

经济预测分析

第 29 期

国家信息中心

2021年07月16日

如何看待当前美国通货膨胀形势及其影响？

内容摘要：通过将今年以来美国通胀压力上升的情况与上世纪 70 年代美国大通胀相对比，认为由于财政货币“大放水”后释放的流动性大量滞留在金融体系内，石油危机和国际大宗商品价格长时间上涨不会重演，大通胀不会再现。但今年下半年美国通胀压力不容忽视，并将带来美国财政货币政策调整，不仅增添中美关系和国际金融形势不确定性，还会加大我国输入性通胀压力、人民币汇率贬值压力和跨境资金流出风险。面对外部风险上升，我国宏观经济政策应坚持稳字当头，有效应对输入性通胀，严密防范外部风险冲击。

今年以来，美国短期通胀压力快速上升。美国 CPI 月度同比涨幅由 1 月份的 1.4% 升至 5 月份的 5%，创 2008 年 8 月以来的最高，美联储更为关注的个人消费支出价格指数（PCE）由 1 月份的 1.4% 升至 4 月份的 3.6%，为 2008 年 10 月以来的最高。美国通胀形势及其带来的美国财政货币政策调整已成为目前我国经济金融平稳运行面临的最大的外部风险因素。本文通过将当前情况与上世纪 70 年代美国大通胀相对比，进而对美国短期通胀形势及其影响进行分析，以期更好把握这一外部风险因素的变化。

一、美国不会再现上世纪 70 年代的大通胀

20 世纪 70 年代（1973—1980 年），美国出现持续数年的大通胀（见下图）。这期间 1974 年和 1980 年有两次物价猛涨的高潮，CPI 年度涨幅分别达到 11% 和 13.5%。为抑制通胀，1979 年底上任的美联储主席沃克尔采取激进加息政策，将联邦基金利率最高上调至 1980 年 3 月份的 20% 左右。利率的急剧攀升使美国经济陷入萧条，GDP 增速由 1979 年的 3.2% 降至 1980 年的 -0.3% 和 1982 年的 -1.8%，为遏制通胀付出了高昂代价。上世纪 70 年代的美国大通胀是多种因素所造成的，其中最主要的推手有：财政货币政策“双扩张”、两次石油危机的爆发、全球大宗商品价格持续数年上涨。而当前的通胀中，前一个因素影响力减弱，后两个因素基本上不会再现。

美国年度 CPI 变化率



数据来源：Wind

（一）美国财政货币强刺激带来“大放水”，但流动性仍大量滞留在金融体系内

通货膨胀是货币现象，美国财政货币政策“双扩张”为上世纪70年代的大通胀提供了货币基础。20世纪60年代、70年代，面对经济不景气，美国政府采用凯恩斯主义刺激需求的理论作为制定经济政策的依据，采取财政货币“双扩张”政策来刺激经济增长。美国财政赤字迅速扩大，各年赤字规模由60年代的10—90亿美元扩张至70年代的100—800亿美元。美国广义货币供应量M2增长明显加快，各年增速由60年代的3%—9%上升至70年代的5%—13%。

2020年以来，为应对新冠肺炎疫情冲击，美国政府实施了空前的财政扩张政策。疫情暴发至今，美国政府共推出了六轮财政纾困救助法案，总金额达5.68万亿美元。美国联邦政府财政赤字从2019年的9840亿美元升至2020年的3.1万亿美元，财政赤字占GDP比重由2019年的4.64%跃升至2020年的14.91%。美国财政部6月10日公布的月度财政报告预计2021财年美国联邦政府财政赤字将达3.67万亿美元。为配合财政扩张，美联储在2020年3月紧急降息两次，将联邦基金利率降至0—0.25%，同时实行无限量宽松政策，实际执行中每月购债规模为1200亿美元。美联储持续大规模购债导致其资产负债表急剧扩张。截至2021年4月末，美联储总资产比2020年3月末增长了83.4%。美国货币供应量快速增长，2021年4月末，M2同比增速高达18.3%，比2019年末提高了11.7个百分点。

