

供给受限不等于供给能力受限： 论此轮美国通胀威胁有多大

谭华清

摘要：2020年10月以来美国通胀预期的回升，叠加大宗商品大幅涨价推升了市场对美国通胀的担忧。通常而言，随着经济的复苏，利率和物价水平也随之反弹。在新冠肺炎疫情后的经济复苏下，这一经济规律也成立，不过疫情后经济复苏也有其特殊性。新冠肺炎疫情同时对供给和需求产生冲击，在美国多轮财政救助计划的支持下，美国居民的消费很快回到了疫情前的水平，但产出的修复还很漫长。产出的修复缓慢和疫情干扰，以及美国的财政救助措施对美国经济增长和通胀都有影响。因此，短期产出修复落后需求修复的局面或将持续到新一轮救助措施到期或疫情结束。但美国的通胀很难演变为恶性通胀，持续时间也不会太久。美国企业破产率、垃圾债违约率的回升都比较温和，美国企业总体上没有受到系统性的冲击。随着疫情受控，劳动力重回就业市场，产出修复的速度会加快，美国市场供不应求的局面或有改善。

关键词：美国通胀；新冠肺炎疫情；财政救助；供给能力

中图分类号：F832 **文献标识码：**A

近期，美国通胀回升引起了市场的关注。经济

复苏一般都会带来通胀回升，当疫情好转，通胀回升、利率回升是可预期的（见图1）。由于美国经济未来还会继续修复，因此未来一段时间，美国的通胀水平还将继续回升。考虑到美国经济还在复苏中，疫苗接种的加速将进一步提振经济复苏的前景，因此通胀继续回升可能是大概率事件。

一、疫情扰动造成了本轮通胀回升的特殊性

虽说通胀的回升应是预期之内的，但本轮通胀回升也具有明显的特殊性：新冠肺炎疫情对供给的压制要大于需求。供给的修复明显慢于需求。美国在这一方面表现更为明显。

图2展示了美、欧工业生产指数和销售数据。2020年下半年，零售数据同比增速已经回到了疫情前。美国的零售数据和正常经济年份并无二致。但美、欧的工业生产指数同比增速离疫情前还有明显距离，尤其是美国。短期供给受限而需求回升，库存将很快耗尽。如果这一局面持续时间较长，库存耗尽的结果必然是物价大涨，通胀加速回升。

面对终端需求快速修复，直接面对消费者的消

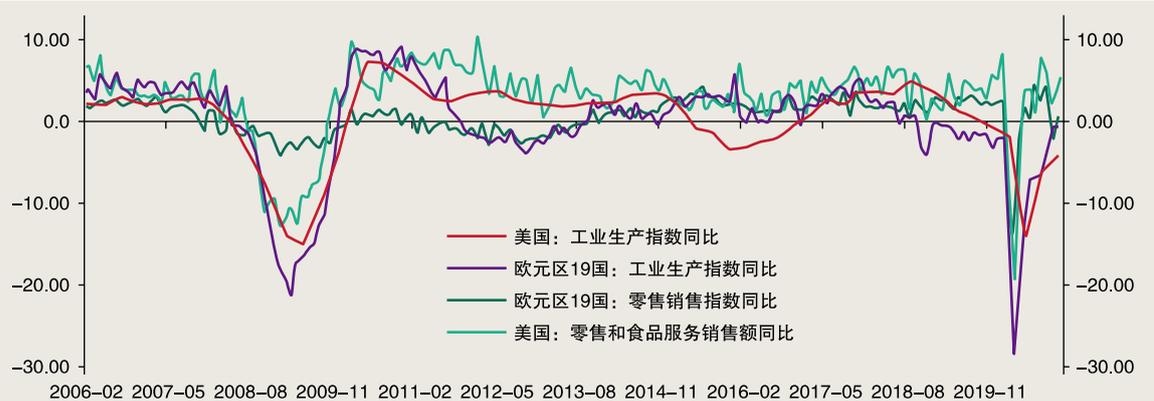
作者简介：谭华清，经济学博士、嘉实财富高级研究员。

图1 经济修复的过程中通胀通常会回升（单位：%）



资料来源：Wind

图2 美国供给修复慢于需求（单位：%）



资料来源：Wind

图3 美国不同行业产出指数同比增速（单位：%）



资料来源：Wind

费品企业生产修复较快。虽然落后于零售增速，但消费品产出指数自2020年7月以来平均增速已经转正。但设备产出、采矿业产出指数仍然是较大的同比负增长（见图3）。这说明，这些行业的产出恢复是最慢的。由于经济持续修复，终端生产商必然

