



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT

半月度
报告

金融与发展

海外观点

2021年/总第227期

目 录

世界热点

流动性回撤对哪个国家影响最大？	3
-----------------------	---

导读：随着各国央行逐步结束量化宽松政策，我们看到部分地区的股票市场出现了脆弱性，尤其是在美国。这是因为美国市场中科技行业占据非常重要的地位，而该行业对流动性尤其敏感。事实上，美国 and 全球在股票上表现的差异越来越与增长和流动性的相对风险保持一致。

这主要是需求冲击而非供给冲击，而且它无处不在	9
------------------------------	---

导读：货币政策三（Monetary Policy 3，以下简称 MP3）制造了一种自我强化的爆炸式需求增长，供给要跟上这种增长变得越来越困难，而不是越来越容易。

由于高劳动力需求和低劳动力供给，美国 2021 年就业增长已达预期 ..	18
--------------------------------------	----

导读：数据显示，美国就业市场指标显示出明显改善。如果劳动力市场的其他方面遵循其惯常的模式，那么经济应该能够以更快的速度创造更多的就业机会。但目前仍有很多不确定性，主要来自工人工作意愿和劳动需求会如何受新冠疫情变化的影响。预计明年的财政政策和货币政策都是扩张性的。

泡沫是否正在缩小？这是好事还是坏事	26
-------------------------	----

导读：随着美联储转向紧缩性政策，流动性下降开始体现在价格中，市场中泡沫最严重的部分出现了裂缝。

了解美国和欧元区的通胀风险	34
---------------------	----

导读：美联储最近改变了货币立场，并释放出快于预期的货币紧缩信号，而欧洲央行则更为稳健。本文使用近期石油价格、通胀、通胀预期、劳动力市场和产出数据，通过建立统计模型发现该模型的预测值支持了两国央行的立场差异。周期性通胀主要受两个司法辖区的短暂能源价格波动和菲利普斯曲线影响。对周期性通胀的评估表明，从现在起一年内，欧元区 HICP 通胀仍将低于 2% 的目标，为 1.75%，而美国 CPI 通胀将高于 2.75%。

聚焦中国

中美科技脱钩、创新和企业绩效	41
----------------------	----

导读：我们利用现有的专利数据，探究了美国和中国之间的技术脱钩和依赖性。本世纪的头 20 年，我们见证了技术整合的稳步增长（或者说是更少的技术脱钩），但在本世纪的头 10 年（第二个 10 年）中国对美国的技术依赖增加（减少）。技术领域的“脱钩”预示

着中国对美国技术的依赖越来越大，而这反过来又预示着中国在未来的发展中“脱钩”会越来越少。脱钩伴随着中国更多的专利产出与更低的企业生产率和企业估值。同时，中国创新导向性的产业政策权衡了自主创新与企业竞争力之间的内在冲突。

经济理论

如何改进消费物价指数中的住房成本测量..... 45

导读：消费价格指数（CPI）中的住房成本测量可以用新的数据来改进。通常情况下，CPI 中与住房有关的部分是指数中最不受关注的部分。但它们在整体指数中所占的比例高达 31%，在不包括食品和能源价格的指数中占了近 40%。证据表明，在未来 9 个月左右，住房部分的通胀速度将增加一倍。根据目前的计算方法，这种增速将会比实际更晚地反应在 CPI 中，这将对整个经济体的家庭、企业和决策者产生重要影响。

工资与生产率脱钩对公共政策的启示..... 48

导读：在过去 20 年里，OECD 国家的实际工资增长中值与生产率增长之间存在显著的脱钩。本文是对 OECD 关于工资与生产率脱钩相关研究结果的总结，包括工资与生产率脱钩的具体情况、驱动因素以及对公共政策的启示。理论上，本文将脱钩分解成劳动份额下降和工资不平等两方面，并两者都有企业间和企业内两个微观渠道，脱钩的驱动因素包括技术变革、全球价值链扩张和公共政策，三者可以通过这些微观渠道影响总体脱钩。实证上，本文首先对 OECD 国家工资和生产率脱钩的总体和个体情况进行描述，然后提供了部分证据对其中一些渠道进行了探讨。三个驱动因素中：技术变革和全球价值链扩张通过诱发资本-劳动替代，减少对低技能工人的相对需求，从而同时减少劳动份额和加剧工资不平等；而公共政策改革会对劳动份额和工资不平等产生相反影响。最后，通过对各种公共政策对脱钩的影响的分析，能对公共政策的实施有启示作用。

流动性回撤对哪个国家影响最大？

Erin Miles & Jason Cheal/文 申劲婧/编译

导读：随着各国央行逐步结束量化宽松政策，我们看到部分地区的股票市场出现了脆弱性，尤其是在美国。这是因为美国市场中科技行业占据非常重要的地位，而该行业对流动性尤其敏感。事实上，美国 and 全球在股票上表现的差异越来越与增长和流动性的相对风险保持一致。编译如下：

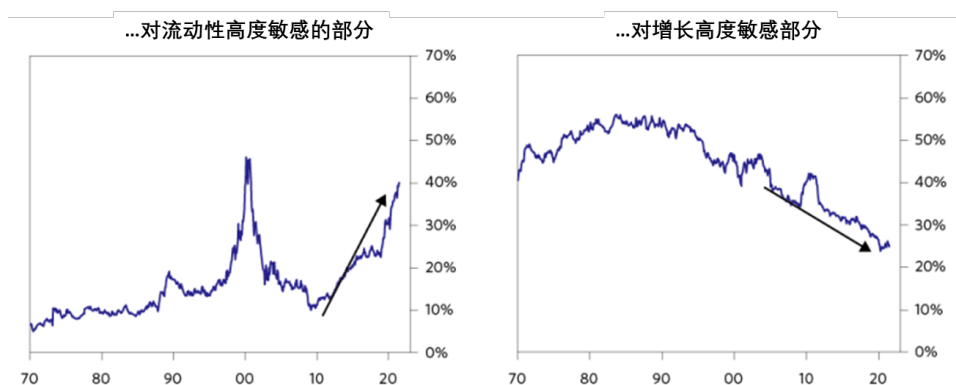
随着世界各国央行逐步退出量化宽松政策，过去两年对流动性的非凡推动力现在将减弱。大多数央行只打算逆风而行，逐步回撤，以确保复苏保持稳定。他们可能会成功，但这并不意味着在经济前景开始转变之前，市场上不存在能感受到紧缩压力的脆弱地区。

那么，谁最容易受到流动性回落的影响？虽然全球股市可能都很脆弱，但美国股市的风险尤其大。十年来极其宽松的流动性压低了贴现率，这是对股市乘数的机械性支撑，以推动久期达到长期高位。随着利率开始上升，风险随之而来，特别是对于那些在未来很长一段时期内具有非常强劲盈利增长空间和现金流的公司。公司也越来越依赖于持续的充足流动性：越来越多的人通过借贷来进行回购和支持每股收益，而市场上重要且不断增长的尾部公司现金流为负，并依赖于持续的新投资来进行业务融资。随着流入系统的钱减少，资金将更难获得。

对许多公司而言，经济活动的持续走强将有助于抵消流动性收紧的影响。我们预计在日本和欧洲等市场尤其如此。这些市场由更具周期性的行业组成，并且在疫情之后的经济反弹中仍然遥遥领先。相比之下，我们认为美国市场面临更多风险。美国市场近年来从充裕的流动性中获益更多，鉴于通胀风险不断上升，它将面临更大的收紧压力，并且已经度过了疫情后反弹的大部分时间。

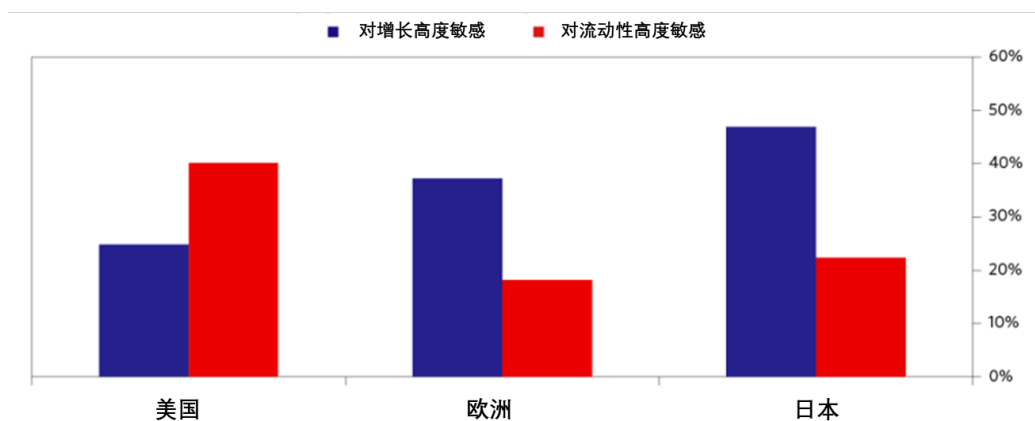
下面的图表显示了我们衡量美国的概念指标。如图所示，美国市场对流动性高度敏感的份额近年来猛增，而对增长高度敏感的份额有所下降。这种转变在很大程度上反映了美国科技行业日益占据主导地位。

图 1 美国股票中...



纵观各个经济体，情况明显不同。与美国股市相比，欧洲和日本的对增长高度敏感的公司相对较多，而对流动性更敏感的公司相对较少。我们预计每个经济体各自的周期性条件将加剧这些差异（例如，美国面临更大的收紧压力）。

图 2 高度增长敏感和流动性敏感的股市市值份额

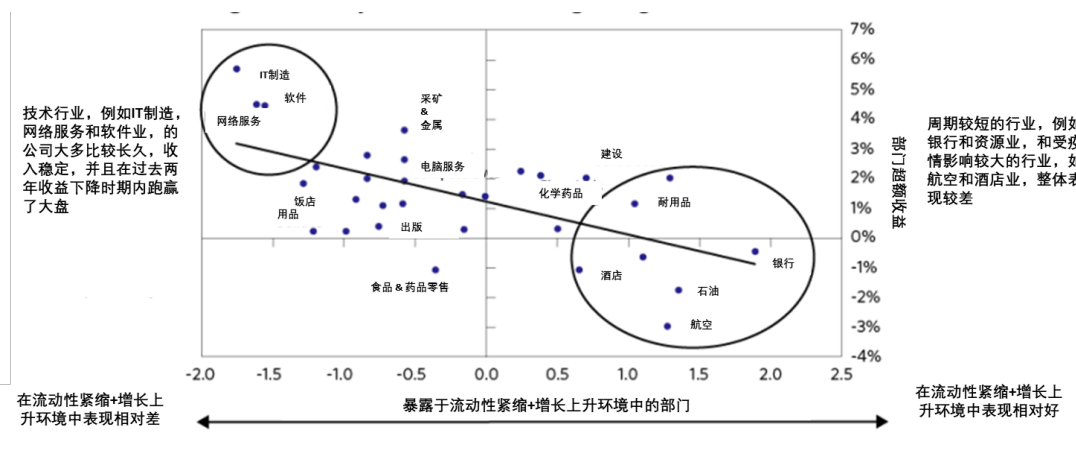


对增长和流动性的敏感性可能是部门和国家之间表现差异的重要驱动因素

虽然影响股票表现的因素有很多，但我们认为行业和国家层面的股票市场（实际上是一揽子行业）对流动性和增长的敏感性尤为重要，因为央行通过撤回流动性来应对名义增长的上升。为了说明这些不同的敏感性，我们先只关注美国股市，将过去两年的表现分为实际收益率下降和上升的时期（流动性与增长情况的直接衡量标准）。下面的第一个图涵盖了流动性放缓/增长下降的时期（2020 年的大部分时间和 2021 年 4 月至 7 月），第二个图显示了流动性收紧/增长上升的时期（2021 年 1 月至 3 月和 2021 年 8 月至今）。我们将行业表现与内部对流动性收紧和增长上升环境的敏感性指标进行对比，以突出显示每个时期哪些行业表现良好。

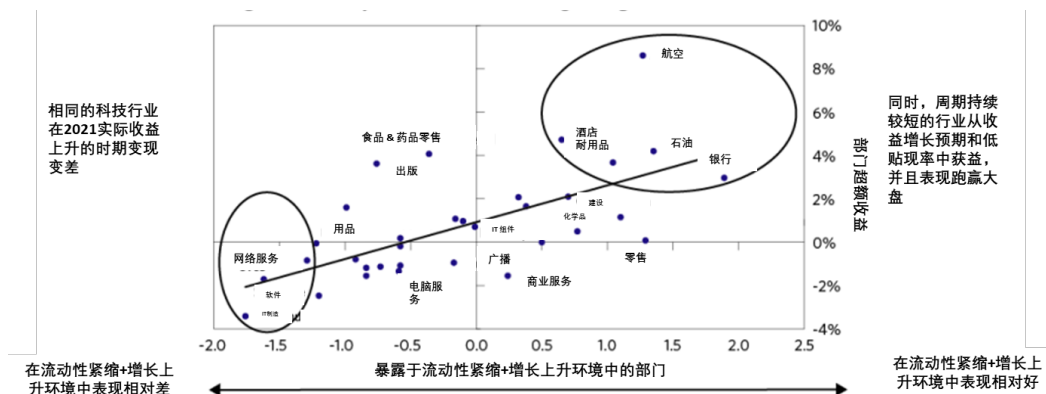
如图所示，表现通常与我们的预期一致。在实际收益率下降占主导的时期（通常是增长下降和流动性上升的时期），我们看到科技行业跑赢大盘，而更多周期性行业跑输大盘。

图 3 流动性上升/增长下降：在实际收益下降时期美国平均月度部门收益（过去两年）



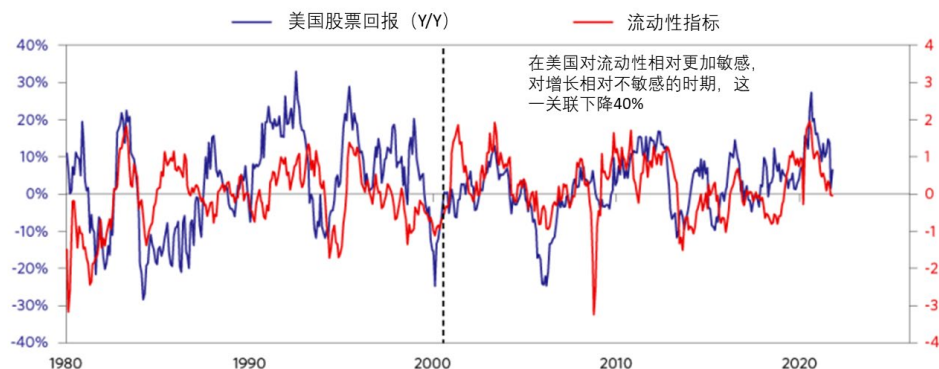
之后，在最近实际收益率上升的时期，表现完全颠倒过来。

图 4 流动性收紧/增长上升：在实际收益上升时期美国平均月度部门收益（过去两年）



美国和全球在股票上表现的差异越来越与增长和流动性的相对风险保持一致

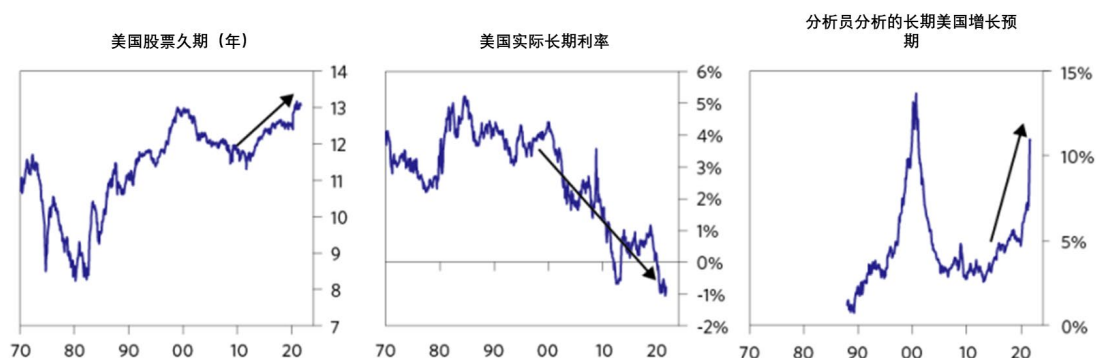
部门对增长和流动性的敏感性差异本质上会导致国家层面股票市场的表现差异。在下图中，我们根据流动性衡量标准（评估利率、融资市场等的压力衡量指标组合）展示了美国相对于其他发达国家的表现。上图所示的跨国差异在过去十年之初确实开始大幅增长，当时科技开始在美国占据主导地位。这与我们开始看到不同的股票表现与流动性波动密切相关的时间大致相同。但是这并不意味着这是唯一正在发生的事情，或者未来也必然如此；每个国家的相对条件往往不同，投资者流动也一直处于波动。不过，最近二者关系一直很有趣，并且与我们在这些市场中看到的相对风险保持一致。特别是最近几个月，随着市场开始处理流动性回落的可能性增加，我们再次看到美国开始表现不佳。



下面，我们将更详细地描述导致美国股票对流动性越来越敏感的原因。

贴现率的下降和强劲的增长预期支持了股票久期的增加

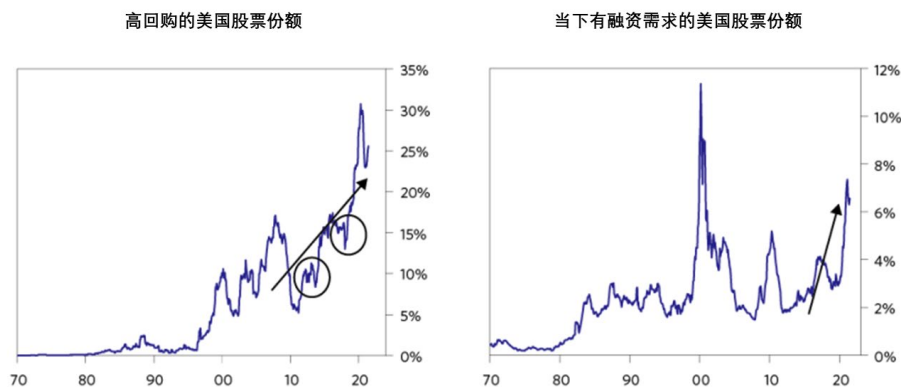
今天，股票市场久期——以及对流动性的敏感性——处于 90 年代科技泡沫以来的高点。这部分反映了这样一个事实，即在过去 20 年中，长期下降的利率机械地增加了未来公司现金流的价值。此外，低利率、充裕的流动性和有限的替代品支持了创新产业市值的飙升。近年来，市场整体盈利增长预期水平大幅上升，进一步延长了久期。



美国公司越来越依赖流动性为每股收益增长提供资金

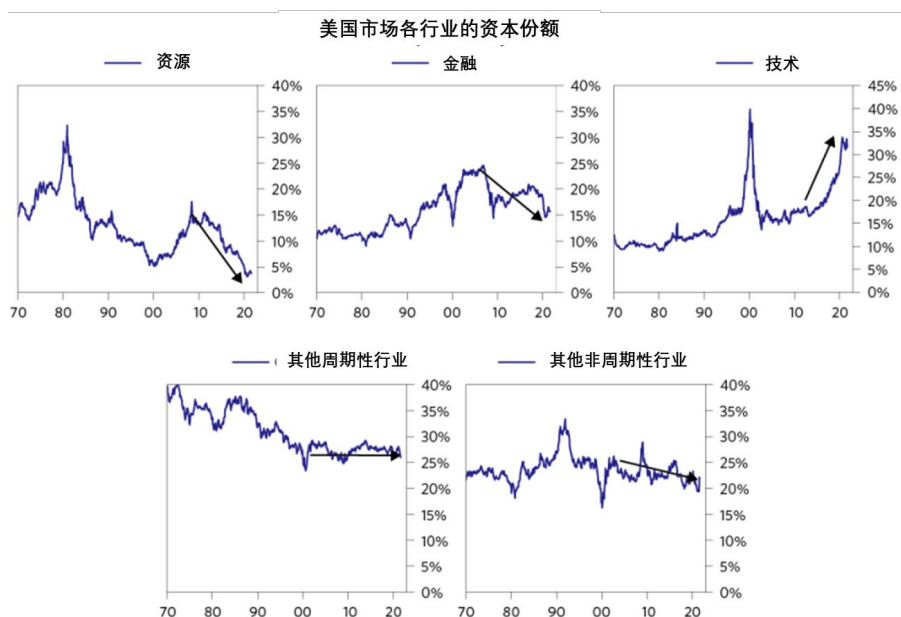
在过去十年中，大规模的流动性生产对美国公司极为有利。大公司改变资本结构，发行债券，回购股票，为并购融资等行为都显著推动了每股收益的增长。如下左图所示，通过回购提高每股收益的美国公司比例近年来显著增加。此处还可以看到最近流动性收紧的时间内（2013 年和 2018 年）这种回购上升趋势出现短暂回调。

此外，流动性已涌入创新型公司，其中的许多寻求“不惜一切代价增长”，并通过发行股票有效融资，出现了巨额现金流赤字。虽然这些公司在上市股票市场中的份额仍然相对较小（约 6%），但随着越来越多公司上市，这一份额已经开始增长，并且它们对于高速增长的市场来说是一个真正的脆弱点。

