



走出“类滞胀”： “莲花山论坛”2022 年海外宏观展望

■ 今年 Delta 病毒的冲击使得全球经济陷入“类滞胀”之中，表现为经济增长持续低于预期，通胀持续超过预期。

■ 展望 2022 年，对美国而言，“滞”将不再是问题，GDP 增速预计将超过 4%。疫苗和特效药的积极进展将进一步推动经济向常态回归，供需缺口收敛，修复重心转向服务业。但“胀”的威胁仍存，CPI 通胀可能将维持在 4% 上方。美国 CPI 通胀在高基数下有望走低，但仍然存在超预期上行的风险，驱动因素来自于“工资-物价”螺旋和通胀预期的自我实现。

■ 高通胀驱动下，美联储将加速货币政策正常化的步伐。一是 Taper 将于明年 1 月开始加速，明年 3 月完成。二是加息周期开启时点可能提前至明年二季度，明年内可能三次加息，但中性利率下行将制约此轮加息周期的空间。三是存在明年底开启渐进“缩表”的可能，但美联储资产规模不可能回到疫前。相较次贷危机后的经验，此次美联储货币政策正常化进程明显提速，“三部曲”每一个步骤推进的时长，以及步骤之间的时间间隔大概率都将显著收缩。

■ 总结而言，明年美国经济和政策都将进一步正常化，经济增长动能增强，货币政策积极应对高通胀。“类滞胀”有望停留在 2021，成为过去。

本报告基于笔者在 2021 年 12 月 14 日招商系“莲花山论坛”上的演讲整理而成，并对部分内容进行了补充和更新。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

感谢田地、王欣恬、牛梦琦
对本文的贡献

目录

引言：“类滞胀”之下的宏观政策困境	1
一、经济增长：供需缺口趋于收敛	2
（一）需求：保持旺盛，结构切换	2
（二）供给：约束内生缓解	4
二、通货膨胀：面临超预期上行风险	8
三、美联储货币政策：高通胀驱动正常化提速	11
（一）立场：持续“转鹰”	11
（二）路径：正常化“三部曲”加速	12
四、结语：走出“类滞胀”	16

图目录

图 1：1970 年代美国经济陷入“滞胀”	1
图 2：美国实际商品消费远超趋势水平	2
图 3：疫情下美国财政刺激超过 GDP 的四分之一	2
图 4：美国商品和服务消费分化	3
图 5：美国的超额耐用品消费主要通过进口满足	3
图 6：美国居民收入内生增长强劲	3
图 7：美国单剂接种率已超七成	4
图 8：Omicron 相较 Delta 传染性大幅上升	4
图 9：中低收入国家接种率远低于中高收入国家	5
图 10：接种率较低的多为资源供给国	5
图 11：拜登胜选后欧洲碳排放价格上涨近 3 倍	5
图 12：今年以来全球能源价格大幅攀升	5
图 13：疫情下美国供应商交付时间持续延长	6
图 14：中国出口集装箱运价边际回落	6
图 15：美国就业市场“三高”	6
图 16：美国劳动参与率有望如疫前一般缓慢修复	6
图 17：美国非农失业率修复动能强劲	7
图 18：美国经济常态化指数达到 82/100	8
图 19：历史上通胀战后高涨，疫后低迷	9
图 20：今年美国 CPI 通胀主要由交通和住房价格驱动	9
图 21：美国 CPI 住房价格指数上行动能强劲	10
图 22：美国劳动参与率有望缓慢修复	10
图 23：美国名义薪资高增长，实际薪资负增长	10
图 24：美国 1Y 通胀预期显著上行	10
图 25：美联储今年持续调高通胀预测	11
图 26：12 月美联储显著“转鹰”	11
图 27：美国流动性过剩	12
图 28：12 月后美国 Taper 速率翻番	12
图 29：美国通胀与政策利率的背离已达极点	13
图 30：美国中性利率与实际政策利率趋势性走低	14
图 31：美联储资产规模难以回到疫前	15
图 32：美联储加息领先经济衰退	16
图 33：美国政府杠杆率大幅攀升	16
图 34：今年机构持续调低经济增长预测	16
图 35：今年机构持续调高通胀预测	16



