

是全球化压垮了通胀和利率吗？

2017-10-03 16:17:21

加入见智研究所的[见识圈子](#)，如果您喜欢见智研究所的内容，欢迎订阅[见闻研究](#)（此为华尔街见闻见智研究所独立管理的付费特辑），了解我们的特辑请[点击这里](#)。

在Michel Camdessus担任IMF的董事总经理期间，他目睹了全球化的第二浪潮。柏林墙倒塌，资本管制被放开，欧元奠基，中国则正要加入世贸组织。产品市场和金融市场日益融合，全球贸易年均增长10%，资本流动年增长则为20%。全球实际劳动力翻了一倍，超过十亿人摆脱了贫困。

中央银行在当下正在努力解决如此巨大的成就所遗留下来的问题 - 即全球化对通货膨胀的影响的后果。

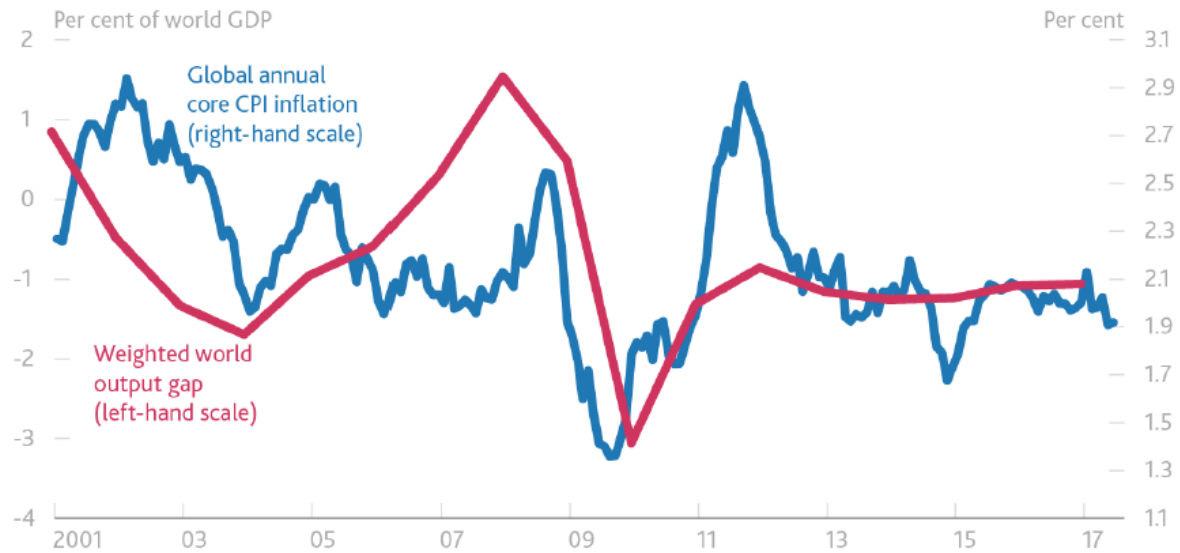
所有中央银行都必须考虑全球经济松弛与国内通胀水平之间的周期性关系；全球化的长期力量对当地通货膨胀动态的影响程度；全球因素如何影响国内货币政策本身的立场。而如果全球化进程减缓或逆转，一些中央银行可能需要考虑这种逆转对价格稳定的影响。

这些问题与英国央行特别相关，因为英国通货膨胀前景将在一段时间内受到Brexit下的“逆整合”过程的影响。

今天，我想借鉴这个例子来说明全球因素如何影响国内通货膨胀动态以及中央银行实现价格稳定的能力。

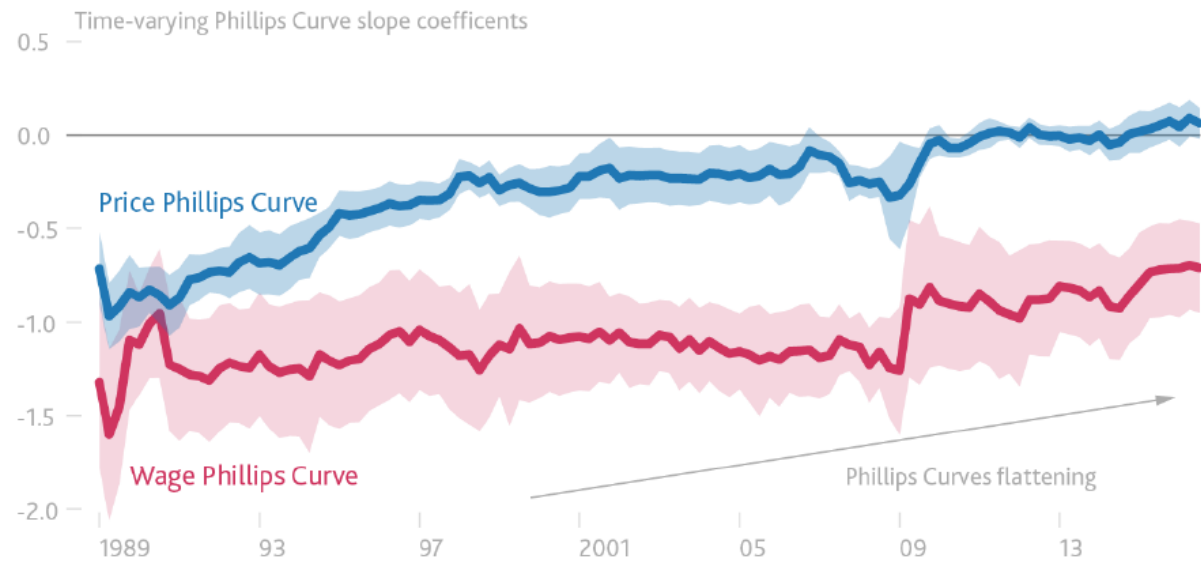
虽然全球菲利普斯曲线看起来仍然存在（图1），但全球化伴随着国内松弛和国内通货膨胀之间关系的减弱（图2），以及全球力量与国内价格之间的关系相应加强。

Chart 1: Global Price Phillips Curve?



Notes: Average world output gap and global core CPI inflation (PPP-weighted).
Sources: CEIC, IMF, ONS, Thomson Reuters Datastream and Bank calculations.

