



## 宏观研究

## 【粤开宏观】全球通胀大变局：当前特征、长期趋势和政策启示

2022年05月16日

## 分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 分析师：方堃

执业编号：S0300521050001  
电话：010-83755575  
邮箱：fangkun@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】特别国债或可重出江湖：2万亿，三大专项任务》2022-05-08

《【粤开宏观】出口增速滑入个位数阶段：4月进出口数据点评》2022-05-10

《【粤开宏观】CPI再上2阶段：4月通胀数据点评》2022-05-11

《【粤开宏观】“双城记”：广州、深圳财力差异大解密》2022-05-11

《【粤开宏观】走出“至暗时刻”，建议尽快发行特别国债》2022-05-16

## 摘要

近三十年以来，和平环境下的人口红利、全球化、技术进步扩大了总供给，并且叠加需求低迷，全球通胀整体温和。目前新冠疫情和地缘冲突重塑全球经济格局，能源和粮食价格飙升加剧全球通胀风险。通胀的底层逻辑正发生结构性变化，该如何认识当前的通胀变局，如何判断通胀的未来大势，中国又该如何应对？

## 一、当前全球通胀变局的四个特征

**1、区域分布：全球普涨，从大缓和时代步入高成本时代。**过去美国为首的发达经济体通胀下行，带领全球步入低通胀的大缓和时代。当前欧美等发达经济体通胀创历史新高，创四十年以来通胀新高，全球通胀高于5%以上的经济体占比超6成。

**2、分项结构：由点扩面，从能源向核心商品和服务扩散。**过去通胀局限在少数商品，驱动力往往是能源价格波动，而核心通胀相对稳定。当前通胀周期的显著特征是商品涨价更加普遍，居民商品消费强势复苏。美国通胀特点是由点扩面，商品和服务全面上涨；而欧洲通胀特点是能源涨价、工业品涨价超预期。

**3、生成机制：预期脱锚，从暂时性通胀到预期自我实现。**过去发达经济体央行采用了通胀锚定在2%的政策目标，居民的通胀预期也保持稳定。当前的高通胀最初被认为是暂时性通胀，但随着高通胀持续，居民的通胀预期产生了自我实现机制，中长期的通胀预期也有脱锚风险。

**4、根本原因：供需错配，供给冲击较需求变化更为关键。**本轮通胀固然有需求旺盛的因素，供给侧受到疫情因素和地缘冲突的影响持续强化，主导了通胀走势。一是劳动力供给缺口导致生产受到制约，二是供应链瓶颈放大供需矛盾，三是俄乌冲突导致大宗商品价格飙升。

## 二、未来全球通胀中枢抬升的长期趋势

目前支撑全球低通胀的和平红利、经济全球化红利、人口红利、环境成本红利四大因素逐步消失，全球未来难以回到低通胀的大缓和时代。未来政治军事格局、劳动力短缺、逆全球化、碳中和四大长期因素将支持通胀中枢抬升，全球进入高成本时代。

**1、政治军事格局变化导致防务成本上升和资源品供应风险。**一是军事方面，欧亚大陆地缘安全重要性上升，将驱动主要国家军费开支的扩张，这会限制非国防的生产要素投入，还可能增加债务融资从而产生滞胀效应。二是政治方面，民粹主义盛行引发资源断供风险，生产铜和锂的南美各国纷纷增税和推进国有化，资源民族主义会引发上游资源品的供应风险。

**2、逆全球化导致贸易成本上升，全球生产要素配置效率下降。**一是关税和非



关税壁垒增加导致商品流通成本上升，美国加征关税已对高通胀推波助澜。二是产业链本土化阻碍比较优势的发挥，发达经济体鼓动制造业回流必然导致用工和供应链成本增加，东南亚经济体供应链尚不完善，与中国的经贸联系紧密，区域一体化才能实现资源最优配置。

**3、人口老龄化导致劳动力成本上升，工资-通胀螺旋的风险上升。**一是人口老龄化和劳动力的减少已经是长期趋势，劳动力成本的上升。二是工会力量的复苏，尤其是高收入群体如科技企业员工的议价能力提升，加大工资上涨的弹性。三是劳动力工资和同劳动生产率的差距扩大，会加剧工资-通胀螺旋。

**4、碳中和会带来碳税和碳交易，导致上游原材料成本上升。**一是减碳限产导致高碳行业和低碳行业的长期分化，高碳行业生产约束加剧工业品价格上涨压力。二是碳税导致能源成本上升。2021 年全球共有 27 个国家实施了碳税，覆盖全球碳排放总量的 5.4%。未来更多国家和地区实施碳税，提升传统化石能源的价格。

### 三、中国如何应对全球通胀变局

身处全球通胀变局之中，中国也面临逆全球化增加贸易成本、劳动力成本上升、碳中和抬升能源成本、地缘冲突引发断供风险四大压力，需要及时出台政策应对。

1、应对逆全球化的效率损失，要加入更多高水平区域贸易协定，同时发展国内统一大市场为企业降成本。

2、应对劳动要素成本上升压力，关键在于提升劳动生产率，鼓励制造业升级和人力资本积累。

3、应对碳中和与能源成本上升压力，要做好国内保供稳价工作，探索与碳中和相协调的产业、财政和货币政策。

4、应对全球政治军事格局变化，要坚持和平崛起路线，继续落实“一带一路”倡议，巩固与东南亚、欧洲的合作关系。

**风险提示：**全球地缘冲突加剧；经济逆全球化超预期。



## 目 录

一、当前全球通胀变局的四个特征 .....	4
1、区域上：全球普涨，从大缓和时代步入高成本时代 .....	4
2、结构上：由点扩面，从能源扩散到核心商品和服务 .....	5
3、生成机制：预期脱锚，从暂时性通胀到预期的自我实现 .....	7
4、根本原因：供需错配，供给冲击主导通胀走势 .....	8
二、未来全球通胀中枢抬升的四大逻辑 .....	11
1、地缘政治冲突增加防务成本，资源民族主义增加供应风险 .....	11
2、贸易投资逆全球化，产业链本土化，提升贸易成本和生产成本 .....	12
3、人口老龄化，劳动力短缺长期化，劳动力成本上升 .....	13
4、碳中和出台碳交易和碳税，导致上游原材料涨价 .....	15
三、中国如何应对全球通胀变局 .....	15

## 图表目录

图表 1：发达经济体通胀自 1990 年以来进入大缓和时代 .....	4
图表 2：发达经济体高通胀的比例高于往常 .....	5
图表 3：美国居民服务消费占比大幅下降 .....	6
图表 4：美国 CPI 分项商品和服务同步上涨 .....	6
图表 5：欧元区 CPI 分项中商品涨幅更加显著 .....	7
图表 6：欧元区工业品价格涨幅领先 .....	7
图表 7：美国中长期通胀预期有脱锚风险 .....	8
图表 8：美国中长期通胀预期有脱锚风险 .....	8
图表 9：疫情导致全球工作时间的缺口仍未完全修复 .....	9
图表 10：美国国内供应链延误居高不下 .....	10
图表 11：俄乌冲突将导致粮食生产相关出口受到冲击 .....	10
图表 12：世界不确定性指数波动上升 .....	11
图表 13：经济和贸易全球化陷入停滞 .....	13
图表 14：亚太地区劳动力参与率已经低于全球平均水平 .....	14
图表 15：近十年美国企业劳动力成本上涨速度高于劳动生产率 .....	14
图表 16：全球征收碳税的国家及其覆盖碳排放的比例 .....	15



