



朱民：2022 年后世界经济
走向滞胀，进入新的“三高
一低”



意见领袖 | 朱民



清华大学国家金融研究院院长、国际货币基金组织前副总裁 朱民

我今天想给大家汇报的是，我最近对全球经济金融一些变化的观察。我现在能看到的很有限，对于未来的经济走势，特别是乌克兰危机以后，各种各样的观点、各种各样的判断，大家的看法都是很不一样的，我只是提供其中一个小小的观点，来参加这个讨论，供大家批评。

我的题目叫《走向滞胀，2022 之后的世界经济金融》。我看得稍微长一点，为什么？因为 2022 年一定是会一个波动巨大的、博弈的、不确定的年。要对这一年做出一个比较明确的分析比较困难的，但从现在的情况来说，我个人的观察，2022 年以后的趋势还是可以看到。

为什么这么说呢？因为现在是几件事叠加：

疫情在缓解，同时又在不断转移，所以疫情还在，还是我们需要重点关注的一件事。这是第一个不确定性。

政府大规模的宏观刺激，加上地缘政治等的波动，引起供应链的变化，需求旺盛、供给不足引起的通货膨胀上升，这是我们面临的第二个大的基本面的波动。

当整个通胀上升的时候，大家能看到的是——美联储加息。用我的语言来说，前一阶段美联储的态度“暧昧”，但最后也加息了。基本上这 3 个不确定性就在那里了，现在还有一个乌克兰危机，它最直接的冲击就是能源。

现在看来，对能源的影响，从能源的价格波动来看，影响是很大的，而且不是一个短期、而是个长期过程。能源的波动和价格的上升会延续未来好几年，这个能源冲击又是今天面临的一个很大的不确定性。

与此同时，第 5 个不确定性是当整个疫情的宏观刺激接近尾声，政府已经没有空间进一步刺激时，经济增长自然下滑。同时，在这个下滑的趋势下，这几件事叠加在一起，2022 年以后的世界经济金融下滑和波动都是题中应有之义。我们需要进一步观察的是：下滑的幅度以及波动的幅度。

从这个意义上来说，我们回看 1970 年，从上世纪 60 年代、70 年代开始的通货膨胀，那是典型的财政扩张+货币超发。包括美国政府在内的，

其实已经采取了行动，比如冻结价格等非常强烈的措施。但刚刚要稳定的时候，石油危机就发生了。

石油危机把一个纯经济的、货币的、财政通货膨胀现象给做实了，所以美国以及全球经济进入了一个高通胀、低增长的时期，称之为“滞胀”。

其实在乌克兰危机之前，关于通胀还有很多争议。当然，今天也依然还有很多争议，但通胀现在已经起来了，是不是已经稳住了？美联储表示，通胀在一到两年之内会消失，是可以控制住的，因为总需求，特别是总供给的结构如果发生变化的话。

历史经常重演，能源危机出现了，而且能源危机出现的价格上升的幅度、可见的持续性，如此之巨大，这是上世纪 70 年代一个特别典型的回放，当然细节肯定不一样。

从这个意义上来说，我的观察是：世界经济在走向“滞胀”，所以我的题目是这么定的。

后面我用一些数据把情况向大家做一个简单的汇报。

疫情还在蔓延，经济恢复仍有很大的不确定性。全球疫情的上升——在我们认为几乎已经开始转好的时候，最近两三个礼拜又一次出现反弹。去年 3 月份，它引起全球金融市场大跌 50%。

从这个意义上来说，我们可以看到最近上升比较快的是巴西，美国在逐渐停下来，印度也有所缓和，正在朝巴西、朝哥伦比亚、朝亚洲走，日

本高峰还是挺厉害的，韩国也是挺高的，在最高点。整个疫情还是在转移。

与此同时，现在看得越来越清楚，疫情的发生与疫苗的接种情况有关。而疫苗的接种，在全球是如此不均衡，非洲只有 20% 左右，南非只有 30% 左右，中国是比较高的，排到第二位，已经占到 87.89%。有很多研究表明，特别是美国的各个州，不同的州、不同的措施，导致指数增长的情况完全不一样，关联性特别明显。

