

如何拯救全球低通胀

摘要

- 金融危机后发达国家通胀水平保持低位，这主要是央行的“功劳”。央行货币政策很大程度对冲了劳动力市场波动对通胀的冲击，过往通胀对当前通胀的影响逐步消退，通胀预期也向央行的通胀目标靠拢。旧金山联储近期发文研究了全球低通胀问题。其将通胀的影响因素拆分为：劳动力缺口（slack）、过往通胀的影响（persistence）和通胀预期三部分。对于 OECD 国家来说，金融危机后在央行货币政策的正确应对下，劳动力缺口对菲利普斯曲线变化的贡献与危机前类似且均非常弱。过往通胀的影响相比危机前减弱，而通胀预期的影响有所增强，这可以看做是可信货币政策的自然结果。发展中国家的央行货币政策操作受到限制，导致过去的通胀是影响当前通胀的主导因素。发展中经济体和发达经济体的通胀水平在过去几年中逐渐趋同，并保持低位。这表明全球因素可能正在遏制各国通胀。这些因素可能与不断扩大的贸易开放、全球供应链以及各国间更大的资本和投资流动有关。这些因素甚至在危机之前就开始降低生产和投资成本。
- 日本央行与通缩的长期斗争经验表明，即使在自然利率大幅下降的情况下，央行也能通过进一步货币宽松来刺激经济和价格，但克服根深蒂固的低通胀仍然需要时间。日本央行行长黑田东彦表示，日本在 90 年代末经济泡沫破裂后经历了大约 15 年通缩，这主要是因为自然利率快速下降，潜在增长率停滞，以及随后的金融危机。作为应对，日央行在 2013 年推出 QQE，并将日本带出通缩的“泥潭”。但考虑到通胀预期对不利冲击的脆弱性，以及技术创新限制了单位劳动力成本等结构性因素的拖累，这使得通胀依然回升缓慢并且保持低位。在低通胀环境下，央行保持宽松的货币环境面临不少挑战，需要做好沟通与预期管理，特别是关于货币政策立场的前瞻性指引。
- 非通货膨胀失业率阈值下降是导致失业率改善与通胀背离的主要原因。旧金山联储的报告指出，与稳定通胀相一致的失业率已经下降。近年来非通货膨胀失业率阈值的估计值已经下降至 4%。这种下降的一个可能原因是工作匹配方式的改善，反映弱势群体就业率的上升。近年来，西班牙裔和黑人无论男性还是女性的就业率与白人相比，都有了显著提高。这意味着，尽管失业率非常低，但劳动力市场可能有更多的空间，并且不会大幅推高通胀。
- 中国人民银行相关领导近期就降低实际利率水平有关政策情况答记者问。其中以下几点值得关注：1) LPR 改革旨在推进利率市场化改革，有利于疏通货币政策传导机制，促进降低企业融资成本。我们认为未来不排除央行下调 MLF 利率以进一步降低实体融资成本。2) 准备金调整空间没有市场想象的那么大，重点是完善“三档两优”的法定准备金率框架。3) 坚持“房住不炒”和差别化信贷政策，房贷的利率不会下降。4) 短期内可能造成银行息差下降，会影响银行的利润。从中长期来看，银行贷款自主定价能力提升有利于其可持续健康发展。
- 风险提示：全球经济超预期下行。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. LPR 能改变什么，不能改变什么？
(2019-08-18)
2. 经济依然保持弱势，央行改革贷款利率定价机制 (2019-08-18)
3. 供需双缩经济放缓压力加强，政策需适时调整 (2019-08-14)
4. 实体融资再度收缩，结构性政策阻碍信用投放 (2019-08-13)
5. 经济依然偏弱，政策延续结构性导向 (2019-08-12)
6. 货币政策继续以结构性为主——2019 年 2 季度《货币政策执行报告》解读 (2019-08-11)
7. 消费品通胀压力有限，工业品通缩压力加剧 (2019-08-10)
8. 转口贸易支撑出口小幅回升，未来仍将延续弱势 (2019-08-09)
9. 信用面临收缩，资产荒将再现——2019 年 3 季度银行信贷经理调研 (2019-08-06)
10. 15 年会再现吗？——汇率破 7 后的走势与影响 (2019-08-05)

