



殷剑峰：后 2020，滞胀时代来临



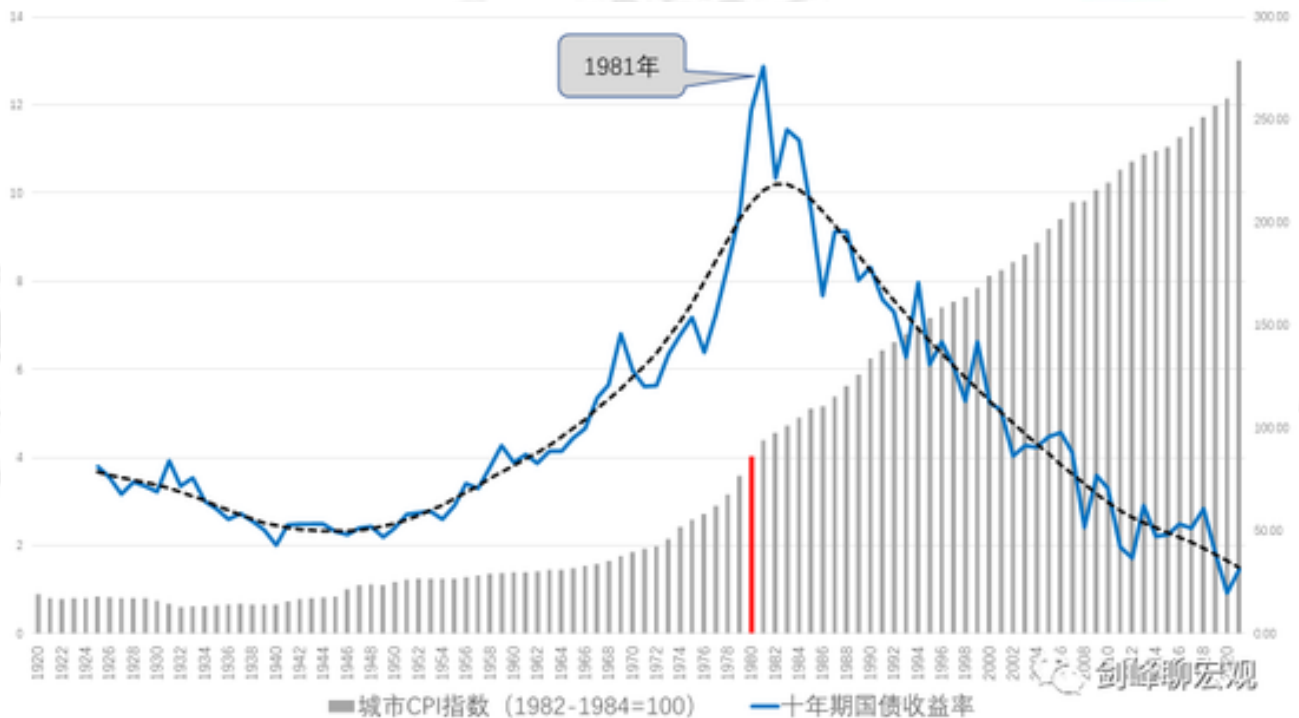
文/意见领袖专栏作家 殷剑峰

近期的全球通胀恐怕不是一个短期现象，因为前 2020 时代有助于降低通货膨胀、提高经济增长率的几个基本因素都发生了根本性的逆转。这些因素主要包括三个：第一，较高的资本回报率及其决定的较高的实际利率；第二，稳定的全球供应链；第三，美元实际价值的稳定。在一个即将来临、并且可能持续时间很长的滞胀时代，需要重新思考资产配置的逻辑。



一、名义利率的康波

全球利率的标杆、美国的十年期国债收益率为我们展示了一个长达 80 年的康德拉季耶夫周期、即康波。从第二次世界大战爆发的 1941 年开始直至 1981 年，名义利率上行了 40 年；1981 年后名义利率又下行了 40 年，至 2020 年美国十年期国债收益率已经接近零。



