



# 沈建光：高通胀是供应链失效导致的吗？



意见领袖 | 沈建光

近来美国通胀居高不下,以瑞信全球短期利率策略主管 Zoltan 为代表的市场流行观点认为高通胀的根本原因是地缘政治冲突下的全球供应链失效,低通胀“三大支柱”(廉价中国制造、廉价俄罗斯能源、廉价移民劳动力)正在逐步瓦解。在笔者看来,这一观点存在三大谬误,美国高通胀是前期实践现代货币理论(MMT)的结果,全球供应链也没有失效,只是在重构的起点,对通胀的影响远没有货币超发和美国产业结构性矛盾大。



### 美国通胀高企和美联储超预期加息

最近美国通胀又超预期,8月CPI增长8.3%,其中核心CPI同比上升至6.3%。究其原因,还是美国居民需求强劲,尤其是房地产市场火爆。美国房屋租金持续上行。8月住房租金分项同比6.3%,较上月提升0.5个百

分点，对核心通胀形成有力支撑。其他服务价格也快速上涨，8月医疗护理服务同比5.6%，交通服务11.4%。这些都不是因为全球供应链影响的货物价格。此外，劳动力供需错配下“工资-通胀”螺旋上行风险不减。8月私人非农时薪同比保持在5.2%的高位。

为应对持续的高通胀压力，9月美联储连续第三次加息75bp，将联邦基金利率的目标区间从2.25%-2.5%上调到3%-3.25%。今年3月以来，美联储连续五次加息、累计加息300BP，创下1981年以来最快加息幅度。

最新利率点阵图强化了联储鹰派基调。根据9月点阵图，2022年末联邦基金利率预测中值达4.4%，相比6月的3.4%显著抬升，这预示年内剩余两次会议（11月、12月）还将继续加息75BP和50BP；2023年末联邦基金利率预测中值也抬升至4.6%，意味着明年仍将继续加息；尽管2024、2025年政策利率预测中值逐步回落，但仍高于长期利率（2.5%）。

和去年一直坚持的“通胀暂时论”截然相反，美联储主席鲍威尔表达了不会过早放松政策的立场。鲍威尔表示利率需要抬高至“足够限制性水平”（此前的表述为“限制性水平”），并且维持在高位一段时间，才能起到降低通胀的作用。此外，鲍威尔强调政策转向条件包括三方面考量：一是经济增长低于趋势水平一段时间；二是就业市场供需更加平衡；三是通胀可以回到2%的目标水平，目前看来还有很长的距离。

当前对抗通胀的重要性高于经济增长。鲍威尔指出，尽管近期部分指标呈现出通胀缓解的积极信号，如消费者通胀预期回落、大宗商品价格下

跌等，但美国高通胀持续时间已经远超预期。考虑到劳动力供给并未明显改善，加上工资增速仍然较高，美联储必须继续加息，即使不得不承受加息带来的痛苦以及货币紧缩“过头”风险。鲍威尔还表示，至于美国经济是否会因此陷入衰退以及衰退幅度有多大，目前只能期待一个好的结果。

美国通胀大幅飙升的根本原因是什么？

近期市场广为流行一个观点，主要代表人物为瑞信全球短期利率策略主管 Zoltan。他在报告中指出，供应链全球化是多年以来全球低通胀高增长的基石。这个体系有三大支柱：廉价中国制造、廉价俄罗斯能源以及廉价移民劳动力。而眼下正在发生的战争和冲突——无论是热战还是“经济战”，导致全球供应链三大支柱纷纷失效，且趋势不可扭转，这也将使得通胀愈演愈烈。因此，对当前通胀影响更大的是供给、而非需求，是地缘政治、而非国内政治。

笔者认为，上述观点存在三大谬误，可能会误导市场对于美国本轮通胀原因及前景的判断。笔者认为，美国通胀大幅飙升的根本原因不是地缘政治冲突下的供应链冲击，而是美国实践现代货币理论，即货币化财政赤字的结果。去年以来笔者在本专栏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、供需失衡、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强化。

其中，以美国为首的发达国家采用货币超宽松与财政大扩张协同的现

代货币理论政策，进而引发需求大涨，供不应求局面，是本轮通胀飙升的核心原因。2021年初笔者在本专栏发表的文章《拜登刺激新政的风险和机会》中，就已提出通胀是美国 MMT 政策实践的最大软肋，并判断美国通胀并非暂时的，将持续大幅上升，这是实施新货币理论政策的必然结果。

谬误一：Zoltan 认为中国制造的全球供应链将会受阻，而实际上中国产品出口依然强劲，同时降低了美国进口价格。今年 1-8 月，以美元计价的中国出口累计同比高达 13.5%，对美国、欧盟的出口增速分别为 12.2% 和 18.4%，服装、纺织、玩具、塑料制品等劳动密集型产品出口增速保持在 10% 以上。结合笔者前期研究，疫情爆发后，美国自各经济体进口制成品价格明显攀升，但美国自华进口价格始终平稳，中国供给对平抑美国物价压力起到关键作用。此外，9 月初特斯拉上海超级工厂产线优化项目竣工。该项目是对现有工厂进行扩建，主要通过提高生产节奏来扩大产能，反映中国制造并未脱离全球供应链。

谬误二：Zoltan 认为俄罗斯能源对欧洲的供应面临中断，但实际上能源供给担忧已经明显缓解。首先，俄罗斯能源不会完全停止供应，只是转

**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\\_46612](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46612)