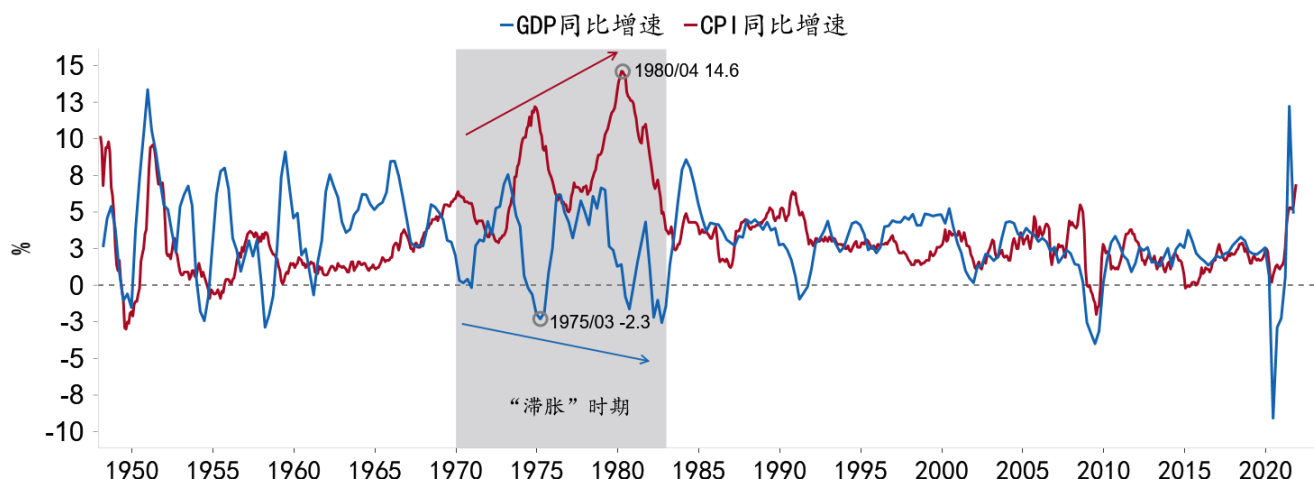
大家下午好。非常荣幸在岁末再度和大家相聚在莲花山论坛，探讨明年的宏观经济形势。今天我讨论的主题是当前全球经济“类滞胀”的格局在明年的演化和对政策的影响。

引言：“类滞胀”之下的宏观政策困境

首先我想简单地定义一下“类滞胀”。“滞胀”（stagflation）描述的是经济增长和通胀之间不同寻常的负相关关系。这两个最重要的宏观指标，在绝大多数时候都正相关：经济走热，通胀上行；经济衰退，通胀下行。上世纪七十年代两次“石油危机”使得美国经济经历了典型的“滞胀”，美国 CPI 同比增速一路飙升至 15%，GDP 同比则增速一度跌落至负区间（图 1）。彼时美国经济持续“滞胀”，也使得凯恩斯主义从宏观政策指导方法论的王座上跌落。

图 1：1970 年代美国经济陷入“滞胀”

美国 GDP 与 CPI 同比增速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

与上世纪七十年代相比，当前美欧增长和通胀仍然保持正相关，经济复苏，通胀走高，并非典型的“滞胀”。但与预期相比，由于 Delta 毒株冲击，今年下半年以来美欧经济增长持续低于预期，通胀持续高于预期，我们不妨将这样一种经济运行的状态称为“类滞胀”（quasi-stagflation）。

通胀与增长反向运行，使得宏观政策陷入两难。要保持宽松支持增长，通胀将进一步走高；要收紧政策治理通胀，则对增长不利。1979 年，沃尔克（Paul Volcker）在美国经济“大萧条”后的至暗时刻出任美联储主席。抱持“通胀在任何地方都永远是一个货币现象”的货币主义信条¹，沃尔克实施了严厉的

¹ Milton Friedman famously said, “Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon in the sense that it is and can be produced only by a more rapid increase in the quantity of money than in output.”