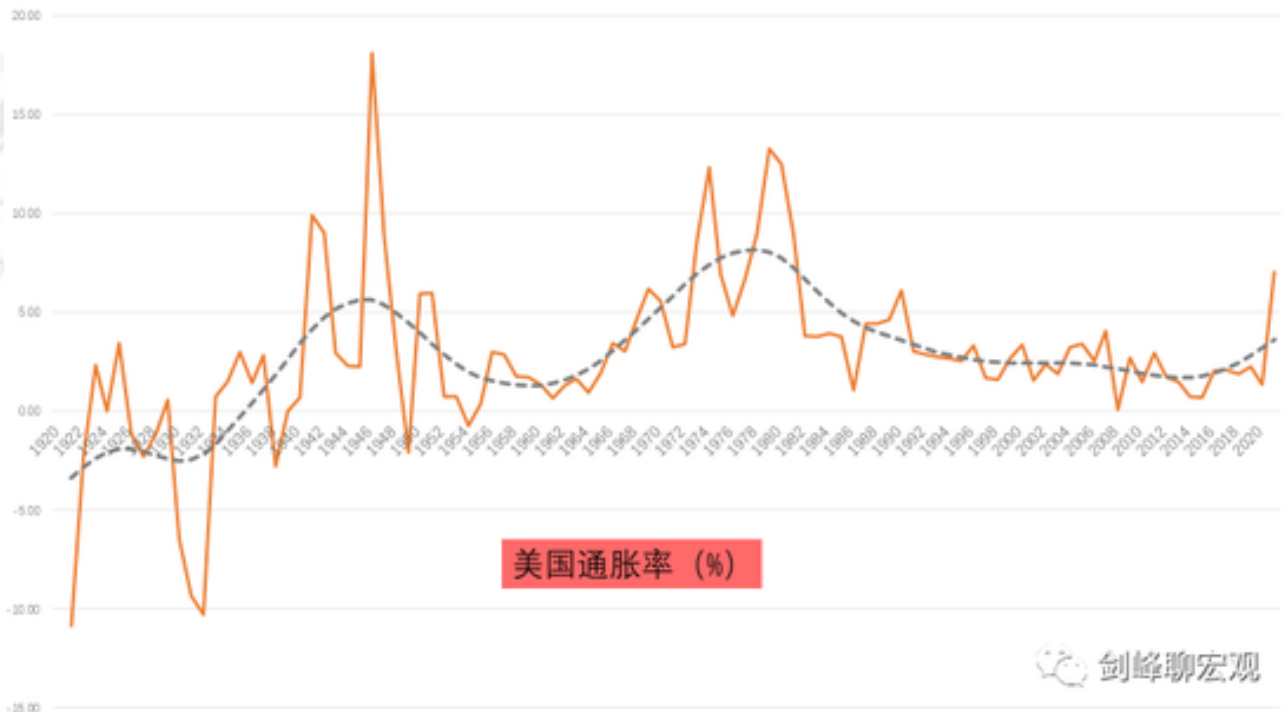
名义利率取决于实际利率和预期的通货膨胀率，即：

名义利率 = 实际利率 + 预期的通货膨胀率

在名义利率接近零的情况下，除非采取日本和欧洲那样的负利率政策，否则，已经没有调整空间。因此，再往后就是看实际利率和通胀之间的演绎了。如果经济中的实际利率是向下的趋势，那么，唯一能做的事情就是将通胀搞上去。

上图中美国城市 CPI 指数已经揭示了二战后的通胀趋势，根据这个指数我们计算了过往百年的通胀率（图 2）。从滤波后的通胀率看，过去 100 年来存在两波明显的通胀，一波是二战期间，顶点在二战结束的 1945 年；一波是上世纪 60 年代后，顶点发生在上世纪 70 年代末的两次石油危机。1989 年，随着前苏联解体，以中国为代表的新兴工业化国家崛起，通胀率

