

美国通胀高企与缓和历史回顾及前景展望

◎ 宁留甫

摘要: 2021 年年初以来, 美国的通胀水平迅速升高。回顾历史, 超宽松的财政货币政策、美国政府和美联储通胀管理的失误、需求高涨以及供给冲击等原因共同造就了五次高通胀, 本次高通胀也不例外。与高通胀对应, 20 世纪以来美国出现了三次通胀大缓和, 其原因有一些共同之处, 包括审慎的财政货币政策、美联储对通胀的有效管理、供给能力和生产效率的大幅提升等。展望未来, 财政货币政策从大宽松中转向, 以及供不应求的整体缺口的明显缓解, 限制了本轮通胀的高度。然而, 美国供给能力存在的短板仍未得到实质性解决, 绿色转型带来的供给冲击也不容忽视。这些因素的存在提升了美国通胀的中枢。预计美国的通胀在较长时间内位于 2.5% 甚至 2% 以下的局面将很难再现。

关键词: 美国; 高通胀; 大缓和; 美联储; 供给

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

2021 年年初以来, 美国的通胀水平迅速升高, 达到 40 年来的最高水平, 打破了 20 世纪 80 年代初以来通胀长期处于低位的格局。2022 年下半年以来, 美国通胀初步显现高位回落迹象。为更好地认识 2021 年以来美国通胀水平突然高涨的原因, 科学研判未来一段时间美国的通胀前景, 本文对 20 世纪以来美国通胀高企和缓和的历史进行了系统回顾, 希望从更长的时间脉络和更宽的观察视角对当前美国的通胀形成更深入的认识。

作者简介: 宁留甫, 中国国际经济交流中心美欧研究部助理研究员。

一、历史与现实中美国高通胀的成因对比

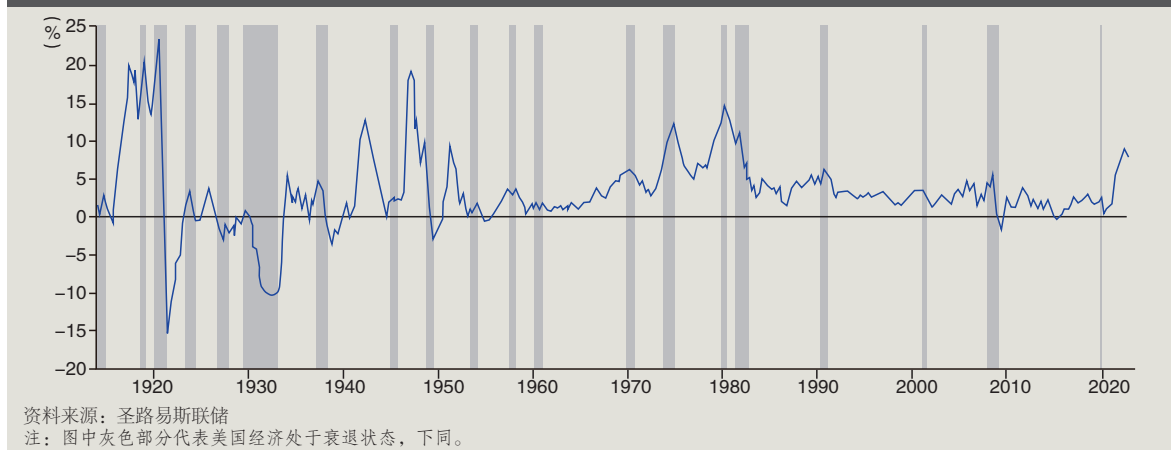
高通胀本身是一个相对概念, 并无公认和统一的量化标准。对于处在不同发展阶段的经济体以及同一经济体的不同历史阶段而言, 高通胀的标准都有很大差异。本文聚焦于美国的通胀, 将消费物价指数 (CPI) 同比突破 8% 作为高通胀的标准, 将 CPI 在上涨过程中突破 5% 到冲高后再回落至 5% 作为一个高通胀周期。以此衡量, 20 世纪美国经历了五次高通胀周期, 分别是 1916 年 3 月—1920 年 11 月、1941 年 7 月—1943 年 10 月、1946 年 7 月—1948 年 11 月、1950 年 12 月—1952 年 1 月、1973 年 4 月—1982 年 11 月 (见图 1)。前两次高通胀周期分别对应一战和二战, 第三次高通胀在二战结束后一年出现, 第四次对应朝鲜战争。

2021 年 3 月, 美国 CPI 自新冠疫情暴发以来首次突破 2%。此后 CPI 持续迅速攀升, 2022 年 6 月突破 9%, 创 1981 年 11 月以来最大增幅, 上涨速度之快、力度之猛足以与历史上的五次高通胀相提并论。对比历次高通胀, 其原因有如下共同之处。

(一) 超宽松的财政货币政策创造了高通胀的初始条件

两次世界大战期间美国出现高通胀的逻辑是, 在大战的环境下, 美国政府的财政支出刚性, 国债发行激增, 赤字迅速增加, 货币政策极其宽松。

图1 1914年以来美国CPI同比涨幅



1943年美国联邦政府财政赤字占GDP的比例接近27%。联邦政府债务占GDP的比重从1942年的47.7%迅速上升，到1946年达到119%的历史纪录，直到2020年才被打破。朝鲜战争爆发后，美国财政部被迫大肆举债。从1950年6月到1954年6月，美国政府的总债务增加了139亿美元。这打破了当时美国公众对于政府不会再发行公债的普遍预期，从而改变了公众对通货膨胀的预期。

1973—1982年美国高通胀的成因要追溯至20世纪60年代财政政策和货币政策双宽松。肯尼迪政府（1961年1月—1963年11月）和约翰逊政府（1963年11月—1969年1月）长期奉行凯恩斯主义，实行赤字财政政策，大量发行国债。尤其是约翰逊大力推行“伟大社会”建设计划，社会福利水平快速提高，同时越南战争不断升级，战争开支不断增加。当时美联储的地位较为弱势，货币政策要配合和服从财政政策的实施，在20世纪60年代中后期被迫采取相对宽松的立场。受此影响，1969年美国通胀率上升至5%。20世纪70年代期间，美国在高通胀的同时陷入经济停滞。福特政府（1974年8月—1977年1月）和卡特政府（1977年1月—1981年1月）将工作重心放在治理经济停滞问题上，先后通过《1975年减税法》《1976年税收改革法》和《1978年税收法》，实施减税和税收优惠，造成通胀持续高涨。

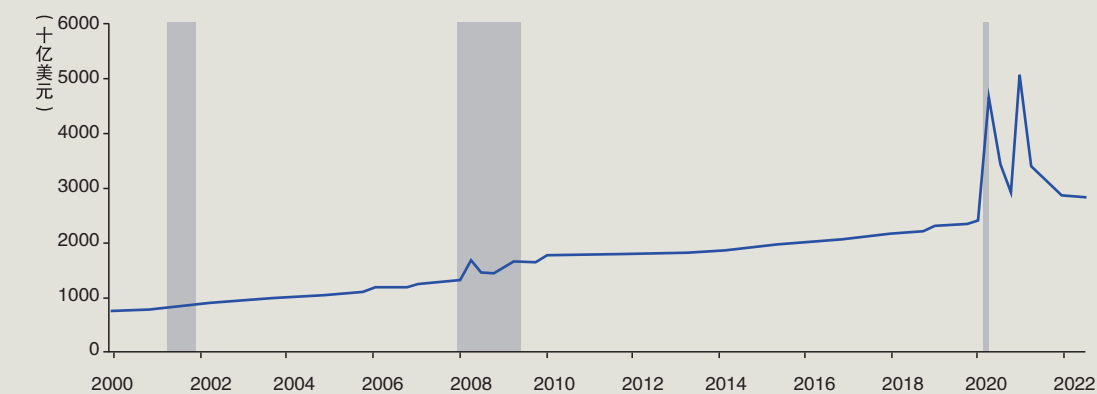
新冠疫情暴发后，美国仿效2008年全球金融危机后的做法，在“现代货币理论”（MMT）的指引下实施了大规模财政刺激。2020年3月—2022年8月，美国政府陆续推出总额约8.2万亿美元的