会增加对上游资源品的订单以满足快速修复的终端需求（即主动补库存需求）。下游生产的修复将逐步耗尽上游资源品的库存，而库存耗尽之后必然是价格上涨（见图4）。

供给不足的现象在美国表现尤为突出与美国疫

图4 铜矿库存处于历史底部



表1 新冠肺炎疫情以来美国三轮财政救助措施

轮次	总规模	核心内容	通过日	到期日
第一轮	2.3万亿美元	1400美元/成人, 500美元/儿童; 失业补助600美元/周, 领取时间39周	2020年3月	2020年7月底
第二轮	0.9万亿美元	600美元/成人	2020年12月	
第三轮	1.9万亿美元	1400美元/成人	2021年2月底	2021年9月

资料来源: 新浪财经

图5 美国劳动力参与率(单位: %)



情期间的救助政策有关。新冠肺炎疫情暴发以来, 美国货币政策和财政政策的力度都是前所未有的。2020年3月, 美联储将基准利率降低到零, 并且重启了量化宽松政策, 重启了多重流动性支持工具。与此同时, 先后推出了三轮万亿规模的财政救助措施(见表1)。美国此轮财政救助措施的核心特色在于直接给老百姓发钱。

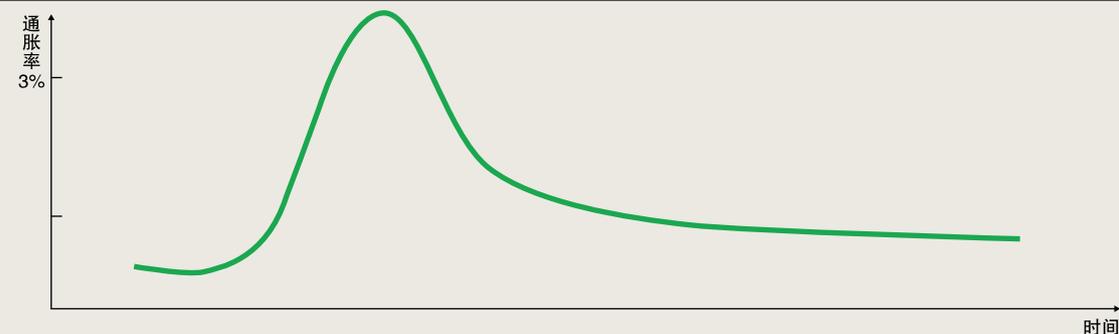
美国财政救助措施对居民的消费起到了很好的支撑作用, 但也带来了负面效果。劳动力不愿意重返工作岗位, 就业市场的劳动参与率修复缓慢(见

图5)。劳动力短缺也是美国工业产出修复较慢的重要原因。

二、美国通胀走势展望

美国将面临怎样的通胀走势? 全球经济复苏共振、供给受限等因素推升通胀, 但这次通胀演化成长期大通胀的可能性很低。此轮通胀可能会发展出一个尖峰, 然后快速回落(见图6)。图6的走势有几个特征: 美国通胀会经历一次快速爬升, 阶段高

图6 美国此轮通胀走势预测



资料来源：作者根据公开资料整理

图7 新冠肺炎疫情期间美国破产申请案件数远低于金融危机期间（单位：件）



资料来源：Wind

点可能会突破 3%；但通胀在高位延续不了多久就会很快回落。

供给、需求两个方面的证据都可以论证，为什么此次通胀持续时间不会很长。需要认识到，供给受限不等于供给能力受损。虽然疫情下美国供给受到限制，但美国的供给能力并没有受到系统性损害。供给产能是过去几次大危机中保护最好的一次。直接证据来自三个方面。

第一，从企业破产情况来看，新冠肺炎疫情冲击下，企业破产率并没有出现系统性回升。图7展示了美国破产申请案件数据。数据表明，疫情后美国的破产申请数据没有出现回升，基本和疫情前没有显著差异。

