

## 宏观动态跟踪报告

## 美国“滞胀”：这次有什么不一样？

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号  
S1060120120052  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



当前，美国经济与 1970-80 年代“大滞胀”时期存在一定相似之处，市场担忧美联储激进加息并引发美国经济衰退，由美债收益率曲线快速变平甚至短暂倒挂中便可窥见一斑。但我们认为，当前美国经济与“大滞胀”时代存在重要区别，年内美国经济衰退的风险相对有限。有以下五大理由：

- **1、美国经济增长具备韧性。**当前本轮美国经济“过热”程度不及 1970-80 年代水平，美国实际 GDP 两年同比增速尚未超过潜在增长水平，仍处于疫后“复苏”阶段。尤其是，美国就业市场离“滞”尚远，当前美国失业率为 3.6%，明显低于 CBO 测算 2022 年自然失业率的 4.4%。美国经济或可承受多次加息而不易陷入衰退。
- **2、美国消费结构正在“再平衡”。**美国通胀结构正在向“需求因素”倾斜。随着美联储紧缩，过剩需求（尤其耐用品和购房需求）有望切实得到抑制。而服务消费对美联储加息相对不太敏感，且通胀降温亦可帮助修复前期因价格过高而受到压制的需求，美联储紧缩对经济增长的负面影响或可控。
- **3、供给冲击年内有望趋于改善。**美国能源依赖度远低于上世纪“滞胀”时期水平，美国能源支出占 GDP 比重由 10%以上下降至 6%左右。2008-2014 年美国页岩油革命后，美国石油产品处于“自给自足”状态。今年美国石油企业有望加速增产。美国供应链瓶颈有望于年内明显改善。
- **4、美国财政退坡辅助缓和通胀。**2022 财年，美国财政支出预算将环比减少 1.2 万亿美元。结构上，“雇员报酬”占美国居民总收入比重已回升至疫情前水平，美国消费需求或不会过度冷却。此外，财政刺激相较货币政策更容易退出，美国居民杠杆率并未显著攀升，金融风险更加可控。
- **5、美国通胀预期保持相对稳定。**克利夫兰联储模型显示，2022 年 3 月美国十年通胀预期仅为 1.9%。密歇根居民一年通胀预期明显低于即期 CPI 通胀率。通胀预期（而非通胀本身）是居民对工资定价的核心因素，继而工资-通胀螺旋压力可控。稳定的通胀预期也赋予货币政策更大灵活性。
- **展望 2022 年美联储加息幅度及影响：美国通胀走势或“前高后低”：**上半年通胀压力较大，但下半年随着货币和财政“双紧”效果显现、美国消费结构再平衡、供给冲击缓和等，美国通胀压力有望减弱。**美联储货币紧缩节奏可能“前快后慢”：**上半年可能合计加息 100 或 125bp，但下半年若美国通胀压力缓和，美联储或适度放慢紧缩节奏。美联储或于 5 月开始缩表，“加息+缩表”组合拳效果有待观察，缩表与加息或存一定替代关系。**预计 2022 年美国联邦基金利率或升至 2%左右，暂不会达到 2.5%以上的限制性水平。**1994 年以后，美联储也从未在一年内加息超过 200bp。在本轮美联储快速加息的过程中，美债收益率曲线平坦化乃至倒挂风险、金融市场波动风险、及新兴市场面临的资本外流压力，均值得格外警惕。

2022年3月美联储启动加息周期，开启了与通胀的“赛跑”。美联储3月经济预测显示，2022年美国联邦利率预测中值为1.9%，但2023年和2024年利率预测中值达到2.8%，超过2.5%的长期利率水平。近期美联储官员密集“放鹰”，对单次加息50bp持开放态度，市场加息预期继续升温。截至4月11日，CME利率期货市场预计2022年美国联储大概率累计加息250bp左右（加息225bp、250bp和275bp的概率分别为16%、38%和33%）。

