

本期主题

四十年一遇美国大通胀：对中国的影响 及对策分析

核心摘要

- 美国通胀创40年新高，居民生活、经济增长和拜登支持率均受到较大影响。
- 从需求端来看，与2008年全球经济危机期间不同，现代货币理论（MMT）框架下大量的货币被直接输送到企业和居民手中；从供给端来看，主要受新冠疫情对全球供应链和就业冲击的影响。
- 遏制通胀成为目前美联储货币政策的首要目标，而疫情决定了短期内通胀走势存在较大的不确定性，未来存在三种情景。
- 中国经济可能受到的影响包括出口放缓、人民币面临贬值压力、资本外流、金融市场动荡等。
- 建议宏观政策坚持“以我为主”的原则，密切关注形势变化，积极灵活应对；保持人民币汇率弹性，发挥汇率自动稳定器的作用；坚持扩大金融开放，持续吸引长期配置中国资产的外资；中美应加强沟通，取消加征的关税，并加强在全球供应链层面的协调。

第一财经研究院产品系列

- 《高频看宏观》
- 《金融条件指数》
- 《首席经济学家调研》
- 《宏观专题报告》

作者：于明 第一财经研究院

邮箱：yuming@yicai.com

目录

一、美国通胀创 40 年新高，居民、经济、拜登支持率均受到较大影响	2
1、美国通胀创 40 年新高，能源和交通运输价格涨幅最高	2
2、美国居民、经济、拜登支持率均受到较大影响	3
二、需求不同于以往的扩张与疫情导致的供给收缩推动通胀水平上升	5
1、需求扩张：与 2008 年全球金融危机期间不同，现代货币理论（MMT）框架下大量的货币被直接输送到企业和居民手中	5
2、供给收缩：主要是新冠疫情对全球供应链和劳动参与率的影响	8
三、通胀走势与美联储应对的三种情景	13
1、遏制通胀成为目前美联储货币政策的首要目标	13
2、疫情决定了短期内通胀走势存在较大的不确定性	13
3、未来三种情景	14
四、对中国的影响在于出口、人民币汇率、资本外流、市场波动等方面	14
1、第一种情景下，出口放缓、人民币面临贬值压力	14
2、第二种情景下，出口放缓、资本外流、金融市场波动	15
3、第三种情景下，将面临较大的资本外流、金融市场波动压力	15
五、经济和社会大局以稳定为主基调背景下的四点对策建议	15
1、宏观政策坚持“以我为主”的原则，密切关注形势变化，积极灵活应对	15
2、保持人民币汇率弹性，发挥汇率自动稳定器的作用	15
3、坚持扩大金融开放，持续吸引长期配置中国资产的外资	16
4、中美应加强沟通，取消加征的关税，并加强在全球供应链层面的协调	16

正文

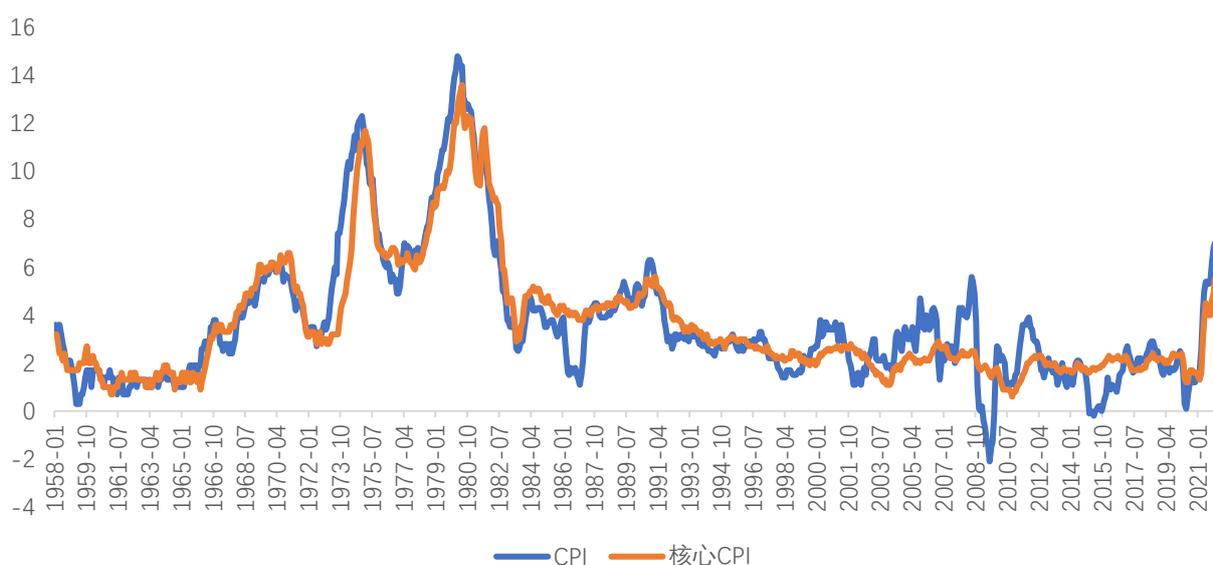
新冠疫情暴发前，美国低通胀持续了近十年。然而，自2021年4月以来，美国通胀水平持续上升，引发市场广泛关注。目前美国通胀形势如何？其背后的推动因素是什么？其未来走势将对我国产生哪些影响？如何应对？

