



滕泰：加息短期难以扭转欧美通胀，须重视滞胀风险



文/意见领袖专栏作家 滕泰、张海冰

2021 年四季度，美国实现了 7% 的 GDP 增长率，通货膨胀率也达到高位，2022 年 1 月 CPI 达到 7.5%、PCE 指数达到 6.1%，均为 40 年以来的新高。欧元区 2 月 CPI 同比激增 5.8%，也刷新了历史新高，由于激进减碳、俄乌战争等原因，欧洲能源、粮食等价格出现暴涨，欧洲 3 月通胀恐将继续攀升。鉴于通货膨胀压力越来越大，美联储的政策已经开始转向，预计 3 月就可能加息，但加息能否扭转欧美的通胀形势？又将对欧美经济产生怎样的影响呢？



美国加息为何难扭转通胀

由于多方面的原因，美国的通货膨胀将很难在短期内得到扭转。

首先，美国前十几年积累的超发货币数量巨大，有效的货币吸收渠道

都已经接近饱和，流动性向消费品和服务外溢的可能性越来越大。2008 年因为金融危机实施大规模量化宽松，美联储资产负债表规模跃升至 2 万亿美元以上之后，再也没能恢复到之前的“正常水平”。2020 年疫情以来，美国出台了“无限制”量化宽松政策，美联储的资产负债表已突破 8 万亿美元，比 2020 年初扩张一倍，比金融危机前的 2008 年 8 月扩张 7.8 倍。

在疫情之前，巨量的超发货币都被美国股票市场和房地产市场吸收，暂时没有表现为通货膨胀，但目前美国股市、楼市估值已经高高在上，纳斯达克综合指数市盈率已经接近历史高点，从房价和房租的比值来看，美国楼市的泡沫化程度已经接近次贷危机爆发之前的水平，股价、房价进一步大涨的可能性很小，天量的超发货币不仅难以继续被上述资产市场吸收，而且还有可能向实体经济回流。

其次，美国的劳动供给冲击将持续较长时间。早在 2000 年以后，美国的劳动参与率就进入了长期的下降通道，从 2000 年 4 月高点时的 67.3% 下降到疫情前的 63.4%，在疫情打击下最低跌至 60.2%。疫情爆发以后，美国经济遭遇了进一步的劳动力供给冲击，根据美国劳工部公布的数据，2021 年美国辞职人数创历史新高。其中，2021 年 12 月该国有 430 万人辞职，11 月有 450 万人辞职。在疫情爆发前的 2020 年 1 月底，职位空缺数是 715.4 万个，到了 2021 年 12 月底，已经达到 1092.5 万个，增加了 52.7%。劳动力短缺给美国经济造成了巨大的影响。从中长期来看，这次短期劳动供给冲击的影响，只是未来 20 年长期劳动供给冲击影响的一个缩

影。

第三，单边主义、逆全球化政策和地缘政治危机不断加重。尽管美国通胀高企，但特朗普政府时期对中国商品加征的关税在拜登政府上台后也没有撤销，关税成本基本都有美国消费者承担了。由此可以看出很多国家的贸易政策已经被非理性的政治因素主导，关税、航运价格等因素增加了国际贸易的成本。同时，传统的国际分工和投资环境被破坏，严重干扰了芯片等关键中间产品的供给，例如与疫情引发的供给冲击相叠加，汽车芯片价格涨幅已经达到几倍甚至几十倍，由此导致的价格上涨和产出缺口还将持续较长时间。