各类财政刺激措施。其中，仅涉及疫情应对的六轮财政救助法案金额就高达约5.65万亿美元，占美国2019年GDP的26.4%。不同的是，2009—2011年美国财政投放资金的主要用途是救助金融机构，居民部门净资产在2008年以后实际是下降的，这次是直接向居民部门投放资金，代表私人部门资产和收入的增加（彭文生等，2022）。低收入的个人和家庭是财政救助的主要对象，直接援助规模达到1.69万亿美元，占2020年美国名义GDP的约8%，其中现金补助9550亿美元。具体来看，2020年特朗普政府推行的前4轮财政救助中，对居民的直接资金支持占比达27%。而拜登政府大大增加了对居民部门的救助，《2021年美国救援计划法案》中约有1万亿美元用于个人收入补贴和税收减免，占救援计划资金总额的53%。新冠疫情之前，美国联邦政府对个人的转移支付额为2.4万亿美元，疫情暴发后迅速增至4.7万亿美元，其后有所回落，但在拜登政府上台后再度大增至超过5万亿美元（见图2）。

大规模的财政支出使得美国联邦政府的财政赤字率从2019年的4.6%大幅提高至2020年的14.9%，2021年稍有改善，但仍高达11.9%，持续位于二战结束以来最严重的水平。研究显示，美国的财政政策对美国通胀的贡献约2.5个百分点（Soyres F et al., 2022）。

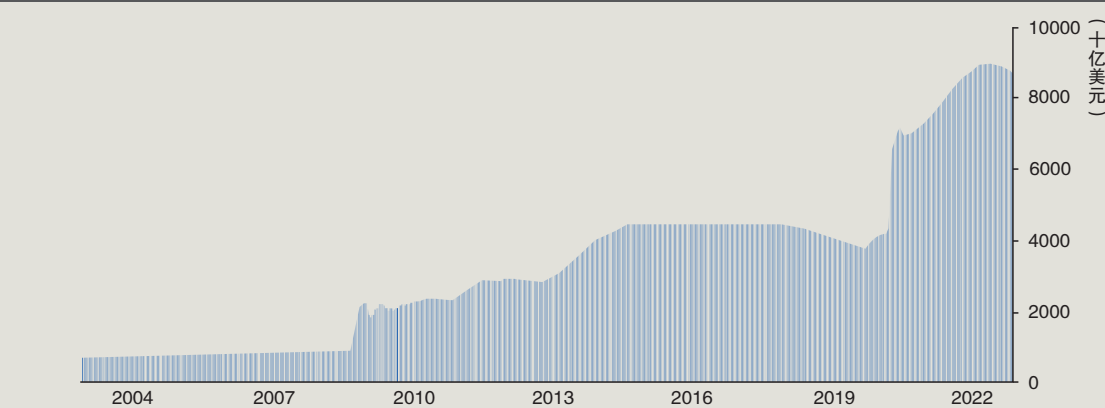
货币政策方面，新冠疫情暴发后，为预防可能产生的金融危机，美联储迅速将联邦基准利率目标区间降至0~0.25%，并启动每月购买1200亿美元债券的量化宽松计划（QE），包括800亿美元美国

图2 美国联邦政府对个人的转移支付额



资料来源：圣路易斯联储

图3 美联储资产负债表规模



资料来源：<https://tradingeconomics.com>

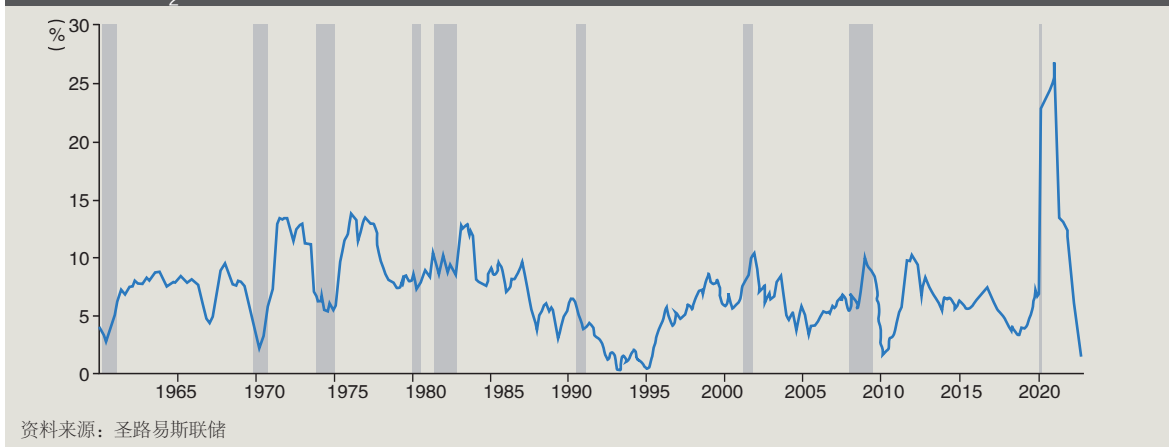
国债和 400 亿美元抵押支持证券（MBS）。在超宽松货币政策下，2020 年美联储的资产负债表规模从 4 万亿美元迅速增加至 7 万亿美元，到 2022 年 4 月逼近 9 万亿美元（见图 3）。美国广义货币 M_2 增速从 2020 年 2 月的 6.8% 迅速提高，2020 年 3 月—2022 年 2 月一直维持在 10% 以上，其中 2020 年 5 月—2021 年 3 月维持在 20% 以上，最高为 2021 年 2 月的 26.9%。而 M_2 增速，此前自 1960 年以来从未超过 14%，自 1984 年以来几乎都在 10% 以下（见图 4）。大规模的财政刺激和转移支付，与超宽松的货币政策一道，为高通胀提供了最初的和必备的弹药。

（二）美国政府和美联储通胀管理的失误对高通胀起到了推波助澜的作用

战争期间不太成功的物价管制，以及战后价格

管制的结束，也对高通胀起到了推波助澜的作用。1917 年 8 月—1918 年 12 月，美国对食品、能源、金属、建材、化工原料和服装原料等行业进行了价格管制，尽管受管制行业的物价增速明显放缓，但社会整体通胀水平仍然很高，CPI 月同比增速均在 12% 以上，原因主要是部分管制造成购买力外溢至不受管制的领域。二战期间的价格管制从 1940 年 5 月持续到 1946 年 6 月，CPI 增速由 1942 年 4 月的 12.6% 降至 1944 年 4 月的 0.6%。随着战争的结束，授权价格控制的国会立法于 1946 年夏失效，长期被压抑的需求和供应不足引发通胀的飙升，CPI 从 1946 年 6 月的 3.3% 大涨至 12 月的 18.1%。

1973—1982 年美国的高通胀，既是尼克松政府价格管制的严重后遗症，也是从伯恩斯到米勒连续两任联储主席通胀管理失误的结果。当时的决策者普遍持有“一种非货币的通胀观，认为对总需求的协同约

图4 美国M₂同比增速

束对通胀控制既无效又不必要”（Nelson E, 2022）。

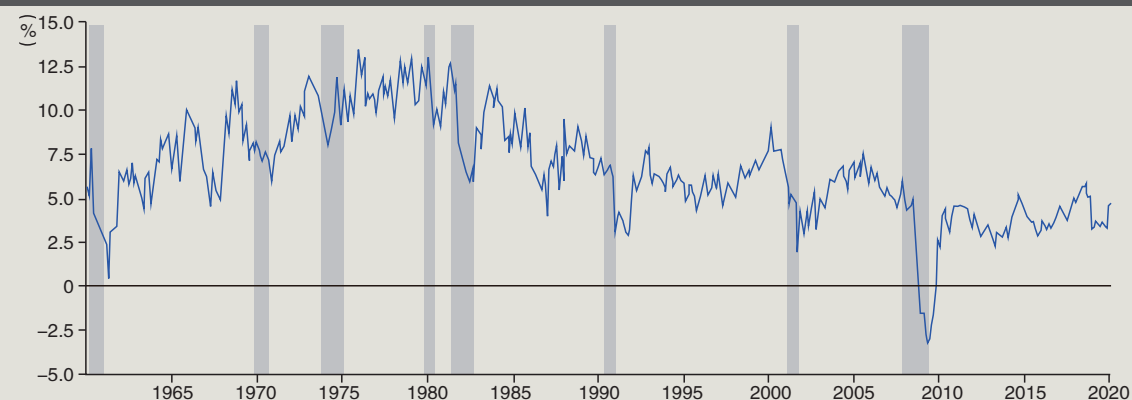
为控制通胀、维护美元的国际货币地位，1971年8月，尼克松政府推出“新经济政策”，主要内容包括关闭黄金兑换窗口、实施工资—物价管制等。1971年8月—1974年4月，美国持续实施价格管制。到1972年夏，美国CPI回落到3%以下，帮助尼克松在1972年的总统大选中成功连任。此次价格管制是美国首次在和平环境下实施的价格管制，虽然抑制了物价上涨，但也严重打击了企业的生产积极性，造成社会商品供应不足。进入1973年，连任成功的尼克松在当年上半年短暂放松价格管制，高通胀在此期间迅速发酵。1973年6月，美国再次实施价格管制，但已无法遏制通胀的快速上涨。1974年福特接替尼克松就任美国总统后，《经济稳定法案》对工资和物价的管制到期，长期受到压制的物价出现报复性的快速反弹，当年通胀率达到12%。

