



经济不会朝滞胀方向发展



“滞胀”这个名词再度跃上财经新闻版面。大多数地区的通胀都高过央行目标，而经济增长开始放缓。俄乌战事更是加剧了人们对通胀高企及衰退风险的担忧。

“痛苦指数”一词始见于1970年代，指的是通胀率和失业率的加总。高失业率或高通胀都会降低许多人的生活水平，而二者同时发生所带来的冲击尤剧。通胀会侵蚀所得和储蓄的购买力，有损消费支出和消费信心。而高失业率则会导致需求下降。这就是为什么相较于典型的衰退，滞胀更令人担忧。滞胀也让央行政策左右为难：如果以加息来对抗通胀，很可能令失业形势进一步恶化。这使得决策者没有容易的选择。

对投资者来说，滞胀环境也不利于股票和固定收益的表现。首先，通胀上升可能影响利润率，特别是那些无法将成本转嫁给客户的企业。对于固定收益的投资者来说，通胀使得高质量政府债券票息的实质购买力降低。对高收益债券或是优先债券的负面影响，则是来自于对违约率（企业获利能力减弱）的担忧。即便现金的价值也会迅速被侵蚀，使得投资者难以找到投资目标。

当前的情况或许与1970年代有几分相似，但我们认为，滞胀一说仍然有些过度，尽管两者有些相似之处。物价方面，如同1970年代一样，当前能源价格涨势迅猛。俄乌冲突导致石油和天然气供应受扰。在此同时，由于俄罗斯及乌克兰为肥料和谷物出口大国，这也推升粮食价格。在俄乌冲突影响全面显现之前，联合国粮农组织的粮食指数便在2022年2月创

下新高，较前一年高出约 20%。通胀高企的同时，全球供应链尚未从新冠疫情带来的影响中恢复过来。市场原先预期，随着抗疫限制放松以及部分制成品受疫情驱动的需求消退，通胀将会回落，不过，战事推迟了这项预期发生。在俄乌冲突的影响之前，美国 2 月份通胀同比大增 7.9%，剔除食品和能源的核心通胀也达到了 6.4%。欧元区通胀数据亦见最近一轮大宗商品价格飙升的影响，3 月份同比增长达到创纪录的 7.5%，高于 2 月份的 5.9%。

与此同时，投资者对经济增长的担忧加剧。3 月下旬美联储首次加息后，美国国债两年期收益率上升，一度高于 10 年期收益率，这通常是市场观察衰退风险的主要指标。这种收益率曲线倒挂的现象，在过去 10 次美国经济衰退之前都曾出现过。并且由于俄乌冲突可能导致俄罗斯能源出口骤然减少，而欧洲经济体高度依赖俄罗斯能源出口。能源价格持续高企也会削弱全球消费者的购买力。投资者开始担心各国央行将被迫大幅加息以抑制通胀，尤其是美联储。

虽然投资者严肃看待这些风险是正确的，但我们的基准情景是，经济将能避免衰退，实现软着陆，通胀将在 2023 年逐渐消退。目前的宏观形势较 1970 年代滞胀时期良好。我们预计美国经济有望在 2022 年增长约 3.5%，失业率低于 4%。我们预计通胀也将从 2022 年的 6.4% 下降到 2023 年的 1.7%。

随着疫情导致的限制解除，经济活动恢复正常的过程中仍具有相当大

的动能。我们认为，受疫情影响而压抑的服务业需求将释放，同时先前因供应短缺的商品需求也会释放，比如汽车消费。家庭资产负债表依然强劲，有助于缓冲借贷成本上升和通胀上行的影响。美国和欧元区的劳动力市场也很强劲。

我们判断经济不会朝滞胀的方向发展。首先，能源价格上涨对经济的影响不再像过去那么显著。自 1970 年代初期以来，全球 GDP 的能源强度下降了 50% 以上。其次，工会的力量（导致 1970 年代工资快速增长，助长了工资价格螺旋式上升）也相对式微，当前经合组织（OECD）中仅约 16% 的劳工由工会代表，1970 年为约 38%。最后，央行也准备好对抗通胀。美联储主席鲍威尔最近重申，政策制定者“将采取必要措施，确保价格恢复稳定”。

对投资者而言，首先是要不要恐慌。财经媒体或权威人士往往会即将面临的负面情况发出预警，而最终可能并未发生——比如 2008 年金融危机后预测的恶性通胀。我们认为，有关滞胀的讨论即属于此类。继疫情封锁期间积累了额外储蓄后，目前消费者的资产负债状况颇为强劲。企业利

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_40962

