



谢亚轩：是时候和“长期停滞”说再见了！



作者：谢亚轩 招商证券研发中心战略研究部副总经理

核心观点：

“长期停滞”（secular stagnation）假说”由美国前财政部长萨默斯（Lawrence H. Summers）在 2013 年国际货币基金组织第 14 届年会上的演讲中提出，认为 2008 年全球金融海啸前后世界经济已进入“均衡实际利率”为负的长期停滞状态，其突出特征就是“三低”，即“低增长、低通胀和低利率”。长期停滞假说在政策层面最为忠实的实践就是 2019 年甚嚣尘上的现代货币理论（MMT）。

天意弄人，就在现代货币理论倡导者高呼“大胆财政赤字货币化，通胀来了再说”的时候，时隔两年不到，通胀就来了。当前美国 CPI 的读数是 40 年未见，英国的通胀读数是 30 年新高，巴西央行一年时间之内加息 8 次，8.75 个百分点，这时还坚持说当前的通胀只是“临时性”的，恐怕难以服众。

对此问题，作为通货膨胀斗士的各国中央银行怎么看？本文对欧央行、英格兰银行、日本央行和巴西央行近期的货币政策决议做了集中梳理。概括而言，尽管主要央行的货币政策决策不同，但通胀的抬头是全球性的，其背后的原因有能源等大宗商品价格上升的推动，也有需求扩张和产出缺口收窄的拉动作用，通胀预期已开始显现。多种迹象表明，是时候和以低增长、低通胀和低利率为特征的“长期停滞”状态说再见了。告别低利率？我担心全球资本市场还没有做好充分的准备。

以下为正文内容：

近期主要经济体货币政策转向成为市场热议的话题，市场的分析主要聚焦于美国的通胀和美联储的货币政策，但放宽视野看一看其他主要央行如何分析当前的通胀成因和判断未来的走势，能够获得更深刻的洞见。

图 1：美国核心通胀指标

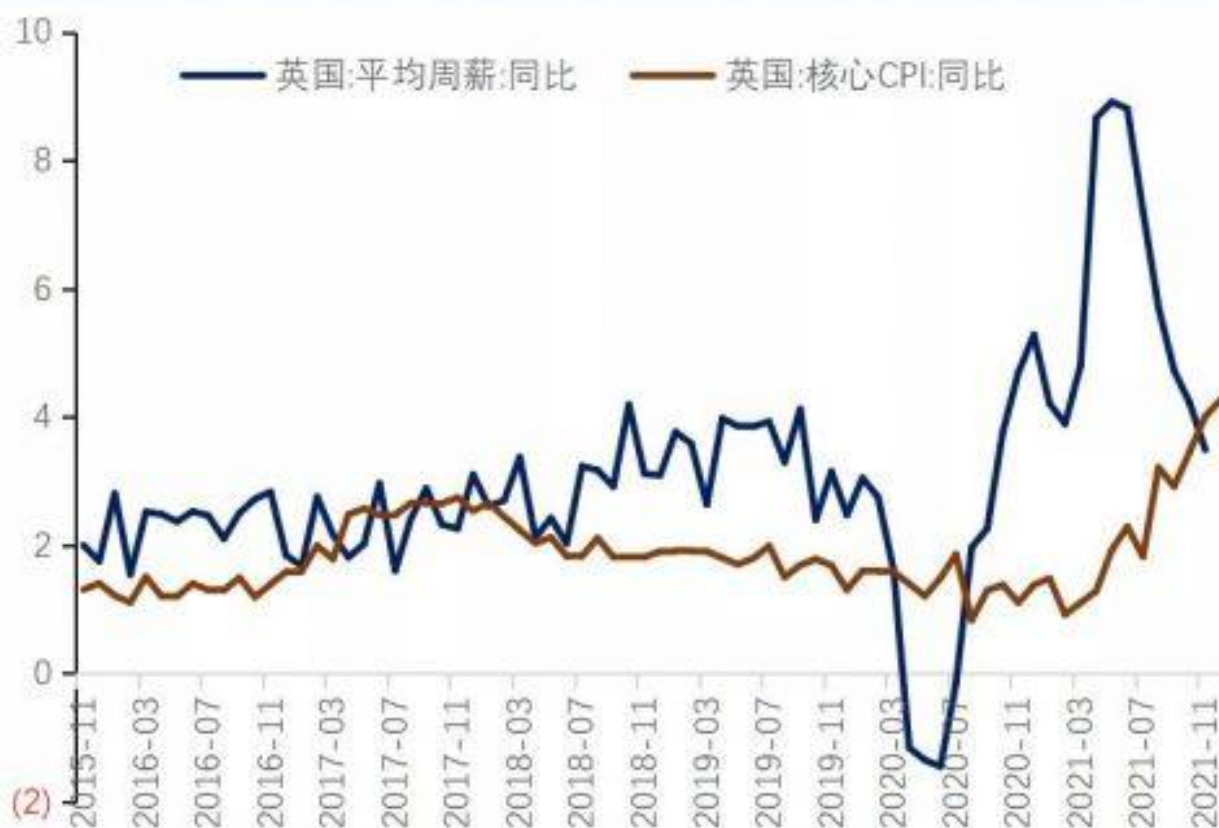


资料来源：美联储、招商证券

英国央行加息的态度坚决但通胀展望温和。2022 年 2 月 3 日，英国央行宣布加息 0.25 个基点至 0.5%，这是继 2021 年 12 月首次加息后的再次加息，是 18 年来英国央行首次连续加息。请注意这个 18 年，这是我一再强调的全球金融周期的时长，上一次出现是 2004 年。英国央行此举主

