

# 经济预测分析

第 29 期

国家信息中心

2022年07月07日

---

## 如何看待美国通胀和经济前景

**内容摘要：**今年以来，美国经济持续放缓，通胀高烧不退，“滞胀”风险显著增加。从增长、通胀、就业三者关系看，美国疫后经济复苏过程中，就业和通胀相对增长明显“超调”，这与美国大规模财政货币刺激叠加供给冲击导致的需求过度扩张和供给曲线陡峭化密切相关。考虑到美国居民需求变化以及劳动力市场依然紧俏，未来美国核心通胀压力将主要来自服务价格上涨，年内将继续维持高位。美国经济是否陷入衰退依赖于美联储政策节奏和力度的把握，仍存在“软着陆”可能。

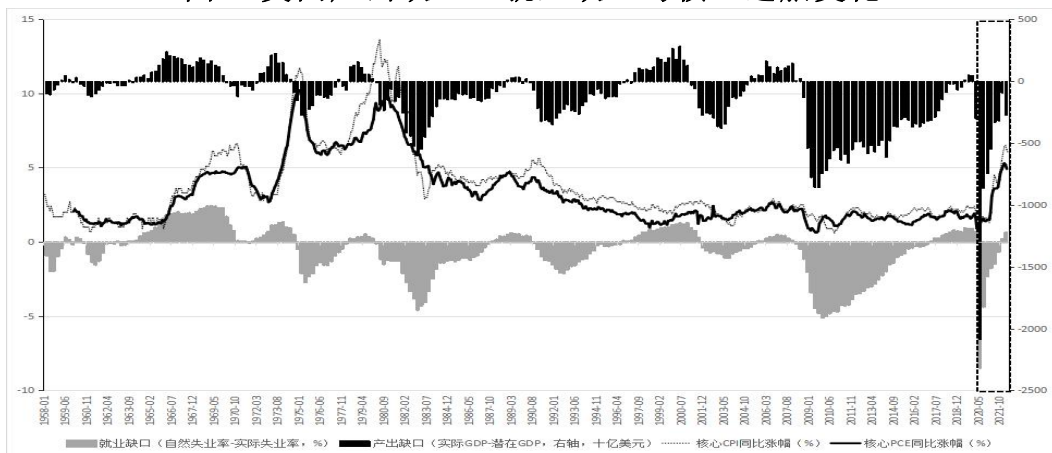
## 一、美国就业和通胀相比经济复苏进程明显“超调”

按照经济周期的分析框架，只有当经济出现过热，即实际经济增长显著高于潜在增长水平时，才会出现劳动力市场供不应求、通胀大幅攀升的情况。美国经济本轮复苏的一个突出特点是，在产出缺口未完全修复的情况下，就业和通胀就出现劳动力紧缺和通胀高企现象。

### （一）经济迅速恢复但产出缺口尚未完全修复

美国本轮经济复苏始于 2020 年 5 月，彼时随着经济活动逐步重启，财政货币政策叠加助力，多项经济指标出现改善，美国经济自衰退谷底逐步反弹，三季度 GDP 环比折年增速从上个季度的-31.2%陡然跳升至 33.8%，直至去年四季度 GDP 仍实现了 6.9%的高增速。美国 GDP 规模也在 2021 年一季度超过疫情爆发前水平，并在去年四季度接近长期增长趋势水平。尽管如此，经济重启至今，美国经济仍处于产出缺口修复过程中，2022 年一季度美国 GDP 意外萎缩 1.5%令持续收窄的产出缺口再度扩大，这意味着美国尚存在闲置的生产能力未能得到有效利用。

图 1 美国产出缺口、就业缺口与核心通胀变化



### （二）就业快速增长且失业率降至自然失业率之下

美国经济重启后，就业市场也在逐步恢复，2020 年 5 月至今年 5 月，非农就业月均新增 84.7 万人，远高于疫情前的增长水平，今年

5月新增非农就业仍达到39万人。今年3-5月，美国失业率已经连续3个月持平于3.6%，仅略高于2020年初时3.5%的五十年新低。根据美联储、美国国会预算办公室（CBO）的测算，当前美国自然失业率在4%-4.4%之间，这意味着美国劳动力市场已经超过了充分就业水平，这一点也可以从职位空缺数据得到反映，劳工部数据显示，美国劳动力市场的岗位空缺数量在2021年6月份后持续超过1000万个，今年4月仍达到1140万个，劳动力短缺问题依然十分突出。

