook）中进一步将2023年全球经济增长增速下调0.2%，至2.7%。全球经济陷入以滞胀为核心特征的高通胀、高利率、高债务和低增长的新“三高一低”格局（朱民等，2022b）。

作者简介：朱民，中国国际经济交流中心副理事长，IMF原副总裁；巩冰，清华大学五道口金融学院博士后。

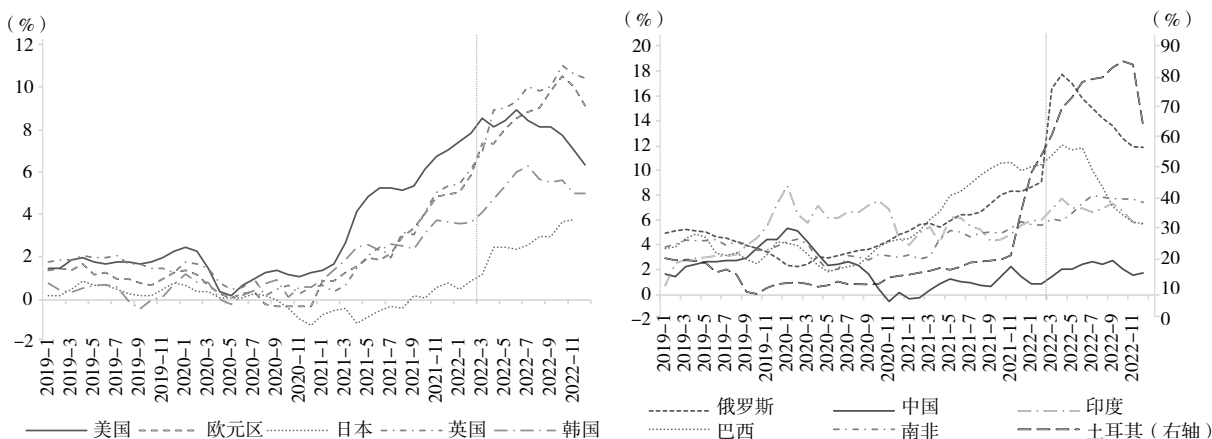


图1 全球主要经济体通货膨胀

资料来源: Wind数据库

在全球通胀高企的背景下,不同经济体间的通胀结构呈现显著差异。第一,主要发达经济体中,美国由于能源和商品通胀快速下降,CPI同比已由2022年6月高点的9%降至11月的7.1%。但因住房和服务领域通胀仍居高不下,其核心CPI和粘性价格CPI^①同比仍在高位波动且无明显下降趋势,美国通胀已由核心商品驱动向核心服务驱动转向。与之相比,欧元区跨行业通胀走势分化严重,其中,受乌克兰危机直接影响的能源、食品 and 商品等领域通胀率持续攀升,均超10%(能源一度超过40%),而服务和住房等领域通胀则表现温和。在乌克兰危机持续的背景下,欧元区CPI与