目 录

1 《为何全球通胀如此之低?》--旧金山联储.....	1
1.1 是什么推动了通胀	1
1.2 全球金融危机以来有哪些新情况	2
1.3 非 OECD 国家和非危机趋势	3
2 《克服通货紧缩--日本的经验与未来的挑战》--日央行行长黑田东彦	4
2.1 长期通货紧缩与 QQE	4
2.2 日本的经验教训和未来的挑战	7
3 《失业率: 长期继续走低?》--旧金山联储.....	9
3.1 劳动力市场与通胀压力	9
3.2 宏观证据: 非通胀失业率下降	9
3.3 微观证据: 弱势群体的就业率有所提高	10
4 《降低实际利率水平有关政策情况》--中国人民银行	12
参考文献	16

图 目 录

图 1: OECD 国家菲利普斯曲线.....	2
图 2: 菲利普斯曲线变化的贡献: OECD 国家.....	2
图 3: 平均通胀.....	3
图 4: 菲利普斯曲线变化的贡献: 非 OECD 国家.....	4
图 5: 消费者价格.....	5
图 6: 自然利率.....	5
图 7: QQE 与价格走势.....	6
图 8: G7 国家价格走势.....	6
图 9: 单位劳动力成本的约束机制: 全职和兼职雇员薪资水平.....	7
图 10: 劳动力和资本的替代弹性.....	7
图 11: 日本央行的前瞻性指引.....	8
图 12: 对 2019 年末长期利率目标水平的预测.....	8
图 13: 估计的非通胀失业率.....	10
图 14: 分种族、民族的失业人员的就业率.....	11
图 15: 分种族、民族的失业人员的就业率.....	11

1 《为何全球通胀如此之低？》--旧金山联储

自 2008 年全球金融危机以来，尽管失业率已接近历史低点，发达国家的通胀水平一直非常疲软。近期通胀和失业率之间脱节的背后反应了什么？金融危机前后发达经济体和发展中经济体的经验对比表明，比货币政策更广泛的因素在起作用。全球通胀率已经在下降，这一趋势在金融危机前已经显现。本文研究金融危机是否改变了菲利普斯曲线的内部运作方式。

在发达经济体中菲利普斯曲线已经死亡的说法言之尚早。劳动力市场的波动在很大程度上被央行适时的利率调整所抵消。在这种情况下，过去通胀的影响已经消退，通胀预期也已向央行的既定目标靠拢。从表面上看，通胀水平在劳动力市场不同水平的缺口似乎都保持稳定，菲利普斯曲线关系似乎已经断裂。**但是菲利普斯曲线可能仍然存在，而我们所观察到的通胀动态可以用央行成功抵消劳动力市场的波动并将通胀维持在目标水平来解释。**

发展中国家的央行货币政策操作受到限制，这种限制阻碍了货币政策的对冲效果，使得过去通胀的反馈影响发挥了更大作用。尽管如此，过去 20 年中发达国家和发展中国家的通胀率一直在下降。**不可避免的结论是，除了央行更好的货币政策应对以外，也有全球性力量对通胀施加下行压力。**

1.1 是什么推动了通胀

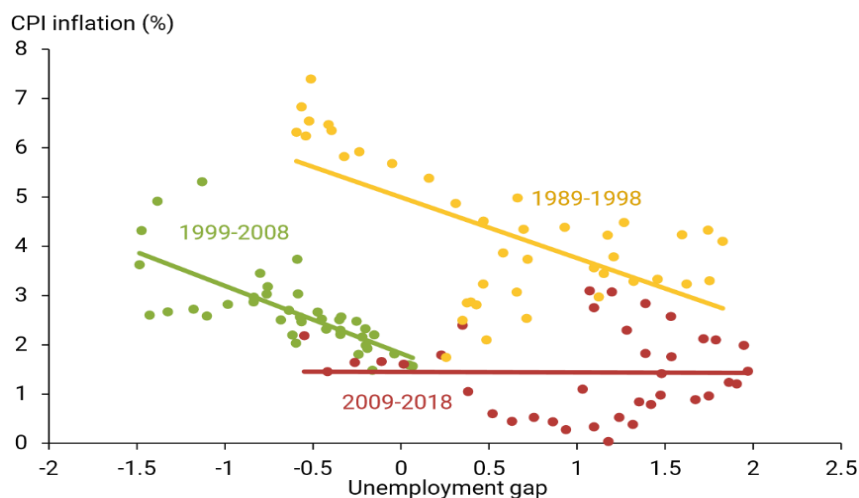
构建一个菲利普斯曲线模型，其将通货膨胀分解为三个部分的函数。**第一，用劳动力市场缺口来衡量需求拉动因素**，具体来说，使用失业缺口（即失业率与自然率之间的差额）。失业缺口是衡量总需求状况的一个常用指标，因为更高的总需求通常意味着更多的就业。