美联储在通胀管理上的长期失误也对此轮高通胀起到了推波助澜的作用。1970年，尼克松提名伯恩斯接替马丁任美联储主席。伯恩斯认为，通胀不是货币现象，通胀管理既非美联储的职责所在，也超出了其能力范围，货币政策的主要任务是实现充分就业，稳定物价应该依靠财政和收入政策进行需求管理。美联储内部的主流观点也认为，根据菲利普斯曲线通胀与失业的负相关关系，只要产出缺口为负，或失业率高于4.5%，宽松的货币政策就不会引发通货膨胀。因此，美联储加强了对短期物价上涨的容忍度，M₂货币供应量在1970—1973年间保持12%左右的增速。1974年，面对通胀的高涨，

伯恩斯认为通胀的根源是财政赤字，拒绝收缩货币政策。1977年卡特上任之初，由于美国通胀率回落到5%~7%的区间，而失业率处于高位，希望加大经济刺激以降低失业率水平。美联储配合采取了扩张性货币政策。1978年2月接替伯恩斯担任美联储主席的米勒，认为只要失业率在5.5%以上，扩张性货币政策就不会引发通货膨胀。尽管伊朗伊斯兰革命带动国际油价大涨，美国通胀水平不断走高，美联储首先关注的仍是经济衰退，在加息决策上非常谨慎。

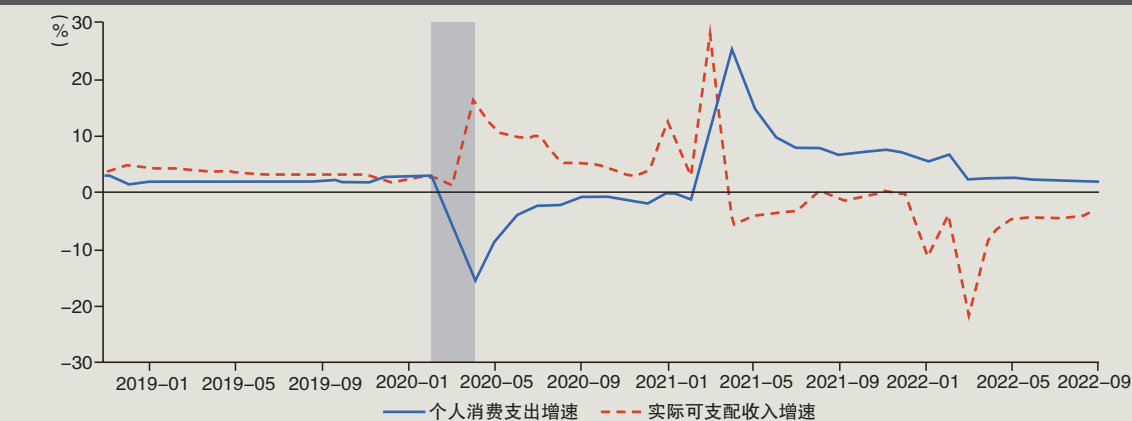
美联储在2021年至今美国高通胀形成过程中的失误主要体现在两个方面：一是推出平均通胀目标制。为了支持劳动力市场和经济复苏，美联储于2020年8月公布了新政策框架，将2012年确立的通胀目标调整为平均通胀目标，允许通胀率适度高于2%，以达到通胀在一段时间内平均增长2%的目标。平均通胀目标制是对通胀目标制的一种重要政策调整，在充分就业和物价稳定的目标权衡中更多地偏向于就业目标。政策逻辑是将过往低于通胀目标的负缺口通过未来高于通胀目标的正缺口加以弥补和平衡，以实现中长期平均物价的相对稳定，保障充分就业目标的实现（郑联盛，2021）。平均通胀目标的引入，为2021年通胀的高涨埋下了伏笔。二是像当年伯恩斯一样在通胀水平迅速升高的过程中不肯正视通胀的存在。2021年，在通胀程度和市场通胀预期不断升高的背景下，美联储及其主席鲍威尔不断强调通胀是暂时的，反复重申货币政策关注的是真实通胀而非通胀预期，认为随着疫情消

图5 美国个人消费支出增速



资料来源：圣路易斯联储

图6 美国实际个人消费支出和实际可支配收入增速对比



资料来源：圣路易斯联储

退、供应链压力缓解、生产的复苏以及供给需求缺口的消失,通胀率会自然下行。直到2022年1月底,美联储才首次承认美国劳动力市场基本达到充分就业状态。在此基础上,2022年3月开启加息进程,当月美国CPI已达8.5%的高位。

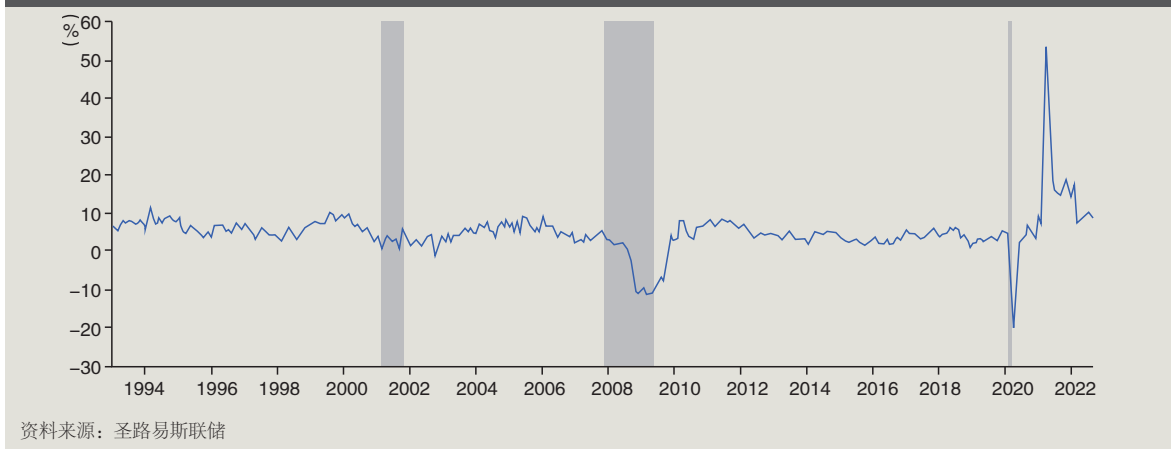
(三) 供不应求的持续时间、范围和程度决定了通胀的高度和形态

两次世界大战期间,美国为数众多的劳动力和生产能力直接或间接投入到战争之中,民用物资供给不足,同时进口受战争影响而中断或受限,供求关系持续紧张,造成物价上涨。由于消费渠道十分有限,美国的个人储蓄在战争期间迅速积累,从1940年的约42亿美元大幅上涨至1945年的1375亿美元。战争结束后,美国政府开始偿还债务,退伍军人和民众的消费需求集中释放;同时,美国又

承担起向欧洲等地提供工农业产品和重建物资的角色,美国国内从“战时经济”向“平时经济”转型难以一蹴而就,造成国内供给依然有限。供求矛盾进一步激化,刺激物价大幅上涨。

需求方面的因素在探寻1973—1982年美国高通胀原因时常常被忽略,但实际上供给冲击和成本推动只有在需求配合下才能真正促成高通胀。受约翰逊政府“伟大社会”计划影响,社会福利开支膨胀,居民收入增加,为消费需求提高奠定了基础。个人消费支出是需求的代表,1972年8月—1981年9月的多数时间里,美国个人消费支出增速都高于10%,这在1960年以来的60余年时间里是绝无仅有的(见图5)。支撑这一时期美国需求高涨的深层次原因在于人口统计学上的变化。1946—1964年是美国的婴儿潮时代,其间美国共有7590多万婴儿出生,粗出生率(出生人口/总人口)始终保持在2%以上。到20世纪70年代,