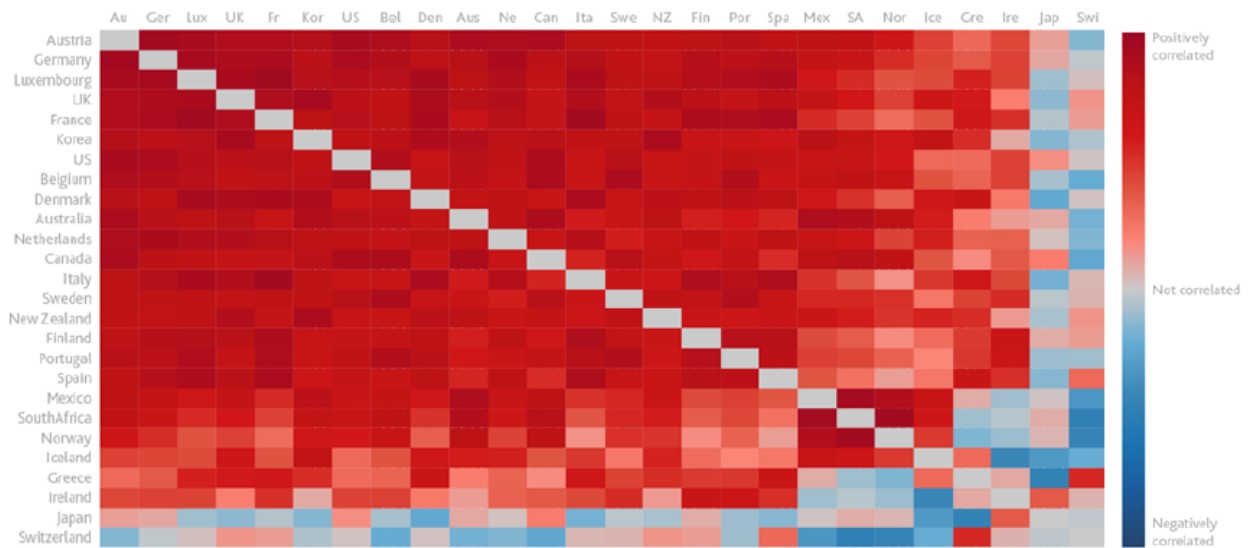
Chart 2: Price and Wage Phillips curves have flattened throughout globalisation



Source: BIS 87th Annual Report.

当前，全球各国广义通胀水平强相关，与第一次石油危机时的情况类似，有人声称全球力量已经占主导力量 - 这种确信源于在全球金融危机之后，失踪的通缩与发达经济体系当前的一系列工资相关的谜题。甚至有人建议，货币政策框架应该进行大改 - 大幅降低通货膨胀目标 - 因为全球化的影响越来越大。

Chart 3a: Superficially strong evidence of a global inflation cycle

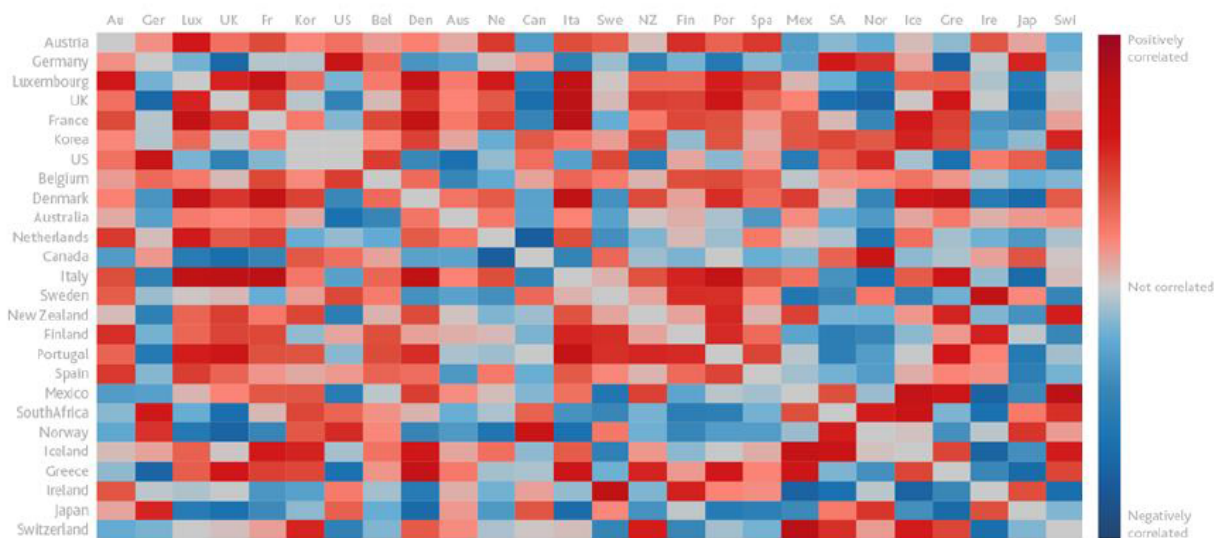


Notes: Correlations calculated using quarterly data on annual inflation rates.
Sources: Thomson Reuters Datastream, National Sources and Bank calculations.

有关发达经济体的工资难题，我们需要承认：危机后的结构性改革已经降低了自然失业率，通过扩大劳动力市场松弛的措施，以纳入非自愿就业不足，此外，工资薄弱是生产力持续增长的一个后果。

更广泛地说，通货膨胀率最近的高度相关性是由于金融危机和商品超级周期等全球性冲击的驱动导致的。核心通货膨胀率实际上几乎没有出现共振，而是随着（不同的）基本经济状况而变化（图3b）。

Chart 3b: Core inflation rates exhibited little co-movement post-crisis



See notes and sources to Chart 3a.

中央银行（迄今为止）已经得以维持其货币主权，通过对抗全球融合带来的长期的通货紧缩力量实现其任务。

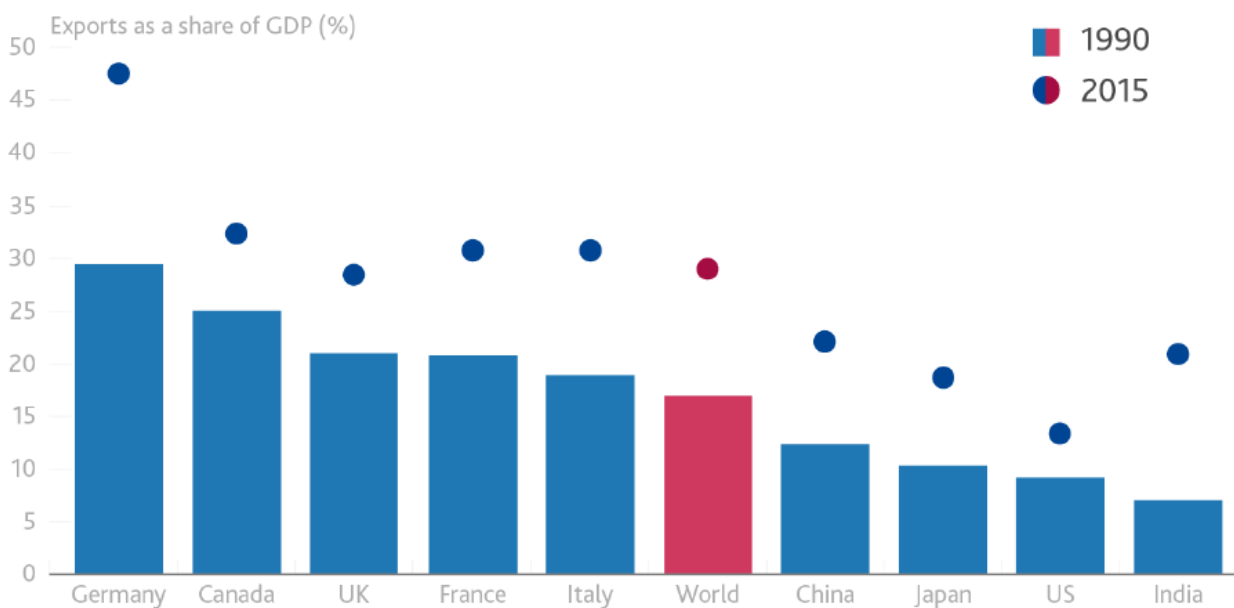
然而，不能淡化面对全球力量时央行维持价格稳定的当前挑战。市场竞争日益激烈且全球需求长时间的同步疲软，这可能会限制工资（增长）预期。此外，技术变革，特别是可以为服务市场全球化的技术变革，可能会加剧通缩。而且，全球金融周期可能加剧让国内通货膨胀回到目标水平的挑战，特别是政策利率已经接近有效下限了。