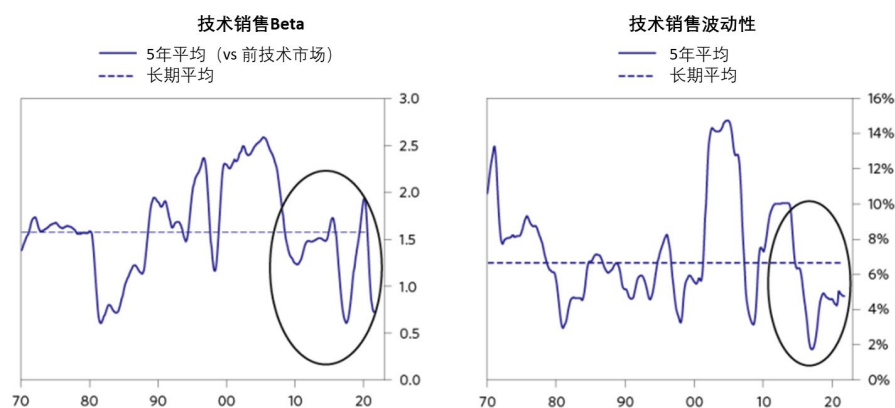


与历史上相比，如今在名义增长不断上升的环境中，美国股市的周期性上行空间较小

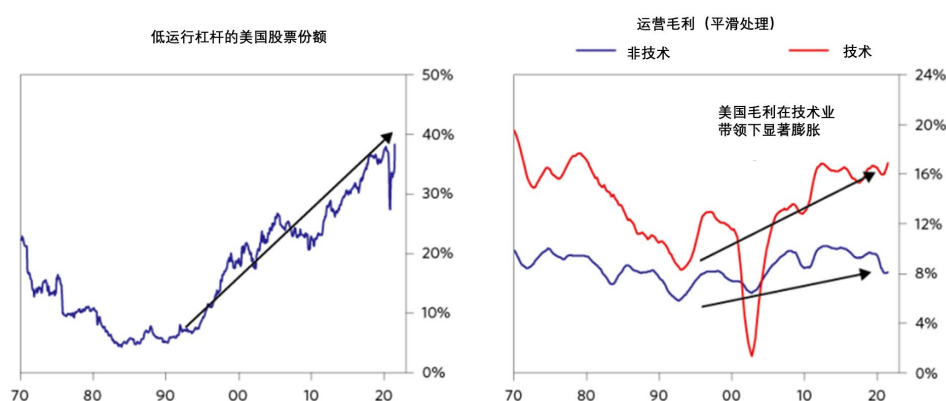
美国的企业收入也不太可能对当今强劲的增长形势做出反应。在过去十年中，一些最暴露于名义增长上升的行业——例如资源和金融行业——已经失去了很大的份额，科技公司取而代之。尽管它们的收入仍然具有周期性，但程度明显不同。



此外，随着时间推移，技术销售的周期性已经下降。这反映了科技企业本质的潜在转变，如今的技术销售越来越多地由软件和云产品组成，而不是电子资本货物和中间投入。



经营杠杆是收益周期性波动的重要驱动因素。利润率越高，经营杠杆效应越低。例如，如果假设完全固定成本，对于利润率为 10% 的公司而言，销售额增加 1% 将转化为 10% 的盈利增长，而对于利润率为 5% 的公司而言，同样的销售额增长将转化为 20% 的盈利增长。如下左图所示，在利润率长期增长 30 年后，低经营杠杆公司的份额现在几乎占市值的 40%。利润率的长期增长在很大程度上来自科技公司。这既是因为它们的利润率显著增加（如右图所示），也是因为高利润率的科技公司份额增加。



本文原题为“Who Will Prove Most Vulnerable to the Pullback in Liquidity?”。本文作者 Erin Miles 是桥水资本证券研究中心的主席，Jason Cheal 是桥水资本工作人员。本文于 2021 年 10 月 8 日刊于桥水资本官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

这主要是需求冲击而非供给冲击，而且它无处不在

Greg Jensen, Melissa Saphier, Steve Secundo/文 熊春婷/编译

导读：货币政策三（Monetary Policy 3，以下简称 MP3）制造了一种自我强化的爆炸式需求增长，供给要跟上这种增长变得越来越困难，而不是越来越容易。编译如下：

即使供应中断的同时高通胀持续存在，市场依旧认为它们将很快消退，从而使通胀保持在央行的目标水平，并允许在很长一段时间内实行非常宽松的货币政策。我们不同意这种观点。尽管新闻头条往往关注供给冲击的微观因素（如洛杉矶港口、中国的煤炭、欧洲的天然气、全球的半导体、英国的卡车司机等），但这种观点在很大程度上忽略了可能持续存在的且没有特殊解决方案的宏观因素。总的来说，这并不是一个与疫情大流行相关的供给问题：正如我们将要展示的，几乎所有的供给都处于历史高位。相反，这主要是 MP3 驱动的需求上升冲击。虽然推动通胀上升的一些因素是暂时的，但我们看到潜在的供需失衡正在恶化，而非好转。

货币和财政联合扩张的机制本质上是通货膨胀的：MP3 创造需求却不创造任何供给。我们看到应对疫情采用 MP3 政策远远弥补了因大面积停产而造成的收入损失，却没有弥补这些收入所产生的供给。这与金融危机后的 MP2 大相径庭。在 MP2 中，量化宽松政策总体上并没有伴随大规模的财政刺激，而是抵消了信贷收缩，因此并没有引发通胀。

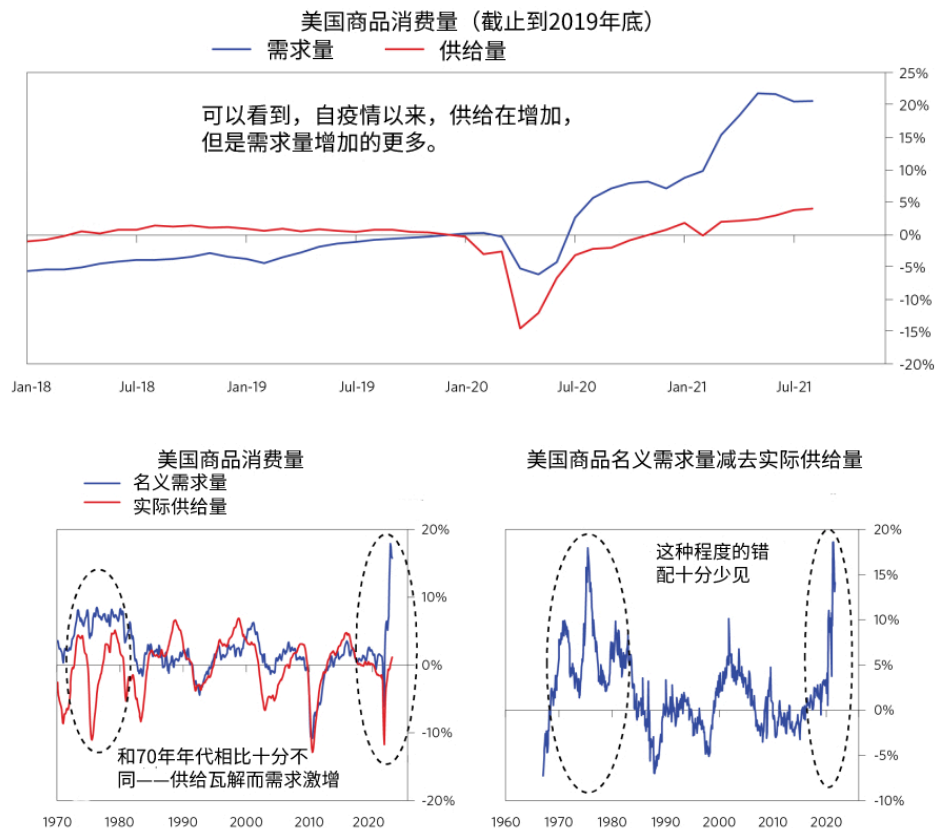
我们现在看到采用 MP3 机制的通胀作用，并观察到它是十分有效的工具。而且，尽管它所推动的需求构成将发生演变（例如，随着新冠肺炎的消退，需求将从商品转向服务），但需求可能仍将保持高位增长。由于 MP3 对资产负债表产生的变革性影响，以及极低的实际收益率带来的持续激励，中国仍有大量潜在支出储备，更多的财政刺激措施即将出台。抑制需求将要求全球央行迅速采取限制性政策，这似乎不太可能。

在这项研究中，我们描绘了一幅需求激增的图景，以及在你所看到的任何地方，供给很难满足不断增长的需求。没有足够的原材料、能源、生产能力、库存、住房或工人。我们从这幅概括性图景可以看到，需求激增引发失衡这一本质导致了一场打地鼠游戏：缓解某个领域的供给短缺问题可能只会加剧供应链其他领域的问题。

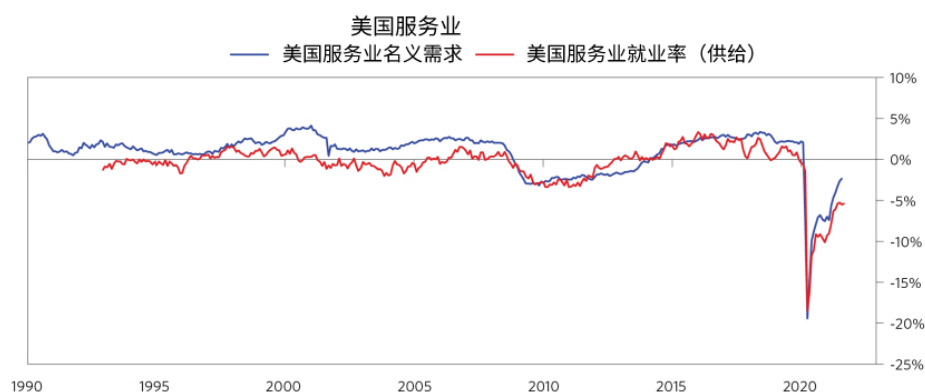
商品生产量高于新冠肺炎前，但需求出现爆炸式增长

供给恢复得非常快。正如你在下图中看到的，目前实际商品生产比新冠疫情之前要高。问题是需求激增，造成了自 20 世纪 70 年代以来从未有过的供需严重失衡。下图从历史的角度显示了当前的不平衡。70 年代真正发生的是供给

冲击：供给崩溃，需求相对稳定。今天，需求在激增，供给也在增长，但是跟不上需求的增长。



尽管目前新冠肺炎促使人们将支出从服务转向商品，部分商品需求仍不太可能持续，而服务供给短缺的问题也在发生，并可能加剧。下图显示，对服务的需求正迅速恢复至新冠疫情前的水平，但由于雇主难以找到员工，所以服务业供给滞后。



随着服务业的需求回归正常，已经非常紧张的劳动力市场将面临更大的压力（我们将在下面进一步讨论）。就问题的严重程度而言，如果仅考虑满足当前服务业所需劳动力，服务业的劳动力需求恢复到疫情前的水平将把失业率推

到历史低点。解决这一失衡意味着对工资施加上行压力，以吸引更多工人延长工作时间，并要求投资以提高生产率。



鉴于需求过于庞大，解决这些短缺问题就像打地鼠游戏。你可以解决某一问题，但你不可能在任何地方都用简单的方法去解决。这将需要大量的投资和大量的生产力才能赶上。但目前差距如此之大——政策如此宽松，这进一步刺激了需求的增长——这一缺口很可能会持续下去。

在家庭需求方面，我们已经详细描述了 MP3 政策是如何导致这一转变的。各国政府向家庭转移了大量现金，远远抵消了新冠肺炎造成的收入损失。当前家庭资产负债表优于疫情前的水平，因为 MP3 创造了大量财富，推高了股票、住房、加密货币等资产的价值。这些增长遍布于整个家庭经济中，而不仅仅是体现在前十分位数的家庭。持续扩张的货币政策进一步降低了偿债成本，随着经济重新开放，家庭收入又有所提高。简言之，家庭富裕，现金充裕，随时准备消费——为持久的、自我强化的需求激增奠定了基础。

下面，我们细细分析供给面，回顾我们今天在经济中看到的每一组短缺和价格上涨。虽然每个案例都有自己的特殊驱动因素，但在所有案例中，需求水平都超过了供给水平，且供给水平高于新冠肺炎前。因此，除非生产率大幅提高，使供应能够赶上需求，或者政策制定者转向紧缩立场以减少需求，否则价格很可能会持续上涨。

原材料不足

由于需求远远大于供给，金属价格自去年以来大幅上涨。展望未来，由于过去 10 年资本支出投资严重不足，未来供给无法及时跟上，而资本支出本身对有限的资源构成进一步的压力。事实上，即使现在非燃料大宗商品的价格和需求恢复到或高于疫情前的水平，资本支出依旧低迷。一些大宗商品（尤其是美国页岩油）可能迅速上涨。但许多公司可能需要长达 10 年的时间才能引入新产能，因此供给短缺可能会持续下去。

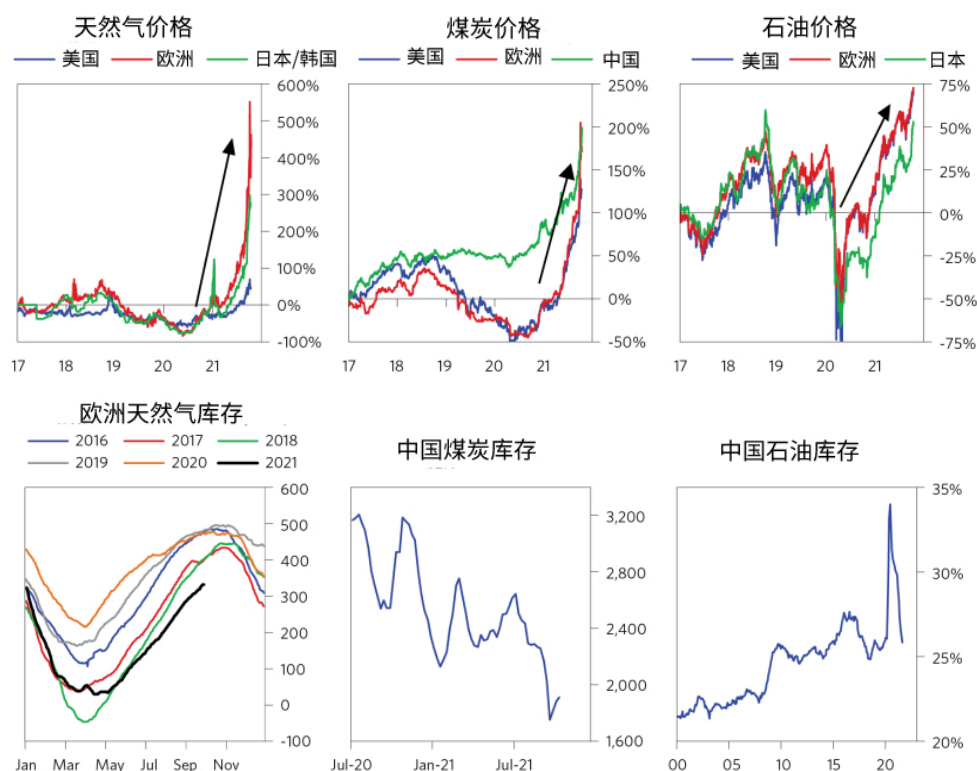


通过观察各个市场，我们可以得出这样的结论：价格上涨是由需求而非供给造成的。铜、铝和镍的供应量远高于过去几年，但价格仍在上涨，同时库存存在下降。



缺乏足够的能源

同样，在当前的需求水平下，也没有足够的能源来推动经济活动。世界各地的天然气、煤炭和石油价格都在飙升。供应方面也有特殊的限制，比如中国或俄罗斯对煤炭环保法规限制了向欧洲出口天然气。但由于需求激增，价格正在全面上涨，而尽管生产水平合理，需求仍在消耗库存。

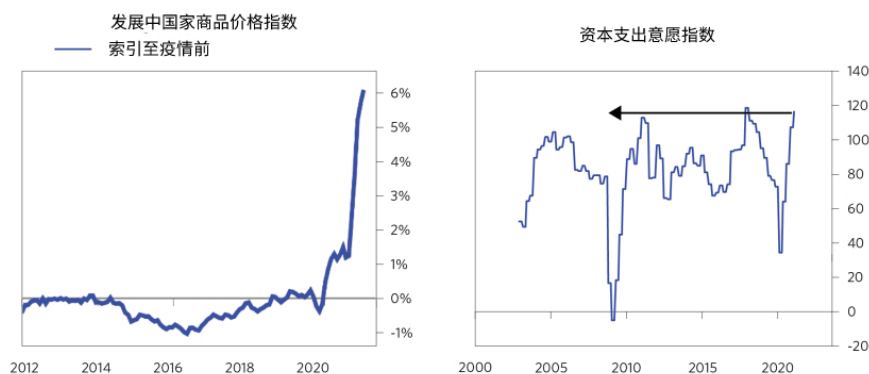


生产能力不足

如前所述，为了跟上激增的需求，全球产量已经超过趋势水平。大部分边际生产能力来自中国。中国的产量已大幅高于新冠疫情前的水平，但产能扩张的幅度有限。与 2020 年初相比，中国的产量增加了 20%，出口则增加了整整 40%。（这就是为什么中国没有足够的煤炭的原因——巨大的全球需求导致了对能源的巨大需求。）

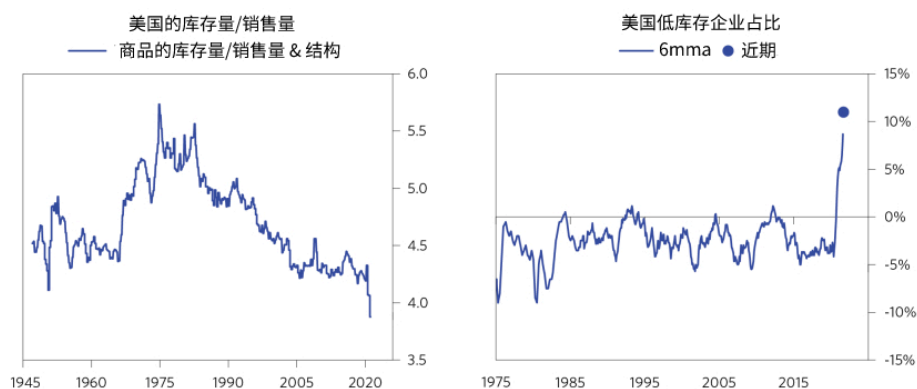


然而，尽管供给激增，仍难以满足需求。需求将全球供应链推向极端，因此，发达国家的商品价格呈爆炸式增长。为了应对这些压力，资本支出意愿处于高位。虽然资本支出将在长期内创造一个供应来源，但它也是另一个需求来源，这将在短期内造成持续的供给紧张。

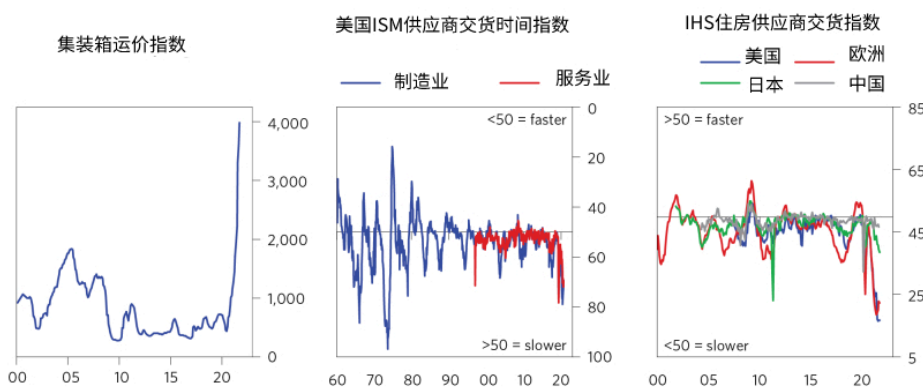


库存或运输能力不足

当你向供应链上游移动时，同样的问题也会出现。没有足够的产量，现在很少有公司有足够的库存，这将迫使人们改变观念。几十年来，企业一直保持较低的库存水平以支撑利润率，企业希望在需要时能够迅速获得必要的供应，但现在这些假设正在瓦解。整个经济中的库存已经暴跌至历史上前所未见的水平，认为总库存过低的美国公司的净百分比现在大大高于 1975 年以来的任何水平。虽然减少库存是一种提供足够供应以满足过去强劲需求的方法，但企业不再有这种选择，而且更难满足未来的需求。

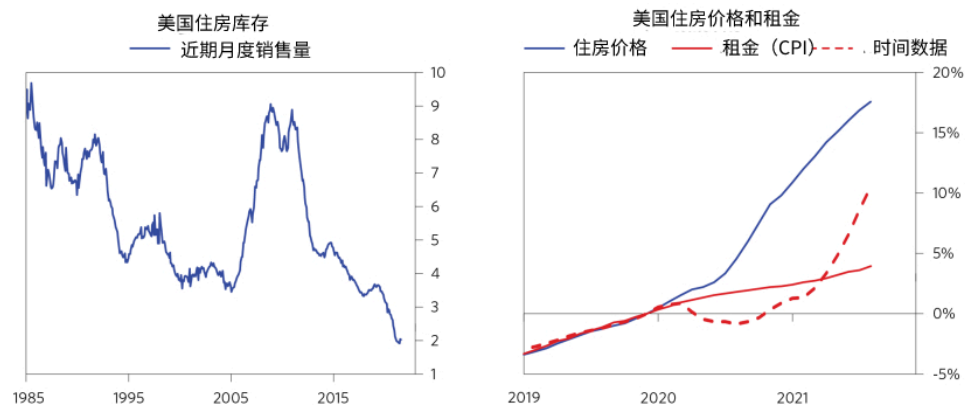


除了低库存之外，企业现在更难在需要时获得供应。通过一系列不同的措施，运输成本和运输交付时间要高得多。

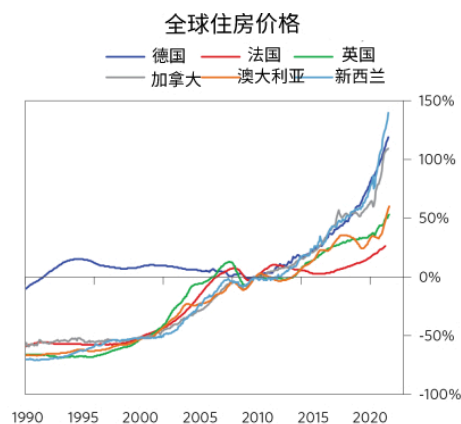


没有足够的住房

房地产市场就是一个例子，由于消费者价格指数（CPI）报告的不规律，房价压力在最近的通胀数据中还没有完全反映出来，未来这将是一个关键的通胀压力。超低的实际利率和不断提高的工资水平支撑着房地产市场的持续繁荣，而供应却无法跟上：在美国，住房库存已降至远低于近几年的水平。最终结果是，房价飙升，租金也在飙升，不过目前 CPI 数据显示租金涨幅落后于这一涨幅——这将对未来 CPI 水平的支撑。

