

# 经济预测分析

第 02 期

国家信息中心

2022年01月12日

---

## 高通胀叠加低增长，美国经济“滞涨”特征更加明显

**内容摘要：**2021年以来，随着经济活动在疫情解封后进一步重启，叠加财政货币政策刺激，美国经济延续了2020年三季度后的复苏势头，上半年保持了较快的增长速度，但进入下半年，复苏进程中的供需错配问题凸显，供应链不畅及通胀率攀升对美国经济复苏的制约不断加重，经济增长明显放缓。在新冠疫情反复、物价持续攀升、中期选举临近、货币政策退出等因素叠加下，2022年美国面临的下行风险显著增加，尤其在2022年上半年，美国经济增长减速与通胀高企并存，“滞涨”的特征将更为明显。

2021年以来，随着经济活动进一步重启，加之财政货币政策助力，美国经济延续了2020年下半年后的复苏势头，保持较快的增长速度，但复苏进程中的供需错配问题不断加重，由此导致的供应链不畅及通胀率攀升日益制约经济复苏步伐。

## 一、美国经济越过复苏增速高点

### 1. 经济增速前高后低

表1 美国主要经济指标增长率及其对经济增长的贡献

指标	2019年	2020年	2021年		
			第一季度	第二季度	第三季度
GDP及其构成增长率（经季节调整折年率，%）					
国内生产总值	2.3	-3.4	6.3	6.7	2.3
个人消费支出	2.2	-3.8	11.4	12.0	1.7
私人国内投资	3.4	-5.5	-2.3	-3.9	11.6
商品和服务出口	-0.1	-13.6	-2.9	7.6	-3.0
商品和服务进口	1.2	-8.9	9.3	7.1	5.8
政府消费和投资总额	2.2	2.5	4.2	-2.0	0.9
GDP构成对经济增长的贡献（百分点）					
个人消费支出	1.48	-2.55	7.44	7.92	1.18
私人国内投资	0.60	-0.99	-0.37	-0.65	1.93
商品和服务出口	-0.01	-1.57	-0.30	0.80	-0.33
商品和服务进口	-0.17	1.28	-1.26	-0.99	-0.83
政府消费和投资总额	0.38	0.43	0.77	-0.36	0.16

资料来源：美国商务部经济分析局

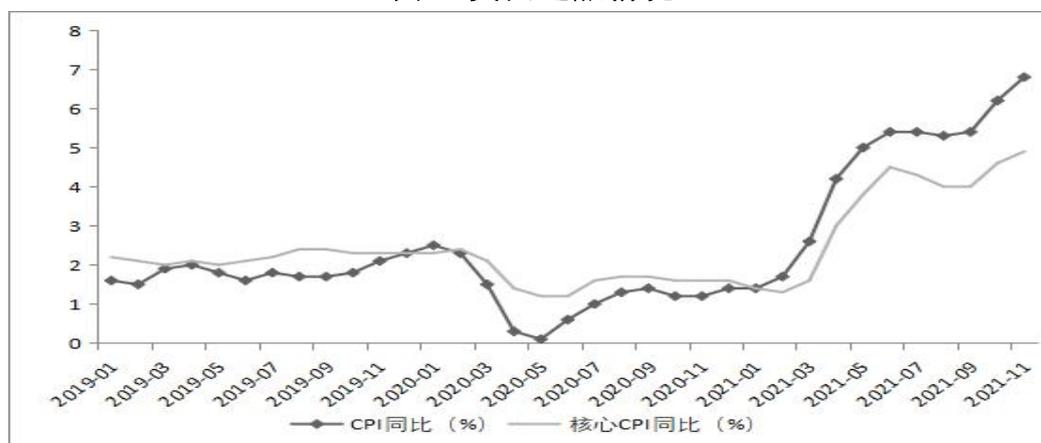
2021年上半年，伴随疫苗接种范围的逐步扩大，美国每日新增新冠肺炎确诊人数在1月10日达到31.2万例的峰值后呈现波动下降趋势，疫情趋缓带动经济活动进一步恢复。同时，拜登上任后公布了“美国援助计划”“美国就业计划”和“美国家庭计划”等庞大的财政刺激方案，进一步加速了美国经济的复苏势头，第一、二季度GDP环比折年率分别达到6.3%和6.7%。其中，个人消费支出对经济增长的贡献分别达到7.44个和7.92个百分点。进入三季度，新冠变异病