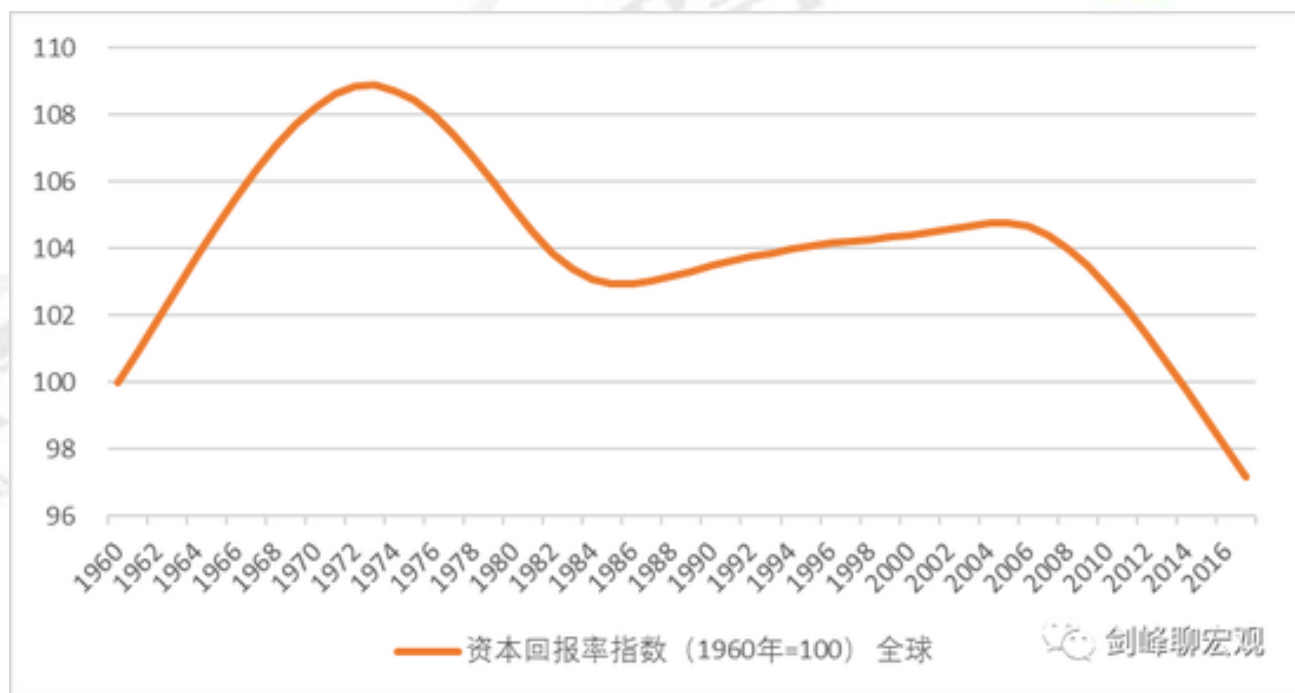
开始下降。在本世纪的前 20 年中，通胀率基本保持在 2%以下的水平，甚至时常接近于零。所以，通货不膨胀、甚至是通货紧缩是那时的常态。