第二，使用过去通胀的反馈，用 CPI 来衡量。这承认，价格往往会缓慢调整，因而已经发生的通胀可能会影响未来通胀的走势。企业会从以前的通胀周期中获得一些定价线索，从而使通胀持续。

第三，基于美国调查数据和 OECD 提供的数据来衡量通胀预期。如果央行能够令人信服地承诺通胀目标，那么企业将选择以与既定目标一致的方式为产品定价。在这种情况下，失业率缺口的波动以及过去通胀偏离目标的情况，对实际通胀的影响要小得多。

在金融危机发生以来的 10 年中，失业缺口与通胀之间的关系似乎有所减弱。在金融危机发生前的 20 年中，失业率缺口与通胀水平之间出现了明显的负相关关系（黄绿线）。但当前的十年（红线）显示这种关系几乎消失了，即使失业缺口低于 0（意味着平均失业率低于其自然率）平均通胀在 2% 左右或以下。

图 1: OECD 国家菲利普斯曲线



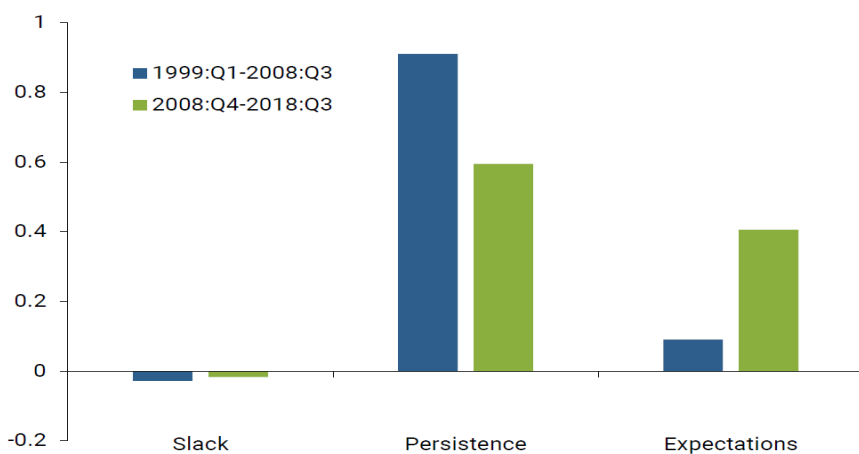
数据来源: 旧金山联储, 西南证券整理

1.2 全球金融危机以来有哪些新情况

构建菲利普斯曲线的三个组成部分各自的贡献: 失业率缺口、用过去通胀来衡量持续性、通胀预期。本文还消除因油价波动而引起的通胀变化, 油价作为一个不受货币当局控制的经典的供给因素。首先关注经历过金融危机的 OECD 经济体, 下图汇总了金融危机前后两个时期每个组成部分的估计值。

图中的第一对条形图显示了失业缺口的影响。这些条形图是负的, 因为失业缺口越大意味着更低的通胀。尽管失业缺口的贡献自危机以来已经消散, 但很明显, 其在解释危机前的通胀动态方面也只是发挥了很小的作用。即使失业缺口的数值很大, 也只会对总体通胀产生很小的影响。

