

宏观动态跟踪报告

2021年美国通胀前瞻：三个视角

核心摘要

当前，美国经济复苏前景愈发明朗，但市场的担忧也开始显现。尤其关心的是，美国通胀是否真的会走高？而美联储在“平均通胀目标制”下是否真能对通胀走高“视而不见”？我们主要从三个角度，展望未来一段时间美国通胀的演化路径：

1、自上而下——美国财政刺激规模似乎超过“必要”水平。第一，拜登在财政刺激上的大手笔是空前的。拜登 1.9 万亿计划的规模远超国际金融危机后奥巴马的 7870 亿法案。奥巴马法案占 2008 年 GDP 的 5.4%，而拜登计划占 2019 年 GDP 的 8.9%。**第二，美国财政刺激力度大于绝大部分国家。**据 IMF 数据，截至 2020 年 12 月 31 日，全球政府为应对疫情而花费的额外支出或放弃的收入总规模约为 7.8 万亿美元，其中美国就占了 45%。从该数字所占 GDP 比重看，美国为 16.7%，排全球第二。**第三，美国财政计划规模可能远超产出缺口。**我们估算，2020 年美国财政刺激规模占 2019 年美国 GDP 的 18%，而 OECD 预测 2020 年美国产出缺口为 6%。拜登法案（按 1.9 万亿计算）占 2019 年美国 GDP 比重为 8.9%，而 OECD 预测 2021 和 2022 年美国产出缺口分别为 4.6% 和 3%。从总量上看，美国大规模财政刺激或加大经济过热与通胀走高的风险。

2、自下而上——消费反弹与劳动力短缺后的工资上涨或进一步推高物价。一方面，美国消费反弹可能比想象中来得更猛烈一些。从储蓄率看，目前美国居民储蓄存款占可支配收入比重显著高于疫情前水平；从居民收支看，疫情后美国居民收入同比为正、消费支出同比为负；从消费结构看，目前消费低迷的部分是非耐用品尤其是服务，而耐用品消费已经显著高于疫情前水平。待疫情好转、经济活动恢复后，非耐用品消费有望快速反弹，继而形成通胀压力。**另一方面，美国工资增速可能比疫情前更高。**从劳动力供需看，美国劳动参与率在疫情后显著下降并保持低位，而职位空缺率高企，当前过高的失业补助可能抑制劳动积极性；从工资水平看，目前美国非农企业员工时薪增速已经高于疫情前；从就业与工资水平的关系看，美国失业集中发生于受疫情冲击较严重的行业（如休闲和酒店等），而这些行业的工资增速目前低于疫情前水平，仍有较大补充上涨空间。

3、技术层面——低基数与高期望使通胀水平更易走高。一方面，2020 年低基数使 2021 年通胀水平更易走高。我们用 2016-2019 年 PCE 月环比平均值（0.15%）推算，2021 年 4-6 月 PCE 月同比预测值分别为 2.46%、2.45% 和 2.10%，照此速度 2021 年 PCE 年同比将达到 1.81%，基本等于美联储最新预测的 2021 年 PCE 同比 1.8% 的水平。**另一方面，通胀预期走高亦可能推波助澜。**我们发现 ZEW 美国通胀指数对美国实际通胀水平具有 5 个月左右的领先性。例如 2009 年 2 月奥巴马 7870 亿财政刺激法案通过以后，ZEW 通胀指数迅速走高，相应地，2009 年 8 月美国实际通胀水平也开始跃升，并于 2010 年 1 月达到 2.7% 的高点。ZEW 通胀指数已于 2020 年 3 月触底反弹并持续走高，或预示 2021 年中左右美国实际通胀水平可能走高。