第二，从垃圾债违约率来看，新冠肺炎疫情暴发以来，之前令人担忧的垃圾债市场并没有持续大面积违约（见图8）。整体违约率在2020年9月以后还有一定的下降。

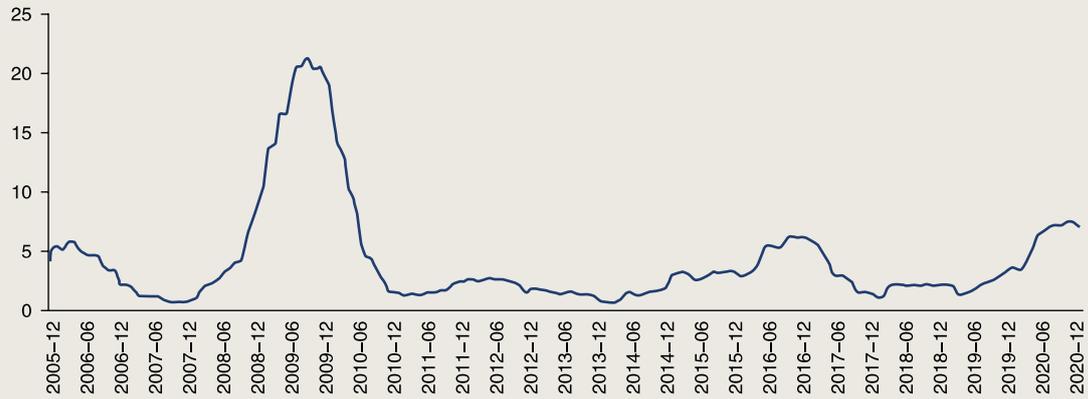
第三，还可以从美国就业市场的复苏情况找到证据。图9表明，新冠肺炎疫情冲击下，美国的失

业率快速攀升，但很快回落。与2008年金融危机有很大不同。金融危机期间，美国的失业率攀升后回落的速度很慢。

再看美国非农就业数据。图10展示了2008年金融危机和2020年疫情发生后美国新增非农就业人数的变化情况。新冠肺炎疫情冲击下，美国新增非农就业人数在2020年4月一个月就失去了超过2078万的就业岗位，这是1939年有数据以来的最极端情况。但是2020年5月新增非农就业就出现了正增长。目前看，低谷可能已经过去。而2008年金融危机冲击下，美国新增非农就业人数持续了22个月的负增长。

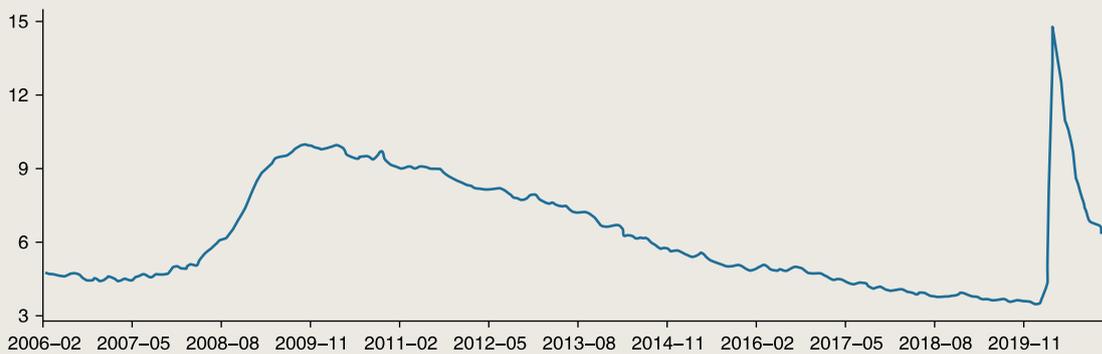
图11展示了各个行业在两次危机期间的累积失业情况。金融危机期间制造业的累积失业要多于疫情期间，而服务业的失业情况要明显小于新冠肺炎疫情期间。这和市场预期是一致的，新冠肺炎疫情冲击最大的是服务业。在服务业内部，休闲和酒店服务业、教育和保健服务业、运输仓储业受影响较大。

