

全球通胀灰犀牛：一个“庖丁解牛”式的解析

邵宇 陈达飞

摘要：20世纪80年代以来，全球通货膨胀持续下行。2008年全球金融危机之后，通胀维持低位。主要央行不同程度地将再通胀定为政策目标，市场也不再为通胀风险定价。然而，在被遗忘的十多年里，通胀也正在积蓄力量回归人们的视野，曾经压抑通胀的力量或已成为通胀的牵引力。2008年是去全球化的节点，价值链分工面临天花板，效率优先的全球化备受质疑，边际上已再难成为价格下行的推动力；全球人口结构出现拐点，劳动力不足成为长期矛盾，叠加偏紧的劳动力市场，工资菲利普斯曲线或再次倾斜；通胀目标制的建立为中央银行赢得了通胀斗士的美名，将预期通胀的中枢牢牢地定在2%的水平，但平均目标制的建立，已成为背离初心的一步。工资的停滞是通胀缓和的重要解释，这又与劳动力市场结构、技术进步和全球化等因素有关，但美国《提高最低工资法案》或成为自下而上打通通胀链条的“梭子”。虽然技术进步、服务贸易和债务负担等仍然是压抑通胀的力量，但下一个十年，通胀中枢的上行或难以避免。

关键词：全球化；价值链；人口结构；货币政策；最低工资

中图分类号：F831

文献标识码：A

对通货膨胀最肆无忌惮的轻视，莫过于将一切分析和政策都建立在低通胀预期的基础之上。现代货币理论（MMT）倡导“赤字货币化”政策的逻辑起点是：通货膨胀不是紧约束。如果说MMT的实践在2008年之后阻止了一场大萧条，以及在应对新冠肺炎疫情中阻止了一次经济危机，下一个十年，MMT的政策建议或可能被证明存在严重缺陷。

影响20世纪80、90年代以来通胀的趋势性因素——全球化（价值链贸易）、人口结构和工资停滞——在后危机时代已悄然出现变化。央行对短期通胀的容忍度有所提升，货币政策转而以“再通胀”为目标，美联储“平均通胀目标”也已悄悄地实施了五年。这些变化将逐步体现在商品和要素的价格中。

一方面，自由市场快速发展。全球化和价值链贸易提升了分工的效率，东欧国家与中国的劳动力

作者简介：邵宇，东方证券首席经济学家、总裁助理；陈达飞，东方证券宏观研究员、财富研究中心主管。

参与到全球分工体系增加了劳动力的供给，移民和离岸外包都抑制了西方国家工资的增长。货币政策建立了通胀目标制，泰勒规则成为通用规则，各国央行引导预期成效显著；另一方面，保护主义抬头。价值链分工面临天花板，全球人口结构越过老龄化拐点，劳动力市场趋于紧张。通胀的阻力已经转变为牵引力。

通胀已经归来。2020年第二季度以来，美国消费物价指数触底反弹，核心CPI同比升至1.6%。金融市场5年或10年期盈亏平衡通胀率已经超过2%，升至2014年以来的最高水平。基于调查的预期通胀率也显示，未来一年内通胀率突破2%已成为一致预期。通胀预期的形成已经扭转了债券收益率的倒挂，3年以内债券收益率仍运行在0~0.2%区间，5年期达到0.5%，10年期已经从2020年8月的0.55%回升至1.2%。美联储主席鲍威尔2021年2月份在纽约经济俱乐部表态要维持零利率，未考虑缩表，适度容忍2%以上的通胀，直到实现充分就业。所以，短中期名义利率仍将低位运行，实际利率还将持续运行在负值区间，而长端名义利率继续上行是大概率事件。

相对宽松的货币环境建立在低通胀预期基础之上。债券牛市和风险资产价格的上涨建立在无风险收益率和通胀风险溢价持续下行的基础之上。所以，通胀升温必将引起大类资产配置逻辑的大转变。对于债券和成长类权益资产而言，这是一头若隐若现的重量级灰犀牛。然而，对于大宗商品和周期类、价值类权益资产投资而言却是机遇。

一、特征事实：通胀“大缓和”

20世纪80、90年代以来，全球通胀的特征表现为：第一，通货膨胀率持续下行，至20世纪末，OECD国家核心通胀率的中位数已降至2%以下，其中，部分国家开始出现通缩，非OECD国家核心通胀率的中位数降至3.5%，较90年代初分别下降4和6个百分点。第二，无论是发达国家或发展中国家内部，还是彼此之间，通胀都经历了大收

敛。2008年金融危机之后，组间通胀的收敛特征更加明显，至2019年年末，发达国家通胀率中位数分别为1.7%，发展中国家为2.24%。第三，通货膨胀率的波动性下降，联动性增强。比较而言，整体（Headline）价格通货膨胀率的联动性较核心通胀更强；本世纪以来，OECD国家核心通胀率中位数基本运行在2%上下0.5个百分点范围内波动，非OECD国家的波动区间为4%上下1个百分点，四分位数间距（IQR）高度重合（见图1）。

