



短期通缩风险较大 长期或将提防通胀

新冠肺炎疫情在全球范围内蔓延，自2月份开始，各国相继采取“封城”措施限制人员流动，使得人流、物流陷入阶段性停滞的状态，对工业生产和居民消费产生直接影响。与此同时，各国纷纷采取大规模的财政政策和货币政策对冲疫情对经济的冲击。在全球货币宽松之际，近期市场对于通胀风险的担忧越来越多。我们认为，短期内多数国家经济面尚未企稳，需求低迷，通胀的压力并不明显。长期来看，由于全球货币宽松力度空前，金融监管放松，产业链面临回流本土的问题，叠加原油的需求正逐渐恢复，全球通胀风险或将加剧。

作者：朱嘉林 鲁光远

电话：010-58352887

邮箱：xhcj@xinhua.org

编辑：张 骐

审核：杜少军

官方网站：cnfic.com.cn

客服热线：400-6123115



目录

一、全球主要经济体短期面临通缩风险	3
1.中国疫情可控，需求逐步回暖.....	3
2.美国疫情再度反复，美联储预计 2020 年 PCE 为 0.8%.....	3
二、全球货币宽松力度空前，长期或将催生通胀	4
1.“印钞”应对危机，放水幅度远超次贷危机时期.....	4
2.金融监管放松，货币乘数大幅下降的可能性不大.....	5
3.产业链或回流本土可能催生通胀预期.....	5

图表目录

图表 1：美国 CPI 同比 (%)	4
图表 2：美国失业率 (%)	4
图表 3：美联储总资产规模 (亿美元)	5
图表 4：欧洲央行总资产规模 (亿欧元)	5

短期通缩风险较大 长期或将提防通胀

新冠肺炎疫情在全球范围内蔓延，自2月份开始，各国相继采取“封城”措施限制人员流动，使得人流、物流陷入阶段性停滞的状态，对工业生产和居民消费产生直接影响。与此同时，各国纷纷采取大规模的财政政策和货币政策对冲疫情对经济的冲击。在全球货币宽松之际，近期市场对于通胀风险的担忧越来越多。我们认为，短期内多数国家经济面尚未企稳，需求低迷，通胀的压力并不明显。长期来看，由于全球货币宽松力度空前，金融监管放松，产业链面临回流本土的问题，叠加原油的需求正逐渐恢复，全球通胀风险或将加剧。

一、全球主要经济体短期面临通缩风险

与以往的经济衰退不同，本次经济危机的诱因源于新冠肺炎疫情，由于其高传染性的特点使得企业部门被迫停工停产。与此同时，为了保持社交距离，人们减少了外出就餐、购物、旅游等休闲活动，居民消费需求骤降。从各国主要物价指数来看，中国5月CPI同比上涨2.4%，环比下降0.8%，非食品项初步止跌，需求有所恢复。欧美国家修复较慢，美国4月核心CPI录得金融危机以来单月最大跌幅，5月有所收窄但不及预期；欧元区5月通胀率降至近四年最低水平。值得注意的是，近期美国等国家和地区疫情出现反复，对于可能重来的疫情防控措施升级，居民的消费心态或将变得更加谨慎。因此，短期内全球主要经济体面临的问题是通缩风险，而非通胀。

1. 中国疫情可控，需求逐步回暖

自新冠肺炎疫情暴发以来，中国各行业均受到冲击。在各地全力抗疫，付出巨大代价后，控制住了国内疫情，企业陆续开始复工复产，生产端已经恢复到往年同期水平，需求正逐步跟进。5月CPI同比上涨2.4%，环比下降0.8%，非食品项初步止跌，除居住和医疗保健外，其余非食品项跌幅较上月均有所收窄。其中，衣着和其他用品服务项增速已经回正，指向居民消费水平正在回暖。5月PPI跌幅虽进一步走阔，但6月以来大宗商品价格出现回升，国际油价，以及国内煤价、钢价均出现上涨。往后看，海外疫情高峰或已经过去，随着欧美国家重启经济，工业品价格有望回升。

