美国通胀将长期存在，中国关键在稳内需

我认为，美联储很早就知道通胀会上行，但是因为疫情下它必须维持宽松的货币政策，所以给市场一种暂时性的舆论导向。事实上，美联储也做得非常成功，市场还是比较相信美国通胀是暂时的。但美国通胀是结构性的、长期的存在，包括今后几年通胀上行都会非常严重。最近美国对经济刺激的力度史无前例，财政赤字几年来都在 15%左右，这是不得了的一个数字。次贷危机时，2008-2009 年美国财政赤字也仅在 5%左右，但这一轮疫情冲击下达到了 15%，美联储货币政策也是大量量化宽松，基础货币又翻了一倍，这个效果还是比较明显的。去年四季度，其增速非常高，同比达到 5.5%，年化环比 6.9%；失业率大幅下降，只有 3.8%，比中国还低；零售非常强劲地增长。

为什么我一直强调美国通胀会比较高？有六大原因。第一，货币政策正常化进程显著滞后，极度宽松的货币政策仍将持续；第二，美国大规模的财政货币刺激，并没有在供给侧造成影响，而只造成需求大幅上升，特别是消费。零售比疫情前高了 30%左右，这样一个巨大的供需缺口对通胀的压力就很大了。第三，劳动力结构失衡导致企业提升工资水平，服务业工资上涨尤为明显，2021 年 6 月到 10 月，休闲与酒店业劳动报酬持续保持两位数增长，存在工资和物价螺旋式上升风险。第四，美国房价与房租持续上涨，10 月美国 CPI 住宅项创疫情以来新高。第五，大规模量化放松造成了原材料价格上升，俄乌冲突更推升了其上升的势头。第六是输入性通胀。因为美国自己的产能缺口非常大，供需缺口非常大，靠海外进口填补它的供给不足。加拿大、欧盟、拉丁美洲进口价格指数都上升 10%，尽

https://www.yunbaogao.cn

管美国从中国的进口价格上升最低，但同疫情前相比也达到了接近 5%-6%的水平。所有进口价格都在上升，给美国带来了输入性通胀压力。

接下来，美联储面临很大的困境，美国经济表现有巨大的隐忧（参考：《美国经济复苏背后有八大隐忧》）。短期来看，经济复苏主要面临投资不足、消费信心低迷、过快加息、供应链瓶颈等。中长期来看，永久性失业、贸易逆差、财政赤字、债务风险等问题不容忽视。

美联储现在面临四种可能性。第一种是美联储大幅加息既能够控制通胀又能促进经济增长稳定，这当然是美联储的最优解，它希望市场相信这个故事，但相信这个情形的人越来越少了，而且也很难做到。通胀已经这么高的情况下必须大规模加息，但为了控制通胀不惜一切代价会造成第二种情况——经济衰退，那就是 70 年代末、80 年代初保罗·沃克尔任美联储主席的时刻，这种可能性也非常小。第三种可能性是加息未必能遏制通胀，同时导致经济虽未衰退但也停滞，这就是典型的滞胀情况，这种可能性现在看来越来越大。第四种可能是美联储在目前情况下可以争取的最优解，加息虽然未能遏制通胀，但让市场相信它是认真的，缓和通胀上升的势头，同时保持经济复苏的步伐，虽然没有过去的 4%-6%这么高，但能维持在 2%-3%之间也算是一个成功的策略。这就是美联储的四种选择造成的通胀和美国经济的影响。我越来越倾向第三种，也就是美国接下来可能面临滞胀的局面。

如果美联储紧缩这张底牌结论得出之后，它可能采取的措施是“前快

https://www.yunbaogao.cn

后慢”。一开始加息比较猛，因为最早市场预计美联储 3 月份加息 50 个基点，因为俄乌冲突加了 25 个基点，接下来 5 月份、6 月份会加码 50 个基点。但考虑到经济复苏仍面临上述隐忧，美联储在大步走向紧缩的同时，还必须权衡过快加息对经济复苏的威胁。

接下来中国的核心问题还是在于稳内需，内需是重中之重。中国财政有巨大的空间，这次全国“两会”报告明确提出财政支出要比去年增加 2 万亿元以上，包括各项过去的结存，几大央企要贡献 1.5 万亿元的利润，这都是为财政增加了空间。一是财政中减税降费非常重要，二是基建投资仍需加大力度。但最重要的是，当前疫情冲击、消费疲软的背景下，消费券也可以作为重要的财政工具来刺激消费和内需。

现在对消费券的讨论有五大迷思，如消费券与保市场主体的思路不符、增加财政负担，不如基建投资、扭曲市场机制或者引发公平问题等等。但是，我认为这五大问题都是可以商榷的，关键是怎样做好合理设计，让消费券既能发挥刺激消费的作用，又使得政府转移更加公平。以香港政府去年发放的每人 5000 港元的消费券和前年每人现金一万港元的对比来看，

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_39908