物价可以被分解为成本和利润（或加成），进一步可拆解为进口商品（或服务）、支付给劳动力的款项（包括由雇主支付的保险、养老金等的“补偿金”）、支付给政府的款项（税收）和资本收入总额（包括支付给业主的款项等）。所以，全球价值链、劳动市场结构、劳动者的议价能力和企业的市场势力（Market Power）的变化，都会影响价格。当然，货币政策的影响也不可忽视。

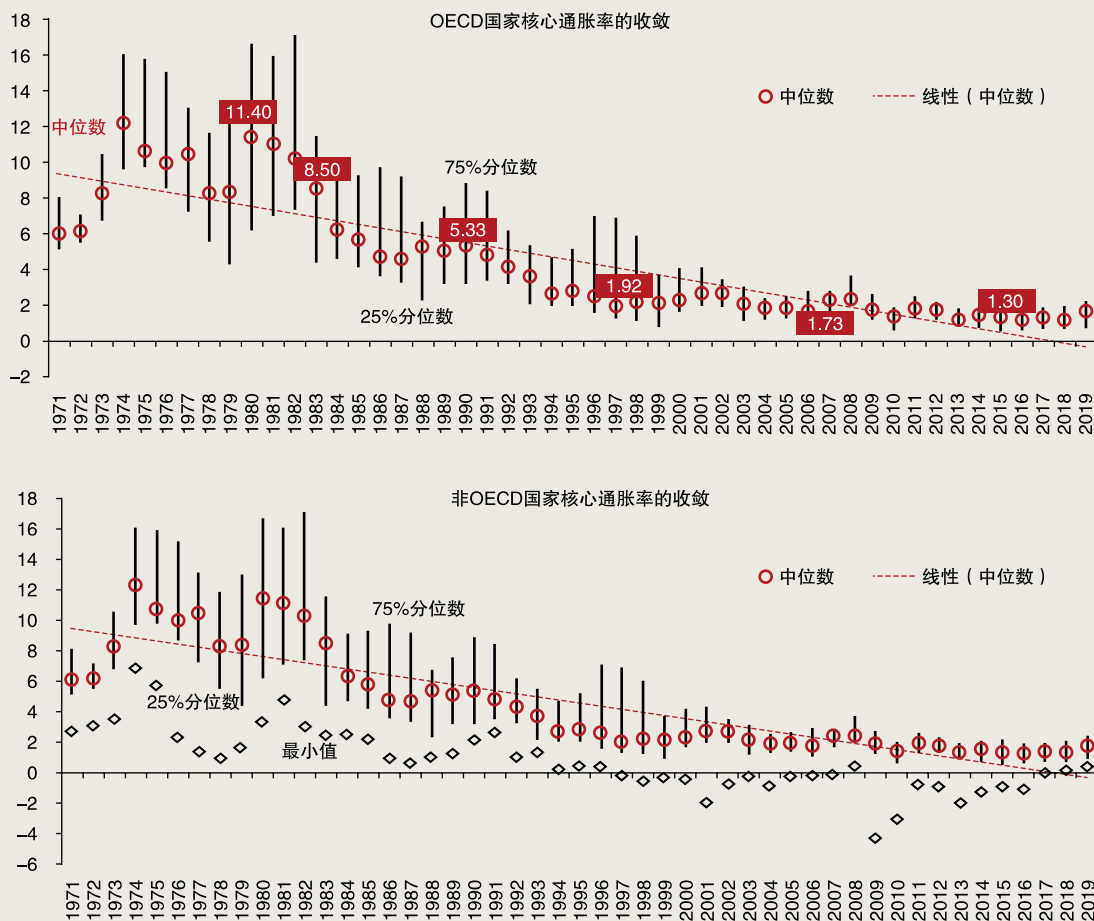
以1960年价格对数为基准（1960=1），美国2019年的价格上升了160%。上世纪70年代以来的结构变化是：第一，进口在1973年第一次石油危机之后开始爬升，至2008年金融危机之前达到峰值（15%），其后稳步但缓慢地下降。如果说两次石油危机期间进口是推动通胀的力量，那么80、90年代以来，进口转而变成了导致通缩的力量，原材料价格仍高度波动，但其占比在不断下降，贸易品种极为丰富，整体价格增速趋于下行。第二，劳动成本份额持续下行，但占比仍然在50%以上，所以仍是成本构成中的主体。第三，资本份额相对提升，占比约30%，部分归因于加成率的提升。第四，政府税费份额相对稳定，占比约10%（Taylor, 2021）。下文将分别从全球化（价值链贸易）、人口结构、货币政策和最低工资政策等方面解析通胀的下一步走势。

二、转变一：从全球化到去全球化

二战后的全球化进程可以被划分为四个阶段：第一个阶段是二战结束至布雷顿森林体系瓦解

① 盈亏平衡通胀率（Breakeven Inflation Rate）数据来自美联储圣路易斯分行（www.stlouisfed.org），等于同等期限的名义债券收益率减去通胀保值债券（TIPS）收益率。

图1 OECD与非OECD国家核心通胀率的变化 (单位: %)