一、美国通胀创40年新高，居民、经济、拜登支持率均受到较大影响

1、美国通胀创40年新高，能源和交通运输价格涨幅最高

自2021年4月以来，美国通胀水平加速上升。根据美国劳工统计局近日发布的数据，2021年12月，美国消费者价格指数（CPI）同比上涨7%，增速较上月提高0.2个百分点，连续8个月超过5%，为1982年6月以来最快的涨幅。剔除了食品和能源价格后的核心CPI同比上涨5.5%，增速较上月提高0.6个百分点，创1991年2月以来的最高水平（图1）。

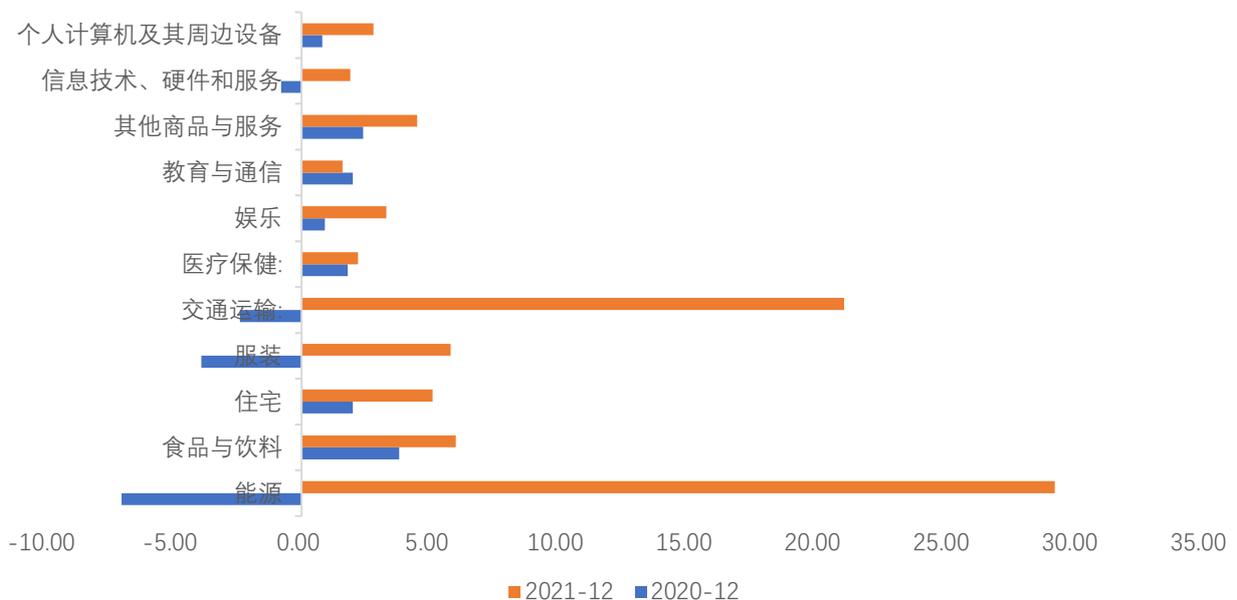
图1 美国CPI和核心CPI月度同比涨幅（%）



资料来源：美国劳工部、WIND，第一财经研究院

分项来看，能源和交通运输价格涨幅最高。2021年12月，CPI涨幅最大的分项为能源、交通运输、食品与饮料、服装和住宅，同比涨幅分别为29.3%、21.1%、6%、5.8%和5.1%（图2）。从增长的势头来看，能源价格增长放缓，增速较上月下降了4个百分点；交通运输价格增速与上月持平；食品与饮料价格增速较上月提高了0.2个百分点；服装价格增速较上月提高了0.8个百分点；住宅价格增速较上月提高了0.3个百分点。

图2 美国CPI分项涨幅（%）



资料来源：美国劳工部、WIND，第一财经研究院

2、美国居民、经济、拜登支持率均受到较大影响

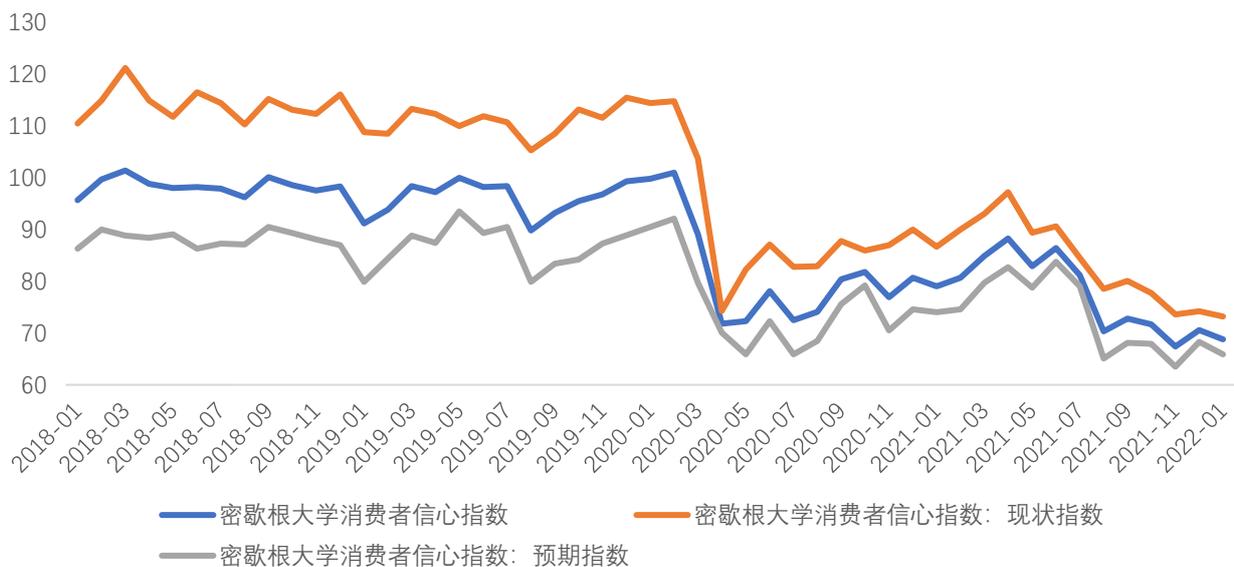
通胀影响到居民生活。目前，高通胀已经严重影响到了美国居民的日常生活。近期进行的一项盖洛普（Gallup）民意调查显示，通胀带来的冲击正在打击美国消费者。总体来看，45%的美国人表示由于物价上涨而遭遇了经济困难。分收入水平来看，价格上涨对低收入家庭的影响尤其严重，年收入低于4

