

2022年全球经济金融： 结构性通货膨胀之剑和央行的挑战

朱 民 徐钟祥 巩 冰 李长泰

【摘 要】2020年新冠肺炎疫情的暴发打破了之前全球低通胀的局面。在积极财政政策和宽松货币政策的刺激下,需求持续上升,疫情冲击下的供给严重不足,通货膨胀开始上扬。在疫情冲击和地缘政治扰动下,供应链瓶颈和大宗商品价格波动进一步推动通胀攀升。由于疫情在各国蔓延程度不一致,疫情对不同经济部门冲击不一,以及各国刺激政策的力度和结构不一,全球通胀的上升呈现出在国家之间、产业之间不一致的结构性和不平衡的新格局。这对央行货币政策是一个巨大的挑战。疫情危机后,央行迅速实施宽松货币政策,企稳了资本市场,支持了实体经济复苏,货币政策已经到了从宽松到缓和的拐点,结构性的通货膨胀引发了关于央行是否需要提速加息的热议。讨论的重点是,目前结构性通货膨胀是“暂时的”“过渡的”还是“持久的”。通货膨胀是影响2022年全球经济金融最主要的变量,市场高度敏感,历经几次波动,面临巨大挑战。读懂结构性和不平衡通货膨胀及其成因是把握2022年全球经济金融走向的关键。

【关键词】结构性通货膨胀;美联储;货币政策

【作者简介】朱民,清华大学国家金融研究院院长,IMF原副总裁;徐钟祥(通讯作者),巩冰,李长泰,清华大学五道口金融学院博士后。

【原文出处】《国际金融研究》(京),2021.12.3~13

一、结构性非平衡通货膨胀已经显现

突如其来的新冠肺炎疫情对全球经济造成重大冲击,世界各国迅速实施了规模巨大的财政刺激政策和宽松货币政策,疫情在全球发展的不平衡以及各国应对疫情所采取的不同的财政和货币政策,对全球公共卫生系统和实体经济造成严重冲击,也引发了结构性非平衡通货膨胀。这既体现在疫情以来经济体间的通胀不平衡,也表现在经济体内部跨行业的结构性通胀不平衡,还反映在生产者物价指数(PPI)与消费者物价指数(CPI)通胀演变的不平衡。疫情后的世界已发生重大改变,全球结构性通货膨胀已经形成。

(一)全球通胀趋势已经形成

从全球视角看,2021年各国的预期通胀率均超过其疫情前水平。国际货币基金组织(IMF)预测,2021年发达经济体和新兴市场经济体的CPI将分别达到2.76%和5.53%,均显著高于2019年的1.39%和5.06%(IMF,2021)。事实上,2021年年初至2021年第四季度,多数发达经济体和新兴市场经济体的通胀早已大幅超过其疫情前水平,并持续攀升,IMF也在过去一年中不断调高各国的通胀预期。例如,美国2021年3月的CPI同比涨幅已超过2019年的最高点,并在之后快速增长,在2021年10月攀升至6.2%的高点;其个人消费支出物价指数(PCE)同比涨幅^①

在2021年下半年每月均超过4%，在9月达到了4.45%，为近30年最高值。又如，土耳其在疫情暴发后，CPI走势曾短暂平缓，但自2020年11月起，CPI开始显著上升，并于2021年8月同比上涨19.25%，接近疫情前最高点。面对这种情况，IMF也在2021年10月的《世界经济展望》中，将两国2021年的CPI预期大幅上调，分别从上一期的2.3%和13.6%，上调至4.28%和16.98%(IMF, 2021)。

(二)各国通胀演进不一致

疫情暴发后，各经济体间的通胀发展也出现显著不平衡。第一，发达经济体通胀率多呈“先抑后扬”走势。例如，美国CPI同比涨幅从2020年2月的2.33%大幅下跌至5月的0.12%，之后快速反弹；而德国HICP同比涨幅^①则从疫情前的1.73%一直下跌至2020年年底的-0.66%，之后快速反弹。第二，新兴市场经济体通胀率多呈单边快速上升趋势。例如，俄罗斯CPI同比涨幅从疫情前的2.31%开始快速上升，到2020年年底已达4.91%，并从2021年年初开始进一步上升至6.69%。土耳其和巴西的通胀率走势在疫情暴发后短暂放缓，但于2020年5月开始反弹。2021年8月，土耳其的CPI同比涨幅已接近疫情前最高水平，而巴西该指数的涨幅已超过疫情前的2倍。第三，发达经济体和新兴市场经济体内部也出

现显著的通胀不一致现象。例如，发达经济体中，美国的CPI指数和德国的HICP指数进入2021年后快速上升，而法国和日本的上升速度则较慢。尤其是日本，自2020年9月开始陷入通货紧缩困境，与其他发达经济体通胀走势大相径庭。新兴市场经济体中也出现类似现象。疫情暴发后，土耳其CPI同比涨幅远高于俄罗斯和巴西等经济体，而中国CPI同比则一路下行，远低于其他新兴市场经济体。跨国通胀结构性不平衡态势凸显(见图1)。

(三)各经济体内部跨行业通胀不平衡

疫情暴发和各经济体的防疫政策使消费和生产发生了结构性改变，引发同一国家内部跨行业通胀不平衡，且这种不平衡状态未有缓和趋势。各经济体食品、能源和交通运输等行业的通胀率波动显著高于其他行业，尤其是服务类行业。多数经济体的食品价格同比涨幅在疫情初期上升较快，并在之后趋于缓和；而能源和交通运输价格则在2020年和2021年经历了“大起大落”的高波动走势。美国、德国、法国、日本、中国和马来西亚等经济体的能源和运输价格同比涨幅从2020年2月开始均大幅回落，并在年内进入通缩状态。但从2021年开始，随着全球经济复苏，上述经济体在这些领域的通胀率快速上升，并在2021年第二季度达到了远高于疫情前的