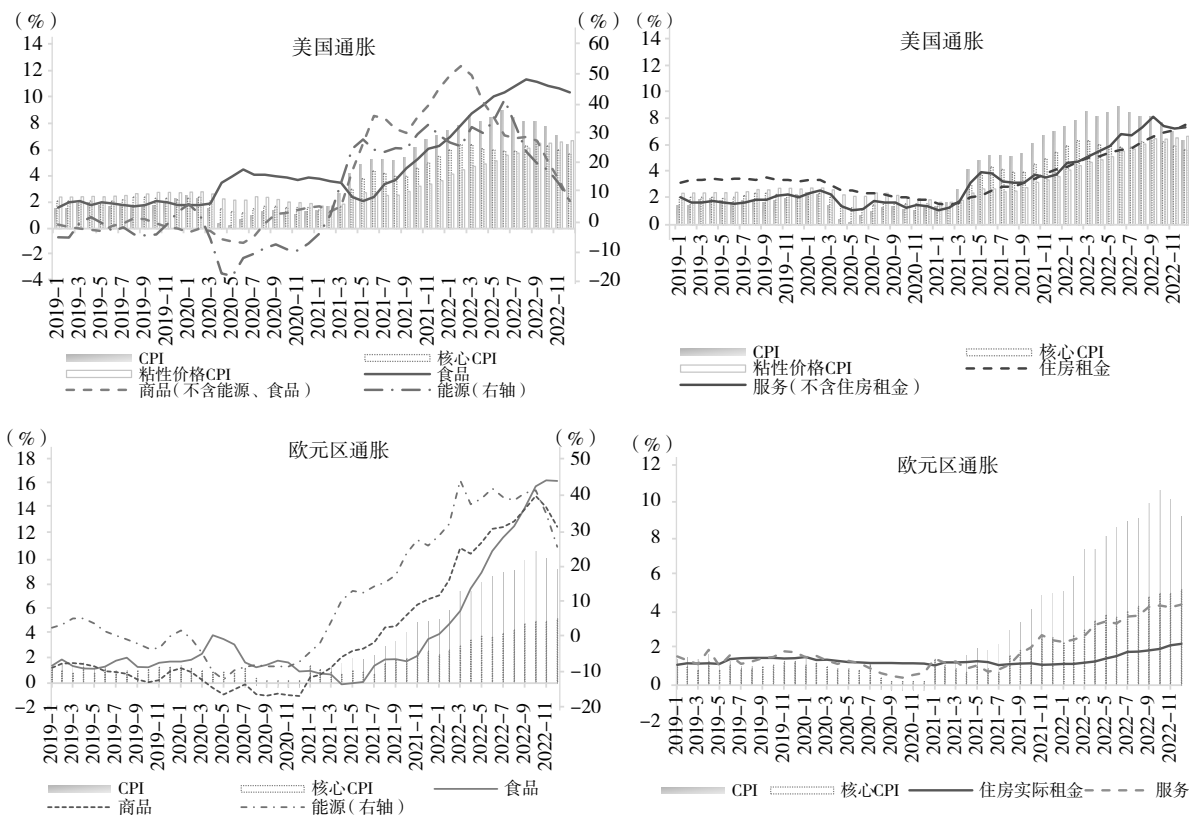


图2 美国和欧元区通货膨胀

资料来源: Wind数据库

^①粘性价格CPI (Stick Price CPI) 为美国亚特兰大联储根据一系列变化频率较低的商品和服务价格计算得出的反映通胀水平的数值。该数值较普通CPI包含更多的通胀预期信息,更能反映通胀的未来趋势。

核心CPI同比仍快速上升,并无下降趋势(见图2)。第二,发达经济体和新兴经济体间面临的通胀局面呈现显著差异。除中国等少数经济体外,大多数新兴经济体的通胀率均显著高于发达经济体,阿根廷、土耳其等国通胀率更是超过了70%,已形成恶性通胀。相对于发达经济体的“内生性”通胀,大多新兴经济体的通胀为输入性,主要由高企的能源和粮食价格驱动(OECD, 2022)。此外,新兴经济体将面临更高的通胀失控风险,美国等发达经济体激进的加息将引发新兴经济体汇率大幅下跌,进一步加大其输入性通胀压力,并可能引发债务危机(Dhungel, 2022)。第三,主要经济体间PPI同比及PPI与CPI同比的“剪刀差”走势呈现差异,显示它们面对的通胀传导压力、传导渠道不同。其中,美国自2022年3月起上述两项指标均快速回落,其PPI与CPI同比“剪刀差”已接近于零;而欧元区和日本上述两项指标则仍处于高位,欧元区的“剪刀差”仍高于20%,通胀向下传导压力大。新兴经济体中,中国、俄罗斯、巴西等国进入2022年后上述两项指标均大幅快速回落,中国自2022年8月起“剪刀差”已跌入负值区域;而土耳其等国上述指标仍处于高位。

综上,截至2022年年底,尽管以美联储为代表的主要发达经济体央行年内已纷纷开启加息进程,但全球通胀仍高企,并呈现跨经济体通胀结构差异化的特征,不同经济体内部通胀驱动因素进一步复杂化。种种迹象表明,全球经济正陷入以滞胀为核心特征的新“三高一低”局面。

二、货币政策进退维谷

(一) 主要央行货币政策应对

进入2022年后,美联储对待通胀的态度发生了急剧转变,由此前的“暧昧”变为“激烈”。时任美联储主席鲍威尔2022年8月在杰克逊霍尔(Jackson Hole)举行的年度经济研讨会中已明确指出,美联储将采取紧缩货币政策,使其能够将通胀率限制在2%的政策目标,尽管这项政策将可能使经济在一段时间内持续低于趋势增长率(Powell, 2022a)。美联储自2022年3月开始采取“激进”的加息,年内已连续七次加息,共425个基点,将联邦基金利率从0~0.25%区间提高到了4.25%~4.5%区间,为2008年以来的最高水平,加息幅度也是自20世纪80年代初期以来最陡峭的。同时,美联储也实施了前瞻性指引(Forward Guidance)和资产负债表操作等紧缩性货币政策,进一步放大加息效果。根据Choi et al. (2022)的估算,截至2022年9月,美国金融市场实际紧缩程度已相当于联邦基金利率超过5.25%的水平。

跟随美联储的加息步伐,2022年欧央行、英格兰银行等主要发达经济体央行均开启了较大幅度加息等货币政策紧缩进程来抑制通胀,截至2022年11月,美、英、澳等十个主要发达国家(G10)央行已累计加息2050基点^①。2022年12月20日,一直维持宽松货币政策的日本央行宣布把日本10年期国债收益率的波动区间上限由0.25%上调一倍至0.5%,将缩小日本国债与美国国债的利差,该举措也被市场广泛视为其退出负利率前的“试水”。