尽管美国财政货币短期“大放水”，在一年左右的时间内，宽松力度和货币增发幅度远超上世纪70年代，但与前次大通胀时期相比，大量流动性仍滞留于金融体系内部，并未进入实体经济，减轻了流动性泛滥带来的通胀压力。上世纪70年代，美国金融市场发育尚且不

足，金融体系尚不具备足够的分流和“蓄水”能力。与之相比，当前美国经济已高度金融化，金融市场空前繁荣，央行释放的大量流动性被金融体系所吸收。主要体现在：一是大量流动性以存款准备金的形式存回央行。据推算，疫情以来美联储扩表释放流动性存回央行的比例为63%，美国当前的超储率达到23%。二是货币市场流动性过剩，美联储逆回购规模升至创纪录高位。今年4月下旬以来，美联储隔夜逆回购协议的需求量和成交量均大幅增加，6月17日美联储逆回购工具使用规模为7560亿美元，创历史新高，且连续七个交易日超过5000亿美元。三是美国股市表现强劲，股指迭创历史新高。截至2021年6月25日，道琼斯工业指数和标普500指数较2020年3月末累计上涨57.1%和65.6%，不断创下历史新高。四是美国债市保持活跃，美长债收益率触顶回落。2021年一季度，受市场通胀预期和经济增长预期升温推动，美国长债收益率走高，10年期国债收益率3月末升至1.74%，二季度震荡回落，6月25日回落至1.54%。美长债收益率下跌显示资金大量涌入国债市场，推动美债价格走高。

（二）国际油价恢复性上涨，但石油危机不会重演

上世纪70年代美国大通胀中，1974年和1980年的两次通胀高峰对应了1973—1974年和1979—1980年两次石油危机。从二战后初期一直到70年代初，国际油价非常低廉，只有1—2美元/桶。1973年第四次中东战争爆发，石油输出国组织的阿拉伯成员国对原油大幅提价并对美国进行石油禁运，1974年国际油价急升至12美元/桶。1978年底，世界第二大石油出口国伊朗政局剧烈动荡，石油产量骤降，全球原油供求矛盾激化，国际油价在1979年开始暴涨，从1978年的每桶13美元升至1980年的32美元。

2020年下半年以来，国际油价恢复性上涨，进入2021年上涨速

度有所加快。截至6月18日，WTI原油期货价格回升至72美元/桶，上半年累计涨幅达47.7%。当前的国际油价上涨主要是疫情冲击导致油价暴跌后的恢复性反弹，油价已回升至疫情前2019年的水平。由于全球原油供需格局发生根本性改变，未来中东石油危机不会重演，国际油价暴涨并导致恶性通胀几无可能。上世纪70年代美国为原油净进口国，对中东地区原油依赖度很高。得益于页岩油开采技术的进步，2011年以来美国石油产量快速增长，2019年成为世界第一大油气生产国，油气基本具备自给自足的能力，并深刻改变了全球能源供应格局与地缘政治形势。目前美国页岩油的日产量约为1100万桶，远低于疫情前的1300万桶。但美国大部分页岩油生产商的成本盈亏线在50美元左右，未来国际油价进一步上涨将刺激美国页岩油生产。此外，美伊关系变化可能使伊朗石油重返国际市场。美国长期对伊朗进行制裁，自2021年4月美伊核谈判重启。美国掌握着与伊朗谈判的主动权，如果美国与伊朗最终达成协议并取消对伊朗的各种制裁，国际原油供给能力将进一步提升，原油价格难以暴涨。

（三）全球大宗商品价格持续上涨，但目前需求端不支持大宗商品进入“超级周期”

根据加拿大央行经济学家开发的商品价格指数（BCPI），自1899年以来，出现了四轮明显的大宗商品价格“超级周期”，分别为1899—1932年、1933—1961年、1962—1995年和1996年至今。除第一轮外，其余三轮“超级周期”的上升阶段持续了15—17年。国际大宗商品价格处于“超级周期”的上升阶段（1962—1978年）是上世纪70年代美国大通胀发生的重要背景。从反映国际大宗商品价格的CRB现货指数走势看，除国际油价外，全球食品和原材料价格出现猛涨是导致美国物价快速上涨的重要原因。例如，1972年起，全球范