最后需要指出，仍然存在一系列可能的抑制美国实际通胀上行的因素：一是，未来美国财政刺激规模可能打折。二是，居民消费习惯可能深刻改变。如果目前的低消费、高储蓄现象一定程度上反映了居民长期消费倾向的下降，则意味着美国通胀水平或难大幅跃升。三是，股市、楼市对消费资金的分流效应。近期“散户抱团”事件一定程度上体现美国居民购买金融资产的热情，如果部分商品消费需求转移至房市、股市，则商品价格上涨可能受到抑制。四是，美联储“临阵变卦”提前出手。“平均通胀目标制”是否更多是美联储管理市场预期的“手段”，而非其真正恪守的“目标”？考虑到通胀水平上行过快，可能会对美国金融稳定和收入分配造成冲击，美联储是否会更早“出手”（例如提前宣布缩减购债计划等）以预防过急过快的通胀发生？这点尚有待观察。

风险提示：疫苗接种与推广不及预期，拜登财政刺激规模仍存变数，美国资产泡沫化程度超预期，美联储政策变化超预期。

美联储在 2020 年 9 月推出“平均通胀目标制”，表示将允许通胀水平在一定时间适度超过 2%。新框架推出的大背景是美国近年来通胀水平一直低于 2%。而低基数下 2021 年美国通胀指标技术性走高是可以预见的，这就需要美联储对通胀的短期异动给予更多容忍。受疫情影响，2020 年美国个人消费物价支出指数（PCE）同比为 1.28%，与 2% 的通胀目标仍有差距。据美联储最近一次（2020 年 12 月）预测，2021、2022 和 2023 年 PCE 同比分别为 1.8%、1.9% 和 2.0%。

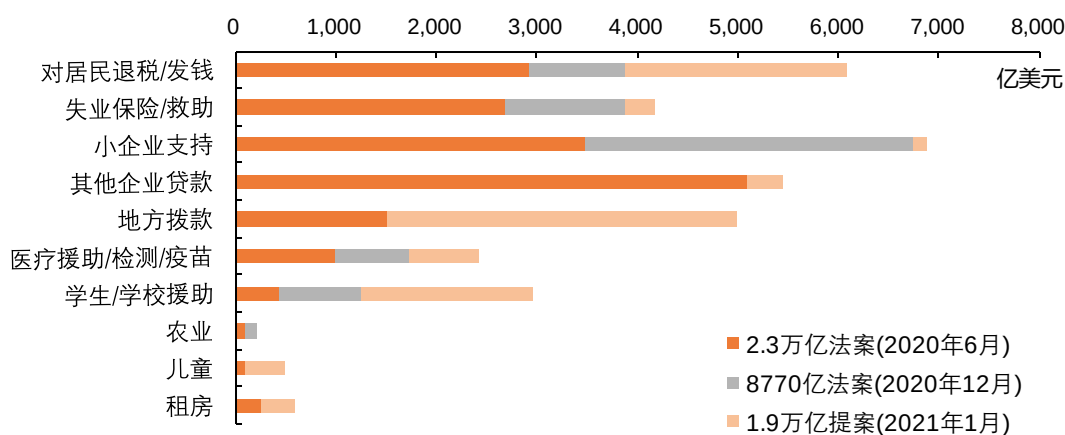
拜登上台，疫苗推广，货币宽松，财政慷慨，美国经济复苏前景愈发明朗，但市场对财政刺激以及经济复苏“过犹不及”的担忧也开始显现。尤其关心的是，美国通胀是否真的会走高？假如“高通胀”到来，美联储在“平均通胀目标制”下是否真能对通胀“视而不见”？

我们主要从三个角度，对未来一段时间美国通胀的演化路径作框架性分析与展望：一是自上而下，考虑美国财政刺激力度是否合适。我们发现多角度看待当前美国的财政刺激规模似乎都超过了“必要”水平。二是自下而上，考虑美国居民消费与就业的复苏是否平稳。我们观察到一系列数据似乎预示着，美国物价与工资增长有超预期反弹的可能。三是技术层面，考虑低基数和高预期背景下，美国通胀水平的基准区间以及可能出现的拐点。我们认为，美国通胀上升的高点很可能在 2021 年 4-6 月左右，PCE 月度同比有可能短期超过 2%。但是，实际通胀是否真会走高仍有不确定性，财政计划缩水、消费习惯变更、股市楼市对资金的分流效应、以及美联储“临阵变卦”等因素均值得关注。