总体来看,进入2022年,尤其是乌克兰危机爆发以来,主要发达经济体央行多开启加息进程,且加息幅度大、频次高,货币政策紧缩结构高度趋同(见图3)。

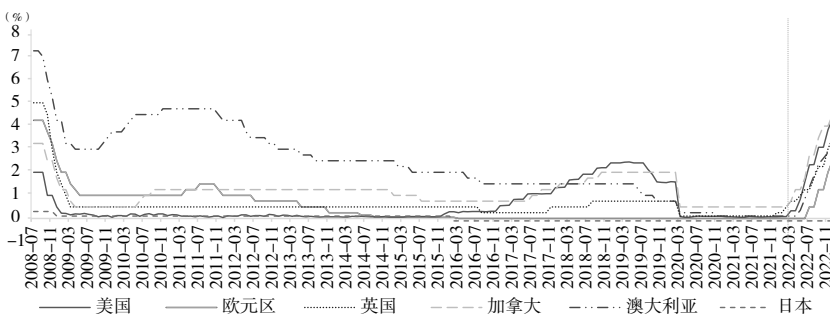


图3 主要发达经济体央行政策利率

资料来源: Wind数据库

^①资料来源: 根据路透社统计数据计算。

（二）央行货币政策的困难

疫情暴发以来，以美联储为代表的主要发达经济体央行面临的处境较此前已发生了质的改变。2008年全球金融危机后至疫情前，美联储等主要发达经济体央行面临低增长与低通胀并存的局面。央行可以通过采取以降息和货币超发为主导的宽松货币政策同时应对增长与通胀问题，而超发的货币与过量的流动性主要流向了金融部门，企业和家庭等实体部门受益有限（朱民等，2022b），致使全球债务水平攀升，而实体经济需求仍保持温和，通胀率长期保持在低于2%政策目标的低水平。

疫情期间，发达经济体采取的超级财政与货币刺激政策，叠加乌克兰危机的爆发，在总需求和总供给两端造成冲击，需求扩张、供给收缩迅速推升全球通胀水平，使央行不得不面对低增长、高通胀、高债务并存的局面，难以通过单一的货币政策同时解决三个维度上面临的问题。

在增长与通胀的维度上，央行必须在保增长和控通胀间进行权衡，其加息的时点、节奏和力度均至关重要。首先，在加息时点上，对20世纪70年代“大通胀”治理经验的研究显示，央行应在通胀开始高涨的初期采取“先发制人”的方式加息抑制通胀，以确保通胀预期仍在货币政策制定者的控制范围内，避免出现预期“脱锚”（Wolf, 2022; World Bank, 2022）。其次，在加息节奏和力度上，如果央行加息节奏过快、力度过大，将可能对经济造成不必要的损害；而如果加息节奏过缓、力度过小，则可能难以抑制通胀，增加通胀预期“脱锚”的概率，并迫使央行在未来采取更为激进的加息策略，对经济造成更大的损害（BIS, 2022）。最后，在先验状态下，由于加息效果的滞后性，央行难以精确估算合适的加息时点和力度，因此在实践中很难把握保增长与控通胀间的平衡。Summers（2022）认为，美联储需要在2023年进一步加息至5%，使美国失业率上升至6%附近，才可能摆脱美国经济陷入持续滞胀的风险，但将引发严重的经济衰退。

在债务维度上，2008年全球金融危机后全球经济一直处于低利率-高债务的均衡状态。2010—2019年的十年间，各国依靠低利率的宽松货币政策大幅举债维持经济增速，全球债务持续增长，其增速在疫情前已高于同阶段全球GDP增速（朱民，2019），疫情期间的超级刺激政策更是大幅推升了全球债务总水平和公共债务水平。根据IMF数据，2020年年末全球债务/GDP已达256%，较2009年增长41%；美国政府债/GDP在全球金融危机后更是上涨了近一倍，2020年年末已达134%。2020年和2021年，发达经济体、新兴经济体和发展中国家的公共债务均上升超10%，个别发达经济体甚至上升了20%（朱民，2023）。然而，超低利率的存在使高债务的利息支出并未显著增加，是发达经济体维持债务可持续的关键。但是，疫情后主要发达经济体央行为对抗通胀采取协调一致的加息政策将打破此前低利率与高债务间的均衡，增加政府与高杠杆私营部门的违约概率，使全球债务危机爆发的风险不断升高（Roubini, 2022）。

综上，疫情后美联储等主要发达经济体央行货币政策操作将不得不在保增长、控通胀、防债务危机三方面进行权衡，且政策容错空间狭窄：若加息不足，将导致通胀失控，使全球经济陷入滞胀；若加息过猛，则可能诱发经济衰退，甚至全球性债务危机。

（三）央行货币政策摇摆效果

若央行同时面临增长、通胀、债务这三方面约束时加息操作发生摇摆，将可能增加通胀预期上升概率，使高通胀难以遏制。同时，本轮通胀的宏观背景与成因较为复杂，在没有合适的财政等相关政策支持下，仅靠央行加息抑制总需求可能难以完全抑制高通胀。这些因素结合或将使央行货币政策效果难达预期。

首先，美联储自2022年3月开启加息以来，美国主要通胀预期指标虽呈回落趋势，但仍远高于美联储2%的通胀政策目标。其中，纽约联储2022年11月最新消费者预期调查中，1年期与3年期通胀预期分别达5.23%和3%。同时，其他非传统衡量通胀预期的指标，如由Hajdini et al.（2022）构建的“间接消费者通胀预期”（ICIE）显示，2022年10月美国未来1年期预期通胀已达8.25%，