要是受到一再被调高的通胀及通胀预期所迫，议息公告将 2022 年春季的通胀预测值由上年 12 月预测的 5%调高到 7%，委员会预计本轮通胀在 2022 年 4 月到达高点的 7.25%，远高于 2%的通胀目标值。英央行认为通胀原因是国际能源价格和可贸易品价格的上升，强调这一定程度上是货币政策无力对抗的因素。同时，英央行也强调就业在持续改善，生产有望在 2022 年一季度回到 2019 年疫情前的水平。中期展望看，英国央行并未简单认为通胀压力居高不下，而是强调了两种可能：通胀向上的风险来自工资上升的压力，而推动通胀向下的风险来自能源价格和可贸易品价格未来可能出现的下降。

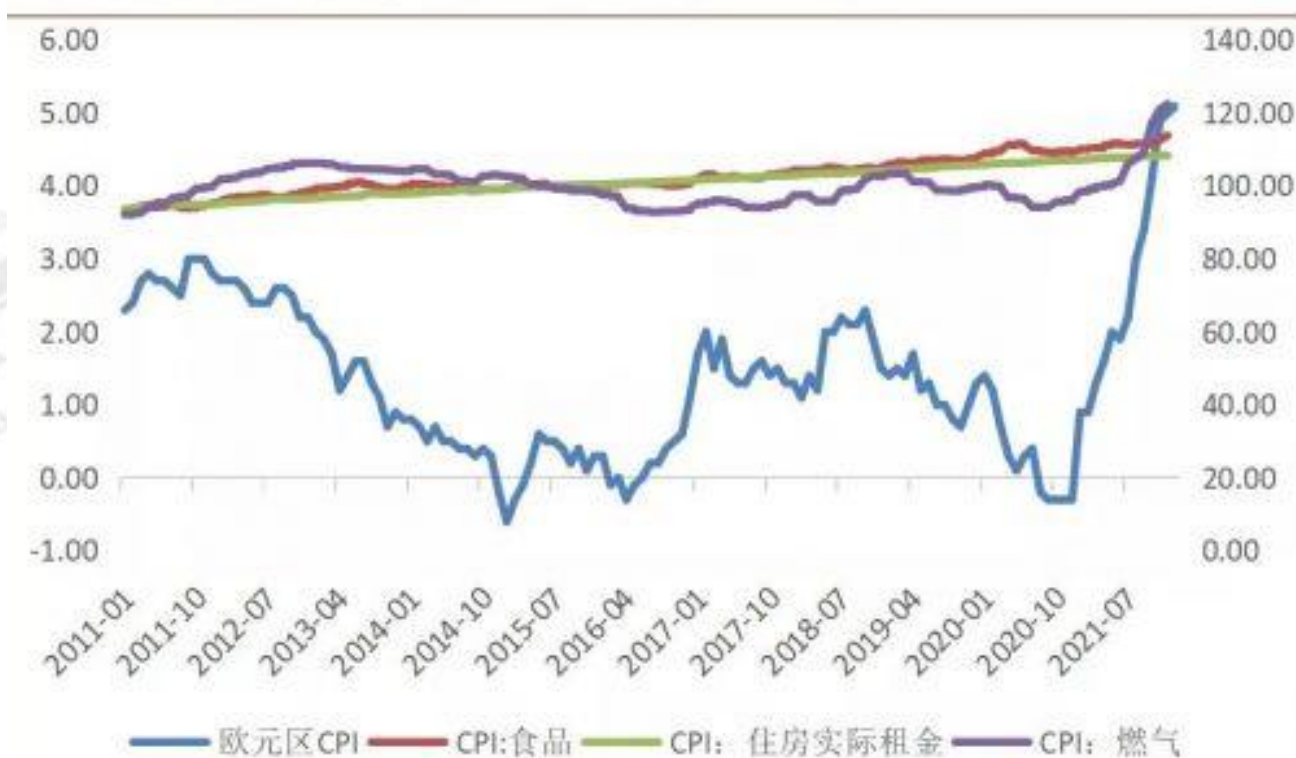
图 2：英国核心 CPI 与平均薪酬



资料来源：wind、招商证券

欧央行的货币政策决策保守但通胀展望表现出更多担忧。2022 年 2 月 4 日，欧央行在议息声明中调整了对通胀走势的判断，明确指出通胀在未来特别是短期可见的未来存在向上的风险，这样的判断已多年未出现。促使欧央行在上次议息后时隔一个半月即修改通胀走势判断的主因是对通胀背后驱动因素的分析。欧央行发现，不仅仅能源价格在上升，食品价格也被物流和化肥成本上升推高，此外更多商品和服务的价格出现显著的上升。前瞻看，尽管目前欧元区的工资上升仍然比较温和，但随着经济接近充分就业状况，工资可能出现更快的上升，从而在未来带来更大的通胀压力。鉴此，欧央行虽然仍强调了疫情扰动和全球供应链紧张的临时性和能源价格上升的不可持续性，但还是明确表述了对通胀进一步上行风险的警惕，这一表述因多年未见所以引发市场极大的关注，欧元汇率和德国等欧元区核心国家的国债利率随之出现明显上升。

图 3：受能源价格影响，欧元区物价水平快速攀升



资料来源：Wind、招商证券

日本央行坚持宽松货币政策不变，对于通胀的容忍度最高。尽管在 2022 年 1 月 19 日发布的《经济活动和价格走势展望》例行报告中，日本央行认为未来的消费物价指数呈上升趋势，同比增速到下一个财年将达到 1% 左右，但在 1 月 18 日的议息会议上，日本央行坚决宣布维持现有宽松货币政策不变，理由是通胀水平还未达到 2% 的目标。日本央行计划推动通

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_37294](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37294)