一、 自上而下：美国财政刺激规模似乎超过“必要”水平

拜登新计划慷慨补贴居民，背景是近期美国就业与消费复苏步伐放缓。2021 年 1 月 14 日，拜登公布了价值 1.9 万亿美元“美国救援计划”（American Rescue Plan），其中的大头（约 1 万亿美元）用于直接或间接支持美国居民，其次（约 4400 亿美元）用于企业和地方政府的援助，再次（约 4000 亿美元）用于医疗援助、病毒检测、疫苗推广等疫情救助计划。在细分结构上，对比 2020 年特朗普政府的两轮大规模刺激计划，拜登的新计划更侧重补贴居民而非企业（图表 1）。其背景是 2020 年底美国疫情反扑，生产端（尤其制造业）恢复良好，但就业与消费复苏步伐放缓。

图表1 拜登 1.9 万亿提案更侧重补贴居民而非企业



资料来源: IMF, NCSL, The WashingtonPost, CNN, 平安证券研究所

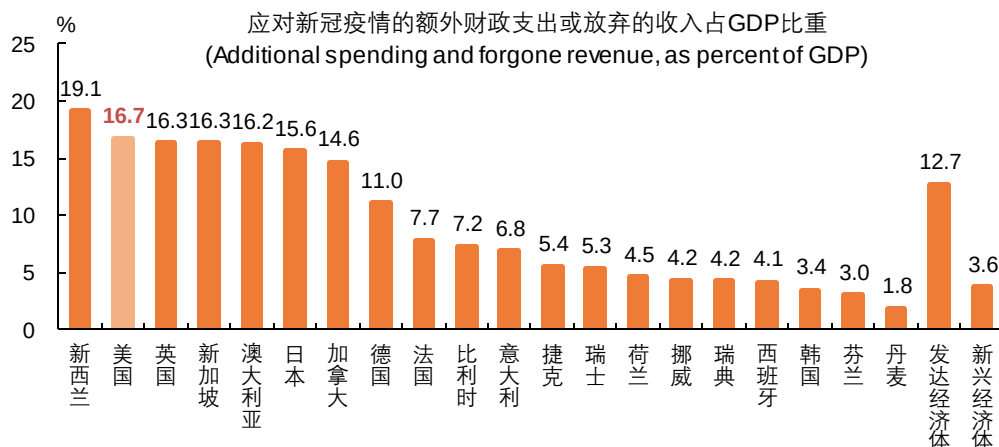
注释：图中类别并非法案涉及的所有类别；可获得补贴的居民人数按照 The Washington Post 提供的数据（1.58 亿人）推算

然而，从多个角度来看，如此大规模的财政计划似乎都超过“必要”水平。

第一，拜登在财政刺激上的大手笔是空前的。同样作为危机后的财政支持，拜登 1.9 万亿财政计划的规模，远超国际金融危机后奥巴马于 2009 年推出的 7870 亿美元“美国复苏与再投资法案”。从财政计划规模占 GDP 比重看，奥巴马计划占 2008 年美国 GDP 的 5.4%，而拜登计划占 2019 年美国 GDP 的 8.9%。而且，拜登的 1.9 万亿仅涵盖疫情防控与经济纾困，还没有算上日后将推出的“基建大礼包”，而当年的奥巴马计划同时涵盖了短期经济纾困与中长期基建的目标。

第二，美国财政刺激力度高于绝大部分国家。新冠疫情或使世界经济陷入自二战以来最严重的经济衰退，在当前各国尤其发达经济体的货币政策空间较为有限的背景下，各国政府在疫情应对上更多地倚赖财政刺激。据 IMF 数据，截至 2020 年 12 月 31 日，全球政府为应对新冠疫情而花费的额外支出或放弃的收入总规模约为 7.8 万亿美元，其中美国的这一数字为 3.5 万亿美元，占全球的 45%，是第二名日本(7820 亿美元)的 4.5 倍。从该数字所占 GDP 比重看，美国为 16.7%，在全球仅次于新西兰 (19.1%)，高于发达经济体平均水平 (12.7%)，更显著高于新兴经济体平均水平 (3.6%) (图表 2)。仍需注意的是，这一数字尚不包括拜登于 2021 年提出的 1.9 万亿计划。

