



程实：美联储的通胀暂时论可信吗



文/新浪财经意见领袖专栏作家 程实 张弘硕



8月27日,美联储主席鲍威尔在全球央行会议中继续表达了对当前通胀水平不具备可持续性的坚定立场。

具体来说,他给出了五个当前高通胀水平不可持续的理由:一是当前高通胀不会影响广泛的价格水平;二是当前部分高通胀项目价格增速开始放缓;三是工资并未对中长期通胀水平构成威胁;四是长期通胀预期仍保持稳定;五是全球经济的长期特性将抑制长期通胀水平。

然而,根据我们的研究,这五点理由均缺乏充分且实证的支持。第一,受疫情影响严重的商品或服务价格可能会传导影响其他商品(服务)的价格水平;第二,如果疫情反复,部分商品或服务价格未必能顺利随疫情的

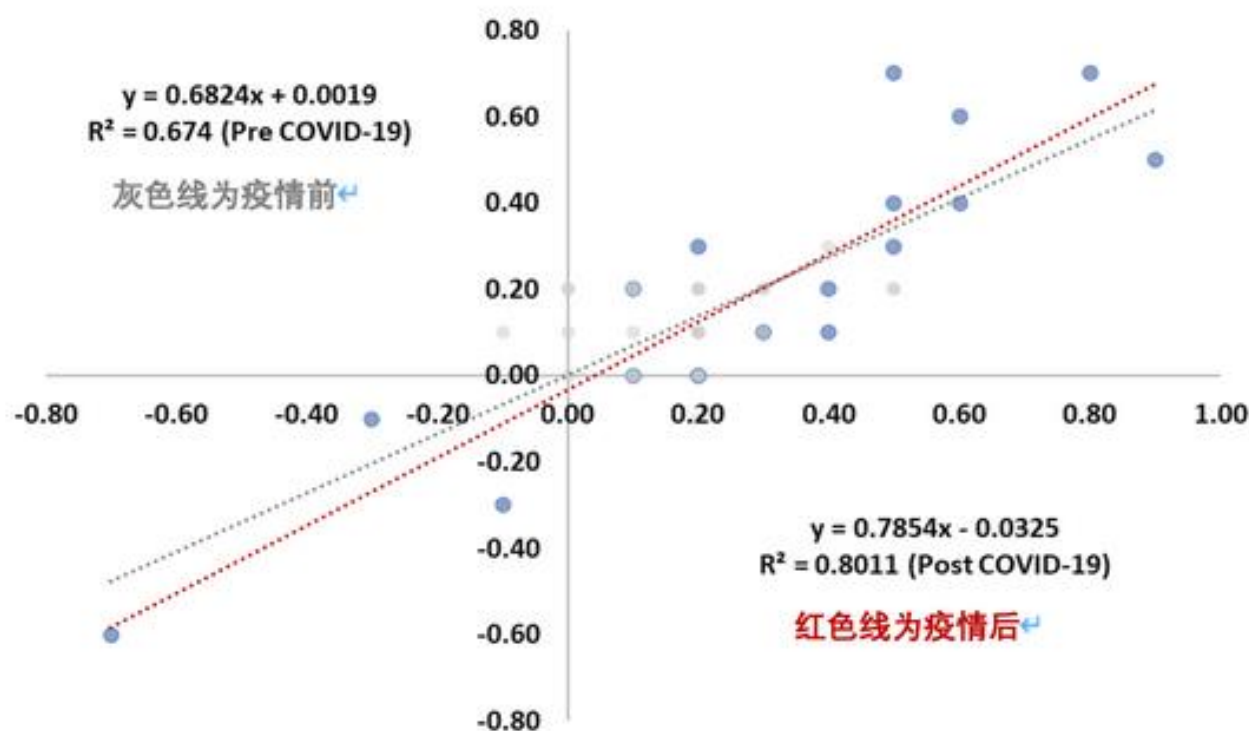
结束而同步回落；第三，考虑到工资与失业的非线性关系，工资增长可能会阶段性加速；第四，在财政刺激影响下，短期通胀预期和实际通胀可能会传导影响长期通胀预期上行；第五，全球经济对长期通胀水平的一直作用正在边际弱化。

高通胀或传导影响广泛的价格水平

鲍威尔认为，当前的高通胀项目主要集中在受疫情影响严重的商品和服务上。这些高通胀项目包括食品、能源、新车和二手车、汽车租赁、旅游以及交通等类别。一些研究机构通过基于核心通胀率进一步剔除了这些高通胀项目，发现当前受疫情影响较小的商品和服务价格水平并未受到广泛的传导影响。比如，美国 6~7 月整体通胀率 (CPI) 环比季调分别为 0.9% 和 0.5%，剔除与疫情高度相关的项目后，通胀率环比为 0.25% 和 0.05%。