货币紧缩，美国联邦基金利率飙升至 22.4% 的历史高位，成功遏制了当时的高通胀。

因此，当前“类滞胀”的演化，将决定明年的政策立场和路径。下面我将聚焦美国，讨论一下其基本面“滞”与“胀”的发展，以及美联储的政策应对。

一、经济增长：供需缺口趋于收敛

首先我们来看“滞”，即经济增长，分需求和供给两方面。

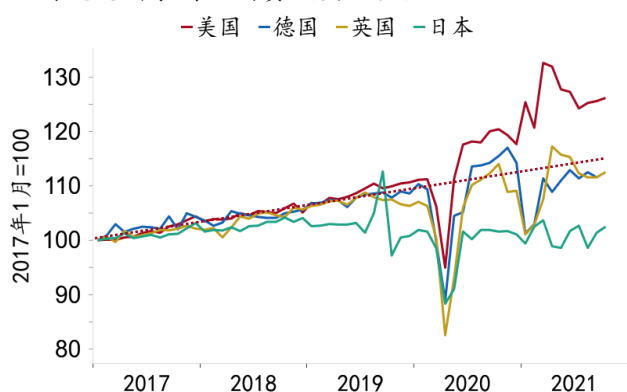
（一）需求：保持旺盛，结构切换

先看需求。明年美国需求总量上仍有望保持旺盛，结构上发生从商品到服务的切换。

为何单单聚焦美国呢？不仅因为美国是全球最大的经济体，还因为在疫情冲击下，美国对全球经济的影响进一步大幅上升了。疫情前，主要发达国家的商品消费大致运行在同一趋势水平。疫情爆发后，由于美国史无前例的超宽松政策，特别是对居民部门的补贴，使得美国的商品需求大幅超越历史趋势水平，而其它发达国家仅恢复至接近疫情前趋势水平（图 2）。疫情冲击下，美国出台了共计 5.7 万亿美元的财政刺激包，占 GDP 的比重超过 1/4（图 3），主要发放给居民部门。美联储迅速实施“零利率”政策，开展 unlimited quantitative easing，资产规模翻番，进一步刺激了需求。

图 2：美国实际商品消费远超趋势水平

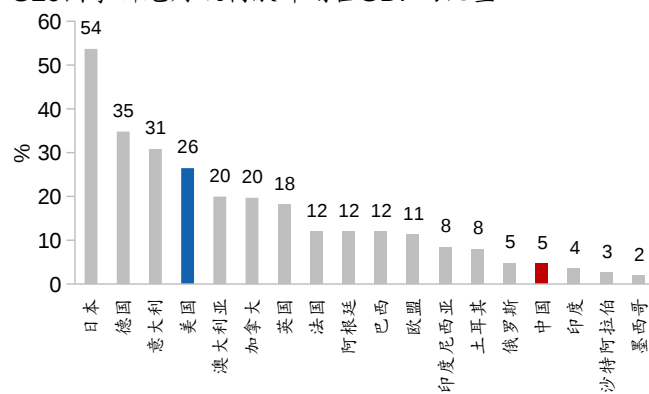
主要发达国家商品消费（实际值）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 3：疫情下美国财政刺激超过 GDP 的四分之一