## 一、当前全球通胀变局的四个特征

新冠疫情和地缘冲突改变了全球经济和通胀格局，呈现令人担忧的四个特征：发达市场同新兴市场普涨；核心通胀出现商品普涨；通胀预期出现脱锚风险；供给因素主导通胀走势。

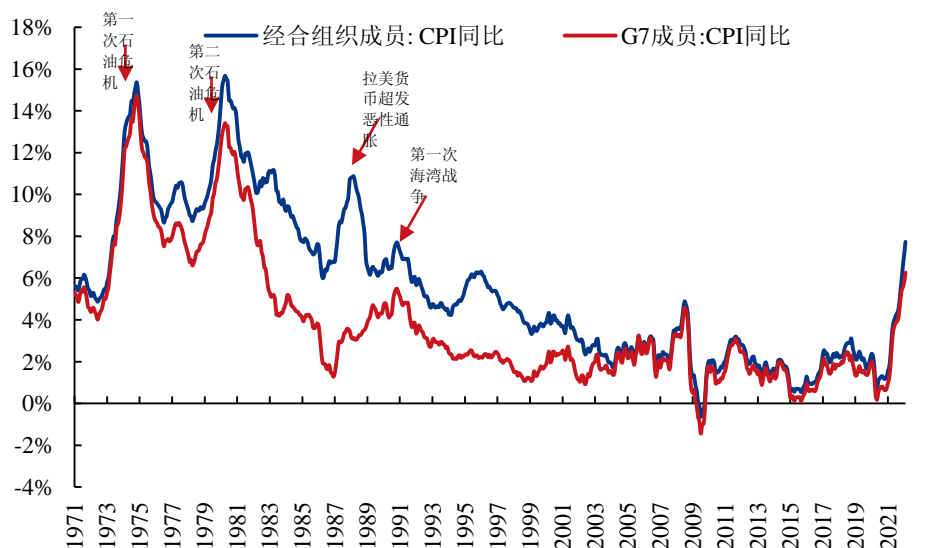
### 1、区域上：全球普涨，从大缓和时代步入高成本时代

1990年代，经济全球化加速推进，发达经济体和新兴经济体的通胀走势逐渐趋于一致。美国为首的发达经济体通胀逐渐将至3%以下，带领全球步入低通胀、低失业、低波动的大缓和时代（the Great Moderation）。

通胀大缓和主要是由于技术进步、人口红利、全球化。一是互联网技术为代表的信息技术革命，引发全球产业革命；二是七十年代最后一波婴儿潮，增加黄金年龄的劳动力的供给，女性就业增加；三是半导体制造产业链转移到东亚地区，并且全球化水平的提升，扩大了供给，降低了成本。

在大缓和时代通胀预期相对稳定，通胀起因通常是需求旺盛，影响范围仅限于少数商品品类，主要是能源涨价驱动，持续时长往往偏短期。2000年以来几轮通胀周期的触发因素往往是需求旺盛，但是供给弹性高，能够跟随需求及时调整。

图表1：发达经济体通胀自1990年以来进入大缓和时代

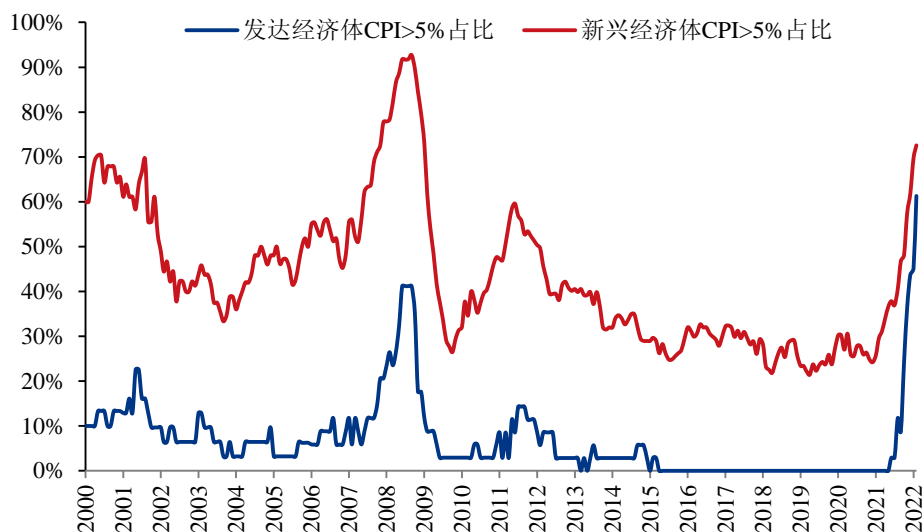


资料来源：wind、粤开证券研究院

**疫情暴发之后发达经济体从低通胀到高通胀。**2020疫情后的供给缺口尚未完全修复，地缘冲突又带来新的供给冲击，企业生产活动收缩，社会资源配置效率下降，供给侧未能及时扩张满足需求，导致通胀预期和实际通胀不断强化，发达经济体通胀持续创新高。根据IMF统计的月度通胀数据，发达经济体中CPI当月同比高于5%的占比超过61.3%，新兴经济体中CPI当月同比高于5%的占比超过72.6%。31个发达经济体中，19个经济体CPI高于5%，占比远远高于08年金融危机期间。即使是长期通胀低迷的日本、瑞士，国内CPI也出现上涨。



图表2：发达经济体高通胀的比例高于往常



资料来源：IMF、粤开证券研究院

## 2、结构上：由点扩面，从能源扩散到核心商品和服务

**过去通胀局限在少数商品，驱动力往往是能源价格波动，而核心通胀相对稳定。**在大缓和时代，高通胀的最大动力是能源价格大涨，2005年、2008年、2011年国际油价上涨，美国能源CPI的拉动率均出现明显提升。而其他商品和服务价格并没有出现同步上涨，核心CPI波动率低于CPI整体波动率，工业品波动大而终端消费品相对平稳。

**当前通胀周期的显著特征是商品涨价更加广泛。**欧美发达国家居民消费经历了实物商品向服务消费的变迁，体现在服务消费占比明显提升，而商品消费占比呈持续下降，商品价格普涨较为罕见。而本轮周期中，虽然初期涨价仅限于能源、汽车等耐用品，但后期供应链瓶颈和海运拥堵日益严峻，商品通胀更加广泛。疫情后欧美财政货币同步发力，居民消费能力和消费倾向快速复苏，企业投资在低利率环境中也在增加。美国居民个人商品消费占比从疫情前的30.8%最高上升至35.9%，服务消费占比则随之下行。

**美国通胀特点是由点扩面，商品和服务全面上涨。**2022年3月美国CPI同比飙升至8.5%，核心CPI同比也上行至6.5%，创近四十年以来的新高，能源、汽车、房租三大类通胀拉动明显。一是国际油价持续上涨，带动美国国内能源相关商品和服务价格上涨；二是受到上游原材料涨价和自身供需缺口影响，汽车、家电等耐用消费品也出现大涨；三是美国地产景气周期，房价维持高位，带动房租服务价格上涨。此外，随着经济复苏和疫苗推广，出行、娱乐、等服务线下消费需求复苏，服务业价格出现上涨。