然而，我们的研究发现，后疫情时期疫情敏感度高的通胀项目与疫情敏感度低的通胀项目相互的影响正在强化。具体来说，我们用美国季调后的整体环比通胀率 (CPI) 和剔除了与疫情高度相关的项目通胀率（不含食品、能源、二手车辆、收容所及交通项）进行统计分析，发现二者在疫情后的因果关系有所加强。从细项来看，受疫情影响较大的能源和交通项分别对受疫情影响较小的服装与住房项存在显著影响。

图 1：疫情敏感度高的通胀项目与疫情敏感度低的通胀项目相互间关系

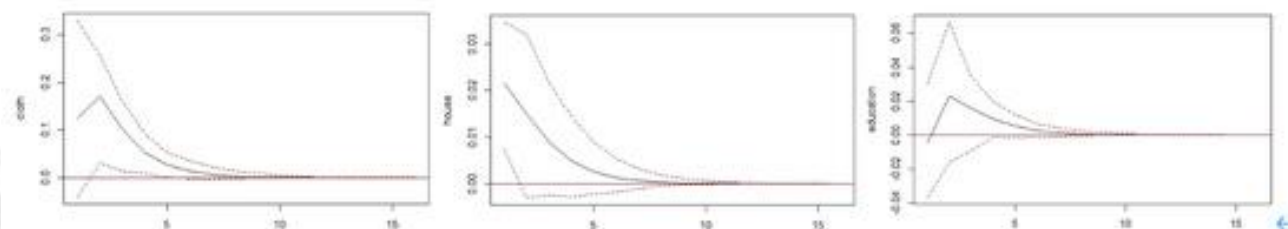


数据来源：Wind, Bloomberg、作者整理

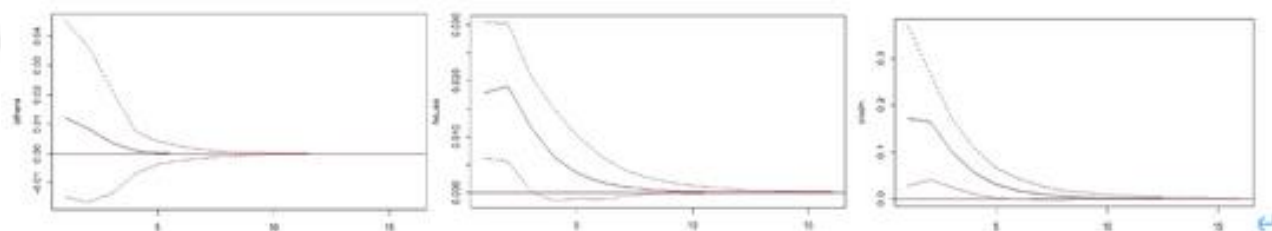
此外，本文构建了贝叶斯时变向量自回归模型（B-TVP-VAR），选择美国疫情暴发的高峰期来观测高通胀项目价格可能对低通胀项目价格产生的传导冲击。我们基于模型的实证发现，疫情敏感度较高的通胀项目（如能源和交通）半年内可显著冲击疫情敏感度较低的主要通胀项目（如住房、服装、医疗监控以及娱乐消费）。然而，如果疫情反复，高通胀项目或将进一步对一般性的服务和商品价格产生叠加式的传导冲击。

图 2 高通胀项目价格对低通胀项目价格的传导冲击

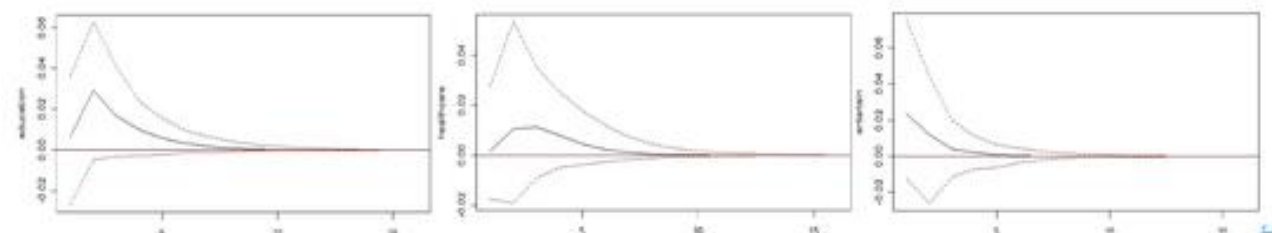
能源价格对服装项的价格传导 能源价格对住房项的价格传导 能源价格对教育与通信项的价格传导



