



## 宏观研究

## 【粤开宏观】全球通胀大变局：当前特征、长期趋势和政策启示

2022年05月16日

## 分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 分析师：方堃

执业编号：S0300521050001  
电话：010-83755575  
邮箱：fangkun@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】特别国债或可重出江湖：2万亿，三大专项任务》2022-05-08

《【粤开宏观】出口增速滑入个位数阶段：4月进出口数据点评》2022-05-10

《【粤开宏观】CPI再上2阶段：4月通胀数据点评》2022-05-11

《【粤开宏观】“双城记”：广州、深圳财力差异大解密》2022-05-11

《【粤开宏观】走出“至暗时刻”，建议尽快发行特别国债》2022-05-16

## 摘要

近三十年以来，和平环境下的人口红利、全球化、技术进步扩大了总供给，并且叠加需求低迷，全球通胀整体温和。目前新冠疫情和地缘冲突重塑全球经济格局，能源和粮食价格飙升加剧全球通胀风险。通胀的底层逻辑正发生结构性变化，该如何认识当前的通胀变局，如何判断通胀的未来大势，中国又该如何应对？

## 一、当前全球通胀变局的四个特征

**1、区域分布：全球普涨，从大缓和时代步入高成本时代。**过去美国为首的发达经济体通胀下行，带领全球步入低通胀的大缓和时代。当前欧美等发达经济体通胀创历史新高，创四十年以来通胀新高，全球通胀高于5%以上的经济体占比超6成。

**2、分项结构：由点扩面，从能源向核心商品和服务扩散。**过去通胀局限在少数商品，驱动力往往是能源价格波动，而核心通胀相对稳定。当前通胀周期的显著特征是商品涨价更加普遍，居民商品消费强势复苏。美国通胀特点是由点扩面，商品和服务全面上涨；而欧洲通胀特点是能源涨价、工业品涨价超预期。

**3、生成机制：预期脱锚，从暂时性通胀到预期自我实现。**过去发达经济体央行采用了通胀锚定在2%的政策目标，居民的通胀预期也保持稳定。当前的高通胀最初被认为是暂时性通胀，但随着高通胀持续，居民的通胀预期产生了自我实现机制，中长期的通胀预期也有脱锚风险。

**4、根本原因：供需错配，供给冲击较需求变化更为关键。**本轮通胀固然有需求旺盛的因素，供给侧受到疫情因素和地缘冲突的影响持续强化，主导了通胀走势。一是劳动力供给缺口导致生产受到制约，二是供应链瓶颈放大供需矛盾，三是俄乌冲突导致大宗商品价格飙升。

## 二、未来全球通胀中枢抬升的长期趋势

目前支撑全球低通胀的和平红利、经济全球化红利、人口红利、环境成本红利四大因素逐步消失，全球未来难以回到低通胀的大缓和时代。未来政治军事格局、劳动力短缺、逆全球化、碳中和四大长期因素将支持通胀中枢抬升，全球进入高成本时代。

**1、政治军事格局变化导致防务成本上升和资源品供应风险。**一是军事方面，欧亚大陆地缘安全重要性上升，将驱动主要国家军费开支的扩张，这会限制非国防的生产要素投入，还可能增加债务融资从而产生滞胀效应。二是政治方面，民粹主义盛行引发资源断供风险，生产铜和锂的南美各国纷纷增税和推进国有化，资源民族主义会引发上游资源品的供应风险。

**2、逆全球化导致贸易成本上升，全球生产要素配置效率下降。**一是关税和非



关税壁垒增加导致商品流通成本上升，美国加征关税已对高通胀推波助澜。二是产业链本土化阻碍比较优势的发挥，发达经济体鼓动制造业回流必然导致用工和供应链成本增加，东南亚经济体供应链尚不完善，与中国的经贸联系紧密，区域一体化才能实现资源最优配置。

**3、人口老龄化导致劳动力成本上升，工资-通胀螺旋的风险上升。**一是人口老龄化和劳动力的减少已经是长期趋势，劳动力成本的上升。二是工会力量的复苏，尤其是高收入群体如科技企业员工的议价能力提升，加大工资上涨的弹性。三是劳动力工资和同劳动生产率的差距扩大，会加剧工资-通胀螺旋。