图7 美国零售同比增速



婴儿潮时期出生的人口相继进入劳动力市场，消费需求旺盛，为美国带来巨大的“人口红利”。

2021 年以来的高通胀，同样出现了需求的超常规迅速扩张。低收入人群和家庭的边际消费倾向较高。超宽松的财政政策和货币政策带来居民购买能力和意愿短时间的迅速上升。通常，美国消费者在服务领域的消费大约占整体消费的三分之二，商品消费大约占三分之一。但受疫情带来的管控措施影响，面对面的服务消费受到较大限制，作为替代的商品消费尤其是耐用品消费出现了超额需求（Rose A, 2021）。2021 年上半年，美国实际可支配收入增速和实际个人消费支出增速双双超过 20%（见图 6）。美国零售销售同比增速在 2021 年 3 月—2021 年 2 月的 12 个月时间里连续超过 10%，最高的 2021 年 4 月增速达到 53.74%，而 1993—2020 年几乎都在 10% 以下（见图 7）。

（四）各种内在和外在外在因素形成的供给冲击较好契合高通胀的演化节奏

工资—物价螺旋上升，是美国第五次高通胀的重要原因之一。20 世纪 60 年代前后，美国民权运动的声势日渐浩大，工会权利在此环境下盛极一时。20 世纪 70 年代，美国工会成员占社会总雇员的近三成，每年发生千人以上罢工运动高达 200 ~ 400 起（2000 年以后这一数字已常年低于 30 起）。面对日渐高涨的通胀，越来越多的工人与雇主签订工资和社保金与通胀挂钩的合同。1973 年开始，通胀挂钩工资合同占比从 30% 左右迅速上升，1974 年已

突破 50%，1980 年甚至超过 60%（见图 8）。而且，美国社保金通胀挂钩条款（简称 COLA）的覆盖率也从 20 世纪 60 年代的 25% 左右提高到 70 年代末 80 年代初的 60% 左右。最低时薪方面，1968 年 4 月—1974 年 4 月，美国非农业就业人员联邦最低时薪为 1.6 美元每小时。1974 年 5 月—1981 年 2 月，最低时薪提高了 7 次，增加到 3.35 美元每小时（见图 9）。这一切的结果就是，20 世纪 70 年代到 80 年代初，美国的平均时薪增幅维持在 5% ~ 10% 的高位区间（见图 10），工资与物价互相推动、螺旋上升。

国际油价大幅上涨，是 1973—1982 年美国高通胀最常被提及的原因。但实际上首先上涨的是粮食价格。20 世纪 70 年代初，天气状况持续不佳，导致全球谷物歉收。粮食严重减产的苏联 1972 年罕见进入国际市场，向美国大举购买 3000 万吨粮食，约占当时全球粮食总库存的 14%。粮价由此大幅上涨。1972 年 11 月—1973 年 8 月，CRB 食品现货指数涨幅达 100%。1973 年 10 月，在第四次中东战争的背景下发生了第一次石油危机，主要石油生产国先后宣布中断向美国出口石油，国际油价从 1973 年 9 月的每桶 2.7 美元上涨到 1974 年 1 月的 13 美元。石油危机的爆发又通过化肥、薄膜等农资价格的上涨推动粮食价格进一步上涨。1973 年 10 月—1974 年 11 月，CRB 食品现货指数上涨幅度达到 126%。1978 年年底到 1980 年年底之间，伊朗伊斯兰革命引发第二次石油危机，国际油价从 1978 年 11 月的 13.2 美元每桶上涨到 1979 年 11 月 40.75 美元每桶。在油价快速上涨的背景下，1978—1980 年化肥价格

图8 美国通胀挂钩工资合同占比与CPI走势对比

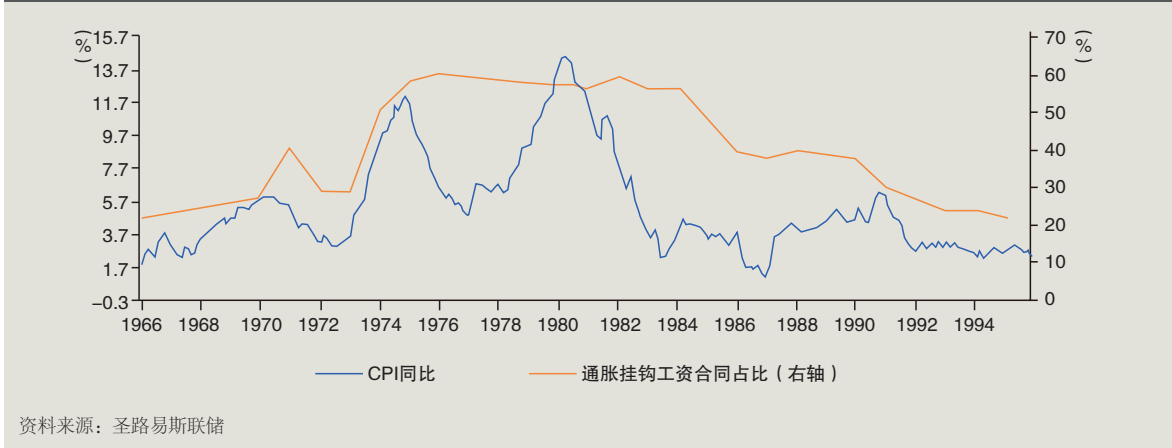


图9 美国非农业就业人员联邦最低时薪

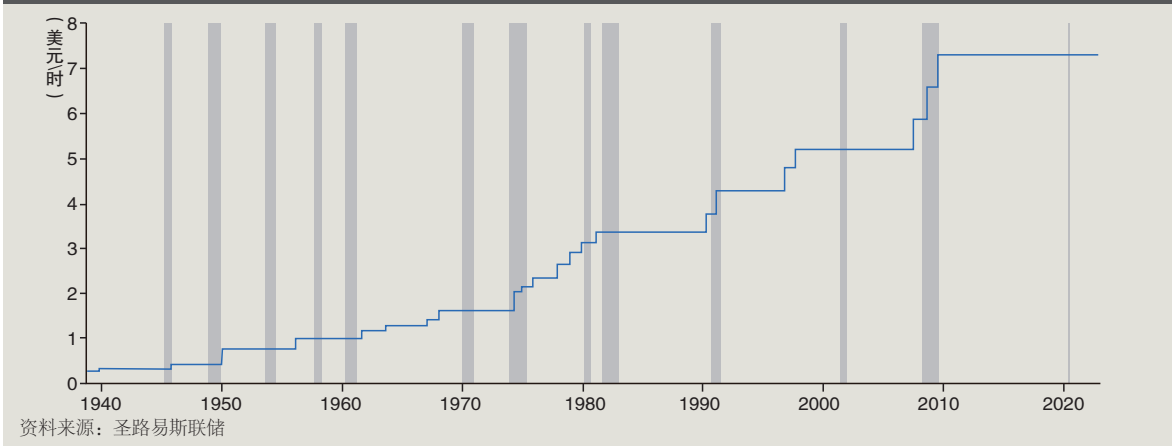
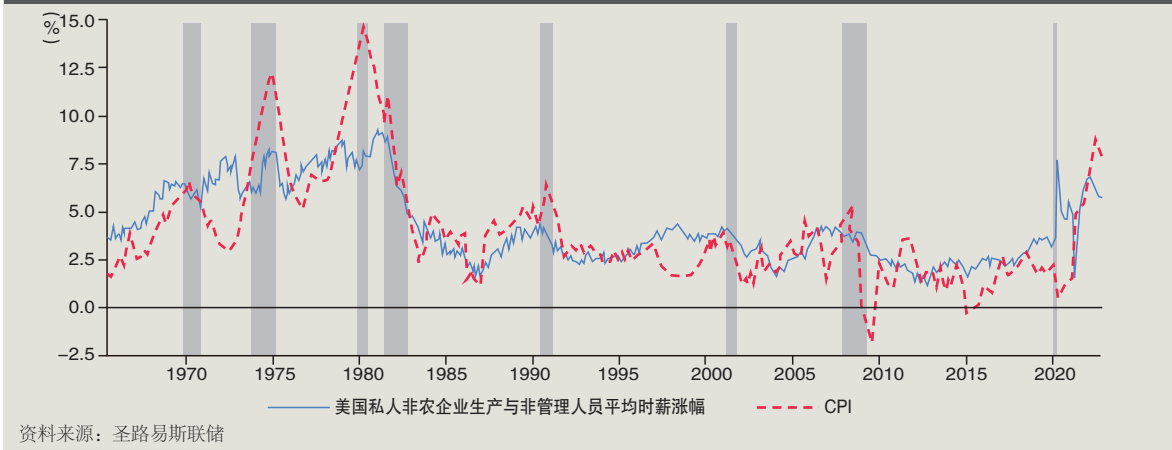


