



李迅雷：通胀周期下，全球金融将如何抉择？



意见领袖 | 李迅雷

今年以来，伴随疫情后的全球经济复苏、俄乌冲突及全球供应链脱钩的加速，美国及西方国家疫情期间“大水漫灌”的副作用逐步显现，欧美国家陷入高通胀泥潭。全球高通胀的演绎是否会形成类似 20 世纪 70 年代的长期“滞胀”，成为资本市场重点关注的话题。



中泰证券首席经济学家李迅雷和中泰证券研究所策略部负责人徐驰在《北大金融评论》上撰文指出，全球大类资产走势难以复制过去通胀周期中的类似“美林时钟”式的典型轮动周期，作为资本市场的核心——各国的股票市场也很难复制过去 20 年全球化时代大致“同涨齐跌”的模式，而是更体现出“此消彼长”的特点。

本文即将刊登于《北大金融评论》第 13 期。

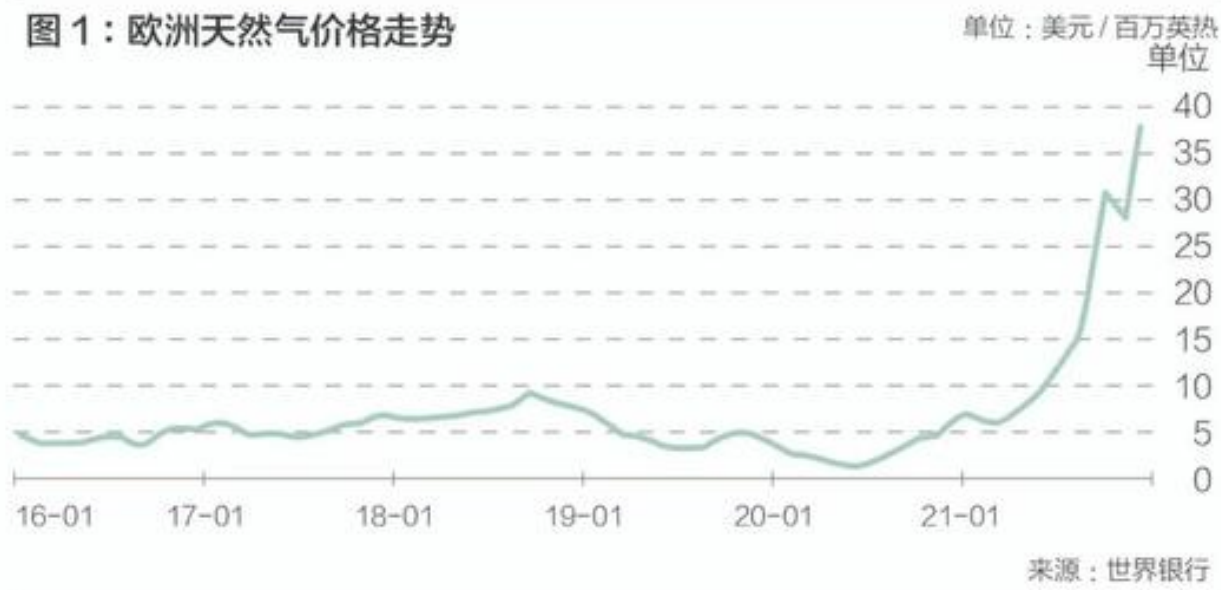
全球会迎来类似 20 世纪 70 年代长期“滞胀危机”吗？

今年以来，伴随疫情后的全球经济复苏、俄乌冲突及全球供应链脱钩的加速，美国及西方国家疫情期间“大水漫灌”的副作用逐步显现，欧美国家陷入高通胀泥潭。全球高通胀的演绎是否会形成类似 20 世纪 70 年代的长期“滞胀”，成为资本市场重点关注的话题。

从资本市场价格表现看，大宗商品价格既是驱动通胀周期的原动力，又是全球资本对未来通胀预期的最直接反映。过去几个月，以铁矿石、焦煤为代表的黑色系和以铜、铝为代表的有色系商品早在二季度初期破位下跌，伴随俄乌粮食协议达成和乌克兰粮食外运，国际小麦和玉米价格已回到 2 月俄乌战争之前水平；同时，WTI 原油价格也回到俄乌战争前 90 美元以下水平。可以认为，一个季度前市场极为担忧的下半年可能出现的全球粮食危机、石油危机正得到一定程度的化解。