当前，美国经济与上世纪70-80年代“大滞胀”时期存在一定相似之处：货币宽松与通胀率飙升、实际经济增速高于潜在增速（继而面临下行压力）、地缘冲突引发国际油价飙升等。若美国经济陷入“滞胀”困局，美联储政策将在经济的“滞”与“胀”之间左右为难，最终可能需要加息至限制性水平，通过牺牲经济增长以换取通胀缓和。近期，市场比较担忧本轮美联储激进加息并引发美国经济衰退，由美债收益率曲线快速变平甚至短暂倒挂中便可窥见一斑。

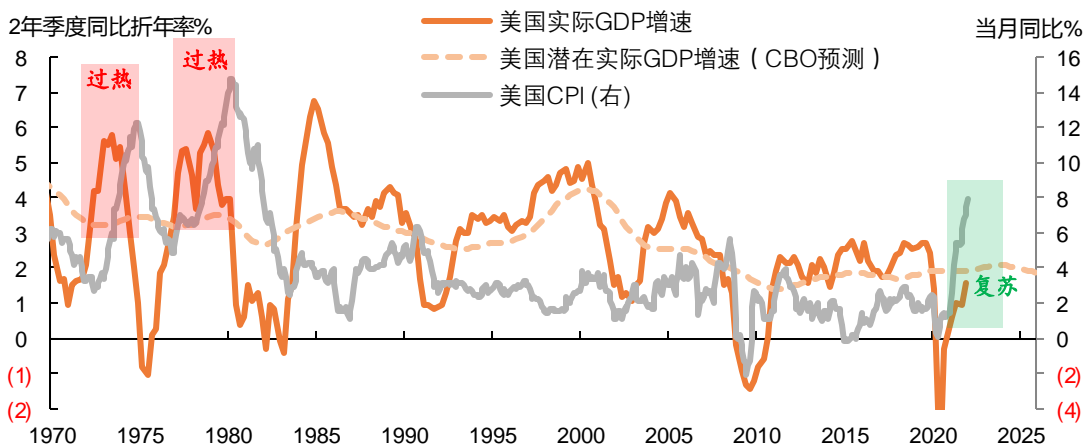
而我们认为，当前美国经济与“大滞胀”时代也存在重要区别：美国经济仍处于两年同比意义上的“复苏”阶段，能源对外依赖性更低，通胀预期更加稳定，“滞”与“胀”的压力可能均弱于当时。此外，新冠疫情冲击下的消费结构失衡、财政刺激下的居民收入过剩等问题，有望于年内改善。因此，今年即使美联储需要一定程度的“滞”以换取“胀”的缓和，但年内美国经济陷入衰退的风险相对有限。本篇报告具体给出五个方面理由。

## 理由一：美国经济复苏具备韧性

经济“过热”通常是“滞胀”的前奏：由于经济过热难以长期持续，面对货币紧缩和供给冲击时，经济增长陷入停滞乃至衰退的概率就会上升。但是，当前美国经济“过热”程度不及1970-80年代水平，且就业市场格外紧俏，美国经济或可承受一定程度的加息而不会过早陷入衰退。

美国经济仍处于两年同比意义上的“复苏”阶段。1970-80年代美国通胀率尚未走高时，美国经济一度“过热”（两年复合增速超过5%、高于当时3-4%的潜在增长水平），后来美联储加息加速了经济的下行，引致经济衰退。相比之下，本轮美国经济尚未完全抹平新冠疫情的冲击：虽然2021年美国实际GDP同比增长5.7%，但两年平均增速仅1%，4季度的两年复合增速为1.6%，均未达到2%左右的潜在增长水平。因此，美国经济仍处于疫后复苏阶段，美联储今年3月预测，2022年美国实际GDP增速仍可达2.8%。但美国经济谈不上“过热”，或许也就谈不上“重症当用猛药”后的突然折戟（当然，目前美联储的靶心是居高不下的通胀，后文我们会分析美国通胀动态）。