**4、碳中和会带来碳税和碳交易，导致上游原材料成本上升。**一是减碳限产导致高碳行业和低碳行业的长期分化，高碳行业生产约束加剧工业品价格上涨压力。二是碳税导致能源成本上升。2021 年全球共有 27 个国家实施了碳税，覆盖全球碳排放总量的 5.4%。未来更多国家和地区实施碳税，提升传统化石能源的价格。

### 三、中国如何应对全球通胀变局

身处全球通胀变局之中，中国也面临逆全球化增加贸易成本、劳动力成本上升、碳中和抬升能源成本、地缘冲突引发断供风险四大压力，需要及时出台政策应对。

1、应对逆全球化的效率损失，要加入更多高水平区域贸易协定，同时发展国内统一大市场为企业降成本。

2、应对劳动要素成本上升压力，关键在于提升劳动生产率，鼓励制造业升级和人力资本积累。

3、应对碳中和与能源成本上升压力，要做好国内保供稳价工作，探索与碳中和相协调的产业、财政和货币政策。

4、应对全球政治军事格局变化，要坚持和平崛起路线，继续落实“一带一路”倡议，巩固与东南亚、欧洲的合作关系。

**风险提示：**全球地缘冲突加剧；经济逆全球化超预期。



## 目 录

一、当前全球通胀变局的四个特征 .....	4
1、区域上：全球普涨，从大缓和时代步入高成本时代 .....	4
2、结构上：由点扩面，从能源扩散到核心商品和服务 .....	5
3、生成机制：预期脱锚，从暂时性通胀到预期的自我实现 .....	7
4、根本原因：供需错配，供给冲击主导通胀走势 .....	8
二、未来全球通胀中枢抬升的四大逻辑 .....	11
1、地缘政治冲突增加防务成本，资源民族主义增加供应风险 .....	11
2、贸易投资逆全球化，产业链本土化，提升贸易成本和生产成本 .....	12
3、人口老龄化，劳动力短缺长期化，劳动力成本上升 .....	13
4、碳中和出台碳交易和碳税，导致上游原材料涨价 .....	15
三、中国如何应对全球通胀变局 .....	15

## 图表目录

图表 1：发达经济体通胀自 1990 年以来进入大缓和时代 .....	4
图表 2：发达经济体高通胀的比例高于往常 .....	5
图表 3：美国居民服务消费占比大幅下降 .....	6
图表 4：美国 CPI 分项商品和服务同步上涨 .....	6
图表 5：欧元区 CPI 分项中商品涨幅更加显著 .....	7
图表 6：欧元区工业品价格涨幅领先 .....	7
图表 7：美国中长期通胀预期有脱锚风险 .....	8
图表 8：美国中长期通胀预期有脱锚风险 .....	8
图表 9：疫情导致全球工作时间的缺口仍未完全修复 .....	9
图表 10：美国国内供应链延误居高不下 .....	10
图表 11：俄乌冲突将导致粮食生产相关出口受到冲击 .....	10
图表 12：世界不确定性指数波动上升 .....	11
图表 13：经济和贸易全球化陷入停滞 .....	13
图表 14：亚太地区劳动力参与率已经低于全球平均水平 .....	14
图表 15：近十年美国企业劳动力成本上涨速度高于劳动生产率 .....	14
图表 16：全球征收碳税的国家及其覆盖碳排放的比例 .....	15