万美元的美国家庭当中有71%表示，最近的物价上涨导致他们遭遇经济困难。

在中等收入和高收入家庭中，这一比例分别为47%和29%。盖洛普在其报告中指出，约79%的人预计美国的通胀将上升至“一定程度”，约50%的人预计通胀将“大幅上升”。这是自2001年首次开始就此问题进行民意调查以来，预测通胀会上升的人数占比最多的一次。

消费者信心持续走弱。随着通胀水平上升，美国消费者信心持续走弱。1月密歇根大学消费者信心指数初值为68.8，3个月来第二次降至70以下，其中消费者信心现状指数为73.2，降至10年来新低（图3）。

图3 密歇根大学消费者信心指数



资料来源：密歇根大学、Wind，第一财经研究院

经济增速预期被大幅下调。近日，华尔街日报向商业和金融界人士进行调查发现，由于通胀等因素的影响，受访者们下调了对美国2022年第一季度和全年经济增长的预期。国际货币基金组织（IMF）在1月25日发布的《全球经济展望报告》（WEO）中将2022年美国经济增长大幅下调1.2个百分点至4%，在

所有发达经济体中的调降幅度最大。通货膨胀水平超出预期且波及范围更广是重要原因。

拜登支持率创新低。皮尤研究中心的最新调查结果显示，拜登的支持率创下有记录以来新低。1月的民调显示，41%的成年人肯定拜登的工作表现，低于9月的44%和8月的55%。接受调查的大多数人表示，由于物价飙升，美国经济状况已经恶化，对拜登几乎没有或者完全没有信心。

二、需求不同于以往的扩张与疫情导致的供给收缩推动通胀水平上升

通胀作为衡量价格变化的指标，是由经济中的供给和需求决定的。当总需求大于总供给时，通胀就会上行。

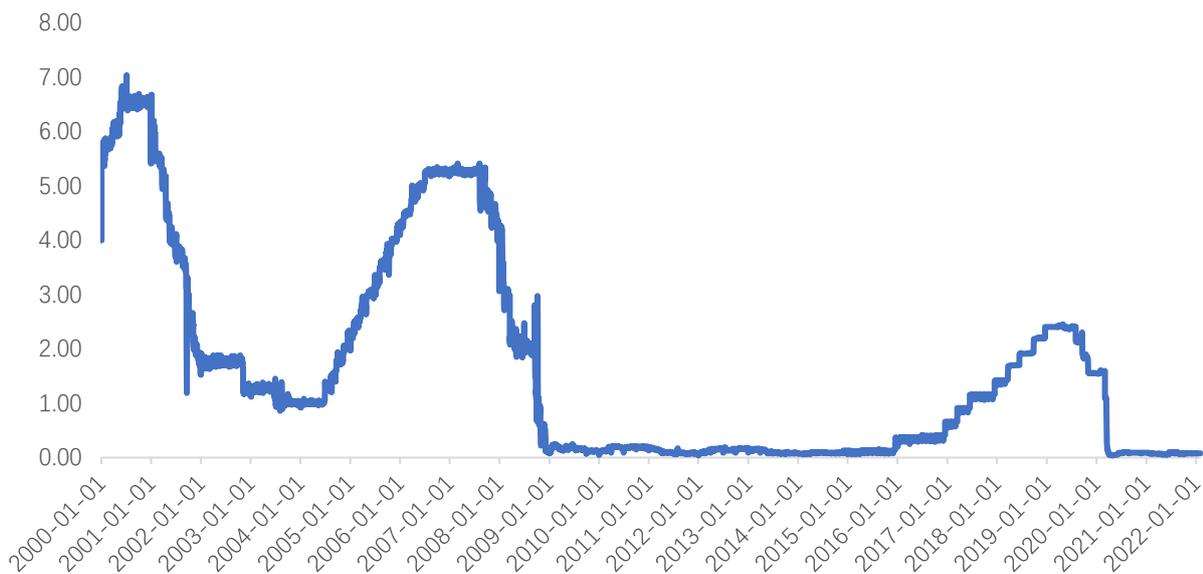
1、需求扩张：与 2008 年全球金融危机期间不同，现代货币理论（MMT）框架下大量的货币被直接输送到企业和居民手中

2020 年，全球主要经济体采取超级宽松的政策措施应对新冠肺炎疫情的冲击。在此背景下，现代货币理论（MMT）引起市场热议。传统的货币理论框架下，财政赤字是对未来税收的透支。但 MMT 却不以为然，其核心观点是只要政府以本币举债且无通胀压力，就可以通过财政扩张赤字、央行印钞埋单的方式刺激经济。