图1 与1970-80年代不同，当前美国经济两年同比增速尚未超过潜在增长水平

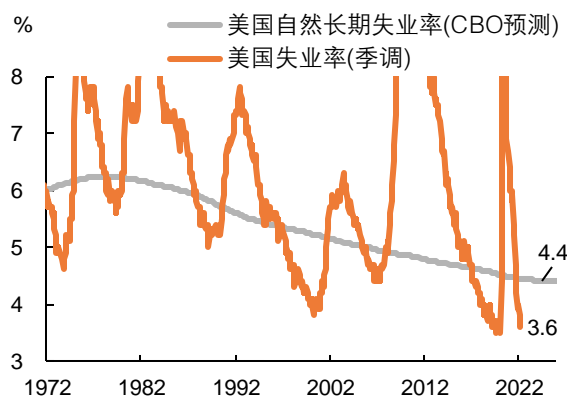


资料来源：Wind,平安证券研究所

从美国就业市场看，当前美国经济离“滞”尚远，货币政策紧缩空间相对宽裕。2022年3月美国失业率为3.6%，明显低于

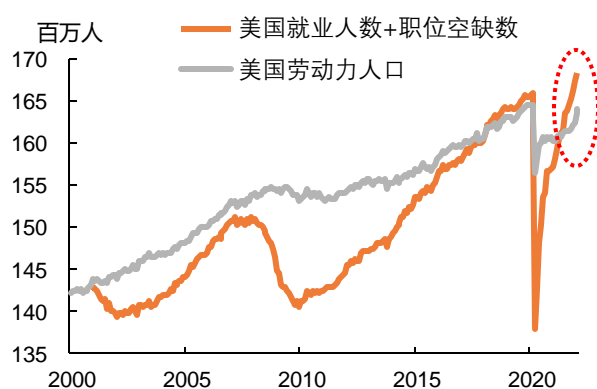
2022年美国自然失业率(CBO测算)的4.4%。而且,据鲍威尔3月21日最新发言,美国自然失业率可能临时性上升。本轮美国就业市场格外紧俏,劳动力供需矛盾显著,劳动力需求(就业人数+职位空缺数)已经快速修复并明显高于新冠疫情前水平,但劳动力供给尚无恢复至新冠疫情前水平。劳动力市场的强劲意味着美联储紧缩有较充足的空间。如鲍威尔3月21日发言所称,“今天的(美国)经济非常强劲,处于有利位置,可以适应更紧缩的货币政策”。美联储3月最新预测,2022年美国联邦基金利率预期中值为1.9%,但预计美国失业率将进一步降至3.5%。