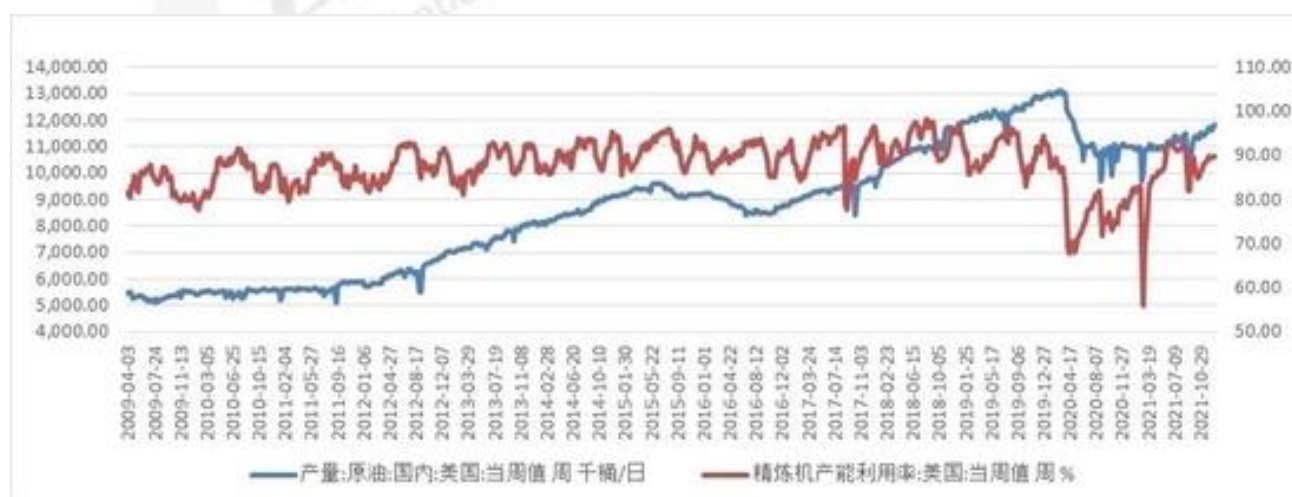
2022 年初俄乌战争的爆发标志着逆全球化达到了新的深度，对特定国家的贸易禁运、金融制裁、财产冻结进一步破坏了全球贸易和分工体系。俄乌两国处于世界上最古老的贸易通道上，目前通过俄乌两国的海陆空通道都受到限制，很多国家的进口商品运输成本将增加。全球前两大海运企业往返俄罗斯的船运预定已经停止，而途径俄乌的空运可能需要改道美国，途径乌克兰的中欧班列已经停运或需要改道，由此都将增加不菲的运输成本。

第四，能源原材料供给冲击正在加剧，但吸收力量已严重弱化。疫情爆发之前，全球能源产业的资本开支已经持续数年下滑，新增产能本已不足。疫情造成的人手不足也冲击到油田矿山的正常生产，全球能源、原材料价格出现大涨。目前原油期货价格已经突破 100 美元，确认进入上升通

道。2022 年以来，俄乌战争等地缘政治危机正在扩大，俄罗斯的能源供给很可能被排除在国际能源市场之外，原油、天然气、煤炭等能源价格上涨的空间正在打开。

而美国作为全球第二大产油国，2022 年 2 月上旬单周原油产量只相当于疫情前（2020 年 2 月）的 89%；精炼厂的产能利用率也只有 89.8%，而在疫情之前最高曾达到 96%。在原油价格不断上涨的情况下，美国的原油生产商却增产乏力，成品油产能利用率也处于相对低位，加重了市场供应的短缺程度，推动了美国能源价格走高。