疫情暴发后，一方面，美联储实施了比 2008 年金融危机期间更为宽松的货币政策。2020 年 3 月，美联储通过两次紧急降息将政策利率降至零（图 4）。与此同时，美联储开始实施总额为 7000 亿美元的量化宽松（QE）计划，随后宣布将资产购买速度提升为每天 1250 亿美元（包括 750 亿美元国债和 500 亿美元 MBS），规模按需购买不设上限。为向特定主体提供流动性，美联储自 2020 年 3

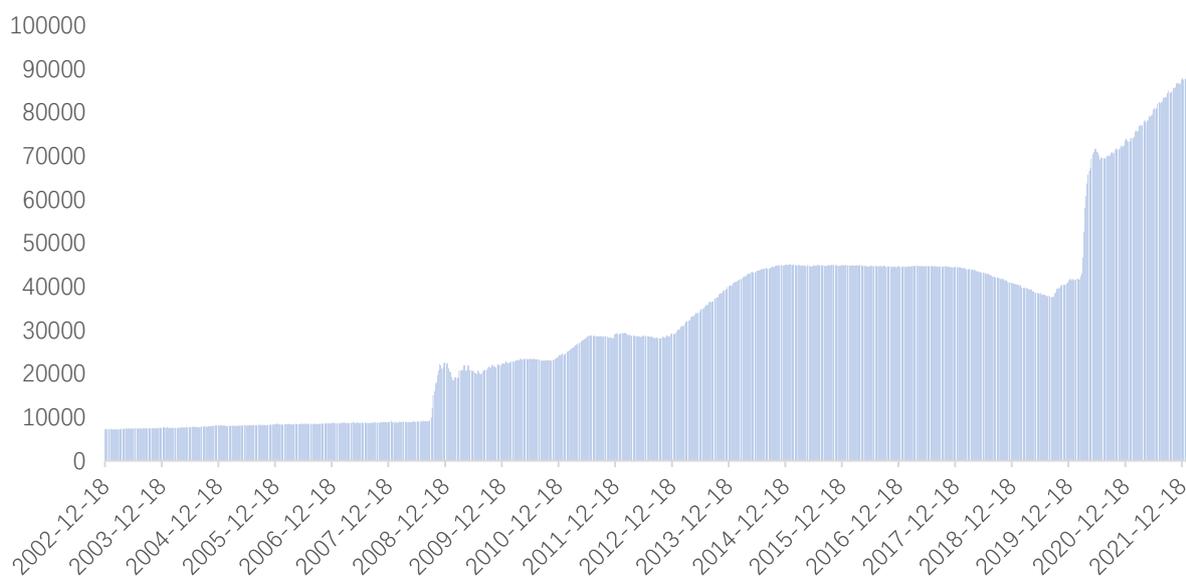
月以来重启和新设了多种政策工具，包括商业票据融资便利（CPFF）、一级交易商信贷便利（PDCF）、货币市场共同基金流动性便利（MMLF）等。截至目前，美联储的资产规模已经接近9万亿美元，比疫情暴发前增长了一倍（图5）。

图4 美国联邦利率走势（%）



资料来源：美联储、wind，第一财经研究院

图5 美联储资产规模（亿美元）



资料来源：美联储、wind，第一财经研究院

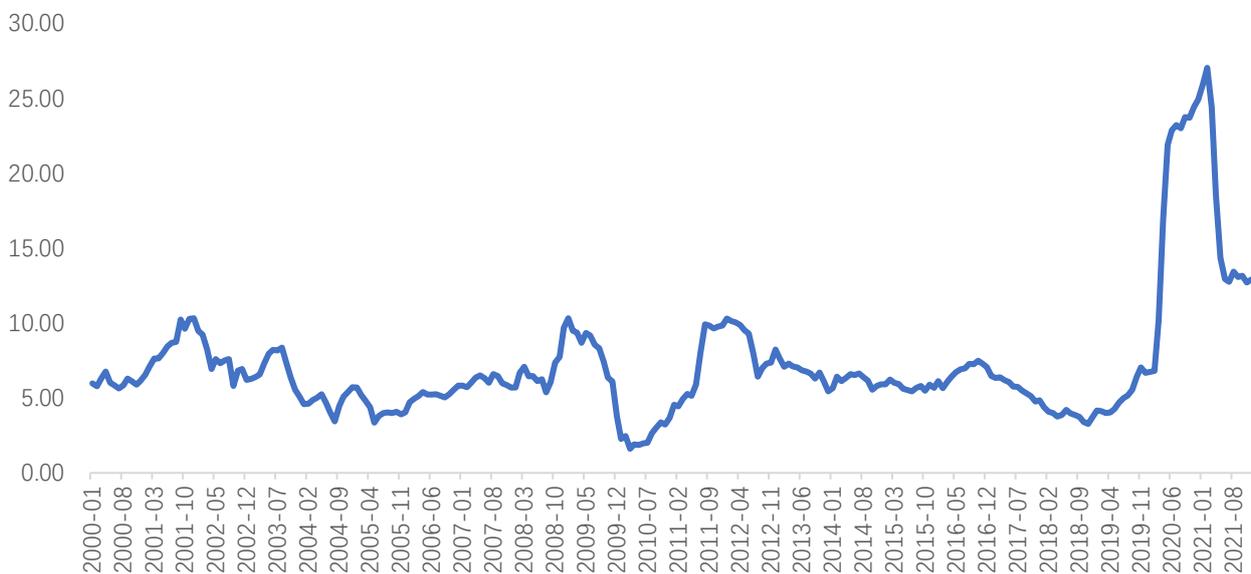
另一方面，与 2008 年不同，美国政府推出多轮财政纾困计划，直接将现金发放到企业和居民手中。新冠疫情暴发后，特朗普政府出台了几轮经济纾困计划。其中第三轮刺激计划金额高达 2.2 万亿美元，内容包含对各级政府、学校、失业人群、受疫情影响的行业的援助等。2020 年 12 月 27 日，即将下台的特朗普签署了 9000 亿美元的新冠纾困法案，内容包括为小企业提供超过 3000 亿美元的救济；每周 300 美元的联邦补充失业险发放至 2021 年 3 月中旬；向大部分美国人发放一次性 600 美元的现金支票等。2021 年，拜登政府推出价值 1.9 万亿美元的“美国救援计划”，其中有近 1 万亿直接或间接补贴居民，包括向大多数美国人发放 1400 美元补助金，将联邦失业救济金提高到 400 美元/周等。