图8 新冠肺炎疫情冲击下美国垃圾债违约率攀升幅度可控（单位：%）



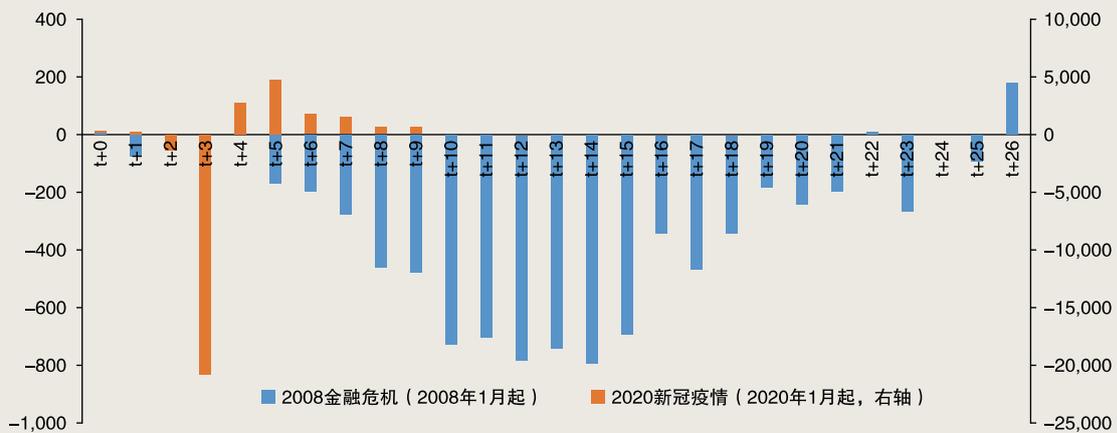
资料来源：野村证券

图9 美国失业率的下降速度明显快于2008年金融危机期间（单位：%）



资料来源：Wind

图10 两次危机后美国新增非农就业人数数据（单位：千人）



资料来源：Wind

经济在跌入深坑后也开启了修复之路。图 12 展示了新增非农就业人数的修复情况。早在 2020 年 10 月，2020 年 5 月以来增加的非农就业岗位已经超过了 3 月和 4 月累积失去就业岗位的一半以上。

疫情期间丢失了 2216 万个就业岗位，大概用了 5 个月的时间，美国劳动力市场就重新增加了 1207 万个岗位，就业市场接近修复了一半。2008 年金融危机后，美国劳动力市场花了 32 个月才达到同等