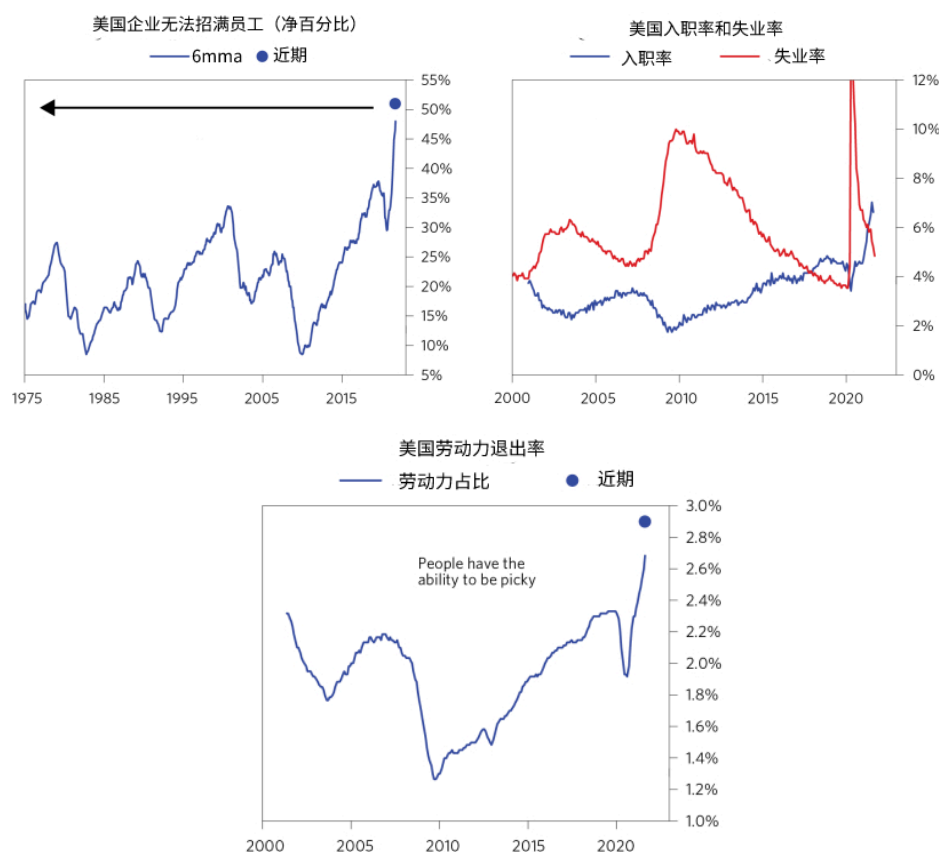


这也不仅仅是美国的现象。通常情况下，全球住房市场之间的分歧比今天更大。由于 MP3 政策导致世界各国利率极低、就业市场紧张（除美国外，世界其他地区的就业市场也越来越紧张），各国的物价都在上涨。

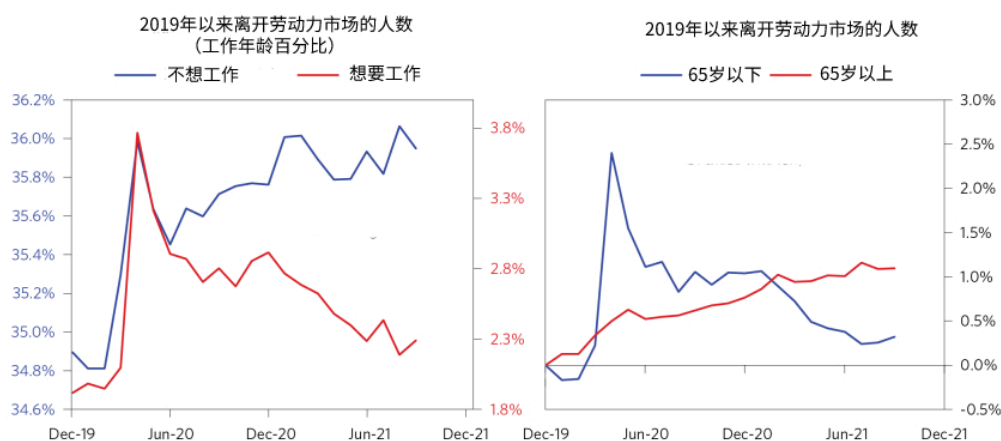


没有足够的劳动力

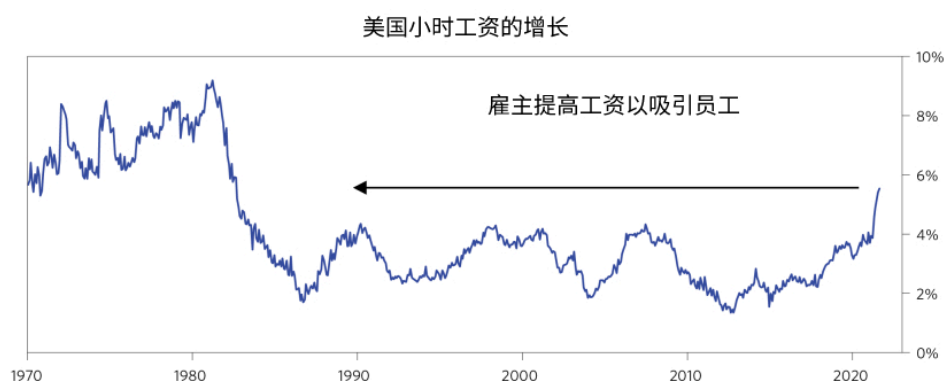
最后一个因素是劳动力。我们从未见过如此紧张的劳动力市场。这与上世纪 90 年代、2006—2007 年甚至新冠肺炎前的繁荣完全不同。在美国，有一半的公司无法招满人——远远高于我们自 1975 年以来看到的任何情况。空缺岗位数比失业者还多。工人们的离职率是历史上最高的。



此外，那些在疫情期间离开劳动力市场的人似乎不太可能回来，因为大多数人说他们不想要工作，而且许多人已经超过 65 岁，很可能永久退休，我们需要吸纳这些人重新回到就业市场。



所有这些压力共同导致工资自 20 世纪 80 年代初以来以最快的速度增长，因为需求远远超过劳动力供给。在我们看来，这些工资上涨只是下一波主要通胀压力的开始。首先，随着消费者的消费行为回归到疫情前的模式，人们增加对劳动密集型服务的支出，劳动力短缺的情况将进一步恶化。人们对通胀上升的预期进一步提高了未来的工资增长，通胀将变得越来越自我强化，没有简单的出路。



在到处都是供不应求的情况下，政策制定者不太可能全面解决短缺问题。它们可以像美国那样延长港口的开放时间，也可以像中国那样放宽环境法规，但为了使供求达到不会导致价格持续上涨的水平，就需要对生产率进行大规模投资，以使供给迎头赶上。供需缺口现在已经足够大，再加上极其宽松的政策进一步鼓励需求而非抑制需求，高通胀很可能会持续下去。

本文原题名为 “It’s Mostly a Demand Shock, Not a Supply Shock, and It’s Everywhere”。本文作者是 Greg Jensen, Melissa Saphier, Steve Secundo。Greg Jensen 是 Bridgewater Associates 的联席首席投资官，也是 Bridgewater 运营董事会的董事。他毕业于达特茅斯学院（Dartmouth College）毕业，获得经济学和应用数学学位。本文于 2021 年 10 月 19 日刊于 BRIDGE WATER 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

由于高劳动力需求和低劳动力供给，美国 2021 年就业增长已达预期

Jason Furman & Wilson Powell III/文 徐懿凡/编译

导读：数据显示，美国就业市场指标显示出明显改善。如果劳动力市场的其他方面遵循其惯常的模式，那么经济应该能够以更快的速度创造更多的就业机会。但目前仍有很多不确定性，主要来自工人工作意愿和劳动需求会如何受新冠疫情变化的影响。预计明年的财政政策和货币政策都是扩张性的。编译如下：

最新的数据显示关于 11 月美国劳动力市场的混合信号：通常来说更可靠的工资调查数据显示仅仅增加了 21 万个工作岗位，但家庭调查数据显示失业率急剧下降到 4.2%、同时劳动参与率提高、就业增长了超过 100 万人。这两者之间的差异可能很大程度上是由于测量误差干扰，并且工资数据本身也会随着时间推移而修改。

在这篇博客中，我们将回过头来分析过去一年劳动力市场的演变。尽管讨论“大辞职”可能会给人留下就业率极低的印象，但事实并非如此。自去年 12 月以来，美国经济平均每月新增 55.5 万就业，与今年早些时候发布的专业预测调查（Survey of Professional Forecasters）预测的月增长速度大致相同。这是两个因素共同作用的结果：劳动力需求的增长速度比大多数人预计的要快，11 月有 1100 万职位空缺就是证明；但同时劳动力供给的表现令人失望，持续低水平的劳动参与率也是证明。这些因素共同造成了名义工资的快速增长远远高于新冠疫情前的趋势——尽管这一增长被更高的通胀抵消了。

失业率低于 5 月份专业预测调查对 11 月份失业率表现为 4.9% 的预期，与此同时，劳动参与率也可能低于预测值。

总体而言，经济表现仍比疫情前的预测少 500 万就业（经人口增长变化调整后的估计）。这一差距也许在未来几个月内会持续缩小，但想要有快速的进展也会更加困难，因为职位空缺可能会越来越难以填补，另外新冠病毒奥密克戎变异株带来的不确定性也会上升。然而，在德尔塔变异株已经快速蔓延的情况下经济仍然以相对较快的速度增长，这一事实表明未来经济还是有可能继续发展。

劳动力市场比正常水平少了 500 万就业

劳动力市场的状况可以通过表中所示的一组指标来理解。

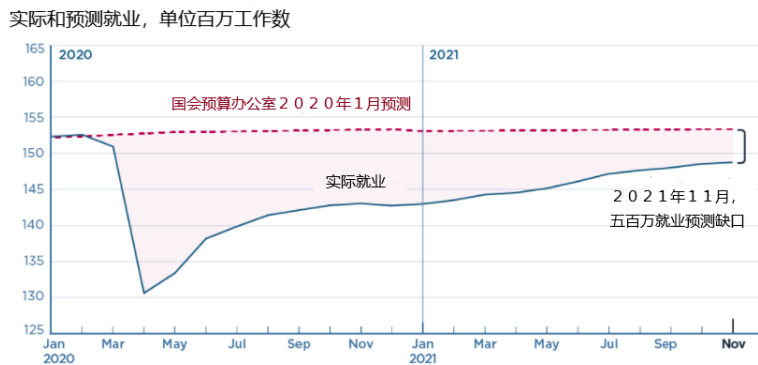
	2021 年 11 月	与疫情前值/趋势的差异
非农就业人数（千）	210	-4697
失业率	4.2%	0.7pp
实际失业率	5.4%	1.9pp
就业-人口比率	59.2%	-1.4pp
劳动参与率	61.8%	-1.0pp
职位空缺率	7.1%	2.7pp
每空缺职位失业人数	0.61	-0.21
平均时薪，私人总收入	0.3%	#N/A
平均时薪，私人生产和非监督	0.4%	#N/A

数据来源：美国劳工统计局的宏观板块，事实招聘实验室（Indeed Hiring Lab），国会预算办公室，作者计算。

注：PP=百分比。2021 年 10 月的数值为非农就业人数和平均小时收入的一个月变化值。疫情前的趋势是根据国会预算办公室 2020 年 1 月对经人口增长放缓调整后的非农就业人数预测得出的。剩下的指标衡量是疫情前（2020 年 2 月）的数值。疫情前就业-人口比值和劳动参与率之间的差异是根据人口的年龄-性别组成调整的。职位空缺是根据事实招聘实验室网站的职位增长来估计的。平均时薪增长是基于工业行业的总小时数链式加权（chain-weighted）估计的。

11 月劳动力市场表现和正常水平之间的差距持续缩小，但如图 1 所示，经人口调整后，经济仍比疫情前的预测少 500 万就业（或比疫情前的原始预测少 100 万就业）。我们使用国会预算办公室 2020 年 1 月的预测值来预测如果没有新冠疫情以及它带来的一系列应对措施之下，就业可能出现的情况。2021 年 11 月，16 岁及以上的非机构平民人口比国会预算办公室最初的估计低 210 万（或 0.8%），主要因素是死亡率过高以及移民减少。通过将国会预算办公室最初的就业预测下调 0.8%，我们实际上是在假设国会预算办公室是在预测就业率而不是就业水平。（需要注意的是，因新冠死亡的人的就业率可能低于国会预算办公室预计的平均水平，但失踪移民的就业率可能高于国会预算办公室的预测，因此在我们的简单调整中，这两样测量误差可能大致互相抵消了。）

图 1 美国劳动力市场在 11 月继续逐步复苏，但仍低于疫情前的预测



数据来源：美国劳工统计局的宏观板块，国会预算办公室，作者计算。

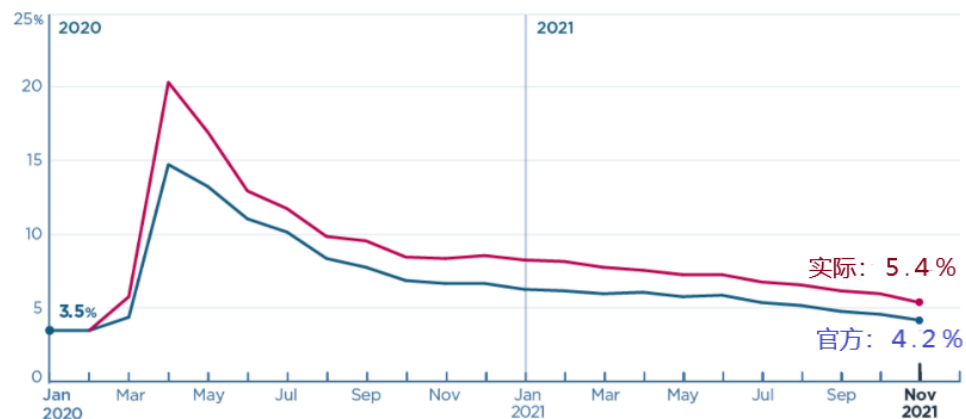
注：就业是指非农就业，不包括业主、自雇者、无偿家庭或志愿工作者、农场工人和家庭佣工。国会预算办公室调整后的成年平民人口增长率低于预期。

目前失业率仅比疫情前高 0.7 个百分点。但考虑到目前的经济状况，就业人口比预期少了 180 万人，因此就业市场的复苏不如失业率所显示的那么好。

“现实”失业率调整了分类错误和自疫情开始劳动力参与率大幅下降的异常情况，比疫情前 11 月水平高 1.9 个百分点（图 2）。这与持续低迷的劳动力参与率和就业-人口比率一致，后面这两个比率分别比疫情前的值低 1.0 和 1.4 个百分点（根据人口变化进行调整后）。

图 2 失业率在 11 月大幅下降，但劳动力市场复苏不如官方数据显示的那样快

衡量失业率的不同方法



数据来源：美国劳工统计局的宏观板块，作者计算。

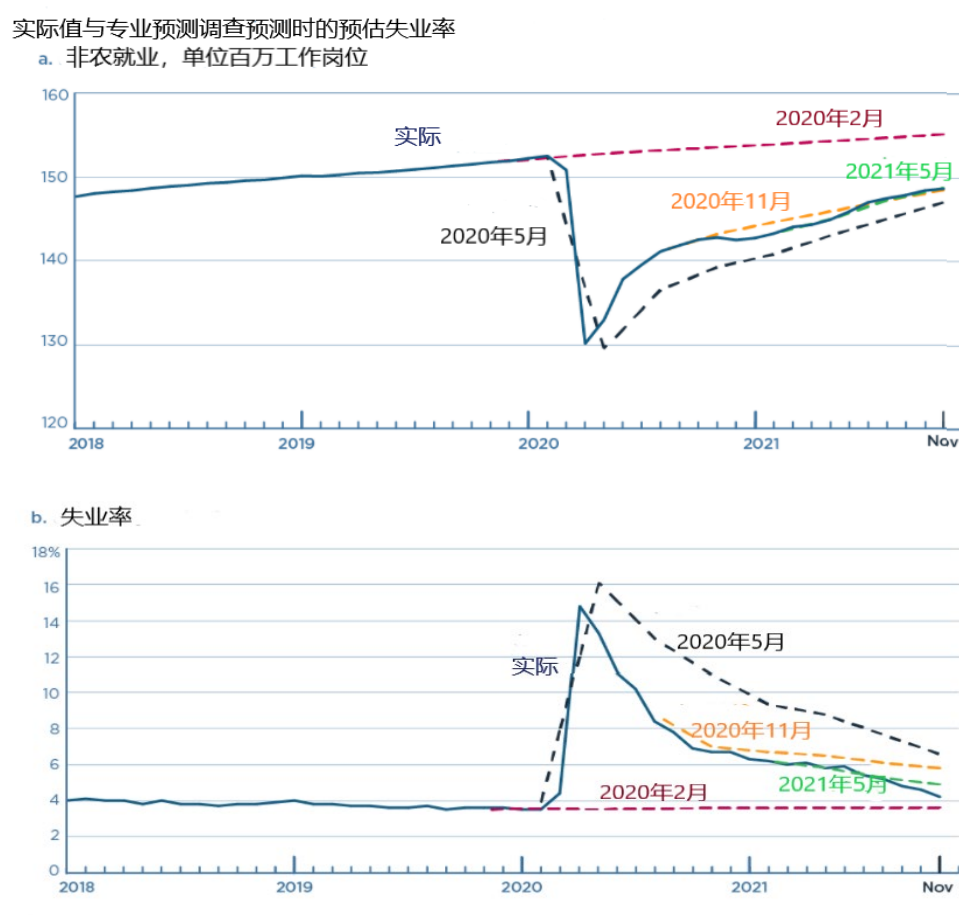
注：实际失业率指的是根据疫情期间劳动力市场的异常情况调整后的失业率。

今年的就业增长与预期一致

今年的就业增长与经济预测人士的预期大致一致，我们依据的是专业预测调查的预测中位值，该调查每三个月对主要的经济预测者进行一次调查。（为了使月度数据与季度和年度报告的数据大体一致，我们做了一些小假设。）总

体而言，2021 年 11 月的就业水平符合或高于 2020 年新冠疫情出现以来作出的大多数预测，其中一些预测见图 3。具体来说，在 2021 年前 11 个月，美国经济平均每月新增 55.5 万就业，高于 2020 年 11 月发布的 43.2 万就业的预测，接近《美国援助计划》（American Rescue Plan）通过后 2021 年月发布的 56.2 万就业预测。

图 3 在疫情早期作出的经济预测预测，失业率会更高、持续时间更长



数据来源：美国劳工统计局的宏观板块，费城联邦储备银行，作者计算。

注：季度和年度预测与月度水平相结合。

失业率下降的幅度和速度超过了专业预测调查的预期。11 月的失业率为 4.2%，远低于 2020 年 11 月预测的 5.8%或 2021 年 5 月预测的 4.9%。

如果用其他机构的预测值，也能看到类似的就业增长和失业率下降达到或超过预期的趋势，比如蓝筹（Blue Chip）共识或英国简氏集团（IHS MARKIT）这样的个体预测者。

就业市场的发展似乎反应了分析师们今年早些时候犯下的两个相互抵消的错误。首先，给定工资，工人愿意供给的劳动量低于预期，同时劳动力参与率低于国会预算办公室或英国简氏集团的预测（大多数其他人不发表他们对劳动

参与率的预测)。其次关于劳动力需求,即在给定工资水平下企业希望雇佣的劳动力数量似乎有所增加,11月预计有1100万个职位空缺,达到或接近历史最高水平。这两个错误在就业预测方面作用大致相互抵消,但这两个错误推动工资上涨的速度远远快于任何人的预期。

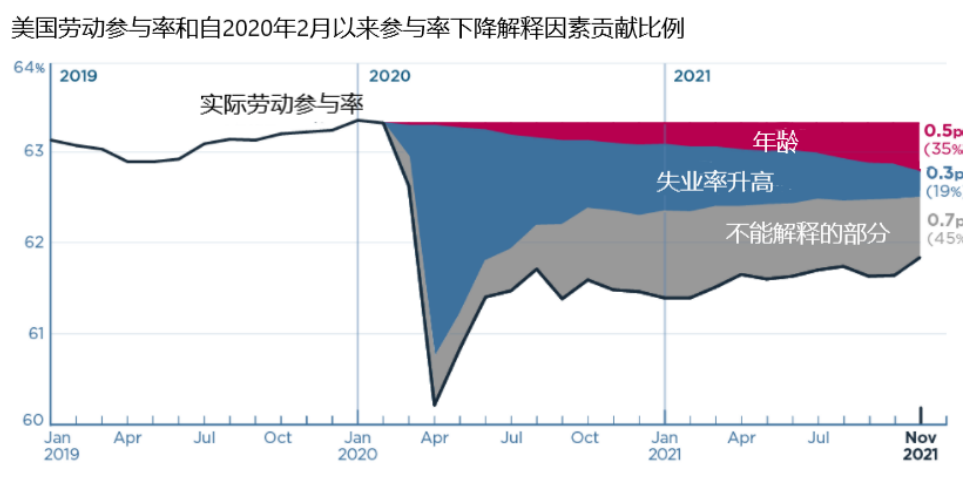
劳动力供给减少:劳动力参与率下降惊人

与2020年2月相比,劳动力数量仍大幅减少,同期劳动力参与率下降了1.5个百分点。大约三分之一(0.5个百分点)的下降可以归因于人口年龄-性别结构的变化。因为随着人口老龄化,劳动力参与率会随着年龄的增长而下降,即使每个年龄-性别群体的劳动力参与率保持不变,总体劳动力参与率也会下降。

从历史上看,较高的失业率与较低的劳动力参与率有关,因为一些宁愿工作的人因为找到工作的可能性降低而停止寻找工作。将大萧条时期的失业率和劳动力参与率之间的关系应用到当前的劳动力市场,我们预计,由于失业率升高,经人口统计调整的劳动力参与率将降低约0.3个百分点,占2020年2月以来劳动力参与率总降幅的约五分之一。

这意味着0.7个百分点的下降,约占劳动参与率总降幅的一半,并没有被人口结果变化或失业率上升所解释。这三个组成部分的相对贡献如图4。

图4 劳动力参与率仍低于疫情前,并低于给定经济状况下的预期



数据来源:美国劳工统计局的宏观板块,作者计算。

注:根据计算实际失业率时劳动力参与率变化与失业率变化之间的历史关系,高失业率反映了劳动力参与率的预期变化。

劳动力需求出人意料地强劲

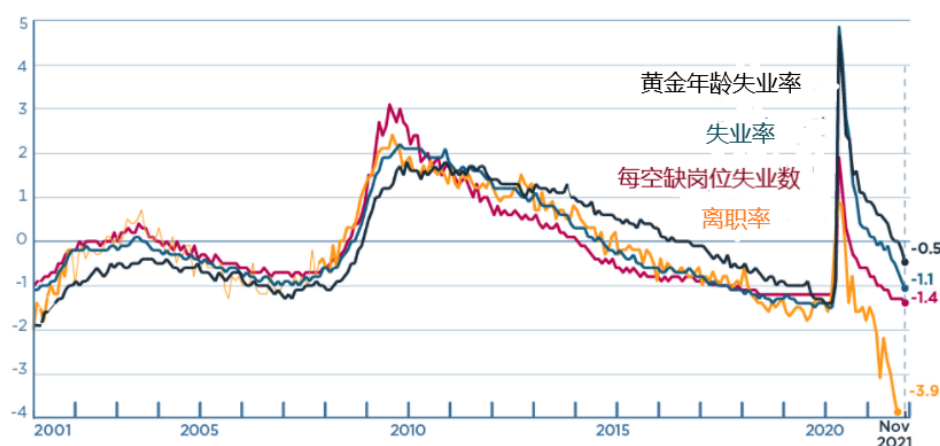
企业雇佣工人的意愿非常强烈,岗位需求即使在2020年也强劲复苏,在2021年飙升至创纪录高点,并保持在这一水平附近。去年11月,失业人数和就业岗位数之比为0.6,创下了2000年以来的最低水平。