全球力量对国内通货膨胀的影响

在封闭经济体中，通货膨胀压力取决于国内成本的变化，而国内成本又取决于国内的闲置产能，或国内供需平衡。

更直接地说，外部需求施压了国内的资源利用，进而对国内通胀施压。这个渠道的重要性在过去半个世纪里稳步增加。

Chart 4: External demand has steadily increased in importance



Sources: IMF and Bank calculations.

在开放经济体中，进口价格直接影响国内通货膨胀——通过私人部门购入的最终商品和服务，而间接影响，则是通过消费篮子中最终商品和服务的生产中利用的中间品进口价格。

多年以来，直接影响施加了稳定的通缩力量。将低成本的生产者融入全球经济的结果就像发达经济体的潜在供应增加一样，提高了与目标通货膨胀一致的支出水平。到目前为止，这种通缩效应影响到了货物的价格，因为商品贸易的自由化程度远比服务贸易来的高。政策制定者通过

调节相对较高的服务价格通货膨胀来应对通货膨胀目标。例如，英国的核心商品价格在过去二十年间平均每年下降0.3%，服务价格则平均上涨了3.4%，总的CPI通胀基本可以达到目标。

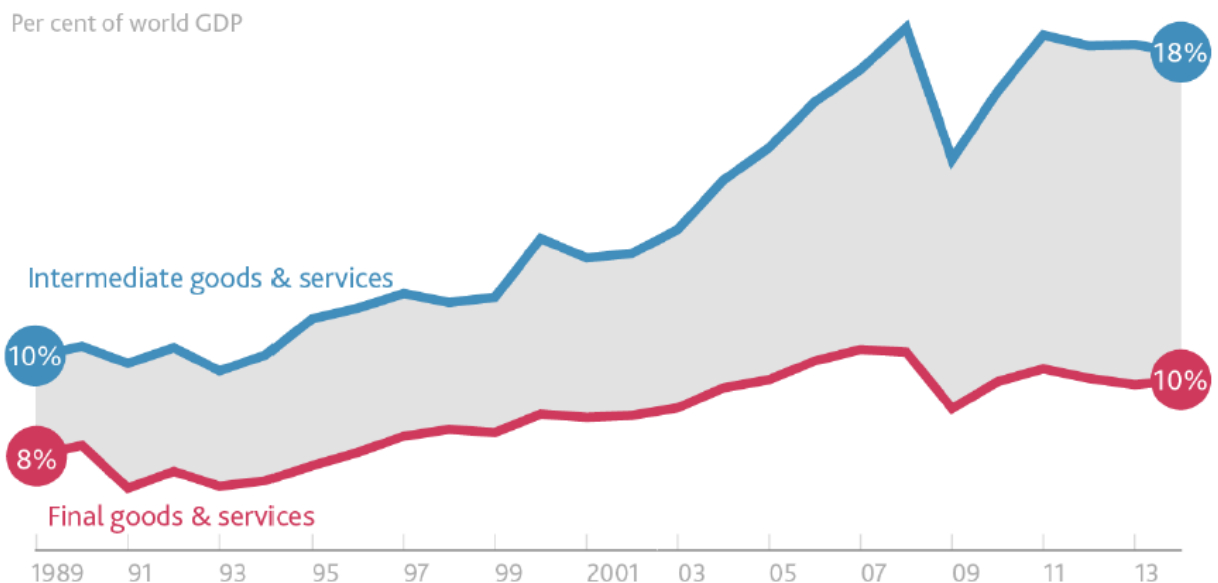
Chart 5: Sustained, cumulative relative price shock in goods accommodated through higher services price inflation



Notes: Six-month average of the log-difference between core goods prices (excludes food and energy) and services prices (series indexed; 2005 = 100). The US series uses PCE price indices.
Sources: Thomson Reuters Datastream, national sources and Bank calculation.

全球化也导致进口中间品在国内生产中的使用量大幅增加。信息通信技术革命使生产分拆，全球价值链产生，工资差使得这样做有利可图。中间货物贸易占过去二十年贸易总额增长的80%（图6），将进口产品的增加值占出口从1990年的10%上升到2015年的20%左右。

Chart 6: The development of global value chains has boosted trade in intermediates



Notes: Imports and GDP are in current US dollars.
Sources: Johnson and Noguera (forthcoming), Powell (2016), World Input-Output Database (2016 release) and BIS.

全球价值链的这种扩张导致了国家间生产者价格通货膨胀的同步化。它使国内通货膨胀对全球通胀压力的敏感性增加，同时降低了对国内松弛变化的反应。国际清算银行的研究表明，进口中间产品在国内生产总值中所占份额翻了一番，导致全球因素对国内通货膨胀的重要性也增加了一倍。与此一致，英国央行的研究表明，消费进口强度每增加1个百分点，将使得通货膨胀对国内松弛的敏感度降低1%，这种影响的强度随着生产者在进口中间品和国内替代品之间切换的轻松程度改变。

货币政策制定者必须考虑中间品贸易的影响，因为与商品冲击不同，进口价格变动需要时间才能通过供应链进入最终商品价格，从而影响政策相关的通货膨胀。

劳动力市场是全球化影响国内通货膨胀的第三渠道。要明确的是，全球化远未成为近几十年影响劳动力市场的唯一因素。可以说，正如国际货币基金组织和其他研究者的工作所表明的那样，技术进步发挥了更为重要的作用。技术，而不是全球化，才是劳动的收入份额在发达经济体中下降的主要原因，但这并不意味着全球化效应不存在。