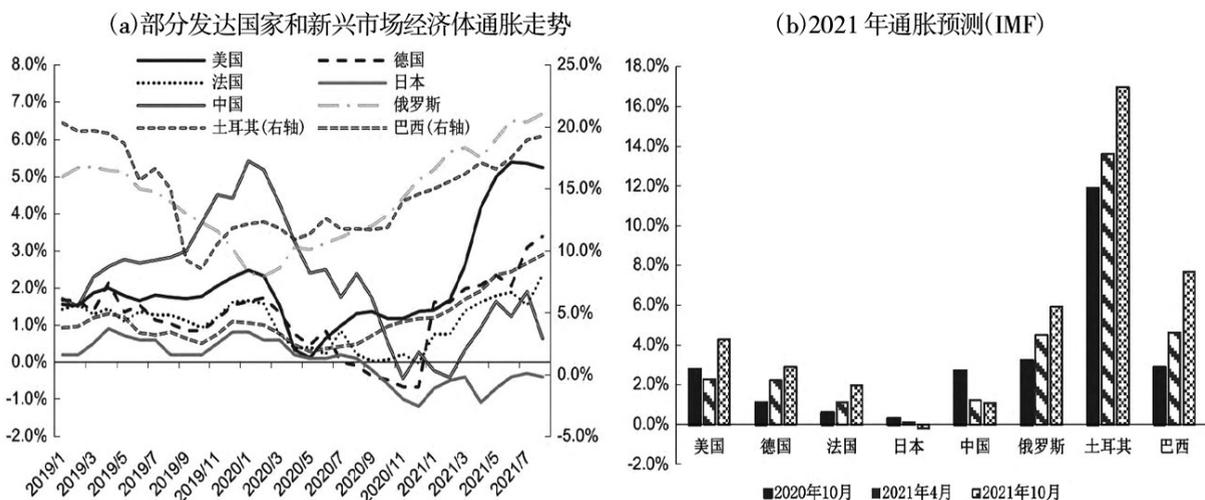


图1 疫情暴发后全球通胀结构性不平衡现象

资料来源:IMF。

注:德国和法国通胀率用HICP月同比涨幅衡量,其余经济体通胀率用CPI月同比涨幅衡量。

高点。疫情暴发后美国能源和运输行业通胀率波动幅度分别超40%和30%，中国在这两个领域通胀率波动幅度也达到了30%和12%。相比而言，各经济体服务类行业通胀率在疫情前后波动较低，波动范围普遍在2%以内(见图2)。此外，疫情暴发后各经济体内部也呈现出独特的跨行业通胀不平衡现象。例如，2021年美国汽车和耐用品等行业的价格同比涨

幅一度超过10%，显著高于除能源运输外的其他行业；中国消费品行业的价格在疫情暴发初期显著上升，在2020年第一季度维持在同比上涨6%~8%的水平，之后逐渐降低(见图3)。反观日本，疫情暴发后除食品外大多行业均处于通缩水平，直至2021年才开始缓慢反弹。进入2021年，各国医疗行业通胀率均保持在较低水平，显示它们已经进入疫情暂时稳

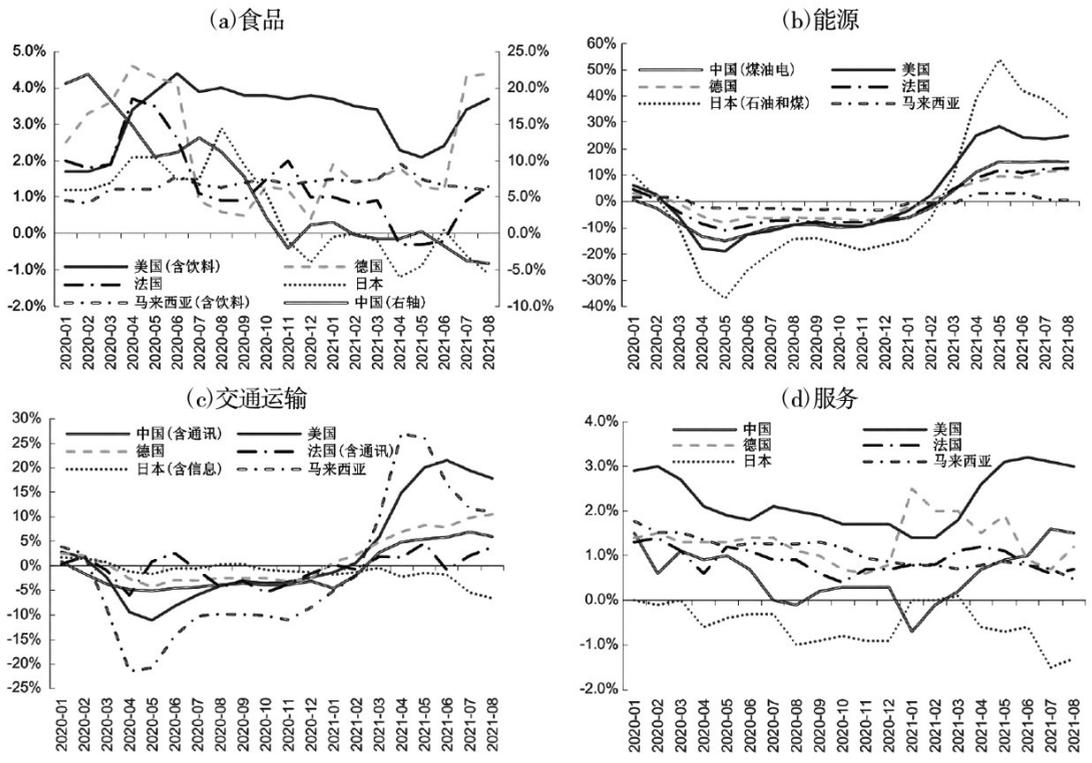


图2 疫情暴发后各国家食品、能源、交通运输与服务行业通胀不平衡现象

资料来源：中国国家统计局、美国劳工部、欧洲统计局、德国统计局、法国统计局、日本总务省统计局、马来西亚央行。

注：各行业通胀率通过该行业价格指数的月同比涨幅衡量。

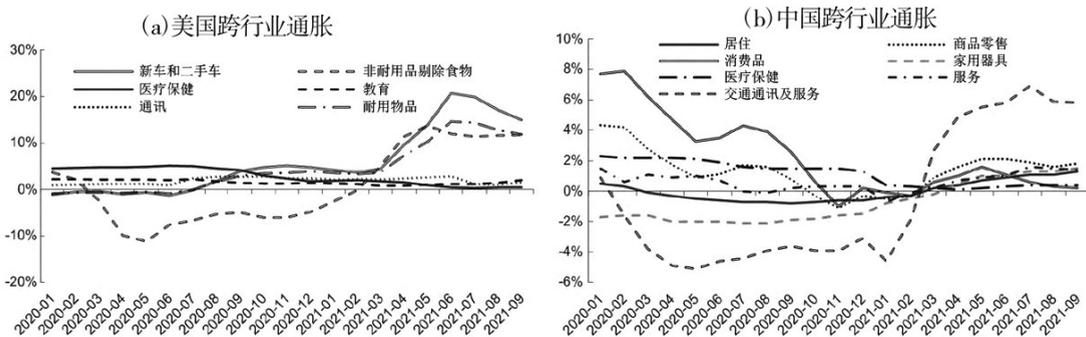


图3 中美跨行业通胀不均衡

资料来源：美国劳工部、中国国家统计局。

注：各行业通胀率通过该行业价格指数的月同比涨幅衡量。

定后的“新常态”。

(四)全球PPI和CPI的关联发生结构性的变化

疫情暴发后,全球PPI和CPI结构性的变化主要表现在两个方面,一是主要经济体PPI和CPI普遍呈现“剪刀差”状背离走势,PPI同比涨幅和波动幅度均远高于CPI。2021年,各经济体CPI和PPI均进入上升通道,但二者走势出现显著差异。疫情前它们的CPI同比涨幅基本高于或接近PPI,但疫情暴发后,PPI同比涨幅显著快于CPI,并在2021年加速上涨,大多达到8%~10%的水平。这导致疫情暴发后各国PPI与CPI涨幅的差值不断扩大,与疫情前CPI涨幅普遍高于PPI涨幅的走势截然相反。如中国、美国、德国、日本的PPI与CPI同比涨幅的差值分别从疫情前的-5.3%、-1%、-1.44%和0.4%大幅升至2021年8月的8.7%、3%、8.61%和5.9%(见图4)。二是疫情暴发后一国内部跨行业PPI与CPI波动也呈现出背离的趋势。例如,中国生产资料的PPI同比涨幅和

