



中国金融四十人论坛  
CHINA FINANCE 40 FORUM

新金融评论  
NEW FINANCE REVIEW

# 为全球滞胀到来做好准备

---

王曲石 中国金融四十人研究院

杨悦珉 中国金融四十人研究院

朱 鹤 中国金融四十人研究院

王曲石、杨悦珉、朱鹤(2022),“为全球滞胀到来做好准备”,新金融评论工作论文,2022年第6期(总9期),中国金融四十人论坛。

发表日期:2022.06.16

| 更新日期:2022.06.16

# 为全球滞胀到来做好准备

◎王曲石 杨悦珉 朱鹤

**摘要：**1970年代全球滞胀的经历表明，供给侧冲击和错误的货币政策应对是滞胀发生的两个必要条件。当前，全球许多经济体正在经历40年以来最为严重的通货膨胀，且全球经济扩张的势头正在迅速放缓。短期和中长期因素意味着全球经济面临供给侧冲击的完美风暴，而主要发达经济体央行的行动严重落后于通货膨胀曲线，并有可能继续在应对通胀上犯错误。虽然当下的全球经济与1970年代的全球经济有很多不同，但全球性滞胀的风险已经不能忽视。全球性滞胀会通过多个渠道对我国产生负面影响，因此必须早做准备。

**关键词：**滞胀 供给冲击 货币政策

1965年11月17日，英国政治家伊恩·麦克劳德（Iain Macleod）在英国议会发表讲话（Nelson and Nikolov，2004）：

*“我们现在处于两个世界上最坏的情形—不只是通货膨胀或是经济停滞，而是两个都有。我们处于一种‘滞胀’的情况。历史，在现代语言中，真的正在被创造。”*

---

作者系王曲石、杨悦珉、朱鹤，供职于中国金融四十人研究院。

伊恩·麦克劳德没有能够活着看到他所创造的“滞胀”一词成为一个流行词汇。他于1970年6月20日就任英国财政大臣，一个月后的7月20日死于任上，年仅56岁，是迄今为止英国在任最短的财政大臣，而受到多数人关注的“滞胀”要到70年代中后期才发生。本文写作时，“滞胀”这个词也正好是56岁。但和它的创造者命运恰恰相反，“滞胀”在56岁时面对的将不是骤然死亡，更可能的是卷土重来。

根据世界银行数据（图1），上世纪70年代中期至80年代前期“低增长、高通胀”的“滞胀”时期，全球通胀水平平均接近11%的高位，全球经济增长速仅为3%，并且经历过两轮明显的衰退。上世纪80年代中期至全球金融危机前的20多年间“高增长、低通胀”的“大缓和”阶段，全球通胀水平回落至6.1%，经济增速则上升至3.4%。2008年金融危机后至新冠疫情爆发这十年“低增长、低通胀”的长期停滞时期（Summers, 2014），全球经济平均增速仅为2.7%，通胀水平进一步回落至3.2%。在过去两年多新冠疫情冲击之后，全球经济很有可能即将面对“滞胀”的卷土重来，也就是新一轮的“低增长、高通胀”组合。

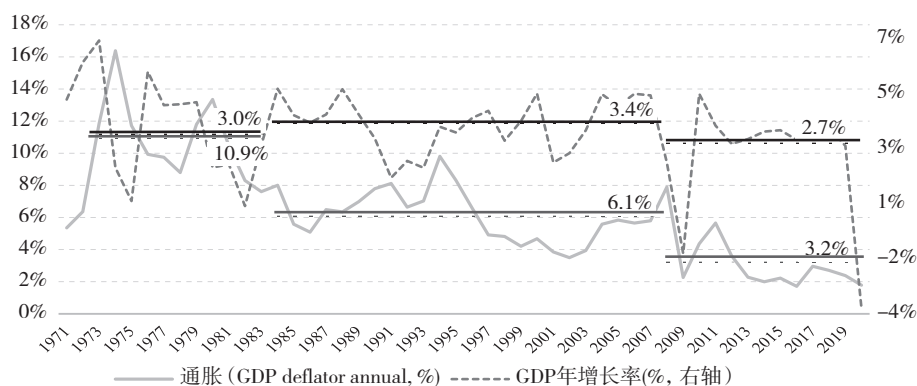


图1 1971年至今全球通胀率与GDP增速走势

数据来源：世界银行WDI数据集。

接下来，本文首先将回顾1970年代滞胀的经验教训，然后描述一下近期增长和通胀的情况，接下来分析为什么全球可能面临新一轮滞胀，最后讨论对我国的影响和政策建议。

## 一、1970年代滞胀：供给侧冲击和错误的货币政策应对

### (一) 一些基本事实

1970年代的“滞胀”最为突出的例子是美国，但事实上当时不少主要经济体都经历了较高水平的通胀和较为疲弱的增长。从时间上看，滞胀特征比较突出的时间是从1973年第一次石油危机爆发至1980年代初。

美国经济在上世纪70年代呈现出明显的“两高一低”特征。其中，“两高”为“高通胀”与“高失业率”，“一低”为“低增速”。美国在上世纪60年代的年均实际GDP增速为4.5%，至70年代滑落至3.2%。通胀率从上世纪60年代中前期不及2%的水平，到80年代初接近15%。失业率在60年代末一直在3.5%的低位徘徊，但到整个70年代，美国年均失业率高达6.2%。

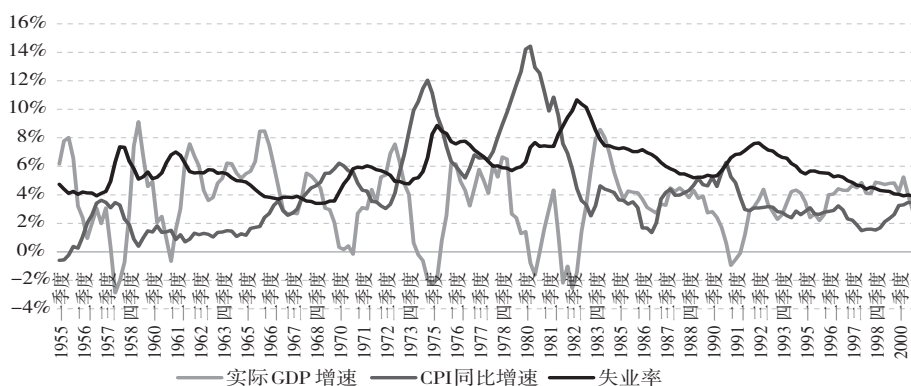


图2 1955-2000年期间美国的通胀、增长和失业情况 (季度)

数据来源：美国劳工部、美联储、美国经济分析局。

其他主要的OECD经济体也呈现出类似的趋势。对比欧盟、英国、日本和德国四大经济体在上世纪七、八十年的表现来看，英国的滞胀情况最为严重，德国表现最为平稳。英国在两次石油危机期间都出现了比较严重的衰退，滞胀风险突出。1974年和1980年的GDP增速均降至-2%以下。通胀水平在1975年飙升至24.2%，在1980年达到了18.0%的高位。欧盟也出现了两次比较明显的高通胀和衰退趋势，但程度均弱于英国。日本在两次石油危机时期呈现出不同的表现。在第一次石油危机时期，日本的GDP增速和通胀率在1974年分别达到-1.2%和23.2%，滞胀程度不亚于英国。但在第二次石油危机时期，日本的GDP增速和通胀率在受冲击当年（1980年）仅为2.8%和7.8%，并在次年恢复至4.2%和4.9%，几乎没有呈现出明显的滞胀风险。相对而言，德国在两次石油危机期间表现最为稳定，两次石油危机时期的通胀率始终保持在5%左右，没有明显的滞胀风险。