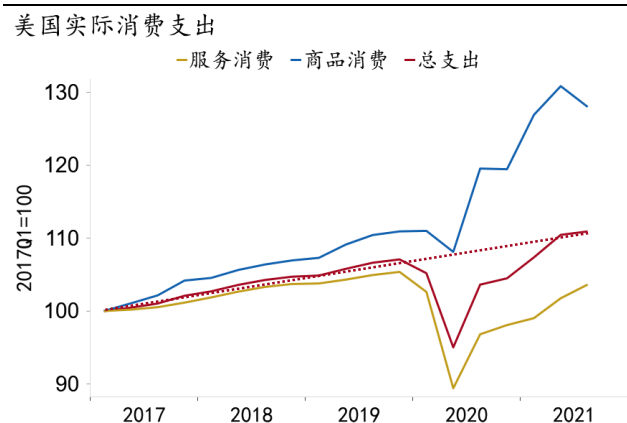
G20 国家新冠财政刺激计划占 GDP 的比重



资料来源：Statista，招商银行研究院

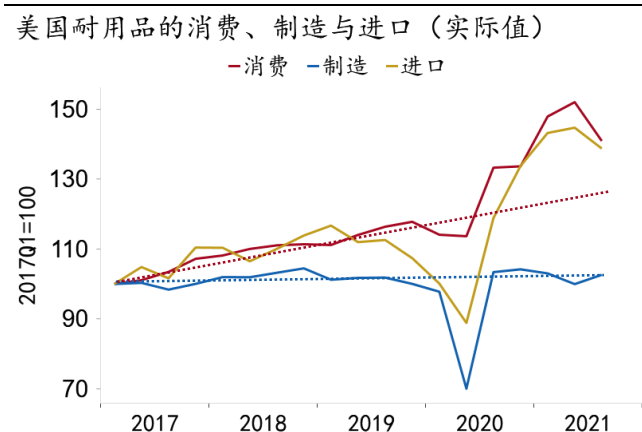
在政策强力刺激下，美国消费发生了 V 型反转，但由于服务消费受疫情制约，美国的超额需求主要体现在商品消费上，商品对服务形成了部分替代（图 4）。观察美国商品的供需两端，不难发现美国生产刚刚恢复到疫前趋势水平，但仍然难以满足远超疫前水平的消费需求（图 5）。美国的超额需求主要通过进口满足，形成外溢。这部分外溢的需求主要由中国承接，构成了疫情冲击下全球经济中“美国消费、中国生产”的特殊关系。

图 4：美国商品和服务消费分化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

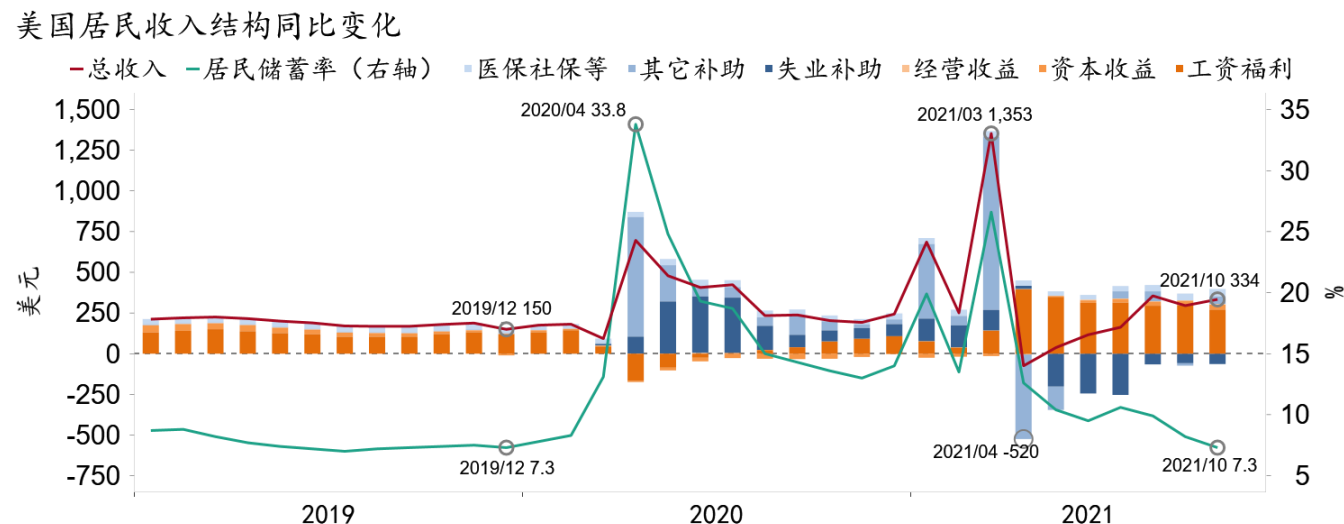
图 5：美国的超额耐用品消费主要通过进口满足



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

那么，美国的需求在明年还会保持旺盛吗？观察美国的居民收入，答案应当是肯定的。去年二季度到今年一季度，政府的转移支付推升了美国居民收入增长；今年二季度以来，美国居民收入增长动力已切换至工资福利、资本所得等内生性收入，增长动能强劲，超过疫前的两倍（图 6）。此外，美国居民还在政府补贴期间积累了大量的超额储蓄。10 月美国居民月储蓄率刚刚降至疫前水平。居民部门“不差钱”决定了美国明年的需求将保持旺盛，但由于大规模政府补贴退坡，需求总量仍将较去年和今年有所回落。