波动远高于生活资料PPI和整体CPI;而美国在食品和服务、法国在制造业领域的PPI与CPI涨幅的背离幅度远高于其他行业。截至2021年11月,PPI与CPI的发展背离趋势并未减弱,在全球供应链紧缩、大宗商品价格持续高企的状况下,这种结构性变化仍可能持续存在。

二、结构性通货膨胀“暂时性”和“持久性”之争

通货膨胀的不断上升加剧了人们对全球通胀进一步上升乃至失控的担忧,也引发学界、商界、央行以及其他政府官员对本轮通胀是“暂时性”还是“持久性”问题的激烈争论。

(一)“暂时性”观点

以美联储为代表的通胀“暂时性”观点的支持者们认为,导致本轮全球通胀加速上升的驱动因素主要有三个:一是疫情期间全球通缩导致2020年的CPI基数较低,而这种“基数效应”放大了2021年的相对通胀水平(Bernstein & Tedeschi, 2021)。二是疫

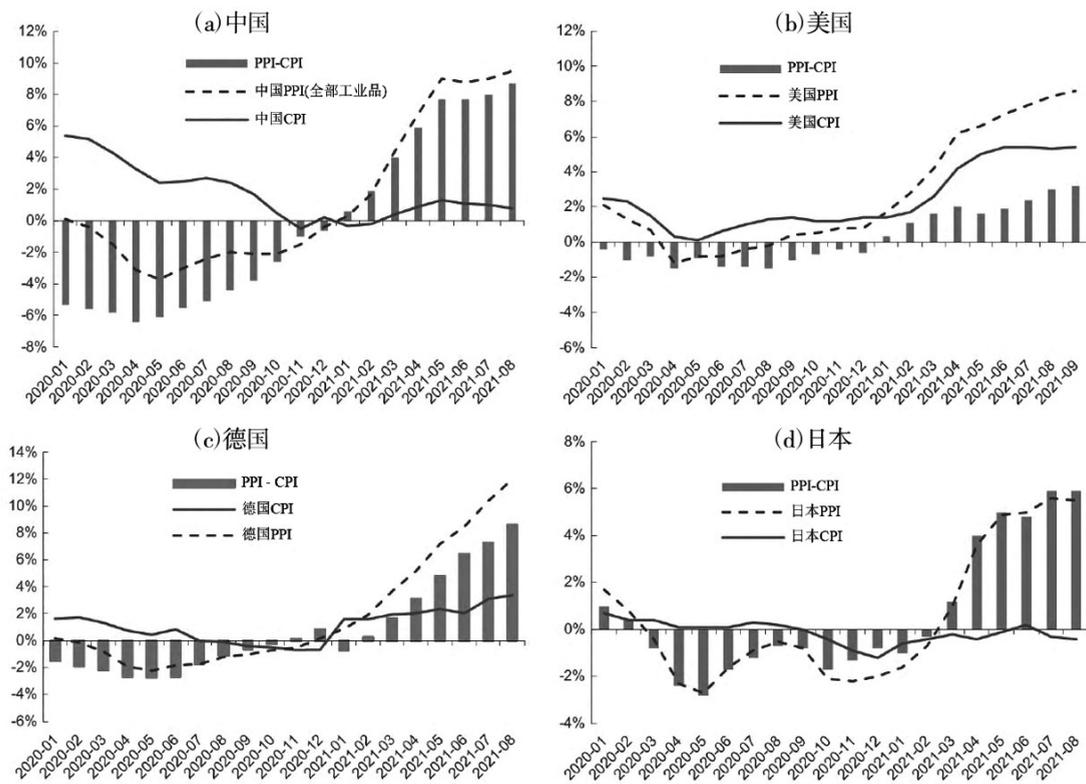


图4 各国CPI与PPI呈现“剪刀差”状

资料来源:中国国家统计局、美国劳工部、德国统计局、日本央行。

注:采用CPI与PPI的月同比涨幅来衡量它们的变化。

情导致全球供应链出现大规模扰动,使诸多行业的供应链出现停摆、断裂、失衡和重启等激烈的往复过程(见图5)。供应链扰动叠加能源、农产品等大宗商品价格轮动上涨,造成严重的“供应瓶颈”,限制了总供给(IMF, 2021)。三是疫情期间被压抑的消费者需求(尤其在服务业)在疫情暂时稳定后开始反弹。而疫情期间消费者的“过度储蓄”,以及特朗普和拜登政府推行的激进的纾困和刺激政策进一步加快了总需求反弹的速度(European Parliament, 2021; Ha et al., 2021a)。在通胀“暂时性”观点的支持者们看来,上述驱动因素都只是暂时现象,随着全球经济从疫情中复苏,供应链瓶颈问题将会被解决,而反弹和增加的总需求也会被新增加的供给所满足。在他们看来,决定长期通胀走势的通胀预期仍在正常范围内波动,尚未“脱锚”。

2021年8月,美联储主席鲍威尔在杰克森霍尔举办的美联储年度研讨会上也再次明确支持通胀“暂时性”观点,并抛出五点理由。第一,目前通胀上涨的驱动力仅来自少数几个受疫情冲击最严重的商品和服务类行业,通胀上升基础并不广泛。而这些行业产品价格主要来自复产导致的需求快速复苏。第二,在诸如二手车和耐用品等行业的价格最大涨幅已经消退,随时间推移,这些行业不会对整个经济

通胀产生大的影响。第三,美国工资薪酬增速与美联储长期的通胀目标匹配,并未超过生产率增速,故不会导致工资和物价的“螺旋式上升”。第四,基于市场数据和调查得出的通胀预期并未“脱锚”,表明美国家庭、企业和市场参与者认为,目前的通胀仅仅是“暂时性”的。第五,人口老龄化、经济全球化和技术进步等因素将持续压低物价和通胀水平,而目前没有任何证据表明这种趋势将逆转(Powell, 2021)。

(二)“持久性”观点

美联储主推的“通胀暂时论”也遭到很多质疑,一些学者认为,“拜登过热”以及劳动力市场的失衡将会引发结构性的通胀,其持续性可能远超预期,潜在的风险也不容忽视(Summers, 2021; 朱民, 2021a)。由于美国政府的巨大财政刺激和美联储的宽松政策,很多美国经济学家从一开始就有对通货膨胀的担忧。Summers在《华盛顿邮报》发表的文章中写道,规模更接近二战水平的宏观经济刺激有可能引发我们这一代人从未见过的通货膨胀压力,影响美元和金融稳定。如果能够迅速调整货币和财政政策以解决问题,这将是可控的。但鉴于美联储甚至否认通胀的可能性,国会也不会削减开支,通胀预期因而存在大幅上升的风险(Summers, 2021)。朱民在2021年3月的中国发展高层论坛以及2021年4月的财经年

