

## “大逆转” 把我们带回高通胀环境

持续 30 年的低通胀是中国、印度和东欧融入全球经济所造就的。劳动力减少和去全球化意味着我们已告别这个时期。



现在不是上世纪 70 年代，至少受人尊敬的经济学家自信地向我们做出这样的保证。诚然，就不断飙升的通胀水平而言，当时与现在的情况存在细微差别。

但英国铁路、邮政和垃圾清运行业举行的罢工，表明了一个极大的相似之处，即滞胀会造成赢家和输家。当实际国民收入受到 70 年代石油价格冲击——或当前的食品和能源价格冲击——的挤压时，经济中相互竞争的权利要求者为了索取损失的收入，会展开激烈争夺。随

之而来的是一轮工资/价格螺旋式上升。

米尔顿·弗里德曼曾评论说，通胀“永远是、而且在任何地方都是一种货币现象”。显然，货币是通胀过程中的一个重要组成部分。然而，英国的罢工以及各个发达国家劳动力市场供应偏紧似乎表明，如果不考虑劳动力与资本之间在分配方面的力量斗争，对通胀的解释就是不完整的。

在 2007 年至 2009 年爆发全球金融危机之前的 30 年里，央行官员们庆幸他们实现了低而稳定的通胀，但那段所谓“大缓和”时期的反通胀力量实际上是中国、印度和东欧融入全球经济，引发了全球劳动力市场冲击的结果。

这确保了劳动力在国民收入中所占的份额呈长期下降趋势。生产力提高的好处完全被资本攫取。人口结构和全球化的更广泛影响加强了这股反通胀力量。

劳动力所获回报的疲软阻碍了消费和产出，因为劳动者的消费倾向高于储蓄率较高的资本所有者。这引发了“传染性”的扩张性货币政策。

正如国际清算银行(Bank for International Settlements)的经济学家们早就指出的那样，各大央行在景气时期并没有采取行动抑制繁荣，

却会在低迷期间激进而持续地放松政策。金融危机过后，各大央行的资产购买计划进一步固化了这种宽松政策倾向。

国际清算银行货币和经济部门前负责人威廉·怀特认为，各大央行系统化地忽略了供应侧冲击，而且在新冠疫情期间未能了解疾病和抗疫封锁在多大程度上减少了供应潜力。

实际上，他们重蹈了上世纪 70 年代时任美联储主席阿瑟·伯恩斯的覆辙，他那时辩称油价冲击只是暂时的，同时忽略了第二轮影响，尤其是对劳动力市场的影响。

现任美联储主席杰伊·鲍威尔上月在杰克逊霍尔年度央行行长会议上的发言中透露了这种意思：美联储在对付通胀方面动作太慢。他表示，压低通胀给就业方面造成的成本很可能会随着拖延而增加，并补充说：“我们必须坚持下去，直到完成使命”。这里的困难在于，私营部门和公共部门的债务都高于金融危机前水平，因此利率急剧上升将会在产出和就业方面带来非常高的成本。

这种债务陷阱以尖锐的形式引出了关于央行政治的长期问题：如何说服政界人士和公众相信，为了避免以后出现更严重的衰退，现在陷入适度衰退是值得付出的代价？这个问题使央行的独立性面临风险。

美联储转向更为鹰派的立场似乎表明，债券熊市还有很长一段路要走，而今夏的股市反弹现在看上去像是镜花水月。TS Lombard 的史蒂文·布利茨指出，美联储的政策应该影响的是股票而不是信贷创造，因为 2010 年至 2019 年期间以及疫后的扩张相当于一轮资产周期，而不是信贷周期。他补充说，价格偏高的金融资产是此轮周期中导致经济扭曲的根源。

纠正这些扭曲意味着与上世纪 70 年代要有一些明显反差。当今，劳动力总人数的减少和去全球化正在使力量平衡从资本转向劳动力。我们已经告别“大缓和”时期，又经过了“大金融危机”，迎来一个“大逆转” (Great Reversal)，迈入更高通胀的环境。

在这样一个世界，债务陷阱和央行缩表的有毒组合将会大大增加发生金融危机的风险。尽管商业银行的资产负债表状况好于 2008 年水平，但监管不足、不透明的非银行机构构成潜在的系统性威胁，就像 Archegos 家族理财室去年爆仓所表明的。一个重要的历史教训是，在经历一个“万物泡沫”之后，杠杆（即借款）将被证明远远大于所有人当初以为的水平。