图 6：美国居民收入内生增长强劲

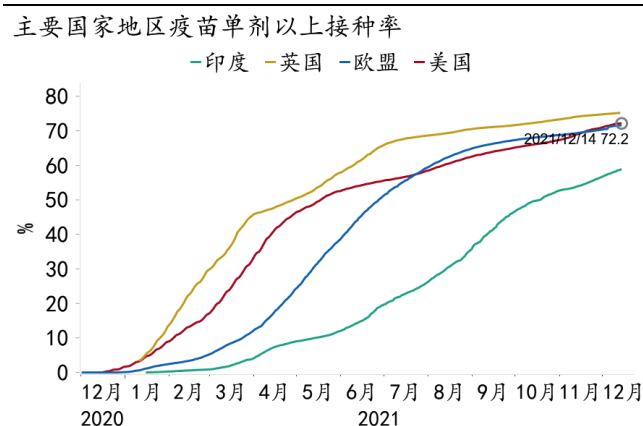


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

除收入外，美国需求增长的动能还来自医疗科技的进步。这方面明年有两个好消息，儿童疫苗和新冠特效药的问世普及。目前美国 FDA 已批准了辉瑞疫苗在 5-15 岁年龄段的紧急使用授权。这部分儿童和青少年占美国总人口的比重超过 13%，其接种将进一步推高美国的总体接种率至超过 80%，加上感染康复后免疫的群体，明年美国有望接近甚至达成“群体免疫”（图 7）。而且，儿童疫苗还有助于将不少父母从“全职带娃”的状态中解放出来，提升美国的劳动参

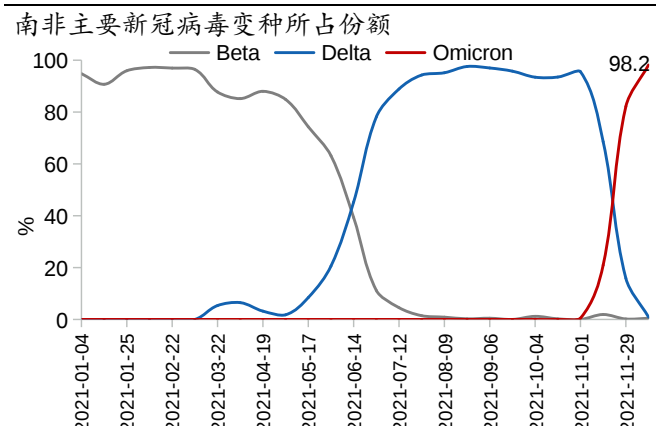
与率。新冠特效药则在疫苗之外增加了又一层防护，有望进一步提振美国的消费信心和经济活力。

图 7：美国单剂接种率已超七成



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8：Omicron 相较 Delta 传染性大幅上升



资料来源：Our World in Data，招商银行研究院

另一方面有一个坏消息，来自 Omicron 变异毒株。Omicron 在南非被发现之时，资本市场立即根据最坏情景为其定价。从目前信息看，Omicron 传染性大幅上升（图 8），但对重症率和死亡率的影响显著低于 Delta，并不对当前发达国家的防疫体系构成严重挑战，特别是考虑到疫苗加强针的效果。基于此，Omicron 的传播对全球经济而言可能反而是个好消息：若低毒性的 Omicron 未来成为这场大流行中的主导毒株，新冠疫情对人类健康和全球经济的威胁将大幅下降。当然，Omicron 的快速传播仍将对疫苗接种率低、医疗基础薄弱的国家形成冲击。100 年前，西班牙流感冲击导致全球 5,000 万人死亡，但今天流感对人类健康和经济活动的影响已微乎其微。当前新冠大流行造成的全球累计死亡人数已超过 500 万，未来或也将朝着“流感化”的方向发展。