图11 金融危机和疫情期间各个行业失业情况（单位：千人）

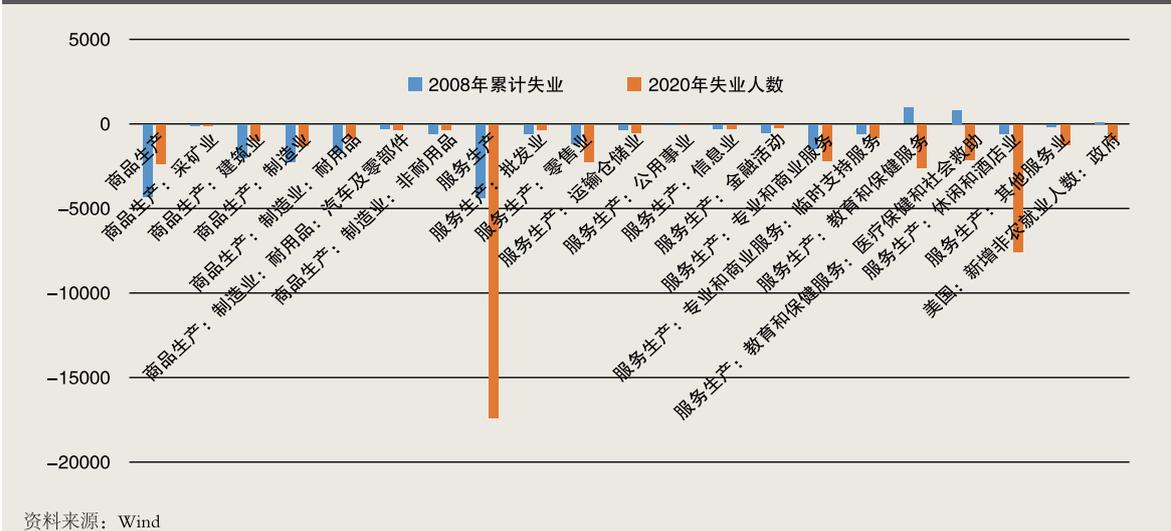


图12 两次危机后就业修复百分比（单位：%）



表2 两次危机对美国就业市场的冲击和修复

	冲击持续时间	修复水平达到 60% 所花月数	累积失业人数
2020年新冠肺炎疫情	2个月	5个月	2216万
2008年金融危机	24个月	32个月	870万

资料来源：Wind

修复水平（见表2）。

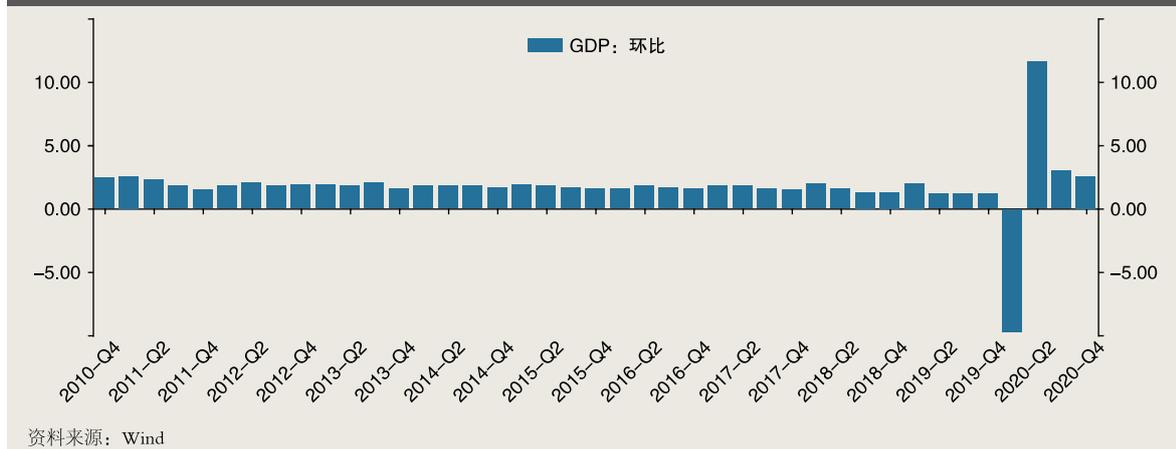
在总体修复水平相当的情况下，2008年金融危机在制造业领域的修复较慢，只修复到了19.56%，而服务业修复超过了危机前的水平。金融危机对制造业的冲击要大于对服务业的冲击。而新冠肺炎疫情下的冲击则产生了相反的效果。新冠肺炎疫情后商品生产行业的修复水平达到了59%，远远高于金融危机时期的修复水平。而新冠肺炎疫情后服务业的修复只有57.89%，远远落后金融危机时期的

105%。对于美国而言，新冠肺炎疫情冲击对制造业的影响小于对服务业的影响。

美国就业市场的快速修复可以从侧面说明，美国企业可能没有遭遇系统性的资产负债表冲击，否则，新增非农就业数据不会在这么快的时间里修复。

基于企业破产申请数据、垃圾债违约率、美国劳动力市场数据等信息，本文认为，美国的企业主体受到的保护明显好于2008年金融危机。这既有疫情冲击的特殊性，也和美国果断而强力的政策密

图13 中国GDP环比增速已经接近正常水平（单位：%）



不可分。因此可以认为，美国的供给能力（产能）应该没有受到大的冲击。一旦疫情明显受控，产出的修复将会加快，供应回升，供求矛盾也将得到缓解。

此外，从总需求角度来看，此轮全球总需求的回升可能会弱于2008年金融危机。一方面，欧美政策对需求的保护较好，需求环比增速很难持续维持较高的水平。另一方面，作为全球经济增长贡献最大的经济体，中国在此轮疫情期间，总体刺激规模比2008年明显减少，实体经济部门杠杆率也和2008年不可同日而语。并且，中国的经济修复领先于欧美市场，总需求的环比回升幅度已经基本回到正常水平。

因此，不论是从供给角度还是从需求角度，美国此轮通胀很难持续很长时间。

三、总结与启示

随着新冠肺炎疫情逐步受控，欧美经济复苏步伐加快，美国的通胀也有明显回升迹象。与此同时，此次通胀回升也有一定特殊性。疫情对供给的压制明显超过对需求的压制。这一点在美国表现尤为明显。展望未来，疫情逐步消退，经济继续修复，通胀将继续回升。通胀的回升通常伴随经济复苏而出现，未来不应该对此感到意外，需要关注的是通胀回升的空间以及持续的时间。

在供给方面，虽然总供给受限，但从企业破产情况、违约率数据以及就业市场的修复来看，美国

的供给能力没有受到系统性损害。只要疫苗有效，接种速度加快，美国产出快速回升的现象应该很快到来，供不应求的局面将会很快缓解。所以问题的关键是疫苗的有效性及其接种的速度。如果这一数据超预期，那么通胀将会低于预期。

从需求方面，总需求的回升幅度或弱于2008年金融危机。疫情以来，欧美的总需求下滑是有限的。同时，本文认为，2021年中国经济总需求反弹要明显弱于2009年“4万亿”。

考虑到供不应求的局面会持续一段时间，美国此轮通胀的回升可能还会继续经历一段快速爬升。随着疫情得到控制，供给能力会很快得到释放，通胀将有望快速回落，持续时间也不会很长。最终有望呈现出倒V型走势，即高点不低但持续时间比较短。事实上，对经济生活和资本市场真正有威胁的是通胀持续时间。因此，从这一意义上讲，此轮通胀的威胁并不大。

参考文献:

- [1] 伍戈, 高莉, 刘舸帆等. “滞胀”不纠结[J]. 国际金融, 2020(1): 60-64
- [2] Guerrieri, V. et al. Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?[EB/OL]. 2021

（责任编辑：赵廷辰）