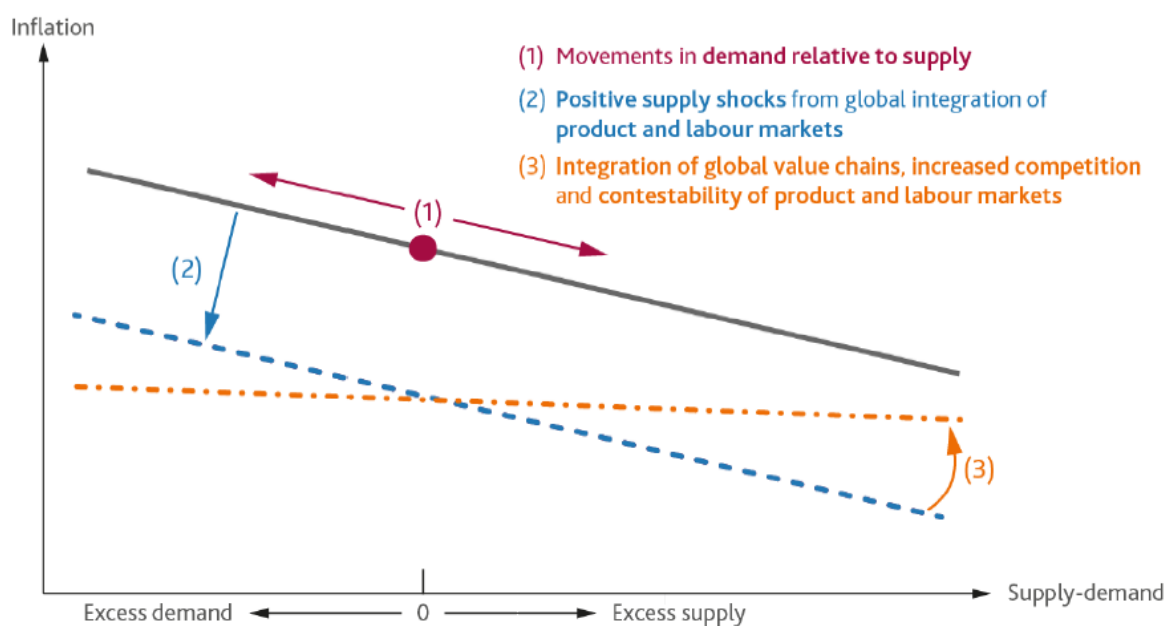
实际全球劳动力成倍增加，这意味着全球经济面对着巨大的正供应冲击。它鼓励将低技术劳动力的商品和服务的生产转移到拥有较低技术工人的国家 - 主要是新兴市场经济体 - 而需要更多高技能劳工的商品和服务的生产集中在高技术劳工份额更大的国家 - 主要是发达经济体。通过全球价值链分割生产组件和任务的能力越来越强，这种效应已经扩大了。

全球化也加剧了劳动力市场的竞争，削弱了国内劳动力市场松弛影响国内通货膨胀压力的程度。也就是说，企业离岸化或通过海外填补职位空缺，可能会降低工人的相对议价能力和工资期望。虽然很难准确测量，但现有的证据表明，竞争效应可能是巨大的。更大程度的开放水平似乎降低了工资对国内劳动力市场状况的敏感性，导致国内单位劳动力成本（ULC）的增长与全球ULC增长密切相关。

总体而言，全球劳动力供给的增加降低了发达经济体低技能工人的相对工资。虽然这减少了整个经济体系的通胀压力，但这促成了长期而痛苦的调整期。除了劳动力市场松弛变化的周期性通货膨胀压力之外，还需要考虑到这种将额外工人稳定地融入全球劳动力市场的长期的通货紧缩的影响。

全球化影响国内松弛与通货膨胀之间关系的各种渠道可以用菲利普斯曲线来说明（图1）。

Figure 1: Effects of globalisation on the Phillips curve



外部需求的变化将导致菲利普斯曲线的移动，因为国内公司会调整其产能利用率（1）。

产品和劳动力市场一体化产生的一系列正供应冲击导致了菲利普斯曲线的向下平移（2）。只要整合继续下去，下降会持续下去。这可能需要一段时间，尤其是因为数字平台的出现可能会将这些流程扩展到更广泛的商品和服务市场。国内经济需要运用更紧凑的闲置产能来适应这些通缩的影响。

通过产品和劳动力市场，全球化的竞争力量（实际和竞争力）都有所增加，以减少通货膨胀对国内松弛的反应，使菲利普斯曲线斜率平坦化（3）。

正如全球因素影响国内松弛与通货膨胀之间的关系一样，它们也影响了实现通货膨胀目标所需的货币政策。特别是全球一体化影响了国内货币政策的传导机制——包括海外货币政策的溢出程度以及均衡利率本身。

过去三十年来，世界经济中的一些深厚的力量将世界实际利率水平压低了450个基点（图7和8）。这些力量包括资本的较低的相对价格（部分原因是投资不足），金融中介成本的上升（由于金融改革），公共投资的减少和私人部门去杠杆。另外两个因素 - 人口和收入分配值得特别注意。

Chart 7: Global long run real interest rates have fallen over the past 30 years

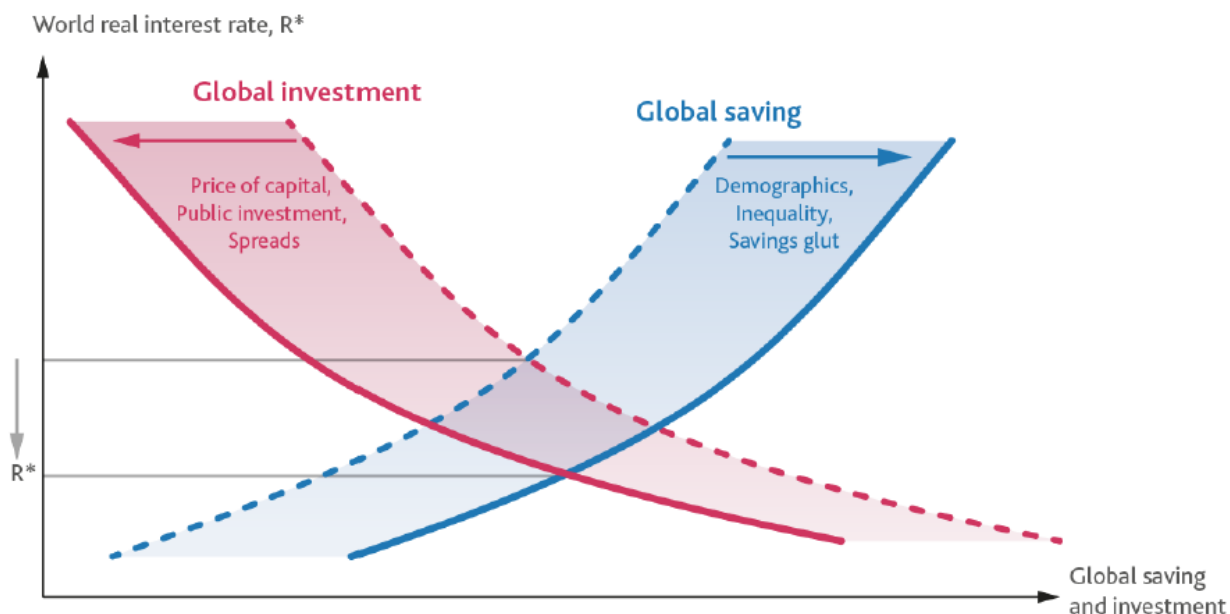


Source: Rachel, L and Smith, T (2015), *ibid.*

我们的研究估计，由于全球人口老龄化和较长的预期寿命，提高的退休储蓄自1990年以来降低了全球实际利率约140个基点，并可能导致到2025年再下降35个基点。关键点在人口趋势趋于稳定之后，这些影响应该持续下去——因为存量比流量来的重要。