图 1 美国原油产量和成品油产能利用率均低于疫情前水平



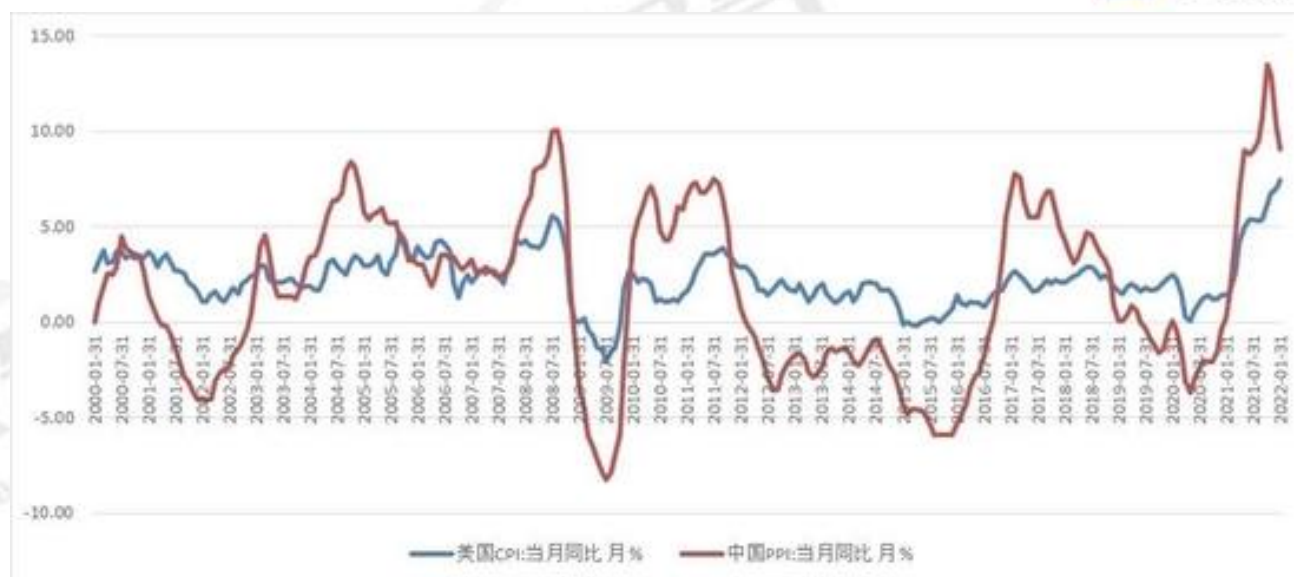
资料来源：万博新经济研究院

同时，联合国粮农组织发布的食品价格指数也已经接近历史高位，俄乌战争导致俄罗斯、白俄罗斯的农产品和化肥等出口受阻，2020 年小麦出口位居世界第一，大麦出口位居世界第三，白俄罗斯约占全球钾肥供应近五分之一，制裁可能导致全球粮食价格进入新一轮上涨。

第五，美国的供应链危机需要较长时间才能缓解。由于港口作业自动化程度较低，疫情以来的大量集装箱无法及时处理、装卸工人因疫情等原因短缺，美国港口的货物积压现象至今仍未缓解。据报道，洛杉矶港口负责人表示，船舶积压有望在夏季缓解。根据美国卡车运输协会（American Trucking Associations）的数据，2021 年，美国的卡车运输公司司机缺口高达 8 万名，创下历史新高。

第六，靠大量廉价中国产品抑制美国通胀的时代也逐渐走向终结。中国改革开放以后，逐步融入国际经济大循环体系，逐渐成为全球中低端工业品的主要输出国，尤其是 2001 年加入 WTO 之后，价廉物美的中国商品对美出口逐年增长，对美国 CPI 长期保持低位功不可没。正如中国商务部一位官员曾说过的，“美国从中国进口大量质优价廉的产品，使美国在巨额‘双赤字’的压力下，得以维持比较低的通胀力，提高了美国民众的实际消费能力，扩大了消费需求”。从数据来看，中国 PPI 指数与美国 CPI 指数之间呈现一定的正相关性，也在一定程度上证明了中国制造业商品价格对美国 CPI 的影响。

图 2 中国 PPI 和美国 CPI 之间存在明显的联动关系



资料来源：万博新经济研究院

中国输美产品在长期内保持较低价格的重要原因之一，是中国制造业长期处于充分竞争甚至过度竞争状态，为了维持美国市场份额，中国厂商往往是通过提升生产率、压低工资、降低利润率等“内卷”的方法来消化原材料价格上涨和汇率变化带来的成本压力。但经过近几年的产业演进和“去产能”政策的影响，中国制造业的行业集中度也逐步提高，很多行业的竞争格局由充分竞争向寡头垄断转变，寡头企业向下游传导成本压力的动力和能力都大幅提高了。在这种情况下，靠大量廉价中国产品抑制美国通胀的时代也逐渐走向终结。

最后，通货膨胀还具有一个特点，一旦通胀突破警戒线进入加速上行的阶段，通胀预期将表现出明显的自我实现特征，目前看全球通胀预期仍然处于不断强化的过程当中。

综合以上分析来看，长期超发的天量货币短期无法吸收，劳动力和原

材料供给冲击也不会因为加息而减弱，贸易保护主义、供应链冲击带来的通胀压力也不会因为加息而缓解，因此美联储即使很快进入加息周期，也难以迅速扭转美国通胀率上行的势头，美国 CPI、PCE 等指标即使有所回落，大概率也会保持高位运行的态势。

美国经济将面临滞胀压力

加息虽然不能迅速抑制美国通胀，但是加息和缩表等操作将对消费、投资和资本市场产生直接的影响，一旦加息操之过急而刺破美国资本市场泡沫，进而引发经济衰退，再与高烧不退的通胀率叠加，全球经济有可能面临“滞胀”风险。

首先，美国消费者传统上就对信用卡等消费信贷依赖很高，加息将加重消费者的债务负担，抑制消费动能。2021 年三季度以后，美国针对居民的财政补贴逐渐退出，美国居民部门的债务也大幅攀升。根据美国纽约联邦储备银行的数据，美国家庭债务总额在 2021 年又增加了 1.02 万亿美元，达到 15.58 万亿美元，创 15 年以来的最大增幅。仅去年第四季度，美国家庭债务就增长了 3330 亿美元。在这种情况下，加息将加重消费者的债务

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_39355