## 一、当前全球通胀变局的四个特征

新冠疫情和地缘冲突改变了全球经济和通胀格局，呈现令人担忧的四个特征：发达市场同新兴市场普涨；核心通胀出现商品普涨；通胀预期出现脱锚风险；供给因素主导通胀走势。

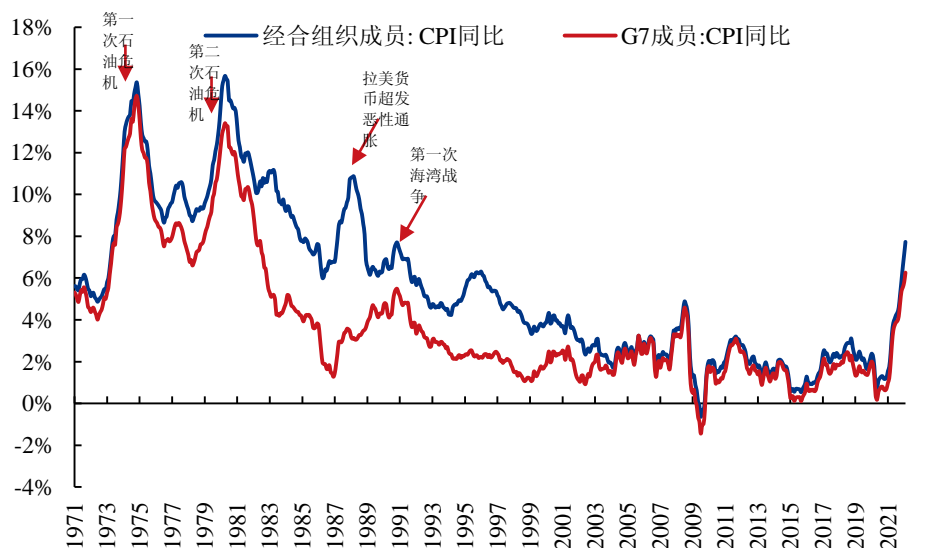
### 1、区域上：全球普涨，从大缓和时代步入高成本时代

1990年代，经济全球化加速推进，发达经济体和新兴经济体的通胀走势逐渐趋于一致。美国为首的发达经济体通胀逐渐将至3%以下，带领全球步入低通胀、低失业、低波动的大缓和时代（the Great Moderation）。

通胀大缓和主要是由于技术进步、人口红利、全球化。一是互联网技术为代表的信息技术革命，引发全球产业革命；二是七十年代最后一波婴儿潮，增加黄金年龄的劳动力的供给，女性就业增加；三是半导体制造产业链转移到东亚地区，并且全球化水平的提升，扩大了供给，降低了成本。

在大缓和时代通胀预期相对稳定，通胀起因通常是需求旺盛，影响范围仅限于少数商品品类，主要是能源涨价驱动，持续时长往往偏短期。2000年以来几轮通胀周期的触发因素往往是需求旺盛，但是供给弹性高，能够跟随需求及时调整。

图表1：发达经济体通胀自1990年以来进入大缓和时代

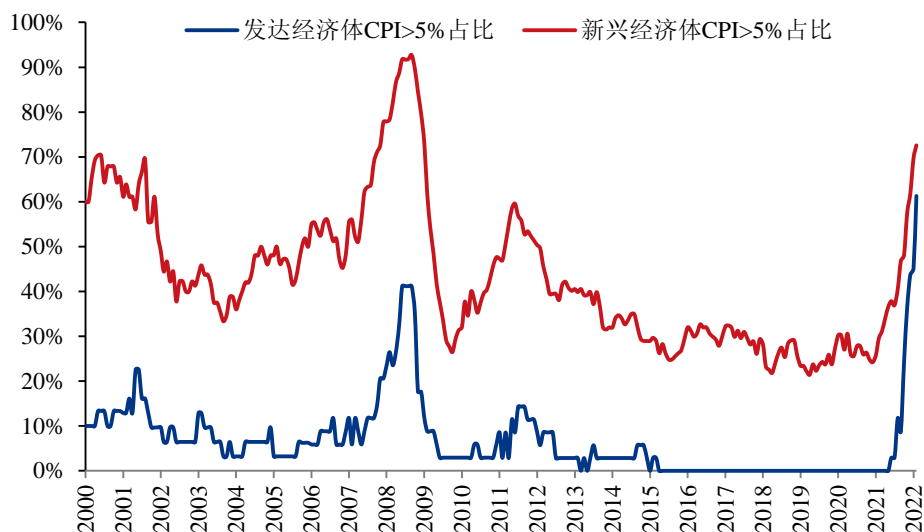


资料来源：wind、粤开证券研究院

**疫情暴发之后发达经济体从低通胀到高通胀。**2020疫情后的供给缺口尚未完全修复，地缘冲突又带来新的供给冲击，企业生产活动收缩，社会资源配置效率下降，供给侧未能及时扩张满足需求，导致通胀预期和实际通胀不断强化，发达经济体通胀持续创新高。根据IMF统计的月度通胀数据，发达经济体中CPI当月同比高于5%的占比超过61.3%，新兴经济体中CPI当月同比高于5%的占比超过72.6%。31个发达经济体中，19个经济体CPI高于5%，占比远远高于08年金融危机期间。即使是长期通胀低迷的日本、瑞士，国内CPI也出现上涨。