通过改变收入分配，劳动力市场的全球一体化也可能降低全球自然利率。

Chart 8: Secular drivers pushing down long-run equilibrium real interest rate



发达经济体相对工资的变化将收入转移到有技术工人，他们的储蓄倾向较高。新兴市场经济体的收入不断增加可能会加剧这种影响，因为新兴市场经济体的储蓄率在结构上较高，反映了各

种因素，包括不同的社会保障制度。

跨境资本流动性高，意味着资本回报率将跨越各国紧密地结合在一起，任何明显的差异都会被套利活动抹平。

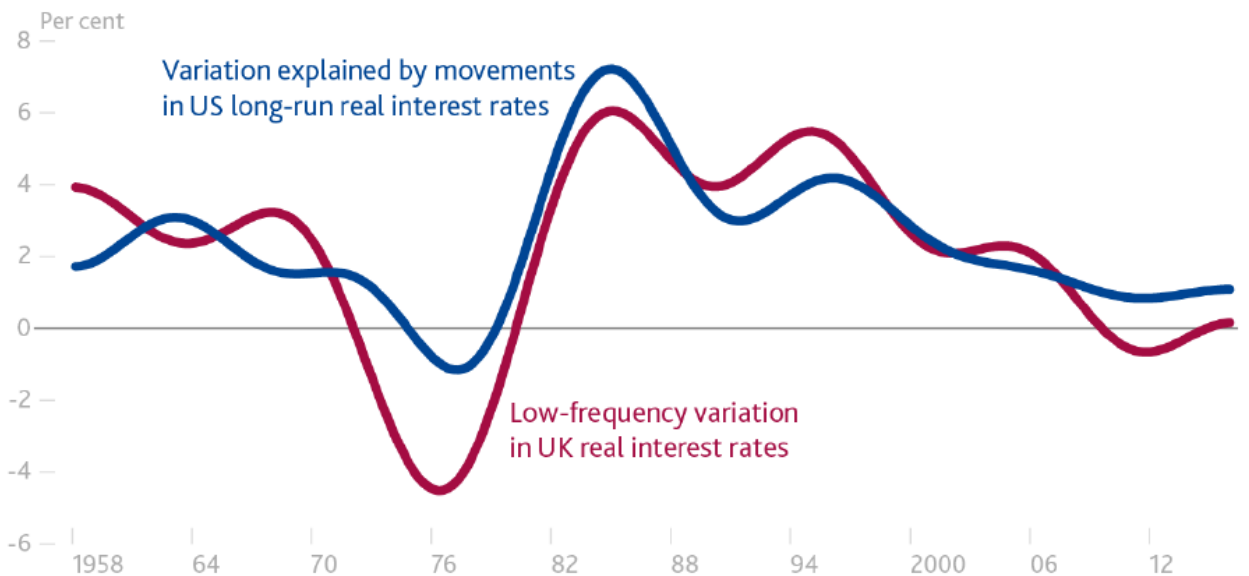
因此，全球因素是低国内长期实际利率的主要动力（图9和图10），无论是高频还是低频地来看都是如此。例如，英国央行的分析表明，约75%的英国长期均衡利率的变动是由全球因素驱动的（图10）。联邦储备委员会的经济学家的估计也有类似的结果。

Chart 9: Close co-movement of long-run interest rates at high frequency...



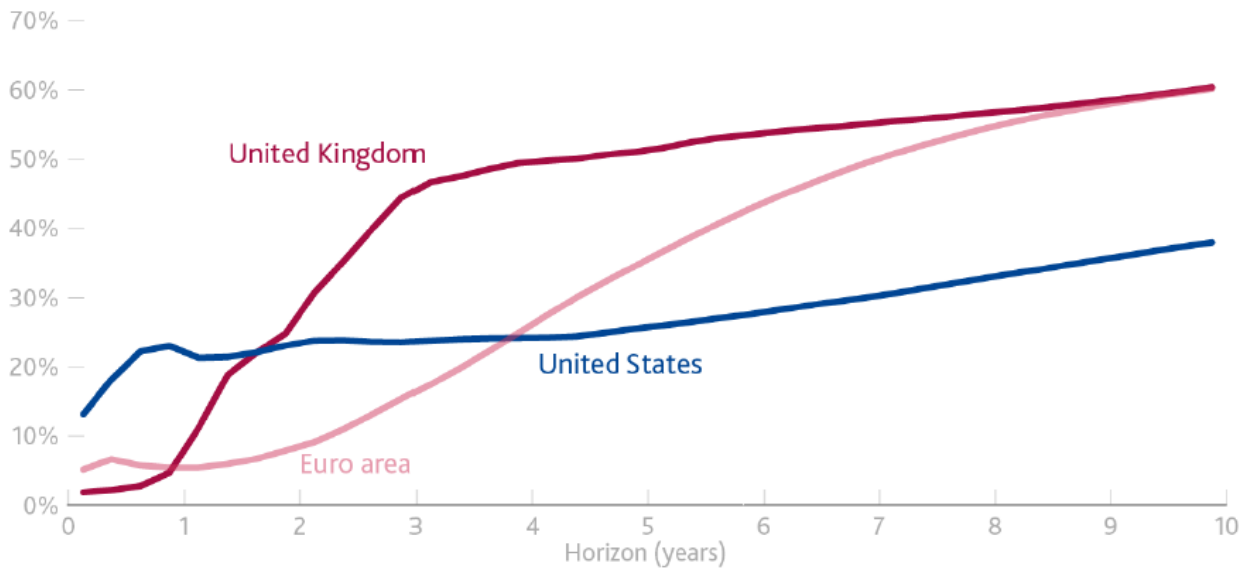
Notes: 10-year real bond yields derived from inflation swaps.
Sources: Bloomberg and Bank calculations.

Chart 10: ...and at low frequency



全球因素也影响到国内的金融状况，因此有关于短期均衡利率 r^* 的有效货币政策立场也受到了影响。

Chart 11: Majority of long-horizon variation in UK equilibrium rates explained by international factor



以多种货币、在多个国家操作的各类借方和贷方的存在创造了多个渠道，通过这些渠道可以在各国间传导金融状况的变化。例如，情绪和风险厌恶的变化可能导致全球期限溢价的共同变化，影响抵押品估值和借贷条件。

基于国际货币基金组织的分析，英国央行研究人员的工作表明，单一的全球因素占发达经济体国内金融状况变化的40%以上。对于拥有世界领先的全球金融中心的英国来说，这种关系更加紧密，达70%。英国经济和金融体系的开放程度极高，政策利率中商业周期变化的三分之一可归因于国外的冲击。

全球溢出效应的一个重要渠道当然是货币政策。未来几年，净资产购买计划会出现变化，G4的全部（国债）净发行在过去四年都被有效吸收（表1）这个情况在宽松政策退出时会生变，预计全球期限溢价将会上升。

美联储的缩表（减少国债持有量）最终可能对全球的金融状况产生重大影响。虽然这种效应的准确程度和时间节点有很大的不确定性，但方向是明确的：减少资产的存量应该会提升美国国债的期限溢价（由于投资组合的再平衡和信号效应）。美联储工作人员最近估算，资产负债表常态化可能最终导致10年期国债期限溢价上升75个基点。根据纽联储7月的一级经销商调查，预计未来两年美国10年期国债收益率中位数上升，其中由于资产负债表的削减影响约为30 bps（四分位范围为20-50bps）。无论发生什么情况，我们的分析表明，美国的期限溢价中的超过三分之二的变化将随着时间的推移渗透到英国。