毒德尔塔毒株再度在全美快速蔓延，而部分州为了促使劳动力加快重返就业市场，陆续停止发放失业救济金，加之劳动力短缺和商品供不应求也导致美国供应链出现严重瓶颈，商品价格涨幅扩大，消费持续反弹的势头受到抑制。三季度个人消费支出仅增长 1.7%，由此使得当季 GDP 增速大幅降至 2.3%，成为 2020 年二季度以来的最慢增速。

## 2. 通胀压力大幅攀升

2021 年以来，受上年基数较低、疫情解封后需求迅速复苏、供应链遭遇瓶颈以及大规模财政货币刺激等影响，美国通胀率大幅攀升，CPI 同比涨幅从 2021 年 1 月的 1.4% 一路上扬，11 月份达到 6.8%，为 1982 年 6 月以来最大同比涨幅，当月核心 CPI 同比涨幅也达到 4.9%，处于 20 世纪 90 年代以来的高位。美联储更为关注的核心 PCE 11 月同比涨幅也达到了 4.7%，创 1989 年 2 月以来最高水平。出于对供应链瓶颈和消费者需求复苏将继续抬高商品和服务成本的担心，美国国内对通胀的预期不断攀升，10 月下旬，衡量市场通胀预期的美债 5 年期盈亏平衡通胀率首次突破 3%，为 2002 年彭博开始记录该数据以来的最高水平。美国 12 月密歇根大学 1 年通胀预期指升至 4.9%，处于 2008 年来的高位。

图 1 美国通胀情况

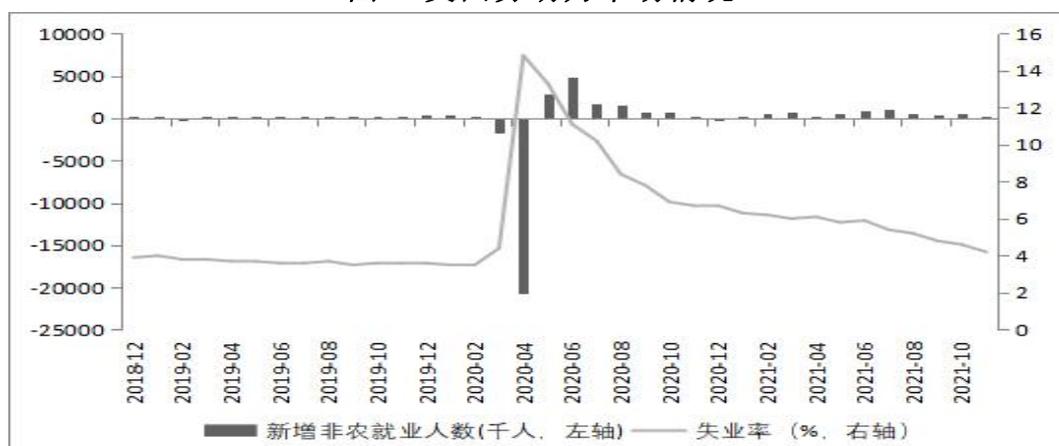


数据来源：美国劳工部

### 3. 就业市场稳步恢复

2021年以来，随着经济的持续复苏，美国劳动力市场也持续恢复，美国非农失业率由年初的6.3%下降至10月份的4.2%，尽管仍高于疫情暴发前的3.5%，但已经较2020年4月创纪录的14.8%实现了大幅下降。前10个月非农业部门月均新增就业人数达到55.5万人，尤其是6、7月份保持在96万以上，7月达到109.1万人，创近一年高位。但相比于经济的快速复苏，美国就业市场的改善速度仍显滞后，这在一定程度上要归因于美国政府的失业救济补助延缓了劳动力重返就业市场的速度。下半年以来，美国劳动力短缺问题日益突出。劳工部数据显示，劳动力市场的岗位空缺数量在6月份后持续超过1000万个，创下历史新高，已经超过登记的失业人口总数。