就年内而言，天然气或是唯一短缺较难解决的大宗商品，当前荷兰 234.50 欧元/兆瓦时的天然气价格已接近历史最高纪录，且预计在今年冬季或进一步恶化。但如果我们将视野展望到未来 3-5 年会发现：天然气很难出现上世纪 70 年代“大滞胀”时期原油那样的长期短缺。例如，当前欧盟已与卡塔尔、阿塞拜疆、哈萨克斯坦等国签订了长期增产协议，到 2027 年，仅卡塔尔一国就将增建 6 条液化天然气生产线，每年约增产 700 亿立方米，基本上覆盖俄乌冲突前俄罗斯向欧洲的全部天然气出口量。

图 1：欧洲天然气价格走势



因此，长期而言，市场担忧的类似 70 年代全球长期“滞胀”危机出现的概率并不大，预计明年春季后，伴随能源类商品供求的改善以及欧美经济的衰退，本轮全球高通胀的“紧张局势”或逐步改善。

美国通胀“最高点”或已现，但美联储“鹰派”加息仍在路上

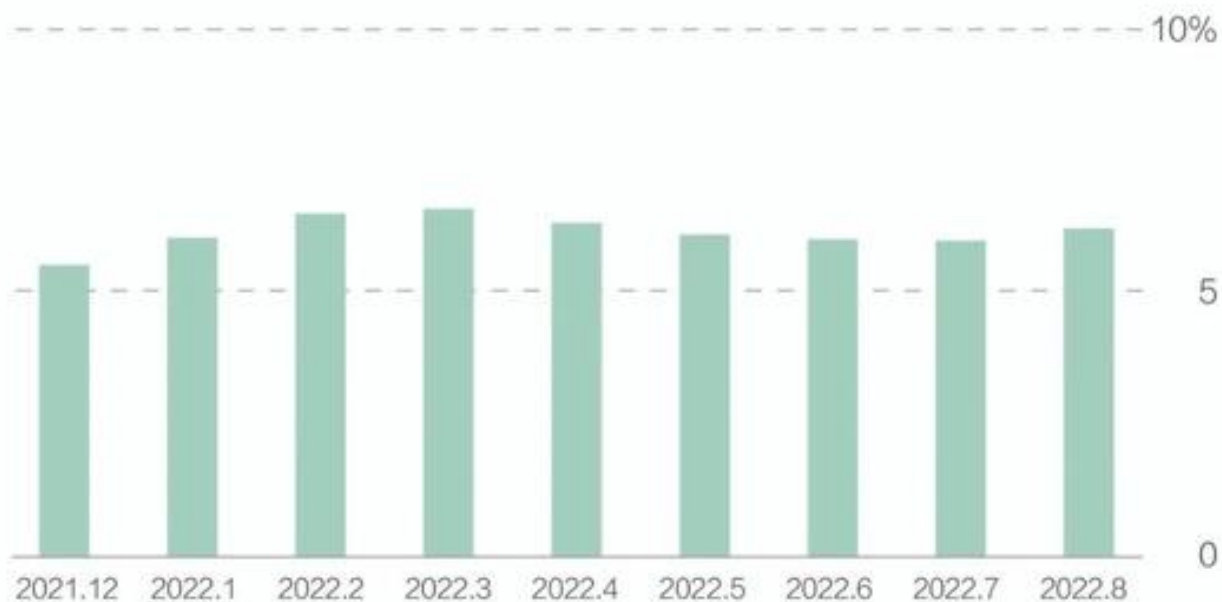
本轮全球通胀最直接影响机制仍在于：通过美联储的政策调整从而影响全球流动性变化。美国 7 月末季调 CPI 同比增长 8.5%，其中交通运输项同比增长 16.4%，住宅项同比增长 7.4%，成为除能源和食品饮料外美国通胀的主导因素，其背后则分别对应着以油价为表征的能源价格和以非农就业为表征的工资收入。