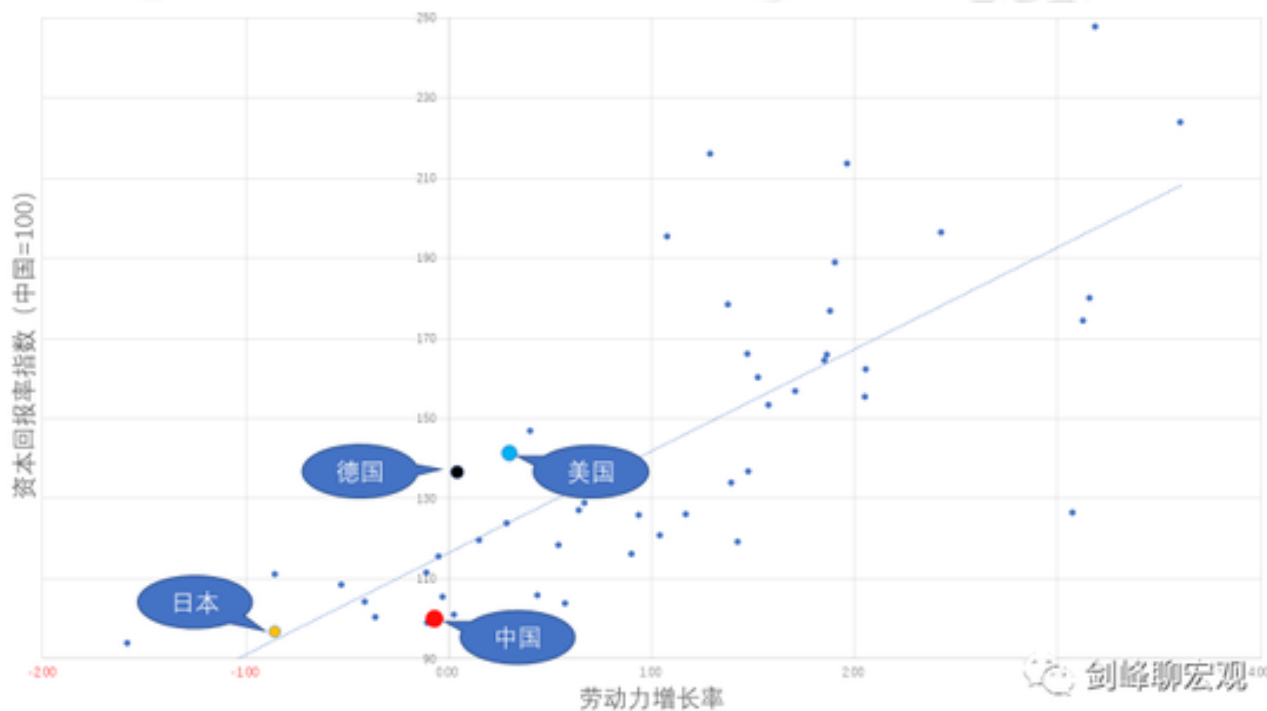
2022 年，以美国 and 欧洲为中心，全球发生了自上世纪 70 年代末两次石油危机以来最为严峻的通货膨胀。在这种情势下，美联储已经多次加息，欧央行也从此前的偏鸽派转向了偏鹰派。现在的问题是，在经历了几十年的通货不膨胀、甚至时不时就发生的通货紧缩之后，全球会不会进入到一个通胀和名义利率上升时代？

二、实际利率的下行趋势

经济中的长期均衡实际利率取决于资本回报率。如果资本回报率不断下降，实际利率也一定是下降趋势。观察 1960 年以来包括 73 个经济体的全球资本回报率指数，自 2008 年全球金融危机之后即一路下降。



在投资率一定的情况下，资本回报率取决于技术和劳动力（劳动年龄人口）的增长率。技术进步的速度越快，则单位资本的产出越高；在就业率一定的情况下，劳动力的增长率越快，单位资本的产出也越高。



过去 20 多年全球资本回报率下降的趋势首先同人口/劳动力增长的快速下滑有关。根据联合国 2019 年世界人口展望报告的预测，在未来 50 年时间里，全球将有 55 个国家进入人口负增长阶段。在主要经济体中，除了美国和印度，包括中国、日本、韩国、欧洲诸国，都将发生人口负增长。上图比较了全球 51 个国家的劳动力增长率和资本回报率，两个指标间存在显著的负相关关系。中国和日本都处于图中的左下角，即劳动力增长率最慢和资本回报率最低的区域。与中国相比，美国有着更高的劳动力增长率和资本回报率。