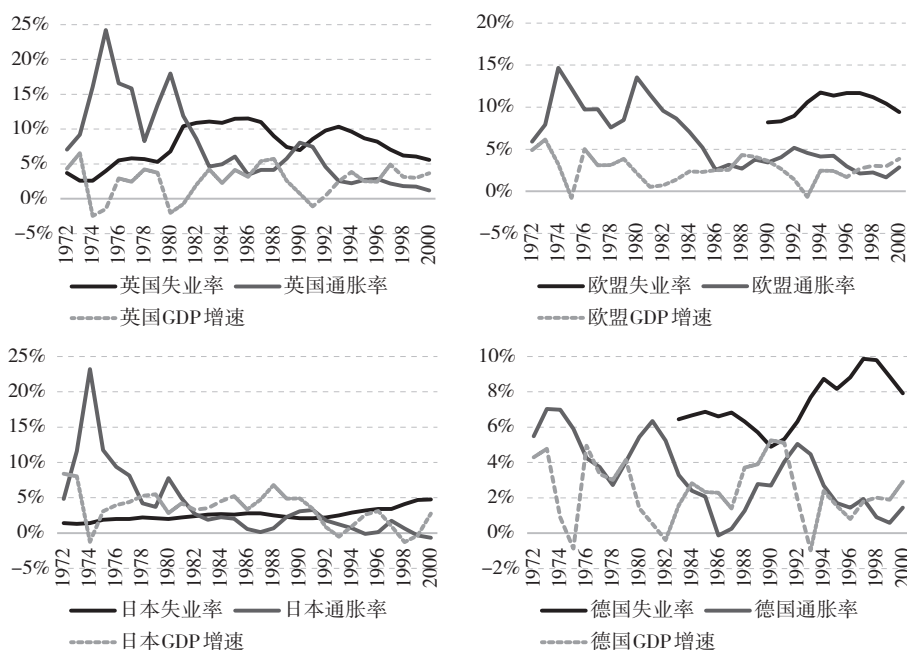


图3 主要OECD国家1972年至今的通胀、增长和失业情况（年度）

数据来源：世界银行WDI数据集。

## （二）滞胀发生的经验教训

尽管对1970年代滞胀的原因仍然存在分歧，但学术界总的来说还是形成较多共识。从理论的角度说，滞胀的发生需要两个必要条件：

**第一个必要条件是负面的供给侧冲击。**负面的供给侧冲击，引发总供给收缩，进而导致产出下降、失业增加同时通胀升高。在供给冲击的情况下，产出和价格反向而行，“滞”和“胀”才会同时发生。这与通常的需求侧的冲击不同，总需求冲击下产出和价格同向变动，“滞”则不“胀”，“胀”则不“滞”。1970年代的供给冲击主要是由两次石油危机和粮食价格危机所致。在第一次石油危机中，1973年10月，阿拉伯石油禁运导致欧佩克原油价格暴涨300%。根据Blinder和Rudd（2008）描述，美国因为以国内原油占主导，炼油商购置成本（RAC）仅翻了一番。传导至零售端的能源价格上涨45%（年化），并最终在宏观层面直接推动美国PCE通胀率上升2.5个百分点。70年代末的中东战争带来了第二次石油危机，原油价格再次飙升，1978-81年间RAC指数上涨了两倍，但能源价格上涨对宏观通胀率的贡献较第一次更弱，持续时间也更短。与此同时，两次石油危机期间都伴随着大规模的粮食价格危机，诱发因素包括恶劣天气和农业病害等。第一次粮食价格危机冲击较大，食品价格指数在1973-74年分别同比上升20.1%和12.1%，对总体通货膨胀的影响分别为4.5和3个百分点。在1978-80年发生的第二次粮食价格危机冲击较弱，但食品价格同比增速也保持在10%左右的高位，期间对通货膨胀的影响约在1.7-2.0个百分点。而且，能源和食品价格的上涨还向其它商品和服务的价格传导，推高美国国内的核心通胀率。根据Blinder和Rudd（2008）的测算，在1973-74年间，食品和能源价格对核心CPI通胀率贡献了2.5个百分点，对核心PCE通胀率贡献了1.5个百分点。在1978-80年间，供给冲击对CPI和PCE核心通胀率的贡献均超过3个百分点。两次供给侧冲击消退后，通胀仍高于冲击前的水平。

**第二个必要条件货币政策应对失误。**如果仅仅供给冲击，冲击一旦过去，经济应该较快恢复正常的增长，通胀也应该回归常态。但1970年代的滞胀前后长达十余年，不少发达国家的通胀率达到两位数，而且滞胀最终是以

沃尔克联储的强势收紧货币政策和二战后到那时为止最严重的一次衰退才得以终结。这种现象并非单靠供给冲击能够解释。事实上，对于货币主义者而言，任何通胀最终都是货币现象，没有货币政策的失误，高通胀不可能出现，所谓滞胀也就不可能发生。学术界对美联储为代表的央行为什么犯错误和犯了什么错误有不同的假说（见 Bordo 和 Orphanides，2013），但最终的结论似乎都是美联储在 1970 年代的货币政策在通胀面前显得过于宽松，最终导致通胀预期失控，因此尽管经济增长乏力但通胀却始终处于高位，也才有了滞胀。

衡量美联储的政策错误有很多方式，一个简单的方法（也是事后诸葛亮的做法）就是比较一下美联储实际采用的政策利率和根据泰勒规则并且已经知道所发生的一切之后倒推出来的政策利率之间的差距。从图 4 可看出，虽然有效联邦基金利率（EFFR）在整个 70 年代期间一直处于上升区间，但却一直显著低于基于泰勒规则估算的政策利率值。这反映出美联储虽然看似在收紧货币政策，但加息的幅度根本达不到抑制通胀的水平，货币政策滞后于通胀曲线，货币政策事实上仍过于宽松。这样的结果是，通胀未能得到有效控制，而且通胀预期也无法有效锚定，不断走高。图 5 是 Groen 和 Middelcorp（2003）倒推出的 10 年期通胀保值债券（TIPS）的隐含通胀率，可以作为通胀预期的一个度量。非常明显，整个 1970 年代美国的通胀预期处于失锚状态，

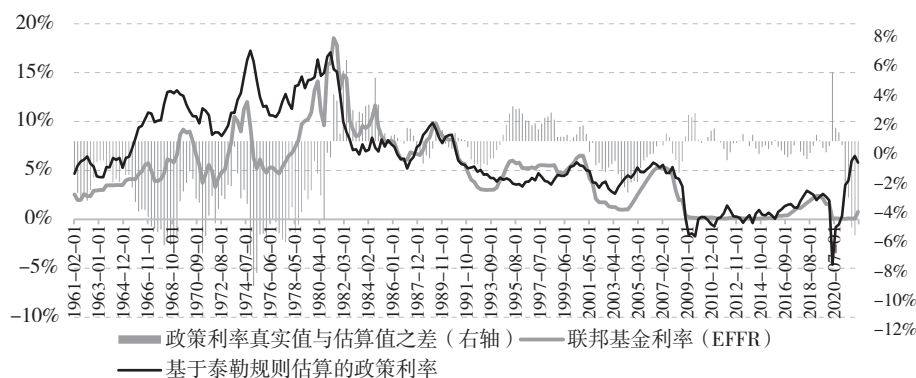


图 4 美国 1961 年至今的政策利率真实值与估算值之差（月度）

数据来源：美联储、费城联储。

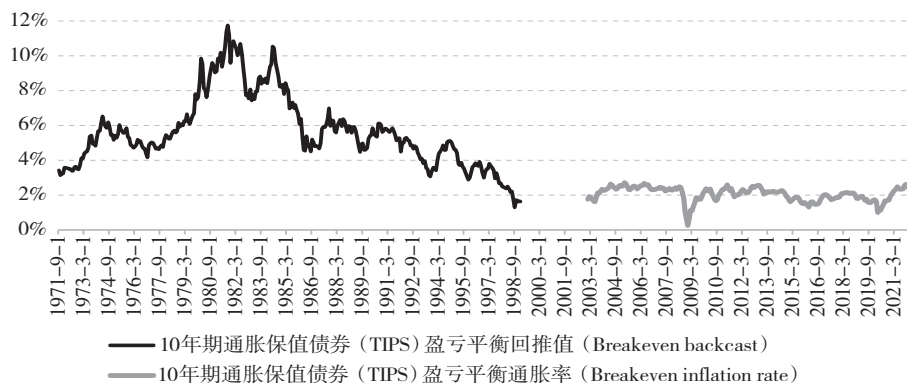


图5 美国1971-98年与2003年至今的通胀预期估算值（月度）

数据来源：Groen 和 Middeldorp（2003）、圣路易斯联储。

特别是在70年代末至80年代末，通胀预期呈飙升态势。最终，时任美联储主席沃尔克必须数次激进加息，将联邦基金利率大幅提升至20%以上，才得以真正的收紧货币政策，最终压下通胀、重建信誉，但也付出极大的代价，美国经济陷入二战后到那时为止最为严重的衰退，失业率一度高达10.8%。

与美联储相映衬的是德国央行。德国一样面对石油危机和粮食危机带来的能源和食品价格高涨，但德国并没有在1970年代经历高通胀，经济增长尚可。Beyer等（2013）比较了德央行和美联储、英央行的货币政策，发现德央行的政策事后看是始终严格遵循泰勒原则，政策利率保持了非常强的连续性，对偏离通胀目标的增长差具有很强的纠正倾向，但对产出缺口的反应并不显著，也就是说主要原因在于德国央行始终坚持把控制通胀作为最重要的任务。Ito（2013）对日本央行的行为也进行了回顾，认为日本央行在第一次石油价格危机期间容忍了通货膨胀的上升。从图6可以看出，日本贴现率在通胀上升至9.4%的高位后才有所反应。但在第二次石油价格危机期间也采取了锚定通胀目标的货币政策，在通胀趋势尚未显性化时就及时介入，使得通胀没有出现像第一次那样的飙升情形。由此可见，面对类似的供给侧冲击，货币政策应对的对与错对于事后的结果会有非常大的不同。



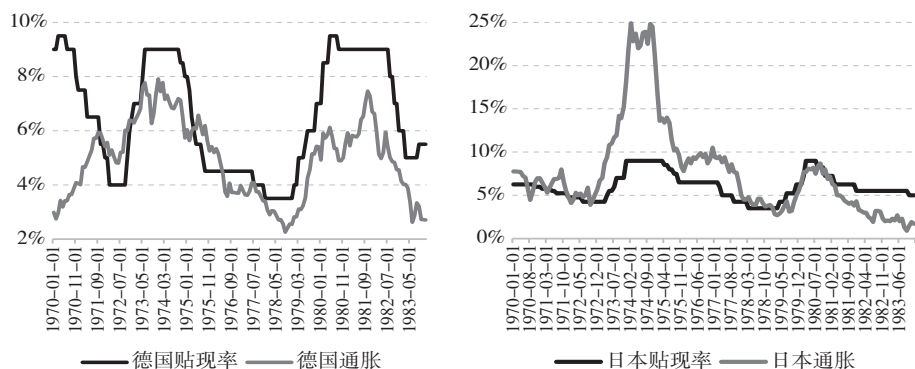


图6 1970–80年代德国与日本的政策利率与通胀走势

数据来源：IMF IFS, OECD。

回顾1970年代的“滞胀”，不仅是因为这可能是现在经济史上仅有的带有全球性质滞胀的案例，也是因为当前全球经济面对的问题与1970年代有着一些类似之处。虽然不少分析人士仍觉得“这一次会不同”，但有一点也许是明确的，全球经济现在确实面临着现实的“滞胀”风险。

## 二、即将到来的全球滞胀？

本文所说的全球滞胀指的是在中长期的时间范围内（例如未来2年到5年）全球经济处于较低增速和较高通胀的状态。这有别于在经济周期的时间尺度内（例如未来6个月到1年）短暂出现经济减速和通胀高企并存的状态。换言之，本文所说的“滞胀”描述的是一种中长期的持续状态，既不是周期转换时增长下行和通胀上行短期走势的错位和交叉，也不排除其间会出现短期的恢复性增长和通胀下行。从各种因素的分析看，全球滞胀的可能性已经显著增加。而且在当前的国际政治经济格局下，似乎很难有很好的办法来降低这种风险。

