



张明：全球可能步入新 滞涨时代



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张明



滞涨（Stagflation）是指经济停滞与通货膨胀的组合。这通常被认为是一种异常情况。因为在正常情况下，经济增长强劲往往伴随着通货膨胀。这是因为，在经济增长强劲的背景下，各种资源要素得到充分利用，因此通常面临供不应求的格局。一个典型案例是在劳动力市场上，如果经济增长强劲，那么失业率将会下降，劳动者工资自然水涨船高。相反，经济增长低迷通常与通货紧缩相关联。

那么在什么情况下，可能出现经济停滞与通货膨胀并存的异象呢？用经济学的术语来说，通常是在发生总供给负面冲击的情形下。在总供给、总需求原本处于均衡的前提下，如果外部负面冲击导致总供给曲线左移，

那么就会出现产出下降、价格上升的局面，从而形成滞胀局面。

在世界经济历史上，最典型的滞胀案例发生在上世纪 70 年代。20 世纪 50、60 年代是世界经济史上难得的繁荣时期，而这一时期恰好是被 70 年代的滞胀所终结的。1970 年代滞胀的直接原因是两次石油危机的爆发。阿拉伯国家与以色列的战争导致 OPEC 国家集体减产，造成全球石油市场严重供不应求，推动原油价格快速上涨。油价上涨构成了一次经典的总供给冲击，导致通胀加剧与产出下降。

滞胀也是宏观经济政策制订者最不愿意面对的一种情况。在正常情况下，如果经济增长低迷，那么决策者将会放松财政货币政策以刺激经济增长。然而在滞胀的前提下，这样做的结果将会导致通胀加剧。在正常情况下，如果通胀上升，那么决策者将会收缩财政货币政策以抑制物价。然而在滞胀的前提下，这样做的结果将会导致经济增长进一步停滞。

要成功解决滞胀问题，只有两条出路。出路之一，是通过各种措施让总供给曲线重新右移。这些措施既包括新一轮技术革命，也包括通过谈判妥协让资源出口国重新加快生产，但无论如何，即存在不确定性，也可能耗时费日。出路之二，是为了实现一个政策目标，而不惜牺牲另一个政策目标。例如，在 1980 年代初期，美联储主席沃尔克为了成功遏制通货膨胀，不惜以美国经济陷入衰退为代价。

笔者认为，随着 2022 年俄乌冲突的爆发，全球可能步入新滞胀时代。滞胀可能再度成为全球主要国家都会面临的重要挑战。

事实上，在 2008 年全球金融危机爆发之后，根据美国经济学家萨默斯的说法，全球经济已经陷入了“长期性停滞”的格局，也即世界经济增长在全球金融危机之后的增速显著低于危机之前。导致长期性停滞格局的原因，大致包括全球人口老龄化加剧、全球技术进步放缓、全球收入分配格局恶化，以及全球化速度显著放缓、各种保护主义明显抬头等。

2020 年爆发的新冠疫情加剧了全球大宗商品价格上涨。虽然在疫情爆发初期，全球大宗商品价格一度显著下跌。例如布伦特原油价格就在 2020 年上半年由每桶 60 美元以上跌至每桶 20 美元左右。然而从 2020 年下半年至今，全球大宗商品价格显著反弹，并已经远远超过疫情爆发前的水平。例如，布伦特原油价格已经由每桶 20 美元上涨至每桶 100-110 美元左右。

造成疫情后全球大宗商品价格大幅上升的原因大致包括：一是全球总需求在疫情冲击下先收缩后反弹；二是疫情显著扰乱了全球大宗商品的供应链，造成大宗商品的产能显著收缩；三是疫情导致全球运输体系陷入瘫痪，运输成本大幅提高；四是对节能减排的全球关注导致传统能源的供给出现了趋势性收缩。

在 2022 年年初，大部分市场参与者认为，随着疫情逐渐得到控制、大宗商品产能的回复以及全球运输体系逐渐恢复正常，全球大宗商品价格将会由单边上涨转为双边盘整，甚至高位回落。然而，俄乌冲突的爆发完全打破了市场参与者的预期。

在正常情况下，诸如战争等冲突的爆发将会显著加剧投资者的避险情

绪，导致避险资产（例如黄金、美元与美国国债）市场价格上涨、风险资产（例如股票和大宗商品）市场价格下跌。然而，由于俄乌冲突的双方均是全球范围内大宗商品的重要供给方（俄罗斯主要是原油与天然气、乌克兰主要是农产品），两者之间冲突的爆发自然会导致大宗商品供给收缩，从而推动大宗商品价格一路上升。2022 年年初至 3 月上旬，标准普尔商品指数年内涨幅就接近 40%。

更重要的是，从目前的发展态势来看，俄乌冲突很难在短期内完全结束。目前来看有两种可能性。第一，是俄乌双方在短期内达成妥协，战争结束，但俄罗斯与北约之间中长期对峙的局面进一步强化。第二，是俄乌战争继续升级。这两种情景对大宗商品购买者而言都并非好消息。在第一种情景下，大宗商品短期涨势可能终结，但大宗商品价格中枢在中期内可能持续抬升。在第二种情景下，大宗商品短期内可能急剧上涨。例如，目前已经有机认为，布伦特原油价格在今年年内可能突破每桶 200 美元。又如，有学者认为，未来几年内锂价格可能上涨 3-4 倍。

如前所述，当前全球范围内人口老龄化加剧、技术进步速度放缓、收

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_39944