远超美联储政策指标。此外，针对美国、英国、德国、加拿大等多国通胀预期调查的研究显示，这些国家消费者预期未来1年及5年期通胀预期均呈显著右偏趋势（Adrian, 2022）。上述三点显示，美国通胀预期仍处高位，且存在“脱锚”风险。而面对诸多因素限制，一旦美联储对待加息态度发生摇摆，将进一步加剧预期“脱锚”风险，使通胀持续处于高位。

其次，美国本轮通胀已由核心商品驱动转变为由住房与核心服务驱动，工资与劳动力市场将成为影响通胀走势的关键变量。美联储多轮加息后，美国劳动力市场紧张状态仍未缓解，2022年年末约3.7%的失业率仍处于低位，职位空缺率也居高不下。同时，疫情、低人口增长率、低劳动参与率等因素导致美国较疫情前存在约350万劳动力缺口。此外，美国工资增速仍显著高于美联储2%的通胀目标（Powell, 2022b）。由核心服务驱动的通胀，以及持续的劳动力市场紧张，将显著增加美联储加息遏制通胀的难度，并可能增加出现工资-通胀螺旋式上升的风险。

最后，在政府和企业债务高企的情况下，没有合适的财政政策的支持将大大降低单纯依靠央行加息对抗通胀的有效性，并可能导致趋势性通胀水平上升。Bianchi & Melosi (2022) 研究显示，一个合适的、以稳定政府债务为目标的财政政策框架是保证通胀维持在稳定低水平的必要条件。若政府债务规模不可持续，且无法制定未来可信的、可以保证债务可持续的财政规划，将显著提高趋势性通胀水平，使其高于央行设定的通胀目标，降低货币政策有效性，并可能使经济陷入高利率、高通胀、增长停滞和高债务的恶性循环。而目前美国等主要发达经济体尚未制定可信的、能够降低未来债务水平的规划。

三、通胀的结构性与长期性

后疫情时代，乌克兰危机、全球地缘政治博弈、碳中和与绿色转型进程加速、人口老龄化、生产率增速下降趋势延续等因素将成为决定通胀长期发展的重要变量。这些因素通过对总供给和总需求的作用，将使通胀发展呈现结构性与长期性特征。

（一）多重因素推动全球供给端结构性改变，总供给扩张受限

乌克兰危机、地缘政治博弈、碳中和绿色转型、疫情后劳动力市场的结构性变化和人口老龄化、劳动和全要素生产率增速持续下降等因素将在后疫情时代推动全球供给端发生结构性变化，加大通胀上升压力。

第一，乌克兰危机持续对以能源和粮食为代表的全球大宗商品市场造成冲击，致使全球大宗商品供应链的脆弱性显著增加。同时，冲突也使能源和粮食安全的重要性更为突出，各国均已开始加快构建并行的安全能源和粮食供应体系，推动全球大宗商品价格持续高位运行。首先，乌克兰危机已对全球能源和粮食市场造成严重冲击。如图4所示，乌克兰危机爆发后，全球主要石油、天然气、小麦等能源和粮食期货结算价格均在短时间内快速、大幅上升，且波动幅度远大于冲突前。截至2022年年底，部分大宗商品价格虽已回落至危机爆发时的水平，但仍显著高于疫情前的水平，其价格变化趋势短期内难以改变。其次，冲突以及西方对俄制裁使以能源为首的全球大宗商品市场发生割裂。一方面，西方对俄罗斯石油等能源产品出口制裁以及俄罗斯采取的反制措施，使以欧盟为主的发达经济体面临能源价格大幅上涨以及能源供应短缺的问题，增加全球经济陷入滞胀的风险（Malpass, 2022）；另一方面，制裁也滋生出通过非西方的、对俄罗斯保持友好态度的国家转运出口俄罗斯石油等规避制裁的行为（Hunter et al., 2022），使全球石油和能源市场透明度降低，供应链进一步复杂化。再次，战争使各国意识到保障能源和粮食安全的重要性，并开始构建并行的、分散化的大宗商品供应体系，加剧了这些领域的供应链瓶颈和脆弱性。例如，欧洲国家为摆脱对俄罗斯能源依赖，开始大量从美国、加拿大、卡塔尔和阿尔及利亚等国进口液化天然气，导致液化天然气供应链上下游瓶颈问题加剧，而它们的能源供应也更依赖于下游液化气工厂

与终端，增加了全球能源供应链的脆弱性（Paduano & Arezki, 2022）。最后，能源价格大幅上涨和波动加剧将对依赖能源的制造业企业财务状况产生显著负面冲击，增加其融资成本及违约概率，并将对实体经济产生负面影响（Gazzani & Ferriani, 2022），增加滞胀风险。