能源价格对日常服务与商品项的价格传导 交通价格对住房项的价格传导 交通价格对服装项的价格传导



交通价格对教育及通信项的价格传导 食品价格对健康与医疗项的价格传导 食品价格对娱乐消费项的价格传导

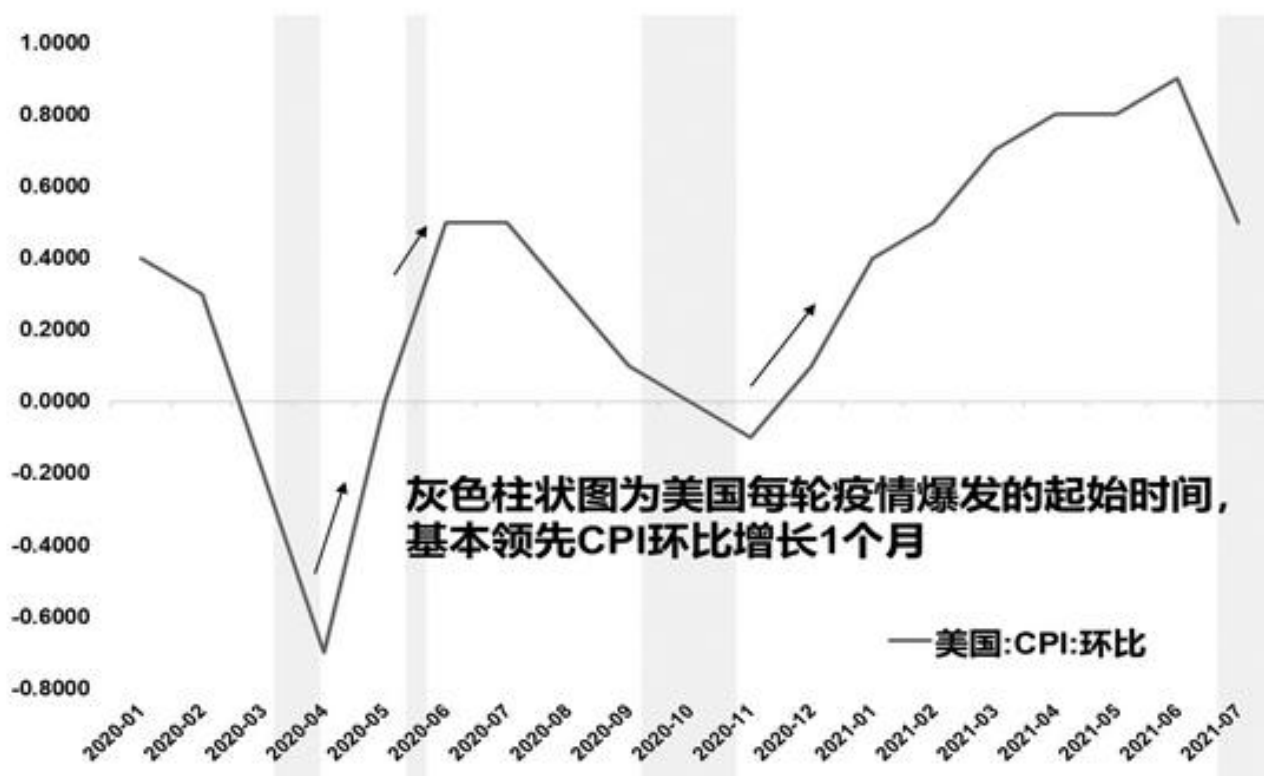


数据来源：Wind、作者估计。注：X轴代表时期（以月为单位），Y轴代表高敏感度的商品/服务价格对低敏感商品/价格的冲击影响。

疫情结束后部分商品及服务价格不一定回落

欧美国家疫情暴发，使得供给瓶颈加剧了生产端商品及服务价格水平的快速抬升。而当欧美国家疫情得到控制后，我们发现主要的商品和服务价格并未顺利实现同步回落。相反，旺盛的需求端会开始支持商品及服务价格继续保持在高位。另外，从当前的疫情状况来看，疫情何时能够完全得到控制仍具不确定性，我们很难断定高企的商品或服务价格一定能够随着供给产能的恢复，短期内实现充分调整并快速回落。