工资的快速增长表明劳动力市场紧张

不同的劳动力市场指标发出了不同的信号。黄金年龄（25-44）失业率（1 减去更熟悉的黄金年龄就业率）显示，11 月的失业率接近 2001-2018 年平均水平。总失业率略低于同期平均水平，而失业人数和空缺岗位数的比率表明劳动力市场非常紧张，而离职率（9 月，最近的一个月）则更加紧张（如图 5）。

图 5 疫情前劳动力市场紧张度的不同指标是一致的，但现在开始有所不同

劳动力市场紧缩程度月度估计，标准化指数



数据来源：美国劳工统计局的宏观板块，事实招聘实验室，作者计算。

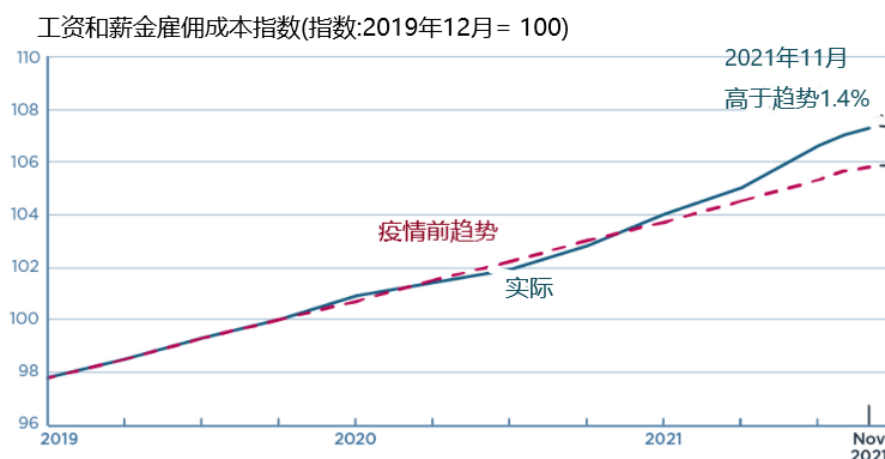
注：Z-score 标准化指数使用标准差显示了与平均值的关系，根据 2001 年至 2018 年的平均值和标准差计算。黄金年龄失业人口是指 25-54 岁没有工作的非机构平民人口。失业率是 U-3 失业率。离职率是离职人数除以总非农业就业人数，被绘制为 1 减去离职率，因此较高的值对应于更大程度的松弛，与其他衡量措施一致。2021 年 10 月和 11 月的职位空缺是根据事实招聘实验室发布的信息估算的。

根据新冠疫情之前的经验，我们最近调查了哪些指标是工资增长或通胀的最佳预测指标，并得出结论，所有四种指标的表现都大致相似。然而，由于每空缺岗位失业数和离职率与最近工资和物价的快速增长最为一致，这两项指标在评估未来工资和物价的发展时应具有最高的权重。

名义工资增长在 11 月有所放缓，上升了 0.3%（按年率计算为 3.1%），这可能稍微低估了真实的工资增长，因为加入低薪工人带来了构成效应（经过一个粗略反应了不断变化的行业结构的调整之后，显示 11 月工资年增长率为 3.8%），这虽然低于 9 月份特别快速的工资增长，但过去三个月的工资增长仍远高于疫情前的速度。

如图 6 所示，将就业成本指数（不受构成效应严重扭曲，但仅 9 月数据可用）与平均时薪（更及时但对构成效应较为敏感）结合在一起，名义工资强劲增长意味着工资远高于疫情前的趋势。

图 6 在疫情早期出现放缓后，目前的工资水平远高于趋势的趋势

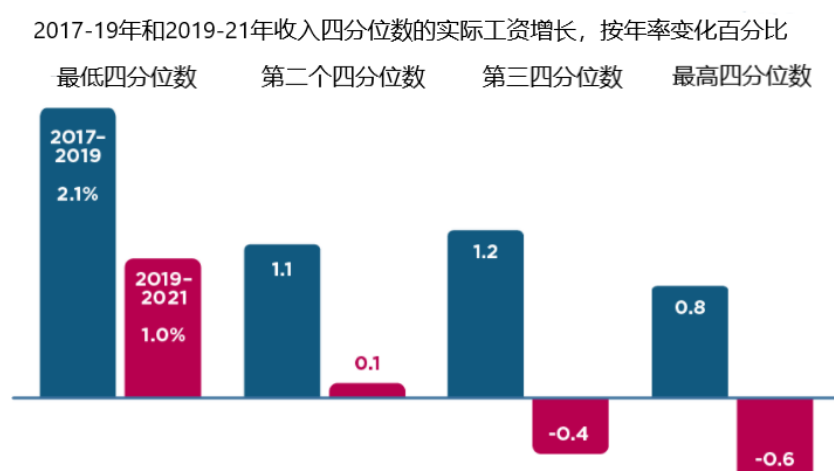


数据来源：美国劳工统计局的宏观板块，作者计算。

注：基于 3 月 18 日至 12 月 19 日对数线性回归的疫情前趋势。2021 年 9 月以后的就业成本指数扩大了对所有私营部门工人平均时薪的使用变化。

然而，平均而言，通胀的速度超过了这些名义工资的增长速度。因此，实际工资相对于疫情前的水平，特别是相对于疫情前的趋势（到 10 月，目前还没有 11 月的通胀数据）是下降的。然而，低收入工人的名义工资增长要快得多，并超过了通胀，尽管仍比疫情前要慢，如图 7 所示。

图 7 过去两年，实际工资增长有所放缓，但最低收入者的增长仍是最快的



数据来源：亚特兰大联邦储备银行以及美国劳工统计局的宏观板块，作者计算。

注：时间段为 2017 年 10 月至 2019 年 10 月和 2019 年 10 月至 2021 年 10 月。亚特兰大联邦储备银行的工资增长追踪数据受到美国物价指数通货膨胀的影响。

未来劳动力市场的前景

尽管就业增长速度在 11 月放缓，但其他就业市场指标显示出明显改善。如果劳动力市场的其他方面遵循其惯常的模式，包括从失业到就业的退出率上升、劳动参与率上升、失业率下降等，那么经济应该能够以更快的速度创造更多的就业机会。

更多的时间应该有助于数以百万计的就业岗位的恢复，但目前仍不确定这 500 万个消失的就业是否可以全部恢复还是恢复其中一小部分，以及这一恢复过程需要多长时间。两个最大的不确定因素是，工人找工作的愿望以及工作愿望和劳动力需求将如何与德尔塔变异株持续传播以及奥密克戎变异株突起造成的影响相互作用。

明年的财政政策将是扩张的，尽管扩张性不如从前，因为美国救援计划的额外五千亿美元预计将在本财政年度花销掉，“更好重建”计划（Build Back Better）可能会增加一些额度。明年的货币政策立场很可能也将保持扩张，同样扩张性可能比不上今年。随着时间推移，应该会继续使经济恢复到更接近疫情前的水平。一个大问题是，这些政策是否会表现为更高的生产率和更紧张的劳动力市场来支持比疫情前更多的实际工资增长，时间会给出答案。

本文原题名“US Met Forecasts for Job Growth in 2021 amid Unexpected High Labor Demand and Low Labor Supply”。本文作者 Jason Furman 是彼得森国际经济研究所（PIIE, the Peterson Institute for International Economics）非常驻高级研究员，还是哈佛大学肯尼迪学院和哈佛大学经济系的经济政策实践教授；Wilson Powell III 于 2017 年 1 月至 6 月在彼得森国际经济研究所担任研究分析师。本文于 2021 年 12 月 3 日首刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

泡沫是否正在缩小？这是好事还是坏事

Greg Jensen, Atul Narayan and Sam Green /文 薛懿/编译

导读：随着美联储转向紧缩性政策，流动性下降开始体现在价格中，市场中泡沫最严重的部分出现了裂缝。编译如下：

正如我们以前所指出的，新冠疫情之后，前所未有的流动性泛滥已经导致我们的泡沫指标在全球市场的某些领域亮起红光。我们一直在研究泡沫，并建立了衡量经济体或单个市场是否存在泡沫的指标。根据我们的衡量标准，新兴科技股、特殊目的收购公司（(Special Purpose Acquisition Companies, SPACs)、加密货币、非同质化代币（non-fungible tokens, NFTs）、收藏品等领域可能存在泡沫。由于美国家庭的收入得到了政府大规模支票的支撑，他们将大量储蓄投入市场，这些泡沫在美国尤为明显。此外，他们的支出受到封锁的限制，并且竞争和技术推动的低成本交易使得投资（和投机）变得更加容易。

所有泡沫最终都会破灭，尽管时间的不确定性往往很高。最近的市场动向很有趣，并对此提出了一个问题：美联储适度收紧是否可以抑制这些泡沫以及这是好事还是坏事。虽然整体市场仍接近高位，但很大一部分市场在大幅下跌，市场中泡沫最严重的部分目前较峰值已下跌了 25% 以上。这是因为投机性工具的巨大交易量已明显低于峰值水平，而且最近几周我们看到对冲基金大幅去杠杆化。比特币和其他加密货币下跌了 20% 甚至更多，而 IPOs（和 SPACs）依然低迷。

虽然缩小泡沫是好事，美联储很乐于如此，但缩小泡沫的二级和三级影响往往很难控制。下面，我们将泡沫地区的一些市场行为放在大背景下进行分析，并展示主要后果。我们注意到的关键渠道是：

- 流动性敏感度：虽然有关 Omicron（新型冠状病毒变种）的消息使得流动性在 11 月中旬加速增长，但这是在流动性逐渐降低的背景下发生的，而且即使考虑到更大的不确定性，美联储对维持紧缩政策的容忍度似乎也有所提高。正如我们以前所指出的，美国股市总体受益于这波后置（backward-looking）流动性浪潮，而如今，美国股市是 20 多年来对流动性降低最敏感的时候。任何大规模的调整都极有可能得到抵消性的政策支持，但短期内可能会带来痛苦。
- 情绪和溢出效应：新兴科技领域中某些股票的零售活动尤为明显。此外，参与的范围也很广泛：从科技巨头到航空公司和石油公司等遭受重创的行业，都有大量的零售采购。如果泡沫破裂，零售交易者，特

别是那些直接或通过期权使用杠杆的交易者，可能被迫平仓，从而进一步扩大抛售的范围。

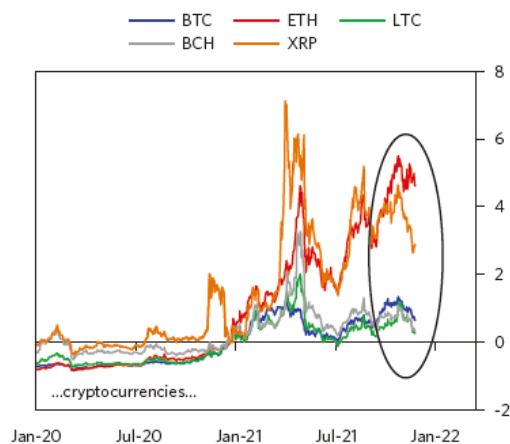
- **公司支出和私募基金市场：**许多表现最为强劲的新兴科技公司已将筹集的资金用于研发、巨额在线广告支出，以及运行其软件平台的云服务支出。这些努力为那些对广大股票投资者非常重要的公司带来了收入——即提供云计算能力的亚马逊、谷歌和微软，以及 Facebook、谷歌和苹果等提供在线广告和主要平台来接触客户的公司。如果这些支持转向其它领域，科技公司的盈利增长可能会辜负投资者的高期望值。此外，这些公开上市的新兴科技公司的表现，关系到私人市场的情绪、回报和估值，而私人市场在过去十年中经历了爆炸性增长。
- **财富效应：**由于投机性投资（以及金融资产回报率的广泛增长）带来的按市值计价的收益很容易看到并付诸实际行动，因此它们有助于支持边际支出。短期内，纸面财富可能对支出有显著影响，特别是在创造了大量新财富的情况下。正如 20 世纪 90 年代末的情况一样，大量资金流入散户投资者手中，这很可能会进一步导致财富转为支出。在科技泡沫时期，我们发现资产回报和零售支出增长之间的关系收紧了不少，而最近我们也观察到了这一点。因此，这种转变可能至少会在短期内拖累实体经济增长。
- **政策限制：**虽然增长和通胀是推动美联储政策选择的主要考虑因素，但在边际上，资产泡沫的存在确实限制了政策制定者的灵活性。特别是当泡沫变得更大时，它们将进一步影响决策者的决定，因为它们的破裂可能产生上文讨论的连锁反应。

正如你所看到的，在 Omicron 出现之前，金融市场中一些最具投机性的板块就已经从高点下跌了。

总收益（以 2020 年初为基准）



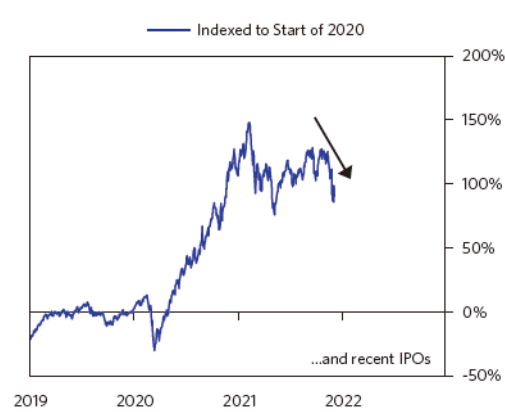
加密货币价格（以 2021 年初为基准）



高 vs 低对冲基金水平

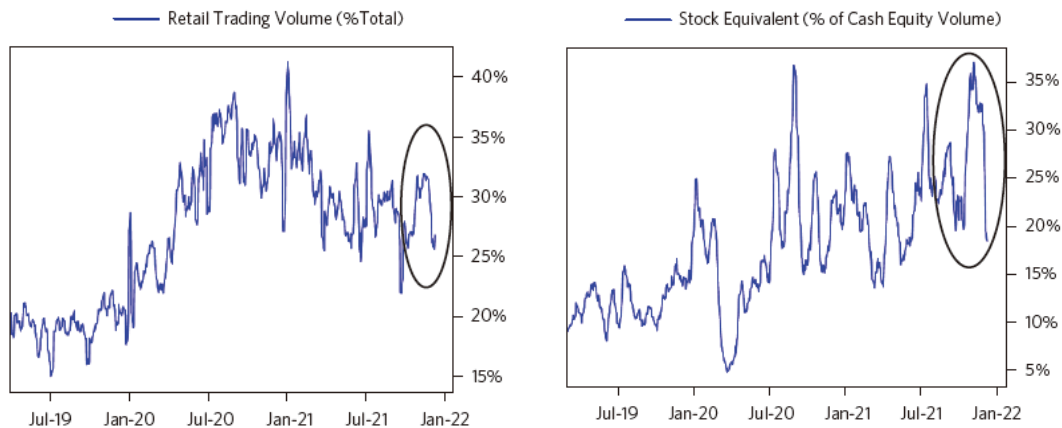


Renaissance IPO 指数



当我们衡量不同渠道的零售流量时，虽然零售流量的总体峰值看起来已经过去，但它们仍然是市场中的主导力量。根据我们的实时测算，散户投资者在最近的疲软期间仍继续买入。虽然零售现金股票和期权交易在过去几天都有所放缓，但这种疲软是会反弹还是继续下去，将是泡沫何时以及以多快的速度破灭的一个重要因素。

看涨期权交易量

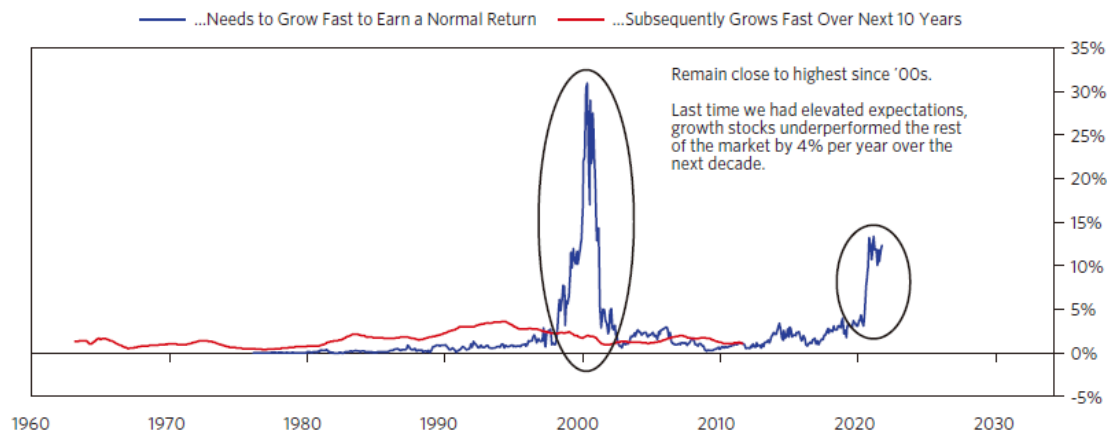


到目前为止，修正幅度很小，泡沫最严重的前 10%股票市场的定价仍然偏高。

与涨幅相比，调整幅度微乎其微，下图显示了贴现后仍高速增长的市场份额（十年或更长时间有着 20%以上的收益增速），这约占当前总市值的 10%。红色的线显示，只有约 2%的股票在十年里实现了至少 20%的实际收入年化增长率。将目前这些公司与过去 10-15 年中取得巨大成功的一些标志性企业（如亚马逊、Alphabet、Facebook、微软、Salesforce、Netflix、Nvidia、Lululemon、Monster、Chipotle）进行比较：

- 目前这些公司还不够成熟，收入和利润率都更低。大约一半公司还未实现盈利。之前的同类公司普遍能够盈利，并且在过去 10 年里，利润率没有太大变化，能够产生 30%左右的回报率。
- 更重要的是，初始估值要高得多。想要产生 8-10%的回报率，这些公司需要在未来十年内每年至少增长 20%。此外，它们还必须提高利润率。对于不盈利的这一半公司来说，利润率的变化必须很大。从历史上看，只有不到 0.5%的公司同时实现了 20%的增长和类似的利润增长。
- 另一方面，如果亚马逊、Alphabet、Facebook、微软、Salesforce、Netflix 等公司十年前的定价与目前这些公司相同，那么它们的快速增长将带来约 10%的年回报率，而不是 30%。

占总市值的比例

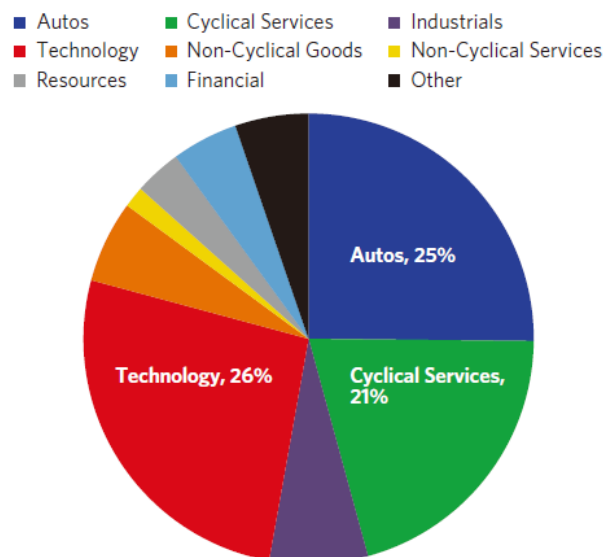


下面，我们将介绍一些关键环节来了解泡沫破裂可能对市场和经济产生的影响。

对情绪和溢出效应的潜在影响

虽然投机性资金在小范围内制造了泡沫，但泡沫股票并不是散户投资者持有的唯一股票。尽管一些行业和公司获得了不成比例的资金流（如特斯拉，其市值占比很小，但却获得了 25% 的资金流），苹果、亚马逊和微软等科技公司也从散户投资者处获得了大量资金。同样，我们还发现零售资金今年参与了转向价值股的轮换交易（rotation-toward-value trade）。如果泡沫破裂，零售交易者，特别是那些直接或通过期权使用杠杆的交易者，可能被迫平仓，进一步扩大抛售范围。此外，这一领域的转变可能会对更广泛的市场产生负面情绪影响。

自 2020 年 4 月以来累计的零售股票购买量

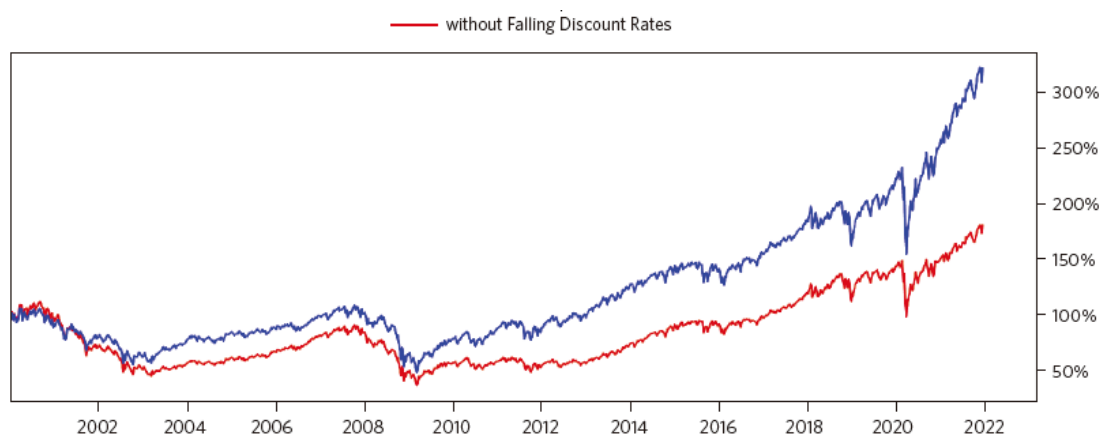


如果是流动性下降导致泡沫破裂，那么将产生更广泛的影响。

我们并不认为整个股市的状况是一个泡沫，但促成泡沫出现的相同条件，即导致贴现率下降和风险溢价收紧的流动性泛滥，对整个市场都起到了很大的

支撑作用。因此，流动性放缓导致贴现率上升和风险溢价升高，而风险溢价是最有可能戳破泡沫的杠杆，从而对整个市场造成重大拖累。下面的图表将股市受到的影响与 2000 年以来不断下降的债券收益率区分开来（蓝线和红线之间的差异）。