（一）全球通胀处于多年来高位，经济减速已经难以避免  
伴随着新冠疫情的持续性影响，以及乌克兰冲突、发达国家政策进一步

收紧、需求端热度消退等因素，全球“滞”“胀”倾向进一步加深。从“滞”的角度看，主要国际机构近期纷纷下调全球GDP增速，显示出对未来经济走势的悲观预期。世界银行6月7日发布的《全球经济展望》报告将2022年的全球GDP增速从年初预测的4.1%下调至2.9%。其中，发达经济体的GDP增速从3.8%下调至2.6%，新兴经济体的增速从4.6%下调至3.4%。6月8日，经合组织将2022年全球经济增长预期从之前的4.5%下调至3%，同时预计2023年全球经济增长将进一步放缓至2.8%。

分国别来看，俄乌冲突爆发后，主要国际机构对欧洲的增长前景更偏悲观。IMF在4月下调了主要经济体在2022年的经济增速预测值，其中对德国、欧元区、日本和英国的下调幅度较大，分别为1.7、1.1、1.1和1.0个百分点，对美国、中国和印度的调整幅度相对较小，仅为0.3、0.4和0.8个百分点。世界银行在6月的预测中，进一步下调了对主要经济体的增速预测，欧元区、日本、印度、美国和中国分别较年初的预测值下降1.7、1.2、1.2、1.1和0.8个百分点。

表1 2022年上半年IMF与世界银行对全球主要经济体实际GDP增速的预测

主要经济体	IMF《世界经济展望》				世界银行《全球经济展望》			
	2022年实际GDP增速(%)		2023年实际GDP增速(%)		2022年实际GDP增速(%)		2023年实际GDP增速(%)	
	1月预测值	4月预测值	1月预测值	4月预测值	1月预测值	6月预测值	1月预测值	6月预测值
美国	4.0	3.7	2.6	2.3	3.7	2.6	2.6	2.4
欧元区	3.9	2.8	2.5	2.3	4.2	2.5	2.1	1.9
德国	3.8	2.1	2.5	2.7				
英国	4.7	3.7	2.3	1.2				
日本	3.3	2.4	1.8	2.3	2.9	1.7	1.2	1.3
中国	4.8	4.4	5.2	5.1	5.1	4.3	5.3	5.2
印度	9.0	8.2	7.1	6.9	8.7	7.5	6.8	7.1

数据来源：IMF、世界银行。

从“胀”的角度看，2022年4月，全球通胀水平高达7.8%，这也是自2008年全球金融危机以来的最高水平。全球主要经济体的通胀率从2021年初开始快速爬升，发达经济体和新兴经济体分别从2021年1月的0.5%和3.1%，到2022年4月攀升至7.0%和9.4%。其中，发达经济体的通胀水平处于40年来的历史高位。从主要发达经济体的表现来看，美国、德国和英国的通胀率分别从2021年1月的3.8%、2.4%和2.5%，到2022年4月攀升至8.4%、7%和7.3%。2022年3月俄乌冲突爆发以来，各大经济体的通胀走势更趋陡峭。

分商品类别看，2022年5月，世界银行的能源价格指数高达160.9，这也是全球金融危机以来的最高水平，同比增长86.5%。全球食品价格指数达到了159.0的历史高点，同比增长24.6%。从主要商品价格来看，2021年3月至2022年2月期间，全球布伦特原油和天然气价格的月均水平同比涨幅分别高达87%和187%，玉米和小麦价格的月均价同比涨幅分别为56%和26%。自3月俄乌冲突爆发以来，天然气价格和玉米价格进一步飙升。2022年3-5月，天然气和玉米价格的月均价同比涨幅分别高达252%和125%。

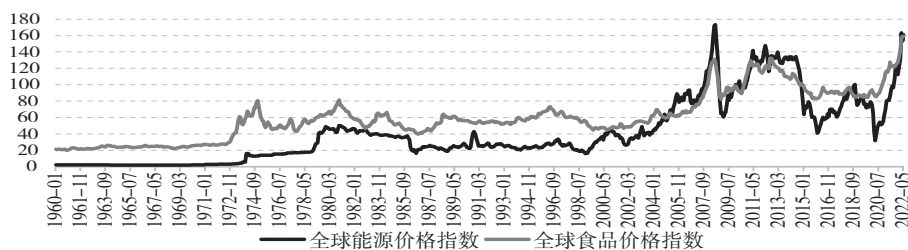


图7 全球能源和粮食价格指数走势（2010=100，月度）

数据来源：世界银行、Wind数据库。

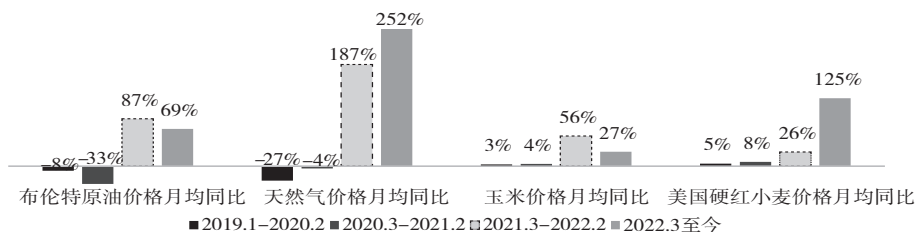


图8 全球主要能源和粮食类别价格同比走势

数据来源：世界银行、Wind数据库。

从房价走势来看，根据国际清算银行的估算，按实际价格计算，当前全球房价比金融危机后的平均水平高出27%，其中发达经济体和新兴经济体分别高出37.0%和19.2%。分国别来看，印度、加拿大、德国、美国和土耳其的实际房价涨幅均超出金融危机时期平均水平的50%。疫情爆发后，全球房价增速更是显著高于2010年以来的趋势。2021年四季度，全球实际房价同比增长虽较三季度略有放缓至4.6%，但仍处于历史高位；发达国家的实际房价增速甚至已连续多个季度超过7.5%。朱鹤和孙子涵（2022）指出，目前部分欧洲国家的房价甚至已明显偏离基本面。

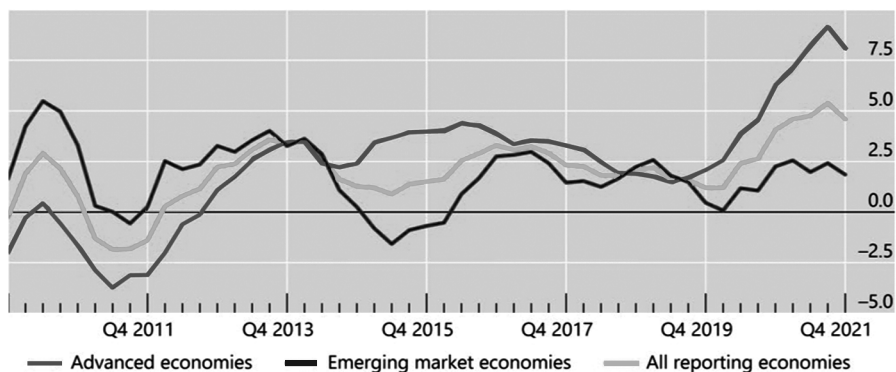


图9 2010年以来全球及主要经济体的实际房价总体走势（较去年同期，%）

图源：国际清算银行。

如果仅仅只是经济周期转变过程中暂时出现高通胀和经济减速，虽然也会给经济和宏观政策带来不少困难，但走出这种短期痛苦的代价不会太大，可能就是一次正常的经济衰退。如果运气好，甚至可能实现软着陆。但根据前文对1970年代“滞胀”的回顾，全球经济目前又处于供给侧冲击和（很可能）错误的货币政策应对的组合之下，因此陷入比较持续“滞胀”的风险大大提高。

## （二）供给侧的完美风暴

从供给侧看，全球经济正在面临短期和中长期供给冲击的完美风暴。就短期的供给冲击而言，主要是来自于两方面：

一是新冠疫情的影响及其对全球产业链产生的短期冲击。新冠疫情爆发两年多以来，疫情一直用各种方式影响全球产业链的正常运转。第一、各国为控制疫情所采取的控制行为对人流和物流都不可避免产生了影响。图10是牛津新冠政府应对追踪系统（OxCGRT）计算的政策反应强度指数所衡量的各国疫情防控程度。从五大主要经济体的情况来看，亚洲两国的防疫强度明显高于欧美国家，而且各国都仍保持着或高或低的疫情防控措施，仍未回到疫情前的状态。

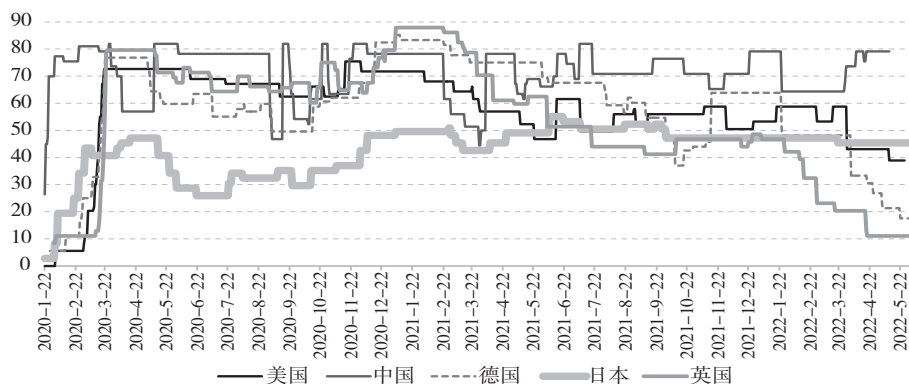


图10 五大经济体防疫政策强度走势 (Stridency of COVID-19 response)