图表2：发达经济体高通胀的比例高于往常



资料来源：IMF、粤开证券研究院

## 2、结构上：由点扩面，从能源扩散到核心商品和服务

**过去通胀局限在少数商品，驱动力往往是能源价格波动，而核心通胀相对稳定。**在大缓和时代，高通胀的最大动力是能源价格大涨，2005年、2008年、2011年国际油价上涨，美国能源CPI的拉动率均出现明显提升。而其他商品和服务价格并没有出现同步上涨，核心CPI波动率低于CPI整体波动率，工业品波动大而终端消费品相对平稳。

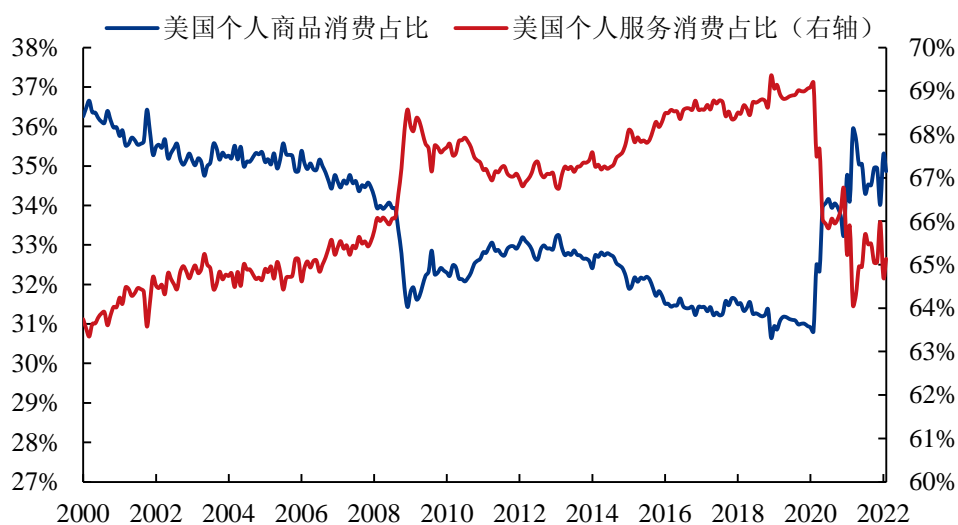
**当前通胀周期的显著特征是商品涨价更加广泛。**欧美发达国家居民消费经历了实物商品向服务消费的变迁，体现在服务消费占比明显提升，而商品消费占比呈持续下降，商品价格普涨较为罕见。而本轮周期中，虽然初期涨价仅限于能源、汽车等耐用品，但后期供应链瓶颈和海运拥堵日益严峻，商品通胀更加广泛。疫情后欧美财政货币同步发力，居民消费能力和消费倾向快速复苏，企业投资在低利率环境中也在增加。美国居民个人商品消费占比从疫情前的30.8%最高上升至35.9%，服务消费占比则随之下行。

**美国通胀特点是由点扩面，商品和服务全面上涨。**2022年3月美国CPI同比飙升至8.5%，核心CPI同比也上行至6.5%，创近四十年以来的新高，能源、汽车、房租三大类通胀拉动明显。一是国际油价持续上涨，带动美国国内能源相关商品和服务价格上涨；二是受到上游原材料涨价和自身供需缺口影响，汽车、家电等耐用消费品也出现大涨；三是美国地产景气周期，房价维持高位，带动房租服务价格上涨。此外，随着经济复苏和疫苗推广，出行、娱乐、等服务线下消费需求复苏，服务业价格出现上涨。