据 IMF 统计，截至 2021 年 7 月，美国已经动用了规模超过其全年 GDP25% 的财政资金应对新冠疫情，在全球主要经济体中占比最高。2020 年，美国个人总收入中，转移支付收入占比 21.6%，较 2019 年提高 4.6 个百分点，为二战后最高。2021 年前三季度，占比升至 22.9%。

与 2008 年金融危机时期相比，这一次货币与财政配合的更像是 MMT。2008 年全球金融危机爆发后，从 2008 年至 2014 年，美联储扩表 3.61 万亿美元。其中，净增持美国国债 1.7 万亿美元，占美联储扩表规模的 47.3%，相当于同期美债新增额的 19.2%。这次新冠疫情暴发后，到 2021 年底，美联储较 2019 年底扩表 4.39 万亿美元。其中，净增持美国国债 3.18 万亿美元，占美联储扩表规模的 72.5%，相当于同期美国国债新增额的 55.8%。

由此可见，这一轮美联储快速扩表主要是通过购买美国国债，贡献了同期美债新增额的一半以上，为政府赤字融资提供了重要的帮助，很像 MMT。且与 2008 年财政资金用于向问题金融机构注资不同的是，这一次美国政府的赤字融资选择直接向企业和居民发放现金补助。从取得的效果来看，与 2008 年全球金融危机期间相比，疫情后美国 M2 大幅增长（图 6）。

图 6 美国 M2 月同比增速 (%)



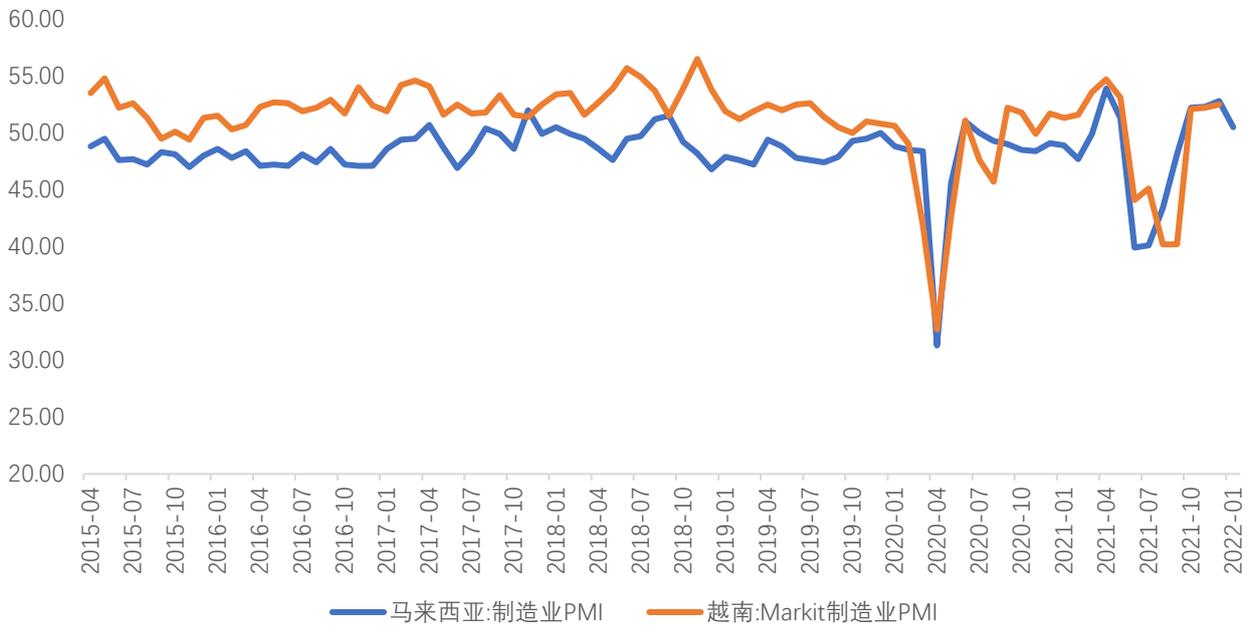
资料来源:美联储、wind, 第一财经研究院

2、供给收缩：主要是新冠疫情对全球供应链和劳动参与率的影响

新冠疫情对主要的商品供给国造成冲击。一方面，疫情对以巴西、智利为代表的大宗商品供给国造成冲击，制约了供给能力。另一方面，疫情对中国以外的制造业集中的国家形成了明显的冲击。从图 7 可以看出，疫情暴发初期和 2021 年下半年德尔塔病毒快速蔓延期间，越南和马来西亚的制造业 PMI 骤降。部分生产受阻、产量下降、交货时间延长。这一点在关键零部件等中间投入品方面表现较为明显。自 2021 年以来，全球芯片供应短缺状况愈