围内由于持续两年的气候异常使得粮食收成短缺，出现粮食危机。1972—1974年食品CRB现货指数累计涨幅高达148.5%，1973—1974年美国食品价格上涨14.5%和14.3%。受第一次石油危机导致国际油价猛涨带动，1972—1973年工业原材料CRB现货指数累计上涨97.9%，1973年美国工业原材料价格上涨36.4%。

对于2020年5月份以来全球范围的大宗商品价格急涨，高盛、摩根等国际投行提出新一轮“超级周期”开启，认为大宗商品价格将出现持续数年的上涨。事实上，全球经济持续快速增长是支撑国际大宗商品价格进入“超级周期”上升阶段的基础和关键。1899年以来，四轮大宗商品“超级周期”上升阶段的开启都伴随全球经济在新的增长动力带动下出现较长时间的快速增长。当前的国际大宗商品价格上涨具有全球经济在疫后重启复苏的背景。IMF预计，经过2020年的大幅衰退后，2021年全球经济将增长6%，2022年将增长4.4%，2023—2026年全球经济增速将回落至3.3%—3.5%。可见，当前的全球经济复苏只是从2020年谷底的反弹，并未出现可支撑长期持续发展的新动力。

二、美国短期通胀走高推动财政货币政策调整

（一）美国短期通胀压力上升不容忽视

1. 美国年内消费增长具有较强可持续性

2021年以来，美国疫苗接种加速，疫情防控进展积极，多州放松疫情管控政策，加之联邦政府救助法案对民众的补贴和救济大幅推高个人收入，个人消费得到提振。2021年4月份美国个人总收入（季调折年数，下同）比疫情前的2019年12月增加12.7%。其中，包括纾困支票和失业援助在内的个人转移支付收入增长显著，4月份比

2019年12月增加52.1%，对个人总收入增加的贡献率达68.7%，是居民收入增长的主要来源。疫情对居民消费仍有抑制作用，消费支出落后于收入增长，居民个人储蓄急剧增加。2021年4月份，个人消费支出比2019年12月增加5.2%，个人储蓄存款比2019年12月增加135.8%，个人储蓄率（个人储蓄存款占可支配收入比例）升至14.9%，比2019年12月提高7.7个百分点。

2021年下半年，美国个人消费支出有望保持较快增长。一是经济复苏有利于工资性收入增长。虽然疫情时期的福利补贴将在今年9月初正式到期，届时个人转移性收入将大幅减少，但财政救济带来的“懒人效应”也将消除，美国经济持续复苏和大量劳动人口重返就业市场，居民工资性收入增长将获得支撑。二是前期积累的超额储蓄存款将向消费转化。今年以来，消费者信心和预期持续向好，6月份密歇根大学消费者信心指数为86.4，消费者预期指数为83.8，高于上年12月份的80.7和74.6。在预期更趋乐观的情况下，消费者会花掉之前积累的超额储蓄存款。三是疫苗大规模接种有利于消费恢复。据美国疾病控制和预防中心6月8日发布的数据，已有53.1%的美国成年人完成疫苗接种，下半年有望突破70%的群体免疫关口。随着社交封锁和民众担心的逐步解除，美国消费增长短期内具有较强可持续性，尤其是受疫情影响严重的餐饮、旅游、娱乐等服务消费可能出现报复性反弹。

2. 疫情冲击短期供给使价格易涨难跌

疫情出现恶化的国家和地区不得不在短时间内采取封城、隔离等措施，造成全球供应链受到较大冲击。疫情对供给端的短期冲击加大供需缺口，带来物价上涨压力。就美国来看，工业生产和产能利用率在逐步恢复，但仍低于疫情前。5月份季节调整后美国工业总体产出