**本轮欧洲通胀特点是能源涨价、工业品通胀超预期。**2022年3月欧元区HICP同比飙升至7.4%，核心HICP同比也上行至2.9%，双双创1997年有数据以来新高。油气价格上涨导致居民能源消费开支大幅提升，能源商品消费拉动整体通胀。欧元区HICP分项中，3月商品CPI同比8.3%，涨幅明显高于服务CPI同比2.5%。而且欧洲整体能源对外依存度高，能源大涨对欧洲制造业冲击大，2022年欧元区PPI同比飙升突破30%，工业品通胀超预期。

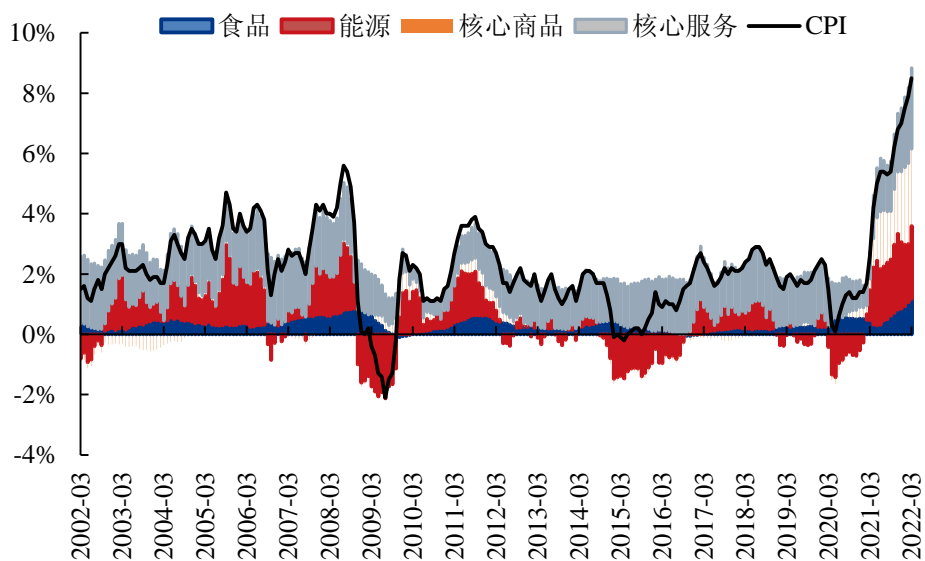


图表3：美国居民服务消费占比大幅下降



资料来源：wind、粤开证券研究院

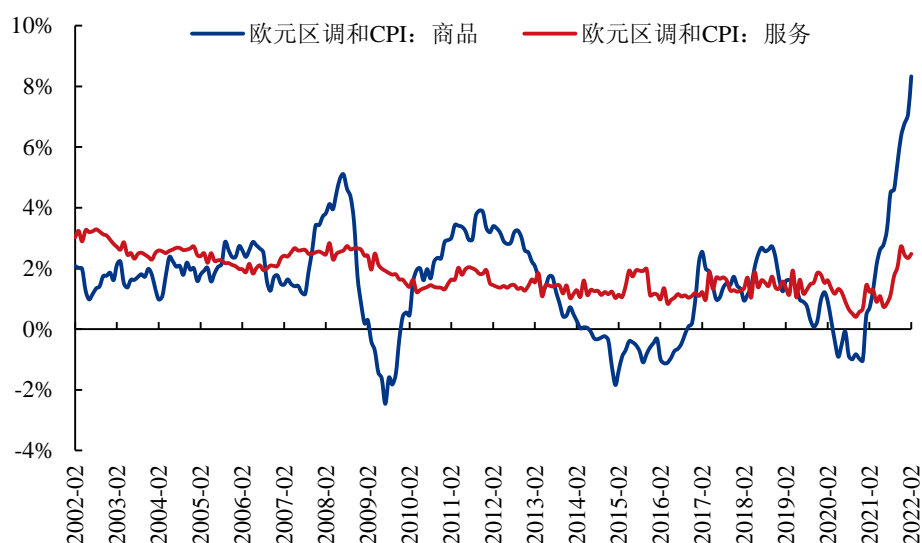
图表4：美国 CPI 分项商品和服务同步上涨



资料来源：美国劳工部、粤开证券研究院

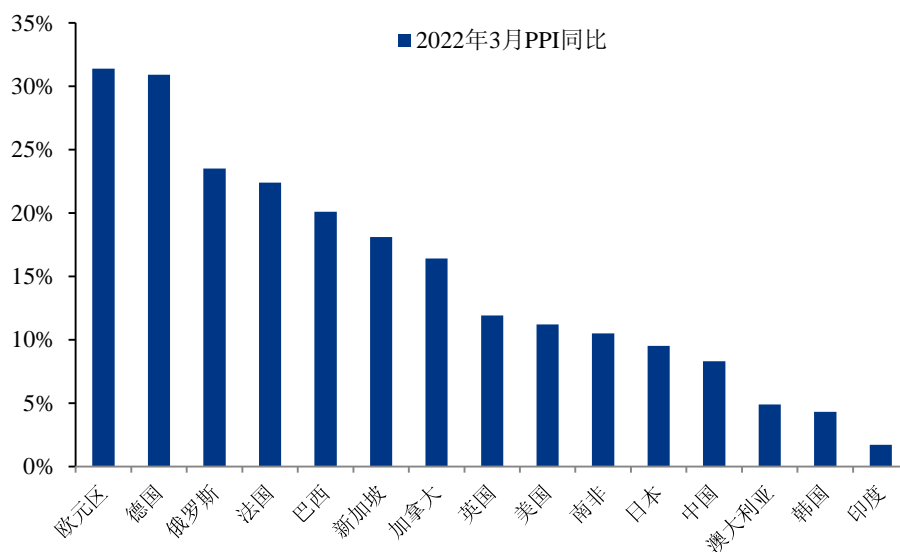


图表5：欧元区 CPI 分项中商品涨幅更加显著



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：欧元区工业品价格涨幅领先



资料来源：wind、粤开证券研究院

### 3、生成机制：预期脱锚，从暂时性通胀到预期的自我实现

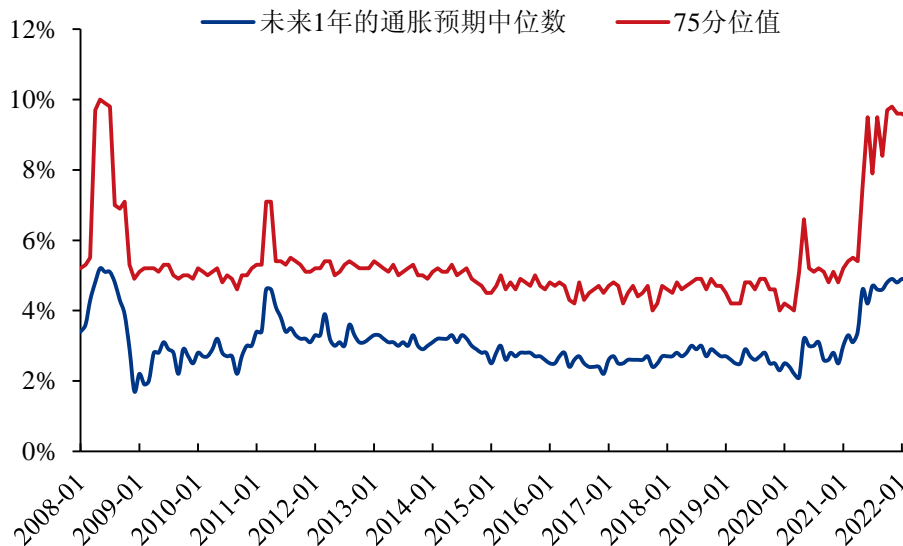
**过去欧美央行货币政策锚定 2%的中长期通胀目标，稳定了通胀预期。** 1990 年代以来，全球生产率下行、人口结构变化、金融市场对安全资产的需求，导致全球维持实际利率较低的水平。这导致全球通胀预期也处于相对较低的水平，伴随经济增速中枢下行，欧美在金融危机后采取长时间货币宽松，压低了名义利率水平同时也压低了通胀预期。

**当前居民通胀预期攀升，中长期的通胀预期有脱锚风险。** 本轮通胀周期中，欧美央行最初只是认定暂时性通胀，货币政策呵护社会就业和经济基本面，导致货币政策收紧落后于通胀，金融市场和居民的通胀预期不断调升。根据通胀心理学，当居民普遍预期



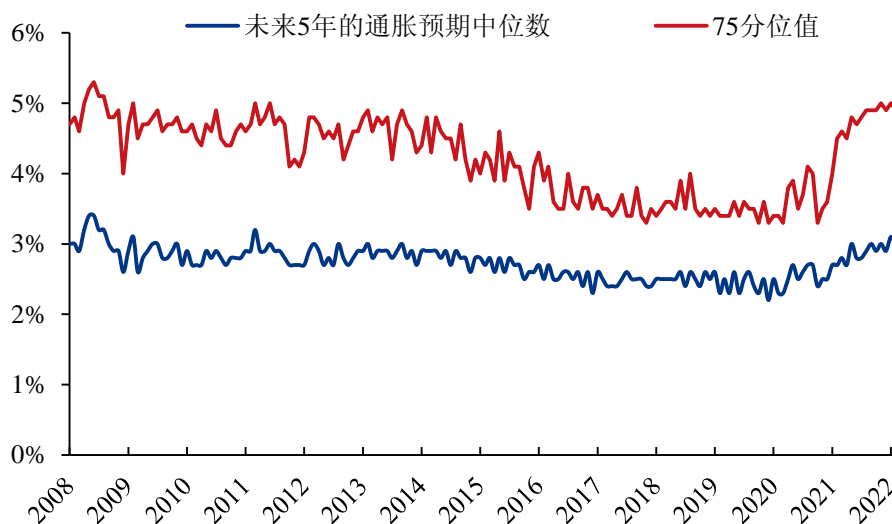