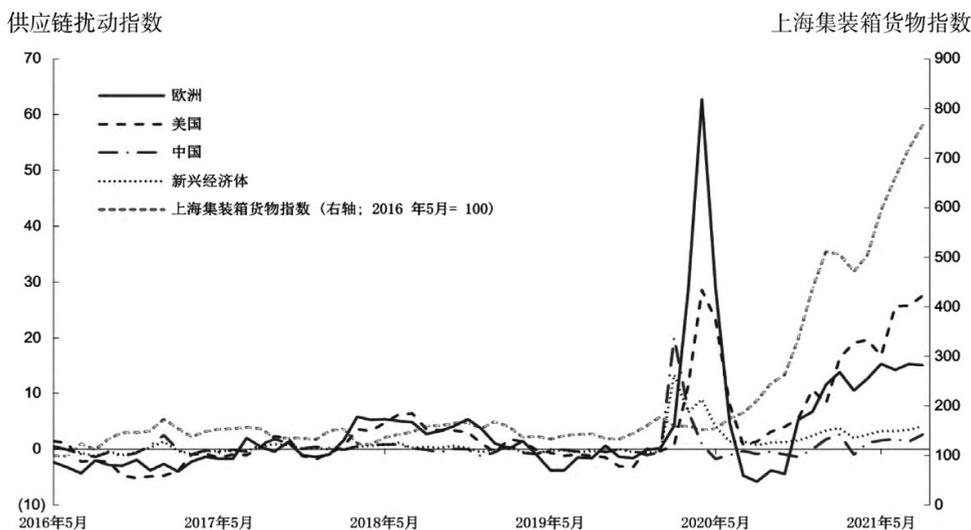


图5 全球供应链扰动指数上升

资料来源:IMF。

会的发言中均提道,世界正处在一种不平衡的复苏中,所以通货膨胀很有可能回来,而且回来的势头可能非常猛。美国的医疗价格上升,高科技发展引发部分行业工资上升,大宗商品的上涨概率也很高。美国这么强劲的拉动,大宗商品的供应国还都受到了疫情影响,所以总供给是不平衡的,这些因素叠加,结构性通货膨胀基本上就形成了(朱民,2021a,2021c)。

通胀“持久性”的观点同样认为,供应链扰动、劳动力供给不足,以及总需求上升是目前美国 and 全球通胀高企的主要驱动因素。但是,这些因素是否为短期因素,取决于政策制定者,尤其是美联储和美国政府接下来的政策方向和行动,而如果它们继续维持目前政策不变,那么上述“暂时性”原因很可能成为长期结构性问题,并使通胀预期“脱锚”,引发全球持续性高通胀。Ireland & Levy(2021)认为,大幅增长的M2货币存量尚未转化为失控通胀的主要原因是,疫情期间人们出于避险需求对流动性资产的青睐导致M2货币流动速度大幅下降。但随着经济的复苏,消费者信心增强,如果美联储继续保持目前的低利率货币政策,将进一步降低人们的避险情绪,并刺激消费,从而导致总需求快速上升以及企业和员工对于通胀预期的改变,并引发持续性通胀。同时,人口老龄化并不一定会降低通胀水平,但其带来的人口结构变化会引发劳动供给减少。Ha et al.(2021b)研究发现,全球人口结构的变化,特别是人口老龄化导致的劳动力市场结构的变化,会对长期的通胀产生压力。人工智能等科技进步会使商品价格下降,从而降低通胀,但高通胀预期反过来会抑制企业的科研创新(钟腾等,2020),使得这一过程更加漫长。

在结构性通货膨胀“暂时性”和“持久性”的争论中,美联储“暂时性”的观点受到越来越多的质疑。目前,各国的刺激政策带来的经济复苏势头已经放缓,IMF预测,2022年全球经济增长将放缓至4.4%。理论上,需求回落会使通胀压力减轻,但现实是,全球通胀持续高企,美国的CPI同比涨幅在2021年10月升至6.2%。在2021年9月的FOMC的会议纪要

中,美联储从用工短缺和供应链瓶颈方面展开分析,承认通胀持续性已超出了预期。IMF在10月份发布的《世界经济展望报告》中预测,全球大部分的价格压力将在2022年逐渐消退,但是同时也警告,全球通货膨胀上行风险加剧,通胀前景存在巨大不确定性。因此,高通胀是否会在未来持续将会成为全球共同关注的话题。

三、结构性通货膨胀的驱动因素将持续存在

通过对结构性通货膨胀“暂时性”观点和“持久性”观点的梳理,本文发现,“暂时性”和“持久性”观点的分歧主要来自两点。第一,目前全球结构性通胀的主要驱动因素是否可能成为长期结构性因素;第二,接下来通胀预期是否会“脱锚”。从结构性通胀的驱动因素来看,经济结构的差异、消费行为的变化、供应链的冲击等因素的持续性在不断上升。

(一)结构性通胀的驱动因素

全球通胀结构不平衡包括几个方面的原因。第一,各国消费和贸易收支结构的不同、抗疫能力的差异和推出刺激政策能力的强弱,是导致出现国家间结构性通胀不平衡的主要原因。相比发达经济体,能源行业在多数新兴市场经济体的通胀计算中比重低,而食品行业的比重则较高。因此,疫情暴发导致的全球能源价格暴跌和食品价格上升,对发达和新兴市场经济体造成不对称的影响,而全球供应链紧缩和防疫隔离限制进一步推高新市场经济体的食品价格。疫情引发的投资者恐慌情绪上升触发美欧金融市场动荡,也使大量美元从新兴市场经济体回流,导致它们的货币大幅贬值(如土耳其、黎巴嫩),通过进口商品价格进一步抬升它们的通胀水平(United Nations, 2021)。疫情暴发后,美国、欧盟、日本等发行国际储备货币的经济体可以及时推出宽松的货币政策和积极的财政刺激政策,而新兴市场经济体的货币普遍不是国际储备货币,且疫情前债务水平高,这大大限制了它们制定货币和财政政策的政策空间,难以对冲疫情带来的通胀风险,导致国内通胀持续上升。

第二,疫情及其应对措施对各经济体消费者行

为的影响是导致各经济体内部均出现行业间通胀不平衡的一个主要因素。例如,疫情暴发后各经济体政府采取的“封城”等措施一方面降低了消费者在交通、旅游等领域的支出。另一方面,也提升了他们在食品、饮料和居家用品上的支出,导致2020年上半年全球食品价格涨幅显著高于其他行业(Cavallo, 2020)。另外,疫情后各国消费者缩减服务业支出并转向购买耐用消费品,这种消费变化增加了企业对原材料、能源和交通运输的需求,而疫情暴发后全球供应链收紧使这种增量需求难以被满足,进一步抬高了2021年原材料和能源的价格(European Parliament, 2021)。

第三,面对疫情对总需求和总供给的巨大冲击,不同行业供应链物流体系恢复节奏不一,以及原材料和石油等大宗商品价格大幅上涨,是导致各国内部PPI与CPI走势背离、波动不一致的主要原因。一方面,疫情暴发初期对总需求的冲击大于对总供给的冲击,使得上游企业普遍采取降价策略,导致2020年第一和第二季度全球性PPI同比下跌(Balleer et al., 2020)。2021年,随着经济复苏带动总需求恢复,叠加2020年的“低基数效应”,PPI较CPI同比有更大幅