### **（三）物价持续全面攀升且涨幅创近四十年最大**

与紧俏的劳动力市场形成呼应的是美国居高不下的通胀水平。除了持续时间较预期更为持久外，本轮通胀涨幅之高、涉及面之广为美国近四十年罕见。其中，美国消费者价格指数（CPI）同比涨幅从2021年1月的1.4%一路上扬，今年5月份达到8.6%，为1981年12月以来最大同比涨幅，当月核心CPI同比涨幅维持在6%以上，处于20世纪80年代以来的高位。美联储更为关注的核心PCE同比涨幅5月份达到了4.9%，处于1983年9月以来的高位。美国生产者价格指数（PPI）同比涨幅5月份也达到了10.8%，连续第五个月增幅超过10%，同样处于上世纪石油危机以来的高位。总之，美国通胀呈现出从生产到消费、从商品到服务价格的持续、全面、大幅上涨。

## **二、美国高通胀主要归因于宏观政策失误**

美国就业和通胀相比经济复苏进程明显“超调”，虽然有国际供应链中断、大宗商品价格攀升等外部因素影响，但更多还是源自美国国内的原因。

### **（一）美联储货币政策“大放水”为通胀高涨埋下伏笔**

按照货币主义理论的观点，通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象：当过多的货币追逐有限商品时，就必会推高商品价格。为应对新冠疫情冲击，美联储采取了极度宽松的货币政策，带来美元流动性

的“大放水”。2020年3月美联储两度紧急降息，将基准利率降至0-0.25%，并开启了“无上限”量化宽松政策。从2020年2月末至2022年3月末，美联储总资产规模由4.2万亿美元迅速扩张至近9万亿美元，两年时间增长超1倍，为高通胀提供了流动性基础。超低利率也刺激了美国房贷、车贷需求，对房价租金、二手车价格上涨起到推波助澜的作用。纽约联储发布的2022年一季度家庭债务和信贷季度报告显示，当季美国家庭债务总额增长2660亿美元，其中抵押贷款和汽车贷款余额分别增加2500亿美元和110亿美元。美国家庭债务总额也达到了15.84万亿美元，比2019年底高出1.7万亿美元。

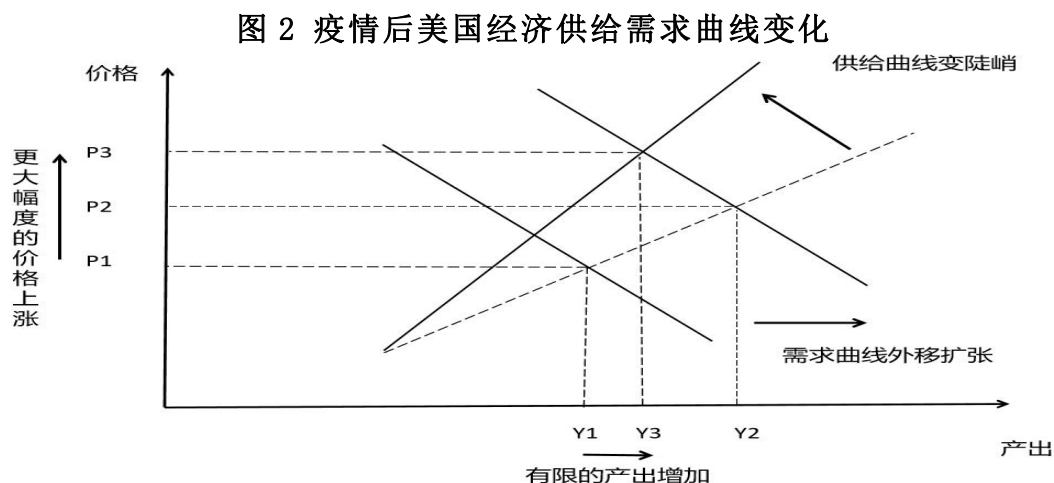
### **（二）美国政府财政政策“大刺激”加剧供需失衡**

与美联储货币“大放水”相配合，财政政策“大刺激”也对美国通胀提供了政策沃土。疫情暴发后，美国政府先后推出了七轮财政纾困救助法案，金额累计达6.8万亿美元。美国联邦政府财政赤字从2019年的9840亿美元跳升至2020年的3.1万亿美元，财政赤字占GDP比重由2019年的4.6%跃升至2020年的15.2%。2021年财政赤字虽略降至2.77万亿美元，但仍为有记录以来的第二高位，占GDP的比重仍高达12.4%。而且，美国财政刺激多是以失业补贴和现金补助的方式发放给居民，这一方面导致了总需求的过度扩张，加剧了商品和服务市场供需失衡，另一方面也延滞了失业人口重返就业市场，加剧了劳动力市场的供需失衡。截至今年5月，美国劳动参与率恢复至62.3%，仍低于2020年2月63.4%的水平。