图10 美国私人非农企业生产与非管理人员平均时薪涨幅与CPI对比

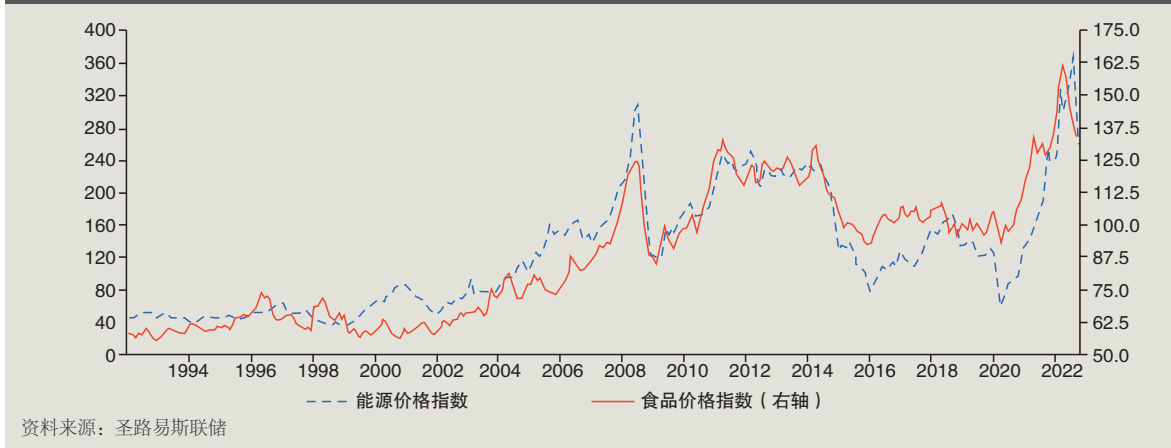


指数上涨 37.95%，CRB 食品现货指数上涨 34.76%。第一次石油危机期间美国正在实施价格管制，但农产品和进口产品并不在价格管制的范围之内，美国国内原油生产受到抑制，原油进口规模明显攀升，国际

粮价和油价的上涨得以顺利传导至美国国内。与此同时，美元在 20 世纪 70 年代一直处于贬值周期，使得以美元标价的粮食和石油价格上涨。

在 2021 年开始的高通胀中，尽管需求激增，

图11 全球食品和能源价格指数



美国国内的商品供给能力却出现了严重问题。一是劳动力出现结构性短缺，由此引发供给不足及工资大幅上涨。疫情本身及政府的财政补贴，导致大量劳动力或被动或主动退出劳动力市场。与此同时，特朗普政府大幅收紧美国的移民政策，造成美国平均每年的外来移民劳工从100万人左右降到2020年的四五十万人（朱海斌，2022）。二是新冠疫情和防控措施的持续造成海外对美国出口能力和效率在特定时间严重下降，国际贸易的物流成本大幅提高。美国自身港口、码头、仓储、运输系统的能力短板在疫情面前充分显露，货物运送到美国后无法及时高效地分发到零售终端。研究显示，以波罗的海干散货指数（BDI）衡量的全球航运成本每增加一个标准差，整体通胀就会增加约0.15个百分点，其影响会在12个月内逐渐增强（Carri è re-Swallow Y et al., 2022）。三是由于中国是美国的第一大进口来源地，对中国输美产品持续加征高额关税提高了美国进口中国商品的价格。研究显示，如果取消特朗普政府对中国输美产品加征的关税，可以降低美国CPI约1.3个百分点（Hufbauer G et al., 2022）。这从反方向给出了“贸易战”助推美国通胀的具体程度。

全球大宗商品价格的上涨为美国的高通胀添了“最后一把火”。从2020年第四季度开始，大宗商品价格持续大幅上升。全球食品价格指数2020年10月恢复到1月的105点，2021年5月达到135点，2022年4月达到161点；全球能源价格指数从2021年1月的138点涨到2022年8月的376点（见图11）。大宗商品价格大幅上涨，原因包括：新冠疫情

的暴发重创了全球大宗商品的供给体系；疫情防控措施以及宏观经济刺激下的全球需求回升；全球范围内的减碳运动导致化石能源的供给能力出现趋势性收缩，同时绿色金属的需求大幅上升；全球运输体系遭遇疫情冲击与面临产能不足等。进入2022年后，俄乌冲突的爆发不仅影响到俄罗斯、乌克兰、白俄罗斯等全球粮食和化肥的生产与出口大国，还对全球能源市场的供求关系和贸易体系构成严重的系统性冲击，进一步刺激全球大宗商品价格上涨。

二、历史上美国三次通胀大缓和的原因和背景

对应着五次高通胀，20世纪以来美国出现了三次通胀大缓和，分别出现在1921—1940年、1952—1972年和1983—2020年，此间通胀率绝大部分时间都在5%以下，仅在1969年年初到1971年年初、20世纪80年代末90年代初和2008年夏突破5%。通过对比，三次大缓和有如下共同之处。

（一）大缓和建立在审慎的财政货币政策基础之上

1921—1940年间，通胀大缓和的主要原因是美国奉行审慎的财政和货币政策以及经济大萧条的冲击。这二十年的大缓和，从高利率带来的1920—1921年经济衰退开始。为控制一战期间及结束后出现的高通胀，1919年11月—1920年6月，美联储在8个月内将贴现率从4%提高到7%。高利率造成

美国在1920年1月—1921年7月出现经济衰退，通胀率一度跌破-15%。1929年10月，以美国股市崩溃为开端，美国进入大萧条，通胀率一度跌破-10%。即使罗斯福政府推出新政，美国经济复苏仍然步履蹒跚。大萧条期间，美联储始终采取偏紧的货币政策立场，严防投机性货币需求。1932—1941年，美联储在公开市场买入国债方面一直非常谨慎，并未大规模购买国债创造基础货币。

财政政策的克制也是出现通胀大缓和的重要原因。一战后，美国政府为偿还战时债务而严格控制开支、紧缩财政。1919—1920财年，联邦政府开支从185亿美元削减到了64亿美元，一年之内减少了65%。1922财年进一步降至33亿美元。1919—1929年美国连续出现财政盈余。1929年上台的胡佛政府继续奉行财政平衡政策，签署《1932年税收法案》，上调了所得税、公司税和消费税。艾森豪威尔政府（1953年1月—1961年1月）奉行预算平衡的原则。早在总统竞选阶段，艾森豪威尔就表示，如果他当选总统将首先把造成通货膨胀的“失控的财政开支”和“经常发生的预算赤字”消除。在艾森豪威尔担任总统的8年中，有3年实现了财政盈余。以整个总统任期来衡量，艾森豪威尔实现了预算平衡。

（二）大缓和有赖于美联储对通胀的有效管理

1952—1972年间，通胀大缓和的原因主要是美联储致力于稳定物价。诞生于1913年的美联储，初期并无真正的独立性。从二战开始一直到1948年，美国财政部始终要求美联储锁定低利率，从而保障政府借款的低成本。1951年《财政部—联邦储备协议》出台后，美联储与财政部完全脱离关系，开始独立地制定并执行货币政策，并首次公开承担起物价稳定的任务。1951—1970年担任美联储主席的马丁，注重央行和政策的可信度，将稳定物价作为货币政策的优先目标。

1979年8月沃尔克出任美联储主席后，将货币政策首要目标转向控制通胀。沃尔克将树立货币政策可信度作为其首要任务，决定不惜以经济衰退为代价扭转通胀预期。沃尔克认同货币数量论，承诺降低货币增长速度，认为可以根据需要进行任何幅

度的加息。1980—1981年，联邦基金利率多次突破20%，一度达到22%的历史高位。广义货币供应量 M_1 同比从1981年4月的11.36%降至当年10月的4.74%。美国的通胀从1983年第一季度开始降到了4%以下。1987年到2006年担任美联储主席的格林斯潘，继承了马丁和沃尔克的“逆风而行”规则，增强了货币政策的可信度与市场预期的稳定性。通过锚定通胀预期，美联储帮助美国实现了稳定的低通胀水平（耶伦，2013）。1980—2008年，美联储的资产负债表规模一直保持平稳，总资产占GDP的比重始终在4.5%~6%之间窄幅波动。