伴随原油价格于 6 月见顶，7 月美国通胀亦从 9.1% 向 8.5% 环比回落，可以预见，6 月美国 CPI 9.1% 或是其环比最高点，下半年美国通胀整体将呈现见顶回落态势。这也是 7 月美联储议息中出现“在某个时候放慢加息

步伐可能会变得合适”表述的这种“二阶拐点”的原因，即美联储仍处于鹰派的加息缩表路径之上，但对大幅加息态度开始出现“松动”。

尽管美国通胀环比高点或已逐渐显现，但至少在可以预期的未来半年至一年过程中，美国通胀的回落速度较以往历史周期将更“一波三折”，其原因在于：美国“工资-通胀螺旋”已在上演。由于上述支撑美国工资上涨的因素具有较强的“刚性”，本轮美国通胀回落斜率较以往周期将显著放缓，且难以回到3%以下合意水平。这意味着美联储至少在未来半年至一年仍处在持续加息甚至是“鹰派”加息的轨道。直到加息使美国经济进入真正意义上的衰退，或才能打破这一美国“工资—通胀”的“螺旋”。

图 2：美国 CPI 同比变化趋势图



来源：美国劳动局、彭博

本轮全球通胀的“黑天鹅”：四季度欧洲天然气危机与主权债务风险

尽管我们提到，从长期看，对于本轮全球通胀无需过于担心，并且美

国通胀或见顶回落，但这并不意味着本轮通胀对全球经济和资本市场影响的最大阶段已经过去。与国内密切关注的美国通胀风险相比，本轮通胀最可能产生次生风险的地方可能在于被忽视的欧洲，即德国天然气危机引发意大利等主权债务危机的风险。

德国天然气危机风险早在 2014 年就已悄然酝酿。由于日本福岛核电站泄漏，各国虽认为核电已不是安全能源，但这一舆论仅仅停在纸面上。而德国为迎合民意，对德国核电站进行了“一刀切”关停。由于当时德国核电占全国能源比重超过 30%，默克尔从俄罗斯大量进口天然气以弥补核电“一刀切”关停后留下的巨大能源供求缺口，这为德国的能源结构安全留下隐患。

俄乌冲突下，俄罗斯以各种“故障”为由大幅降低对欧洲天然气输送：7 月底，俄罗斯在获得了加拿大提供的涡轮机后仍然将“北溪一号”向欧盟输送的天然气单日供气量减少至原来的 20% 左右。伴随冬季欧洲天然气用气高峰的到来，这种短期严重的能源供求缺口将对欧洲经济乃至社会生产产生极大的压力。那么，俄罗斯冬季天然气供应限制如果持续加码将产生哪些影响？

首先，欧盟各国内部测算认为，一旦俄罗斯对欧盟完全“断气”，视各国对俄罗斯天然气依赖程度的不同，每个居民家庭一年会增加 100-300 欧元的支出，考虑到欧盟成员国的人均 GDP 从最低约 9000 美元到最高近 14 万美元不等，且社会基尼系数较低，故这种损失从社会角度而言仍属可

承受范围。

同时，欧洲各国已对冬季可能产生的天然气断气危机做了提前应对：截至目前包括法国在内的多数欧洲国家，冬季天然气储备已达 80%-90%。

其次，就年内能源紧张局势对欧元区经济的影响而言，欧盟虽与卡塔尔等国签订了增产协议，意在覆盖长期能源供给缺口，但对这个冬季来说，仍是“远水难解近渴”。欧盟各国年内或主要通过需求侧控制的办法来缓解能源紧张局势，包括：欧盟已经推出的自 8 月 1 日起，将天然气需求在过去 5 年平均消费量的基础上减少 15%。伴随冬季天然气缺口的到来，预计还会有更多更严格的此类措施被陆续推出。

但客观地说，德国作为全球赤字率控制最为严格、财政状况最为良好的发达国家之一，近年来德国政府部门杠杆率在主要发达国家中保持较低水平，其 2021 年政府部门杠杆率为 69.5%，处于全球较为安全水平。虽然今年经济下行压力较大，但出现“黑天鹅”风险的概率并不大。

然而，风险往往暴露在最脆弱的一环。

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_46388