图 2: 菲利普斯曲线变化的贡献: OECD 国家



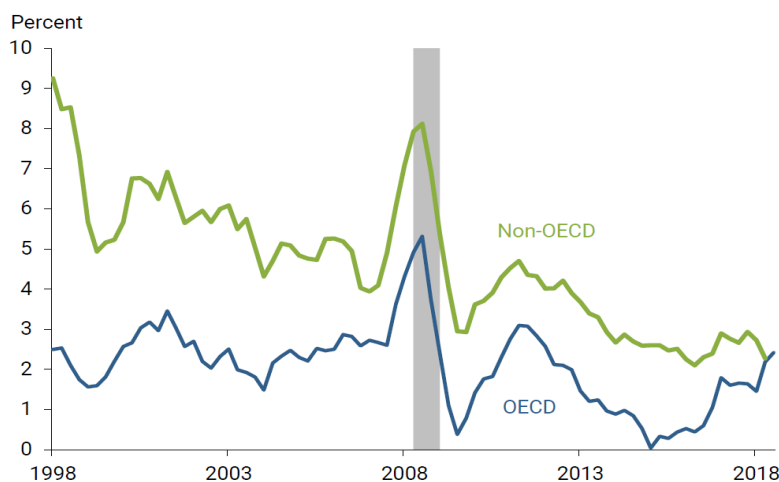
数据来源: 旧金山联储, 西南证券整理

第二对和第三对条形代表持续性和通胀预期的影响。金融危机以来，持续性部分估计值的下降幅度和通胀预期估计值的上升幅度相同。较小持续性意味着过去的通胀变动对未来的通胀影响程度较小，通胀预期项估计值的增加意味着，消费者可能会将这种扰动视为暂时性的。良好的预期是可信货币政策的自然结果。

1.3 非 OECD 国家和非危机趋势

甚至在金融危机之前，其他几个可能影响全球通胀的全球趋势就已经形成。作为评估这些趋势影响的起点，下图显示了自 1998 年以来各国的平均通胀率，分为 OECD 发达经济体和 23 非 OECD 发展中经济体。

图 3：平均通胀

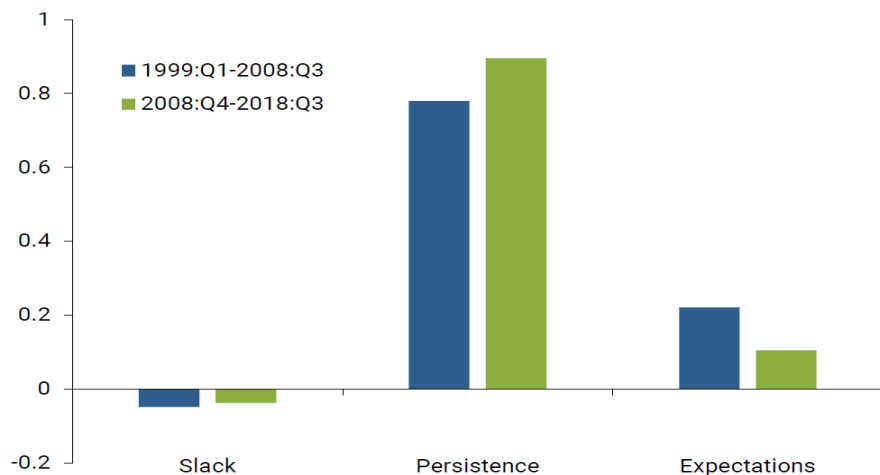


数据来源：旧金山联储，西南证券整理

发展中经济体和发达经济体的通胀水平在过去几年中逐渐趋同，到样本结束时，两组的平均通胀率几乎相同。发展中经济体通胀水平的降低可能反映中央银行政策可信度的提高。但是，各经济体集团在通胀方面有着共同的趋势，这表明全球因素可能正在遏制各地的通胀。

为了更好地理解全球可能发生的情况，对 23 个非 OECD 经济体在金融危机前后 10 年对菲利普斯曲线变化的贡献进行分解。第一对条形图显示，与发达经济体一样，失业缺口对通胀的影响较小。与发达经济体相比，持续性的影响要更大，而且金融危机以来还有所增加，这意味着通胀的过去变动往往对通胀的未来趋势发挥着更大作用。此外，相对于发达经济体以及金融危机爆发前的 10 年，在发展中经济体中通胀预期的影响已经在更大程度上减弱。

图 4：菲利普斯曲线变化的贡献：非 OECD 国家



数据来源：旧金山联储，西南证券整理

由于通胀的三个组成部分反映了危机后发达国家和发展中国家的不同经验，因此，这些因素并不能解释全球通胀水平保持低位的原因。答案似乎在于其他一些共同的潜在因素，这些因素可能与不断扩大的贸易开放、全球供应链以及各国间更大的资本和投资流动有关。这些因素甚至在危机之前就开始降低生产和投资成本，给全球价格带来下行压力。

有趣的是，对发展中经济体而言，过去的通胀在解释当前通胀方面的作用仍占主导地位，这与发达经济体的模式形成了鲜明对比。然而，由于所有国家都经历了类似的通货膨胀下降，其他全球性因素肯定在最近通货膨胀减缓中发挥了重要作用。