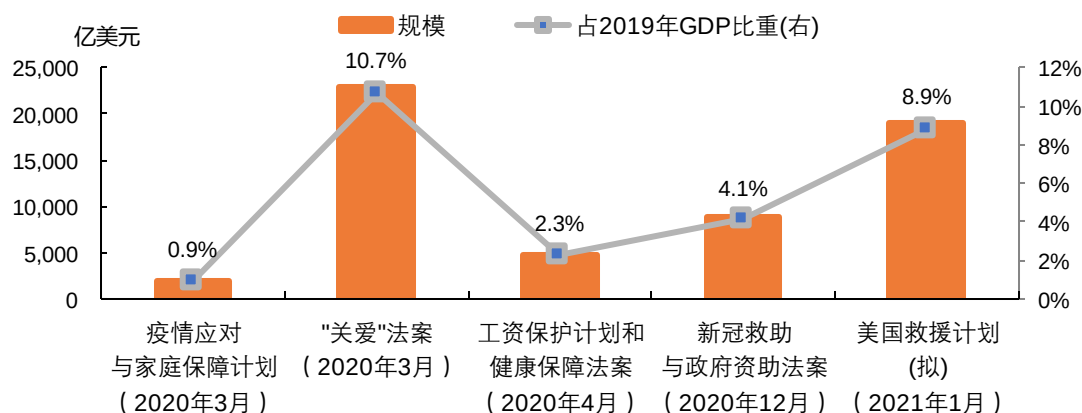
图表2 美国应对疫情的额外财政支出占 GDP 比重高于绝大部分国家



资料来源: IMF (其使用的 GDP 基数为 IMF 在 2021 年 1 月预测的 2020 年各国 GDP 数值), 平安证券研究所

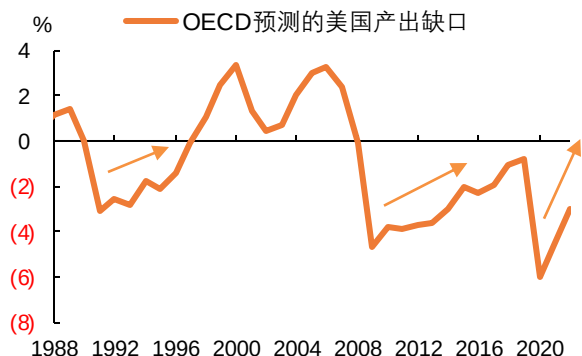
第三，美国财政刺激计划规模可能远超产出缺口。2020 年特朗普政府先后推出多轮较大规模的财政刺激计划(图表 3)。据 OECD 预测，与 1990-1991 年经济衰退和 2008-2009 年金融危机时相比，2020-2021 年美国的产出缺口在政策刺激下将较快修复(图表 4)。2020 年美国产出缺口预测值为 6%，而 2020 年美国已经通过的法案规模累计达 3.86 万亿美元，占 GDP 的 18%，是产出缺口的 3 倍。未来，仅考虑拜登的 1.9 万亿法案，其占 2019 年美国 GDP 比重为 8.9%，这一数字已经高于 OECD 对美国 2021 和 2022 年产出缺口预测的总和(分别为 4.6% 和 3%) (图表 5)。(考虑到 2020 年美国经济增长 3.5%，所以 2019 年美国 GDP 与 2021 和 2022 年的差距可能不会很大，上述比较仍有较大参考价值)