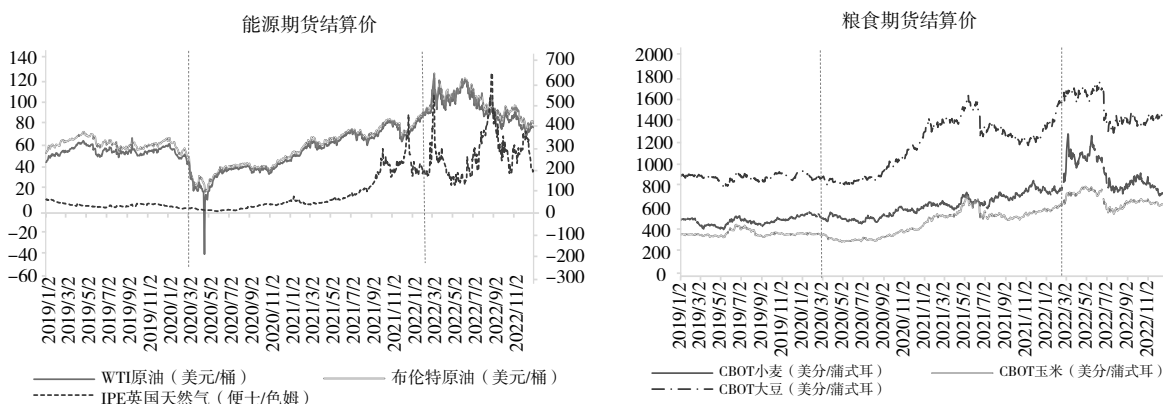


图4 全球主要能源与粮食期货结算价格

数据来源：Wind数据库

第二，全球范围内贸易摩擦与地缘政治冲突频发，已夯实全球金融危机后开始形成的“去全球化”趋势，安全在全球供应链布局中已成为高于利润和效率的另一个重要考量因素。疫情后，全球产业链格局正在发生显著的结构化变化，横向朝“去中心化”转变，导致供给分散、产业链回流发达经济体；纵向由于“卡脖子”问题，激励中国加大自主创新和资源投入以摆脱对西方国家的技术依赖（彭文生等，2022）。乌克兰危机爆发前，美欧等国就已初步完成对除传统农业和能源外的通信电子、高端制造等领域的供应链评估，并开始朝建立“降中国化”的多边供应链方向发展（朱民，2022b），乌克兰危机及其对全球供应链冲击将加速这一进程，进一步推动世界经贸格局向区域化和“碎片化”方向发展，并将推动全球贸易“脱钩”和供应链重组，这也将降低全球产业链的协同效应，增加供应链扰动风险，并将显著压缩企业降低成本的空间，这些在生产端增加的成本也将在中长期转移到消费端，推升通胀（Hannon, 2022）。

第三，乌克兰危机引发的全球能源供应剧烈波动使各国更加重视对本国能源安全的保障，这也将加速全球碳中和进程，增加能源转型难度以及出现能源供应“扰动”的概率，加剧该进程所造成的通胀上行压力。具体来看，一方面，碳中和与绿色能源转型将造成碳密集型能源价格趋势性上涨；另一方面，也会因清洁能源规模难以匹配经济发展需求，对全球能源供应造成冲击，增加全球通胀压力（谭小芬和王欣康，2022；Schnabel, 2022）。而乌克兰危机爆发后，发达经济体为摆脱对俄罗斯能源依赖将进一步加快其绿色转型的进程（Nysveen & Arezki, 2022），这也将加大新旧能源转型顺畅衔接的协调难度，进一步增强全球能源供应的脆弱性以及绿色转型带来的通胀压力。绿色转型加速也将增加传统化石能源成为“搁浅资产”的风险，进一步压缩传统能源扩产能投资，将使冲突后全球能源供应紧张状态难以有效缓解。事实上，即使疫情后全球能源价格高企，传统油气行业在2021年仍将“可持续性”作为行业发展的主题，其自2015年以来产能投资不足趋势难以改变（Wood, 2021）。

第四，疫情暴发、疫情期间宏观经济政策叠加主要经济体人口老龄化的长期趋势，将驱动劳动力市场和工资结构发生显著改变，劳动力市场趋紧和工资上涨趋势难以改变。中短期来看，疫情后发达经济体劳动力市场结构已发生显著改变，劳动力供应持续趋紧，工资上涨压力大。其中，疫情对健康的冲击、疫情初期劳动力市场扰动，以及疫情期间发达经济体的超级财政货币刺激政策推升

房产和证券价格导致的“财富效应”，使发达经济体65岁及以上人口“超额退休”（Excess Retirement）的数量大幅增加，已在美国造成了较疫情前预测约200万人的劳动力损失（Montes et al., 2022; Powell, 2022b）。而发达经济体劳动年龄人口增长放缓，以及美、英等国保守政府上台后推出的反移民政策也进一步缩减它们的劳动力市场供应。据统计，美国因移民政策以及疫情导致的超额死亡就造成了约100~150万人的劳动力损失（Powell, 2022b）。这些因素共同作用使美国失业率持续低于4%的“自然失业率”水平，劳动力市场紧张状态难以缓解。长期来看，主要经济体人口老龄化趋势已形成，劳动年龄人口占比持续下降，青年劳动力短缺，也将系统性提升企业用工成本（谭小芬和王欣康，2022）。