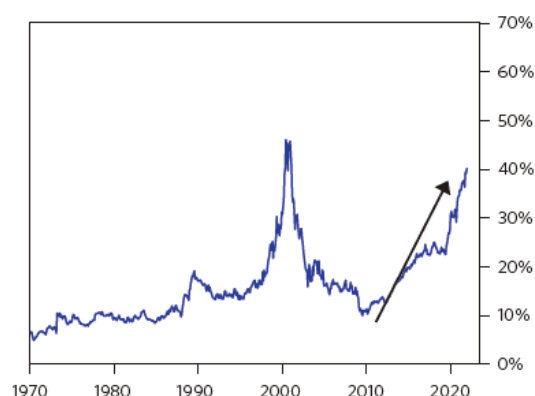
美国股票价格（以 1999 年为基准）



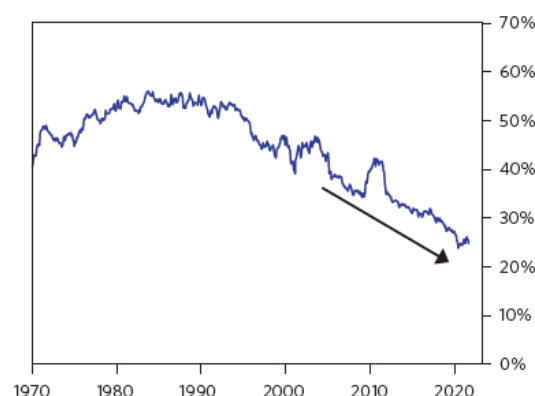
这种拖累将发生在美国股市总体对流动性状况异常敏感，对短期经济增长的敏感度低于正常水平的时候。

美国股市占比

对流动性高度敏感



对增速高度敏感



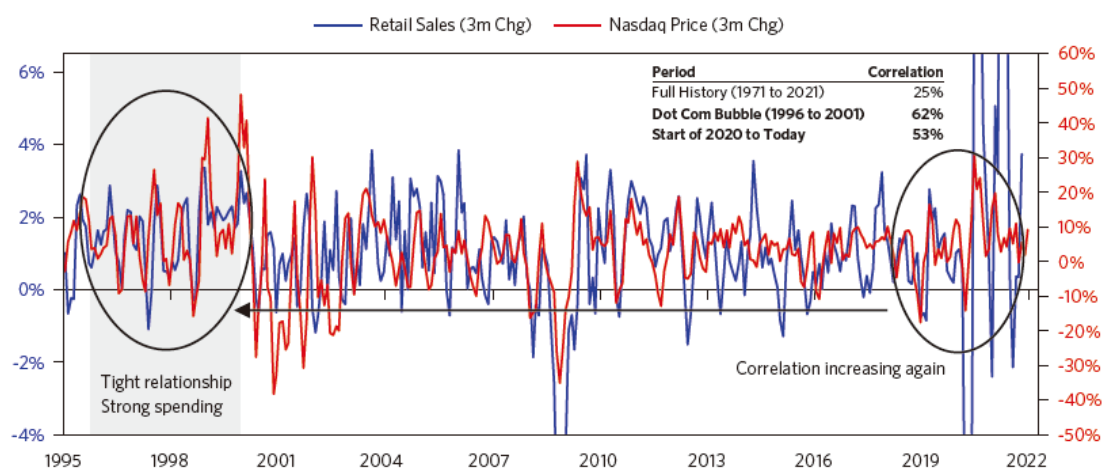
财富效应

高水平的家庭财富加上我们在过去一年所看到的资产价格以超高速再膨胀的结果是，家庭正处于近代史以来财富相对于收入增长最快的时期。而今天，与上世纪 90 年代一样，大部分财富增长来自流动的、按市值计价的金融资产（即股票），这使得人们更容易看到这些收益并花掉。



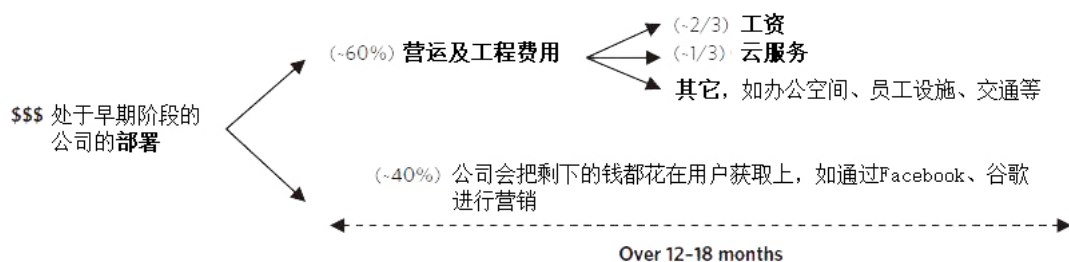
在上世纪 90 年代，美国家庭确实选择将收益变现并花掉。在那个时期，纳斯达克指数的短期走势与零售销售之间存在着非常紧密的联系。美国家庭增加支出并减少财富的行为增加了本就强劲的周期性环境，并推动经济总支出创下新高。下面的图表展示了支出和纳斯达克指数之间的关系，显而易见，它们通常关系松散。今天的一篮子赢家与纳斯达克有所不同，但道理是一样的。2018-2019 年，可以看到支出与股价之间的联系更加紧密。随着经济重新开放，支出开始释放，而市场表现的逆转可能会在短期内拖累这一趋势。

纳斯达克 vs 零售销售额的变化



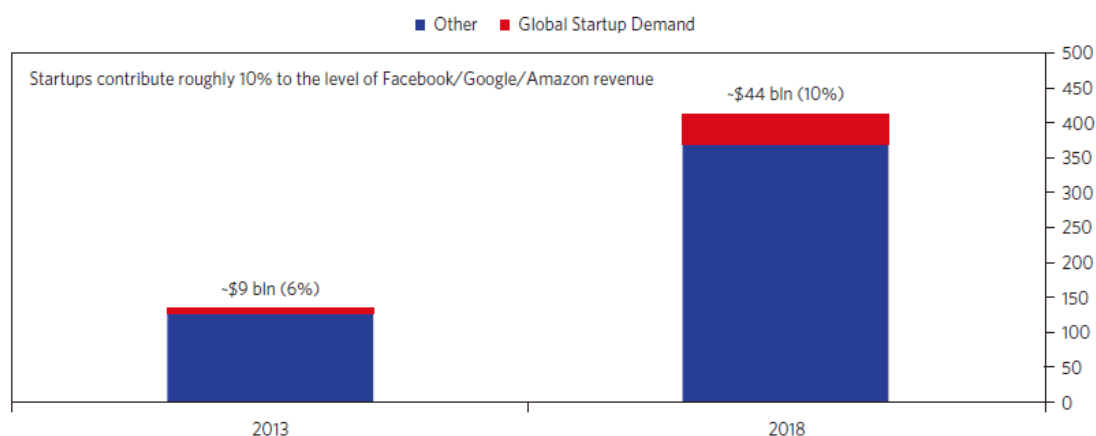
对私营生态系统和科技巨头收益的影响

如上所述，这些公开上市的新兴科技公司的表现，关系到私人市场的情绪、回报和估值，而私人市场在过去十年中经历了爆炸性增长。这些公司，以及更广泛的风险资本生态系统，对标准普尔 500 指数中最重要的公司的收益具有显著影响。如下图所示，处于早期阶段的公司将其大部分现金用于云服务和在线广告等业务，这些业务最终成为美国科技巨头的收入来源。



由于大部分支出最终落入大型在线广告平台（Facebook、谷歌）和云服务提供商（亚马逊、微软）手中，这些公司最终从初创公司赚取了可观的利润。我们估计，Facebook、谷歌和亚马逊的总收入中，有近 10%直接来自全球初创企业的支出。

Facebook、谷歌和亚马逊总收益（亿美元）



鉴于上述整体情况，我们正在密切关注这些泡沫的演变。

本文原题为“Is the Air Coming Out of the Bubbles? And Is That Healthy or Ominous?”。本文作者 Greg Jensen 是 Bridgewater Associates 的联席首席投资官，也是 Bridgewater 运营董事会的董事。Greg 负责监督 Bridgewater 交易策略研究的系统化，管理专有投资管理模型的开发，指导客户投资策略的设计和实施，并通过 Bridgewater 的每日观察向客户和全球政策制定者发布实时的市场理解。本文于 2021 年 12 月刊于 Bridgewater 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

了解美国和欧元区的通胀风险

Jasper McMahon, Lucrezia Reichlin 和 Giovanni Ricco/文 杨茜/编译

导读：美联储最近改变了货币立场，并释放出快于预期的货币紧缩信号，而欧洲央行则更为稳健。本文使用近期石油价格、通胀、通胀预期、劳动力市场和产出数据，通过建立统计模型发现该模型的预测值支持了两国央行的立场差异。周期性通胀主要受两个司法管辖区的短暂能源价格波动和菲利普斯曲线影响。对周期性通胀的评估表明，从现在起一年内，欧元区 HICP 通胀仍将低于 2% 的目标，为 1.75%，而美国 CPI 通胀将高于 2.75%。编译如下：

通货膨胀是当今的热门话题。美联储最近改变了货币立场，并释放出提前货币紧缩的信号。欧洲央行更为鸽派，但在其 12 月政策会议后的声明中表达了对通胀风险评估的变化，并预测 2022 年全年通胀将保持高位。然而，这两大央行仍将当前本轮比预期更为持久的通胀视为暂时性的。

这个观点与数据一致吗？通货膨胀的上升有多大的风险动摇通胀预期的锚定并威胁价格稳定？

中央银行和其他机构的传统观点是，通胀由三个因素构成。首先是与实体经济相关的周期性成分（菲利普斯曲线）。第二个是波动性更大且与能源价格相关的周期性成分，该部分是由商品价格冲击和价格冲击带来的消费者预期变化组成。第三个是“趋势”成分，我们可以将其视为潜在通胀率，如果周期性因素为零，则潜在通胀率占主导地位。

这一潜在趋势成分与企业 and 消费者的长期预期有关，而长期预期又由央行的政策目标决定。只要这些长期预期以可信的央行目标为基础，通胀的趋势成分就会保持稳定——保持在目标利率。如果预期失去锚定，那么就有失去稳定均衡的危险，央行将不得不进行干预以重建可信的目标。

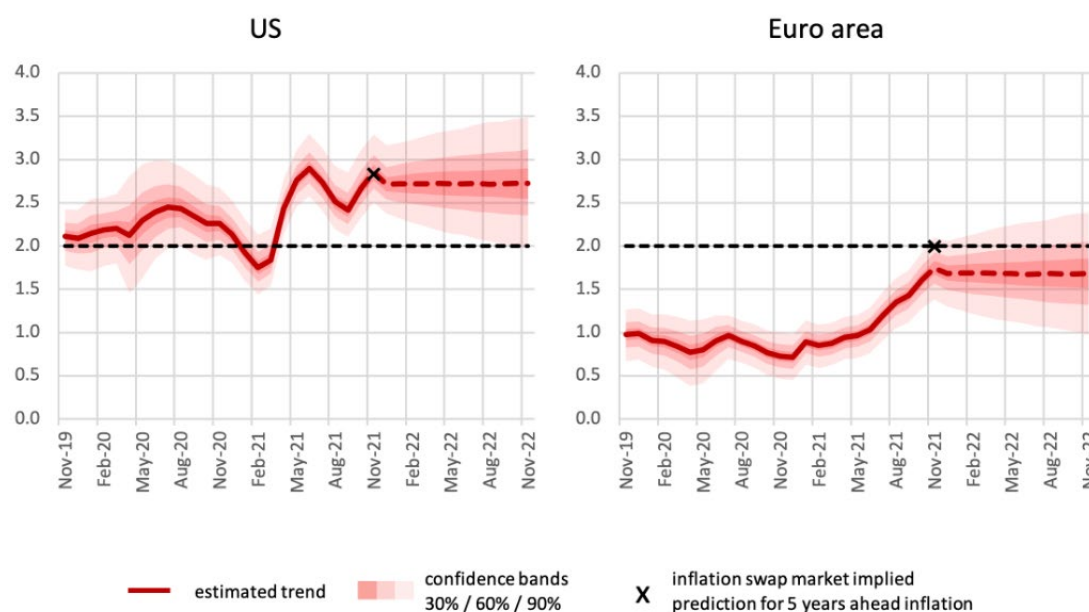
从这个角度来看，如果央行官员说当前的通胀是暂时的，他们大概意味着通胀的趋势成分处于目标利率——即 2% 左右——他们预计即使没有政策干预，通胀压力也会减弱。尽管菲利普斯曲线和能源价格扰动这两个周期性因素是暂时的，但如果它们影响长期预期，就有可能破坏通胀稳定。特别是，石油冲击历来导致通胀预期飙升，并被认为是能够打破消费者和价格制定者的预期（Coibion 和 Gorodnichenko, 2015; Coibion 等, 2018）。

我们如何确定通货膨胀趋势成分的当前水平？我们通过 Hasenzagl 等人（2020、2021）提出的统计模型来观测数据。该模型试图以一种风格化的方式描述上述通胀的传统观点。

潜在通货膨胀率

该模型将潜在通胀率趋势定义为通货膨胀的一个组成部分，它不是由周期性组成部分引起的，反映在专业人士和消费者的中期通货膨胀预测中（见图 1）。

图 1 美国和欧元区的趋势通胀（%，月度，同比，未经季节调整）



来源：作者计算和 Now-Casting Economics Ltd.。

该模型表明，自大流行开始以来，美国和欧元区通胀的趋势成分都以类似的幅度上升——大约 75 个基点。然而，在美国，通胀的增长使趋势成分远高于 2% 的目标，而在欧元区，它仍略低于目标，为 1.7%。

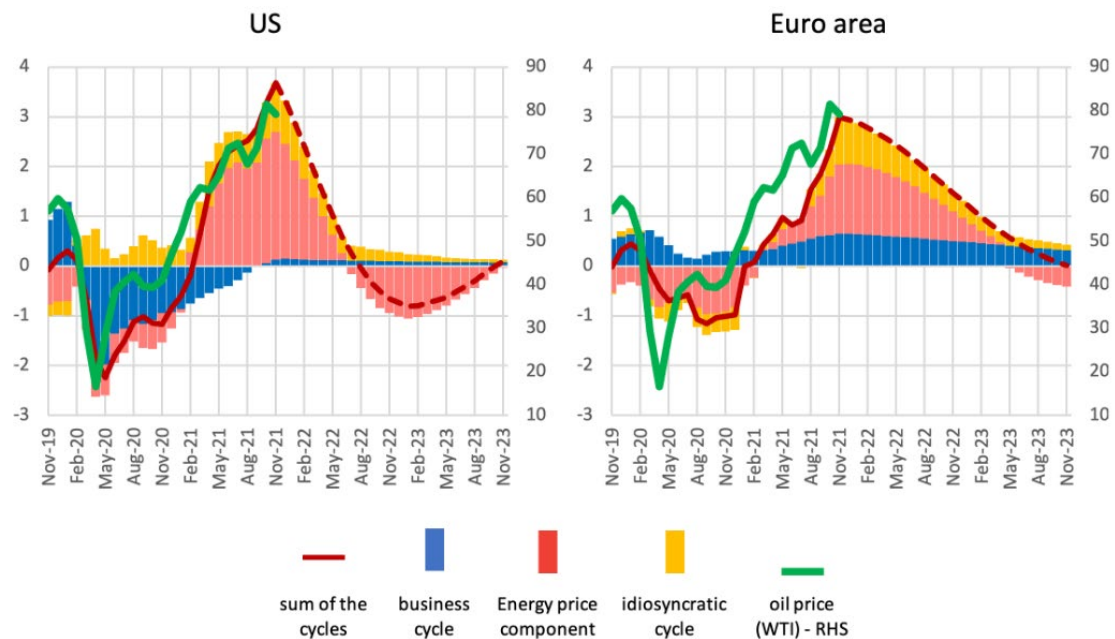
有趣的是，对美国来说，这几乎与掉期市场对未来五年通胀的隐含预测相同，而在欧元区，这一趋势比掉期市场的隐含预测低 25 个基点。

这一观察结果让我们对趋势估计确定长期通胀预期的能力感到欣慰。美国和欧元区之间的差异还表明，美联储和欧洲央行也应该对通胀威胁做出不同的反应——事实上他们正在这样做。虽然在美国，通胀压力可能已将潜在通胀率推高至预期目标之上，但在欧元区，通胀似乎仍低于政策目标。

油价和周期因素

图 2 显示了模型对通货膨胀周期性成分近期和未来演变的估计：商业周期（菲利普斯曲线）成分、能源价格成分和一个特殊成分。后者可看作是衡量模型无法解释的部分（事实上是非常小的）。

图 2 美国和欧元区通胀的周期性成分



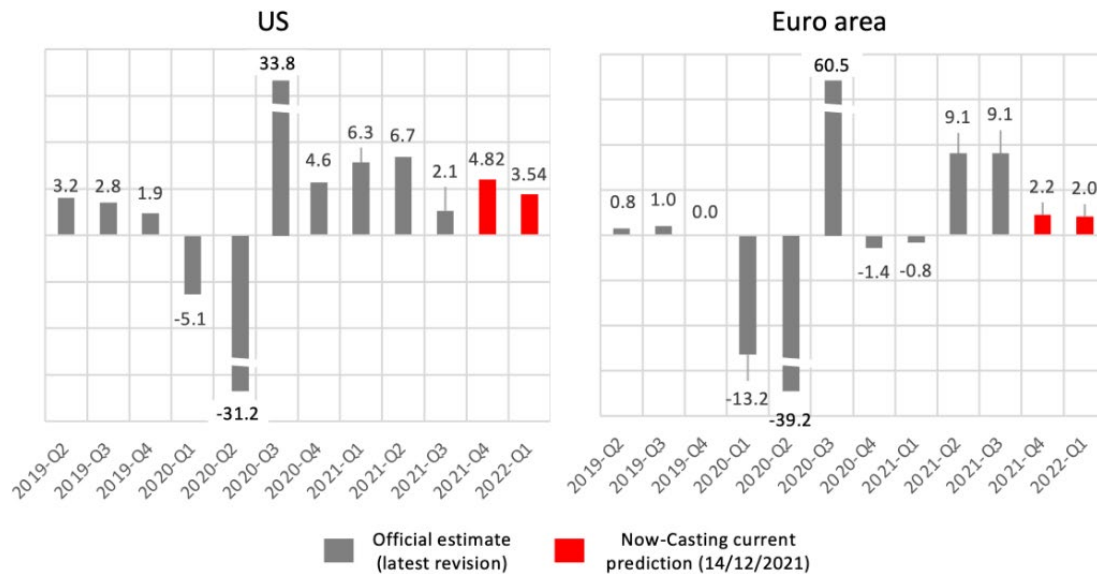
注：图表报告了模型对商业周期的估计（蓝色），即菲利普斯曲线部分；能源价格部分（红色）和特殊部分（黄色）。估计值是月度、同比，未经季节性调整的百分比。

来源：作者计算和 Now-Casting Economics Ltd.。

该模型将过去 18 个月美国和欧元区的通胀上升的很大一部分解释为一种周期性现象——但它主要将其归因于能源价格的上涨（红色条）。因此，该模型预测，随着能源价格压力的转变，通胀将在未来几个月内下降。

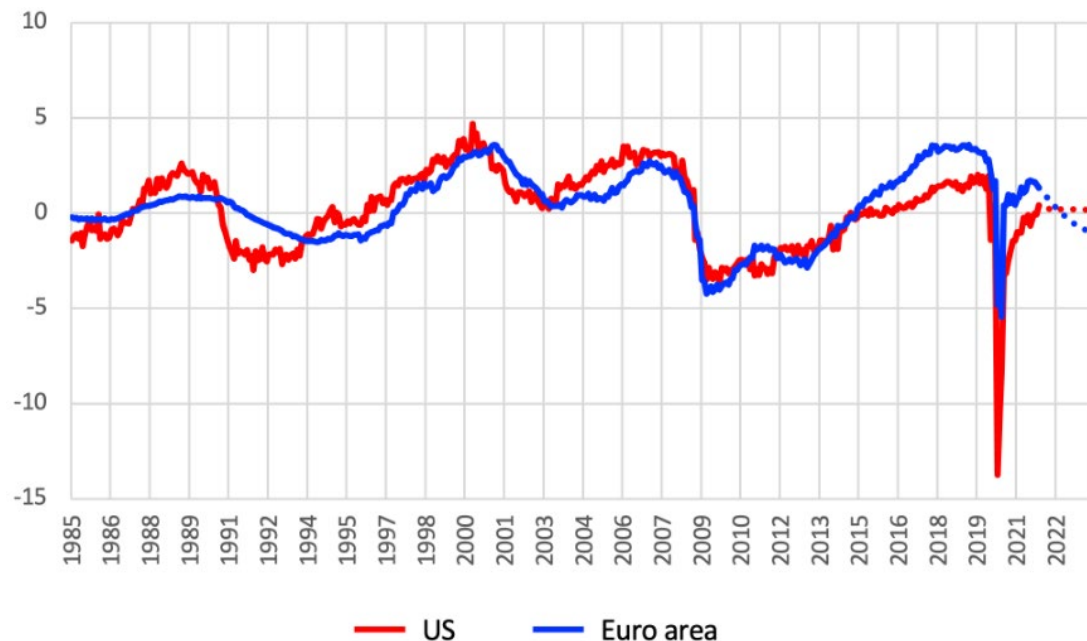
在美国，能源价格成分占主导地位，而实体经济影响不大。相比之下，欧元区相对强劲的增长被认为有助于维持近期的通胀上升，并导致其下降速度放缓。这可能令人惊讶，因为自 2020 年下半年后大流行时期反弹以来，美国的实际 GDP 增长一直保持相对强劲，而欧洲的增长更加不稳定，现在明显走弱（见图 3）。然而，重要的是相对于趋势的增长——即产出缺口——并且该模型估计，随着美国经济接近其潜在增长率，产出缺口正在缩小。相反，它估计欧洲的潜在增长率可能已经下降，因此欧洲经济的增长率可能高于趋势增长（见图 4）。因此，菲利普斯曲线在美国的影响可以忽略不计，而在欧元区，它至少在 2023 年之前都会对通胀产生一定的上行压力。