价格上涨，将会提前囤货避免更高的成本，商品的总需求会集中爆发，这会产生供不应求，推动现实物价的进一步上涨。美国密歇根大学消费者调查的通胀预期显示，未来 1 年的通胀预期已经创出历史新高超 5%，而未来 5 年通胀预期的中位数尚且维持在 3%，但是 75 分位值已经明显攀升至 5% 以上，公众对于高通胀的预期存在尾部分布。需要警惕在高通胀环境中，通胀预期的自我实现机制。如果未来长期高通胀形成了一致预期，消费者需求前置进一步，加大供需矛盾，不断提升实际通胀水平。

图表7：美国中长期通胀预期有脱锚风险



资料来源：美国密歇根大学、粤开证券研究院

图表8：美国中长期通胀预期有脱锚风险



资料来源：美国密歇根大学、粤开证券研究院

#### 4、根本原因：供需错配，供给冲击主导通胀走势

通胀按成因可以分为供给型通胀、需求型通胀两类。本轮通胀固然有需求旺盛的因

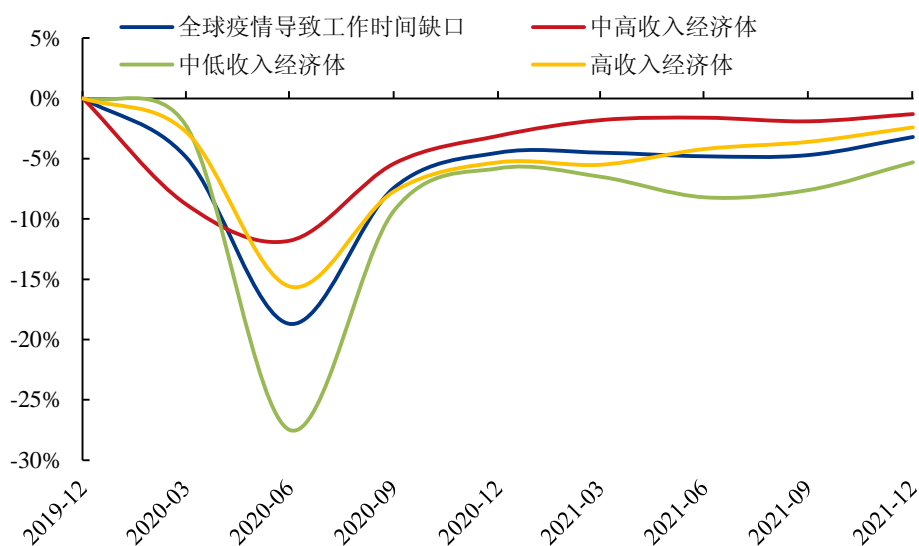




素，但是随着需求逐渐回归常态，供给侧因素持续性强主导了通胀走势。包括劳动力短缺、供应链瓶颈、地缘冲突三个方面。

一是劳动力供给缺口导致生产受到制约。疫情导致的全球劳动力缺口迟迟未修复。劳动力短缺和人工不足，导致生产成本抬升。据国际劳工组织 ILO 模型测算，全球劳动力工作时间相比疫情前下降了 3.2%，其中高收入经济体下降了 2.4%。2021 年末全球劳动参与率较 2019 年下降了 1.5 个百分点，发达经济体下降了 0.7 个百分点。以美国为例，美国 2022 年 3 月美国劳动参与率 62.4%，依然低于疫情前 1 个百分点。当前美国劳动力参与率缺口来源，一是疫情后的财政补贴支持居家的一部分低技能服务业的劳动力，这部分会随着美国经济恢复、政策退坡而逐渐回归正常；二是疫情导致提前退休规模上升，已经对劳动力整体造成永久性损伤；三是人口老龄化是生产长期受制约的长期因素。