资料来源: OECD, 东方证券

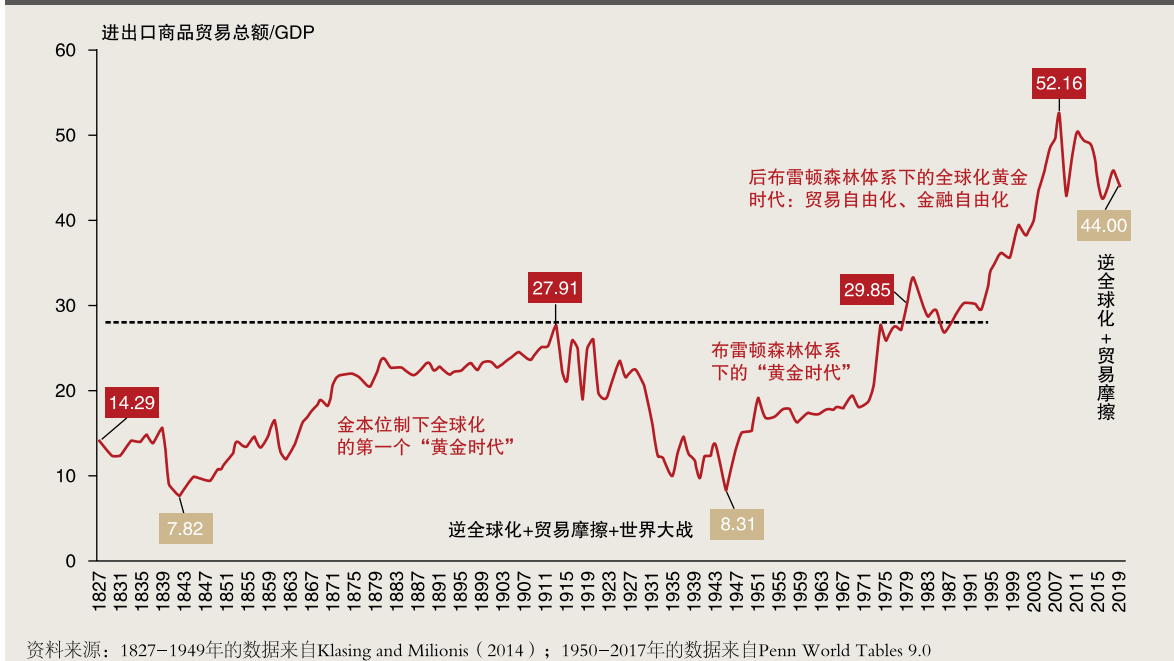
(1973年),是黄金-美元金汇兑本位制和固定汇率制下的贸易全球化;第二阶段是第一次石油危机至20世纪80年代初,全球化停滞;第三个阶段是80年代中期至2008年金融危机,是美元本位制和浮动汇率之下的贸易全球化、要素全球化和金融全球化;第四个阶段是后危机时代全球化的逆转。第一阶段与第三阶段的全球化在本质上是不同的,也正因如此,前者是平衡的,后者是失衡的。从进出口商品贸易总额占GDP的比重(包含中间品)来看,2008年的52.46%是二战后全球化的峰值(见图2)。

全球化至少通过以下三个渠道影响了通胀(Carney 2017)。第一,国外需求消耗国内产能。第二,进口商品价格会直接或间接影响国内消费品价格。由于中间品贸易增速快于最终商品贸易,进口中间品增加值占出口商品总额的比重逐年提高,间接效

应不断增强。20世纪80年代初以来,资本项目可兑换推动跨境直接投资在全球兴起,全球价值链网络得以形成,中间品的全球采购增加了竞争(Rogoff, 2008),降低了商品价格。第三,以柏林墙倒塌和苏联解体为代表的外部事件促进了全球劳动力市场的融合,增加了劳动市场的竞争。

如果全球化对通胀是一种向下的力量,那么相反,逆全球化则是向上的力量。战后全球化进程在2008年已经开始扭转,2016年英国脱欧和特朗普上台,以及2020年新冠肺炎疫情都将加速这一逆全球化进程。特朗普加征关税是最直接的负向供给冲击。退一步说,即使没有政治因素驱动,产业链网络的扩散也可能会终止,原因在于:第一,进口替代一直在进行。在中国的制成品消费中,进口中间品价值占比已经从2004年的约9%降到了2018

图2 全球化的起落（单位：%）



年的5%；第二，经过过去30多年的发展，发展中国家与发达国家的劳动力成本已显著收敛。到2018年，美国工人工资已经降至中国的5倍，而2000年为35倍。如果考虑两国的劳动生产率差异，那中国可能已经不具备劳动力成本优势。

传统可贸易品价格下降的空间在劳动力成本收敛过程中不断消失，也将随着产业链的回流转变为通胀压力。不确定性之处在于，新一代数字技术已经显著加速商品的数字化和服务贸易的进程，这又将压低数字产品和服务的价格。按照麦肯锡的报告，如果将嵌入在商品贸易中的服务、数字化的服务和母公司提供给海外子公司的服务考虑进来，服务贸易总额在2017年就超过了商品贸易。