度的反弹和增长。另一方面,疫情暴发后能源和大宗商品市场供需发生错配,大规模政策刺激下,全球经济复苏以及季节性取暖使得能源需求剧增,而能源和原材料的供给恢复十分缓慢。全球“减碳”和“碳中和”的产业政策进一步限制了化石能源的供给。这些因素共同导致大宗商品、工业原料和能源的价格在2021年整体呈上升趋势,例如,衡量大宗商品和原材料价格的CRB指数和CRB工业原料指数自2021年4月以来已分别同比上涨超过50%和40%(见图6)。石油、天然气和食品粮食的价格在2021年也呈现出高速上涨的趋势。原料和能源价格大涨给企业在成本端带来巨大压力,而疫情导致的全球运费高企,供应链收紧并持续处于瓶颈状态,使企业难以及时补足库存。成本上升和库存短缺叠加疫情暂时稳定后总需求的大幅反弹给予企业更大的涨价空间,并推高了PPI水平(Mutikani, 2021)。大宗商品、能源价格的上涨会导致通货膨胀“自我实现”式上涨(王道平和贾昱宁, 2018),也是本轮全球通胀持续上行的主要原因。

(二)通胀结构性因素持续存在

整体来看,经济结构的不平衡、抗疫能力的差

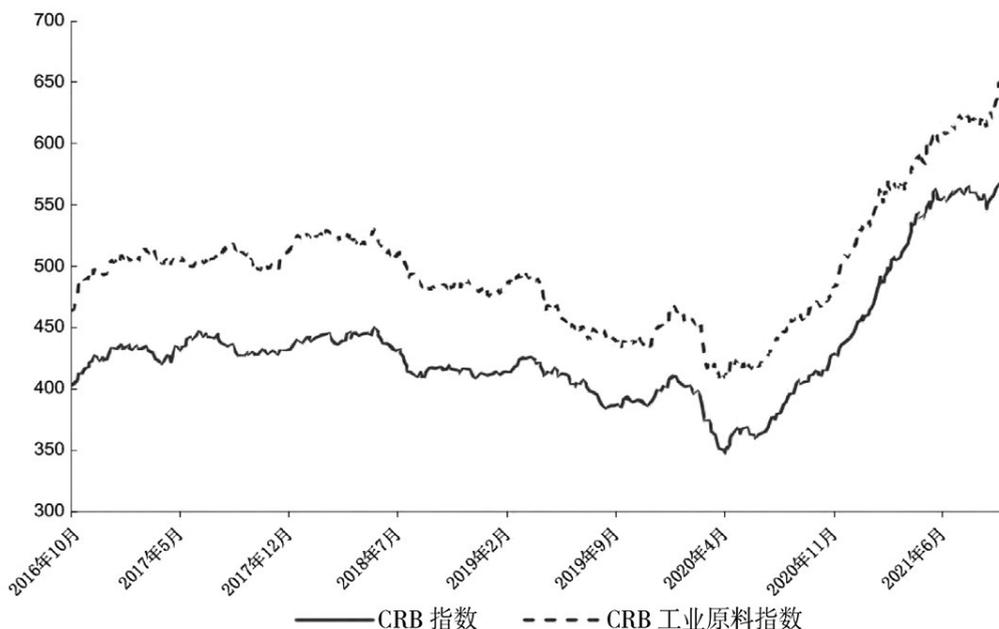


图6 商品研究局指数(Commodity Research Bureau Index, CRB 指数)

资料来源: Bloomberg。

异、疫情刺激政策的强弱、消费者行为的变化都推动了全球结构性的通货膨胀。这些结构性因素的持续性在不断上升。第一,在全球消费结构和贸易结构稳定的环境下,疫情仍然在全球蔓延,各国疫情的发展处于不同阶段,这导致全球各国抗疫政策仍有巨大的差异。与此同时,经济的复苏不平衡导致各国政府刺激政策不一,新兴市场经济体面临发达经济体政策外溢的负面影响,这种结构性的差异将继续存在。第二,疫情发展走向长期化,消费者的行为受到长期约束,跨行业的通胀不平衡现象并没有消失的迹象。

此外,PPI通胀能否顺畅地向CPI通胀传导也决定了未来的通胀走势。PPI与CPI中存在着产业链上下游关联,是通胀能够沿产业链传导的理论基础。PPI通胀向CPI通胀的传导一般存在两种情况:第一,PPI通胀顺利转移到CPI侧,产生全面的通货膨胀。第二,PPI通胀未转移到CPI侧,生产停滞,可能造成经济萧条。学术界对PPI通胀向CPI通胀的传导机制一直存在争议,诸如Clark(1995)和Wei & Xie(2018)的一些实证研究发现,由于全球供应链的拉长以及“篮子”中的商品结构不同,PPI侧通胀并不会全部转移到CPI侧,导致PPI与CPI通胀之间存在一定的“剪刀差”。然而,一些对新兴市场经济体的研究发现,PPI通胀还是会传导到CPI端,并造成全面的通货膨胀(Sidaoui et al., 2010; da Rocha Lima Filho, 2019)。研究PPI向CPI通胀传导的可能性,主要看传导的动力是来自供给侧还是需求侧。根据历史经验,一般需求侧主导的价格传导会相对顺畅,而供给侧的价格传导路径没有那么顺畅。目前来看,疫情对供给侧造成严重冲击,短期内,供给侧的价格压力未迅速传导到CPI,形成“剪刀差”;长期来看,各经济体极度宽松的刺激政策造成了需求侧的需求剧增,一旦传导动力从供给侧转移到了需求侧,供需差迅速扩大,PPI通胀将传导到CPI侧,形成全面的通货膨胀。

四、全球结构性通货膨胀已经向“持续性”发展

关于通胀“暂时性”和“持续性”的争论仍在继

续,但随着全球通胀持续“高烧不退”,疫情的反复以及供应链的缓慢恢复,通胀持续性和结构性的观点逐渐占据上风。随着全球各国通胀不断上升,通胀的长期压力已经显现,金融市场中反映的通胀预期也在不断上升,全球结构性通货膨胀已不再适用“暂时性”定义,通胀持续上涨的趋势已经由短期走向了长期。

(一)通货膨胀的长期压力已经显现

全球长期通胀的压力表现在以下几个方面。第一,疫情的反复性和供应链恢复的长期性使得全球企业生产成本持续上升。美联储主席鲍威尔在2021年10月22日表示,供应链问题带来的压力很可能会持续到明年,其对通胀的影响时间将超预期。第二,逆全球化与全球经济结构发生长期改变。疫情冲击叠加地缘政治摩擦、大国科技竞争等因素使得逆全球化趋势加剧,产业链分工从强调效率转而强调安全,导致全球成本的上升。疫情对经济结构的改变包括但不限于劳动供给减少(Albanesi & Kim, 2021)、全要素生产率降低(Bloom et al., 2020)、收入分配差距扩大(Deaton, 2021)等。疫情导致全球经济结构的改变在短期内很难逆转。第三,气候协定和“碳中和”的承诺将使未来的经济发展模式发生变革,各个经济体在长期内都将面临绿色转型的问题。绿色转型过程中企业生产方式的根本变革会带动特定原材料的价格上涨,短期内可再生能源尚无法填补减少化石燃料留下的缺口,导致能源价格上涨。能源价格上涨会影响许多商品的生产,同时,企业在向零碳生产转变的过程中会面临成本上升的压力,这可能导致成本推动的通胀持续下去。根据英格兰银行估计,如果企业有序向净零排放转型,几年内通货膨胀将至少上涨0.6%。第四,全球老龄化的趋势可能给通货膨胀带来长期性的压力。Juselius & Takáts (2015)通过对22个国家的研究发现,人口结构的改变,特别是老龄化比例的提高将会导致通胀的上行。同时,人口老龄化带来的供给约束改变了劳动力市场结构,推动供给侧的成本上升,供给弹性在中长期下降,推动工资上涨,人们对工资—通胀螺旋上