图2 美国劳动力市场情况



数据来源：美国劳工部

### 4. 贸易逆差创历史新高

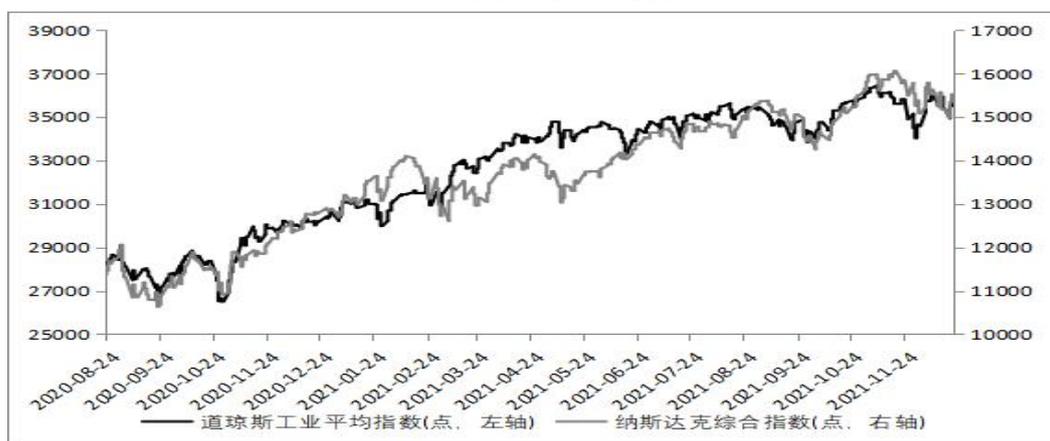
随着美国经济的恢复，4月份以来美国贸易保持了高速增长，进出口都实现了两位数以上的同比增速。但受新冠疫情反复和供应链瓶颈的限制，下半年贸易增速有所放缓，10月份进出口增幅分别降至18%和22.4%。其中，由于半导体严重短缺迫使汽车制造商减产，汽车和零部件出口同比下降3.4%，进口量也下降15.7%。同时，因需求

激增、劳动力短缺，美国两大最繁忙港口洛杉矶港和长滩港 9 月以来出现严重拥堵，滞留的货轮数量创历史新高。此外，因为出口增幅不及进口，美国贸易逆差持续扩大，9 月份一度达到 814.3 亿美元，创历史最高纪录。

### 5. 金融市场调整加大

2021 年以来，经济复苏叠加流动性支撑，美国股市持续攀升，三大股指均创出历史新高。截至 10 月底，标普 500 指数、纳斯达克指数年内涨幅一度超过 20%，道琼斯工业平均价格指数涨幅也达到 17%。但随着下半年美联储释放退出量化宽松政策的信号，股市震荡幅度加大，9 月份后三大股指出现明显回调。同时，由于通胀高涨加速了美联储货币政策退出步伐，流动性收紧的预期推动美元指数低位反弹，从年初的不足 90 点上涨到 11 月底的近 97 点。同样受流动性收紧预期影响的还有美债，十年期美债收益率从年初的不足 1% 上升至 11 月的 1.6% 附近。

图 3 美国股指走势



数据来源：万得资讯

## 二、美国经济运行面临四重风险

随着经济增速高点已过，在新冠疫情反复、物价持续攀升、中期

选举临近、货币政策退出等因素叠加下，美国经济面临的下行风险明显增加，将增大 2022 年经济运行的不确定性。

**一是疫情可能再度反复。**2021 年以来，传播力更强、病毒载量更高的德尔塔病毒已经成为各国疫情再度蔓延的主要推手。2021 年下半年，美国疫情出现显著反弹，每日新增感染人数最高时近 20 万人。而受疫苗政治化影响，美国疫苗接种率停滞不前。据美国 CDC 数据，截至 12 月 21 日，美国完成疫苗接种的人约有 2 亿人，接种完成率仅为 61.4%。尽管 9 月份后感染人数有所下降，但随着秋冬季节的到来，11 月后美国疫情再度加剧，而且传染能力更强的奥密克戎毒株感染病例激增，美国华盛顿大学健康计量和评估研究所 (IHME) 预计 2022 年 1—2 月美国将迎来新一波感染高峰。疫情反复将抑制经济活动，对美国经济持续复苏产生负面影响。