数据来源：牛津新冠政府应对追踪系统（OxCGRT）。

第二、疫情对劳动力市场产生了持久的影响。新冠疫情对劳动力市场造成了磁滞效应（hysteresis）会在相当长的时间里影响劳动力供给，许多劳动力因为疫情退出劳动力市场或者推迟返回工作。以美国为例，相较于劳动力市场的旺盛需求，供给端增长乏力。2022年1月美国劳动参与率回弹至62.2%的疫后高位，并在此后一直保持在62%之上。但与疫前（2020年2月）63.4%的水平相比，美国的劳动参与率仍然存在一定的缺口。与之相对应的是，企业面临劳动力短缺的困境，美国职位空缺率自2022年以来始终保持在7%及以上的历史高位，远高于疫前（2020年2月）4.4%的水平。劳动力市场供需面临严重失衡，中短期内压力难以释放，将持续推升通胀。

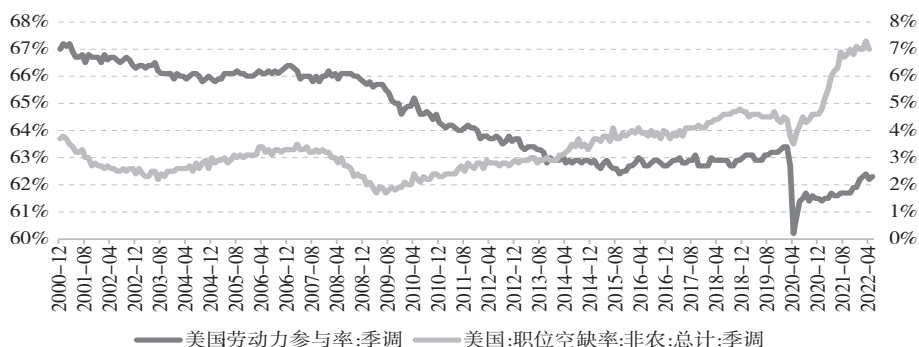


图 11 美国劳动参与率与职位空缺率走势

数据来源：美国劳工部。

第三、疫情期间集装箱短缺和港口拥堵等因素带来的海运价格暴涨和时间拉长。疫情爆发导致全球运力吃紧，供需极度失衡使得运价不断攀升。根据航运咨询公司德鲁里（Drewry）编制的世界集装箱运价指数（WCI）走势来看，疫情爆发后，全球集装箱运价持续飙升，并在 2021 年 10 月一度达到 10377.2 的历史高点。近几月来虽有所回落，但也远高于疫前水平。从运输时间来看，由于疫情期间，各国采取各类防控及相关措施，导致全球主要港口都面临严重拥堵。航运咨询机构 Sea-Intelligence 数据显示，疫情爆发后，全球船舶的平均延误天数从疫前的 4 天左右拉长至 6-8 天。

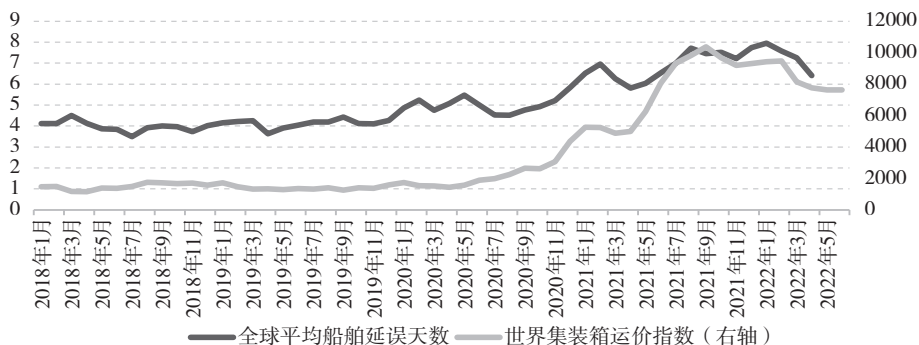


图 12 2018 年至今全球平均船舶延误天数与中国国际航运费用走势

数据来源：Sea-intelligence，Drewry。

第四、芯片短缺及其带来的广泛影响等。受疫情冲击，全球芯片短缺压力从2020年中期开始出现。图13显示了Susquehanna Financial Group测算的全球芯片平均交付周期（芯片从订购到交付的时间），从2020年下半年开始交付周期明显拉长，2022年5月达到27.1周的历史高位，远高于疫前15周左右的平均水平。芯片短缺的影响最先集中在汽车行业。随着2020年下半年封控解除，汽车业的反弹快于预期，而疫情期间，许多芯片提供商纷纷将原本汽车行业的闲置产能转向电子设备等行业，导致汽车行业面临严峻的芯片供给冲击。根据美国白宫一份报告（White House, 2021）中的数据，芯片短缺会使全球汽车制造业在2021年的损失高达1100亿美元，并导致汽车制造商减产近400万辆。与此同时，芯片短缺开始扩大到其他部门。全球有多达169个行业都在一定程度上受到了芯片短缺的打击，覆盖了从钢铁产品、混凝土生产、空调制造、啤酒生产在内的诸多领域。

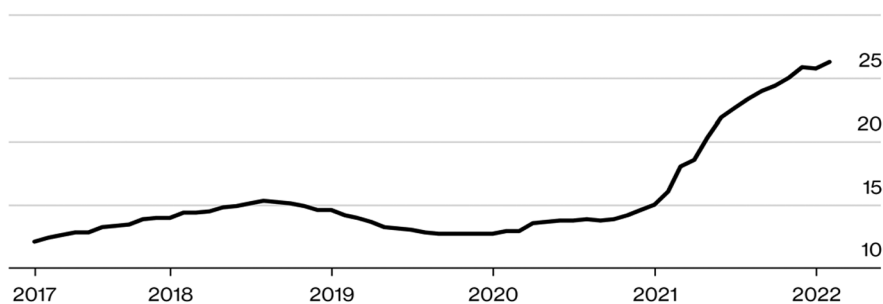


图13 2017年至今芯片交付周期走势

数据来源：Susquehanna Financial Group。

综合来看，全球产业链在新冠疫情后就一直处于较大压力。图14是纽约联储发布的全球供应链压力指数（GSCPI），该指标汇集了27个变量，包括来自全球运输成本和七个经济体的区域制造业调查的数据，以跟踪从1997年至今的供应链压力的变化。该指数在疫后急剧上升，并在2021年底一度达到4.4的峰值，直至2022年初全球供应链压力才有所缓解。由于俄乌冲突和新冠疫情的反弹延长了交货时间，该指数从3月开始又重新上升。这些对物价的影

响都可以看成是供给侧的冲击。正因为这些冲击看似都是因为疫情而起，似乎也会随着疫情逐步消退而恢复正常，也一度让美联储等主要央行认为通胀是暂时的。

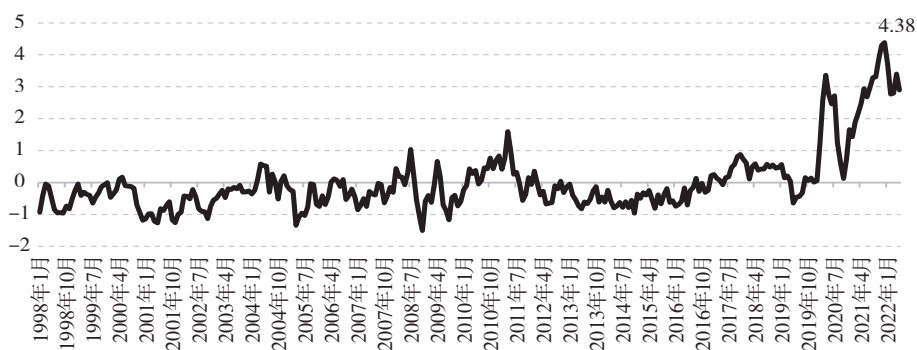


图 14 1998 年以来全球供应链压力指数走势

数据来源：纽约联储。

二是俄乌冲突引发的全球能源和粮食等问题。俄罗斯是全球最主要的油气生产国之一，俄乌均是世界主要的粮食、油料作物、化肥和金属原料生产国和出口国。如图 15 所示，主要商品类别的出口份额占比均超过 10%，天然气、小麦、大麦、钽等商品的出口在全球出口中的占比超过了 20%。

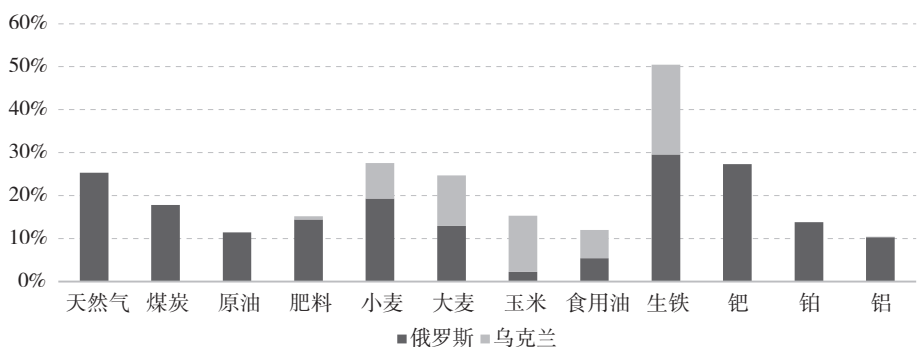


图 15 2020 年俄罗斯与乌克兰主要商品出口占全球总出口的比重

数据来源：世界银行。



部分国家对两国的进口依赖度极大。欧洲高度依赖俄罗斯的天然气和原油，根据欧盟统计局数据，地区12%的石油和8%的天然气进口均来自俄罗斯。多国对乌克兰部分农产品的进口存在较大依赖。如表2所示，部分国家从乌克兰进口的粮食在国内总进口中的占比超过了50%，部分甚至达到80-90%。俄乌冲突无疑加剧了全球短期能源和粮食的供给压力。