因此，结合疫苗和疫情两方面考虑，明年新冠病毒对人类经济活动的约束有望显著降低，美欧经济修复的重心相应将由商品向服务切换。

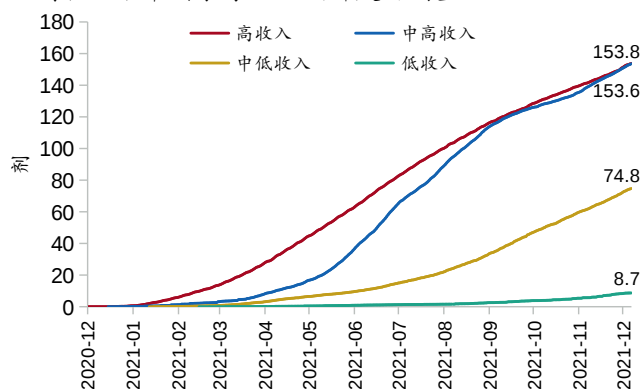
（二）供给：约束内生缓解

再看供给。疫情冲击下，当前全球包括美国的经济面临多重供给约束，主要包括疫苗失衡、“脱碳”政策、供应链紊乱和劳动力短缺四方面。这些约束之间并非独立，而是相互关联的。前瞻地看，这些约束都有望在明年得到内生性缓解。

首先是疫苗失衡修复。当前中低收入国家的接种率远低于中高收入国家（图 9），随着疫苗产能持续释放，美欧接种率趋于饱和，发展中国家和发达国家的接种差有望收窄。根据国际药品制造商联合会估算，新冠疫苗产能将在明年中达到 240 亿剂，辉瑞也宣布免费授权给 95 个中低收入国家仿制新冠特效药，这将有效缓解因中低收入国家生产受限所造成的全球资源品约束（图 10）。

图 9：中低收入国家接种率远低于中高收入国家

不同收入水平国家每百人接种疫苗剂量

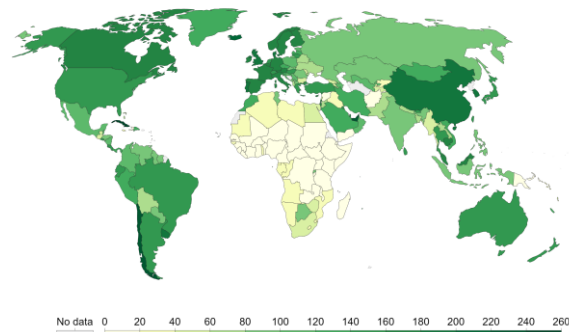


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：接种率较低的多为资源供给国

COVID-19 vaccine doses administered per 100 people

All doses, including boosters, are counted individually. As the same person may receive more than one dose, the number of doses per 100 people can be higher than 100.



Source: Official data collated by Our World in Data - Last updated 16 December 2021, 10:20 (London time)
OurWorldinData.org/coronavirus · CC BY

资料来源：Our World in Data，招商银行研究院

其次是“脱碳”约束松动。全球应对气候变化的语境与美国的政治周期密切相关。自小布什以来，每当共和党执政，美国便会退出全球气候协定；而每当民主党执政，美国便重回全球气候协定，并驱动全球“脱碳”政策语境趋严。拜登胜选以来，欧洲碳排放期货合约价格已上涨了近 3 倍（图 11）。“脱碳”使得传统化石能源生产与投资不足，叠加疫情和极端天气，使得能源供给无法满足“超调”的能源需求，造成了今年全球所面临的“能源危机”。能源价格大幅攀升，成为推升全球通胀的原动力（图 12）。展望明年，考虑到高通胀已给全球造成极大经济政治压力，各国政府将不得不更加重视“保民生”，“脱碳”对能源供给的约束将相应松动。例如，极力推动全球“脱碳”的欧盟，近期由于天然气价格过高，煤电占比大幅上升²。

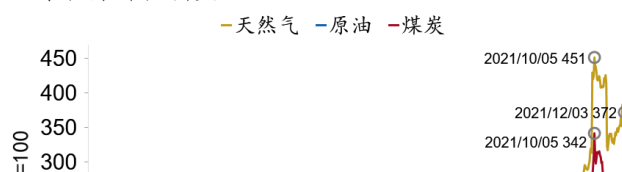
图 11：拜登胜选后欧洲碳排放价格上涨近 3 倍

欧盟碳排放期货合约价格



图 12：今年以来全球能源价格大幅攀升

全球能源价格指数



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31874