三、转变二：从婴儿潮到老龄化

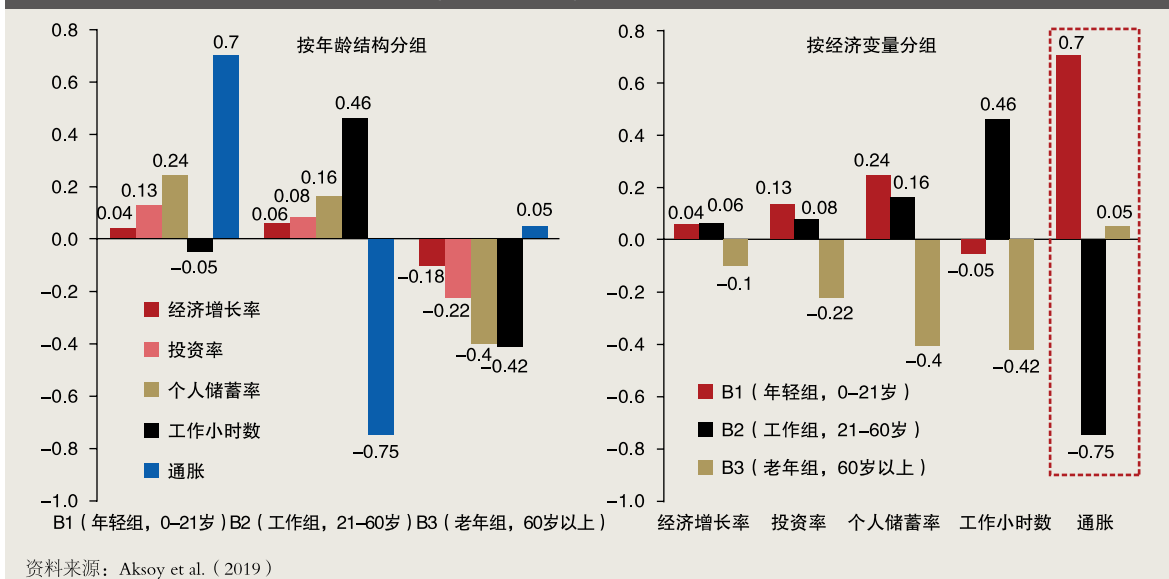
不同年龄结构人群的经济含义有显著差异。非劳动年龄人群（0-14岁和65岁以上）是净需求者和负储蓄者，劳动年龄人群（15-64岁）是净供给者和正储蓄者。Aksoy et al.（2015）对人口年龄结构变化的经济后果进行了计量分析（见图3），主要

结论是：第一，15岁以内年轻人口对经济增长、投资、储蓄和通货膨胀的影响都是正向的，通胀系数高达0.75。第二，劳动年龄人口的经济增长效应为正，通胀效应为负。第三，老龄人口的经济增长效应为负，通胀效应为正。所以，通胀率与抚养比率成正比。假设年轻组和老年组比例各增加1%，工作组减少2%，那通胀率将提高1.74%。值得强调的是，劳动力参与率下降的通胀效应类似于老龄化，因为其角色从生产者转变成了需求者。

从全球口径来看，生产者/消费者比例也已经在2015年出现拐点，劳动力供给不足的趋势将难以扭转。与此同时，随着人口预期年龄的延长，全球供给相对于需求的缺口还将进一步被扩大。其财政政策含义是，医疗和养老等社保支出会持续增长，这可能意味着增加税收，在美国，个人所得税是政府税收的主要来源，而个人所得税税率的提升会进一步传导至工资。除此之外，代表劳动阶层的右翼保守势力掌权，民族主义与反移民浪潮的兴起，都会增加国内劳动者的议价能力，尤其是非熟练型劳动者。所以，工资拉动型通货膨胀的压力或在未来较长时间逐步显现。

① 年轻人口比例增加1%，通胀率会增加0.75%。
② 抚养比率 = (0-14岁人数 + 65岁以上人数) / 15-64岁人数。

图3 不同年龄人群的经济含义 (单位: %)



四、转变三：货币政策目标多维化与通胀容忍度的提升

鉴于20世纪70-80年代滞胀的教训,抑制通胀,降低通胀的波动性,成为央行的首要任务。德国央行及欧洲央行显然对通胀的容忍度更低。而美联储则坚持低通胀与充分就业双目标,货币政策仍然需要在通胀与失业中取得平衡,但与70年代之前需求管理模式的不同之处在于,稳物价的优先级更高,对周期性失业的容忍度有所提升。

货币政策的内生性被认为是菲利普斯曲线平坦化的一个重要解释。在泰勒规则中,被解释变量是短期利率,解释变量是产出缺口和通胀缺口,前者与劳动力市场紧密相关,产出缺口为负往往意味着劳动力市场较“紧”,即失业率低于自然失业率。如果劳动力市场偏紧,为避免劳动力成本上升进一步传递到商品市场价格,央行加息的概率会提高,通胀因此而被压抑。故内生的货币政策在通货膨胀和失业之间引入了正相关关系,中和了传统菲利普斯曲线中的负相关性,两者合力导致菲利普斯曲线平坦化(见图4)。

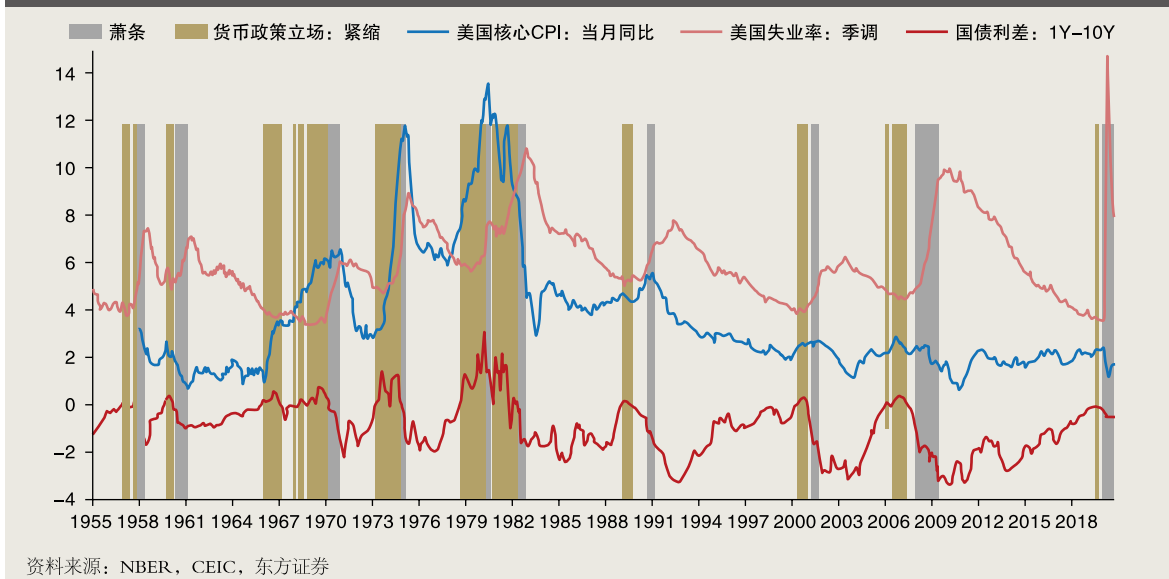
2008年以来,货币政策框架至少在以下几个方面出现了变化。第一,后危机时代,2%的通胀目标实际上成了通胀的上限。随着通胀和通胀预期的持续低迷,以及引导通胀上行的努力屡屡遭遇挫折,

美联储开始微调货币政策规则,转向参考一定时期内的平均通胀。还有观点认为,应该将通胀目标提升至3%甚至更高。在低于2%的自然利率环境下,如果美国经济再次受到一定的负面冲击,2%的通胀目标将不足以使经济回到潜在产出水平(Kiley et al., 2017)。这将增加美联储对通胀的容忍度。

实际上,2008年全球金融危机之后,达拉斯联储一直在提倡截尾平均通胀目标(Fisher, 2008)。至少从2014年以来的拟合情况来看,其拟合度较传统泰勒规则(Taylor, 1993)显著提升,传统泰勒规则隐含的短期利率在2019年年底达到了5.3%,高于实际值3个百分点。使用截尾平均通胀修正的菲利普斯曲线斜率的负值更大,拟合优度更高。

第二,货币政策关注的维度更加多元化,除了通胀与失业,还需要关注资产价格波动、金融风险以及财政稳定,尤其是要考虑政府的融资成本和债务杠杆率。通胀上行有助于降低政府实际融资成本,这对于债台高筑的政府而言是有利的。预计2021年,美国公众持有的联邦政府债务(占GDP之比)将接近二战时期的峰值(106%)。至2050年,该比例将达到195%。未来30年,净利息支出将成为美国财政赤字扩大的主要原因(CBO, 2020)。当然,在通胀超过一定范围后,名义利率的涨幅很可能会超过通胀率。对英国国债的一项长时序的研究也表明,近百年来,英国国债的利息来源已经从以前的财政盈余,转变为为

图4 美联储货币政策立场与经济周期



借新还旧。通胀率和名义利率能否维持低位，对于财政可持续性至关重要。虽然美联储对通胀的容忍度提升了，但实际上面临更加艰难的权衡。

常见的反对意见有两条：第一，2008年金融危机之后，美联储史无前例的量化宽松和资产负债表扩张并未引发通胀。第二，最新数据显示，无论是密歇根大学消费者信心调查、费城联储的专家预测（SPF），还是亚特兰大联储企业长期通胀预期调查（BIE），均显示未来五年通胀预期仍较低。

针对这两种疑问的回应分别是：第一，2008年之后量化宽松的资金大量滞留于金融市场，并未进入实体经济，表现为准备金和基础货币的陡增，而广义货币增速并未大幅增长。2020年新冠肺炎疫情冲击的持续性较短，但宏观政策的刺激力度却更大，方式也显著不同，直接结果是广义货币与基础货币增速同步提升。美国2020年第二季度M₂同比增速调升至22.8%，三季度为24.1%，为上世纪60年代以来的最大值。覆水难收，随着需求的复苏，短期内通胀的压力将会逐步体现。

第二，通胀预期有路径依赖，其逆转是瞬间形成的，故不足以预示未来。即使是相对准确的专家预测，对实际通胀的预测效力也在下降（Miles et

al., 2017）。

前文所阐述的三大转变都是慢变量，其对通胀的影响需要在长期内体现。对于短期通胀走势，关键因素包括：一是大宗商品新一轮的超级周期，通胀既是结果，也是驱动力；二是拜登新政。相比共和党，民主党当选不仅意味着更加宽松的财政政策 and 货币政策，更预示着整个政治意识形态的转变，即进步主义的复兴和新自由主义的暂停。拜登新政的目标函数是分配正义，其力推的《提高工资法案2021》（Raise the Wage Act of 2021）或将成为自下而上打通通胀传导链条的那把“梭子”。重要的是，与其他临时性因素不同，工资是决定通胀持续性的重要因素，因为通胀率与工资保持着较高的联动性。

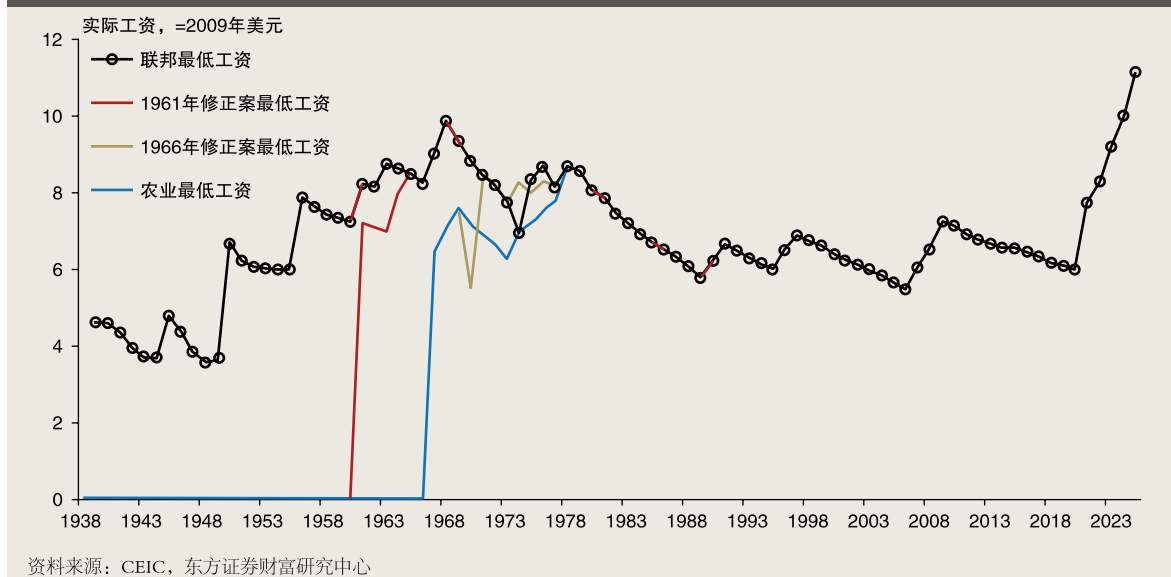
五、通胀的“梭子”：美国《提高工资法案2021》

最低工资立法是罗斯福新政的遗产。1938年，《公平劳动标准法》（FLSA）首次引入联邦最低工资标准（0.25美元），涵盖制造、运输和通讯、批发贸易、金融和房地产行业54%的劳动力。此后，名义最低工资逐步提高，行业覆盖面不断扩大。具有

① 相对于消费者预测而言。

② 当前，美国联邦最低工资有四类：一般意义上的联邦最低工资、带小费收入的最低工资、青年最低工资和残障人士的次级最低工资。《最低工资法案2021》计划在2026年实现统一管理。

图5 美国最低工资法案的变迁



历史意义的是约翰逊 1966 年修正案，他将联邦最低工资扩展至农业、疗养院、洗衣店、旅馆、餐馆、学校和医院行业。1967 年，这些行业雇佣了大约 800 万名工人，占美国劳动力的 21%，覆盖近三分之一的非裔和 18% 的白人劳动力 (Derenoncourt et al., 2020)。从购买力来说，1968 年的最低工资为二战后峰值。

21 世纪以来，最低工资法仅有过一次修订，于 2007 年 7 月开始实施，名义最低工资从 2006 年的 5.15 美元分三步提升至 2009 年的 7.25 美元。从 2009 年算起，美国名义最低工资保持不变的时间已经超过历史上任何时期。后危机时代，即使通胀率持续运行在低位，最低工资的购买力也已经缩水了近 20%，相比 1968 年的峰值更是缩水了近 40% (见图 5)。

2019 年 1 月 16 日，佛蒙特州参议员伯尼·桑德斯 (Bernie Sanders) 和弗吉尼亚州众议员鲍比·斯科特 (Bobby Scott) 向国会提交了《提高工资法案 2019》。该法案计划分六步将联邦最低工资提升至 15 美元，截止时间为 2024 年，而后基于中位数工资指数化。法案还将逐步提高小费工人的最低工资——自 1991 年以来一直固定为 2.13 美元——直到与一般最低工资持平。经教育和劳工委员会修订后，法案于 2019 年 7 月 18 日在众议院表决通过，

因为共和党极力反对提高工资，一直未进入参议院表决环节。时过境迁，由于民主党掌控参议院多数席位，桑德斯又当选为新一届参议院预算委员会 (Senate Budget Committee) 主席，故《提高工资法案 2021》大概率将在 2021 年内通过。2019 年法案的基本内容得以保存，截止日延后至 2025 年。

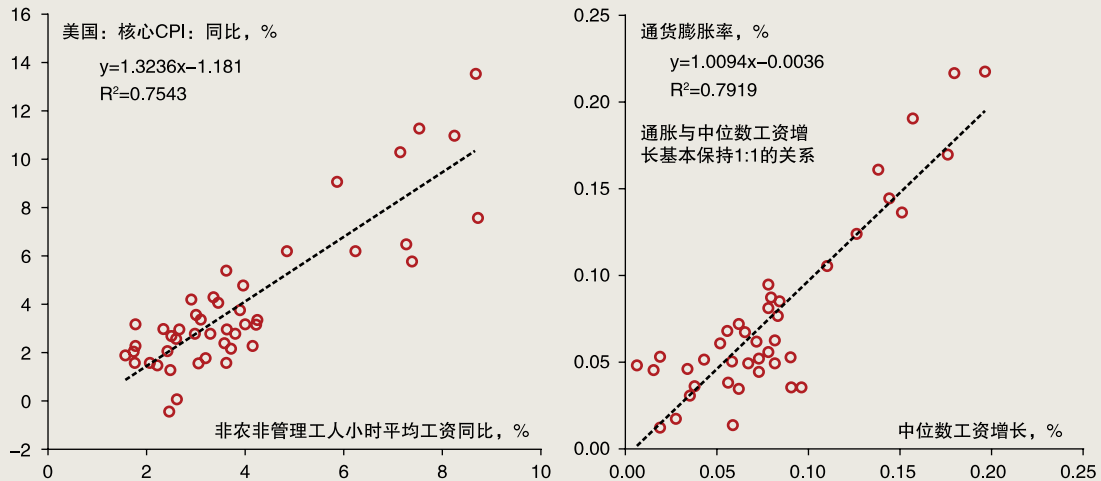
提高最低工资对整体工资水平有明显的拉动作用。2018 年，美国提高最低工资的州整体工资涨幅为 2.1%，比其他州高 0.6 个百分点。2013-2018 年，前者累计涨幅 13%，后者累计涨幅 8.4%。名义工资与通胀始终保持着较高的正相关性 (见图 6)。以 1975 年以来的数据为观察期，美国核心通胀率与平均工资增长率的单变量回归拟合度 (R^2) 为 0.75。城镇居民消费物价指数涨幅与工资中位数回归的系数为 1——工资涨 1%，物价也涨 1%，拟合优度达到了 0.8 (Bivens, 2017)。

历史上，1966 年《劳动法》修正案也可提供经验证据 (见图 7)。二战后，在经历一轮物价的高波动之后，从 60 年代初开始，美国进入低通胀、低波动和低失业率并存的时期。1965 年开始，美国劳动力市场趋于紧张，通胀开始上升，至 1966 年年底有所放缓。1966 年《劳动法》修正案于 1967 年开始实施，最低工资连续两年提升，于 1968 年达

① 如不特别说明，最低工资均以小时为单位。

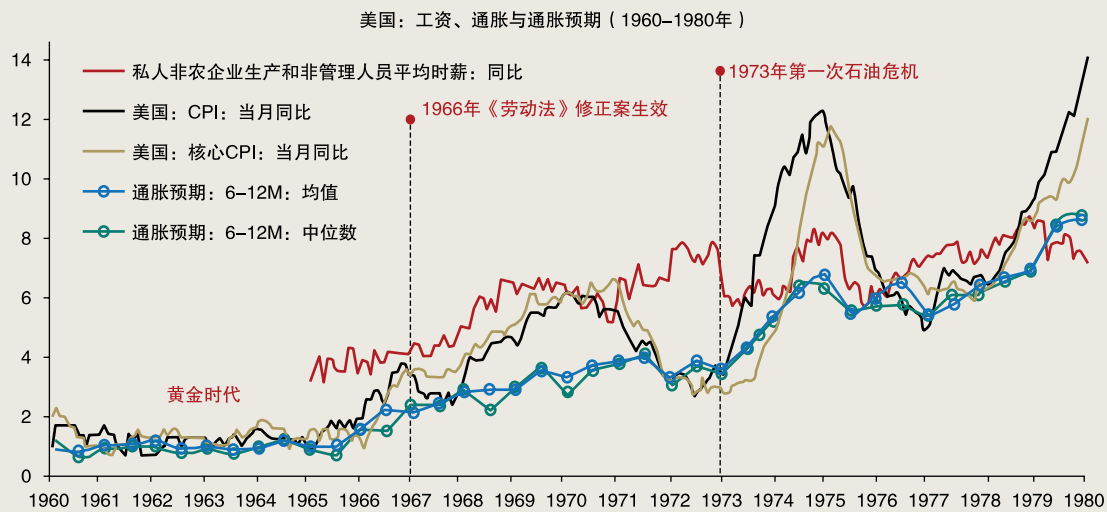
② 私人非农企业生产和非管理人员平均小时工资。

图6 美国工资涨幅与通胀率的正相关性



资料来源：BLS，美国EPI，Bivens（2017），东方证券财富研究中心

图7 提高最低工资带动通胀上行——1966年《劳动法》修正案



资料来源：BLS，Livingston Survey，Wind，东方证券财富研究中心

到二战后的峰值，使得通胀率再次抬升。整体通胀率和核心通胀率均于1968年年初突破4%，至1970年达到6%。所以，1967-1968年最低工资的提升已经在为70年代的滞胀预热。这也是整个70年代美国平均通胀率要高于其他发达国家的部分解释。

通胀具有双重分配效应。一方面，通胀有益于负债方，不利于债权人。当下的美国，联邦政府和居民部门中的低收入阶层都是净负债方，10%的富有阶层和国外部门是债权人；另一方面，通胀与利率是联动的，物价上涨会带动利率上行，从而引起

风险资产价格重估。金融资产的价值等于未来现金流的贴现，故低利率是资本增值的重要支撑力量，而这些增值又主要归属于收入分配中最顶层10%的（或20%）家庭。在美国居民的收入结构中，最低80%人群的收入中，占比80%以上都是劳动收入，而在最高20%的人群中，劳动收入只占60%，在最高1%的人群中，劳动收入占比不足30%，资本性收入占比则超过60%。

由于低收入阶层的边际消费倾向更高，提高他们的收入，对于提振消费需求非常重要，但是，利

率的提升也会侵蚀金融机构的资产负债表。以银行为例，银行业务的本质是久期转换，其基本特征就是资产久期比负债久期长，美国银行业的差值约等于4。久期是利率敏感度的粗略估计。利率上行100bp，将使资产减值超过负债减值4%（ $4 \times 100\text{bp}$ ）。再假设杠杆率（负债/权益）等于10，所有者权益将缩水40%（Howell，2020）。这就解释了为何金融危机发生在美联储加息时期，而加息往往又源于对通胀的担忧。另外，对于那些拥有更长久期资产的金融机构（如共同基金和保险公司等），利率上升会导致资产缩水更加严重，故会侵蚀其资本金。

公平、通胀与资产价格重估是《提高工资法案2019》所面临的三元悖论，其背后是阶级利益的冲突。更公平的收入分配格局要求提高最低工资，但这对于物价有显著（虽然边际影响有限）的提升作用，从而对资产价格估值和金融机构资产负债表形成负面冲击。

六、总结与启示

作为货币的一种价格，通货膨胀是多个因素相互作用的结果，包括全球化趋势、人口结构与流动、劳动力市场弹性、储蓄与投资之间的总量平衡与结构特征，以及宏观经济政策和大宗商品与汇率波动等。

近三十年来，中间品贸易的全球化、资本要素价格的下降、劳动力供给的增加和货币政策规则的变化都是解释全球范围内去通胀和菲利普斯曲线平坦化的重要原因。然而，全球化已经在2008年出现逆转，资本要素价格面临零利率约束，全球人口红利渐行渐远，老龄化社会的负担越来越重，央行也悄然降低了稳通胀的权重，央行不仅面临着更复杂的权衡，还需谨慎维护其独立性。这些因素都是呼唤通胀回归和菲利普斯曲线“复活”的力量。

以上所有这些因素叠加无疑提升了通胀上行的压力，但再通胀是否真的实现，还取决于其与债务陷阱、贫富分化、新技术革命等因素的合力。债务与贫富分化是压抑总需求和名义利率，进而导致近十年来全球经济停滞的重要因素，短期内难以缓解；以人工智能、物联网和大数据等技术为代表的

新一代技术革命有可能缓解劳动力不足的压力，还将提升劳动生产率。这两个方面，分别从需求侧和供给侧压抑了物价或工资。

综合来说，本文认为，在关注通缩压力的同时，未来也应该警惕潜在的通胀风险，而不是将其完全排除在外。考虑到2020年的特殊情况，2021年通胀率或出现脉冲式上行，而后逐渐回落。中长期来看，通胀中枢较前20年或显著提升。但是，除大范围战争等极端情况外，鉴于通胀持续性的下降，长时间出现5%以上通胀率的概率仍然不高。

参考文献：

- [1]伍戈、高莉、刘舸帆、张文，“滞胀”不纠结[J].国际金融，2020（1）：58-62
- [2]Aksoy.Demographic Structure and Macroeconomic Trends[J].American Economic Journal，2019
- [3]Auer.The Globalisation of Inflation;the Growing Importance of Global Value Chains[EB/OL].Federal Reserve Bank of Dallas,Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No.300,2020
- [4]Carney.[De]Globalisation and Inflation[EB/OL].IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture,2017
- [5]CBO.The 2020 Long-Term Budget Outlook[EB/OL].Congressional Budget Office,2020
- [6]Fisher.Comments on Stylized Facts of Globalization and World Inflation[EB/OL].Remarks for a Panel Discussion at the International Symposium of the Banque de France on Globalisation,Inflation and Monetary Policy,2008
- [7]Kiley,M.Monetary Policy in a Low Interest Rate World[EB/OL].Brookings Papers on Economic Activity,2017
- [8]McLeay.Optimal Inflation and the Identification of the Phillips Curve[EB/OL].NBER Working Paper 25892,2017
- [9]Rogoff.Globalisation and Monetary Policy: Overview,Recent Issues[EB/OL].Banque de France,International Symposium:Globalisation, Inflation and Monetary Policy,2008
- [10]Tarlор,L.Inflation?It's Import Prices and the Labor Share[EB/OL].INET Working Paper,2021
- [11]Taylor.Discretion Versus Policy Rules in Practice[EB/OL].Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy,1993

（责任编辑：赵廷辰）