Table 1: G4 net asset issuance still low in 2017

\$bn	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Asset purchases	-61	1756	451	670	642	1756	1254	1312	1799	1338
Bond issuance	2936	2664	3534	2486	2263	1753	1525	1093	1286	1527
Net issuance	2997	908	3083	1816	1622	-3	270	-219	-513	189

Notes: G4 here are the UK, EA, US and Japan. Bond issuance refers to annual changes in the stock of the general government debt. Agency debt is also included for the US. Asset purchases refer to total amount of bonds purchased by the central banks. Annual asset purchases are obtained by summing net monthly purchases over corresponding 12 months. Monthly flows are converted into US dollars by using an average monthly exchange rate. Sources: ECB, Bank of England, Federal Reserve, Bank of Japan, SIFMA, Thomson Reuters Datastream and Bank calculations.

总而言之，全球需求对于国内产能（即沿菲利普斯曲线的走势）和全球一体化（劳工，最终商品和服务以及中间体）的压力变得越来越重要 - 施加了一系列正的供应冲击和通货紧缩压力（即将菲利普斯曲线向下移动并使其平坦化）。

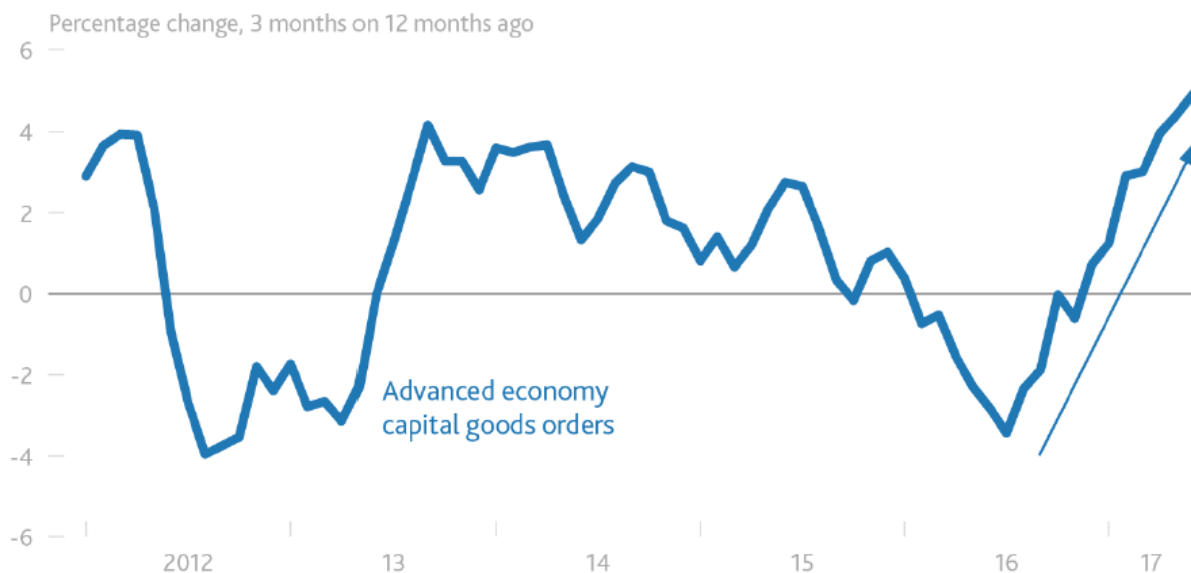
正如全球因素影响国内松弛与通货膨胀之间的关系一样，中央银行为实现通胀目标而制定政策更为困难。均衡利率受长期因素影响而下降，这意味着中央银行不得不使用非常规工具来提供刺激。同时，开放和联动的市场也削弱了央行对国内金融状况的控制力。

在面对这种通缩的挑战时，有人认为应该对货币政策框架进行大修。例如，Claudio Borio最近表示，持续的全球一体化带来的长期通缩效应主宰了从复苏进度带来的更小的产出缺口所增加的周期性通胀压力。博里奥建议中央银行应该出于宏观审慎的原因和适应正全球供应冲击的原因接受这个低通胀的现实。

在我看来，改变货币政策框架的门槛应该是非常高的。以英国央行为例，我们有广泛的宏观审慎工具，允许货币政策成为抵御金融稳定风险的最后一道防线。我们的政府授权给MPC有限的自由裁量权，酌情对包括全球化在内的真实冲击作出灵活的反应，同时保持价格稳定的首要地位。更广泛地说，若全球化的通缩是“好的”，它与古老的费雪债务通货紧缩的风险同时存在，确实可能是非常糟糕的。

我也注意到中央银行普遍能够实现自己的目标，随着全球扩张的加强和扩张，周期性力量应该缓解对中央银行的制约。另外，随着一些主要经济体的需求从消费转向投资（图12），随着财政政策的收缩程度缓解，短期均衡的实际利率也会随之上升。这就意味着在其他条件不变的情况下稳定的货币政策立场变得更为扩张性。

Chart 12: Strong capital goods orders point to demand rotating towards investment



Sources: Sources: Thomson Reuters Datastream and Bank calculation.

也就是说，我会警惕那些认为压低长期全球均衡实际利率的因素持续存在仍然意味着预期政策利率只能在有限的程度上上升到可被预期的并以渐进水平达到的水平且低于危机前的水平的观点。

有关退欧

英国是高度开放的经济体系。其贸易，特别是与欧盟的贸易，是国内通货膨胀压力的重要决定因素。通过进口的通货膨胀传导（包括持续的汇率变动）是重要的，可以在政策范围外影响通货膨胀。相比于其他发达经济体，英国的经济状况在很大程度上受到海外的影响。

英国已经开始重新定义与其最大的贸易和投资伙伴的关系。要明确的是，英国的意图不是向封闭转型，而是随着时间的推移增加开放程度。特别是英国政府的目标是与欧盟制定“全面，大胆，雄心勃勃的自由贸易协定”。但由于英国对欧盟的开放程度的降低不可能立即得到与其他贸易伙伴的类似程度的新的开放联系的补偿。即使与其他伙伴得以瞬间达成往来关系，商业关系的重新明确将需要一些时间。