升的担忧增加。由于薪酬具有价格粘性,薪酬水平在短期内难以快速下行,当通胀预期上涨时,劳动者会要求更高的薪酬水平,从而进一步抬升通胀,形成工资—通胀螺旋上升的局面。第五,美联储的货币政策和美国政府的财政政策本身也是影响通胀发展的重要因素。如果美联储不能清晰地与市场沟通其对目前经济形势和过热程度的判断,将会增加市场对通胀预期的“脱锚”概率,导致持续性的通胀。

(二)全球通胀下的市场预期上升

在2021年的大部分时间里,债券市场一直在发出可能出现通胀的警告信号。国债收益率,尤其是较长期限的国债收益率已飙升至新冠肺炎疫情前的水平。从发达经济体来看,10年期国债收益率自2021年以来一路上行,美国10年期国债收益率在2021年3月中旬突破1.7%,2021年5月债券市场波动增大,反映出人们对通胀“暂时性”的预期出现分歧。2021年9月以来,投资者对通胀压力的担忧再次推升债券市场收益率,美国10年期国债到期收益率在2021年10月底曾达到1.68%。债券市场的变化反映出人们担心价格压力可能比最初预期得更加持久。

与此同时,金融市场的其他指标也反映出通胀

预期可能的上升趋势。如图7所示,衡量通胀预期的美国5年期盈亏平衡通胀率已升至3%,远超美联储2%的长期通胀目标。当通胀预期仍然保持稳定时,央行可以容忍暂时上升的通胀压力,避免过早地收紧政策而导致复苏放缓。当通胀预期急剧上升时,央行应迅速采取行动,制定显示其真实意图的政策措施,例如,强有力且明确的加息周期。除发达经济体之外,新兴市场经济体在2022年也将面临更加严峻的高通胀的考验。IMF数据显示,新兴市场和发展中经济体在2021年CPI同比涨幅上升至5.5%之后,2022年物价上涨仍将达到4.9%。这些经济体的央行在恢复经济和控制通胀中将面临更大的挑战。

(三)结构性通货膨胀向普遍通货膨胀发展

在全球强刺激的宏观政策下,政府债务不断攀升,市场流动性充裕推动资产价格不断膨胀,消费者价格指数不断上升,通货膨胀未来的走势成为影响2022年经济金融的最主要变量(朱民,2021c)。未来的通胀将走向何方?从通胀的覆盖范围来看,现阶段的局部性通货膨胀正在向全面的普遍通货膨胀发展。供应链中断持续加剧,房价大幅上涨,刺激政策持续宽松,央行政策的变化将决定未来通胀和通胀预期的走势。供应链中断持续加剧将使得商品供给

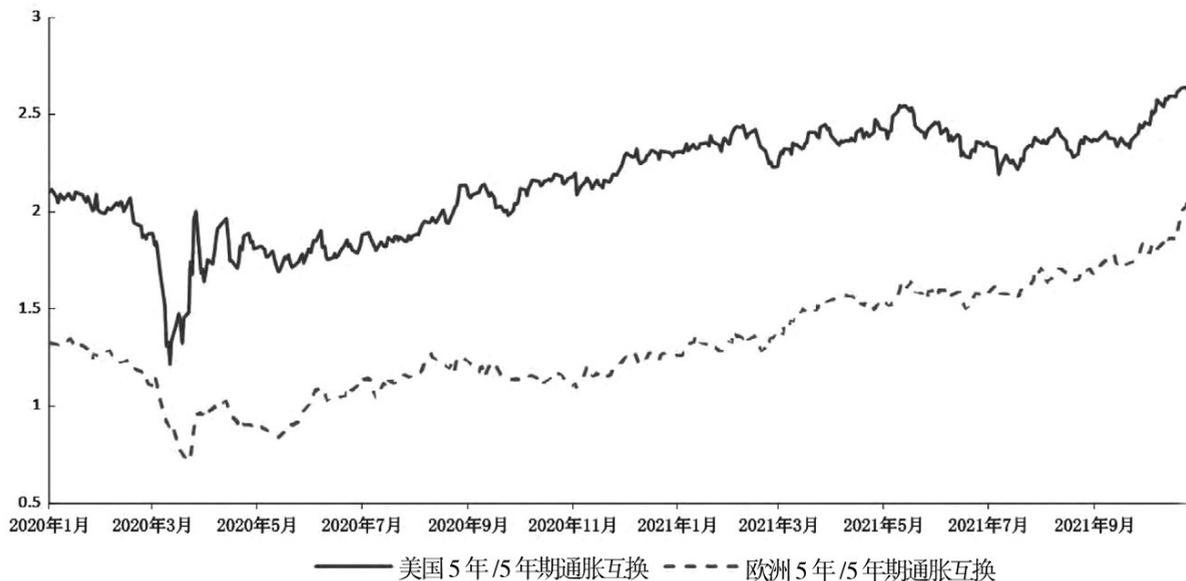


图7 美欧通胀预期变化情况

资料来源: Bloomberg。

长期无法满足需求的上升,推升通胀持续上行。随着供应链的恢复,与之相关的商品价格也会逐渐下降。但劳动力市场的短缺在短期内可能无法解决,很多劳动者不愿意工作,或者会更多地选择减少接触的非服务业的工作。因此,2022年的通货膨胀可能会转移至服务业,下一个上涨的可能是服务价格以及它所能影响到的核心通胀。发达经济体的经济结构以服务业为主,2020年,美国服务业占GDP比重高达81.5%。新兴市场经济体的服务业占比也都超过60%,一些经济体已经达到70%。如果结构性通胀出现在服务业,一定会引发持续性通胀。此外,由于刺激政策导致了房价的大幅上涨,美国房价上涨速度逼近2008年全球金融危机前的最高点,由此带来的租金上涨也可能成为明年通胀上行的重要推动因素。能源和大宗商品价格的飙升、供应链的扰动造成全球生产和运输成本的上升,更多商品的价格将在未来持续上升。由此可见,制造业通胀逐步向服务业传导,房价、能源价格上升将使得普遍性通胀的趋势更加明显。

五、央行货币政策的分化和挑战

全球结构性通货膨胀显现,全球通胀压力不断升温,各经济体央行对结构性通货膨胀的不同理解也已经表现为货币政策的分化,政策不确定性将给全球带来巨大的挑战。

(一) 货币政策分化

2021年以来,美国仍然坚持极度宽松的货币政

策,但出于对通胀持续上涨的担忧,美联储已经开始预警并采取行动。2021年11月3日,美联储宣布缩减购债计划,将开始逐月消减包括100亿美元国债和50亿美元机构抵押贷款支持证券,直至2022年年中,这一举动标志着美联储货币政策开始走向正常化。此外,货币政策较为稳健的欧洲央行近期态度发生细微的变化,多位欧洲央行官员发表退出刺激措施的言论。相比之下,日本央行仍然比较保守,2021年11月4日,日本央行行长表示,无意很快退出大规模的刺激计划。