指数比 2019 年 12 月低 1.7%，工业部门产能利用率为 75.2%，比 2019 年 12 月低 1.3 个百分点。在财政补贴和救济刺激下，居民消费总体恢复到疫情前水平，商品需求更是表现强劲，从而加大短期供需缺口，推动商品进口“量价齐升”。前 4 个月美国进口金额同比增长 17.4%，增幅为 2011 年 6 月以来最高。5 月美国进口价格指数同比上涨 11.3%，为 2011 年以来最大增幅。就全球来看，受疫情影响，秘鲁、巴西等原材料供给国产能受损，非洲、南美等全球新兴矿业国家勘探投入减少。根据目前疫苗接种情况，多为发展中国家的原材料供应国群体免疫时间至少要等到 2022 年，远落后于美欧等原材料需求国，从而会维持原材料供求缺口。疫情还带来全球芯片短缺，导致汽车、电子产品等全球众多行业难以复产甚至停产，这一状况将持续到 2022 年。疫情长尾效应还冲击全球航运、海运和物流产业链，造成集装箱短缺、货船经停受阻，商品供应迟缓、航运价格快速攀升。

3. CPI 篮子占比高的服务和住房面临涨价压力

目前美国 CPI 篮子中，商品消费占比不足 1/3，其中的汽油占比为 3.5%；服务消费占比则超过 2/3，其中的住房占比为 20.3%。就服务消费看，美国服务业仍未恢复到疫前水平，财政救济使人们不急于工作，2021 年 5 月非农就业中“服务生产”就业人数比 2019 年 12 月少 4.8%。未来随着疫情管控全面放开，服务消费需求将加快释放，但服务业劳动力就业恢复偏慢，从而制约服务业供给，加大服务业短期供需缺口，会带来服务涨价压力。就住房来看，美国房价上涨会带来房租上升压力。据美国全国房地产经纪人协会统计，今年 4 月份美国成屋销售中间价同比上涨 19.1%。房利美 (Fannie Mae) 最新的月度调查显示，美国人预计今年租金的增长中位数为 5.3%，接近过去十年的最高水平。

综合上述分析，预计短期内美国通胀压力不减，下半年 CPI 与 PCE 物价指数同比涨幅均可能保持在 3% 以上的较高水平。

（二）关注美国通胀压力上升对财政货币政策的影响

1. 加大财政预算草案落地难度和联邦政府债务上限风险

5 月 27 日，美国总统拜登向国会提交了 2022 财年联邦财政预算草案。该草案提出 2022 年联邦政府预算支出约为 6 万亿美元，预算赤字规模达 1.8 万亿美元。对于拜登任职以来所提出的大规模财政支出计划，国会共和党人一直给予强烈批评，称推高了美国的通胀风险，一些中间派的国会民主党人也对可能引发的通胀表示出担忧。美国蒙茅斯大学近日发布的一项民意调查显示，约有 70% 美国民众担心拜登支出计划可能导致通胀。短期通胀上升会使拜登提出的预算草案在国会遭遇更多更大的阻力，最终预算案的规模可能被迫大幅削减。此外，因疫情而被暂时中止的联邦政府债务上限要求¹将于今年 7 月底重新生效。在短期通胀压力下，国会两党围绕债务上限上调或继续暂停的争斗会更为激烈，不能排除债务上限无法及时提高的可能。届时美国政府债务上限危机将再次出现，联邦政府也将面临暂时关门的窘境。

2. 迫使美联储政策提前边际收紧

机构普遍认为，美联储可能在今年 8 月的杰克逊霍尔全球央行年会上宣布在今年 12 月或明年 1 月启动缩表，在 2023 年启动加息。目前短期通胀压力上升的幅度和速度可能迫使美联储提前采取措施，美国货币政策边际收紧的时间节点将早于这一市场预期。今年 6 月份召开的美联储议息会议点阵图显示，联储官员对 2021 年 PCE 通胀率预测中值为 3.4%，比 3 月份会议的预测中值提高了 1 个百分点；18 位

¹ 债务上限是指，按照国会的要求，美国联邦政府为履行其财政义务可以借入的最高金额。当达到上限时，财政部不能再发行任何公债，只能通过税收收入来偿还债务。目前暂停美国借贷限额的措施是由特朗普政府与国会在 2019 年时签订的，将于今年 7 月 31 日到期。

美联储官员中有 13 位预计 2023 年底前将至少加息一次，而 3 月做出同样预测的官员仅有 7 位；7 位官员预测最早加息的时间可能在 2022 年，多于 3 月时的 4 位。