表2 2020年各国对部分乌克兰农产品的进口依赖度

小麦		玉米		葵花油	
摩尔多瓦	91.8%	马达加斯加	89%	尼日尔	96.7%
黎巴嫩	81.2%	白俄罗斯	68.7%	肯尼亚	77.9%
卡塔尔	64%	立陶宛	67.7%	中国台湾	77.5%
突尼斯	49.3%	利比亚	64.3%	荷兰	76.7%
利比亚	48.3%	中国	55.8%	贝宁	76.2%
巴基斯坦	47.9%	荷兰	50.9%	阿联酋	75.6%
印尼	28.7%	突尼斯	50.5%	斯里兰卡	75.1%
马来西亚	26.2%	以色列	39.8%	摩尔多瓦	74.7%
埃及	25.6%	葡萄牙	38.6%	印度	74.4%
孟加拉国	25.2%	斯里兰卡	34.4%	卡塔尔	72.3%

数据来源：联合国粮农组织。

俄乌冲突爆发后至5月底，布伦特原油、欧洲天然气较2月分别上涨了17.4%和9.6%，5月单月同比增长分别为235%和65.2%。从主要粮食走势来看，全球（软）小麦、玉米和大麦价格在3月均出现两位数的环比高速增长，欧盟同类农产品的增幅甚至还要高出世界平均水平10%以上。4月环比增幅虽大幅回落，但同比增速仍然远高于俄乌冲突前的水平。

表3 2022年2-4月欧盟和世界主要农产品价格环比和同比变化

种类	欧洲主要粮食价格变化						全球主要粮食价格变化					
	2月		3月		4月		2月		3月		4月	
	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比
软小麦	-1%	19%	40%	65%	2%	78%	2%	33%	33%	63%	-3%	56%
硬小麦	-7%	59%	-2%	58%	-2%	63%	3%	20%	26%	77%	3%	79%
玉米	3%	16%	43%	61%	-4%	59%	6%	18%	15%	36%	4%	31%
大麦	2%	23%	42%	74%	1%	90%	1%	21%	31%	62%	-2%	65%

数据来源：欧盟理事会。

6月8日，联合国秘书长全球危机应对小组（GCRG）发布第二份关于粮食、能源和金融系统的最新报告。报告指出，粮食、能源和金融渠道之间也开始相互作用，形成恶性循环。譬如更高的能源价格（特别是柴油和天然气），加剧了化肥和运输成本，两者推升粮食生产的成本，导致农业产量下降，甚至进一步强化了食品价格的上涨，这些又加剧了整体的通货膨胀趋势。总的来说，这一轮原油、天然气和粮食价格的上涨，与触发1970年代滞胀的石油危机和粮食危机相比毫不逊色（图16）。

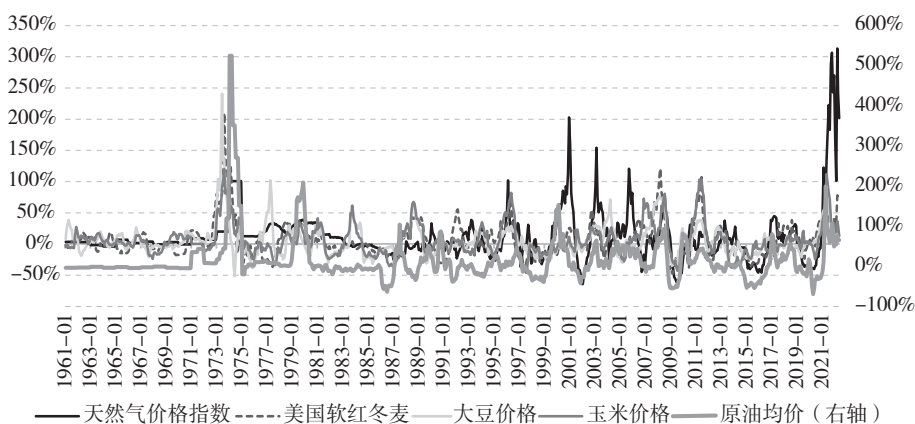


图16 1961年至今主要能源和粮食价格同比增长趋势

数据来源：世界银行。

但是更让人担心的可能是从中长期供给侧的图景更加不容乐观，这里至少有六个方面：

第一、全球生产率的增长已经持续多年放缓，目前尚未看到逆转的力量。图17描述了全球范围内的生产率走势。可以看到，2008年全球金融危机爆发以来，不管是发达国家还是发展中国家，生产率增长均陷入急剧、全面的放缓，且连续多年处于低迷之势（Dieppe, 2021）。全球生产率放缓的具体原因有很多解释，但似乎没有理由认为这一趋势在新冠疫情后会发生根本变化。

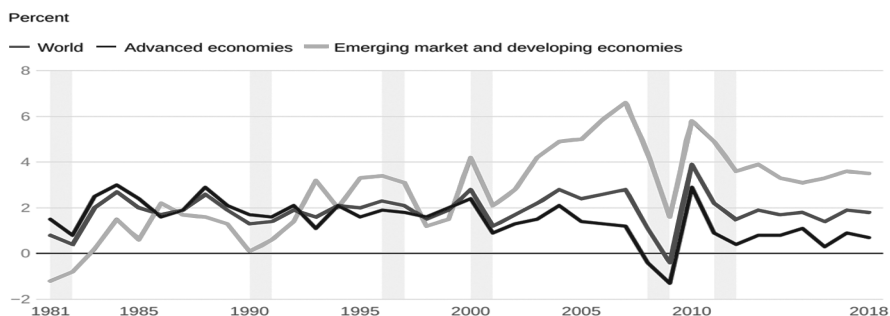


图 17 全球、发达经济体和新兴经济体的生产率走势

数据来源：Dieppe (2021)。

第二、全球化自 2008 年之后就开始变缓，这一趋势还将继续，目前还有去全球化的动向。全球化从二战后开始酝酿，并在上世纪 80 年代加速发展，但 2008 年金融危机后大幅放缓甚至逆转，《经济学人》将称之为“慢球化” (Slowbalisation)。图 18 从贸易开放度的角度衡量了全球化的进程。可以看到，全球贸易开放指数在 2008 年经历了二战以来的首次下滑并一直延续至今。Antras (2020) 指出，全球化的放缓和逆转体现在多个方面，不仅包括贸易，也包括全球价值链相关的贸易和跨国投资收缩，甚至包括跨境资本流动的放缓。新冠疫情的爆发无疑进一步冲击了以跨境贸易和全球价值链联系为代表的全球化进程，全球化放缓似乎仍将继续，甚至可能出现去全球化。

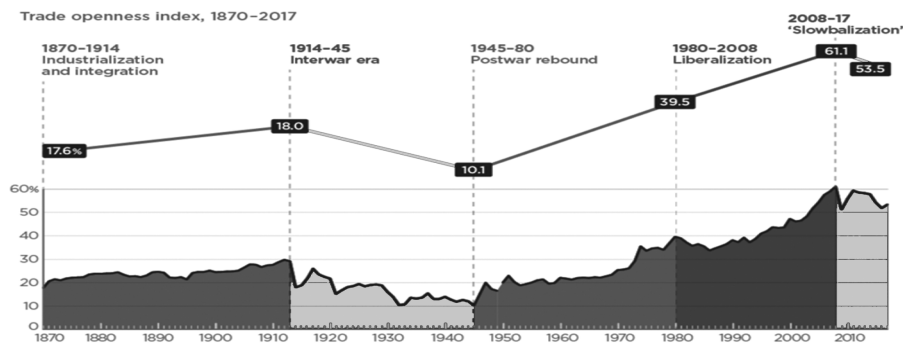


图 18 1870 年以来的全球化趋势

图源：PIIE；数据来源：Our World in Data。

第三、全球贸易和技术体系的碎片化。其一，区域贸易协定层出不穷，部分贸易安排基于地缘政治考虑而非经济考量。Dadush（2022）指出，中美之间不断加深的地缘政治和安全分歧、WTO争端解决机制失效以及成员国一再对规则的破坏，使得世界各国纷纷诉诸世贸组织以外的其他安排以寻求贸易关系的可预测性。例如，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）正式批准后，拜登政府在2022年推出“印太经贸新框架”，试图在亚洲地区形成一个将中国排除在外的新贸易区，意在把控亚太地区的经贸主导权。

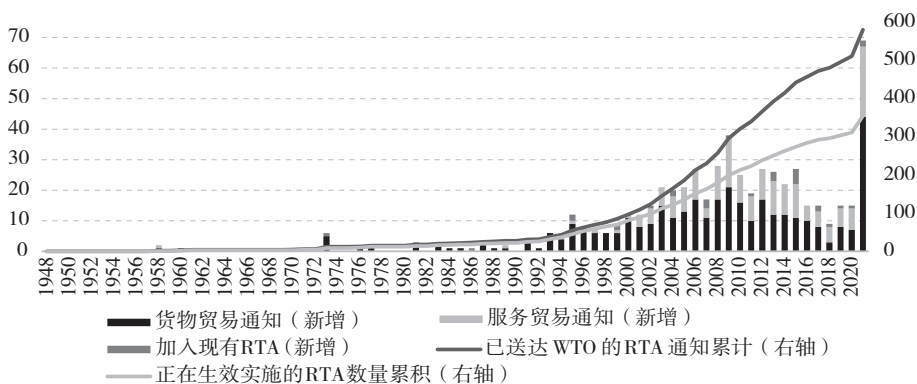


图 19 1948-2021 年正在生效的区域贸易协定及相关走势

数据来源：WTO，Regional Trade Agreements Information System（RTA-IS）。

其二，新冠疫情暴露了全球产业链和供应链过度集中的脆弱性，越来越多的国家和企业的供应链决策开始更基于安全而非效率的考量。具体体现为两个方面的特征：一方面，全球供应链从原来以“精细化、即时生产”（Just-in-Time）为基础，向强调“保障性的生产”（Just-in-Case）模式转变，区域化、近岸化和本土化特征凸显，客观上提高了生产过程中原材料、生产运输和劳动力等各类成本。另一方面，俄乌冲突的爆发使得地缘政治因素在供应链决策中的地位更趋突出。近期，西方国家大力鼓吹“友岸外包”，敦促跨国企业将更多业务转向友好国家，以保障重要原材料和零部件的供给渠道，这不仅意味着西方国家将面临结构性的物价上涨和利润下降，还将进一步加剧全球经贸体系的分化。