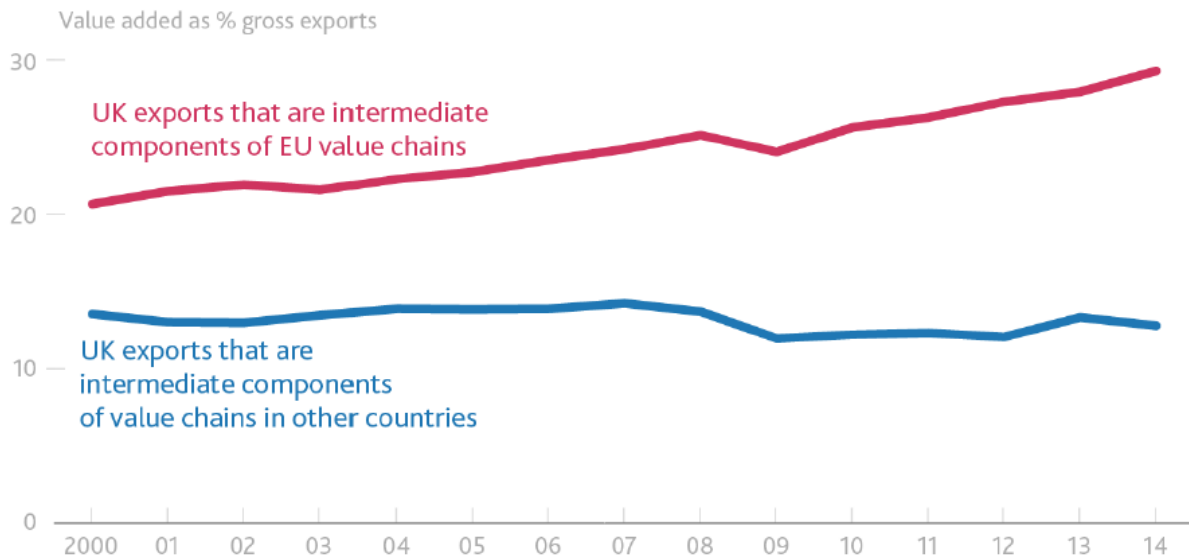
这使得Brexit相对于过去半个世纪的经验是独一无二的。至少在一段时间内，退欧就是“去全球化”的一个案例。它会迅速推进。它的影响不会非常含糊，而是可以预见。

首先是Brexit明显的通货紧缩的影响，因为欧盟占英国出口的44%。无论谈判结果如何，短期内对需求的最重要影响将是进入欧洲单一市场的程度，因为英国服务贸易顺差为1.5%，商品贸易逆差为5%。

对英国出口的外部需求也将反映英国企业在欧盟的全球供应链中的地位。欧盟价值链中英国的

中间品部分出口比例从1995年的大约出口的1/5增长到2014年的约1/3（图13）。英国并非通过欧洲出口欧洲；它是出口到欧洲大陆以外的最终货物的部件供应商。

Chart 13: UK increasingly integrated in onward EU supply chains



Notes: The chart shows how much of the value added by the UK in exports to the EU / other countries that is subsequently re-exported.
Sources: Credit Suisse and World Input-Output Database (2016 release).

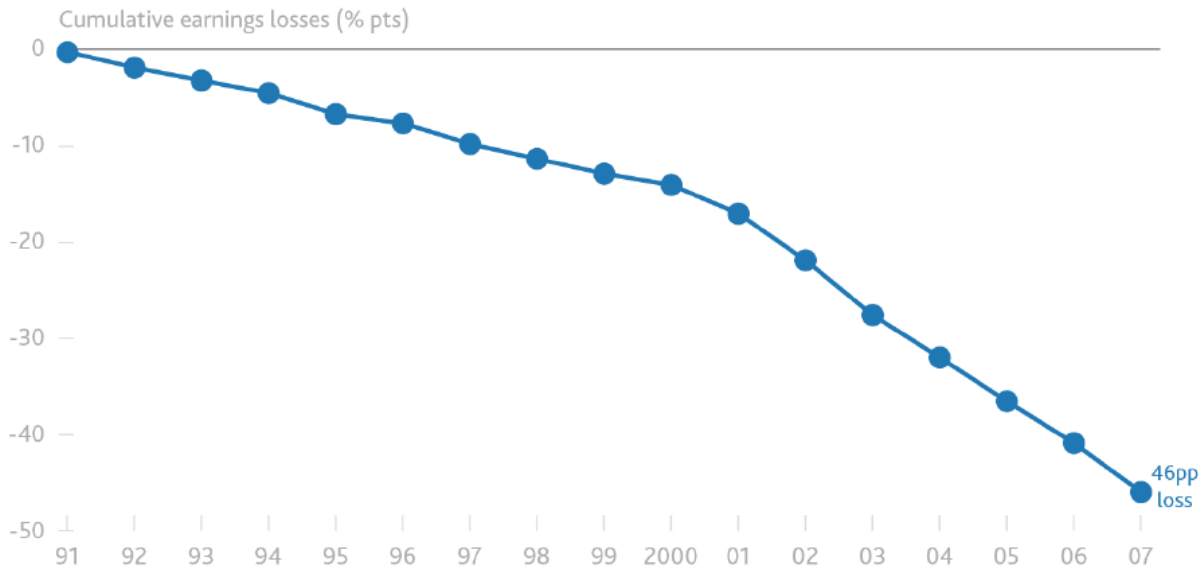
保留其中一些贸易地位可能是具有挑战性的，因为证据表明中间品贸易似乎对关税等贸易成本更为敏感。鉴于接近度似乎对于中间品贸易而言，与最终商品贸易相比更为重要，因此英国中间品的欧洲买家的国际替代品，以及在英国供应链中提供中间品的欧洲供应商，可能将更难找到。

如果全球化带来了通货紧缩，Brexit会带来通货膨胀吗？

当然，可以预期的是，这种去一体化的过程将使来自欧洲的入境贸易价值链受到破坏，菲利普斯曲线会陡峭化，并降低英国劳工和产品市场的竞争性。另外，为了适应新的贸易安排，重新分配资本将需要时间，对经济的供应能力会产生副作用，从而施压经济增长。此外，由于更多的准入限制，英国进口关税的任何增加或进口成本的增加都将导致菲利普斯曲线暂时性移动，这些成本通过供应链传导。

劳动力市场的发展可能会加剧这些通货膨胀的影响。与其他发达经济体一样，全球劳动力供应的扩张迫使英国的工人进入（其技术并非最差）的痛苦时期。这降低了经济体中的通货膨胀压力。

Chart 14: Relative wages of workers exposed to global labour markets squeezed



Notes: The chart shows the estimated loss in earnings since 1991 for a worker at a company in the manufacturing sector with a high exposure to rising competition relative to a worker with a low exposure, expressed as a share of their annual earnings in 1991.

Source: Professor David Autor, 'Economic and political consequences of China's rise for the United States: lessons from the China Shock', IFS Annual Lecture 2017, 22 June 2017.