**本轮欧洲通胀特点是能源涨价、工业品通胀超预期。**2022年3月欧元区HICP同比飙升至7.4%，核心HICP同比也上行至2.9%，双双创1997年有数据以来新高。油气价格上涨导致居民能源消费开支大幅提升，能源商品消费拉动整体通胀。欧元区HICP分项中，3月商品CPI同比8.3%，涨幅明显高于服务CPI同比2.5%。而且欧洲整体能源对外依存度高，能源大涨对欧洲制造业冲击大，2022年欧元区PPI同比飙升突破30%，工业品通胀超预期。

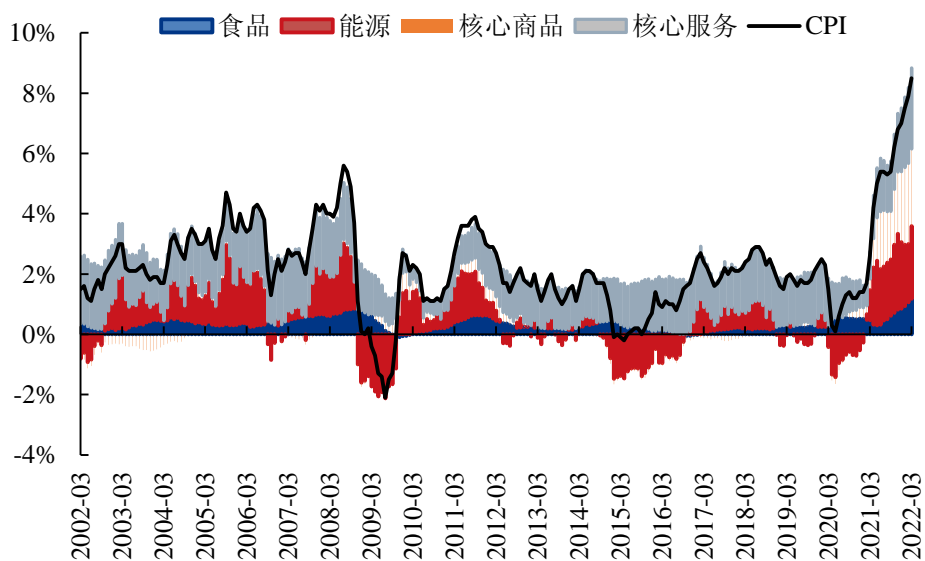


图表3：美国居民服务消费占比大幅下降



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表4：美国 CPI 分项商品和服务同步上涨



资料来源：美国劳工部、粤开证券研究院

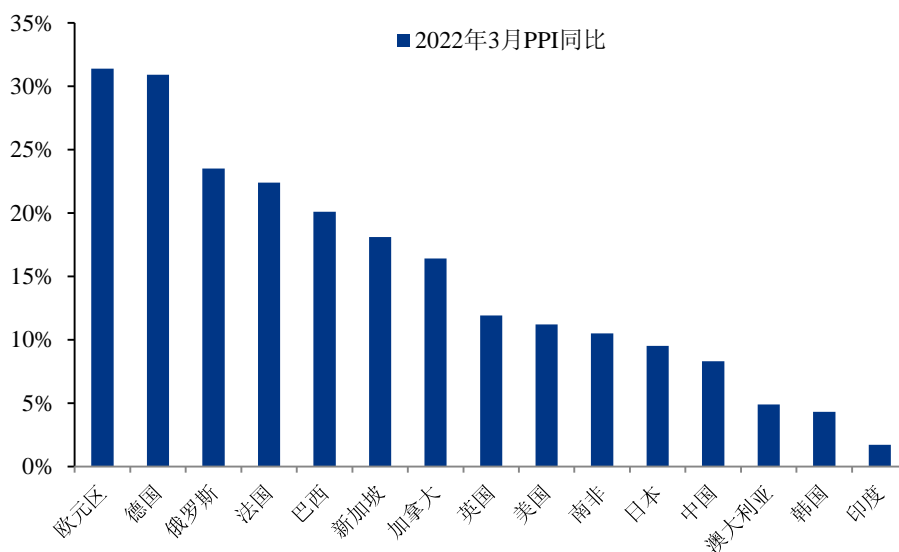


图表5：欧元区 CPI 分项中商品涨幅更加显著



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：欧元区工业品价格涨幅领先



资料来源：wind、粤开证券研究院

### 3、生成机制：预期脱锚，从暂时性通胀到预期的自我实现

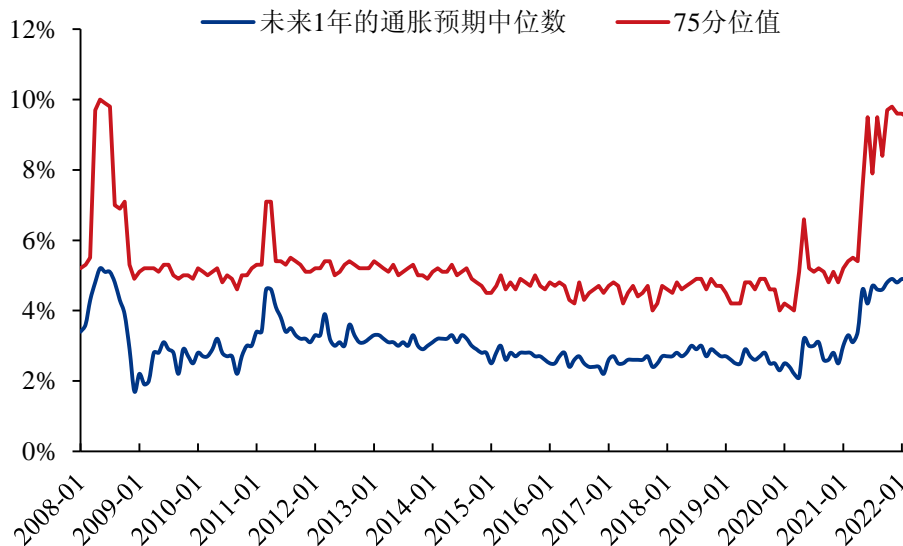