图表3 美国财政计划规模及其占疫情前 GDP 的比重



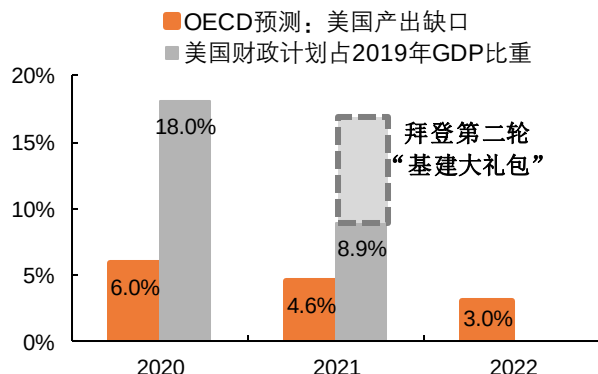
资料来源: IMF, 平安证券研究所

图表4 美国产出缺口预计较快修复



资料来源: OECD, 平安证券研究所

图表5 美国财政计划规模将远超产出缺口



资料来源: OECD, IMF, 平安证券研究所

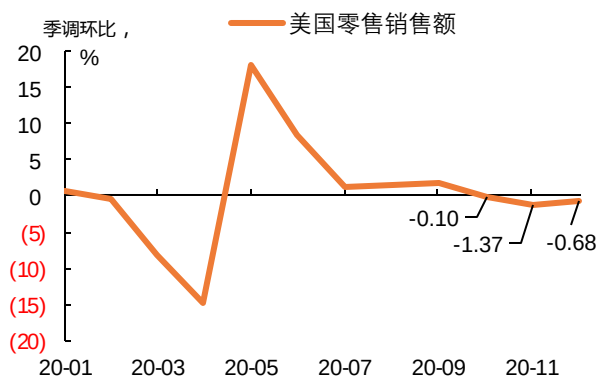
注释：2021 年拜登第一轮刺激计划按 1.9 万亿计算

顺便一提，假如美国财政乘数小于 1（即 1 美元财政投入对应的美国 GDP 增长小于 1 美元），那么高于产出缺口的财政刺激也许合适。然而，旧金山联储的研究报告（《The COVID-19 Fiscal Multiplier: Lessons from the Great Recession》，2020 年 5 月）指出，在低利率、地方政府转移支付需求较大等背景下，美国财政乘数可能高达 1.5。如此看来，我们至少有理由相信，美国财政乘数不会太低，所以就对新冠危机造成的经济衰退而言，高于产出缺口的财政刺激规模可能并没有必要。换言之，从总量上看，美国大规模财政刺激可能加大美国经济过热与通胀走高的风险。

二、自下而上：消费反弹与劳动力短缺后的工资上涨或推高物价

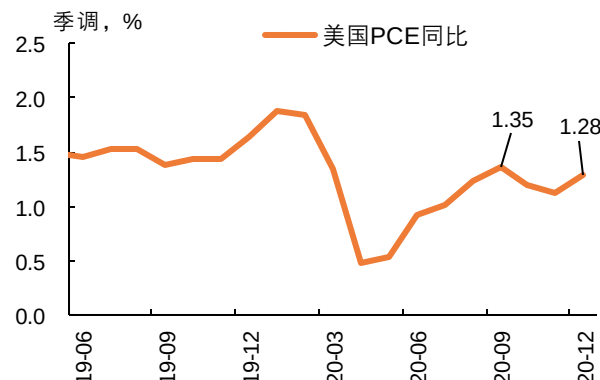
1、高收入与高储蓄下，美国消费反弹可能比想象中来得更显著一些。2020 年 10-12，美国零售销售季调数据连续三月环比下滑（图表 6）。主要原因是受新冠疫情影响，居民外出不便、消费等经济活动受到限制。消费低迷使通胀水平受到一定抑制，美国 PCE 同比在 2020 年 9 月达到 1.35% 的高点后出现回落，而疫情以前 PCE 同比一度维持在 1.5% 左右（图表 7）。未来，随着疫情逐步得到控制、经济活动所受阻力解除，PCE 恢复至疫情前水平并不太难。然而，一个更值得思考的问题是，消费反弹的力度和节奏是“循序渐进”还是“猝不及防”？