**二是工资物价螺旋上涨。**自 2020 年下半年开始，美国消费需求恢复首先拉动了消费物价迅速上涨，CPI 涨幅高于 PPI，但 2021 年以来通胀压力向上游快速延伸，PPI 涨幅开始超过 CPI，而且二者差距进一步扩大，11 月份美国 PPI 涨幅达到 9.6%，CPI 涨幅为 6.8%。在物价上涨的同时，美国劳动力工资也在加速上涨，9 月份平均时薪环比增长 0.6%。“用工荒”迫使许多企业涨薪招人，如沃尔玛将最低时薪从 11 美元提高至 15 美元，亚马逊也将平均时薪提高至 18 美元以上。随着疫情后劳动力需求的进一步恢复，通胀也将由需求拉动型向成本推动型转变。20 世纪 70 年代石油危机引发的工资—物价螺旋上升导致西方国家通胀率持续居高不下，当前美国物价和工资陷入螺旋上涨也将加强通胀的自我强化机制，加大美联储控制通胀的难度，或将进一步迫使美联储加快量化宽松退出乃至加息步伐。

**三是中期选举加剧政治对立。**2021 年下半年以来，由于在抗击疫情、阿富汗撤军、控制通胀以及恢复供应链等诸多议题上饱受诟病，

拜登政府支持率不断下滑。美联社 10 月 28 日的民调显示，美国民众对于拜登经济政策的支持率从 3 月份的 60% 骤降至 41%。而美国全国广播公司（NBC）11 月公布的民调也显示，近 60% 的受访者对拜登上任以来的经济政策持负面看法。同时，民主党内部进步派与温和派的反复博弈导致拜登提出的多项重大国内法案举步维艰，重要议程难以推进。2022 年 11 月美国国会将举行中期选举，而中期选举往往会成为在野党翻盘的机会。目前民主党在参议院与共和党以 50:50 的席位持平，如果拜登所在的民主党在中期选举失利，将会失去参议院甚至众议院的優勢，进一步增加拜登政府政策落实的难度。

**四是货币政策退出效应显现。**2021 年以来，伴随美国经济恢复以及美联储货币政策的支撑，美国股市、房地产市场价格仍在持续上涨，企业和居民部门债务水平不断攀升，资产价格泡沫化水平继续提高。标普/凯斯席勒房价指数显示，自 2020 年 12 月起，美国 20 个主要城市房价已经连续 9 个月同比涨幅超过两位数，8 月份达到 20%，指数不断刷新历史高位。随着美国通胀压力显著上升，就业市场逐步改善，美联储已经在 11 月正式启动量化宽松政策退出进程，12 月又进一步宣布将每月削减资产购买的速度翻倍，并在 2022 年 3 月结束资产购买计划，并且会后公布的利率点阵图预示 2022 年可能加息三次。在美元流动性阀门逐步拧紧的情况下，美国经济运行面临的金融风险也将随之增加，金融市场回调概率将上升，居民和企业部门偿还债务的压力将加大，进而可能引发金融动荡和大规模债务违约风险。美联储在 11 月发布的半年度《金融稳定报告》中也警告称，随着风险资产价格持续上涨，一旦经济形势恶化，资产更容易出现崩盘风险。

### **三、2022 年美国“滞涨”特征将更为突出**

2022 年，美国新冠肺炎疫情仍将反复，失业救济金政策 2021 年

9月已经到期，而拜登政府基建计划大幅缩水，新财年预算迟迟未能在国会通过。在刺激政策效应减退、物价走高对居民消费产生抑制作用、美联储货币政策面临转向的情况下，美国经济未来将步入更为温和的扩张阶段，进一步向潜在经济增速水平回归。根据 OECD 最新的预测，2021 年美国经济增长 5.6%，2022 年增速回落至 3.7%。美联储预计 2021 年美国经济增长 5.5%，2022 年增速降至 4%。尤其在 2022 年上半年，美国经济增长减速以及通胀高企并存，“滞涨”的特征将更为明显。