其三、以美国为首的西方国家近年来在制裁和贸易摩擦中越来越频繁地采用出口管制与技术封锁。譬如在近期对俄制裁中，美国商务部大幅扩充“外国直接制造产品规则（FDPR）”，在军工及其他核心技术方面对俄实施再出口管制，并限制第三方主体向俄出口含有美国成分的技术和设备。该规则最早在2020年5月被用于对华为的制裁，也是中美在5G领域竞争日趋白热化的一个缩影。从2018年以来，美国对华为中兴密集实施技术制裁，以期对中国的5G技术实现全方位的封锁和打击。2021年，美国总统拜登召开“半导体联盟”会议，试图建立一个没有中国参与的芯片开发制造体系，从而在高科技领域与中国进行切割。频繁且不断升级的制裁也对全球技术贸易造成显著冲击。根据世界银行数据，2019年，全球高技术出口从2018年的2.91万亿美元下降至2.85万亿美元。而在此前两年，全球高技术出口同比增长分别高达19.47%和9.19%。

不管是贸易、供应链，还是技术，将安全与政治考量置于经济效率之上，势必造成全球经贸和技术体系的碎片化，全球生产率和经济增长也将受到不可逆转的冲击。世界贸易组织今年4月的一份报告指出（WTO，2022），由于俄乌冲突的溢出效应，地缘政治因素驱动的贸易体系渐趋分散化。在最极端的情形下，即当世界经济永久性地分化为两大集团，在未来10-20年间，全球经济产出损失将达到5%，相当于约4.4万亿美元。

**第四、人口老龄化。**从图20可以看出，当前全球面临较严峻的老龄化形势，全球65岁以上的人口占比已经从1960年的4.97%上升至2020年的9.32%。主要发达经济体的老龄人口占比基本都超过15%。古德哈特在《人口大逆转：老龄化、不平等与通胀》一书中的观点，当大量人口进入劳动力市场时，对供给的促进超过对需求的提升，是个去通胀的力量。但当人口老龄化导致越来越多的人口退出劳动力市场时，这种动态将反转——对供给的拖累超过需求的下降，因此是个抬升通胀的力量。

**第五、低碳转型。**低碳转型的本质是能源转型。在重大技术尚未实现突破时，过渡时期将面临类似能源价格冲击的效果。以电力行业为例，虽然从单位成本来看，太阳能和风能已经实现了“电网平价（grid parity）”，即每千

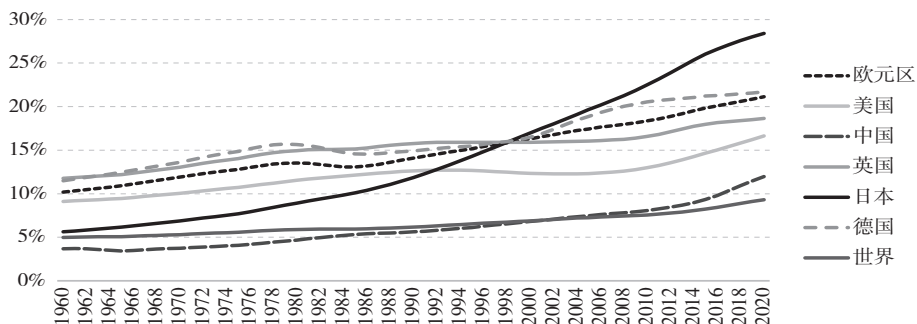


图20 全球主要经济体65岁及以上人口占比

数据来源：世界银行。

瓦时的发电成本和传统能源相差无几。国际可再生能源局（IRENA）甚至表示，风力发电成本比最便宜的煤电成本还要低20-27%。但若考虑到供电系统的稳定性，不管是调峰所需要的传统能源，还是大规模地增加储能电池供应，都大大增加了运行成本，导致绿色溢价为正。Mills（2021）估算，若要达到传统机器所需电量并持续数年，需要的太阳能、风能和电池组合的投资成本大约是传统电力的3倍。仅在美国电网层面，12小时电量的存储成本就将达到1.5万亿美元左右。若仿效德国的做法，即保持大致相同的常规发电的影子电网作为备份，这种解决方案的成本也相当高昂。反映在消费端，德国普通居民的电费要比美国普通居民高出300%。这也意味着，若没有革命性的技术进步，各国在能源转型过程中将持续面临结构性的通胀压力。

**第六、中国的经济转型。**过去20年，中国融入全球经济并实现快速增长，生产率大幅提升，并逐步奠定了全球世界工厂的地位。中国的崛起也是全球供给增加和生产率提升最重要的来源。如图21所示，中国在全球贸易和GDP总量中的占比从2000年的2.57%和3.6%上升至2020年的11.5%和17.4%，同期人均GDP相较世界平均水平的比值从17.3%上升至95.6%。2019年，中国制造业产出在全球的占比从2004年的8.7%上升至28.7%，比第二名的美国高出将近12个百分点。近年来，中国正在经历从高速增长向高质量增长的经济转型，产业重心从制造业转向服务业（张斌，2021），增长驱动从出口导向转向内需拉动。这也意味着，虽然中国对世界经济的影响仍然举足轻

重，但很难像过去 20 年那样迅速的提高全球供给和生产率，稳定全球物价的能力边际上逐步减弱。

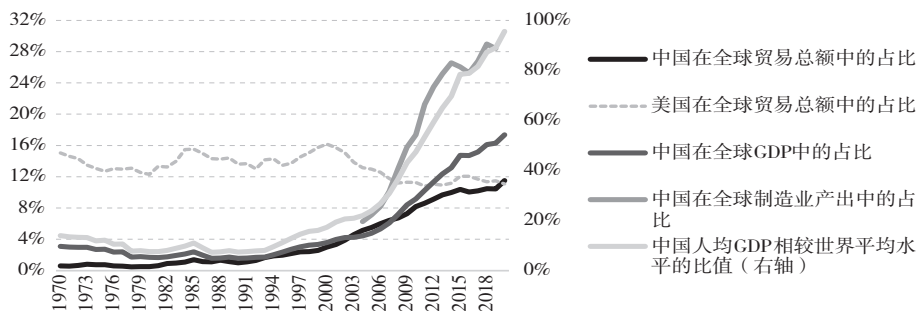


图 21 1970-2020 年中国在全球经济中的影响力走势

数据来源：世界银行。

上述这些短期和中长期的因素事实上形成了一个对增长和通胀负面冲击的完美风暴。如果说 1980 年代中期以来到全球金融危机的全球经济是一个顺风航行的状态，所以才为“大缓和”创造了适宜的条件。那未来相当长的时间里，全球经济可能都要处于逆流而上的状态。“滞胀”并非必然会到来，前提是货币政策不能重新犯 1970 年代的错误。但至今为止的迹象似乎是，主要发达经济体的央行，行动迟缓，这就使得“滞胀”的风险大大增加。

### (三) (很可能) 错误的货币政策应对

尽管现在断言主要发达经济体，特别是美联储，会重复 1970 年代的错误可能有点武断，但至少到目前为止各种迹象并不能让人感到乐观。这里面有货币政策框架的问题，有实际操作的问题也有客观上的限制条件，使得即使美联储等央行即使在主观上有决心避免错误，在客观上也未必能真正实现。

从货币政策框架上说，主要央行刚刚用上打上一场战争的兵书。全球金融危机之后，主要发达经济体央行面对的主要矛盾是“低增长、低通胀”的“长期停滞”状态，是传统货币政策工具的空间面临“零利率下限”的局限，是各主要发达经济体的通胀水平长期低于各央行的通胀目标的现状（如图 22 所示）。因此，新冠疫情前主要发达经济体央行担心的不是过高的通胀，而是无

论采取如何宽松的货币政策都几乎没有通胀。经济虽然一直在复苏，但看上去总是不温不火。货币政策最担心的是没有足够的政策空间和手段来刺激经济，避免通缩。为此，美联储和欧央行在过去几年都进行了货币政策框架审查，并且对原来的货币政策框架进行了调整。美联储把2%的通胀目标由变成了平均2%的通胀目标，欧央行把通胀目标由接近但低于2%变为了以2%为中心的对称目标。这些看似技术性的微调，实际上是重大的货币政策框架调整，特别是美联储的政策框架。美联储的本身用意是在通胀持续低于目标时，可以采取更为激进的政策并容忍一段时间更高的通胀水平。正是在这样的货币政策框架下，美联储在2021年已经看到通胀上行时的迹象时，不仅没有紧张，而是认为这是平均通胀目标制下的应有之义，所以就是应该按兵不动。结果事实是美联储远远落后于通胀曲线，而且面临着非常尴尬的境地，公开放弃平均通胀制很会造成新的市场困惑，坚持平均通胀制已经不可能。对美联储这样的央行，如果说不清楚自己的货币政策框架是什么，影响会相当致命。