所以，不要轻言美国衰退。在其他因素一定的情况下，未来全球的竞争就是人口的竞争。人口增长快、人口结构年轻的国家将会有着更高的资本回报率和潜在 GDP 增长率。

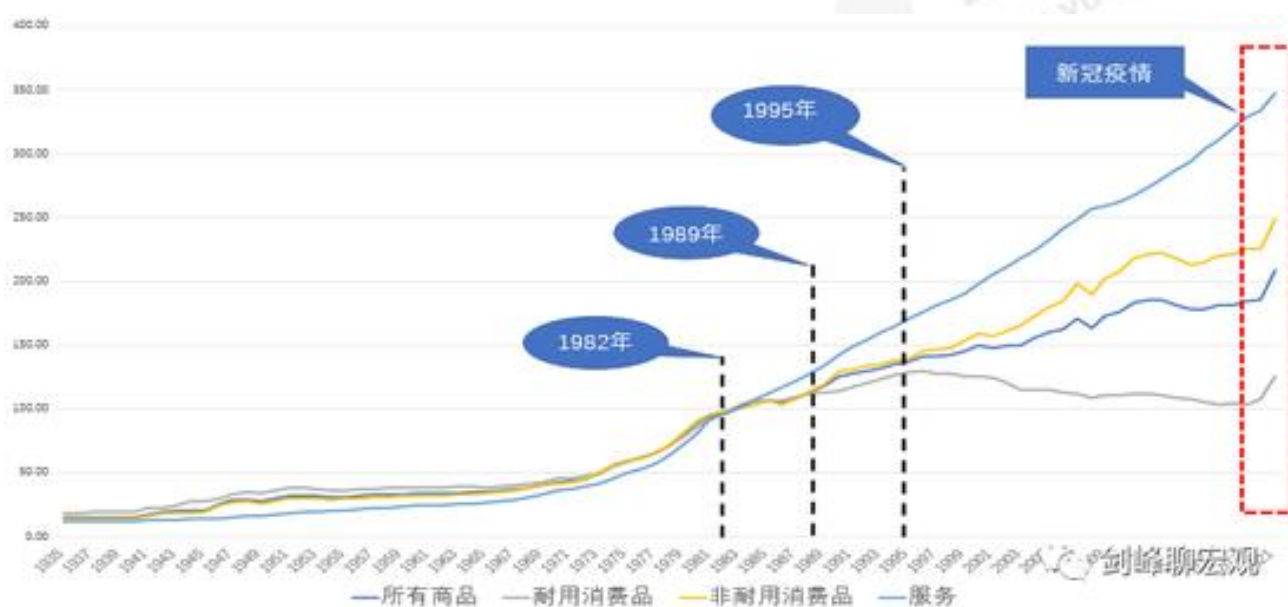
过去 20 多年全球资本回报率下降的趋势还同技术进步有关。对于过去 40 年发生的信息技术革命，早在 1984 年，美国经济学家 Robert Solow 就提出过一个疑问：计算机革命无处不在，除了生产率。2014 年，美国经济学家 Robert Gorton 也以质疑到，第一次工业革命人类从依靠畜力转向了蒸汽机，第二次工业革命有了石油为动力的汽车和飞机，但是，再往后，从波音 737 到波音 787，人类旅行的速度就没有发生根本性的变化。

所以，Gorton 提了一个问题：给你两个选择，一个是生活在工业革命时代，一个是生活在只有网络和计算机，但是没有汽车、飞机、空调、抽水马桶的时代，你会选择哪一个？恐怕，除了那些“元宇宙”迷们，没