（三）供给能力和生产效率的大幅提升为大缓和创造了前提条件

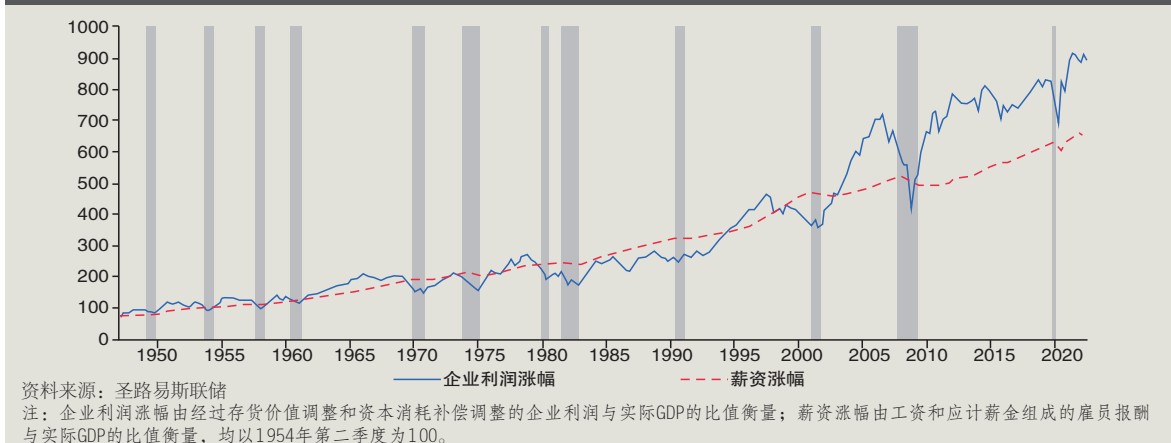
根据新古典增长理论，如果劳动生产率增速高于名义工资增速，则会拉低通胀水平。美国劳动生产率的大幅提升为物价的控制创造了良好条件。

20世纪20年代，美国发展迅速，被称为“咆哮的20年代”。以泰勒的“科学管理法”和福特的汽车流水线革命为标志，美国工业部门生产效率大幅增长。汽车流水线革命使得T型轿车的平均装配时间由最初的14个小时一路缩短到10分钟，价格则由初期的950美元持续下降到仅需290美元。与此同时，这一时期美国的基础设施水平和电气化程度迅速提高。上述原因使得美国的产出能力迅速提高，从1920年到1928年，美国工业制成品的总产量增加了30%。然而，需求却未能跟上产出的增长。美国全国人口数量从1920年到1928年仅仅增长了12%，工薪阶层的平均收入从1923年到1929年增加了11%。

艾森豪威尔政府任内启动了大规模基础设施建设计划——“艾森豪威尔全国州际及国防公路系统”。州际高速公路的建设大大便捷了美国各州的联通，国内统一市场的潜力得到大大释放，美国的生产率也迎来了快速增长。1954—1966年，美国的全要素生产率从0.65上升到0.766，提升17.8%。这些都为这一时期美国低通胀的局面营造了良好的环境。

20世纪70年代末到90年代初，国际政治经济秩序发生了巨大变化。伴随着一大批原来实行计划经济的国家转向市场经济体系，全球市场的边界大幅扩展，价值链供应链以成本和效率为导向在全球

图12 美国企业利润涨幅与薪资涨幅对比



范围内重新配置，经济全球化进入前所未有的超级时代。中国逐渐发展成为全球供应链中最重要的一环，货物进出口占国际市场份额从改革开放初期的0.8%上升到2021年的13.5%。来自中国等国家和地区的物美价廉的商品大量进入世界市场，有效压低了美国和全球的通胀水平。

（四）工资 - 物价螺旋上升机制弱化助力第三次大缓和

工资 - 物价螺旋的形成涉及三个主要因素，工人薪资议价能力、通胀预期、企业涨价意愿和能力。20世纪70年代，工资 - 物价螺旋形成的重要原因之一是工资涨幅超过企业利润涨幅，企业为了确保自身生存而被迫涨价，将工资上涨的压力通过产品涨价传导到消费者，而作为消费者的企业员工在不断提高的通胀预期刺激下要求企业涨工资，由此形成螺旋上升。

最近一次通胀大缓和的重要原因之一是全球化背景下劳工议价能力下降，导致工资在生产成本中的份额下降或工资波动减弱（Seydl J & Spittler M, 2016；Stansbury A & Summers L, 2020）。1970年美国劳动者参与工会的比率高达27%，2021年该比率已经降至10%。与此同时，美国COLA条款的覆盖率则从60%左右迅速下降，到20世纪90年代中期后已下降到20%。这意味着工资和物价上涨相互加强的动力大大弱化。

与此同时，企业涨价意愿也在下降。从2003年开始，美国企业利润涨幅开始远远超过员工薪资涨幅（见图12），使得企业在向消费者转嫁高通胀

的成本上没有太大的紧迫性。而企业利润涨幅较快的背后是行业集中度提升与进口竞争，导致从工资到价格的传导弱化（Heise Set al., 2020）。

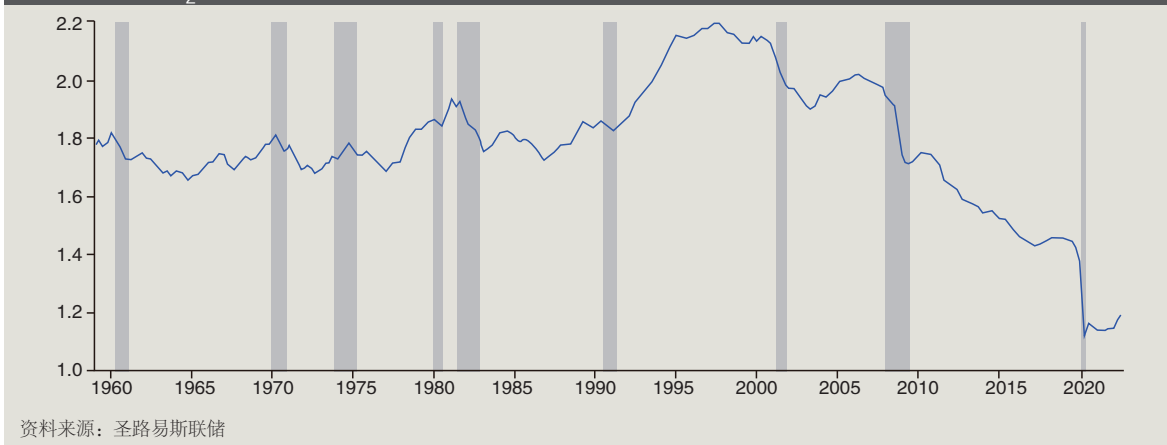
（五）货币流通速度降低为21世纪前20年的大缓和创造了条件

根据传统货币数量论的费雪方程式（ $MV=PT$ ），在货币流通速度V和总交易数量T不变的条件下，物价水平P随着货币数量M的变动而正比例地变动。从1959年到20世纪90年代初，美国M₂货币流通速度长期在1.65~1.9之间波动。1997年第三季度，美国M₂流通速度达到2.192的历史最高水平。此后，M₂流通速度持续下跌，在2001年新经济泡沫破灭和2008年全球金融危机期间明显下降，至2019年第四季度降至1.425。2020年新冠疫情期间进一步大幅下降，2020年第二季度降至1.112的历史最低点（见图13）。正是由于货币流通速度的大幅下降，美国大量增发货币的行为才并未马上导致高通胀的恶果。

三、历史视角下的本轮美国高通胀前景分析

通胀是多种复杂因素共同作用的结果。美国未来通胀的前景不仅取决于现有影响通胀各要素的发展演化，还受目前难以预知的未来突发事件的冲击，不仅取决于美国国内的事态进展情况，还受美国以外诸多因素的影响。其中，短期和中长期内通胀走势的表现也将出现较大差异。

图13 美国M₂货币流通速度



（一）财政货币政策从大宽松中转向限制了本轮通胀的高度，但转向的彻底性和严厉程度远不能与大缓和时期相比

财政政策方面，自2021年3月第六轮财政救助推出后，美国为应对疫情进行的大规模财政刺激基本告一段落。从2021年11月至今，拜登政府先后推动通过的三大法案聚焦于基础设施投资、芯片制造、科学研究和应对气候变化等内容。与此前六轮财政刺激一次性或在较短时间内大量财政支出和直接对低收入群体进行转移支付不同的是，三大法案的财政支出分布于五到十年的较长时间内，主要支出对象是B端（企业）而不是C端（消费者），而且都伴随着相应的财政增收措施和来源。随着2022年中期选举中共和党控制众议院，未来两年拜登政府再推出大规模财政刺激法案的可能性已经大幅降低。