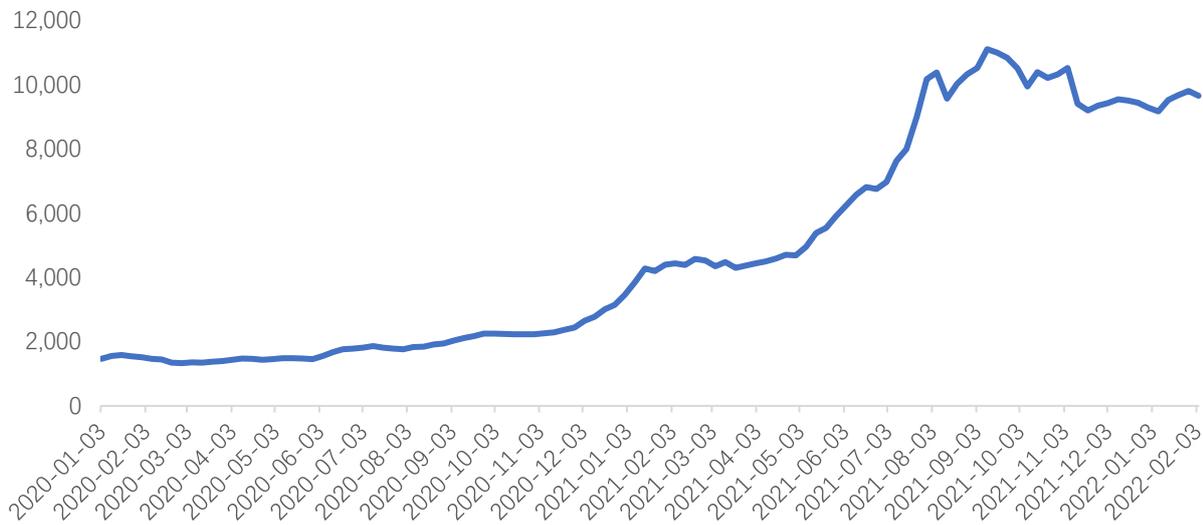
演愈烈，交付周期已经由通常的 9-12 周延长到 22 周以上。

图 7 越南和马来西亚制造业 PMI 走势



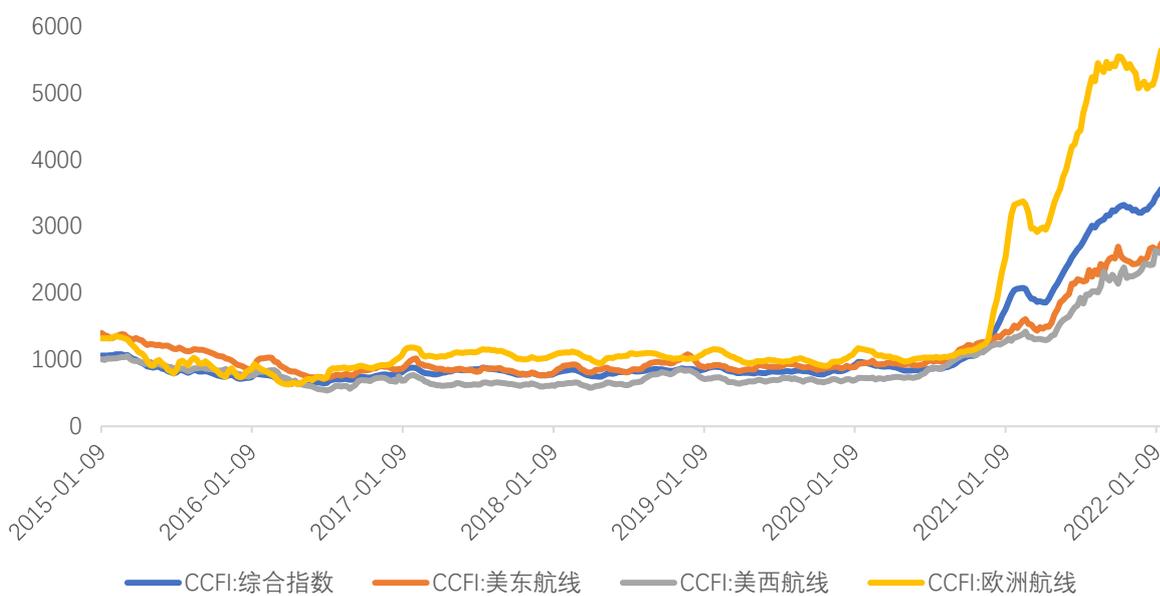
受疫情影响，全球供应链出现诸多堵点。疫情导致的全球港口大堵塞现象愈演愈烈，贸易与物流成本急剧上升。2021 年以来，衡量集装箱运输价格的波罗的海货运指数（FBX）上涨了 2 倍以上（图 8）。市场研究机构 IHS Markit 的报告称，从 2020 年下半年以来，全球主要港口的拥堵情况逐步激增，装卸 6000 多个集装箱的船舶需要在港口平均花费 83 个小时以上，耗时间同比增长 20%。从美国的情况来看，作为美国最重要的两个港口，长滩港和洛杉矶港合计占美国海运集装箱吞吐量的 40%左右。但疫情以来，两个港口运营效率低下。受此影响，2021 年以来美西航线、美东航线的中国出口集装箱运价指数（CCFI）持续处于高位（图 9）。

图8 波罗的海货运指数 (FBX)