对新兴市场经济体而言,一些经济体为稳定通胀预期,并先发制人地缓解美联储政策突然转向所带来的负面影响,早已启动加息周期。自2021年以来,俄罗斯、巴西、墨西哥和土耳其等经济体央行陆续加息以应对资本外流的压力和通胀上升的风险。其中,巴西2021年已经连续6次加息,基准利率达到7.75%,为2017年以来的最高水平;而土耳其甚至一度加息至19%(见图8)。新兴市场经济体提前加息,既考虑到居高不下的通货膨胀率,也充分吸取了2008年全球金融危机之后美国加息引起资本流动而导致市场剧烈波动的教训。

(二) 美联储提前加息预期升温

美国在全球通胀中扮演重要角色,随着2021年以来美国通胀预期的不断升温,通胀不断上升,美联储提前加息的预期也在不断升温。2021年6月,美联储有7名委员预测2022年加息,而在2021年9月

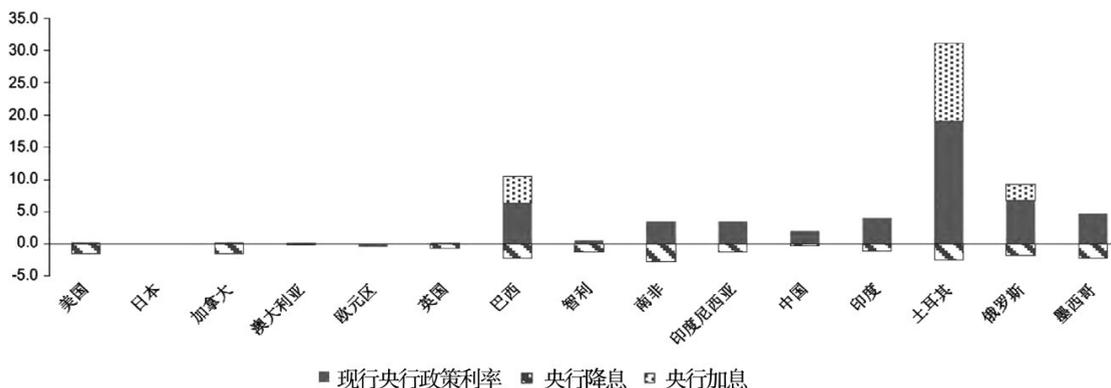


图8 2020年至今各国央行利率调整幅度

资料来源:Wind。

美联储FOMC会议中,预计2022年加息的委员增加至9名。从市场隐含联邦基金利率来看,当前市场预计美联储2022年9月加息的概率已经高达90%。

从历史经验来看,美联储加息将对全球央行货币政策产生影响。美联储利率上行将支撑美元升值,其他国家货币相对贬值,进口产品的价格上升可能传导至其他产品,加剧通胀。对新兴市场经济体而言,美元升值还会吸引资本回流,新兴市场经济体将面临资本外流和汇率贬值的风险,美元外债较高、外汇储备较低和经常账户严重赤字的经济体可能面临债务违约的风险,其金融市场的稳定也将受到严重的冲击。因此,在美联储加息之际,全球各大央行倾向于跟随加息,以缓解美联储紧缩货币政策的冲击。

然而,当前的市场环境发生了巨大的变化,美联储提前加息是否会对欧洲国家和新兴市场经济体造成影响?从欧元区来看,2021年第三季度经济复苏放缓,疫情和供应链断裂将对欧元区经济产生持续性的影响,欧元区将在经济复苏和通胀上升中权衡政策,在欧元区通胀相对温和的情况下,美联储提前加息将导致欧元相对疲软,有利于促进欧元区的出口,对欧元区经济的复苏起到至关重要的作用。因此,欧央行可能维持利率不变。一旦欧元区通胀持续上升,欧元区将采取紧缩政策来应对。对新兴市场经济体而言,市场环境发生了很大的变化,美联储持续明确的政策沟通,引导市场形成预期;与此同时,部分新兴市场经济体早已加息以缓解冲击带来的影响。因此,美联储加息对它们的影响可能有限,正如2021年11月3日美联储缩减购债规模消息公布后,包括美国国债和美元汇率在内的全球金融资产表现十分温和,新兴市场经济体未受到明显影响。

尽管当前美联储提前加息对全球的影响可能有限,但其前提是美联储持续对货币政策前景进行透明、明确的沟通,并且政策变动较为温和,使得市场有充分的时间消化预期。美联储货币政策的突然转向依然将对全球经济金融产生巨大的影响,这取决

于通胀上升的趋势。当通胀大幅上升时,美联储势必采取紧急且强硬的紧缩政策,这对全球,尤其是新兴市场经济体将造成严重的负面冲击。

(三)美联储的困惑和全球经济金融不确定性上升

全球关联性在不断加强,美联储政策的变化对全球的影响在不断上升,美联储的紧缩政策会引起全球政策的变动和金融市场的大幅波动。与此同时,各经济体需在维持价格稳定、支持经济复苏和应对金融市场脆弱性不断上升的风险中对政策进行艰难的权衡,面临巨大的不确定性。

对美国而言,其复苏较为强劲,疫苗广泛接种,通货膨胀水平在不断上升,央行可以进行有效的沟通,释放即将实现货币政策正常化的信号,影响私人部门行为,稳定通胀预期。但是,美国当前的经济复苏归根结底是由大规模的经济刺激政策推动的,未来刺激政策的走向将会对通胀产生重要影响。2021年11月,拜登政府通过了1.2万亿美元的《基础设施法案》。在该法案的刺激下,美国通胀预期将会不断升温,美联储紧缩政策或将提速,届时,美联储就通胀驱动因素、对通胀观点的变化和货币政策前景进行透明和明确的沟通便显得至关重要,一方面,可以稳定通胀预期;另一方面,有利于市场消化美联储紧缩货币政策的预期,减少对其他国家的溢出效应。在当前环境中,有效的前瞻性指引比加息本身更加重要。

对于就业低迷、通胀急剧上升的新兴市场经济体而言,央行在两难选择中,势必将以牺牲复苏为代价收紧货币政策。俄罗斯和韩国早期的主动加息,赢得了市场的认可,两国货币表现走强,并领先其他多数货币。然而,同样进入加息周期的土耳其和巴西外汇市场和债券市场表现较弱。在紧缩的货币政策下,巴西扩大公共支出计划,货币政策、财政政策的不一致削弱央行控制通胀的效果,使得央行信誉受到冲击。土耳其先加息,后降息,央行在控制通胀和恢复经济之间艰难抉择。政策的巨大不确定性对金融市场造成巨大的冲击,导致市场大幅波动。在美联储提前加息的预期下,新兴市场经济体央行未