图表6 美国零售销售数据连续三月环比下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

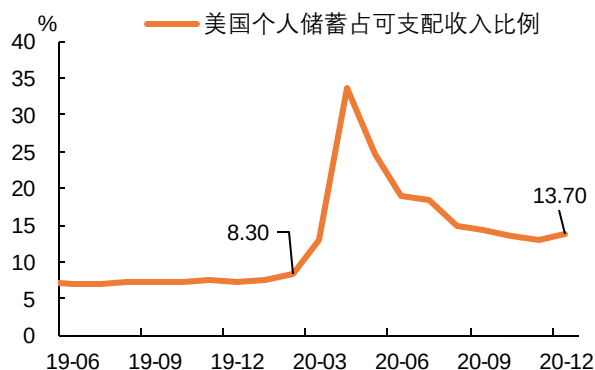
图表7 美国 PCE 同比尚未恢复至疫情前水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

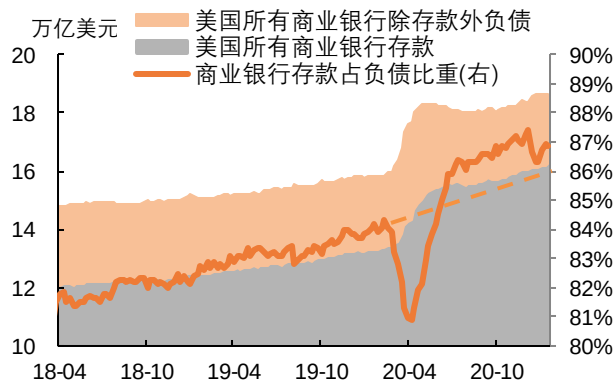
我们观察到：**1) 从储蓄率看**，目前美国居民储蓄存款占可支配收入比重显著高于疫情前水平（图表 8），美国商业银行存款占负债比重也明显抬升（图表 9），高储蓄、高存款可能正在为美国消费反弹蓄力。

图表8 美国居民储蓄率高于疫情前水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 美国商业银行存款占比高于疫情前

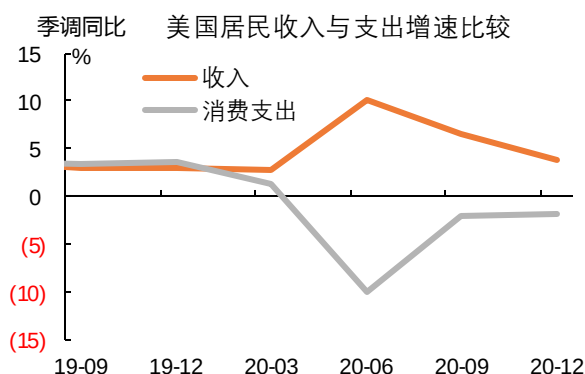


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2) 从居民收支看，在美国财政慷慨补贴居民的背景下，疫情后美国居民收入同比为正、居民消费同比为负（图表 10），收大于支的状况意味着当前居民消费能力是强于疫情前的。

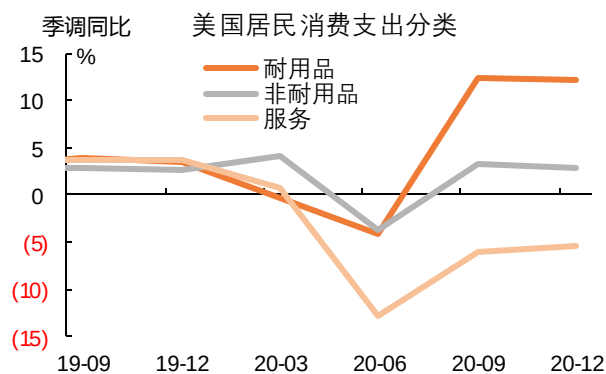
3) 从消费结构看，目前消费低迷的部分是非耐用品尤其是服务，但耐用品消费的同比增长在 2020 年第三季度已经显著高于疫情前水平（图表 11）。强劲的耐用品消费增长亦说明美国居民已然具备较强的消费实力，待疫情好转、经济活动恢复后，非耐用品消费有可能快速反弹，继而形成推升通胀的压力。

图表10 美国居民收入同比增长，消费支出同比下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 美国耐用品消费同比大幅增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