有人会做出后一个选择。

三、相对价格效应

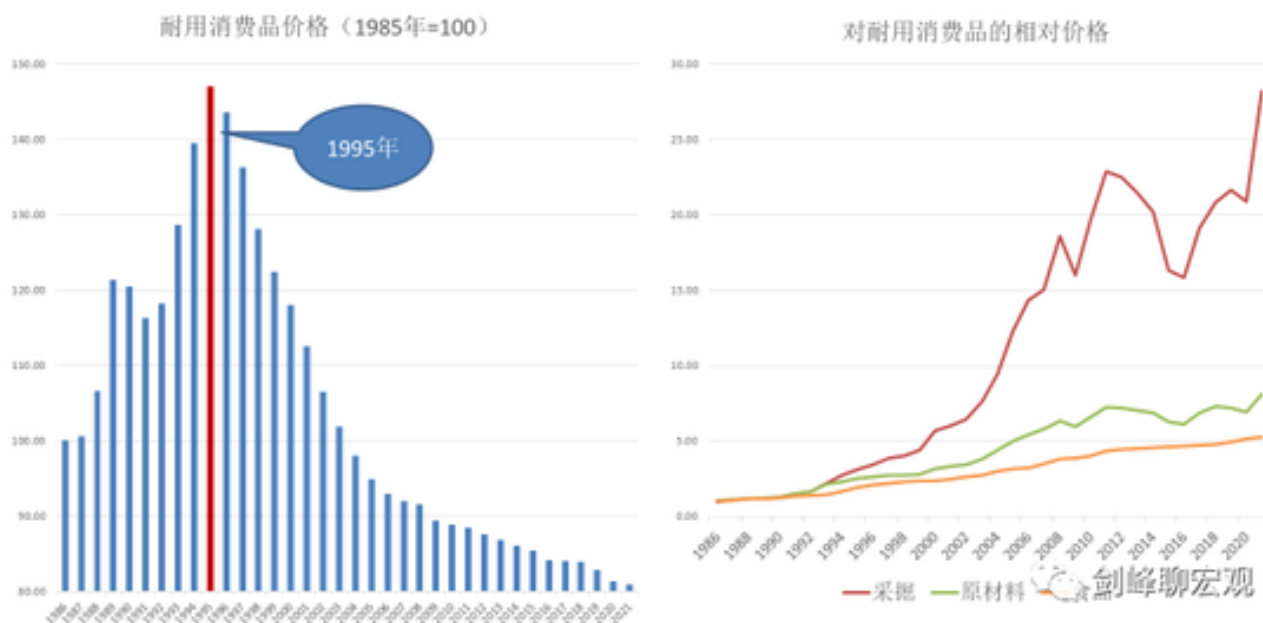
在名义利率已经接近零，实际利率不断下降的情况下，经济恢复均衡的唯一办法就是要求通胀不断上升。事实上，在前 2020 时代，就一直存在一个没有引起注意的现象：相对价格效应。



相对价格效应表现为几乎所有其他商品和服务相对于制造业产品的相对价格上涨。以美国为例，从 1935 年到 1982 年，所有商品、商品中的耐用消费品和非耐用消费品、服务等四项价格指数都保持着完全一致的趋势。1982 年，随着美国新自由主义改革，服务价格脱离其他价格，开始迅速上涨。1989 年，前苏联解体，非耐用消费品和所有商品的价格脱离耐用消费品价格。1994 年人民币汇率并轨，中国进入到出口导向带动的工业化模式，第二年耐用消费品价格开始下跌。1995 年，所有商品、非耐用消费品和服

务相对于耐用消费品的价格分别为 1.06、1.08 和 1.32，到 2020 年，三个相对价格分别上升到 1.73、2.09 和 3.1。

中国的相对价格效应：PPI



需要说明的是，这种相对价格效应发生在包括中国在内的所有主要经济体。即使是长期陷入通货紧缩的日本也不例外。只不过日本是以耐用消费品价格比其他商品和服务价格更快的下跌，来实现这种相对价格效应。

造成上述相对价格效应的原因有三个：第一，随着经济的发展，广义

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_43325