图表9：疫情导致全球工作时间的缺口仍未完全修复

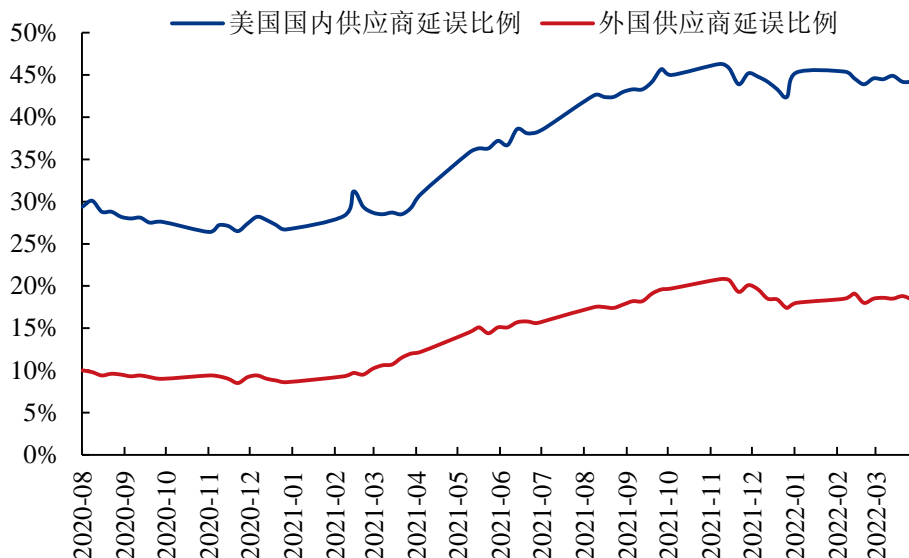


资料来源：ILO、粤开证券研究院

二是供应链出现交货延误和运费上涨，推动商品涨价。全球疫情震中从发达市场切换到新兴市场，全球供应链遭持续冲击。2021 年半导体、汽车等产业链关键部件供应受阻，并沿着上下游扰乱生产预期，供需矛盾放大，带动更加广泛的涨价。企业面临国内外供应商延误，无法保障交货。美国“小企业脉搏调查”显示，45%的小企业主表示正遭遇供货延迟，比例较疫情前大幅增加。运输环节体现在海运和港口拥堵，主要是由于美国港口基础设施落后，海运码头自动化水平低、疫情影响码头工人作业等，全球主要航线的运费大幅上涨。



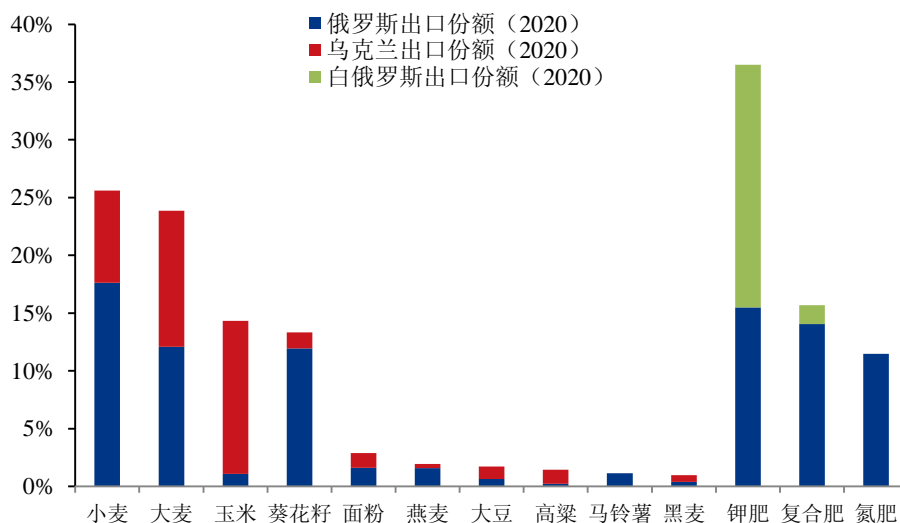
图表10：美国国内供应链延误居高不下



资料来源：美国商务部、粤开证券研究院

**三是俄乌冲突导致大宗商品价格飙升，贸易体系割裂加剧通胀。**俄罗斯是石油、天然气、多种工业金属的生产国和出口国。东欧平原是欧洲小麦主产区，俄罗斯和乌克兰是全球小麦的主要出口国。而俄罗斯和白俄罗斯则是全球主要的氮肥、钾肥、复合肥料出口国。受地缘政治事件催化下，欧美出台一系列贸易制裁措施，制裁俄罗斯出口，而俄罗斯也对等反制推出不友好国家贸易名单，全球贸易体系将更加割裂，加剧全球通胀压力。2022年3月，国际油价屡创新高，全球食品价格指数也创出历史新高。2022年4月，WTO 预计俄乌冲突将导致 2022 年全球贸易增速从 4.7%下降至 3.0%以下，而 IMF 估计，俄乌冲突将在今年抬高通胀 2.5 个百分点。

图表11：俄乌冲突将导致粮食生产相关出口受到冲击



资料来源：wind、粤开证券研究院



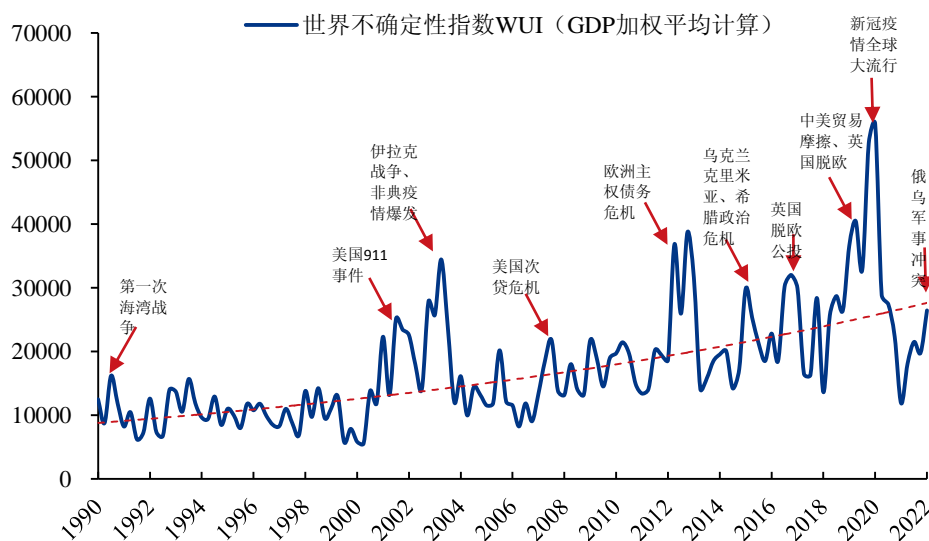
## 二、未来全球通胀中枢抬升的四大逻辑

近三十年，冷战结束后的和平红利、经济全球化红利、人口红利、环境成本红利四大因素支撑全球低通胀，而目前四大红利消失将导致通胀格局的结构性变化。短期而言，疫情反复和地缘冲突扩大了高通胀持续的时间和影响范围。**未来中长期的通胀中枢不会回到此前的低水平，全球迎来短缺经济和高成本时代，这是基于四大长期逻辑：一是地缘冲突长期化导致防务成本上升，供给冲击频发；二是经济逆全球化导致贸易比较优势无法发挥、供应链效率下降；三是人口老龄化和劳动力短缺长期化，劳动力成本上升，工资-通胀螺旋或将重现；四是碳中和的长期目标推进，能源革命引发生产所需的原材料成本上升。**