第五，多个因素将增大进入21世纪以来的全球劳动和全要素生产率增速下行压力，“技术脱钩”将拖累科技和创新发展，全球生产率增速下滑趋势在中短期恐难逆转，也将限制总供给扩张幅度。从数据上看，2008年全球金融危机前后，全球劳动生产率年均增速已由4.5%的高增长下降至1.5%的低增长，而此期间全要素生产率的年均增速也由1%左右下降至负值区间。近年来多个研究显示，人口增速降低、劳动参与率下降、教育和人力资本投资不足、固定资产投资不足、无形资产投资溢出效应放缓、全球贸易融合程度降低、科技创新不足等因素是导致全球生产率增速停滞或下滑的主要原因（Gordon, 2016; Goldin et al., 2021），而这些因素中的大多数在中短期内难以好转。疫情后劳动力市场持续紧张使劳动参与率等趋势难以逆转，全球供应链在“去全球化”时代向区域化与“碎片化”方向发展也将使全球贸易融合程度进一步降低。作为驱动生产率长期增长主要变量的科技创新也可能难以维持疫情前的动能：一是虽然目前信息科技、人工智能等各类科技手段蓬勃发展，但科技创新需要大量的补充投资才能够对生产率增长产生质的影响（Brynjolfsson et al., 2021），而高债务和高利率的环境将使这些领域的投资难以大幅增加。二是全球地缘政治博弈与保护主义抬头将促进“技术脱钩”，限制知识、技术和数据的跨境传输及其扩散，将降低研发与科技创新的溢出效应，并拖累生产率增长。Diego et al. (2021) 研究发现，全球“技术脱钩”与“碎片化”将可能导致许多经济体损失5%的GDP。

综上，乌克兰危机及危机爆发后全球碳中和加速将在短期和中长期对全球能源供给造成持续扰动，并加大能源和大宗商品供应链的脆弱性。绿色能源转型、“去全球化”和人口老龄化等因素也将推升生产和服务成本。中短期内全球生产率增速下降趋势难以逆转也将进一步制约总供给扩张。这些因素的合力在推动全球供给端发生结构性改变的同时，也将限制总供给扩张，加大通胀上升压力。

（二）结构性要素使总需求难以大幅收缩

全球人口、能源、产业链结构的变化，以及央行的货币政策将是决定总需求发展演变方向的主要变量，而这些变量在需求端作用力的不一致也将使总需求难以大幅收缩，成为通胀下降的阻力。

第一，全球人口老龄化将使需求结构发生改变。一是老龄化将对社会消费结构产生影响，将使医疗、护理和健康等与老年人更相关领域的消费支出显著上升，并抑制与工作相关的商品和娱乐等消费增长（杜秦川，2022）。二是在病死率、人口增速等其他条件不变的情况下，人口老龄化将使劳动年龄人口占比下降。一方面，将减少劳动力市场供给，并赋予工人更强的工资议价能力，推动实际工资上升，也将促使企业在自动化等增加劳动生产力的领域投资；另一方面，人类预期寿命的增加以及老年人口对医疗和护理设施及服务的需求也将使政府加大财政支出力度，并增加财政赤字与债务（Goodhart & Pradhan, 2021）。三是劳动力市场供给减少与工人实际工资上升将进一步推动服务和房租等与工资关联度高的价格上升。总体来看，人口老龄化或将导致医疗、服务等难以自动化的领域的需求增长，推高相关领域产品价格，并使通胀更具“粘性”。Aksoy et al. (2015) 的研究也发现，通胀率与抚养比率成正比，且老龄化的通胀效应约等于劳动参与率下降的效应。

第二，乌克兰危机后全球碳中和及绿色能源转型进程的加速也将扩大“绿色通胀”（Greenfla-

tion) 的效应, 因为绿色转型过程中企业的生产方式将发生根本变革, 将使全球对锂、铜、钴、镍等金属的需求激增, 并将带动这些稀有金属资源价格上涨, 使企业在向零碳生产转变过程中面临显著的成本上升压力(朱民等, 2021; 彭文生等, 2022)。随着越来越多国家加入对这些稀有资源的争夺, 这种压力将持续增大, 并从产业链上游向下传导, 推动中长期通胀中枢上移。

第三, 后疫情时代“去全球化”进程加快, 以西方发达国家为代表的主要经济体出于安全考量纷纷开始打造平行的供应链体系。例如, 2022年4月13日, 时任美国财政部部长耶伦在大西洋理事会的演讲中提出, 美国将推动建设“友岸外包(Friend-Shoring)”的供应链体系, 重组现有全球供应链, 并将贸易往来限制在美国“可信赖”的国家范围内(Yellen, 2022)。美国更是在2022年下半年通过了未来五年支出总额达2800亿美元的《芯片和科学法案》(CHIPS and Science Act of 2022)以及总价值达7400亿美元的《通胀缩减法案》(Inflation Reduction Act of 2022), 将大幅增加对本国半导体和新能源等领域的投资, 并进一步在相关领域的贸易上做出限制。这些以确保供应链“安全”为名义的投资也将在美欧等发达经济体增加固定资产投资, 推动相关领域需求增加, 价格上升。

第四, 进入2022年后, 以美联储为代表的主要发达经济体央行均开启了激进的加息进程, 寄希望通过加息压制总需求来抑制高企的通胀。然而, 如前所述, 疫情后主要发达经济体央行面临的处境已发生了质的改变, 其必须在保增长、控通胀、防债务危机三个维度上进行权衡。而对经济衰退和债务危机的顾虑也将大幅限制央行加息的空间, 并可能使总需求难以收缩至能够控通胀的理想范围内。