### **（三）供给冲击令菲利普斯曲线再度陡峭**

在本次通胀高涨之前，美国经济持续处于低通胀、低失业的状态，传统的菲利普斯曲线变得日益平坦化，即通胀对于失业率变化的反应变得不如上世纪80年代时敏感，这也使得美联储可以多次采取大规模量化宽松政策刺激经济而不需要过多考虑通胀失控的问题，这也是此前耶伦、鲍威尔认为美国通胀是“暂时的”的重要原因。然而，劳

动力市场供给短缺、国际供应链中断以及半导体等行业“缺芯”等形成了一系列供给冲击,尤其是去年下半年后不断加剧的劳动力市场短缺不仅阻碍了美国经济生产、流动环节的畅通,而且还加快了“工资-价格”螺旋上涨的循环,使美国供给曲线变得更为陡峭,叠加需求曲线向外扩张,造成美国经济产出恢复有限,物价却出现了大幅上涨。



### 三、美国核心通胀率年内或将维持高位

美国本轮通胀涨价范围广、涨价速度猛、通胀预期久,相应的退烧过程也将更为缓慢。

#### (一) 输入型通胀压力将得到缓解

今年以来国际大宗商品价格在俄乌冲突加剧的刺激下出现快速上涨,如北海布伦特原油期货价格从年初的不到每桶 80 美元最高上涨至 3 月初的近 140 美元;芝加哥期货交易所 (CBOT) 小麦期货价格同期从每蒲式耳 750 美分上涨至 1363.5 美分。国际大宗商品价格的快速上涨更多体现了地缘政治动荡等风险溢价以及投机资金炒作的结果。在国际大宗商品供给不出现新的显著冲击情况下,随着全球经济增长放缓、发达经济体货币政策收紧,原油、粮食价格继续快速上涨的势头将得到遏制。

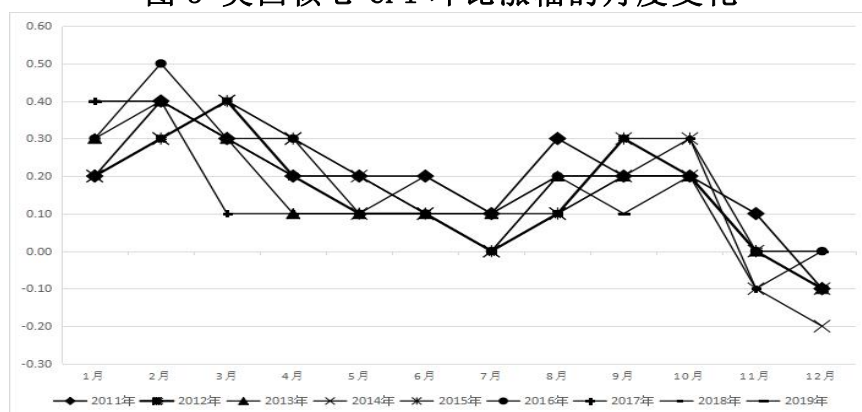
#### (二) 核心通胀压力将主要来自服务价格上涨

当前美国核心通胀压力主要来自房租、二手车以及服务价格的上涨。由于房贷、车贷利率对美联储加息较为敏感，随着基准利率的提升，美国居民按揭贷款和车贷的成本将明显上升，目前美国 30 年期固定按揭贷款利率已接近 6%，创 10 多年来的最高水平。利率水平的提高将对购房买车需求产生抑制作用。同时，随着解封后美国居民消费需求从疫情期间的耐用消费品转向服务，且服务行业职位空缺率普遍高于平均水平，比如 4 月专业和商业服务业、休闲住宿业、教育和医疗服务业职位空缺率分别高达 9%、8.9%和 7.6%，这将使美国服务价格存在继续上涨的压力。

### （三）美国核心通胀率呈 M 型高位波动

美国核心通胀环比变化具有明显的季节特征。从 2011 年—2019 年的历史数据看，一季度和三季度是美国核心 CPI 环比涨幅年内的两个高点，二季度环比涨幅通常较一季度明显收窄，四季度时往往环比下降。因此，如果不出现新的价格冲击，未来美国通胀变化遵循年度规律，那么美国核心通胀率有较大概率将在年中小幅回落，之后在第三季度有所反弹，并进一步在四季度再度下降。考虑到上半年美国物价上涨较快，在基数效应下，年底时核心通胀率很可能仍将维持在 5% 以上的较高水平上，这将使美联储在下半年仍面临较大的加息压力，7 月和 9 月两次大幅加息 75 个或 50 个基点的可能性较大。