### **1. 私人消费变弱加大经济“滞”的压力**

私人消费支出占美国经济的七成，是影响美国经济走势的决定性力量。由于失业补贴在 2021 年 10 月份已停止发放，而美国劳动参与率 11 月仅为 61.8%，显示补贴退出尚未有效推动劳动力重返工作岗位。财政补贴减少以及就业意愿降低将令 2022 年美国居民收入受到影响。同时，疫情反复以及通胀高企也将削弱居民消费信心，2021 年下半年以来，衡量美国消费者信心情况的美国密歇根大学消费者信心指数大幅下降，从 4 月份最高时的 88.3 降至 11 月份的 67.4，为 10 年来的最低点，1/4 的受访者认为“通货膨胀降低了他们的生活水平”。2022 年上半年，在冬季疫情高发和物价居高不下的影响下，美国居民消费信心难有大的起色，这将削弱消费对经济增长拉动的主引擎作用。

### **2. 财政政策空间受限增添“滞”的风险**

2021 年 3 月，拜登签署了 1.9 万亿美元的经济救助法案，在推动 2021 年美国经济增长的同时，也带来经济过热和通胀压力，令美国政府债务负担继续加重。美国财政部最新数据显示，2021 财年（2020 年 10 月 1 日至 2021 年 9 月 30 日）美国联邦政府财政赤字达到 2.77 万亿美元，占 GDP 的比重达到 12.4%，虽然较上一财年有

所下降，但仍为 1945 年以来的第二高水平。美国国会预算办公室（CBO）预计美国公共债务占 GDP 的比重将上升至 102.3%，这将限制进一步大规模扩张性财政政策的出台。目前，随着现有纾困政策逐渐到期，而拜登政府 2022 财年预算框架草案大幅瘦身至 1.75 万亿美元后仍未能能在党内达成一致意见，2022 年美国面临因政策力度不足或断档而导致的复苏失速风险。

### **3. 供应链瓶颈难解延长“滞”和“胀”的时间**

受制于关键零部件短缺和运输体系混乱，全球供应链长期不能顺畅运转衔接，直接导致供给受限、物价飞涨。当前全球供应短缺最突出的是芯片短缺，已经导致美国汽车供应不足，成为美国三季度经济放缓的重要原因，当季美国机动车产出下拉 GDP 环比折年率 1.39 个百分点，并对二手车市场造成了多米诺骨牌效应，推动二手车价格飙升，4—10 月美国二手车价格同比涨幅维持在 20%—45%，是美国 CPI 上涨的最主要诱因之一。为解决“芯片荒”问题，半导体厂商已经加大扩产力度，但新增产能贡献产出将集中在 2022 年下半年，2022 年上半年芯片供需难有明显缓解。

除了关键零部件短缺外，全球海运体系陷入混乱也阻碍了供应链正常运转，推高了商品价格。据南加州海洋交易所的数据，12 月初洛杉矶港和长滩港外等待泊位的集装箱船达到 96 艘，创有史以来的最高水平。供应链的紊乱也助涨了运输成本的上升和传导。美国联邦快递、DHL 已分别宣布将 2022 年美国境内运费平均上调 5.9%。在疫情无法清零的情况下，预计疫情反复会不断干扰全球供应链，使得供给短缺和物价上涨现象长期存在。美国交通部表示，美国的供应链危机预计将持续到 2022 年。

### **4. 过量流动性仍将构成“胀”的支撑**

为应对疫情冲击，美联储采取了无上限的量化宽松政策，向金融

市场注入巨量流动性，这对经济摆脱萧条起到积极作用，但同时也为当前的通胀埋下了巨大隐患。疫情爆发后，美联储资产负债表从2020年2月底的不足4.2万亿美元在3个月的时间内迅速扩张至7万亿美元，目前接近8.5万亿美元。随着经济在疫情解封后逐步恢复，过剩的流动性也从银行体系中释放出来，进入股市、楼市、大宗商品市场以及实体经济中，加速了资产价格和生产要素价格的大幅上涨。虽然2022年美联储量宽政策将逐步退出，但在政策退出的初始阶段还仅是购债规模增量的削减，美元流动性存量将继续增加，将继续为美国通胀的走高提供流动性支撑。

（执笔：赵硕刚）

---

**编辑部地址：**北京三里河路58号国家信息中心预测部  
**联系电话：**68557142, 68557122  
**电子邮箱：**[gxfx@sic.gov.cn](mailto:gxfx@sic.gov.cn)

**邮编：**100045  
**传真：**68558210