图表2 当前美国失业率显著低于自然失业率



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 美国劳动力市场明显供不应求



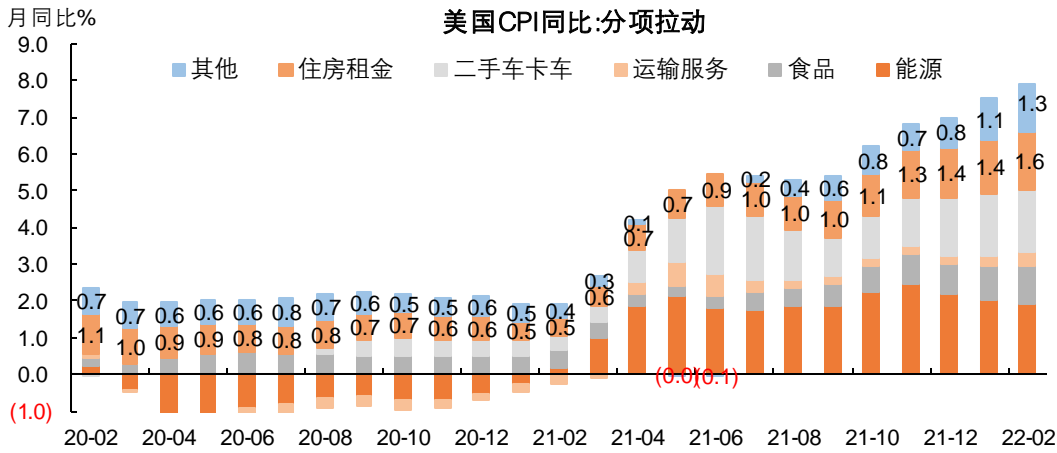
资料来源: Wind,平安证券研究所

## 理由二：美国消费结构正在“再平衡”

当前,美国通胀压力正在向需求端倾斜,而货币政策对于需求(尤其是耐用品消费和购房需求)引致的通货膨胀会更加有效。但服务消费对美联储加息相对不太敏感,且若通胀降温亦可帮助修复前期因价格过高而受到压制的需求,美联储紧缩对经济增长的负面影响或可控。

美国通胀结构正在更多向需求因素倾斜,货币政策可以调节需求、遏制通胀。2021年,美国通胀压力主要来源于“供给因素”,表现为能源(以及与之相关的运输服务)、二手车和卡车等价格上涨。2021年三季度以后,住房租金等与“需求因素”更加相关的分项对CPI的拉动持续上升。我们测算,在美国核心CPI中,“住房租金”以及除去“运输服务”和“二手车和卡车”分项的“其他”分项,对2022年2月美国核心CPI同比的拉动分别为1.6个和1.3个百分点,而2021年2月这两个数字仅分别为0.5和0.4个百分点、2020年2月为1.1个和0.7个百分点。这说明,“需求因素”对美国通胀的拉动已经恢复甚至高于新冠疫情前水平。进而,美联储通过货币政策紧缩来抑制需求、从而遏制通胀具备更强的可行性。

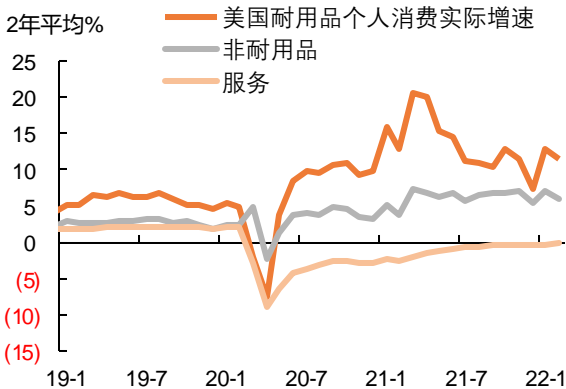
图表4 美国通胀结构正在更多向需求因素倾斜



资料来源: BLS, 平安证券研究所 (按2022年1月CPI分项权重测算)

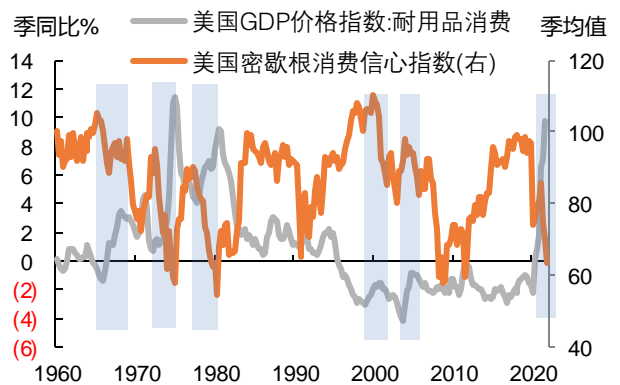
**美联储紧缩或促进美国消费结构“再平衡”：耐用品转向服务。**当前美国消费结构的特点是商品、尤其耐用品消费过旺，这或与新冠疫情下服务消费受限有关。2022年2月，美国个人消费实际支出中，耐用品消费两年平均增长高达11.5%，耐用品消费占比相比疫情前水平上升了约3个百分点。旺盛的耐用品消费需求加剧价格上涨压力，并挫伤居民消费信心。随着新冠疫情影响逐渐消退，今年美国耐用品消费增速大概率将向疫情前水平回落，服务消费有望继续回升。叠加考虑美联储紧缩的影响，参考1960-80年代美联储对抗通胀的时期，耐用品消费名义增速与美联储加息明显负相关（加息或同时抑制耐用品消费的量与价），而服务消费名义增速则“波澜不惊”。2021年四季度，美国耐用品消费价格同比高达9.8%，同期服务消费价格同比仅4.1%。据此判断，本轮美联储紧缩或将显著抑制耐用品消费需求，继而缓解耐用品价格上涨压力，但服务消费依然有望保持增长，“托底”美国经济增长。

图表5 新冠疫情以来美国商品消费过旺、服务消费受限



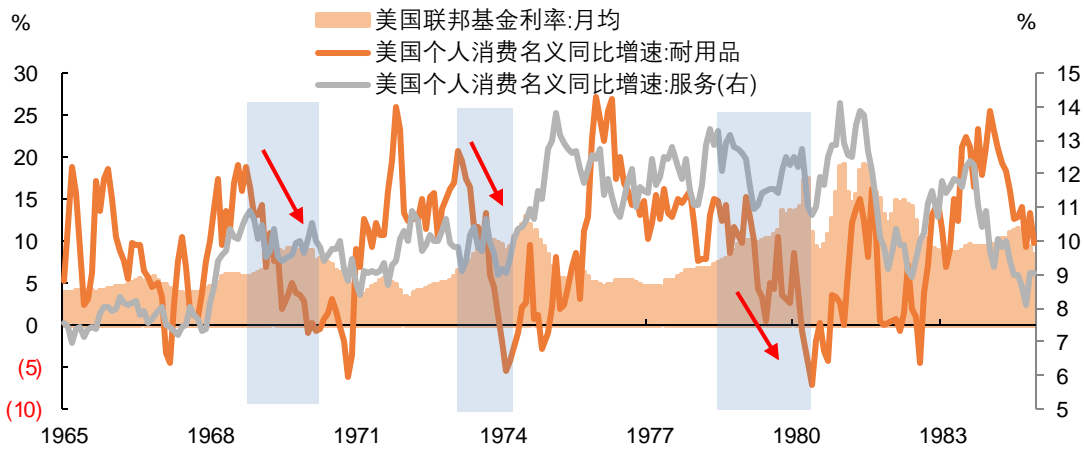
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国耐用品价格上涨挫伤消费信心



资料来源: Wind, 平安证券研究所

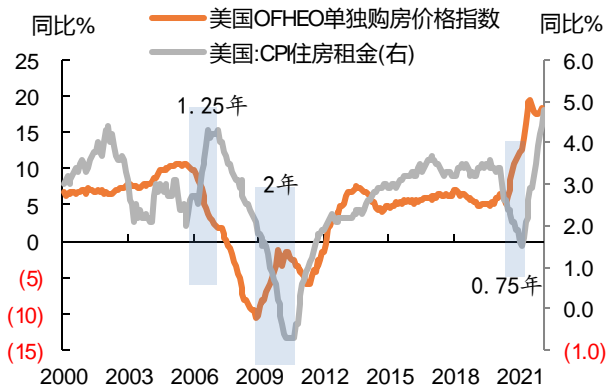
图7 美国耐用品消费对加息敏感，服务消费相对不敏感



资料来源: Wind,平安证券研究所

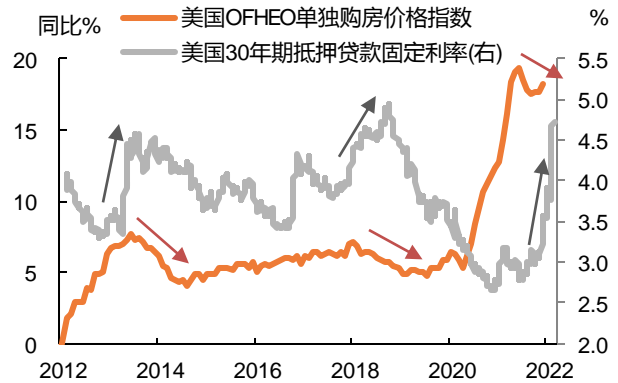
美国房价以及住房成本将随利率上升而降温。美国住房租金价格在 CPI 中占约三分之一，其对 2022 年 2 月美国 CPI 同比的拉动高达 1.6 个百分点。历史数据显示，住房租金与房价走势有明显的相关性（滞后 1 年左右）。本轮美国房价上涨起点在 2020 年 5 月左右，CPI 住房租金同比上升起点在 2021 年 2 月，间隔 9 个月左右；2021 年 7 月美国房价已触顶，继而我们预计，2022 年 2 季度美国住房租金 CPI 同比见顶。同时，美国房价将随贷款利率上涨而进一步降温。本轮随着美联储加息预期不断升温，已在短时间内拉升了房贷利率。截至 3 月中旬，美国 30 年期抵押贷款利率已升破 4%，并进一步逼近 5%。往后看，本轮美联储还将通过缩表（尤其缩减 MBS），进一步抬升贷款利率、抑制住房需求，为房价和房租降温。

图8 美国住房租金走势滞后房价 1 年左右



资料来源: Wind,平安证券研究所

图9 美国房价将随贷款利率上涨而进一步降温



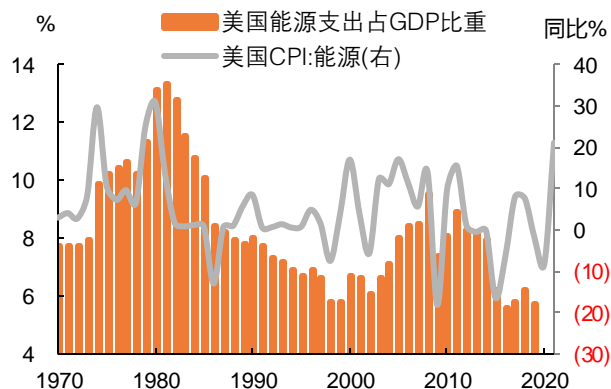
资料来源: Wind,平安证券研究所

### 理由三：供给冲击年内有望趋于改善

供给冲击带来的成本推动型通胀是上世纪“滞胀”的重要成因。当前，能源转型、供应链中断、地缘冲突等供给冲击仍在推升美国通胀。但我们认为，美国经济对能源的依赖性远不及上世纪，随着美国石油增产加快、供应链瓶颈改善等，成本推动型通胀压力有望趋于缓和。继而，美联储加息至限制性水平的必要性亦会相应降低。

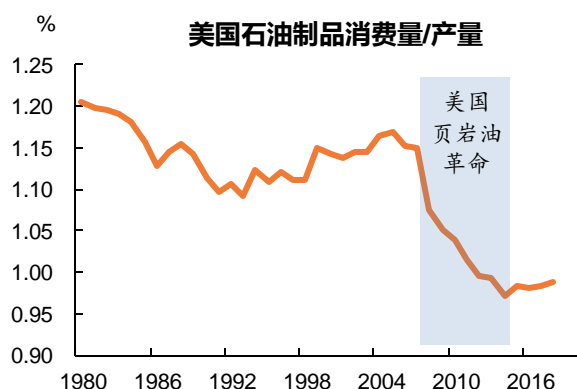
美国能源依赖度远低于上世纪“滞胀”时期水平。供给冲击与油价上涨，是上世纪 70-80 年代美国遭遇“滞胀”的一大原因。1973 年中东战争爆发、欧佩克暂停石油出口，导致国际油价急速上涨；1974 年美国能源 CPI 同比高达 30%。本轮新冠疫情叠加地缘冲突等供给冲击，也引发了国际油价持续上涨。2021 年下半年以来，美国能源 CPI 月同比高达 25-30%。但同样的能源价格上升幅度，其对当前美国经济带来的成本不及当时那般巨大。当前美国经济对能源的依赖性已经显著下降，其能源支出占 GDP 比重由上世纪 80 年代的 10% 以上，下降至 2016 年以来的 6% 左右。尤其是，2008-2014 年美国页岩油革命后，美国石油产品国内产量已经超过消费量，基本处于“自给自足”的状态。这意味着，美国面对全球能源供给冲击及其带来的通胀压力时，可以拥有相对稳定的“微生态”。

图表10 美国能源价格冲击或弱于上世纪“滞胀”时期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

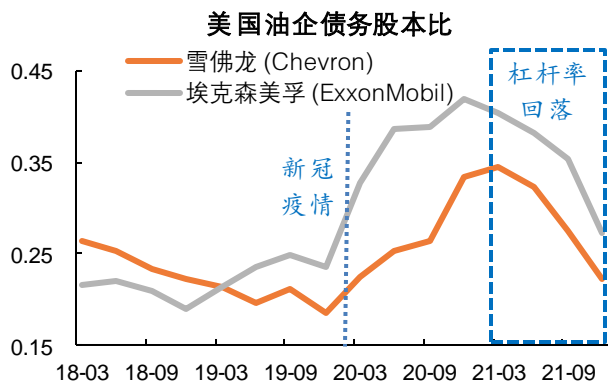
图表11 美国页岩油革命后石油产品产量高于消费量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

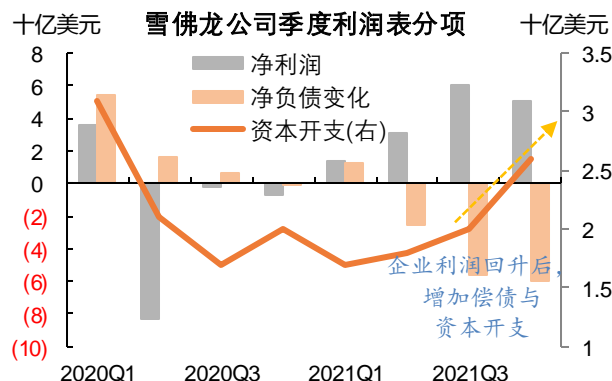
今年美国国内石油供给有望加速修复。美国石油供给取决于国内油企的供给能力。2020 年以来，美国油企投资增产动能不足，除了拜登新政下的能源转型压力外，债务压力也是明显束缚。2020 年一季度油价崩塌后，美国油企利润侵蚀、债务过快积累。此后虽然油价快速修复，但油企债务压力难解，其杠杆率持续攀升至 2020 年底。2021 年开始，随着美油价格高于 50 美元/桶，油企盈利才得到显著改善，企业杠杆率开始回落，2021 年末基本回到新冠疫情前水平。2022 年，美国油企投资增产节奏有望明显加速：一方面，美油价格高企于 100 美元/桶左右，企业利润积累加快；另一方面，债务压力或许不再束缚企业投资增产。以美国第一大油企雪佛龙公司为例，截至 2021Q4 其资本开支已经出现加速迹象。截至今年 4 月 8 日，美国原油钻机数为 546 部，同比增长了 62%，较疫情前水平已恢复了约 80%。根据历史经验，企业增加钻机至实际增产或需 4 个月左右。我们预计，2022 年下半年美国石油供给有望更加充足，美国能源通胀压力有望缓和。

图表12 新冠疫情后美国油企杠杆率跃升



资料来源: YCharts, 平安证券研究所

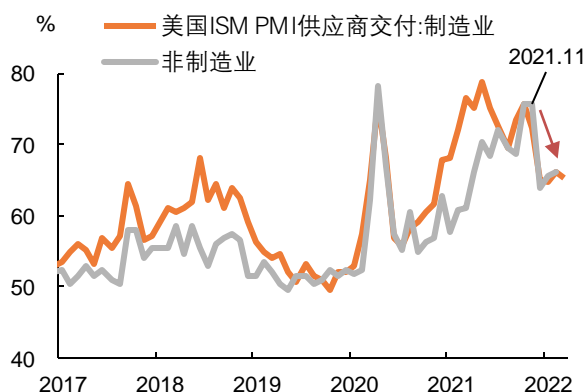
图表13 美国油企在利润回升后,开始逐步增加资本开支



资料来源: Chevron, 平安证券研究所

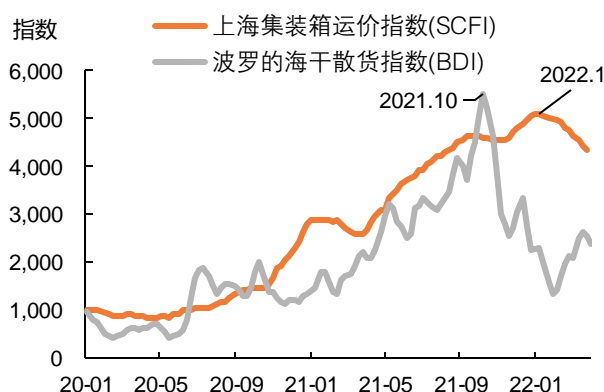
美国供应链瓶颈已度过“至暗时刻”。除能源涨价外，当前供给冲击也来自供应链瓶颈，包括缺乏运输设备及劳动力等。不过，各类数据显示，美国乃至国际供应链最紧张的时期或是2021年四季度，当前已经有所缓和。美国ISM制造业和非制造业PMI交付时长分项，2021年10-11月后已回落至2021年一季度水平。2022年3月，美国Markit制造业PMI超预期上升至58.5，虽然3月以来中国新冠疫情反弹或加剧部分美国制造商供应链压力，但美国及其他地区管控放松，使美国供应链压力整体趋于缓和。衡量国际航运价格的BDI和SCFI指数，已分别在2021年10月和2022年1月见顶。据3月22日美国供应链网站The Loadstar报道，近期美国港口堵塞有所缓解，在洛杉矶港和长滩港排队等待的船舶数量已由年初的100艘以上减少至50艘以下，且洛杉矶港平均等待时间仅3.1天。据亚特兰大联储今年2月的特别调查，大部分受访美国企业预计供应链问题（包括供应商延期、生产延期、运输延期等）将在未来6-12个月内缓解。因此，我们预计2022年下半年美国供应链问题有望明显改善，与之相关的通胀压力有望缓和。

图表14 美国供应商交付PMI指数已触顶回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 国际航运价格已触顶回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 理由四：财政退坡辅助缓和通胀

新冠疫情以后，大规模财政刺激是美国高通胀的另一重要推手。2022年，美国财政支持的退出料将辅助缓和通胀，同时或能维持需求的相对稳定。原因在于，大部分针对居民的财政补贴是“一次性”的，美国家庭对财政刺激并不过度依赖。简单地说，这部分“免费的午餐”压根无需偿还，也就没有通常借贷过度后“去杠杆”带来的痛苦余波。

美国财政刺激在本轮逆周期调控中扮演了空前重要的角色。新冠疫情冲击下，美国政府动用了规模远超产出缺口的财政手段，直接补贴居民和企业。据IMF数据，2020年美国一般政府支出高达9.7万亿美元，比2019年增加1.8万亿，占GDP比重高达45%，预计2021年这一数字为42%，均高于2009年全球金融危机后的水平。财政补贴下，美国居民消费第一时间复

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\\_40191](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40191)