**过去欧美央行货币政策锚定 2%的中长期通胀目标，稳定了通胀预期。** 1990 年代以来，全球生产率下行、人口结构变化、金融市场对安全资产的需求，导致全球维持实际利率较低的水平。这导致全球通胀预期也处于相对较低的水平，伴随经济增速中枢下行，欧美在金融危机后采取长时间货币宽松，压低了名义利率水平同时也压低了通胀预期。

**当前居民通胀预期攀升，中长期的通胀预期有脱锚风险。** 本轮通胀周期中，欧美央行最初只是认定暂时性通胀，货币政策呵护社会就业和经济基本面，导致货币政策收紧落后于通胀，金融市场和居民的通胀预期不断调升。根据通胀心理学，当居民普遍预期



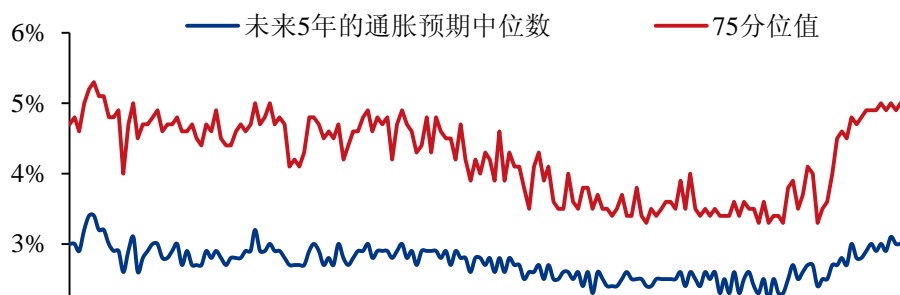
价格上涨，将会提前囤货避免更高的成本，商品的总需求会集中爆发，这会产生供不应求，推动现实物价的进一步上涨。美国密歇根大学消费者调查的通胀预期显示，未来 1 年的通胀预期已经创出历史新高超 5%，而未来 5 年通胀预期的中位数尚且维持在 3%，但是 75 分位值已经明显攀升至 5% 以上，公众对于高通胀的预期存在尾部分布。需要警惕在高通胀环境中，通胀预期的自我实现机制。如果未来长期高通胀形成了一致预期，消费者需求前置进一步，加大供需矛盾，不断提升实际通胀水平。

图表7：美国中长期通胀预期有脱锚风险



资料来源：美国密歇根大学、粤开证券研究院

图表8：美国中长期通胀预期有脱锚风险



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\\_41939](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41939)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>