主要国家的 CPI 都在上升，现在已经上升到 8 以上了。今年上半年，美国 CPI 几乎不可能降到 8 以下，它会持续高位。与此同时，大宗商品的价格，在乌克兰危机发生前本来有停下来的趋势，但后面又发生变化。

而更为深刻的推动通货膨胀的因素，是劳动力市场的结构性变化，特别是年轻的劳动力，尤其是低教育程度的劳动力，包括发达国家、发展中国家，由于整个劳动力结构不一样，劳动力的供给链发生问题，推动了价格、工资的上涨，一旦工资上涨形成普遍工资上涨，发达国家劳动力的参与率就会下降，下降得很厉害，已经下降到 5-6 个百分点。劳动力供给不足。比如，美国西海岸积累货物是因为没有司机。

与此同时，房价现在已经非常高了，高到 2006 年以来最高的基点，房价还在上升，这也是通货膨胀带来的压力，因为房价会通过租金进入通胀的指数。

全球出现普遍的 CPI、PPI 剪刀差，因为上游的房价太高，中国这个比

例也是很高的，最近稍微好一点，德国是这样，连日本都是这样，这个结果导致企业的利润率在下降，结果会影响整个经济增长。

市场的预期也已经开始波动，美国之前只有 14% 的人认为通货膨胀会在 3%，现在 40% 多以上都认为高于 3% 以上，3% 是个很高的数字了，美联储的目标是 2%。

在现在的情况下，通胀有很大的压力，从表面的总需求上升和总供给的不足，转向总供给的不足以及深层次的就业、房价等的其他变化。

大家都在争论通货膨胀会不会进一步演化，大家讨论最热烈的时候、各种观点都不一样的时候，乌克兰危机发生了。

乌克兰危机发生，带来的首个影响是石油价格的变化，上升得非常厉害，石油价格走到 140 美金完全可能。石油价格上升带来的变化，最简单的例子是汽车的销售量大幅下降，汽车销售量下降，反映了对经济增长的不确定，反映了对未来收入的不确定，也反映了能源价格太高。汽车的销售现在往下跌得很厉害，市场反应特别敏感。

与此同时，乌克兰危机冲击稀有金属的价格，比如“钨”，俄罗斯和乌克兰占了全球钨交易量的 50% 左右；大麦、小麦、谷物和玉米，俄罗斯和乌克兰的占比都很大。今年食品价格上升，已经是不可避免的。

这 3 个支柱会推动大宗商品往上走。与此同时会冲击金融市场的信心。用关联性来看，和俄罗斯关联影响比较近的国家都受到负面影响，这是股

市的“反馈”，关联比较近的都有负的金融回报。生产石油国，沙特、澳大利亚等等反而因为能源价格的上升从中获利。

现在看很有意思，金融市场的变化超过实体经济，当实体经济还没动作的时候，金融市场的下跌来得很快，所以对金融市场的影响，已经看得比较清楚，当然可能会进一步根据情况（变化）。

大宗商品在 2021 年的累计价格，已经占到全球 GDP 的 2%，这在以前几乎是不可想象的，大宗商品价格上涨等于财富的再分配，占全球 GDP 的 2%，全球 GDP 增长一共才 5% 以上，这个太厉害了。

大宗商品的价格波动，要对应总量，大家只看到石油价格上升到 100 美元，没有看到总量增加多少，这个规模是巨大的。主要是煤、天然气、钎、镍、铜等，与此同时，碳中和转型引起了稀有金属价格的急剧上升，出现了对稀有金属的垄断和民粹。

比如，铜、镍、锂的上涨是最厉害的，可能上升 40 倍，现在锂的资源争夺战已经打得不得了了。也许有人会说因为有乌克兰危机，碳中和可

能会站经 甘定万同但 十工姓左 十姓 十油的计理可能会因此五加法

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_39694