然而，英国的较高水平的移民并不与整体工资增长和通货膨胀大幅度下降有关。英国央行的研究表明，劳动力供应增加0.5%（相当于净移民增加了约33万），通常将通货膨胀率降低了约0.1个百分点。这是因为移民对劳动力供给的影响在很大程度上取决于相应的需求变化。

这意味着Brexit之后净移民的任何减少最终只能对一般均衡中的价格产生适度的影响。然而，在较短的时间内，移民突然下降可能导致一些部门的劳动力短缺，这些部门可能依赖移民劳动力，这可能造成通胀压力。

此外，由于英国雇主能够从国外获得劳动力，而且由于全球化而使海外业务变得轻松，这可能会对工资增长造成压力 - 尽管这种竞争性影响的规模难以判断。在这种情况下，Brexit对劳工的任何限制都应该使工资菲利普斯曲线陡峭，增加国内工资对国内劳动力市场的敏感性（向相反方向移动，如图1中的（3）所示）。

英国潜在的供应能力本身也可能会因为退欧弱化。贸易的减少和重新的贸易定位可能会在一段时间内施压产出，因为比较优势的丧失和供应链的中断（在英国的公司从欧盟的客户转移到世界其他地区的客户的时候）。经验估计表明，从长远来看，贸易减少20%的将导致生产率下降约5%。实际影响将取决于欧洲和第三国市场（通过欧洲贸易协定）被替代的速度。

在汇率方面，由于进口通货膨胀的影响对英国的通货膨胀动态尤为重要，既要考虑到经济的开放程度，本国货币计价的低利用程度，还要考虑汇率变动的传导。

大约60%的英镑走势会嵌入到进口价格，而进口价格的变化又会逐渐转化为消费者价格，最终消费品和服务的进口总额占近30%，其中约一半是由于在生产中使用进口中间品。因此，预计

汇率变动10%，最终进口价格将上涨6%，消费价格上涨1.6%。进口价格上涨的一半左右是在第一年内完成的，剩余的影响四年左右才能完成。

换句话说，在英国，汇率变动创造了与政策层面相关的价格动态，后脱欧时代，英镑将反映英国的贸易条件，供给能力和相对收入的变化。市场已经预见到这些影响。对脱欧的最终评价将取决于最终结果是否符合市场预期。

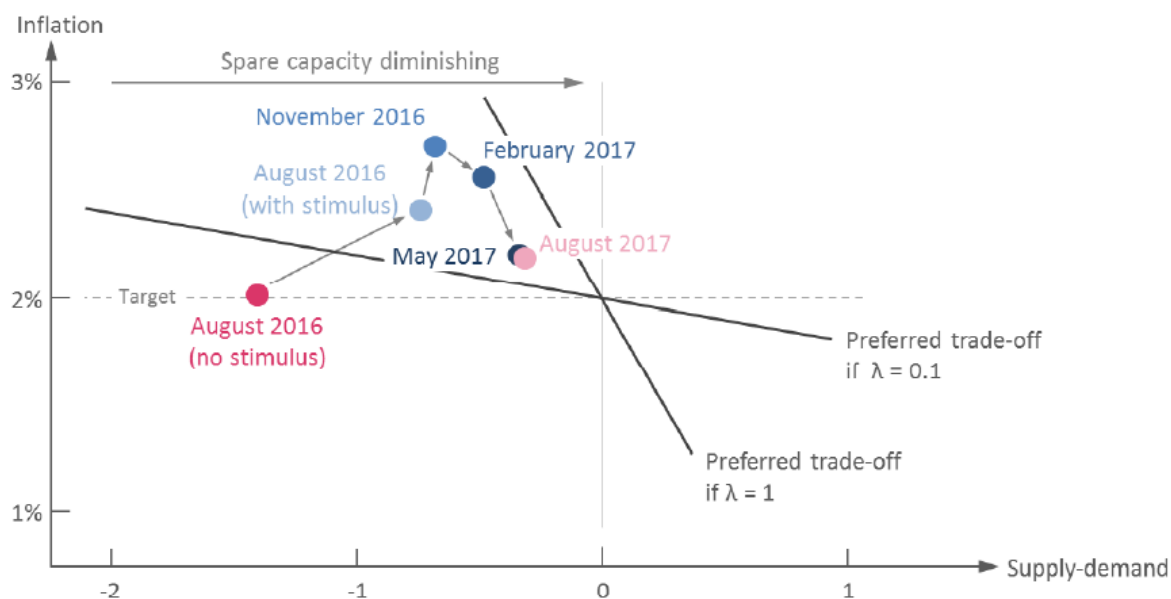
最后，我们转向政策影响，我们需要认识到，面对脱欧带来的真实冲击，央行能做的非常有限，无法避免和欧盟新的贸易协定的变化引致的收入降低。但是，货币政策可以至少影响到收入受到负面影响后如何在就业损失和物价上升之间的权衡分配。它可以支持英国的私人部门以让他们适应这个变化。

总而言之，脱欧会带来通胀并使得菲利普斯曲线陡峭化。目前主要的问题是程度如何。

时间节点的问题是英国央行MPC一贯强调的，MPC认为脱欧对货币政策的影响不是自动的。通货膨胀前景将平衡汇率的通货膨胀效应，由于更高的关税导致的进口通货膨胀和供应链和劳动力市场影响的陡峭的菲利普曲线，以及欧盟对英国商品和服务需求的减少的影响，对支出不利影响包括商业投资，预期增长下降，以及对本国需求的不确定性的影响。这些影响的时间点和规模都存在不确定。

在这个环境中，MPC需要在脱欧期间权衡达到通胀目标的速度以及对实体就业和经济活动的支持。这也是为什么英国央行宣布了一系列的措施。刺激生效了，信贷广泛可得，借款成本接近历史地位，经济表现优于预期，失业率已达42年来的按最低水平。通胀和限制产能直接的权衡正在消失。

Chart 15: Trade-off that emerged after the referendum has diminished



英国的家庭、企业部门和金融市场对退欧的反应速度不一致。一些对需求的通缩冲击似乎有所推延，和可能是因为英国还未完全脱欧，但通胀的渠道已经开始发挥作用了。在金融市场上，英镑的表现则非常疲软，贬值了20%。股市的表现也不佳，但长期实际收益率则相比美国下跌了60个基点。

从家庭部门来看，由于英镑贬值，这挤压了他们的真实收入，使得支出可能会下降，经济也可能放缓，而商业部门似乎还在过渡期中。他们的投资水平在一个好的环境中（外部经济环境良好，资本成本低，利润水平高，闲置产能有限）没那么激进了。

综合来说，2017年上半年英国经济增长放缓了，而其他的G7国家经济则在回升，这种步调不一致可能持续到2018年中。之前，英国经济只有两次表现落后，危机时期以及1980年代末。

而在供应端，由于退欧带来的不确定性的缘故，一些公司开始推迟新增产能和进入新市场。长期的低投入将抑制资本存量，提高生产力。根据MPC的预测，2020的投资水平低于退欧公投前的预测20%，而移民则低25%。这些因素叠加生产力的长期疲软，英国的供给能力可能在未来几年只有小幅度的增长。

最新的数据表明，需求的增长超过了潜在供应水平的下滑的速率，这蚕食了目前的闲置产能水平。目前的剩余闲置产能被吸收的速度比预期地快，这意味着在未来三年，通胀会超过2%政策目标。

MPC的反应函数是很明确地。松弛程度的蚕食意味着MPC削减了对超过目标水平的通胀的容忍。——正像委员会上周所声明的那样，这可能意味着宽松措施的减少。

全球自然利率的上行也是一个紧缩的理由，但利率上行的节奏和空间都是有限的，我们也要保障对经济的支持。英国前景仍然存在相当大的风险，其中包括家庭，企业和金融市场对退欧进程相关发展的反应。在影响家庭和企业的行为以及通货膨胀前景的情况下，MPC将对这些发展做出回应。