



沈建光：从滞胀到衰退，美国 经济展望



意见领袖 | 沈建光 张晓晨

新冠疫情以来美国实施了现代货币理论（MMT）政策，虽有效对冲了疫情冲击、避免了经济深陷衰退，但终究没能躲过其通胀致命伤，也为经济增长带来了诸多后遗症。去年年初开始，我们一直在反复提示美国本轮通胀的持续性和危险性，并坚持认为所谓“通胀暂时论”是明显误判。6月16日美联储宣布一次性加息75BP，为1994以来首次，实际上正式宣告了美国通胀失控。笔者认为，当下美国经济已处于滞胀之中，但美联储为控制通胀却不得不继续加大紧缩力度，这一情景类似1970-80年代的“大滞胀”以及“沃克尔时刻”。展望未来，从滞胀到衰退仅一步之遥，需要警惕美国经济“硬着陆”的风险和后果。



通胀见顶论破产，美联储被迫急速加息

5 月 CPI 大超市场预期。美国 5 月 CPI 同比 8.6%，不仅高于预期值，也高于 3 月的高点 8.5%，再次刷新近 40 年新高。其中，食品和能源价格受俄乌冲突影响再度大幅抬升，同比分别为 10.1%、34.4%；内生通胀因素持续强化，住宅和租金涨势依然较快，服务业持续修复之下 CPI 核心服务价格已连续两月年化环比上涨超 10%。

美国通胀见顶论调已被打破，不可低估其持续性。4 月美国 CPI 同比放缓之时，市场不乏通胀见顶的声音。但去年以来我们在《美国经济持续复苏的三大挑战》（《中国外汇》2021 年第 22 期）等文章中就反复强调美国通胀由“六大因素”（货币政策极度宽松、供给瓶颈、能源短缺、工资上行、房价租金上涨、进口输入性通胀）共同推升，当前不仅得到充分验证，俄乌冲突以来部分因素甚至有所加剧。

通胀失控之下美联储被迫大幅加息。面对居高不下的通胀形势，6 月美联储议息会议不得不再次提升加息幅度。尽管鲍威尔声称“加息 75 个 BP 不会成为常态”，但 OIS 掉期交易数据显示市场预期美联储 7 月和 9 月将继续加息 75 个 BP；6 月发布的点阵图则预测来看，2022 年底联邦基金利率预期中值已大幅上升至 3.4%。

美国滞胀正在恶化

年初之时，我们曾在文章《展望 2022：美联储的底牌和中国的应对》中指出，美联储本轮加息不仅要抑制通胀、更要竭力避免衰退，两难困境之下的实际操作节奏难于把控，稍有不慎就有落入滞胀的可能。

如今来看，美国滞胀已成现实。几轮加息之后，通胀并未得到有效遏制；经济前景也并不乐观，6月议息会议大幅下调了美国增长预期，2022、2023、2024年底GDP增速预测中值分别仅为1.7%、1.7%、1.9%。最新经济基本面数据则显示滞胀局面仍在恶化，尤其在俄乌冲突等外部因素影响下，经济天平有从滞胀滑向衰退的可能。

一是劳动力市场的结构性矛盾突出。5月美国新增非农就业再超预期、失业率也稳定在3.6%的低位。但最新的劳动力参与率（62.3%）仍比疫情前低1.1个百分点，失业率数据并未反映出劳动人口的减少，后者已成为当前就业市场火爆、职位空缺的主因。此外，广义的U6失业率（包括连续12个月未找到新工作而退出劳动力市场的人）连续两个月上涨，就业市场有边际降温的趋势。

二是经济供需两侧均有问题，增长隐忧仍存。5月美国零售环比下降0.3%，为去年12月以来新低，剔除通胀之后的实际消费增速在回落。6月密歇根消费者信心指数录得创纪录新低的50.2，补贴政策退潮叠加高通胀之下，前期支撑增长的消费需求已开始显露颓势。供给侧也依然紧张，5月纽约联储制造业指数大幅回落，新订单和出货量均明显下滑，6月未见明显改善。

三是劳动生产率下滑值得关注。根据美国劳工统计局数据，今年一季度美国非农企业劳动生产率环比为-7.3%、为75年以来的最大跌幅。从原因来看，除疫情之外，劳动生产率下滑同时反映了劳动力供需缺口、基建

投资不足、工资快速上涨等多个因素的综合影响。

四是加息已在推升美国债债务压力。今年全年，美国共有约 6.6 万亿美元国债到期续作，国债收益率上行将大幅抬升新发行国债的利息负担，我们粗略估算，预计今年美国国债利息支出将比去年增加至少 1500 亿美元。中长期来看，根据美国国会预算办公室（CBO）最新发布的《10 年经济和预算预测报告》，由于利息负担的增速持续大幅高于税收增速，利息支出占财政收入的比例在 2024 年就将突破 10%（一般认为是警戒水平），导致财政赤字规模加速上升，进一步影响债务可持续性。毫无疑问，债务压力抬升将明显制约财政支持经济增长的政策空间。

警惕美国经济“硬着陆”

以上分析表明，未来需要高度警惕美国经济继续滑向“衰退”的“硬着陆”风险。

从议息会议声明的最新表述来看，美联储“平衡术”已难以为继。除“坚决承诺将通胀率恢复到 2%”以外，本次声明删除了“预计通胀将回到 2% 的目标”“支持市场物价稳定性”等长期稳定的表述，这或意味着二

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_43241