图 3 美国和欧元区季度 GDP 增长的最新官方估计和当前 Now-Casting 预测（环比，%，年化）



来源：经济分析局、欧盟统计局和 Now-Casting Economics Ltd.。

图 4 模型对美国 and 欧元区产出缺口的估计（%）



来源：经济分析局、欧盟统计局和 Now-Casting Economics Ltd.。

在解释上述结果时，我们必须意识到，菲利普斯曲线的大小和稳定性以及对趋势增长的估计都存在较大的不确定性。

我们刚刚概述的模型由两个特征驱动。首先，产出潜力的估计可以吸收实体经济冲击中的持续成分——类似于滞后效应——因此，该模型倾向于认为周期性变化不太重要。在欧元区尤其如此，该地区的趋势向下修正，并且该模型预计明年不会恢复到大流行前的趋势。其次，就像在大多数宏观经济模型中一

样，能源价格通过加价和产出缺口进入菲利普斯曲线，但也有一个纯粹的预期驱动成分，与消费者预期高度相关（这与 Coibion 和 Gorodnichenko（2015）一致）。

产出缺口的模型观点与美国和欧元区的官方估计不同。在美国，国会预算呈现稳定趋势，产出缺口十多年来一直为负值。在欧元区，同样由于估计了稳定的产出趋势，欧盟委员会认为产出缺口比我们的模型更小。

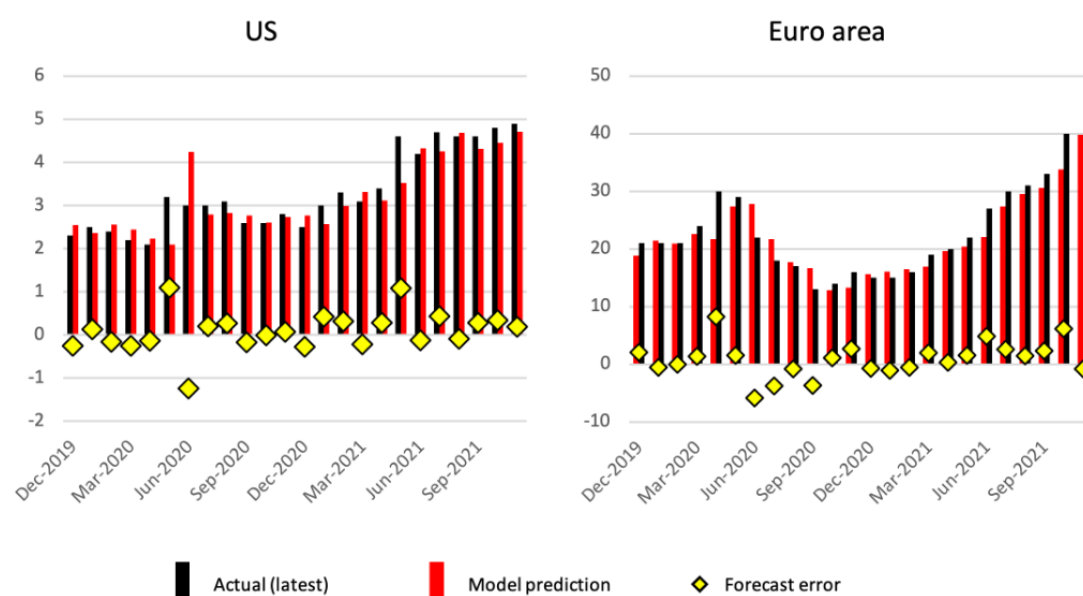
但是，即使对周期性分解的具体特征仍然不可知，该模型也通过将价格上涨的大部分归因于周期性成分，特别是与实际经济活动正交的能源价格扰动，使得模型结果与过去的规律基本一致。请注意，周期中基于模型、预期驱动的石油成分与观察到的重新调整的油价高度相关（见图 2），这表明菲利普斯曲线自 2019 年以来在周期性通胀中的作用较小。

预期是否脱锚？

一个紧迫的问题是，该模型——尽管受到历史规律的支持——是否可能会因为油价的影响和缺乏足够有力的政策反应而没有充分考虑预期的转变。

解决这一问题的一种可能方法是检查模型在预测消费者预期时产生的误差。系统性负误差将表明模型存在“偏差”，并且通胀预期预测值可能偏离了目标实际值。该模型在预测消费者通胀预期（图 5）时没有出现系统性误差，表明该模型对历史数据的相关性检验有效，进而表明过去没有出现明显的通胀脱锚迹象（除了已经讨论过的与美国相关的情况，美国趋势通胀的估计值比目标高出 75 个基点）。

图 5 模型对消费者预期的预测误差

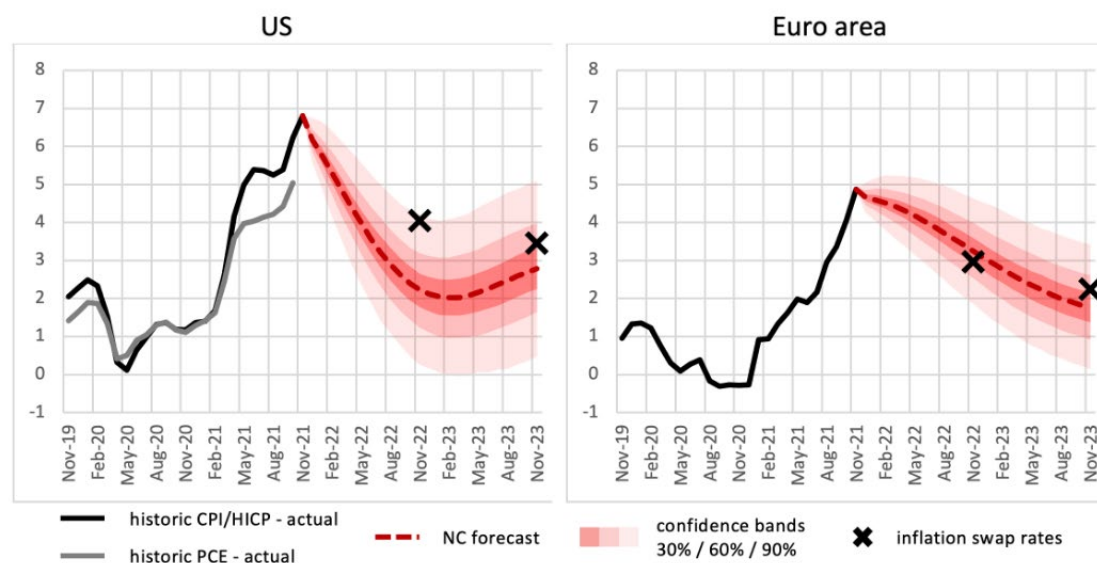


来源：经济分析局、欧盟统计局和 Now-Casting Economics Ltd.。

未来通胀

综合趋势和周期性因素，我们得到了模型对总体通胀的预测。在美国和欧元区，该模型预测未来 12 个月总体通胀将出现受周期性因素主导的下降。正如我们所看到的，这主要是由能源周期来解释的。由于美国菲利普斯曲线承压更小，该模型预测美国通胀率的下降速度将快于欧元区。

图 6 美国和欧元区总体 CPI/HICP（月度、同比百分比，未经季节调整）的近期路径，以及模型对未来 24 个月路径的预测，以及与通胀掉期市场对未来一年和两年通胀的隐含预测的比较。



注：此图还显示了美国 PCE 的历史路径以供比较。

来源：经济分析局、欧盟统计局和 Now-Casting Economics Ltd.。

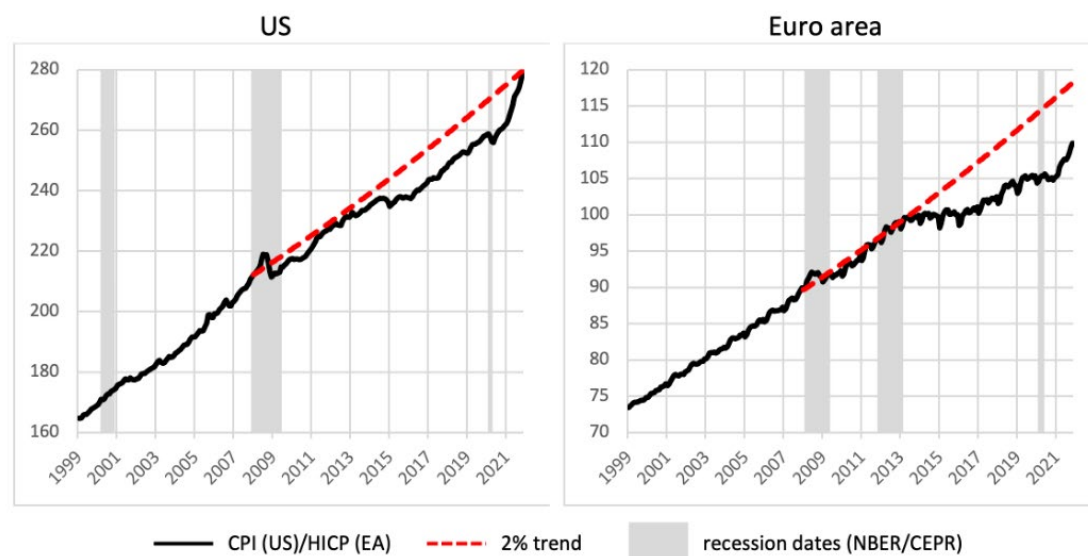
我们的观点似乎与通胀掉期利率所反映的市场观点一致，尽管掉期预测美国在一年内的通胀会略高。

我们的分解有助于解释这些预测。当两大央行将当前的通胀解释为暂时是正确的，但这种观点在美国和欧元区有细微不同。正如我们所看到的，在美国，通胀可能会出现小幅但永久性的增长，这意味着至少在未来五年内的趋势通胀率将达到 2.75%（假设未来没有不可预见的巨大永久性冲击）。

解读近期政策公告

为了解释最近的政策公告，将实际价格水平与我们观察到的价格水平进行比较是很有用的，如果通胀自 2008 年衰退以来一直处于 2% 的目标水平（图 7）。

图 7 自 2008 年以来，美国和欧元区的物价水平和预期的物价水平已达到 2% 的通胀目标



来源：经济分析局、欧盟统计局和作者计算。

虽然美国的物价水平已回到 2% 目标所暗示的水平，但欧元区的情况并非如此。这是两家央行采取不同立场的又一理由。

本文原题为 “Understanding inflation risks in the US and the euro area”。本文作者 Jasper McMahon 是 Now-Casting Economics 的联合创始人，Lucrezia Reichlin 是伦敦商学院的经济学教授，Giovanni Ricco 是华威大学经济学教授。本文于 2021 年 12 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中美科技脱钩、创新和企业绩效

Pengfei Han, Wei Jiang, Danqing Mei / 文 母雅瑞/编译

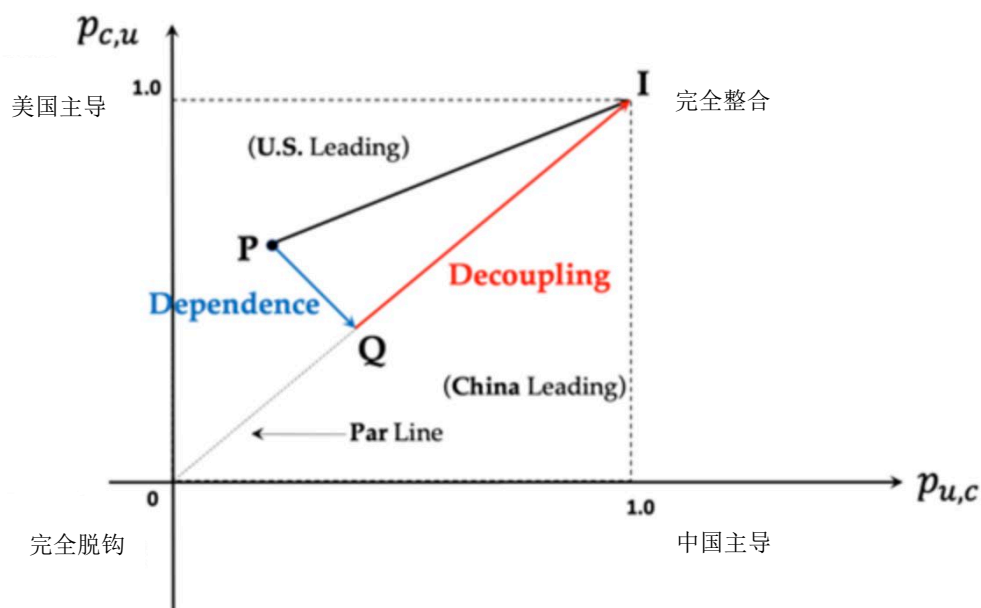
导读：我们利用现有的专利数据，探究了美国和中国之间的技术脱钩和依赖性。本世纪的头 20 年，我们见证了技术整合的稳步增长（或者说是更少的技术脱钩），但在本世纪的头 10 年（第二个 10 年）中国对美国的技术依赖增加（减少）。技术领域的“脱钩”预示着中国对美国技术的依赖越来越大，而这反过来又预示着中国在未来的发展中“脱钩”会越来越少。脱钩伴随着中国更多的专利产出与更低的企业生产率和企业估值。同时，中国创新导向性的产业政策权衡了自主创新与企业竞争力之间的内在冲突。编译如下：

过去的几十年里，中国作为经济和技术强国迅速崛起，其得益于与发达国家的融合，尤其是与美国的融合。然而，在过去的几年里，中美之间相互不信任和解除目前技术相互依赖水平的行动有所增加。其中，两个生态系统的分离程度越来越高的过程被广泛称为“脱钩”。虽然学者和政策制定者对脱钩的水平和后果进行了激烈的辩论，但目前还没有一项公认的学术研究描绘出两国之间竞争和技术脱钩的现状和动态；也没有一项研究描述直接或间接探究近期的脱钩政策，包括其动机和影响。我们的研究就是要填补这一研究领域中的空白。特别地，我们的研究是第一个用一个新颖的框架来量化技术脱钩，从而分析脱钩如何预测未来的技术依赖，以及两国企业的经营和创新绩效。

结合来自两国专利局的专利数据，我们衡量了技术的脱钩和依赖性，具体如图 1 所示。纵轴($p_{c,u}$)表示中国专利引用美国专利的倾向程度；横轴($p_{u,c}$)则表示以美国专利引用中国专利的倾向程度。“完全脱钩”的状态与原点相关，它对应相互不引用专利的情况。在“完全整合”的相反情况下，即图中点 I，坐标(1,1)处，其表示国内专利引用其他国家专利的频率与引用本国专利的频率相同。图 1 中的 45 度线表示对等状态，即美国和中国专利之间的引用是对等的。当一个点偏离了 45 度线，两国的专利引用关系就会变得不对称，即一个国家更多地依赖另一个国家。因此，这条 45 度线的偏离反映了一个国家对另一个国家的净相对依赖。图 1 中的任何内部点，例如点 P，表示技术脱钩程度和依赖程度的唯一组合。为了说明这一点，我们首先将点 P 投射到 45 度线上，即到达点 Q。

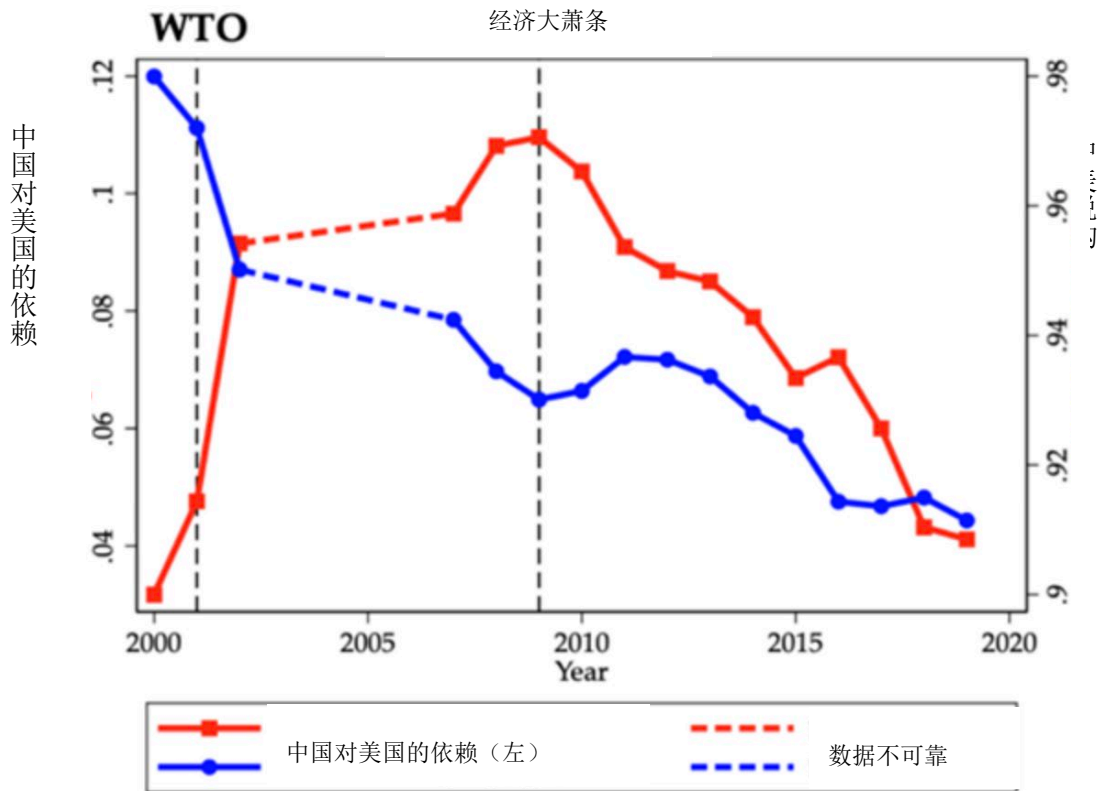
$\overline{QI}$ 的长度反映了脱钩程度，而 $\overline{PQ}$ 的长度则反映了中国对美国的技术依赖。注意，脱钩和依赖的度量是相互关联的。我们还进行了稳健性分析，即将两个衡量标准正交化的，从而可以对它们各自的影响作出推论。

图 1：技术脱钩和依赖的度量



利用这些度量，我们揭示了 21 世纪的技术脱钩和依赖关系的动态变化，具体如图 2 所示。我们可以发现自 2000 年（中国加入世界贸易组织 WTO 的前一年）以来，美中技术脱钩的现象一直在稳步下降。换句话说，两种技术系统的日益融合一直是主要方向。另一方面，中国对美国的技术依赖呈驼峰状，在 2009 年经济大衰退结束时达到了顶峰。因此，从中国的角度来看，2000-2009 年是与美国加深依赖一体化的十年；而接下来的十年则是减少依赖的一体化。其中，我们的样本的最后两年（自 2018 年以来）显示，存在越来越多的脱钩迹象，但因时间周期太短，无法为我们提供明确的推断。

图 2 2000-2019 年中美技术脱钩与依赖



技术脱钩和依赖的总体状态并没有充分反映出不同技术部门之间的差异。特别地，我们考虑了学者、决策者和评论家经常讨论的 10 个高科技领域：智能手机、半导体、软件、制药、内燃机、机器学习、神经网络、无人机、云计算和自动驾驶汽车。与成熟的技术领域（如制药）相比，中国在新兴技术（如机器学习）方面与美国的脱钩程度更大，对美国的依赖也更少。事实上，近年来大多数高科技领域都在沿着脱钩程度更大的路径发展，而中国也减少对美国的技术依赖。虽然美国在大多数技术领域仍处于领先地位，但中国已经开始在一些领域，尤其是无人机技术方面取得领先。

中国能否通过脱钩实现技术独立？我们从数据中得出的推论是非常微妙的。一方面，当中国在某一技术领域更加不依赖美国时，在不久的将来（即来年）技术脱钩的诱惑就会更强。另一方面，一旦技术再次脱钩，中国在中期（即未来两年）就会更加依赖美国的技术。这样的反馈循环是有益的：总的来说，中国在不接触美国技术的情况下，无法在很长一段时间内继续获得技术的独立。

当谈到技术脱钩与企业绩效之间的关系时，由于存在两种相反的逻辑，我们无法得到确定的结论。全球技术整合会促进知识外溢，这对国内创新起到了补充和刺激的作用（“互补效应”）。与此同时，技术脱钩迫使国内企业更多地创造而不是仅仅跟随；而脱钩可能会进一步为它们提供一个隐蔽的空间。这两个因素都为国内的创新提供了更有力的激励（一种“替代效应”）。我们的实证分

析表明，中美技术脱钩程度越高，中国企业的专利产出越高，表明替代效应占主导地位。然而，在中国，企业的效率和估值也会受到影响，这表明在一个脱钩的世界中，需要付出“从头发明”（re-inventing the wheel）的成本。相比之下，技术脱钩对美国公司的影响要小得多，这大概是因为美国在大多数领域仍处于领先地位。

鉴于脱钩会对中美两国的企业产生非对称的影响，本文也探讨了两国政府技术整合或脱钩政策背后的动机和最终造成的后果。对于中国来说，“战略性新兴产业”（SEI）政策仍然是迄今为止最突出的技术驱动型产业政策，它也引起了不同的说法。根据奥巴马和特朗普政府的说法，中国促进创新的产业政策的主要目标是通过“国内替代外国技术”实现“自给自足”。然而，中国政府将其政策定义为，在不偏离全球技术标准的前提下，试图实现自给自足。数据为 SEI 政策提供了更多的支持，使其与更多的技术整合联系在一起，而不是脱钩，同时，在该政策针对的技术领域中，中国也越来越独立于美国。SEI 政策的保护和政府补贴与接受政策保护和补贴的企业较低的专利产出相关，但这些保护和补贴也能使这些企业获得较高的生产率和市场估值。换句话说，这些 SEI 政策的受益者可以成功地将政府的支持转化为提高其运营效率和投资者回报，而不是其原始技术的开发。这种综合的研究结果揭示了中国培育的“自主创新”与提高企业效率之间的内在平衡。

对于美国方面的政策，我们评估了美国通过商务部实体名单实施制裁的影响，这一名单中企业所占的比例一直处于较低的水平，但 2014 年（奥巴马政府第二任期）以来有所上升。或许与传统观点相反，我们发现，截至 2019 年，美国对中国的制裁并没有在目标技术领域实现脱钩，这支持了科学无国界的长期观点。如果没有更加严厉的措施，那么美国政府的干预力度还不足以逆转近几十年来推动全球一体化的根本力量。美国制裁的“升级”将会促使中国追求更独立的技术开发。虽然企业专利的产出和效率有所下降，但受制裁行业的中国企业在这一期间的估值并没有受到影响，这大概是因为中国政府自 2014 年以来采取了冲销的措施。