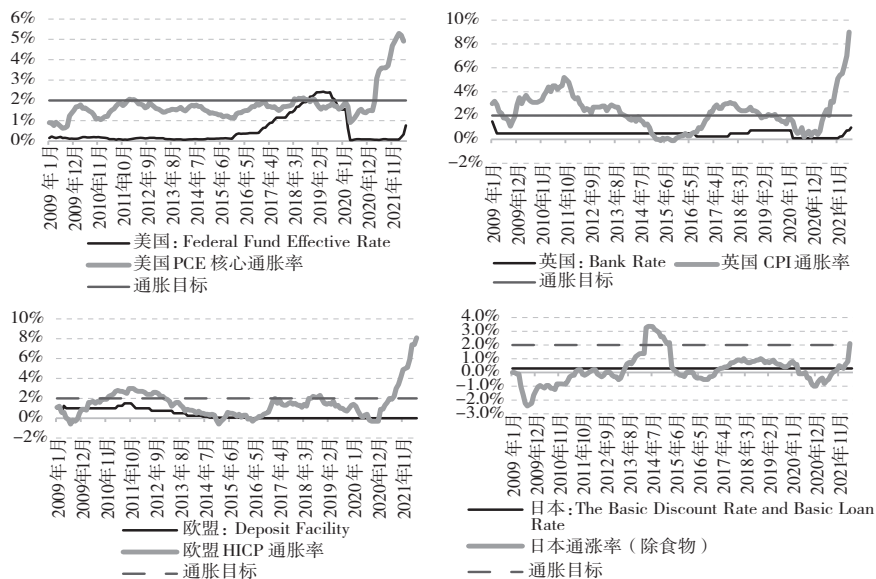


图22 2009至今美欧英日的政策利率和央行关注的通货膨胀率

数据来源：圣路易斯联储、美国经济分析局、欧央行、英央行、英国国家统计局、日本央行、日本统计局。



从政策实践看，主要发达经济体央行高度滞后于通胀。面对40年来最高的通胀，美联储直到今年3月还在继续进行量化宽松并维持零利率，欧央行决定7月才停止量化宽松然后并加息25个基点。主要发达经济体央行中走在最前列的英格兰银行，目前的政策利率也仅为1%，而英国的通胀水平目前是9%。尚未面对通胀冲击的日本银行则仍在坚持高度宽松的货币政策和收益率曲线控制。尽管多数主要发达经济体央行都在收紧货币政策或者即将收紧货币政策，但实际的情况是这些经济体的实际政策利率都高度为负，因此货币政策只是从极度宽松变成了高度宽松而已，类似于把脚从油门上稍稍抬起，踩的还是油门而不是刹车。用更数量化的方式看这个问题，如果把2022年5月美国的联邦基金利率与基于泰勒规则测算的政策利率进行比较，联邦基金利率比基于泰勒规则的利率要低600-700个基点。上一次美联储在面临高通胀还在这么大脚踩油门是什么时候？对了，1970年代的滞胀时期（见图4）。

从现实约束看，主要发达经济体央行较快收紧货币政策面对更多掣肘。有一些乐观的观点认为，只要美联储等央行拿出一点点沃尔克在1970年代末和1980年代初的勇气，通胀并不难控制。现实的情况是，主要发达经济体央行收紧货币政策面临的约束要远高于沃尔克所面对的情形。例如：美国联邦政府的净债务大约为20万亿美元，家庭的住房按揭贷款大约有11万亿美元，这两项加在一起相当于GDP的约150%。美国的利率中枢每上升1个百分点，联邦政府要增加2000亿美元的利息支出，占GDP的1%。家庭为房贷要多支付1000亿美元的利息，而且新的购房需求也会收到影响。欧央行面临的困境更为复杂，欧元区的利率中枢如果上升1%，意大利等经历过欧债危机国家的利率水平会上升更多，欧元区可能会面临新的内部分化和市场分割，而欧央行任何试图消除这种市场分割的努力又很可能会与对抗通胀的措施存在矛盾。这些央行加息和缩表可能伴随金融稳定风险，金融市场和外汇市场波动，资本流动的异动和对新兴经济体的溢出效应和反溢，都会对主要发达经济体央行收紧货币政策造成现实的约束，收紧货币条件可能远没有想象中简单。

(四) 如果这一次会不同

有观点认为，当前尚不构成经典的滞胀情形。一方面，近年来全球能源强度大幅下降，削减了供给端的冲击。另一方面，对比上世纪70年代，美国的通胀预期尚未出现失控现象，经济基本面也相对强劲。针对当前的通胀形势，美联储等央行也有能力通过及时作为控制风险。在这一类观点看来，本轮全球通胀尚难演变为典型意义上的滞胀情形。

**第一、能源强度在过去50多年里大幅下降，稀释了能源价格冲击的不利影响。**能源强度是指能源消耗与产出的比重，用于衡量能源综合利用效率和经济体对能源的依赖度，也可以用来衡量能源价格波动对于整体通胀水平的影响程度。能源强度越高，意味着能源供需变化对整体经济的影响越大，能源价格波动对核心通胀的传导效应也越强。反之亦然。上世纪中叶至今，得益于生产效率提升、产业发展和清洁能源利用等因素，全球整体能源强度急速下降。如图23所示，截至2020年，全球的单位GDP能耗量仅为15千瓦时/百万美元，远低于上世纪70年代119千瓦时/百万美元的年均水平。特别是石油的能源强度在过去50多年里大幅下降，从1970年的178千瓦时/百万美元的年均水平，到2020年仅为6千瓦时/百万美元。这也意味着，相较1970年代，能源价格冲击对通胀水平和经济的影响程度已大幅削弱。

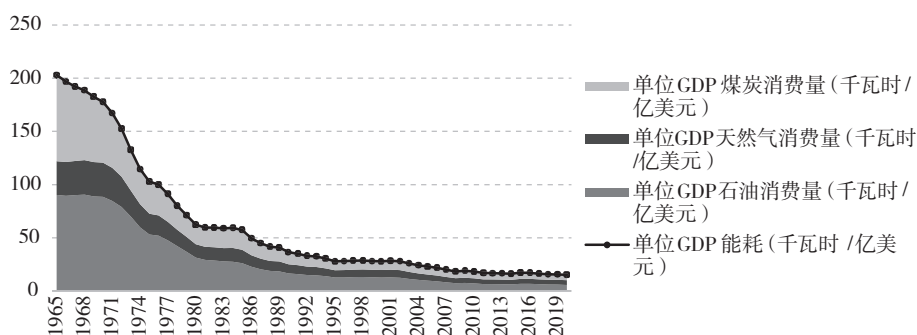


图23 1965-2020年世界单位GDP化石能源消耗量（能源强度）

数据来源：BP Statistical Review of World Energy，联合国人口署，世界银行。

第二、当前的通胀预期相较于上世纪70年代仍然比较稳定，且主要发达经济体央行已经建立了反通胀的信誉。从图5美国10年期国债盈亏平衡通胀率（breakeven inflation rate）走势来看，虽然今年以来有所上升，但仍然总体低于3%，说明金融市场的通胀预期仍然较好的被锚定。从图24密歇根大学调查的通胀预期值可以看出，近一年多来，美国的通胀预期虽然有所走升，从2020年12月的2.5%到2022年4月上升至5.4%，但从幅度来看，相较于上世纪70年代末通胀预期超出10%的失控走势，目前的通胀预期尚未失控。最为重要的是，美联储等主要发达经济体央行自1980年代以来建立了良好的反通胀记录，市场信誉良好，使得这些央行有较高的概率不用太大的代价就能控制住通胀。

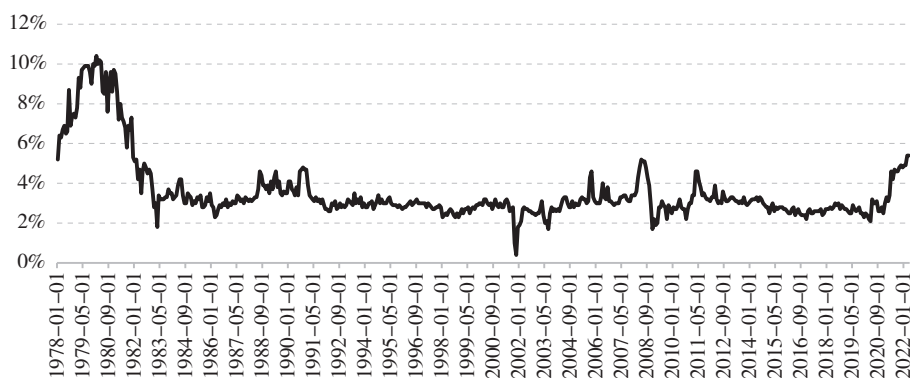


图24 1978至今美国通胀预期走势

数据来源：密歇根大学、圣路易斯联储。

第三、当前美国的基本面良好，短期来看尚无“滞”的风险。如图25所示，不同于1970年代两次石油危机时期，美国经济“高通胀”和“低（负）增长”并存，美国经济近期的表现则呈现出有“胀”无“滞”的特征——虽然通胀从2021年下半年开始急速上升并连续8个月超过5%，但经济保持强劲增长，2022年一季度增速较前三个季度略有放缓至3.5%，但仍远高于2019年四季度的2.6%。总体来看，美国目前的基本面表现较为强劲，居民资产负债表比较健康，劳动力市场火爆，仍有保持一段时间增长的潜力。

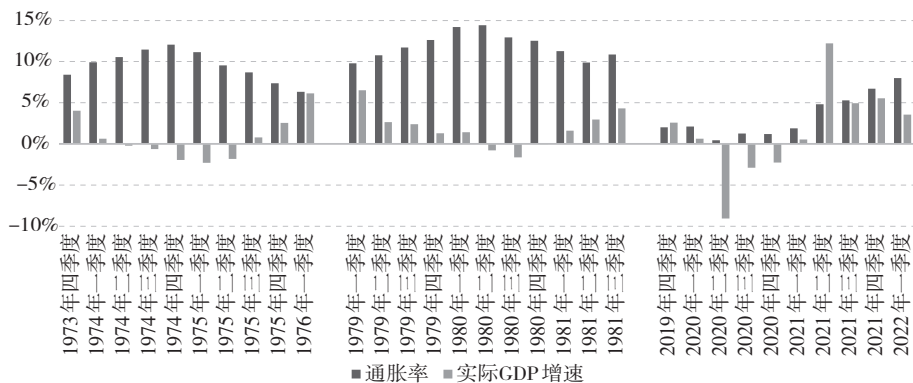


图25 两次石油危机时期及近期通胀和实际GDP增速走势（季度）

数据来源：美国经济分析局、美国劳工部。

以上这些原因都有道理，也说明滞胀并非必然发生。但近期的数据和金融市场动向似乎都在提示，滞胀的风险不能忽视。

### 三、影响和政策建议

如果主要发达经济体陷入滞胀，会通过多种渠道对我国产生影响，因此必须早做准备。

**第一、我国会面临输入性滞胀风险。**我国是能源、大宗商品和农产品的重要进口国，深度融入全球产业链，输入性滞胀风险很高。我国经济很可能正在面对资产负债表受损的宏观扩张乏力（王曲石等，2022），输入性滞胀会进一步加剧我国宏观经济管理所面对的复杂情况，并限制宏观政策空间。