图 3：美国整体通胀率回落缺少持续性



数据来源：Wind、Bloomberg、作者整理

另外一个阻碍商品及服务价格随疫情结束同步回落的原因是全球供应链。具体来说，全球供应链的恢复可能要比市场预期的时间更久。当前，疫情对产业链的影响正在从暂时性和局部性逐渐演变为长期性和系统性。

首先，在全球价值链上，受疫情影响严重的国家为全球提供了超过 60% 的中间品与资本品，而这些国家在各条产业链之间的上下游关系是非常复杂的。任何一个主要生产制造国在中间生产环节中出现停滞，整个产业链都将受到影响。因此，我们认为全球产业链的恢复可能需要更长的时间。而恢复时间的增加意味着价值链上贸易成本的抬升。

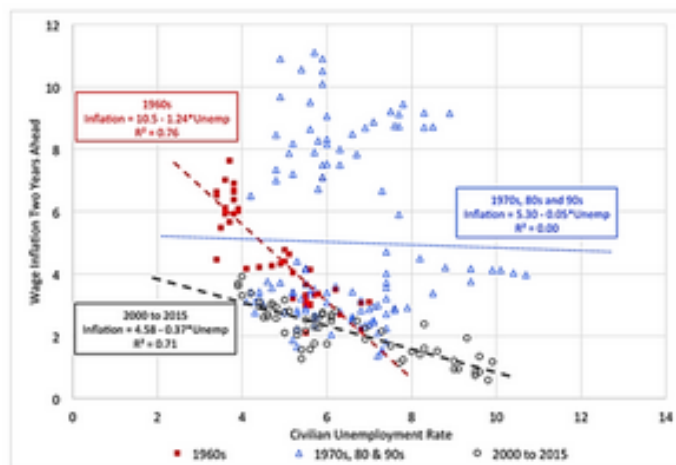
其次，面对疫情冲击和地缘政治影响，以中、美、德为价值链核心的三国正在试图通过利用自身的生产制造优势重新建立各自集约化的区域性价值链。然而，构建集约化的区域性价值链在短期内是困难的。全球价值链向区域价值链转型，意味着要素资源（如资本、劳动、数据、技术）配置将影响价值链上的交易成本。例如价值链的中心国会开始强化和集中对本国数据的保护和使用，这使得全球数据的获取成本会上升。此外，制造业和劳动力向欧美发达国家的回流，也将提高劳动力成本。

工资增长可能会加速

理论上，名义 GDP 提高将拉动就业缺口恢复，就业需求旺盛进一步带动工资水平提高，工资水平螺旋向上将带动整体通胀率上行。随着疫情的恢复，美国劳动力市场就业岗位增加。但受制于劳动参与率增长依旧疲弱，雇主将进一步提高其工资水平以吸引更多雇员补充岗位缺口。在经济恢复期，如鲍威尔所言，工资增速确实并未威胁到长期的通胀水平。然而，随着经济活动的持续扩张，工资增速很可能将影响整体通胀率加速上行。

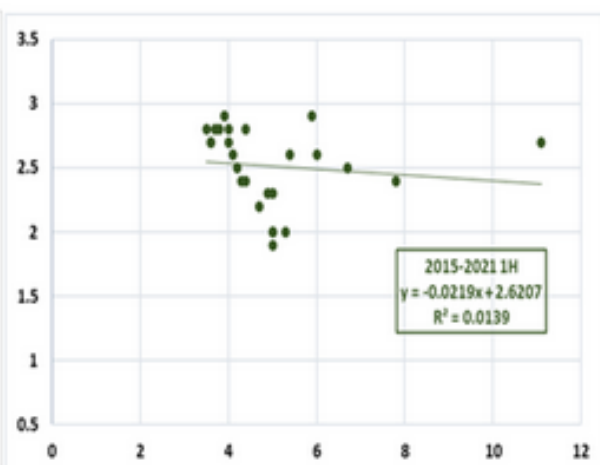
根据我们的研究，尽管菲利普斯曲线在 2015 年后开始逐步平坦化，但只要失业与通胀仍然具有负相关性，那么我们很难认为菲利普斯曲线已经失灵。同样，从工资菲利普斯曲线的斜率来看，工资与就业缺口仍然具有显著的负相关性。

图 4：美国历史不同阶段菲利普斯曲线的变化



数据来源：Wind、Bloomberg、作者估计

图 5：菲利普斯曲线仍存在



数据来源：Wind、Bloomberg、作者估计

图 6：工资-菲利普斯斜率变化



数据来源：Wind、Bloomberg、作者估计

而基于菲利普斯曲线的非线性特征，工资会随着就业缺口的逐步减小

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_35080