### 1、地缘政治冲突增加防务成本，资源民族主义增加供应风险

**当前全球百年变局，国际力量对比深刻调整，全球军事政治格局改变，地缘政治不确定性上升。**一是发达经济体发展遭遇结构性问题，贫富差距加剧和种族主义横行，加大了政治经济社会内部的不稳定性。二是新兴市场经济体快速崛起，全球经济可能会分裂成不同的地缘政治集团。根据世界不确定性指数（WUI）<sup>1</sup>显示，近十年以来，世界不确定性指数显著上升，特别是英美对全球不确定性的溢出效应较大。

图表12：世界不确定性指数波动上升



资料来源：Ahir et al. (2019)、粤开证券研究院

**地缘政治冲突会增加全球经济不确定性，尤其是资源国冲突加剧通胀压力。**典型代表是1970年代的两次石油危机引发的滞胀。1973年中东战争引发12个OPEC国家石油禁运，第一轮石油危机爆发；1979年伊朗伊斯兰革命以及随后的两伊战争则引发第二轮石油危机，油价大幅上涨。

**通胀问题也可能反过来催化地缘冲突事件。**高通胀影响的不仅是国内经济和民生，也影响政府的公信力。如果政府应对不力，持续高通胀导致政府的支持率降低，当局可能出于转移国内矛盾的目的，寻求向外制造地缘政治事件。

**地缘局势不稳导致油价高位运行，是当前拉高通胀的最大动力。**石油供给扰动不断，远未恢复至疫情前。一是美国对中东地区的军事干预留下后遗症，中东地缘局势更加不

<sup>1</sup> 世界不确定性指数 WUI 统计的是经济学人智库国别报告中“不确定”一词出现的百分比，数值越高，意味着不确定性越高。



稳定,担心政治风险高而导致油气投资停滞。二是美欧对俄罗斯的贸易制裁影响长期化。俄乌争端后,全球能源体系更加割裂。欧美贸易商将避免采购俄罗斯原油,而俄罗斯出口石油减少,将导致全球原油缺口。美国增加对欧洲的液化天然气供应,而澳洲作为传统盟友也将供应更多的煤炭需求,全球整体能源市场供应将处于偏紧状态。鉴于脆弱的供应链体系,以及偏紧的供给,能源价格将在波动中上行,中枢不断提升。

**未来欧亚国家可能将面临更加激烈的对抗,军事相关支出增加与潜在债务融资都会加剧通胀风险。**美国正在推进新的地缘政治战略,从区域安全主导转向欧亚大国竞争。形式上体现为直接的经济封锁叠加间接的军事封锁,牵制欧亚大陆板块。俄乌冲突后,长期保持中立的国家纷纷转投北约等西方阵营,新一轮军费扩张周期或将来临,这会加剧全球通胀风险。首先,军费备战的支出增长,限制非国防的生产要素投入,导致其它民生支出的供给受限。其次,战争融资具有滞胀特性,尤其是美国、德国增加军费,可能导致财政支出压力、政府债务融资增加,进而发生债务货币化加剧通胀。而欧洲区域内经济增长的差异、债务水平的差异、能源结构的差异,欧洲的军事冲突风险导致通胀风险升高的同时,还会加剧经济衰退风险。

**资源民主主义盛行,增加资源品的供给风险,推高中长期通胀压力。**民族主义盛行的背后是全球贫富分化,使得大选中的民族主义主张更多受到支持。特别是新兴发展中国家的国内政局不稳,民族主义盛行,限制采矿行业供给的政策频发。资源民族主义可能表现为多种形式,包括强令现有采矿合同重新谈判,对矿业行业加税,强制股权转让实施资产国有化,或限制出口等。如 2022 年,印尼限制煤出口保障国内供应,智利议会通过了将采矿企业国有化的新宪法,秘鲁对铜矿加征开采税和矿区土地使用费、墨西哥总统主张锂矿开发完全排除外国企业和技术。

## 2、贸易投资逆全球化,产业链本土化,提升贸易成本和生产成本

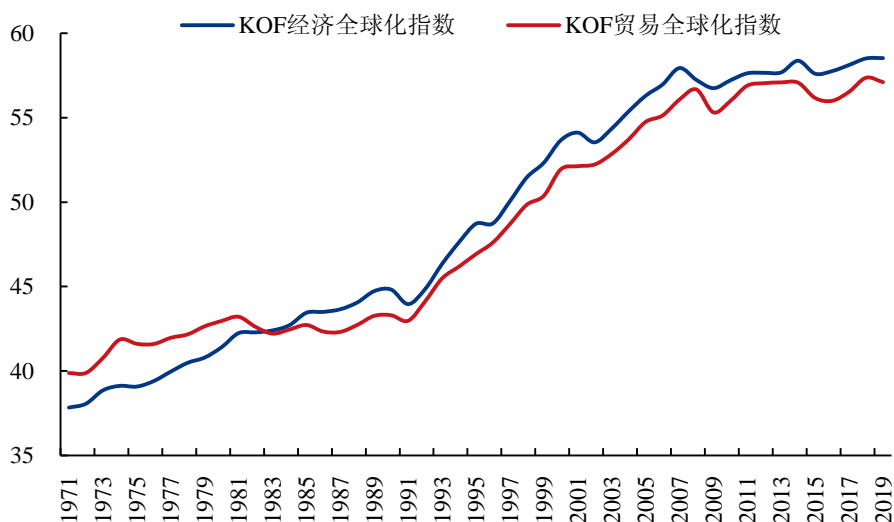
**过去在美国主导的规则下,中国融入全球化体系降低了生产成本。**自亚当斯密提出劳动分工理论以来,经济学都强调效率,各国基于比较优势参与全球贸易,立足自身禀赋融入全球化生产,提高了生产效率。而二战后美国成为经济霸主,主导了全球化的进程,主持了多轮谈判并建立了世贸组织(WTO)的规则体系。特别是自中国加入 WTO 以来,中国农村劳动力融入全球分工体系,加上土地资源和招商引资优惠进一步降低了全球生产成本;中国出口商品的国际份额快速提升,中国制造业快速发展并融入全球价值链。全球化进程日益加深,逐渐形成了美国、欧洲、东亚为三大枢纽的跨国生产和贸易体系。

**但近年来,支撑低通胀的全球化的红利可能告一段落。**根据瑞士联邦理工学院发布的全球化指数,金融危机之后,经济全球化和贸易全球化指数就进入平台期。首先,美国不满于自身贸易巨额逆差,对全球化的兴趣下降,国内贸易保护主义抬升,并演变为逆全球化力量。其次,新兴市场经济体快速发展,带动区域贸易一体化发展,对全球化有新的诉求。此外,世贸组织自身改革陷入困境,面对美国、欧洲、东亚三大枢纽之间的贸易摩擦时难以招架。最后,疫情给全球供应链带来严重冲击。全球分工的价值链较长,原材料供应商较为单一,出现供应链瓶颈的风险就高。各国开始重新审视全球化分工的效率优先,开始兼顾供应链安全和效率,支撑低通胀的全球化的红利可能告一段落。