**第二、新兴市场经济体面临资本外流、汇率贬值和债务压力，间接影响我国。**主要发达经济体为应对滞胀风险需持续加息。全球持续多年的低利率环境很可能切换为未来几年相对较高的利率环境，这就会导致许多新兴市场经济体一边要面对滞胀的情况，一边还可能发生资本外流、汇率贬值乃至债务危机。我国是最大的新兴市场经济体，不排除会感受到类似的压力。同时，一带一路沿线国家和我国周边的国家多是发展中国家，这些国家出现问

题会影响我对外债权和投资的安全，我国还会面对更多对外重组债务和提供新融资的诉求。

**第三、一些国家社会分化加剧甚至发生社会动荡，复杂化我国外部环境。**滞胀情况下，一边是经济增长乏力，失业增加，一边是各种商品和服务价格上涨，居民实际收入下降，储蓄缩水。这种状态如果持续一段时间，社会中相当部分的人群会受到严重的负面影响，并引发社会问题。一些国家会社会分化加剧甚至出现社会动荡的情况，使我国面临更加复杂和难以预测的外部环境。

**第四、民粹主义和逆全球化可能会加速。**美国的不少政客已经试图把通胀的缘由或者归于国外因素（例如俄乌冲突，中国的疫情防控措施等），或者归于公司的贪婪、垄断或者逐利行为（例如石油公司和航运公司的暴利）。如果真的发生滞胀，为平息民众的不满同时又缺少较好办法的情况下，民粹主义的政策和逆全球化的做法很有可能会加速抬头，这些做法最终是饮鸩止渴会加剧滞胀，但在短期却可能成为西方政客的权宜之计。

鉴于滞胀会带来较为严重的负面影响，而且滞胀发生的可能性已经不能忽略，有必要在政策上做好应对准备：

**一是抓住未来6个月左右的时间窗口，加大宏观政策力度，全力稳住国内经济大盘。**当前我国通胀水平温和，出口继续保持增长，汇率双向浮动，跨境资金流动基本平衡。美国等国的通胀水平虽然较高，但经济仍然处于扩张状态。这种比较适宜的国内外经济环境使得我国可以相对从容的运用宏观政策。应该充分利用当前这个仍然相对有利的窗口，逆周期的宏观政策要加大力度，财政政策可考虑追加支出，货币政策应更注重价格工具，同时酝酿出台针对资产负债表受损的专门政策（王曲石等，2022），全力稳住国内经济大盘。

**二是保持人民币汇率的灵活性，同时密切监测资本流动的异常情况。**当前，人民币汇率有序调整，双向浮动，发挥了国际收支自动稳定器的作用，汇率的波动起到的是稳定经济大盘的作用。未来一段时间，各种国内外的扰动会比较多，但方向和强度难以判断，应该允许人民币汇率根据这些力量的

推动自主调节，自动平衡国际收支。同时，也要充分意识到汇率如果过度或者无序波动会带来不稳定，密切监测资本流动的异常情况，防止羊群效应和踩踏行为。

**三是探索更多参与多边债务重组机制。**新冠疫情、主要发达国家央行收紧货币政策、能源和粮食价格大幅上涨以及可能发生的滞胀，有较高概率会引发部分新兴市场和发展中国家的债务危机，债务重组难以避免。现有的多边债务重组机制虽然不是我国参与建立，但有着进行债务重组的成熟做法和诸多经验，也为国际货币基金组织、世界银行等我国作为主要成员国的多边机构所认可。我国可以探索更多参与多边债务重组机制，并充分利用多边机制下赋予的双边谈判的灵活性，趋利避害，维护国家利益。

**四是要充分考虑我国在全球重要商品市场的系统重要性。**我国是全球最大的农产品生产国和消费国，是全球最大的原油进口国，是全球许多大宗商品的**最大买家**，也是全球最大的**制造品出口国**。因此，我们在采取稳定国内供应和物价措施时，要充分考虑我国的系统重要性，注意可能的**外溢效应和回溢影响**。

**五是继续坚定推动改革开放。**解放和发展生产力是对冲滞胀最为根本的办法。我国一方面面临着从高速增长向高质量增长的转型需要，一方面处于世界百年未有之大变局中，外部环境复杂严峻。但只要坚持改革开放，坚持**做好自己的事情**，我们就能最大程度的释放改革红利，提高生产率，促进技术进步，最终推动中国经济行稳致远，并带动全球经济远离停滞和通胀。

参考文献

- [1] 查尔斯·古德哈特著.《人口大逆转:老龄化、不平等与通胀》[M]. 廖岷、缪延亮译. 北京: 中信出版社, 2021年.
- [2] 王曲石, 钟益, 盛中明, 孙子涵, 朱鹤.《资产负债表受损下的宏观经济政策》[J]. 新金融评论工作论文, 2022年.
- [3] 张斌著.《从制造到服务: 结构转型期的宏观经济学》[M]. 北京: 中信出版社, 2021年.
- [4] 朱鹤和孙子涵. 部分发达国家房地产市场风险或超2008年危机前的峰值水平[R]. 中国金融四十人论坛, 2022年.
- [5] Antràs, P. (2020). *De-globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age* (No. w28115). National Bureau of Economic Research.
- [6] Beyer, A., Gaspar, V., Gerberding, C., & Issing, O. (2013). Opting Out of the Great Inflation: German Monetary Policy After the Breakdown of the Bretton Woods. In *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking* (pp. 301–356). University of Chicago Press.
- [7] Blinder, A. S., & Rudd, J. B. (2013). The Supply–Shock Explanation of the Great Stagflation Revisited. *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking* (pp. 119–175). University of Chicago Press.
- [8] Bordo, M. D., & Orphanides, A. (2013). Introduction to "The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking". In *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking* (pp. 1–22). University of Chicago Press.
- [9] Collard, F., & Dellas, H. (2007). The Great Inflation of the 1970s. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(2–3), pp. 713–731.
- [10] Dadush, U. (2022). Is the Post-war Trading System Ending?. *Policy Contribution*.
- [11] Dieppe, A. (Ed.). (2021). *Global Productivity: Trends, Drivers, and Policies*. World Bank Publications.
- [12] Groen, J. J., & Middeldorp, M. (2013). *Creating a History of US Inflation Expectations* (No. 20130821). Federal Reserve Bank of New York.
- [13] International Monetary Fund (2022). *World Economic Outlook, April 2022: War Sets Back The Global Recovery*.
- [14] International Monetary Fund (2022). *World Economic Outlook Update, January 2022: Rising Caseloads, A Disrupted Recovery, and Higher Inflation*.

- [15] Ito, T. (2013). Great Inflation and Central Bank Independence in Japan. *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking* (pp. 357–392). University of Chicago Press.
- [16] Mills, M. P. (2021). Transition to Nowhere. California’s Switch to a Primarily Solar and Wind-powered Grid is a Dead End. *City Journal*.
- [17] Nelson, E. and Nikolov, K. (2004). Monetary Policy and Stagflation in the UK. *Journal of Money, Credit and Banking* Vol. 36, No. 3, Part 1, pp. 293–318.
- [18] Summers, L. H. (2014). U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. *Business Economics*, Palgrave Macmillan; National Association for Business Economics, vol. 49(2), pp. 65–73.
- [19] The Economist (2019). Slowbalisation: *The Future of Global Commerce*.
- [20] The Bank for International Settlements (2022). *BIS Residential Property Price Statistics in Q4 2021*. May 2022.
- [21] UN Global Crisis Response Group (2022). *Global Impact of the War in Ukraine: Billions of People Face the Greatest Cost-of-living Crisis in a Generation*.
- [22] White House (2021). *Building Resilient Supply Chain, Revitalizing American Manufacturing, and Fostering Broad-based Growth*. 100-Day Reviews under Executive Order 14017.
- [23] World Bank (2021). *Global Economic Prospects, June 2022: Stagflation Risk Rises Amid Sharp Slowdown in Growth*.
- [24] World Bank (2022). *Global Economic Prospects, Jan 2022: Global Growth to Slow through 2023, Adding to Risk of ‘Hard Landing’ in Developing Economies*.
- [25] WTO (2022). *The Crisis in Ukraine: Implications of the War for Global Trade and Development*. 2022–4–11.



## Bracing for Global Stagflation

WANG Qushi, YANG Yuemin, ZHU He

**Abstract:** The experiences of stagflation in the 1970s suggested that negative supply shocks and wrong monetary policy responses were the two necessary conditions for stagflation. Currently, many economies are experiencing highest inflation in four decades, and the momentum of the global economy is quickly cooling off. Short-term and medium to long term factors point to a perfect storm of negative supply shocks to the global economy, while central banks in major developed economies are significantly behind the curve in containing inflation and may continue to make policy mistakes. Notwithstanding the important differences between today and 1970s, the risk of global stagflation should not be underestimated. Global stagflation will impact the Chinese economy through multiple channels, therefore preparations should be made.

**Key Words:** Stagflation, Supply Shock, Monetary Policy