综上所述, 疫情和乌克兰危机已使全球供给和需求的结构发生显著改变。地缘政治博弈和冲突加剧、碳中和与绿色能源转型进程加速、人口老龄化及后疫情时代劳动力市场结构变化等因素在增加能源和商品供应扰动风险、限制总供给扩张的同时, 也使总需求难以大幅收缩。而全球生产率增速下降趋势在中短期内难以逆转也将进一步限制供给扩张。这些增加通胀上行压力的结构性因素将长期存在, 这也将使通胀高位成为新常态。

四、结论与政策建议

截至2022年年底, 乌克兰危机已持续十余月, 主要发达经济体央行已纷纷开启了加息进程抑制通胀, 但全球通胀仍高企, 并出现了跨经济体间通胀结构呈显著差异化的特征, 且通胀的驱动因素更加复杂。

后疫情时代, 以美联储为首的发达经济体央行面临的局面更为困难复杂, 其货币政策操作将不得不在保增长、控通胀与防债务危机三个维度上进行权衡, 这也将限制央行加息空间, 大幅增加央行通过加息抑制通胀的难度。而加息一旦摇摆, 将加剧本已不稳的通胀预期“脱锚”的风险, 并可能导致高通胀持续甚至失控。与此同时, 本轮通胀的宏观背景和成因更为复杂, 劳动力市场状况与财政政策演变已成为决定通胀发展的关键变量。若没有合适、可信、可持续的财政政策支持, 仅依靠央行加息控制总需求恐怕难以达到将通胀限制到2%政策目标的预期效果。

从中长期来看, 乌克兰危机后能源和粮食等重要大宗商品价格持续高位波动、地缘政治影响下的全球供应链“脱钩”与“重构”、绿色转型进程加速、疫情后劳动力市场的结构性改变和人口老龄化的长期趋势, 以及全球生产率增速持续下降等结构性因素将成为维持通胀高企的重要力量, 全球高通胀或将成为新常态。

面对全球通胀高企, 经济陷入以滞胀为核心特征的高通胀、高利率、高债务、低增长的格局下, 中国应加快“双循环”与国内大市场建设、保障能源与供应链安全、防范输入性通胀风险以及系统性金融风险。

具体建议如下。第一,我国应利用现阶段国内通胀仍处于低位的局面,协同推进积极的财政与货币政策,通过减税、转移支付、定向扶贫等手段增加国内居民收入,改善收入分配公平性,刺激国内需求扩张以对冲海外需求萎缩。第二,加大供应链安全保障力度,增加石油、粮食、稀有金属等重要大宗商品储备,积极推动大宗商品人民币结算。第三,增加绿色投资,适度超前推进碳中和绿色转型进程,完善新能源供应链体系,保持我国在该领域的国际领先地位。第四,积极防范和化解房地产及地方隐性债务风险,推动我国企业降低美元债务敞口,防范美联储持续加息对我国外债和金融市场造成的冲击。

(责任编辑 郝毅)

参考文献:

- [1] 杜秦川.高度关注、提早应对全球通胀压力新变化[J].宏观经济管理, 2022(7): 6-13
- [2] 彭文生,管涛,朱海斌.全球低通胀环境是否已经发生了变化?[J].国际经济评论, 2022(2): 9-17
- [3] 谭小芬,王欣康.“大流行”后的全球通胀:成因、风险与中国应对[J].国际金融, 2022(7): 3-16
- [4] 朱民.高债务阴影下,2019是一个贪婪和恐惧的临界点[C].2019年博鳌亚洲论坛年会, 2019
- [5] 朱民.2022年之后:世界经济金融新变局[C].财经智库, 2022a
- [6] 朱民.走向滞胀2022之后的世界经济金融[C].“财经前沿—2022:全球经济复苏分化?”论坛, 2022b
- [7] 朱民.2023世界经济金融:走向滞胀和分裂[J].国际金融, 2023(1): 17-20
- [8] 朱民,李长泰,潘柳,张妮婉.走向“滞胀”:乌克兰危机后的世界经济(下)[J].清华金融评论, 2022(9): 55-59
- [9] 朱民,巩冰,李长泰.走向“滞胀”:乌克兰危机后的世界经济(上)[J].清华金融评论, 2022(7): 49-53
- [10] 朱民,徐钟祥,巩冰,李长泰.2022年全球经济金融:结构性通货膨胀之剑和央行的挑战[J].国际金融研究, 2021(12): 3-13
- [11] Adrian T. Are Household Inflation Expectations De-Anchoring?[R].International Monetary Fund, 2022
- [12] Aksoy Y, Basso H S, Smith R P, Grasl T. Demographic Structure and Macroeconomic Trends [J]. American Economic Journal: Macroeconomics, 2019, Vol.11, No.1: 193-222
- [13] Bianchi F, Melosi L. Inflation as a Fiscal Limit [R]. Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper, 2022-37
- [14] BIS. Annual Economic Report of 2022 [R]. Bank for International Settlements, 2022
- [15] Brynjolfsson E, Rock D, Syverson C. The Productivity J-Curve: How Intangibles Complement General Purpose Technologies [J]. American Economic Journal: Macroeconomics, 2021, Vol.13, No.1: 333-372
- [16] Choi J, Doh T, Foerster A, Martinez Z. Monetary Policy Stance Is Tighter than Federal Funds Rate [R]. FRBSF Economic Letter, 2022, No.30
- [17] Dhungel N. US Interest Rate Hikes Trample on Developing Countries [N]. The Business Post, 2022.8
- [18] Ferrani F, Gazzani A. The Impact of the War in Ukraine on Energy Prices: Consequences for Firms' Financial Performance [R]. Bank of Italy Occasional Papers, 2022, No.729
- [19] Goldin I, Koutroumpis P, Lafond F, Winkler J. Why is Productivity Slowing Down? [R]. Oxford Martin Working Paper Series on Economic and Technological Change, 2021, No.6
- [20] Goodhart C, Pradhan M. The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival [M]. Palgrave Macmillan, 2020
- [21] Gordon R J. The Rise and Fall of American Growth: The US Standard of Living since the Civil War [M]. Princeton University Press, 2016
- [22] Hajdini I, Knotek E S, Leer J, Pedemonte M, Rich R W, Shoenle R S. Indirect Consumer Inflation Expectations [R]. Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary, 2022, No.3
- [23] Hannon P. “Friend-Shoring” Might Be Bad for Global Growth, Inflation [N]. Wall Street Journal, 2022.6
- [24] Hunter A, Bartenstein B, Ratcliffe V, Almedia I. Dubai Becomes New Switzerland for Traders of Russian Com-