货币政策方面，进入2022年后，美联储认识到必须进行加息以遏制迅速升高的通胀。2022年全年，美联储加息7次，将基准利率从0~0.25%区间升至4%~4.25%区间，是自20世纪80年代以来最激进的加息周期。美国M₂增速2022年10月回落至1.3%。美联储对于抗击通胀的态度十分坚定，认为当前的通胀水平处于不可接受的高位，仍然锚定2%的通胀目标。纽约联储和圣路易斯联储行长都支持将联邦基金利率提高到5%甚至更高。美联储从高通胀中警醒并高度重视控制通胀，为抗击通胀提供了必不可少的前提条件。

与前两次通胀大缓和时期不同的是，当今的美国既无意愿也无能力实现财政平衡。在美国的财政

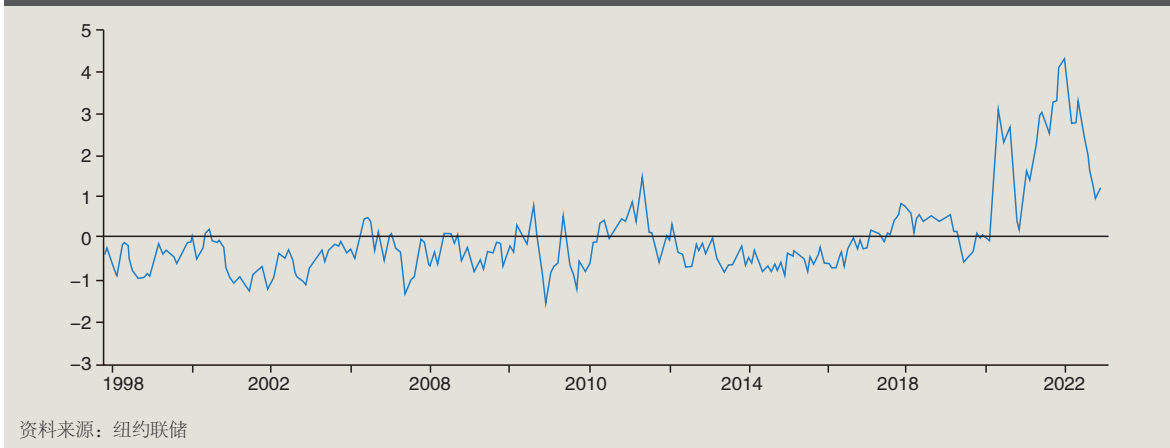
支出结构中，军费、社保和医保三项开支具有极大刚性，削减空间极其有限；净利息支出2022财年占美国GDP的1.6%，美国国会预算办公室预计未来其占比将不断提高，2030年达到3%，2051年达到7%；对应的美国财政赤字率将从2023财年预计的3.7%的低位逐渐上升，2030年达到5.6%，2052年达到11.1%。不过，第三次大缓和的历史显示，低通胀的出现并不必然对应财政平衡，连年赤字也可以与低通胀长期存在。整体而言，在财政货币政策不出现大幅度边际放松的情况下，对压低通胀是有利的。

（二）供不应求的整体缺口明显缓解，但供给能力存在的短板仍未得到实质性解决

供给能力未能满足激增的需求是2021年以来美国高通胀的重要原因之一。为增强供应链韧性，提高本土生产能力，拜登政府通过了增强美国竞争力的总额2.23亿美元的三大法案，主要集中在基建、芯片、电动汽车等关键领域。尤其是《芯片与科学法案》和《通胀削减法案》对在美国生产芯片、电动汽车等产品提供高额补贴，正在吸引包括欧洲在内众多国家与地区的企业赴美投资，从中长期而言，如果能够做到完全落实有助于美国提高本土生产和供应能力。

当前，因疫情等原因造成的全球供应链压力持续缓解。全球供应链压力指数自2022年以来持续改善（见图14）。全球海运价格持续向下调整，尤其是中美间的运价降幅明显。2022年12月15日，德鲁里世界集装箱运价指数报每FEU（40英尺高箱货柜）2127.3美元，已经连续42周下跌，比2021

图14 全球供应链压力指数



年9月份高点每FEU10377美元下跌79%，比过去十年的均值2693美元低约21%；上海到洛杉矶航线价格2000美元，同比下降80%；上海到纽约航线3952美元，同比下降70%（见图15）。中美航线运价的大幅下跌，表明航运市场出现严重的供过于求，国际物流环节不再是美国通胀的助推因素。

在财政刺激逐步退出的背景下，美国政府对个人的转移支付金额已回归至疫情前正常的增长轨道上，居民实际可支配收入增速自2021年4月就陷入负增长，实际个人消费支出增速和零售消费增速都已基本回归到疫情前的水平。也就是说，强刺激带来的商品消费需求井喷式高增长的阶段已过。

不利之处在于，美联储的货币政策只能在需求侧发力，无法解决供给方面的障碍和短板。而且，在高度全球化的环境下，美国通胀水平的高低也并不单单取决于美国国内的因素，而是与全球政治经济环境密切相关。

1. 较高的工资增速和劳动力缺口加大了陷入工资-通胀螺旋的风险

在美联储最为关注的核心个人消费支出物价指数（PCE）中，除住房外的核心服务的价格与劳动力市场状况密切相关，受到劳动力短缺和劳动力成本的极大影响。当前，美国劳动力市场仍处于过热状态，突出表现为工资上涨。私人非农企业生产与非管理人员平均时薪同比涨幅2022年11月仍高达

5.8%，与2020年4月的7.7%的增幅相比调整有限。而从1982年10月直到2020年3月疫情暴发，该指标涨幅一直都不超过5%（见图10）。工资增长的较高速度，加大了美国陷入工资-通胀螺旋的风险。

美国劳工部的调查显示，2022年10月美国的职位空缺数量为1030万个，远高于疫情暴发前2018年11月755.8万的最高点。2022年10月美国职位空缺率高达6.3%，高于2019年平均4.5%的水平，显示当前美国劳动力市场偏紧。按照美联储主席鲍威尔2022年11月30日的发言，当前美国的劳动力缺口大约为350万人。其中，200万缺口是由于疫情带来的超额退休，并非人口老龄化导致的正常退休；另外150万缺口是由于净移民人数骤减和疫情期间死亡人数激增。根据堪萨斯联储估计，2017—2021年间，美国由于移民政策减少了约340万移民。截至2022年12月6日，美国因疫情死亡人数已超过110万^①。据外媒报道，拜登政府正在考虑重启特朗普时期的移民限制政策。一旦美国的移民政策真的收紧，将进一步加剧美国劳动力供应的紧张局面。

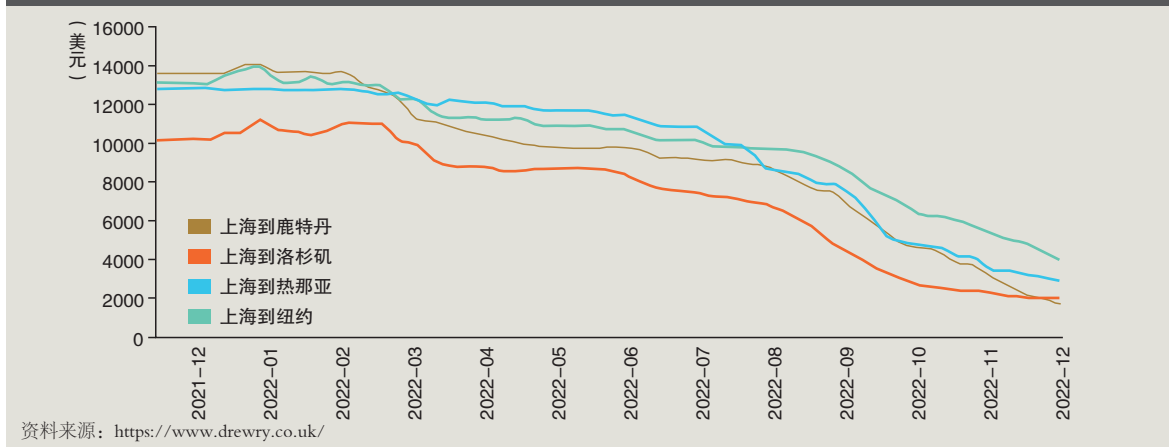
2. “超级全球化”受阻破坏低通胀赖以存在的基础

20世纪90年代以来的第三轮全球化，被称为“超级全球化”。以2017年12月美国《国家安全战略》^②和2018年贸易摩擦为转折点，保护主义逐渐抬头，“超级全球化”正被日益破坏，甚至面临逆转的风险，

^① 数据来源于 <https://www.worldometers.info/coronavirus/country/us/#graph-deaths-daily>。