三、对我国的影响及政策建议

（一）对我国的影响

1. 加剧中美关系的不确定性和风险

美国社会撕裂近几年日益严重，疫情带来的“K 型”复苏更是加剧了社会矛盾与割裂。疫情对高收入人群冲击较小、对低收入人群冲击大，而高收入人群从应对疫情的“大放水”政策中获益更多，贫富差距进一步拉大是 K 型复苏的突出特点。根据美国政策研究所和美国人支持税收公平组织发布的报告，过去 13 个月，美国亿万富豪所拥有的净资产增长了 55%。皮尤研究中心发布的调查报告指出，约五成的低收入群体失去工作或收入，收入较高的群体则有约 1/3 人面临相同状况。通货膨胀是向穷人收税、补贴资产者，对美国当下的社会贫富差距问题更是“火上浇油”。2022 年美国将迎来国会的中期选举，两党之争将日趋白热化。在短期通胀压力加剧社会矛盾的情况下，为争取选票，美国当局急需转移内部矛盾而对中国更为强硬，甚至挑起事端，从而使中美关系面临更多的风险和不确定性。

2. 加大我国输入性通胀风险

美国短期通货膨胀压力上升对我国物价运行存在一定的溢出效应。主要作用机制有：一是大宗商品价格渠道。在本轮国际大宗商品价格上涨中，美国因素是各机构分析报告中首推的影响因素。无论是美国经济疫后复苏和未来美国可能的大规模基建投资基本面因素，还是美联储量化宽松政策和美元走势等金融因素，美国的通胀形势及其

政策动向都成为决定未来国际大宗商品价格走势的主导因素。如果美国因素推动国际大宗商品价格在未来1—2年内高位运行甚至进一步攀升，我国输入性通胀压力将持续存在。二是进口渠道。我国从美国进口农产品（如大豆、猪肉）、矿产品、纤维素浆（纸浆）、纸张、机电产品、运输设备、化工产品、光学、钟表等等，进口商品价格上涨会推高我国相关商品价格。三是预期渠道。海外通胀预期升温对国内公众通胀预期会有一定传导影响。

3. 加大人民币汇率过度波动和跨境资金流出风险

2020年6月以来人民币兑美元汇率出现单边快速升值，按即期汇率计算，截至2021年5月末累计升值幅度达12.5%。美联储加码量化宽松政策和美元走弱是人民币本轮升值的重要背景。未来美联储政策调整及美元走势将成为决定本轮人民币升值能否持续的主要扰动因素。6月份美联储议息会议前后几日，美元指数出现短期跳升，在6月11日至18日的6个交易日内累计上升2.5%。这预示随着美联储边际收紧货币政策叠加美国经济疫后持续复苏，下半年美元指数很可能由弱转强，人民币也将面临一定贬值压力。需要注意的是，2020年下半年以来我国短期跨境资本在持续净流出。2020年三季度至2021年一季度，国际收支中反映短期跨境资金流动的项目（包括证券投资、其他投资、净误差与遗漏三者合计）逆差规模分别为1057亿美元、1557亿美元和1106亿美元。如果下半年人民币兑美元走贬，会进一步加大跨境资金流出压力。

（二）相关政策建议

美国短期通胀压力上升及可能带来的美国财政货币政策调整，不仅加大我国通胀风险，还增添国际金融形势的不确定性，加剧金融市场动荡。在外部风险隐患增加的情况下，我国宏观经济政策应坚

持稳字当头，用好稳增长压力较小的窗口期，有效应对输入性通胀，维护金融市场平稳运行，加强预期管理和市场监管，严密防范外部风险冲击。货币政策要保持定力，以稳为主，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，维持市场流动性充裕和利率平稳。外汇调控方面，要注重外汇市场预期管理和引导，适时动用逆周期因子和远期售汇风险准备金率等宏观审慎逆周期调节工具，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，加强短期跨境资金流动管理和风险监测预警，健全外汇市场“宏观审慎+微观监管”两位一体的管理方向，避免外汇市场无序波动。

（执笔：李若愚）

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

邮编：100045
传真：68558210