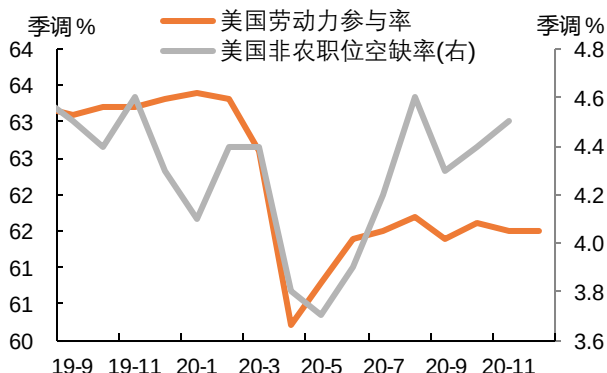
2、高补贴与低劳动参与率下，美国工资增速可能比疫情前更高。除了对居民的直接补贴，美国财政计划中还包含对失业人员的直接补贴或失业保险支持，而关于失业救济的规模已经引发了争议。例如，在特朗普政府的第一轮财政计划（包含 2680 亿美元失业补助）实施后，美国独立调查网站 FiveThirtyEight 的报告《Many Americans Are Getting More Money From Unemployment Than They Were From Their Jobs》，2020 年 5 月）指出，68% 的失业者能从政府得到超过其失业前工资的补助。而特朗普第二轮财政法案为失业保障池增蓄 1200 亿美元，拜登的 1.9 万亿提案又拟增加 300 亿美元。

过高的失业补助可能抑制居民就业的积极性，继而导致企业不得不提高工资吸引劳动力。叠加拜登计划提高最低时薪至 15 美元/小时，届时美国整体工资增长速度可能进一步提升。而工资“易升难降”的格局，意味着工资增长一旦加快则可能长期持续并推升整体通胀。

事实上，一系列数据或许已经能够支撑上述判断：**1) 从整体劳动力供需看**，美国劳动参与率在疫情冲击后显著下降并保持低位，但职位空缺率已经恢复高位（图表 12），劳动意愿不足与劳动力需求上升的矛盾正在显现。

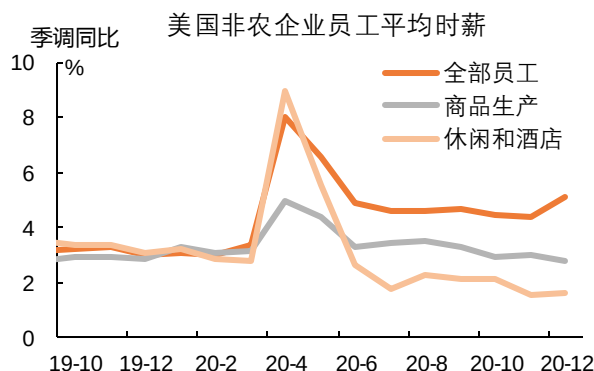
2) 从工资水平看，目前美国非农企业员工时薪增速已经高于新冠疫情前（图表 13），这说明工资增速中枢或已经抬升。

图表12 美国劳动力参与率下降、职位空缺率抬升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

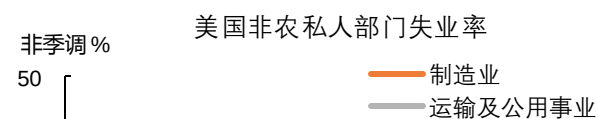
图表13 美国工资增速整体上升、但部分行业下降



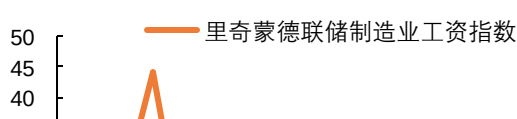
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3) 从就业与工资的关系看，美国失业集中在受疫情冲击较严重的行业（如休闲和酒店等）（图表 14），而这些行业的工资增速目前低于疫情前水平，继而有较大补充上涨空间（图表 13）。另一方面，美国制造业就业恢复较快，而制造业工资指数也已恢复至疫情前水平（图表 15）。未来，随着各行业经济活动与劳动力需求继续恢复，部分行业工资增速可能显著提高，并推动整体工资增速和通胀水平上行。

图表14 美国失业集中在受疫情冲击较严重的行业



图表15 美国制造业工资指数已恢复至疫情前水平



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_18201