**全球资源配置将更多受到政府的影响,政府主导产业链布局的特征更加普遍。政府将从战略角度重塑国内国际供应链的布局策略,帮助企业降低参与全球价值链的风险。未来不仅会导致贸易体系的逆全球化,还会加速产业链的本土化,提升贸易成本和生产成本。**



图表13：经济和贸易全球化陷入停滞



资料来源：瑞士联邦理工学院、粤开证券研究院

**关税和非关税壁垒增加，导致商品贸易流通成本上升。**2018年特朗普总统推动贸易战以来，中美经贸关税水平大幅提升。美国从中国进口的很多中间品和耐用消费品，美方对华增加的关税转嫁由美国企业和消费者承担，美国财长耶伦和负责国际经济事务的白宫副国家安全顾问辛格都表示，关税加重了美国消费者直接承担的成本，对高通胀起到了推波助澜的作用。此外，美国坚持将经贸问题同政治挂钩，增加非关税壁垒，对中国科技企业采取出口管制、限制投资、列入实体清单开展反倾销、反补贴调查等制裁手段，导致中美贸易的隐性也在上升。

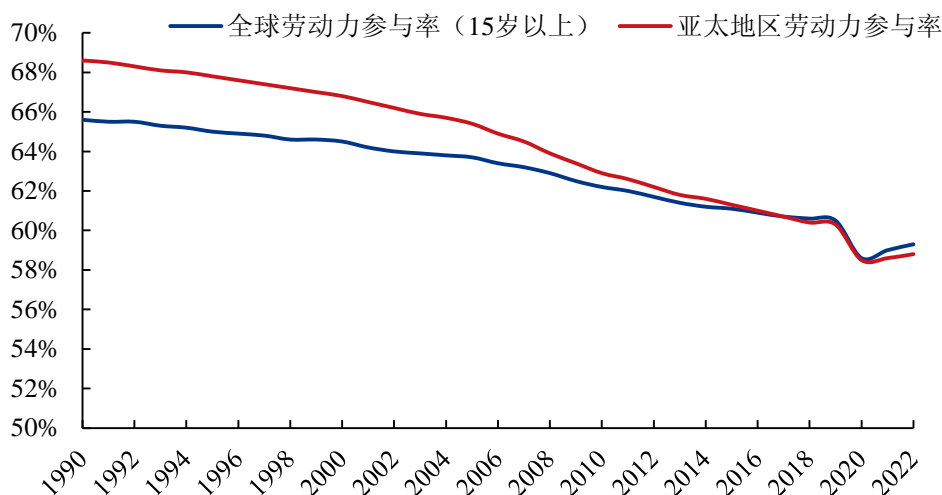
**产业链本土化，不仅会阻碍比较优势的发挥，还会提升生产成本。**中国同周边地区的贸易和供应链的深度融合，中国工厂已经成为亚洲工厂，带动了整个地区生产网络的壮大。东南亚地区对中国市场的依赖度也大大提升，中国的需求也使得生产符合特定的标准，变更需求将会带来新的成本。但是美国带动西方盟友泛化国家安全，推动产业链本土化，削弱中国在全球供应链的地位。2021年美国拜登上任之初，签发关于加强美国供应链的行政令，旨在供应链去中国化，但制造业从中国转移到其他国家，将导致成本增加。拜登政府提出“印太经济框架”，并非传统自贸协定，而是由美国主导重塑贸易和供应链规则，这实质上是基于意识形态和盟友关系开展的阵营贸易（friend shoring），将更多的发展中国家排除在体系之外，将阻碍比较优势的发挥，徒增成本。

### 3、人口老龄化，劳动力短缺长期化，劳动力成本上升

**劳动力的减少和劳动力成本的上升已经成为长期趋势。**伴随人口结构长期变化，劳动力供给也开始萎缩。1990-2021年间，全球劳动力参与率都呈现下行趋势，而亚太地区劳动力参与率下行增加显著，累计降幅10个百分点，从远高于全球平均到落后于全球。亚洲工厂成就离不开年轻且低廉的劳动力供给。过去70-80年代发达国家制造业产能向日韩转移，2000年后向中国内地转移，有效利用了劳动力的红利。但随着社会受教育程度提升，社会生活水平提升，出生率下降，东亚地区普遍面临老龄化问题，适龄劳动力短缺，使得中国等东亚制造国的人力成本已经显著上升。平均工人的工资水平和美国的对比，2000年的时候差不多是35倍，但到2018年中美平均工人的工资已经缩短到了5.1倍。



图表14：亚太地区劳动力参与率已经低于全球平均水平

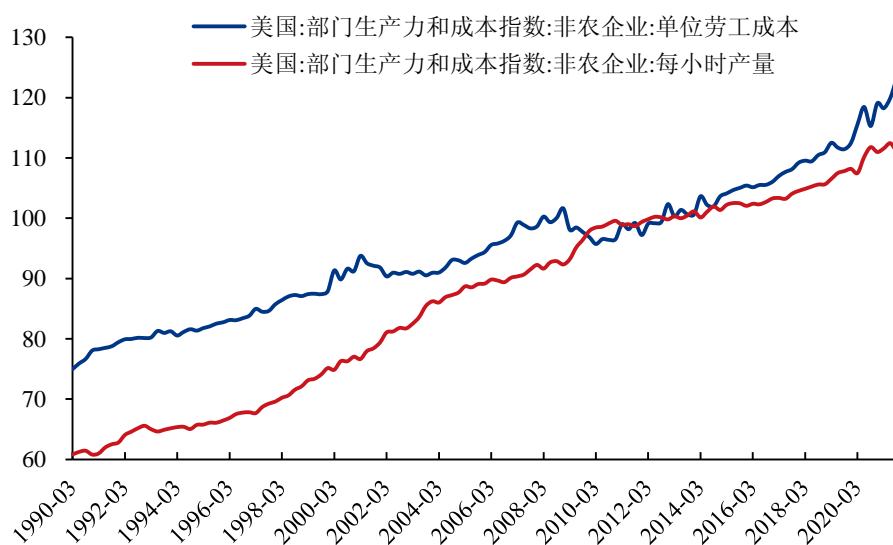


资料来源：wind、粤开证券研究院

**工会力量的复苏，将放缓科技替代人工，加大工资上涨的弹性。**疫情后美国港口集装箱堆积拥堵，码头工人工会要求进一步提升薪酬和福利水平，限制码头采用自动化设备。目前船东联盟之间的谈判旷日持久，这使得码头运费、仓储物流费用居高不下。而在科技服务业中，新兴的工会力量也在崛起，70年代的工资-通胀螺旋或卷土重来。美国亚马逊、苹果等科技企业兴起工会热潮，这与传统行业工会力量低迷形成鲜明对比，这会使得劳动者议价能力提升，对冲技术对人工替代效应，增强工资上涨的弹性。

**企业用工成本同劳动生产率差距扩大，会加剧工资-通胀螺旋。**近十年以来，美国劳动力成本上升，而劳动生产率下行企业的用工成本与劳动生产率之间的剪刀差呈现扩大趋势。2012-2021年间，美国非农部门的单位劳工成本上涨了23%，而单位时间产量仅仅上涨了13%。未来劳动力结构性短缺问题成为常态，加剧工资引发的通胀压力。在企业管理成本、融资成本等综合成本相对刚性的背景下，用工成本挤压企业利润空间，企业为了维持盈利将提高产品价格，将成本转嫁给消费者，这将导致工资-通胀螺旋。