modities [N]. Bloomberg, 2022, 6

[25] Malpass D. Forward to the January 2022 Global Economic Prospects Report [R]. The World Bank, 2022

[26] Montes J, Smith C, Dajon J. “The Great Retirement Boom” : The Pandemic-Era Surge in Retirements and Implications for Future Labor Force Participation [R]. Federal Reserve Board Finance and Economic Discussion Series, 2022, No. 81

[27] Nysveen M P, Arezki R. Ukraine Invasion: From Oil Sanctions to Accelerating the Energy Transition [N]. VoxEu, 2022.4

[28] OCED. Global Outlook on Financing for Sustainable Development 2023 [R]. OECD, 2022

[29] Paduano S, Arezki R. The Energy Balancing Act between Security and Transition [N]. VoxEu, 2022.7

[30] Powell J H. Monetary Policy and Price Stability [R]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 2022a

[31] Powell J H. Inflation and the Labor Market [R]. Board of Governors of the Federal Reserve System, 2022b

[32] Roubini N. We’re Heading for a Stagflationary Crisis Unlike Anything We’ve Ever Seen [N]. Time Magazine, 2022.

10

[33] Russel K, Smialek J. Interest Rates Rise Around the World as War and High Inflation Grind On [N]. The New York Times, 2022.6

[34] Schnabel I. A New Age of Energy Inflation: Climateflation, Fossilflation and Greenflation [C]. The ECB and Its Watchers XXII Conference, 2022

[35] Summers L. The Destabilisation Wrought by British Errors Will Not Be Confined to Britain [N]. Financial Times, 2022.10

[36] Wolf M. Policy Errors of the 1970s Echo in Our Times [N]. Financial Times, 2022.6

[37] Wood Mackenzie. Resilience and Sustainability to Be Core Oil and Gas Themes of 2021 [N]. Wood Mackenzie News Release, 2021.1

[38] World Bank. Global Economic Prospects [R]. World Bank, 2022

[39] Yellen J. Remarks by Secretary of the Treasury Janet L. Yellen on Way Forward for the Global Economy [N]. US Department of The Treasury Press Releases, 2022.4

Global Economy in 2023: The New Normality of High Inflation

Zhu Min¹ and Gong Bing²

(1. China Center for International Economic Exchanges; 2. PBC School of Finance, Tsinghua University)

Summary: The eruption of the Russia-Ukraine conflict has aggravated high inflation globally. By the end of 2022, global inflation remains stubbornly high, characterized by complex driving factors and varying inflation structures in different economies. Major central banks in the world, led by the Federal Reserve, have initiated a radical and coherent process of raising interest rates to curb inflation. Nonetheless, this paper argues that the post-pandemic situation faced by the central banks has changed fundamentally. Central banks must balance their roles in ensuring growth, controlling inflation, and preventing a debt crisis while implementing monetary policies, which limit the amplitude of rate increases and make it difficult to contain inflation effectively, putting central banks’ monetary policy in an awkward situation. In the medium to long term, the Russia-Ukraine conflict, geopolitical competition and the accelerated transition to the carbon-neutral green economy, along with the aging population and changing labor market structure, declining productivity growth and other factors, are expected to increase the risk of global supply disruption, limit the expansion of aggregate supply and make it difficult for aggregate demand to contract substantially. In addition, it will make high global inflation a new normal. As global inflation remains stubbornly high, leading to a situation known as stagflation, characterized by “three highs and one low” (high inflation, high interest rate, high debt level and low economic growth), China should prevent imported inflation risk and systemic financial risks by accelerating its “dual circulation” and construction of the unified domestic market, ensuring energy and supply chain security, and increasing its investment in green growth.

Keywords: Structural Inflation; Debt; Economic Growth; Monetary Policy

JEL Classification: E31, E44