资料来源: wind, 第一财经研究院

图9 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



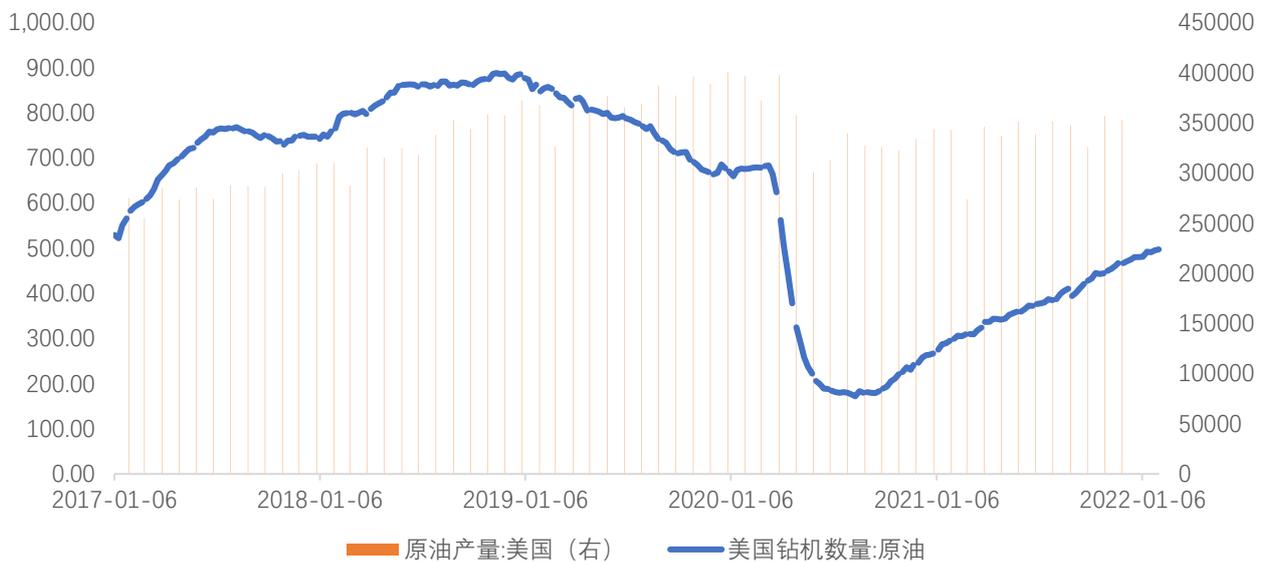
资料来源: wind, 第一财经研究院

疫情导致劳动力出现短缺。疫情暴发后，美国劳动参与率下降。根据美国劳工部的数据，2021年12月，美国劳动参与率为61.9%，较疫情前低1.5个百分点。据美国卡车运输协会统计，美国大约70%的货物依赖卡车运输。目

前美国卡车司机欠缺数量比新冠疫情前（6.15万）增加了30%，缺口达8万人。对于劳动参与率下降的原因，美联储曾在2021年7月发布的货币政策报告中指出，主要包括疫情导致退休人数激增、育儿压力增加，以及对感染病毒的担忧等。据美国人口普查局近日发布的“家庭脉搏调查”显示，从2021年12月29日到2022年1月10日的这13天里，共有约880万美国民众因患有新冠肺炎或照顾病患而无法工作，这个数字是“家庭脉搏调查”项目启动以来的最高值。调查还显示，另有320万美国民众因担心被传染或传染给别人而无法工作。

此外，能源转型加剧供给紧缺。新冠疫情暴发后，全球能源供给大幅收缩，恢复的步伐较为缓慢，而能源转型加剧了这一变化。目前，节能减排成为全球共识，大多数国家设定了“碳中和”目标。中国于2020年9月提出将力争在2030年前实现“碳达峰”、2060年前实现“碳中和”，并制定了相关的行动方案；美国于2021年4月提出将在2030年前将温室气体排放量在2005年的基础上减少50%-52%，2050年前实现“碳中和”；欧盟于2021年4月提出将在2030年前将温室气体排放量在1990年的基础上至少减少55%，2050年前实现“碳中和”。疫情叠加能源转型，对传统能源的投资动力造成了影响，能源供给恢复缓慢（图10）。据IEA测算，2021年原油需求出现快速反弹，但供给的回暖相对缓慢。具体来看，原油需求较2020年增加约520万桶/天；从供给端来看，2021年原油供给的增量一方面低于需求端的增量，另一方面也远低于2020年疫情冲击下的缩减量。

图 10 美国原油钻机数与产量(千桶)



资料来源：贝克休斯公司、EIA、wind，第一财经研究院

美国对从中国进口的商品加征的关税被转嫁到美国消费者身上。新冠疫情以来，凭借着出色的疫情防控，中国的生产端率先恢复，成为美国填补其商品需求缺口的重要来源。海关数据显示，2020年中国对美出口逆势同比增长7.9%，2021年同比增长27.5%。

由于特朗普政府时期开启中美贸易摩擦，美国对从中国进口的商品征收了巨额的关税，目前这部分关税被转嫁给了美国消费者。据穆迪公司测算，在中美贸易中，美国消费者承担了对中国商品加征关税92.4%的成本，仅7.6%的成本被我国消化。分行业来看，根据亚洲开发银行（ADB）的测算，皮革与鞋类、机械、电子光学仪器等行业产品的价格受影响较大，同比增长均超过1个百分点。

三、通胀走势与美联储应对的三种情景

1、遏制通胀成为目前美联储货币政策的首要目标

随着通胀水平高企，鲍威尔近期放弃了此前一直坚守的“通胀暂时论”，遏制通胀成为目前美联储的首要目标。从最近的1月份美联储议息会议情况来看，鉴于目前通胀水平较高，且存在着进一步上升的风险，在3月结束量化宽松后，美联储很可能将以较快的速度开启货币紧缩进程。