图表15：近十年美国企业劳动力成本上涨速度高于劳动生产率



资料来源：wind、粤开证券研究院

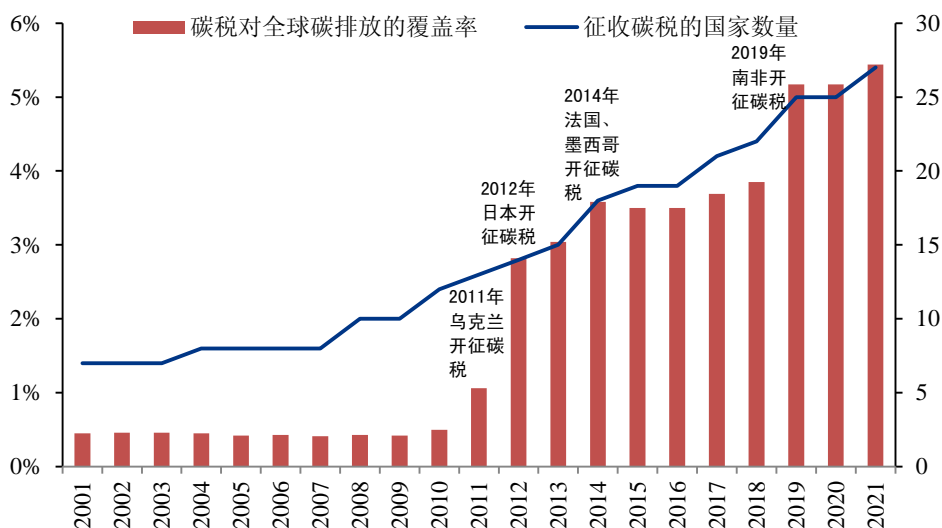


#### 4、碳中和出台碳交易和碳税，导致上游原材料涨价

**全球碳中和将导致能源价格和工业品价格中枢上升。**过去全球产业发展追求效率，产生了环境冲击的负外部性。如今产业追求绿色转型，要应对外部性内生带来的成本。全球解决负外部性的主要手段包括碳税和碳交易两类。碳交易是通过明确碳排放的产权的方式，建立统一市场交易。高碳行业需要为碳排放付费，承担更高的成本，为了降低碳排放可能被迫限产，供需不平衡，将导致工业品价格上涨。

碳税则是直接的价格调控，符合污染者付费原则，高碳排放的企业承担更高的减碳成本。未来无论是碳交易还是碳税，都将导致能源价格和工业品价格中枢上升。全球共有 27 个国家实施了碳税，覆盖全球碳排放总量的 5.4%。碳中和与全球能源革命是长期趋势，全球超过 130 个经济体确立了碳中和目标，未来更多国家和地区实施碳税，将提升传统化石能源的价格。

图表16：全球征收碳税的国家及其覆盖碳排放的比例



资料来源：wind、粤开证券研究院

### 三、中国如何应对全球通胀变局

中国经济和供应链体系已经融入全球经济体系中。新冠疫情暴发后特别是 2022 年以来，欧美发达经济体通胀屡创新高，国际大宗商品价格上涨，对中国造成了一定的溢出影响。今年政府工作报告明确将“输入性通胀”列为今年宏观经济面临的重大风险。近期中国采取一系列保供稳价措施，保持了国内物价总体平稳运行，将输入性影响控制在有限范围内，中国仍是全球为数不多保持低通胀的经济体。

长期而言，未来全球中长期通胀中枢水平将有所抬升，中国也面临四大压力——逆全球化增加贸易成本、劳动力成本上升、碳中和抬升能源成本、地缘政治引发断供风险，政策需要未雨绸缪从四个方面发力。

#### 1、应对逆全球化带来的效率损失，要加入更多高水平区域贸易协定，同时发展国内统一大市场为企业降成本。

中国经济实力上升为提高国际贸易规则制定的话语权奠定了基础。在面对逆全球化的威胁时，中国要坚定推动国内国际双循环，打造更高水平开放，深化价格机制改革，提高贸易效率，降低经营成本，对冲逆全球化的滞涨效应。



一是要坚持新型全球化路线，积极加入更多区域贸易协定，巩固区域贸易和跨国投资网络。中国有能力引导全球和区域的高标准的贸易网络，有效利用全球要素和市场资源，让更多伙伴国家的产业链分工更加高效。

二是推动市场化改革扩大内需，增强市场议价能力，为世界工厂培育世界市场。做好国内大循环是推动国内国际双循环的基础，要立足内需，以提升供给质量创造更多市场需求，以优化市场环境降低市场主体成本。

## **2、应对劳动要素成本上升压力，关键在于提升劳动生产率，鼓励制造业升级和人力资本积累。**

国内生产能力是应对全球输入性通胀、稳定国内价格稳定的基础。疫情以来，中国强大的制造业发挥了转产能力，体现了足够的韧性，不仅为全球提供了急需的医疗用品以及丰富的消费品，还保障了国内经济平稳和居民物价稳定。而反观欧美，国内产能不足加剧供需矛盾，最终引发全面通胀。因此，处于工业化后期的中国，仍然要坚定不移发展制造业，不断优化升级。

一是做好产业梯度转移工作，利用好中西部的劳动力，调整劳动密集型产业分布格局，优化配套技术升级。东部沿海地区重点发力高新技术和高端装备等新兴制造业，推动制造业升级。

二是从劳动成本驱动转向生产率驱动。提升劳动力质量，鼓励人力资本积累，特别是加大力度培养新兴产业科技人才，集聚新一轮工程师红利，将中国制造大国的优势转化为制造强国之基。

## **3、应对碳中和与能源成本上升压力，要做好国内保供稳价，探索与碳中和相协调的产业、财政和货币政策。**

一是产业政策要基于中国煤炭能源为主的国情，做好国内保供稳价，加大能源储备，应对国际能源供给冲击。加强传统产业低碳转型相关技术研发，统筹煤炭能源清洁发展和风力、光伏、储能等新能源发展，降低能源转型成本。

二是探索国际碳中和相关的财税政策。参考海外经济体碳税经验，稳妥推进碳税工作，充分考虑中国能源结构和产业结构，研究适合中国国情的碳税征收策略，避免碳税开征对国内通胀、国际贸易和企业主体的负面影响。

三是货币宏观审慎要纳入减碳政策，充分考虑碳中和与能源转型过程中的金融波动和经济失衡，尽力避免高通胀掣肘货币政策空间，防范碳中和带来经济金融风险。

## **4、应对全球政治军事格局变化，要提升国际治理中的话语权，继续落实“一带一路”倡议，巩固与东南亚、欧洲的合作关系。**

一是坚持和平崛起路线，构建人类命运共同体，破解全球治理赤字，提升国际治理中的话语权，通过对话沟通增进战略互信。二是反对霸权主义，制定预案应对单边制裁风险，力争初级产业进口更加多元化，降低关键原材料断供的冲击。三是继续落实“一带一路”倡议，重心集中于东南亚、欧洲地区。巩固与东盟的全面战略伙伴关系，强化供应链合作。积极建设中欧合作园区，深化中欧新能源技术、装备制造、医药研发技术合作。





## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)