图 3 美国核心 CPI 环比涨幅的月度变化



## 四、美国经济仍存在“软着陆”可能

近一段时间以来，关于美联储加息导致美国经济“硬着陆”的担忧不断升温。高盛、摩根士丹利、美国银行等华尔街投行已经纷纷发声警示衰退风险，摩根士丹利预计美国经济衰退概率为 50%；《金融时报》与芝加哥大学布斯商学院 6 月联合进行的最新调查显示，近 70% 的经济学家预计美国经济明年有可能陷入衰退。历史上不乏美联储大幅加息导致美国经济陷入衰退的先例，如上世纪 70 年代末 80 年代初，为应对飙升的通胀，时任美联储主席保罗·沃克尔迅速收紧货币政策，联邦基金利率自 1979 年年中的 10% 左右大幅上调至 1981 年 6 月的 20% 附近，美国经济也随之分别于 1980 年和 1982 年两度陷入衰退。目前来看，美国经济增长放缓是大概率事件，但是否陷入持续衰退仍依赖于美联储加息路径的选择。

### （一）居民消费增长将放缓

一季度占美国经济七成的居民消费环比折年增速达到 3.1%，对 GDP 增速的环比拉动达到 2.1 个百分点，显示出强劲的增长势头，这一增速已经超过了疫情前美国居民消费的平均增速水平。尽管劳动力市场紧张令美国居民工资收入持续增长，但高通胀侵蚀居民实际购买力，美国居民实际可支配收入不增反降，消费的高增长一定程度上是靠疫情后的高储蓄率支撑。然而，美国居民储蓄占可支配收入的比重已经从疫后最高时的 33.8% 降至今年 4 月份的 4.4%，处于 2009 年以来的新低。在实际收入下降、储蓄率处于低位、利率抬升提高借贷成本的情况下，美国居民消费的高增长难以持续，未来将进一步放缓。

### （二）企业固定资产投资仍有望较快增长

一季度美国私人投资虽然仅增长 0.5%，但主要是受到私人存货下降的拖累，固定资产投资环比折年增速达到了 6.8%，对 GDP 的环比拉动达到了 1.2 个百分点。从设备投资周期的角度看，美国企业上



一轮投资周期结束于 2019 年，当前仍处于新一轮设备投资周期的上升期，企业耐用品新增订单今年以来依旧保持了 10%左右的同比高增速。未来拖累投资增长的主要是住宅和存货投资。房贷利率的上升将令美国房地产市场进一步降温，不利于房地产投资增长。同时，随着企业补库存增速达到顶峰，库存周期迎来拐点，补库存对经济的拉动作用将进一步降低。

### （三）政府支出将继续拖累经济增长

自去年三季度纾困政策逐渐到期后，美国政府支出已经连续两个季度环比下滑，对 GDP 增速的拉动维持在-0.46 个至-0.47 个百分点。由于拜登政府后续的 1.75 万亿美元刺激法案仍未能在党内达成一致意见，高通胀以及中期选举不确定性可能进一步限制国会通过新的大规模刺激法案，美国政府财政支出将进一步缩减，根据白宫预算管理局数据，2022 年美国联邦支出将从上一年的 6.82 万亿美元降至 5.85 万亿美元，2023 年进一步降至 5.79 万亿美元，这将使财政对美国产生持续紧缩效应。

根据美联储、国会预算办公室（CBO）等测算，当前美国经济潜在增速在 1.8%左右，美国高通胀“降温”意味着经济增速需要降至潜在增速以下，失业率也会相应上升。国际货币基金组织近期已经将 2022 年美国经济增长预测从 3.7%下调至 2.9%，将 2023 年增长预测从 2.3%下调至 1.7%。美联储预期今明两年美国经济均增长 1.7%，失业率明年回升至 3.9%。目前美国企业与居民部门资产负债表以及杠杆水平仍处于相对健康状态，如果美联储能够避免持续大幅度加息，美国经济仍存在“软着陆”的可能，目前操控杆仍握在美联储手中。

（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

**邮编：**100045

**联系电话：**68557142, 68557122

**传真：**68558210

**电子邮箱：**[gxfx@sic.gov.cn](mailto:gxfx@sic.gov.cn)