值得一提的是，如上文分析，这一轮美国通胀水平上升的一个重要原因是美联储扩表释放的相当一部分资金通过财政刺激措施进入到了货币流通领域。因此，一旦开启紧缩进程，缩表可能会很快到来，货币紧缩的速度将快于以往。在上一轮货币政策收紧时，美联储缩表开始的时间距离第一次加息间隔了一年多。在2021年12月的议息会议中，与会者讨论了将缩表与加息间隔时间缩短的可能性。

2、疫情决定了短期内通胀走势存在较大的不确定性

在量化宽松即将结束，未来货币政策将相机抉择的情况下，短期内通胀走势取决于供给端的变化。如前文所述，供给端主要是受到新冠疫情的影响，因此，短期内通胀的走势将取决于疫情的变化。

从目前来看，疫情走势存在较大的不确定性。一方面，随着奥密克戎变异株在多个国家取代德尔塔，成为新冠疫情主流毒株，医学权威杂志《柳叶刀》近日发表了重磅文章《COVID-19 will continue but the end of the pandemic is near》，作者华盛顿大学健康指标与评估研究所（IHME）主任Chris Murray认为，全球新冠“大流行”很可能在不久后结束，2022年3月

是关键时间。

另一方面，世界卫生组织近日指出，如果按照目前的疫情传播速度，在未来的6到8周内，欧洲将有超过50%的人口感染奥密克戎变异株。新冠病毒是易变异的RNA病毒，感染人数越多，就越有可能出现新的危险变异株。变异株的持续流行，还会导致动物和人之间的互相传播。由于动物体内环境与人体不同，病毒变异的方向会更加不确定，出现危险变异株的概率会进一步增加。

3、未来三种情景

鉴于疫情变化的不确定性较高，短期内美国通胀的走势随之存在不确定性。通胀不同走势变化下美联储的应对也将不同，存在以下三种情景：

第一种情景：疫情出现明显好转，全球供应链压力缓解，美国通胀水平明显下降，美联储可能会放缓货币紧缩的步伐。

第二种情景：疫情总体上变化不大，供应链压力依旧，通胀水平变化不大，美联储可能将以较快的节奏加息和缩表以遏制通胀。

第三种情景：疫情明显恶化，随着全球疫苗普及与新冠病毒重症比例下降，各国重启全面封城应对的可能性已经大大降低，需求端受到的冲击小于供给端。由于通胀进一步上升，美联储将不得不加快加息和缩表的步伐来遏制通胀。

四、对中国的影响在于出口、人民币汇率、资本外流、市场波动等方面

1、第一种情景下，出口放缓、人民币面临贬值压力

一方面，由于疫情出现明显好转，全球供应链压力将缓解，全球商品供

给有望快速恢复，这将使中国的出口增速显著放缓。另一方面，过去一年中推动人民币走强的贸易顺差因素将转弱，从而使人民币面临贬值压力。

2、第二种情景下，出口放缓、资本外流、金融市场波动

首先，随着美联储以较快的速度进行收紧货币，外需将随之下降，我国的出口将放缓。其次，中国将面临着一定的资本外流压力，人民币汇率、债券市场和股票市场出现一定程度的波动。

3、第三种情景下，将面临较大的资本外流、金融市场波动压力

在该情景下，由于疫情恶化，通胀加速上升，美联储将不得不加速加息。美国将面临经济衰退的风险，全球金融市场也将出现剧烈的波动。我国也将面临较大的资本外流和金融市场波动压力。

五、经济和社会大局以稳定为主基调背景下的四点对策建议

在2022年经济和社会大局以稳定为主基调的背景下，须积极应对美国高通胀可能对我国产生的影响。

1、宏观政策坚持“以我为主”的原则，密切关注形势变化，积极灵活应对

目前，我国内需的恢复还不够稳固，外部环境面临着较大的不确定性，一季度将是重要的观察窗口。现阶段宏观政策应综合使用货币政策工具引导市场利率下行，强化内需，减少对外需的依赖。同时，密切关注外部形势的变化，根据实际情况灵活的对政策进行调整。

2、保持人民币汇率弹性，发挥汇率自动稳定器的作用

汇率是开放经济体最重要的自动稳定器，保持人民币汇率弹性有助于降

低外部冲击对我国金融市场的影响。一旦美联储加息导致全球金融市场波动，具有充分弹性的人民币可以率先吸收部分外部冲击，减轻国内经济和金融市场受到的影响。

3、坚持扩大金融开放，持续吸引长期配置中国资产的外资

近年来，中国积极推进金融开放，主要国际指数陆续将中国股票和债券市场纳入编制范围，吸引了大量外资进入中国。这部分外资主要是基于配置需求和长期看好中国经济基本面，受短期因素影响较小，进而使得中国面临的资本流出压力更加可控。未来，应坚持扩大金融开放，继续吸引致力于长期配置中国资产的外资。

4、中美应加强沟通，取消加征的关税，并加强在全球供应链层面的协调

首先，美方应取消对从中国进口的商品加征的关税。中国商务部近日表示，取消加征的关税有利于美国，有利于世界，还特别提醒“在当前通胀形势下”，取消加征关税符合中美两国消费者和生产者的根本利益。其次，中美需加强在全球供应链层面的协调。稳定的全球供应链符合中美两国的共同利益，如果全球供应链的紧张格局得不到缓解，美国还会持续面临通胀压力。

免责声明

本报告由第一财经研究院撰写发布。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但第一财经研究院对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告仅为报告出具日的观点和预测。该观点及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，第一财经研究院可能会发布与本报告观点和预测不一致的研究报告。本报告不构成任何投资建议。