来或将继续升息来稳定通胀预期,市场也会对这些经济体形成加息预期。当这种预期没有实现时,可能造成货币贬值的压力,影响金融市场稳定。

整体来看,全球通胀趋于上升,各个央行的政策很不确定,市场不确定性上升。与此同时,在全球债务水平不断攀升,全球经济金融的关联性不断加强,资本流动加快的今天,全球政策空间急剧压缩,政策的不确定性会加剧市场的波动,给全球经济复苏带来巨大挑战。

六、结论

全球通胀持续上升,结构性通胀显现,各国之间通胀不平衡,一经济体中各行业通胀水平也有很大的差别,PPI和CPI呈现“剪刀差”的趋势。疫情引发的驱动结构性通胀的因素也正在引起经济的结构变化,从“暂时性”走向“持久性”,总供给将持续落后于总需求。供应链波动,劳动力市场紧张。特别是在“碳中和”目标下,全球能源结构的转型等结构性因素的变化都在推动通胀水平持续上行,通胀预期不断升温,这是对各经济体央行的巨大挑战。央行货币政策已经分化,美联储仍然摇摆观望,一方面,开始预警并采取行动,缩减购债规模,提前加息预期升温;另一方面,坚持目前通胀的“暂时性”,但同时表示,一旦通胀上升过快也会迅速加息。这引发了各经济体和市场的困惑。在全球经济金融关联性不断上升的今天,美联储的政策不确定性是2022年全球经济金融的最大挑战。

注释:

①CPI同比涨幅和PCE同比涨幅都是常见的衡量美国通胀水平的指标,CPI涨幅一般比PCE的高,波动也比PCE的稍大,美联储政策目标的通胀率绑定核心PCE,而金融市场多数与通胀挂钩的产品采用与CPI挂钩(如通胀保值债券TIPS)。自2020年以来,美国CPI与PCE走势高度一致。本文第一部分国家间通胀对比采用IMF发布的通胀数据,其中,美国通胀采取CPI同比涨幅衡量。采用PCE同比涨幅衡量美国通胀不改变本文结论。

②欧元区国家采用调和消费者物价指数(HICP)的同比涨

幅来衡量通货膨胀,该指数为衡量欧元区及其成员国通胀水平的综合指标。

参考文献:

- [1]王道平,贾昱宁.投资者情绪、大宗商品价格与通货膨胀——基于微观调查数据“大宗商品信心指数”的分析[J].国际金融研究,2018(2):77-86.
- [2]钟腾,曾剑宇,何凡,蒋骄阳.通货膨胀预期、资源重配与创新抑制[J].国际金融研究,2020(12):13-22.
- [3]朱民.未来十年,这三股力量将深刻影响世界[C].中国发展高层论坛,2021a.
- [4]朱民.2021拐点已至[N].新浪财经,2021b.
- [5]朱民,美国经济“拜登过热”和通货膨胀之剑[C].财经年会,2021c.
- [6]Albanesi S, Kim J. The Gendered Impact of the COVID-19 Recession on the US Labor Market[R]. National Bureau of Economic Research, 2021.
- [7]Balleer A, Link S, Menkhoff M, Zorn P. Demand or Supply? Price Adjustment During the Covid-19 Pandemic[R]. SSRN, 2020.
- [8]Bernstein J, Tedeschi E. Pandemic Prices: Assessing Inflation in the Months and Years Ahead[R]. The White House Blog, 2021.
- [9]Bloom N, Bunn P, Mizen P, Thwaites G. The Impact of COVID-19 on Productivity[R]. National Bureau of Economic Research, 2020.
- [10]Cavallo A. Inflation with COVID Consumption Baskets [R]. National Bureau of Economic Research, 2020.
- [11]Clark T E. Do Producer Prices Lead Consumer Prices? [J]. Economic Review- Federal Reserve Bank of Kansas City, 1995, 80: 25-25.
- [12]Deaton A. COVID-19 and Global Income Inequality[R]. National Bureau of Economic Research, 2021.
- [13]European Parliament. Rise in Inflation: Temporary or Sign of a More Permanent Trend?[R]. European Parliament Monetary Dialogue Papers, 2021.9.
- [14]Ha J, Kose M A, Ohnsorge F. Inflationary Pressures: Likely Temporary but Challenging for Policy Design[R].VoxEu, 2021a.
- [15]Ha J, Kose M A, Ohnsorge F. One- stop Source: A

Global Database of Inflation[R]. CEPR Discussion Paper, 2021b.

[16]IMF. Recovery During a Pandemic[R]. World Economic Outlook, 2021.10.

[17]Ireland P N, Levy M D. "Substantial Progress" Transitory vs. Persistent and the Appropriate Calibration of Monetary Policy [R]. 2021.

[18]Juselius M, Takáts E. Can Demography Affect Inflation and Monetary Policy?[R]. BIS Working Papers, 2015.

[19]Mutikani L. Strained Supply Chains Keep US Producer Prices Hot[N]. Reuters, 2021.9.

[20]Powell J H. Monetary Policy in the Time of COVID[R]. Board of Governors of the Federal Reserve System(US), 2021.

[21]Roberto I. Does PPI Lead CPI in Brazil?[J].International Journal of Production Economics, 2019, 214: 73–79.

[22]Sidaoui J, Capistrán C, Chiquiar D, Ramos–Francia M. On the Predictive Content of the PPI on CPI Inflation: The Case of Mexico[R]. BIS Working Papers, 2010.

[23]Summers L. The Inflation Risk Is Real[N]. The Washington Post, 2021.5

[24]United Nations. Diverging Inflation Rates Suggest New Risks[R]. World Economic Situation and Prospects, 2021.7.

[25]Wei S J, Xie Y. On the Divergence Between CPI and PPI as Inflation Gauges: The Role of Supply Chains[R]. Working Papers Series: Monetary Economics, 2018.

Global Economy and Finance in 2022: The Sword of Structural Inflation and the Challenges for Central Banks

Zhu Min Xu Zhongxiang Gong Bing Li Changtai

Abstract: The outbreak of COVID–19 in 2020 ended the global situation of low inflation that had persisted for years. Stimulated by expansionary fiscal policies and loose monetary policies, demand has continued to rise. Under the impact of the epidemic, there is a serious shortage of supply. As an excessive amount of money starts to chase a far disproportionate amount of goods, high inflation is on the way. Supply chain bottlenecks and the price fluctuations of bulk commodities—as a result of both the pandemic and geopolitical disturbance—have fueled the rise of inflation.

This paper compares and analyzes the inflation of different countries and different sectors across the world. Moreover, this paper provides a comprehensive analysis of the causes of structural inflation around the world, as well as the future direction of inflation and challenges for central banks.

The main results of this paper are as follows. The rise in global inflation presents a new pattern of structural inconsistencies and imbalances between and among countries and industries. The global structural inflation has turned out to be long–lasting. This is a huge challenge for central banks' monetary policy. The uncertainty of global policies poses a huge impact on the global economy and finance.

This paper makes the following contributions. It provides a clear picture of current inflation, and sheds light on how the global structural inflation has evolved and what the future direction of inflation is. Moreover, it also points out the challenges and policy uncertainties of the central banks, and helps identify the trends of global economy and finance in 2022.

Key words: structural inflation; Federal Reserve; monetary policy