本文原题为“Mapping U.S.-China Technology Decoupling, Innovation, and Firm Performance”。本文于 2021 年 12 月 1 日发布 VoxChina 的网站上。本文作者是 Pengfei Han, Wei Jiang 和 Danqing Mei，其中，Pengfei Han 是北京大学光华管理学院金融学的助理教授，Wei Jiang 是哥伦比亚大学商学院的教授；Danqing Mei 是长江商学院金融学的助理教授。[单击此处可以访问原文链接。](#)

如何改进消费物价指数中的住房成本测量

David Wilcox/文 李佳欣/编译

导读：消费价格指数（CPI）中的住房成本测量可以用新的数据来改进。通常情况下，CPI 中与住房有关的部分是指数中最不受关注的部分。但它们在整体指数中所占的比例高达 31%，在不包括食品和能源价格的指数中占了近 40%。证据表明，在未来 9 个月左右，住房部分的通胀速度将增加一倍。根据目前的计算方法，这种增速将会比实际更晚地反应在 CPI 中，这将对整个经济体的家庭、企业和决策者产生重要影响。编译如下：

由国家科学院、工程院和医学院部分人员组成的一个团队正在研究如何改进 CPI，他们使用了自国家科学院上一次审查 CPI 之后至今的 20 年的数据。该团队建议劳工统计局通过提供有关租金的新信息，探讨将租金用于估算 CPI 中住房成本的方法的可行性。这将得到一个更接近实时租金变化的 CPI，可以更好地反映美国公民的住房体验。CPI 的其他组成部分并没有使用这种方式来进行改善。

CPI 是由劳工统计局（BLS）编制的，劳工统计局是劳工部的一个独立的、无党派的部门。劳工统计局长期以来雇佣了一些在优秀的经济计量科学人才。它每月都会公布基于数万种价格衡量标准的 CPI，加权后可以代表美国大部分城市居民的消费支出。

住房成本在 CPI 中由两个主要部分组成。其中一个被称为“主要住宅租金”的组成部分，旨在衡量租房的人每月的支出。为了实现这一目标，劳工统计局抽取了大约 48000 个租赁交易作为样本。它将这些单元分为六个面板，每个面板由大约 8000 笔交易组成。因为租金通常很少变动，劳工统计局每六个月才对这些交易的租金重新定价一次。

这种方法具有两个优点：

- 如果每个月都重新定价的话，劳工统计局可以在其样本中包括更多的住宅。
- 它可以控制租赁交易之间的特征差异，因为每个月 CPI 租金指数的增长是通过比较同一个交易支付的租金来计算的。

但有两个缺点：

- 将租金信息纳入 CPI 的方法，使得租金指数比实际的租金更具黏性。如果每一个租赁交易的租金在某个给定的日期增加了 X%，那么六个月之后这个增长才会完全反映在样本中。
- 虽然 48000 个交易看起来像一个大样本，但它只代表了美国 2018 年 48,000,000 租赁交易的 0.1%。

2021 年 10 月，用该指数衡量租房者的住房成本占整体 CPI 的 7.6%。

CPI 的第二个与住房有关的组成部分反映了自住者生活成本的变化。这里的方法与租房者使用的方法类似。BLS 也使用了六个面板的相同结构，但为其分配了不同的权重——增加更能代表自有住房存量的交易的权重，降低代表性较差的交易的权重。这部分被称为“业主等价租金”，简称 OER。2021 年 10 月，OER 占整体 CPI 的 23.5%。因此，这两个与住房有关的组成部分在 10 月份的 CPI 中占 31.1%。

衡量住房成本的一种更准确的方法

许多私人公司收集有关住宅物业租金的数据，这些公司包括 Yardi Matrix、CoStar、RealPage、CoreLogic、Zillow 和 Equifax。这些公司提供的一些衡量“要价租金”的产品，即向新租户收取的租金。然而，有些公司也作为租金支付处理平台运作，他们可以测量所有居住交易的租金变化，而不仅仅是新住户支付的租金，因此，其测量目标与土地统计局基本相同。例如，Yardi Matrix 公司声称它“每月处理 800 万套公寓的租金”。可以肯定的是，商业平台的客户不能与构建的所有公寓交易的随机样本相混淆。但劳工统计局可以探讨，合并多个提供商的数据后离实现全民覆盖的可能性有多大，并可以评估由支付平台控制的租赁交易与其他租赁交易的差异程度。

这些数据资源大多集中在为希望投资住宅房地产的个人和组织的决策提供信息。人们对于那些投资者不太可能进行投资的住房交易支付的租金所知甚少。但是城市学院最近一直在使用 Avail 平台的数据，这是一个面向独立夫妻房东的在线租赁物业管理平台，用于跟踪此类房产的租金支付情况。

来自这些其他来源的数据可能有助于完善劳工统计局的测量结果。在一个新的测量范式中，土地统计局可以继续大致按照目前的方法抽取住房交易样本。对于纳入样本且包含在其他来源数据中的交易，土地统计局可以直接使用其他来源的数据。如果其他来源可以测量覆盖交易整体的租金变化，土地统计局可以不再使用 6 个月平滑租金的方法。对于纳入样本但未包含在其他来源中的交易，劳工统计局可以按照目前的方式继续进行估计。

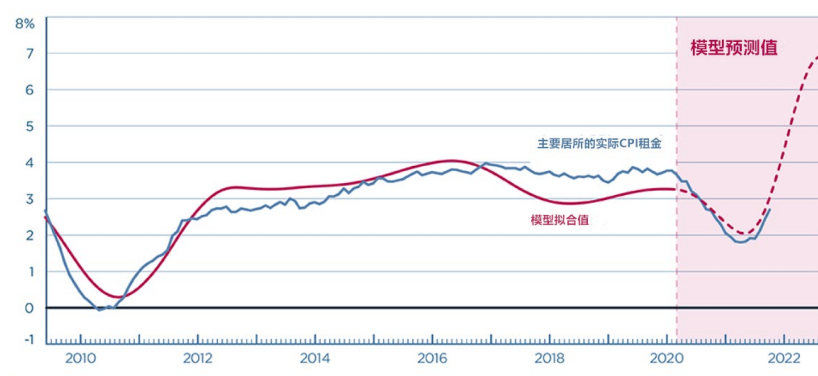
如果沿着这些思路建立一个新的范式，这种新方法将更为及时地体现租金的变化。

住房成本通胀即将到来

在过去的 12 个月里，许多询问租金的指数都出现了爆炸式增长，据杰森·福曼（Jason Furman）报道，在彼得森研究所最近的一篇论文中，这些指数强烈表明在未来一年左右 CPI 租金的两个关键组成部分将加速增长。该模型预计，在未来一年左右，主要居所租金的 CPI 涨幅将达到 7% 左右（见下图）。

预计到2022年，租金将会加速上涨

住宅租金12个月变动百分比



另一项预测 OER 的类似项目也指出 CPI 中的这一部分在明年年中将增长约 6% 左右。

这些增长在数量上有重要意义：如果明年 CPI 租金指数从 3% 加速到 6%，在这段时间内，他们将为 CPI 的顶线增长贡献额外的 0.9 个百分点，为核心 CPI 的增长贡献额外的 1.2 个百分点。根据目前的计算方法，官方指数中住房部分增长的速度将慢于真实值。在直接将这些信息定期、及时地报告给政策制定者、投资者和其他对 CPI 计算方法不了解的人时，他们的反应速度可能会比不接受定时信息披露时更快。

本文原题为“[How to improve the measurement of housing costs in the CPI](#)”。本文作者 David Wilcox 是 PIIIE 高级研究员。本文于 2021 年 12 月刊于 PIIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

工资与生产率脱钩对公共政策的启示

OECD Economic Outlook, Volume 2018 Issue 2/文 桂平舒/编译

导读：在过去 20 年里，OECD 国家的实际工资增长中值与生产率增长之间存在显著的脱钩。本文是对 OECD 关于工资与生产率脱钩相关研究结果的总结，包括工资与生产率脱钩的具体情况、驱动因素以及对公共政策的启示。理论上，本文将脱钩分解成劳动份额下降和工资不平等两方面，并两者都有企业间和企业内两个微观渠道，脱钩的驱动因素包括技术变革、全球价值链扩张和公共政策，三者可以通过这些微观渠道影响总体脱钩。实证上，本文首先对 OECD 国家工资和生产率脱钩的总体和个体情况进行描述，然后提供了部分证据对其中一些渠道进行了探讨。三个驱动因素中：技术变革和全球价值链扩张通过诱发资本-劳动替代，减少对低技能工人的相对需求，从而同时减少劳动份额和加剧工资不平等；而公共政策改革会对劳动份额和工资不平等产生相反影响。最后，通过对各种公共政策对脱钩的影响的分析，能对公共政策的实施有启示作用。编译如下：

1. 介绍和总结

一些经合组织（OECD）国家不仅在努力应对生产率增长缓慢，而且还经历了实际平均工资增长相对于生产率增长放缓，这反映为工资占 GDP 的份额下降。与此同时，低工资和工资中值的增长一直滞后于平均工资的增长，这导致工资不平等加剧。这些情况共同导致了低工资和工资中值增长与生产率增长脱钩。

本章回顾了 OECD 最近关于工资-生产率脱钩驱动因素的研究，并讨论了对公共政策的启示。主要研究结果如下：

在一些国家，脱钩与实际工资中值停滞同时出现。例如，在美国，过去 20 年的年实际工资增长中值在 0.5% 左右，而在生产率增长类似但没有脱钩的国家，如法国、芬兰和英国，实际工资增长中值在 1.5% 至 2% 之间。

技术进步和全球价值链的扩张促进了实际工资中值增长与生产率增长的脱钩，但各国的企业动态存在显著差异。在实际工资中值增长与劳动生产率增长脱钩的地方，处于技术前沿、劳动力份额较低的企业已经从剩余的企业中抽离出来。这类企业的崛起伴随着技术前沿的高生产率增长和高营业额，这表明它主要反映了技术活力。

公共政策和制度生产率和工资之间联系的重要决定因素。对技能的投资可以确保技术进步的收益与工人广泛分享，因为随着新技术价格的下降，资本不太容易替代高技能劳动力。与此同时，积极的劳动力市场政策在保护失业工人的劳动力市场归属感和技能方面发挥了有益的作用。促进竞争的产品市场改革可以通过压缩产品市场租金（此租金往往会累积到资本中）来促进生产率收益向工资的传递，但可能会通过提高生产率和企业间的工资分散而导致更大的工

资不平等。在最低工资较低或就业保护规则对某些工人特别薄弱的地方，提高最低工资或加强对这些工人的就业保护可以抵消产品市场改革对工资不平等的不利影响。然而，在最低工资对很大一部分工人具有约束力且就业保护规定严格的地方，这些措施有可能引发资本取代劳动。

本章的其余部分组织如下。第二部分描述了将实际工资中值与生产率脱钩分解为劳动份额和工资不平等的概念框架。它还基于总体数据为所涵盖的OECD国家提供脱钩的描述性证据（Schwellnus et al., 2017）。第三部分总结了OECD国家、行业和公司层面关于结构趋势和政策发展对生产率收益向实际工资中值传导的影响的研究结果，特别强调了近期的公司动态（Berlingieri et al., 2017; Pak and Schwellnus, 2018; Schwellnus et al., 2018）。

2. 场景设置

（1）概念框架

从会计角度来看，实际中值工资增长与劳动生产率增长的总体脱钩反映了（i）实际平均工资增长与劳动生产率增长脱钩，（ii）实际中值工资增长与实际平均工资增长脱钩。¹当实际工资表示输出的价格（本章就是这么做的），实际平均工资增长与劳动生产率增长脱钩相当于劳动收入份额下降，而实际中值工资增长与实际平均工资增长的脱钩可以被解释为工资不平等的部分衡量标准。

2

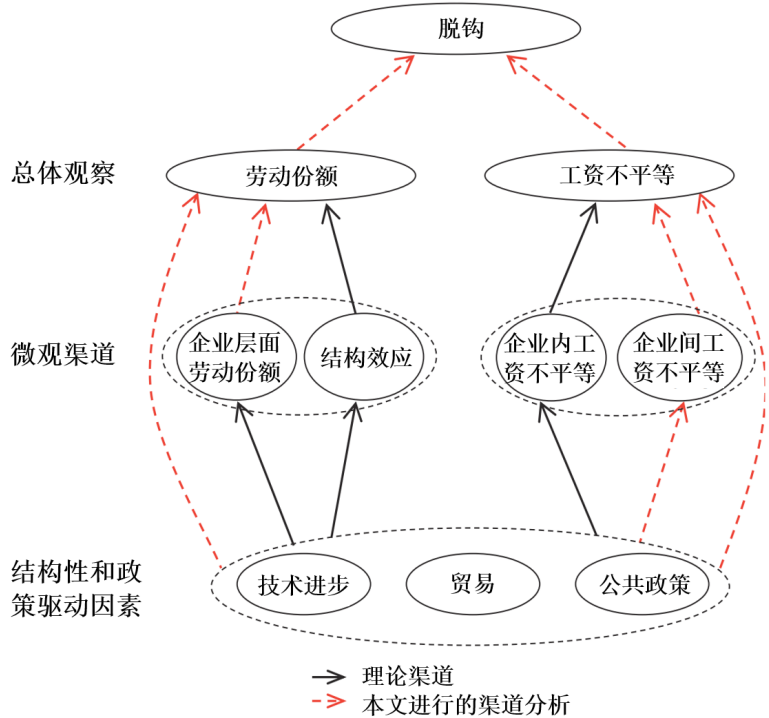
总劳动份额和工资不平等情况可以反过来被分解为企业内部和企业之间的情况（图 2.1）。例如，总劳动份额的下降可能部分地反映了公司内部平均劳动份额的下降（例如所有公司的加价（mark-ups）的增加）或企业构成向低劳动力占比企业转变（例如高加价公司的市场份额的增加）。同样，工人工资水平

¹ 之前使用类似的会计分解来研究脱钩的包括 Bivens and Mishel（2015），Sharpe and Ugucioni（2017）and Pessoa and van Reenen（2013）。

² 劳动生产率是按每个工人的要素成本计算的实际总增加值。从收入分配的角度来看，将劳动生产率基于净增加值而不是总增加值可能是可取的，因为只有资本折旧净增加值才能用于补偿工人（Bridgman, 2014; Rognlie, 2015; Cho et al., 2017）。然而，国民账户中资本折旧的衡量方法存在很大的不确定性，因为折旧是观察不到的，需要估算。潜在的估算方法也往往因国家而异，因此使净增值相比于总增值的国际可比性更低。此外，扣除折旧可能导致高度周期性的增加值指标，从而扭曲中期生产率增长指标（Schwellnus et al., 2017）。本文所采用的工资计量方法是计算每个工人的薪酬，其中包括雇主和员工的社会保险缴费等非工资因素，如此一来，脱钩就不受非工资补偿变化的影响。它是用增加值价格指数来剔除价格影响的。用消费价格而不是增加值价格来表示实际工资通常意味着脱钩现象更严重，因为在大多数经合组织国家，消费者价格的增长速度高于生产者价格。

总体不平等的增加可能部分反映了企业内部平均工资不平等的增加（例如高管薪酬的增加）或企业间工资不平等的增加（例如工资最高的企业与其他企业拉开距离或工资最低的企业落在后面）。虽然技术变革、全球价值链扩张和公共政策可能通过上述所有微观经济渠道影响总体脱钩，但本章仅对其中一些渠道进行了探讨。作为劳动收入份额分析基础的企业层面数据对小企业的不完全覆盖，排除了完备的偏离-份额分析法（shift-share）分解。由于无法获得将雇员与所在公司相匹配的跨国数据（匹配的雇主-雇员数据），因此无法将工人水平的工资不平等分解到企业内部和企业之间。

图2.1 脱钩分析的概念框架



资料来源：OECD。

考虑到这些数据的局限性，下面总结的劳动份额分析提供了技术前沿公司（这些数据在现有的公司级数据中得到了很好的覆盖）对总劳动收入份额发展的作用的描述性证据。本文在国家和工业两个层面直接探讨了结构和政策推动因素在劳动份额发展方面的作用。工资不平等分析主要侧重于企业间工资不平等，使用了来自 OECD MultiProd 项目的微观汇总数据³，提供了其对工人层面的不平等作用的描述性证据和其结构和政策决定因素的计量经济学证据。来自国家层面数据的补充证据直接将总体工资不平等与技术、贸易和公共政策联系起来。

³ 有关 MultiProd 项目的更多细节，请参阅 <http://www.oecd.org/sti/ind/multiprod.htm> 和 Berlingieri et al.（2017）。

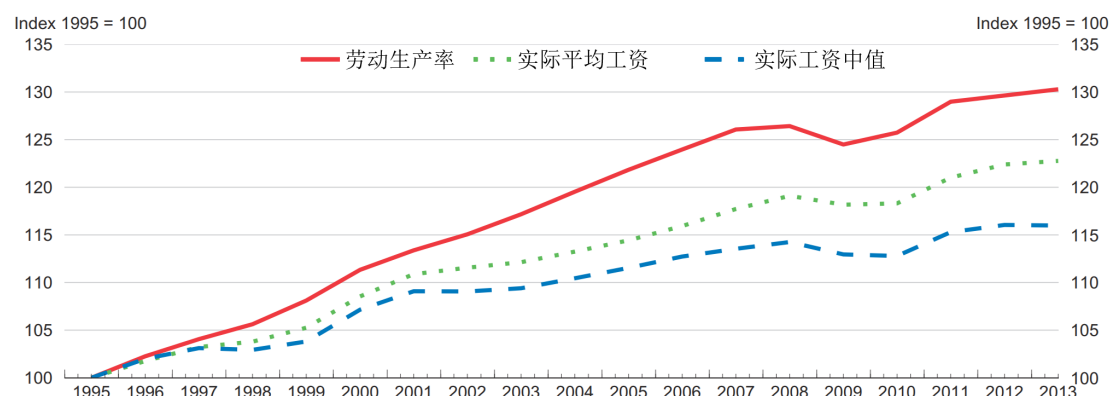
技术变革和全球价值链扩张可能以相似的方式影响了劳动份额和工资不平等。它们可能诱发资本-劳动替代（资本对劳动力的替代），减少对低技能工人的相对需求，从而同时减少劳动份额和加剧工资不平等（Karabarbounis and Neiman, 2014; Acemoglu and Autor, 2011）。相比之下，公共政策改革可能对劳动份额和工资不平等产生相互矛盾的影响。例如，提高最低工资很可能通过提高工资分布底端的工资来减少工资不平等，但它也可能诱发资本-劳动替代从而降低劳动收入占比，特别是在最低工资已经对很大一部分工人具有约束力的情况下。

（2）事实：总体和分解视角

平均而言，在过去 20 年里，24 个 OECD 国家的实际工资增长中值与生产率增长之间存在显著的脱钩（图 2.2）。由于第一产业、住房部门和非市场部门的劳动收入份额波动主要取决于资产价格变化或估算选择，因此可能与生产部门的分配影响不同，于是它们被排除在分析之外。⁴

图2.2 实际工资中值已与劳动生产率脱钩

（剔除初级、住房和非市场产业的整体经济）



注：24 个国家的就业加权平均数（结束于所示年份的两年移动平均数）。1995-2013 年：芬兰、德国、日本、韩国、美国；1995-2012 年：年法国、意大利、瑞典；1996-2013 年：奥地利、比利时、英国；1996-2012 年：澳大利亚、西班牙；1997-2013 年：捷克共和国、丹麦、匈牙利；1997 - 2012 年：波兰；1996-2010 年：荷兰；1998 - 2013 年：挪威；1998-2012 年：加拿大、新西兰；1999 - 2013 年：爱尔兰；2002 - 2011 年：以色列；2003-2013 年：斯洛伐克共和国。所有数据均被剔除增加值（不含第一产业、住房部门和非市场部门）价格指数。不包括的行业如下（按 ISIC Rev 4.0 分类）：（1）农业、林业和渔业（A），

⁴ 在经合组织国家中，第一产业、住房部门和非市场部门的增加值约占 30%。整个经济的劳动份额包括劳动份额主要由商品和资产价格波动决定的部门，如第一产业和住房部门，和劳动份额由估值选择驱动的部门，如非市场部门。

(2) 采矿和采石业 (B)，(3) 房地产活动 (L)，(4) 公共管理和国防，强制社会保障 (O)，(5) 教育 (P)，(6) 人类健康和社会工作活动 (Q)，(7) 家庭作为雇主的活动 (T)，(8) 域外组织和机构的活动 (U)。

资料来源:经合发组织国民核算数据库、经合发组织收入分配数据库。

在总体脱钩以及与实际工资中值停滞的程度上，各国之间存在很大差异（表 2.1）。在一些生产率增长高于平均水平的国家，如韩国、波兰或斯洛伐克共和国，尽管工资与生产率显著脱钩，但实际工资中值增长远高于 OECD 的平均水平。然而，在生产率增长接近或低于 OECD 平均水平的国家，如加拿大、日本和美国，脱钩与实际工资中值接近停滞相联系。在 OECD 所涵盖的国家中，约有三分之一的实际工资中值增速与劳动生产率相当，甚至更高。在一些国家，如捷克共和国或瑞典，这与实际工资增长中值高于平均水平有关，但在其他一些生产率增长低于平均水平的国家，如意大利和西班牙，实际工资中值仍然以非常低的速度增长。

表 2.1 宏观层面的脱钩在各国之间存在很大差异

不包括第一产业、住房部分和非市场部门，按百分比计算的年增长率，1995-2013 年

	平均年度增长率			对脱钩的贡献		
	劳动生	实际平	实际工资	劳动	工资不	总脱
	产率	均工资	中值	份额	平等	钩
	(1)	(2)	(3)	(2) - (1)	(3) - (2)	(3) - (1)
波兰	4.2	2.8	2.2	-1.3	-0.6	-2
韩国	4.1	3.1	2.7	-1.1	-0.4	-1.5
美国	1.8	1.2	0.5	-0.6	-0.7	-1.3
匈牙利	1.9	1.5	0.6	-0.4	-0.9	-1.3
爱尔兰	2.5	1.4	1.3	-1.1	-0.1	-1.2
加拿大	0.9	0.4	0.2	-0.5	-0.2	-0.7
荷兰	1.8	1.3	1.1	-0.5	-0.2	-0.7
澳大利亚	1.6	1.2	1	-0.4	-0.3	-0.7
以色列	1.6	0.7	0.9	-0.9	0.2	-0.7
日本	0.7	0.3	0.2	-0.5	-0.1	-0.5
斯洛伐克共和国	3.8	3.6	3.3	-0.2	-0.3	-0.5
比利时	1.4	1.1	1	-0.3	-0.1	-0.4
德国	0.7	0.6	0.5	-0.1	-0.1	-0.2
奥地利	1.1	1	0.9	-0.1	-0.1	-0.2
挪威	1.5	1.4	1.3	-0.1	-0.1	-0.2
捷克共和国	3.2	3.6	3.2	0.4	-0.4	0
新西兰	1	1.4	1	0.4	-0.4	0.1
丹麦	1.1	1.4	1.3	0.3	-0.1	0.2