^② 该战略把中俄并列列为美国面临的威胁之首，排在“流氓国家”和国际恐怖主义组织之前，称“中俄两国挑战美国的实力、影响和利益，企图侵蚀美国的安全和繁荣”。

图15 上海港主要集装箱航线运价



全球滑向两个平行体系或两大阵营的风险正日益增加。全球化受阻的重要原因之一在于部分西方国家单方面挑起的、非理性的大国博弈。2022年10月的美国《国家安全战略》明确指出,中国是“美国最重要的地缘政治挑战”,未来十年将是与中国竞争的决定性十年。受此影响,国家安全审查日益泛化和政治化,正常的跨国投资并购大量受阻;价值观、意识形态和政治因素日益主导贸易和供应链,正常的科技和教育往来被打断,科技战、长臂管辖和出口管制造成人为的“脱钩”“断链”,对供应链在岸化、近岸化和友岸化的追求日益突出。这些做法正在并将继续严重限制全球技术创新和科技进步的进程,使得“超级全球化”时期成本第一、效率优先的运行模式向效率和安全并重,甚至安全压倒效率的全新模式转变,提高生产和运营成本,推动世界从趋势和结构上进入高成本时代(刘元春,2022)。低通胀赖以存在的良性经济全球化环境从根本上遭到破坏,实质性地抬高美国和全球通胀的中枢水平。

此外,过去几十年,新兴经济体大量未充分利用的劳动力和产能的激活产生了通缩压力。如今这些资源已被大量消耗,新兴经济体人口老龄化程度正在加重,中国乃至全球人口结构都越过了老龄化拐点,劳动力人口萎缩,劳动生产率难以扭转长期下跌的趋势,传统上带来通缩压力的趋势出现反转,许多商品的相对价格将会上涨(迈克尔·斯宾塞,2022;邵宇和陈达飞,2021)。

就当前而言,美国制造业产能仍然相对紧张,制造业产能利用率2022年4月达到80.1,10月仍

高达79.6,维持在2000年下半年以来的最高水平。涌入美国的投资离真正投产起码还需两到三年时间,这期间供应能力依然不足。而且《通胀削减法案》采取的歧视性和保护主义做法正受到欧盟、韩国、日本等国家和地区日益激烈的反对,不排除由此引发新一轮全球贸易战的可能性,对全球供应形成新的更大的冲击。更重要的是,若要真正提升供给能力,需要美国基础设施大规模更新改造的成功实施,更需要通过新一轮科技革命、突破性的技术创新大大提高生产力,而这一前景目前并不十分明朗。

(三) 绿色转型带来的供给冲击不容忽视

随着全球绿色转型和脱碳进程的加快,全球有关“绿色通胀”的担忧日益增长。“绿色通胀”来源于“绿色溢价”,即从化石能源向可再生能源转型所付出的成本差价(比尔·盖茨,2020)。“绿色通胀”来源是多方面的,包括激进能源转型带来的能源供应短缺,也包括可再生能源因为自身特性和其他问题带来的更高成本,还包括电动汽车电池原材料价格上涨带来的压力。绿色通胀难以通过紧缩性货币政策加以缓解,或将伴随着碳达峰碳中和进程长期存在(邹薇薇等,2022)。央行与监管机构绿色金融网络(NGFS)的研究显示,在不考虑俄乌冲突的情况下,为完成《巴黎协定》的目标而推进的脱碳进程,将在2025—2030年间导致美日欧的通胀率上升近1个百分点。

然而,“绿色通胀”受到政治和政策因素的影响,存在较大不确定性。美国近几届政府在气候和能源政策上出现了反复摇摆。《通胀削减法案》有关清

清洁能源投资的内容虽有助于减轻美国面临的通胀压力^①，但如果共和党在 2024 年总统大选中卷土重来，该法案的内容未必能够得到继续实施。而且，中国输美光伏产品正受到美国贸易保护措施^②的限制和威胁。一旦拜登政府对中国直接输美光伏产品征收高额关税，或者在 2024 年 6 月以后不再给予自泰国、马来西亚、柬埔寨、越南进口光伏组件的关税豁免，美国进口的价格将大大提高。

总的来看，如果美联储能够持续管理好货币政策收紧的进程，财政刺激维持当前的退出态势不再大幅加码，全球粮食和能源价格不会因为包括俄乌冲突在内的地缘政治事件出现新一轮大幅上涨，未来一到两年以 CPI 衡量的美国通胀水平有望回落到 4% 左右。在美国出现经济衰退的情况下，通胀可能会以更快的速度下滑。

然而，美国在供给层面面临的问题并未得到根本性解决，加之全球化面临的“逆风”和美方非理性的大国博弈，将实质性地抬高全球尤其是美国通胀的中枢。在更长期的时间框架内（未来八到十年），美国的通胀在较长时间内位于 2.5% 甚至 2% 以下的局面将很难再出现，即便财政和货币政策利于控制通胀，CPI 大概率在 2.5% ~ 5.5% 的区间内长期震荡。

参考文献：

- [1] 李思琪. 疫情之下美国财政政策的效果评估及前景展望[J]. 中国货币市场, 2021 (5): 85-89
- [2] 刘怡. 柯立芝繁荣“咆哮的二十年代”[J]. 国家人文历史, 2019 (23): 28-35
- [3] 刘元春. 中国“稳增长”美国“反通胀”，下半年经济怎么走？[EB/OL]. 2022-07-30
- [4] 迈克尔·斯宾塞. 供给侧对抗通胀[EB/OL]. 2022-07-25
- [5] [美] 比尔·盖茨. 气候经济与人类未来[M]. 北京：中信出版集团，2021
- [6] 彭文生、管涛、朱海斌. 全球低通胀环境是否已经发生了变化[J]. 国际经济评论, 2022 (2): 9-17+4
- [7] 邵宇、陈达飞. 美国通胀临时与持久之辩[J]. 清华金融评论, 2021 (10): 104-106
- [8] 郑联盛. 平均通胀目标制：理论逻辑与政策前瞻[J].

经济动态, 2021 (3): 74-92

- [9] 邹薇薇、刘熙、李娜. 碳达峰碳中和背景下绿色通胀问题研究[J]. 价格月刊, 2022 (8): 62-70
- [10] Rose A. 美国通货膨胀的诱因及疫情之下对亚洲的影响[EB/OL]. 2021-12-14
- [11] Boissay F, Fiore F, Igan D, Pierres-Tejada A, Rees D. Are Major Advanced Economies on the Verge of a Wage-price Spiral? [R]. 2022-05-04
- [12] Carriere-Swallow Y, Deb P, Furceri D, Jimenez D, Ostry J. Shipping Costs and Inflation[R]. 2022-03-25
- [13] Heise S, Karahan F, Sahin A. The Missing Inflation Puzzle: The Role of the Wage-Price Pass-Through[EB/OL]. 2020-08-17
- [14] Hufbauer G, Megan H, Wang YL. For Inflation Relief, the United States Should Look to Trade Liberalization[R]. 2022-03-27
- [15] Nelson E. How Did It Happen?: The Great Inflation of the 1970s and Lessons for Today[R]. 2022-05-24
- [16] Powell J. Inflation and the Labor Market[EB/OL]. 2022-11-30
- [17] Seydl J, Spittler M. Did Globalization Flatten the Phillips Curve? US Consumer Price Inflation at the Sectoral Level[J]. Journal of Post Keynesian Economics, 2016(3): 387-410
- [18] Soyres F, Santacreu A, and Young H. Fiscal policy and Excess Inflation during Covid-19: a cross-country view[R]. 2022-07-15
- [19] Stansbury A, Summers L. The Declining Worker Power Hypothesis: An Explanation for the Recent Evolution of the American Economy[EB/OL]. 2020-10-24
- [20] Yellen J. Panel Discussion on Monetary Policy: Many Targets, Many Instruments. Where Do We Stand? [EB/OL]. Remarks at “Rethinking Macro Policy II” IMF Conference, 2013

（责任编辑：辛本胜）

① 据美国公司测算，《通胀削减法案》将使配套部署电池储能系统的风力发电的电力成本降至 14 ~ 21 美元 / 兆瓦时，相应的光伏系统的电力成本为 17 ~ 24 美元 / 兆瓦时。这要低于当前美国天然气发电的成本。

② 美国商务部 2022 年 12 月 2 日发布的一份初步调查结果宣称，四家中国光伏制造商在东南亚地区组装设备后再运往美国，以此规避美国关税。上述调查始于 2022 年 3 月，预计最终结果将于 2023 年 5 月公布。如果最终调查结果延续目前的认定，相关中企或面临 27% ~ 254% 的关税。