2 《克服通货紧缩--日本的经验与未来的挑战》--日央行行长黑田东彦

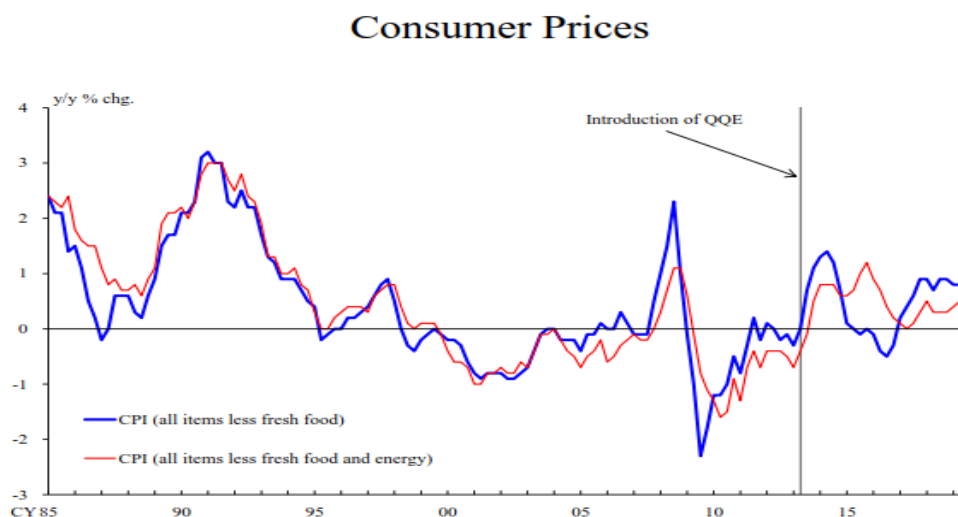
日本的通货膨胀率在 20 世纪 90 年代初的资产泡沫破裂后开始下降；上世纪 90 年代末，日本经济陷入通缩，物价持续下跌。这次通缩持续了大约 15 年。这种长期的通货紧缩在过去被认为是日本独有的现象，然而自全球金融危机以来，大多数发达经济体都一直在经受低通胀和低利率，许多央行现在面临着如何提高通胀率的共同挑战。日本长期与通缩作斗争的经验，将为其他央行在未来实施货币政策时提供一个研究案例。

今天将讨论两个主题。首先是日本长期通缩背后的原因，以及日本央行在 2013 年为应对通缩推出的 QQE 的效果。在强有力的货币宽松政策帮助下，日本经济最终走出通缩，具体内情在后面解释。这一结果再次证明，即使在克服长期通缩方面，货币政策也依然有效。然而，距离央行实现通胀率 2% 的物价稳定目标还需要一段时间。在解释该现象背后的原因之后，我将进入第二个主题，即日本央行克服当前持续低通胀的举措。2016 年，央行推出了新的政策框架“收益率曲线控制的 QQE”，并于 2018 年加强了这一政策框架。我将详细阐述日本央行在这些新举措背后的思考及所获得的经验。

2.1 长期通货紧缩与 QQE

自然利率下降和长期通货紧缩。日本在经历了 20 世纪 90 年代初大规模的资产泡沫破灭后，经济大幅减速，通货膨胀率逐渐下降。上世纪 90 年代末，随着主要金融机构相继倒闭，日本经济陷入通缩阶段。此后，除了大宗商品价格上涨的个别时期外，CPI 在过去 15 年间持续为负。

图 5：消费者价格



数据来源：日本央行，西南证券整理

为什么日本经济长期陷入通缩而难以摆脱。这主要是因为自然利率快速下降，潜在增长率停滞，泡沫破裂，以及随后的金融危机。日本央行从一开始就在寻找强化货币宽松的措施，于 1999 年开始实行零利率政策，并在 2001 年先于其他央行推出量化宽松政策。然而，在名义政策利率已经达到零利率下限，而当时的 QE 只是将接近零利率的短期资产换成在日本央行的零利率存款的情况下，它无法创造足够宽松的金融条件。此外，在经济活动和价格停滞不前的情况下，公众和市场认为央行对实现价格稳定的承诺不够坚定。这也同样逐渐压低了通胀预期，加大了克服通缩的难度。

图 6：自然利率



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_10507