瑞典	2.4	2.7	2.6	0.3	-0.1	0.2
法国	1.1	1.4	1.4	0.3	0	0.3
英国	1.2	1.8	1.6	0.6	-0.2	0.4
芬兰	1.5	2	1.9	0.5	-0.1	0.4
西班牙	0.1	0.3	0.6	0.2	0.3	0.5
意大利	-0.3	0.3	0.2	0.5	0	0.5
OECD（加权平均值）	1.5	1.2	0.8	-0.3	-0.3	-0.7
OECD（未加权平均值）	1.7	1.5	1.3	-0.2	-0.2	-0.4

注：“总脱钩”一栏按升序排列。加权平均值是 24 个国家的就业加权平均值。贡献基于列（1）-（3）下的确切数字，因此可能与报告的四舍五入数字所暗示的数字不同。对于大多数国家来说，2013 年以后的 OECD 收入数据库（oecd Earnings Database）中都没有实际工资中值的数据，所以排除了 2014-17 年的数据。

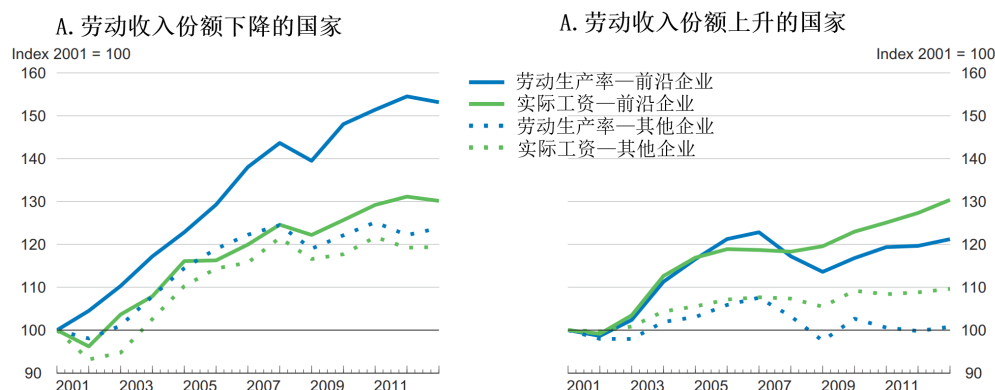
数据来源：OECD 国民核算数据库，OECD 收入分布数据库。

劳动份额和工资不平等对总脱钩的相对贡献也有很大的差别，这表明具体国家的因素很重要，这些因素包括劳动市场和产品市场政策以及人口中的技能水平和技能分布（表 2.1）。例如，在美国，大约一半的脱钩现象（1.3 个百分点中的 0.6 个百分点）可以用劳动收入份额的下降来解释，而在日本，这几乎可以解释所有脱钩现象。

工资中值与生产率的总体脱钩部分反映了劳动份额在技术前沿领域的下降（技术前沿领域被定义为每个国家集团、每个行业、每个年份劳动生产率最高的 5% 的公司）。在总劳动份额占比下降的国家，技术前沿公司的实际工资与生产率脱钩的现象特别明显（图 2.3）。⁵这可能表明存在“赢者通吃”的动态，因为前沿公司利用技术或与全球化有关的规模和范围经济增长，以减少固定劳动力成本在增加值中所占的份额（例如与研发、产品设计或营销相关），并获得主导地位，从而提高他们的加价（Autor et al., 2017; Calligaris et al., 2018; Philippon, 2018）。相比之下，在劳动份额上升的国家，前沿企业的实际工资与生产率并没有这种脱钩现象。

⁵ 前沿企业的工资与生产率脱钩不太可能反映股票期权薪酬的增长，因为 2001-13 年的样本时期内股票平均回报较低。Song et al. (2015) 表明，1999 年之后，美国最大的公司的高管薪酬（包括股票期权在内）与这些公司其他员工的薪酬变动大致持平。

图2.3 前沿企业和其他企业的平均工资和生产率

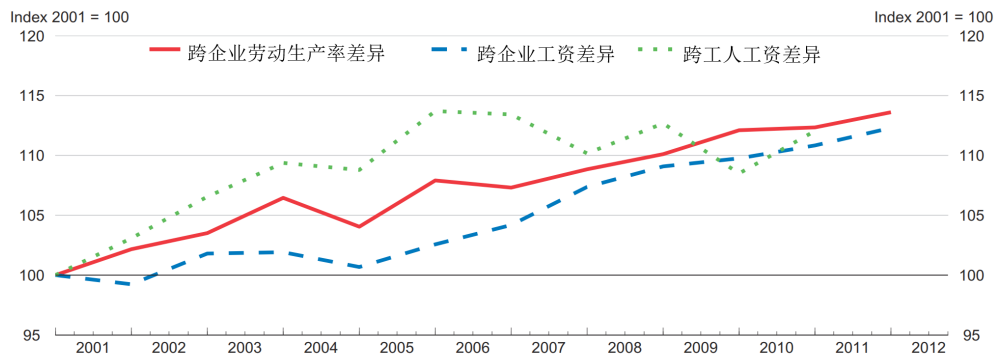


注：劳动生产率和实际工资是按每个工人的实际增加值和每个工人的实际劳动工资的公司间未加权平均值计算的。前沿公司被定义为在每个国家集团、每个行业和年份内劳动生产率最高的 5% 的公司。在 2001-2013 年期间，劳动份额下降（不包括第一产业、住房部门、金融部门和非市场部门）的国家包括：比利时、丹麦、德国、爱尔兰、日本、韩国、瑞典、英国和美国；增加的国家包括：奥地利、捷克共和国、爱沙尼亚、芬兰、法国、意大利、荷兰和西班牙。

资料来源：Schwellnus, C., M. Park, P. Pionnier and E. Crivellaro (2018), “Labour Share Developments Over the Past Two Decades: The Role of Technological Progress, Globalisation and “Winner-Takes-Most” Dynamics”, OECD Economic Department Working Papers, No. 1503, OECD Publishing, Paris.

技术前沿的工资与生产力脱钩伴随着前沿企业市场份额的增加（Andrews et al., 2016; Schwellnus et al., 2018）。由于这些公司的劳动份额通常明显低于其他公司，这对劳动份额造成了进一步的下行压力。从原则上讲，这可能意味着反竞争势力的增加，但也可能与技术活力导致的市场集中度暂时上升有关。事实上，技术前沿企业的工资与生产率脱钩主要反映了劳动份额较低的企业进入技术前沿领域（Schwellnus et al., 2018）。此外，美国日益增长的市场集中度似乎主要发生在技术快速变革的行业（Autor et al., 2017）。同样，加价幅度的增加在技术变革更快的数字密集型服务行业尤为明显（Calligaris et al., 2018）。然而，有一种风险是，随着时间的推移，现有的技术领导者试图通过反竞争的做法来减少市场进入的威胁。

图2.4 工资和生产率的‘差异’
90-10百分位数比率



注：实线和虚线（蓝色）是基于年份虚拟变量分别对国家相同部门不同公司的对数生产率和工资差异的估计值，国家包括：澳大利亚、奥地利、比利时、智利、丹麦、芬兰、法国、匈牙利、意大利、日本、荷兰、新西兰、挪威和瑞典。虚线（绿色）是基于年份虚拟变量对总体跨工人工资差异回归的估计得出的，工资差异数据是 OECD 收入分布数据库中每个国家内的数据，国家包括：澳大利亚、芬兰、法国、匈牙利、意大利、日本、荷兰、新西兰、挪威和瑞典。

资料来源：Berlingieri G., P. Blanchenay and C. Criscuolo (2017), “The Great Divergence (s)”, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 39, OECD Publishing, Paris.

高绩效企业的生产率和工资水平与其他企业存在差异，导致员工之间的工资差距扩大（Berlingieri et al., 2017）（图 2.4）。⁶这种跨公司的生产率和工资差异可能部分反映了由于租金分摊而传递给工资的公司之间的基本绩效差异。或者，它可以反映高薪工人归入高薪企业，低薪工人归入低薪企业的情况，这反过来可能与外包增加有关。

3. 推动因素：总体和分解证据

(1) 技术变革

技术驱动的投资价格下降降低了劳动份额（Schwellnus et al., 2018）。各行业平均而言，投资价格相对增值价格下降 9%——这与 1995-2013 年 OECD 中观察到的相对投资价格的平均下降大致相同——这使劳动收入份额下降了约 1.7

⁶ 工人水平工资的 90-10 百分位数比率与平均工资和工资中值的比率高度相关，工资均值和中值是在总体分析中使用的工资离散度的衡量方法。这与基于关联雇主和雇员数据的大量证据相一致，雇主-雇员数据表明，企业之间的工资差异是个体工人工资差异的关键解释，包括巴西（Helpman et al., 2017），丹麦（Bagger et al., 2013），德国（Baumgarten et al., 2016; Card et al., 2013; Goldschmidt and Schmieder, 2015），意大利（Card et al., 2014），葡萄牙（Card et al., 2016），瑞典（Skans et al., 2009），英国（Faggio et al., 2010）和美国（Dunne et al., 2004; Barth et al., 2016; Song et al., 2015）。

个百分点。这可能是因为随着时间的推移，技术进步已经更多地替代劳动力，特别是 21 世纪头十年的巨大劳动力替代效应（Autor and Salomons, 2018）。一方面，新技术扩大了现有可以由机器完成的任务的范围，从而取代了工人，降低了劳动份额。另一方面，新技术也创造了机器无法执行的新任务（Acemoglu and Restrepo, 2018）。随着技术进步的性质发生变化，新技术带来的劳动力替代和任务创造之间的平衡可能会发生变化。特别是，信息和通信技术（ICT）可能使天平向劳动力替代倾斜，并促进了劳动力份额非常低的“超级明星”公司的出现。⁷

技术变革似乎也加剧了工资不平等。在给定的低技能和高技能劳动力禀赋（其数量只能随着时间的推移缓慢调整）下，如果技术变革补贴了高技能工人但替代了低技能工人，那么它会加剧工资不平等。与这一假说相一致的是，研发支出与 GDP 之比在总体水平上与工资不平等呈正相关（De Serres and Schwellnus, 2018），以及数字化与企业间更高的工资差距呈正相关（Berlingieri et al., 2017）。

（2）全球价值链扩张

OECD 最近的分析进一步表明，全球价值链扩张压缩了劳动份额（Schwellnus et al., 2018）。事实上，全球价值链中每增加 10 个百分点的增加值，劳动收入份额就会降低 1 个百分点。考虑到 OECD 在 1995 年至 2013 年期间观察到的全球价值链参与的平均增长约为 6 个百分点的增加值，这表明全球价值链的扩张平均使各国的劳动份额降低了 0.6 个百分点。需要注意的是，全球价值链扩张不太可能独立于技术变革（Bloom et al., 2016），其定量影响似乎只有相对投资价格下降的三分之一左右。

贸易一体化似乎也在加剧工资不平等方面发挥了作用。在总体水平上，工资中值与工资均值的比率与附加值进口呈负相关，尤其是来自中国的进口（De Serres and Schwellnus, 2018）。这可能反映了这样一个事实，即与中国贸易一体化程度的提高降低了低技能工人而非高技能工人的劳动力需求（Autor et al.,

⁷ 由技术驱动的相对投资价格下降降低了劳动份额，意味着资本和劳动力之间的替代弹性高于 1。尽管 Karabarbounis 和 Neiman（2014）在采取与本章总结的 OECD 研究的相似设置时，得到的替代弹性的范围是 1.2-1.5，但大多数估计表明替代弹性低于 1（Chirinko, 2008）。OECD 最近的研究暗示的高替代弹性可以部分反映最近的样本时期，因为 ICT 资本（1990 年代出现）和劳动力之间的替代弹性显著高于其他资本品，并远高于 1（Tevlin and Whelan, 2003; Bakhshi et al., 2003）。

2015; Autor et al., 2016)。来自微观汇总数据的证据进一步表明，在贸易开放程度更高的行业，企业之间的工资差异有所增加（Berlingieri et al., 2017）。⁸

总的来说，基于各种数据来源和方法的经验证据一致表明，技术变革和贸易一体化的加强，通过降低劳动收入份额和加剧工资不平等，促进了工资中值与生产率的脱钩。这并不意味着技术变革和贸易一体化的增加会损害工人，因为大量证据表明，这些发展提高了总生产率，包括通过提高效率的再分配、降低价格和扩大可用产品的范围（Melitz and Redding, 2014; OECD, 2015）。然而，它提出了一个问题，即公共政策如何才能有助于更广泛地分享技术变革和贸易一体化带来的生产率收益。

（3）公共政策和制度的作用

公共政策在确保技术变革和全球价值链扩张带来的生产力收益与工人广泛共享方面发挥着关键作用。根据经合发组织最近的几项研究，出现了一些关键的发现（表 2.2）。⁹特别是，提高和保留工人的技能不仅对提高生产率增长至关重要，而且对促进更广泛地分享生产率增长也至关重要，这可以通过提高工资分布的低工资部分和提高劳动份额来实现。相比之下，一些旨在提高生产率增长的其他政策可能会对劳动收入份额和工资不平等产生相互矛盾的影响，这些影响的相对大小可能取决于最初的政策设定。

表 2.2 脱钩的因素

根据 OECD 最近的研究，各国的平均影响

	平均工资与劳动生产率 的比率	工资中值与工资均值的比率或公 司最低工资与最高工资的比率
	劳动份额 ¹	反向衡量工资不平等 ²
技术变革	↘	↘
贸易一体化	↘	↘
高技术	↗	↗
促进竞争的产品市场改革	↗	↘
放宽就业保障	↗	↘
降低最低工资	↗	↘

⁸ 这与现有的基于个别国家（包括德国和巴西）匹配的雇主和雇员数据来贸易对工资不平等的作用的研究结果是一致的（Baumgarten et al., 2016; Helpman et al., 2017）。

⁹ 税收可以改变资本对劳动的相对价格，并诱导资本-劳动替代。然而，经合组织最近的证据并没有就社会保障税和公司税对劳动收入份额的影响提供明确的结论。这与 IMF 最近的证据一致，即没有发现企业税收对劳动收入份额有任何影响（IMF, 2017）。

集体谈判权力下放	$\ominus$	$\searrow$
ALMP 支出增加	$\nearrow$	?

注：图中箭头表示各国的平均效应，具体国家的效应可能取决于结构性和政策驱动因素的初始水平。向下的箭头表示中低收入工人的实际工资增长相对于生产率增长较低，因此中低收入工人的工资与生产率增长脱钩。向上的箭头表示相反的效果， $\ominus$ 表示统计上不显著性，问号表示在本章回顾的研究背景下，影响因素没有接受稳健的实证分析。

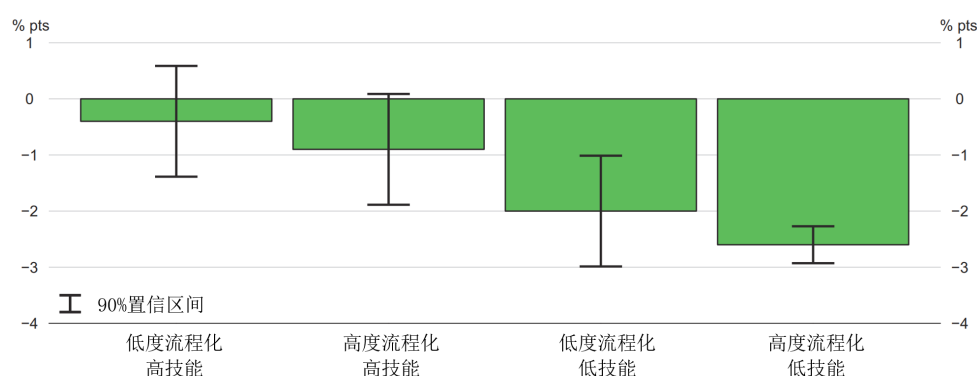
1. 基于 Schwellnus et al. (2018) and Pak and Schwellnus (2018)。
 2. 基于 De Serres and Schwellnus (2018) 和 Berlingieri, Blanchenay and Criscuolo (2017)。
- 资料来源：Schwellnus, C., M.Pak, P.Pionnier and E.Crivellaro (2018), “Labour Share Developments Over the Past Two Decades: The Role of Technological Progress, Globalisation and ‘Winner-Takes-Most’ Dynamics”, OECD Economics Department Working Papers, No 1503; Pak, M. and C.Schwellnus (2018), “Labour Share Developments Over the Past Two Decades: The Role of Public Policies”, OECD Economics Department Working Papers, forthcoming; de Serres, A. and C.Schwellnus (2018), “A General Equilibrium (LM and PM reforms) Perspective to Inequality”, in Astarita, C. and G.D’Adamo (eds. “Inequality and Structural Reforms: Methodological Concerns and Lessons from Policy, Workshop Proceedings”, European Economy Discussion Papers No.71, European Commission, Brussels; Berlingieri, G., P. Blanchenay and C. Criscuolo (2017), “The Great Divergence (s)”, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No.39。

与相对投资价格下降相关的劳动份额下降在高技能工人比例高的国家和行业降得更少（图 2.5）。即使在高度流程化（High routine）的行业，如果该行业雇佣了大量具有高计算能力或解决问题能力的工人，相对投资价格的下降也只会导致劳动份额小幅下降（Schwellnus et al., 2018）。这可能是因为技能是资本对劳动力的可替代性的关键决定因素，而较高的技能通常会降低资本-劳动的可替代性（Krusell et al., 2000）。

促进竞争的产品市场政策不仅提高了生产率，而且还支持将生产率收益传递给平均工资。促进竞争的产品市场改革对劳动收入份额的影响是模棱两可的：资本所有者减少产品市场租金往往会提高劳动收入份额，而减少投资的监管障碍则可能诱发资本-劳动替代。然而，实证结果表明，促进竞争的产品市场政策通过降低加价对劳动份额产生的正向影响超过了通过资本-劳动替代对劳动份额产生的负向影响，因此，劳动份额会随着这些改革而提高。

图2.5 高技能减少了资本-劳动替代

相对投资价格下降10%时劳动收入份额的变化，百分点



注：基于 Schwellnus et al. (2018) 报告的行业水平的技能结果。

资料来源：Schwellnus, C., M. Park, P. Pionnier and E. Crivellaro (2018), “Labour Share Developments Over the Past Two Decades: The Role of Technological Progress, Globalisation and “Winner-Takes-Most” Dynamics”, OECD Economic Department Working Papers, No. 1503, OECD Publishing, Paris.

虽然促进竞争的产品市场改革可能会减少资本所有者拥有的租金，但它们也与企业间工资差异的增加有关 (Berlingieri et al., 2017)。这与之前的研究一致——此类改革与工资不平等的加剧有关 (Braconier and Ruiz-Valenzuela, 2014)，并可能反映出在改革之前，由于缺乏竞争，处于企业生产率和工资分配底端的工人比处于顶端的工人更有可能从产品市场租金中受益。

尤其对低工资工人而言，加强工人讨价还价地位的劳动力市场政策可能会提高工资，但可能会对分享生产率收益产生意想不到的副作用。工人讨价还价地位的加强往往会通过提高工资来提高劳动份额，但在中期，工资的增加可能导致资本替代劳动。如果资本和劳动是容易替代的，资本密集度增加所带来的劳动生产率的提高可能大于工资最初的增幅，因此劳动份额下降。

平均而言，各国提高最低工资和加强就业保护往往会在中期内降低劳动收入份额，但会使工资分配的不平等程度有所减轻。从中期来看，为应付较高的劳动力成本而采用的资本-劳动替代办法似乎足以抵消较高工资对劳动收入份额的直接上升影响。¹⁰相比之下，更高的最低工资和更严格的就业保护可以通过

¹⁰ 短期而言，如果就业反应温和，提高最低工资会提高劳动份额 (Card and Krueger, 1994; Neumark et al., 2014)；但从中期（这也是本章总结的研究的重点）来看，提高最低工资引发了资本-劳动替代 (Lordan and Neumark, 2017)。基于不同的国家和时间样本，Ciminelli et al. (2018) 发现，更严格的就业保护通过提高工资对劳动份额的直接正面影响超过了通过资本-劳动替代产生的负面影响。

降低企业之间的工资差距，来减少实际工资中值增长与生产率增长的脱钩（Berlingieri et al., 2017）。提高最低工资或加强就业保护对脱钩的总体影响，很可能取决于它们的初始水平。在最初最低工资水平很低且对某些工人的就业保护很弱的地方，资本-劳动替代对广泛分享生产率收益的不利影响可能会被工资不平等的减少所抵消。

通过审查集体谈判制度，加强工人的谈判地位，可以促进生产率收益向工资的传递。各国平均而言，某种程度的集体谈判集中化似乎并不会降低劳动份额，并可能会降低企业间的工资差距（Berlingieri et al., 2017）。¹¹与通常在跨行业单一层面制定的最低工资和就业保护规则相反，集中化集体谈判通常发生在行业层面，这可能允许工人在对资本-劳动替代影响最小的情况下获得特定行业的租金。

集中化集体谈判的一个缺点是降低了个体企业设定工资的灵活性，这可能会降低长期的生产率增长。事实上，有证据表明，更集中的谈判与生产率和工资差异之间较弱的联系有关，这可能会降低工人跳槽到高生产率企业的动机（Berlingieri et al., 2017）。要平衡更集中的集体谈判对分享生产率收益的有利影响和对长期生产率增长可能产生的不利影响，就需要将集中化的行业层面谈判与权力下放的一些要素结合起来，例如，通过提供受控选择退出的可能性，或明确允许在企业或个人层面进一步适应（Carluccio et al., 2015; OECD, 2018）。

通过积极的劳动力市场政策促进失业工人的再就业，可以提高劳动收入份额，并支持将生产率收益转化为工资。OECD 最近的分析表明，积极的劳动力市场政策——为具有相关技能的工人提供求职援助，并为最不适合就业的工人提供培训机会和工作经验计划——促进了技术和全球化驱动的生产率收益向工资的转移（Schwellnus et al., 2018）。

本文原题为“Decoupling of Wages from Productivity: What Implications for Public Policies?”。本文是发布在 OECD 官网的 2018 年 OECD 经济展望中的第 2 卷（OECD Economic Outlook, Volume 2018 Issue 2）。[单击此处可以访问原文链接。](#)

¹¹ 集体谈判的集中化降低了工资不平等，这一结果与其他研究的证据相一致，表明了集体谈判的集中化削弱了高技能工人的谈判地位（Dahl et al., 2013; Leonardi et al., 2015）。



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT