



管涛：如果误判通胀形势， 美国或付出经济滞胀的代价





要点

去年以来,为应对新冠疫情危机,很多国家均采取了扩张性货币政策。今年以来,通胀开始在多个国家蔓延,美国亦不例外。不过,美联储当前阶段的判断是“通胀是暂时的”。中银证券全球首席经济学家管涛认为,如果这次美联储“通胀暂时论”的看法被证伪,那就意味着美联储行动落后于市场曲线,将加剧市场的货币紧缩预期,美国或将重蹈上世纪七十八年代经济滞胀之覆辙。

11月3日,美联储联邦公开市场委员会(FOMC)会议如期宣布了本月早些时候启动缩减购债的决定,同时重申通胀是暂时性的,强调随着疫

苗接种推广、疫情影响减弱，将缓解供应链紧缩和劳动力短缺造成的高通胀，加息将有更高的门槛。

然而，美联储也不是神。今年 6 月份的议息会议上，它就一次性将今年美国整体 PCE 通胀预期由 2.4%上调至 3.4%，核心 PCE 通胀预期由 2.2%上调至 3.0%。如果这次美联储“通胀暂时论”的看法被证伪，美国或将重蹈上世纪七十八年代经济滞胀之覆辙。

首先要澄清的是，不是所有的经济下行伴随着通胀都是经济滞胀。据国际货币基金组织（IMF）最新展望，去年美国经济衰退 3.4%，今年预计增长 6.0%，明年增长 5.2%，三年复合平均增长 2.5%，略高于 2010~2019 年年均增速 2.2%，也高于美国 2%左右的潜在经济增速。那么，即便通胀有些超标（据 IMF 预测，美国今年 CPI 上涨 4.3%，明年 3.5%，2020 至 2022 年年均为 3.0%），美国经济最多有“胀”但谈不上“滞”。所以，以下本文要讨论的问题是，如果美国出现更高的通胀，则美国经济增长大概率不及预期，甚至有可能负增长。

当前美国主要通胀指标已持续爆表

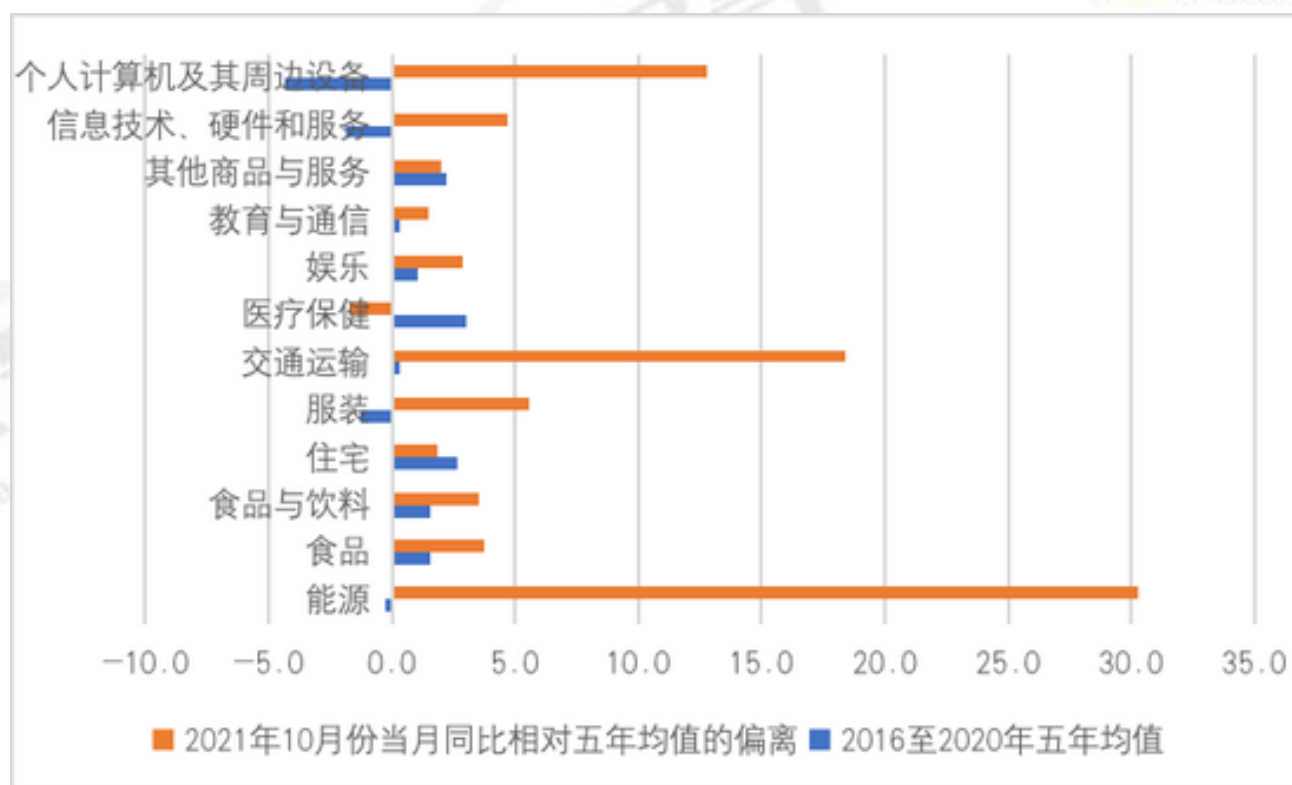
2008 年金融危机应对，美联储实施“零利率+量化宽松”的非常规货币政策，最终却逃脱了高通胀的命运，2009~2019 年 CPI 年均上涨 1.6%。那么，这次美国会不会继续这么幸运呢？

实际情况是，今年 4 月份以来，美国主要通胀指标持续高企，大都处

于近三十年来的高位。10 月份，CPI 同比增长 6.2%，为 1990 年 12 月以来的高位；核心 CPI 增长 4.6%，为 1991 年 9 月以来的高位；PPI 增长 8.6%，为 2010 年有数据以来的新高。值得注意的是，美联储主要参考的 PCE 和核心 PCE，9 月份分别增长 4.4%和 3.6%，也均处于 1991 年以来的高位。

进一步分析 CPI 变动的结构，10 月份，美国 12 个 CPI 分项中，仅 3 个分项高于整体 CPI 增速，分别是能源、交通运输、个人计算机及其周边设备，少于 2019 年 12 月份 5 个分项高于整体 CPI 增速的情况，似有结构性通胀之特征。但与趋势项对比后发现，美国依然存在全面通胀的风险。将 10 月份各 CPI 分项的通胀增速与过去 5 年均值相比较的话，除医疗保健外，其他 CPI 分项通胀增速均高于趋势值，其中多个分项是过去 5 年均值的 3 倍以上（见图 1）。

图 1：2021 年 10 月份美国 CPI 分项同比变动相对于过去五年均值的偏离（单位：%）



数据来源：美国劳工部；WIND；中银证券

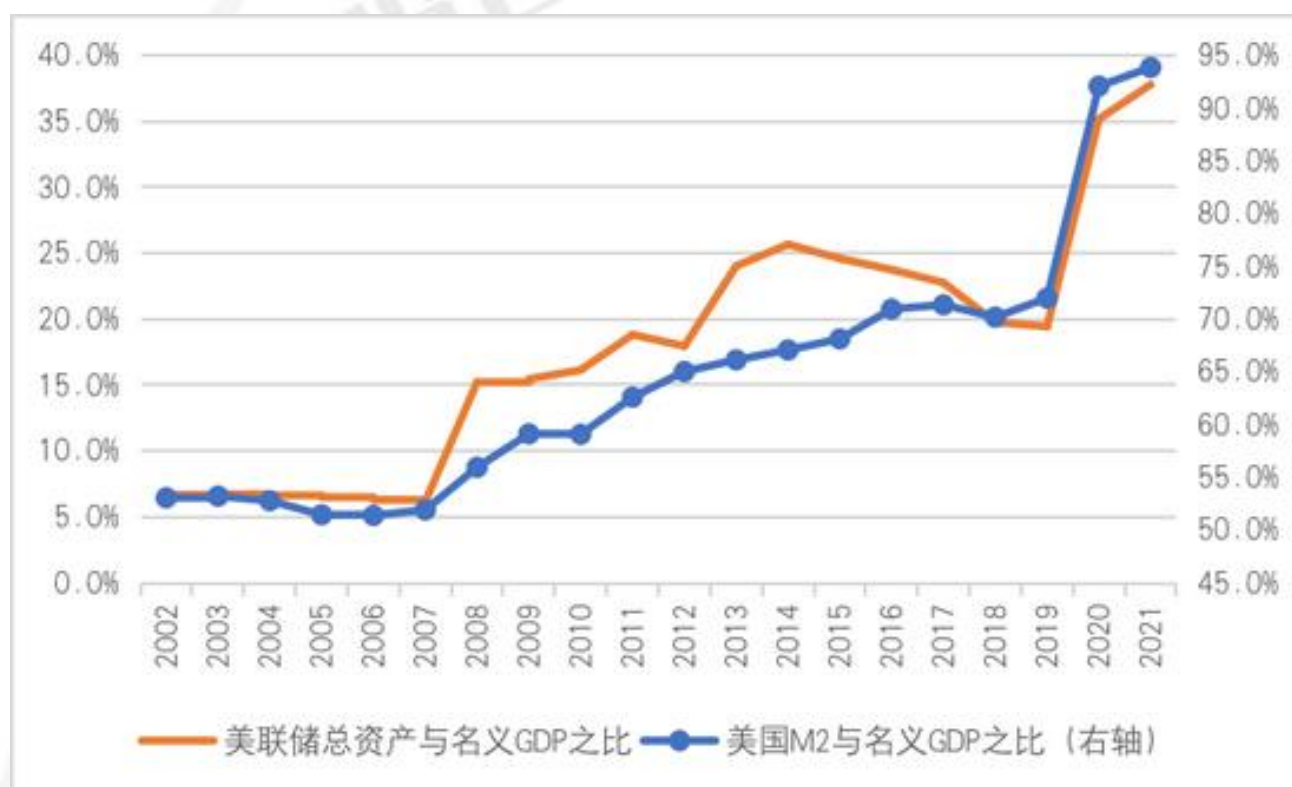
美国高通胀的底层逻辑

上次美国高达两位数的大通胀，发生在上世纪七八十年代的经济滞胀时期，究其原因主要是货币超发和供给冲击（1973-1974 年和 1979-1980 年两次石油危机）。2008 年危机时期只有货币超发，没有供应短缺的冲击。但这次新冠疫情大流行引发的公共卫生危机应对，这两方面的因素都已存在。

一方面，当前美国金融条件极为宽松，市场流动性可谓“洪水滔天”。去年初疫情暴发以来，美联储果断实施了“零利率+无限量宽”的超级货币刺激，迄今货币扩张的冲击余温仍在。从美联储总资产与名义 GDP 之比看，过去一年跳升 15.7 个百分点，而上次危机时的 2009~2014 年累计才上升

10.4 个百分点;从美国 M2 与名义 GDP 之比看,去年跳升 20.1 个百分点,而 2009~2014 年累计才跳升 11.1 个百分点。今年前三季度,美国这两个指标较上年底又分别上升 2.5 和 1.6 个百分点。如果从 2007 年次贷危机算起至今,过去十多年来,美国前两个指标均累计上升了三四十个百分点(见图 2)。而上次经济滞胀时期,美国 M2 与名义 GDP 之比最多仅上升了 5 个多百分点。货币超发不一定有通货膨胀,但通胀归根到底都是货币现象。过去十多年来,美联储释放了如此多的流动性,埋下了滋生高通胀的温床。

图 2: 美联储总资产及美国 M2 与名义 GDP 之比 (单位: %)

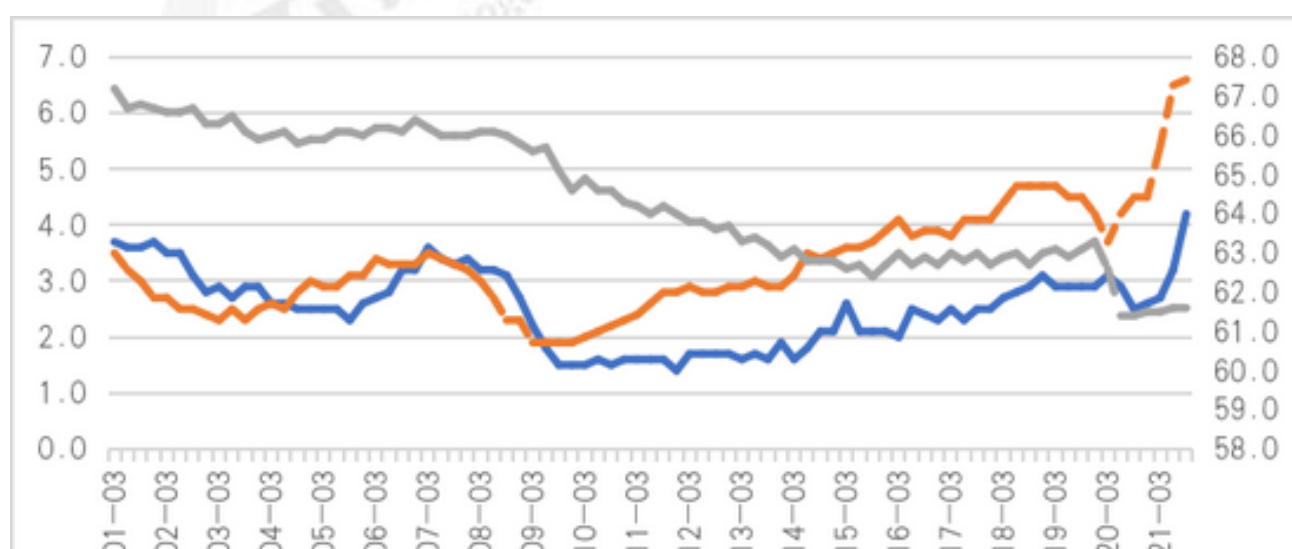


数据来源: 美联储; 美国经济分析局; WIND; 中银证券

注: (1) 2021 年为三季度末相关数据与年化名义 GDP 之比; (2) 2021 年三季度年化名义 GDP 为往前 4 个季度滚动平均。

另一方面，与 2008 年金融危机时期不同，这次美国还遭遇了供给侧冲击。随着疫苗普及、疫情防控常态化后，前期需求端因经济衰退的通缩力量快速切换至经济重启的通涨力量，但供给收缩的通涨压力却未显著改善。今年以来，美国经济复苏进程更是反复遭到新冠病毒德尔塔变异株的困扰。该变异株导致美国新增感染病例大幅反弹，也打击了消费者重回餐馆、搭乘飞机或去电影院的信心。另外，由于全球物流不畅和空缺岗位无人问津，企业也很难全速运转，进而导致物价上涨。9 月份，美国非农岗位职位空缺率为 6.6%，是过去二十年来的新高（见图 3）。

图 3：美国就业状况与薪资增长情况（单位：%）



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_29892