2. 美国疫情再度反复，美联储预计2020年PCE为0.8%

疫情对于美国的冲击是前所未有的，失业严重程度仅次于1929年大萧条时期。近期随着各州复产复工的推进，整体失业情况好于预期，但永久性失业人数不断上升。据美国劳工局数据，修正后的5月美国真实失业率为16.4%，前值14.7%，预期19.8%。指向“封锁”措施解除后，劳动者已

开始返岗复工。但永久性失业上升38万人，说明部分企业可能无法度过此次危机。由于美国急于推进复产复工和反种族歧视的示威群聚活动，美国新增确诊病例数量在近期出现反弹。据约翰斯·霍普金斯大学发布的疫情数据显示，截至北京时间6月18日6时30分，过去24个小时内美国新增确诊病例数量超过2.8万例，反弹趋势明显。如果美国无法保证一定的“社交隔离”，疫情的反复或将持续。为了纾解疫情对经济的冲击，美联储和财政部门虽然推出史无前例的救市计划，但美国4月核心CPI录得金融危机以来单月最大跌幅，5月有所收窄但不及预期。美联储预计2020年至2022年PCE（个人消费支出物价指数）分别为0.8%，1.6%和1.7%，2020年将处于较低通胀水平中。

图表 1：美国 CPI 同比 (%)



来源：wind、新华财经

图表 2：美国失业率 (%)



来源：wind、新华财经

二、全球货币宽松力度空前，长期或将催生通胀

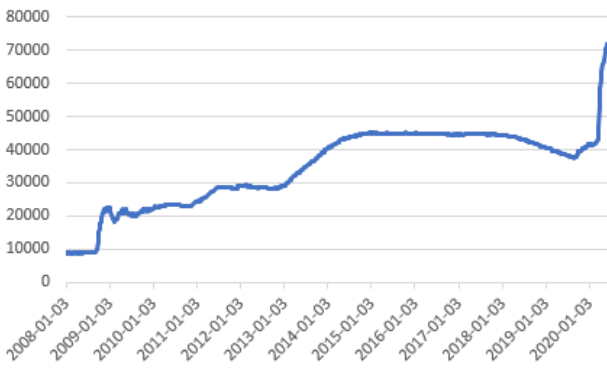
短期内，通胀水平受到疫情反复、经济尚未企稳、消费者需求低迷等因素影响可能维持在一个紧张的状态。但长期而言，虽然货币扩张本身不足以引发通货膨胀，但在全球货币宽松力度空前，金融监管放松，产业链或面临回迁本土的大环境下，叠加原油的需求正逐渐恢复，全球通胀风险或将加剧。

1. “印钞”应对危机，放水幅度远超次贷危机时期

为了应对新冠肺炎疫情下全球经济低迷，各国央行正在进行前所未有的印钞行动，为债务扩张提供资金。自2月末以来，美联储资产规模迅速膨胀，截至6月10日增加了2.93万亿美元，增幅近70%。欧洲央行和日本央行的资产规模在近三个半月内增加0.94万亿欧元和60.09万亿日元，增幅分别为19.8%和10.27%。在资产负债表迅速扩张之际，与之对应的是货币总量的急剧膨胀。据美联储4月货币存量数据显示，美国4月M2较去年同期增长18.5%，增速达到1981年以来的最高峰。传奇

对冲基金经理Paul Tudor Jones指出，2020年美国的M2年增长率很可能会攀升到20%到40%之间。而为了稳定经济增长，我国实施了强有力的财政政策和货币政策，相比于欧美等国尚且留有余地。但从5月金融数据来看，M2同比增长11.1%，增速与上月持平，比上年同期高2.6个百分点。

图表 3：美联储总资产规模（亿美元）



来源：wind、新华财经

图表 4：欧洲央行总资产规模（亿欧元）



来源：wind、新华财经

2. 金融监管放松，货币乘数大幅下降的可能性不大

虽然全球放水幅度远超次贷危机，但货币扩张本身并不足以导致通胀。2008年金融危机后，美联储的大规模放水并未引发通胀，日本央行常年货币宽松也没有推高通胀。因而，**货币扩张的环境也十分重要**。2008年金融危机引发了银行对流动性偏好的转变和强有力监管。即使美联储向市场注入流动性，但由于贷款给企业的风险加大，银行流动性偏好下降，实际借出的资金只有一小部分。与此同时，银行面临更加严格的监管，2010年通过的《多德-弗兰克法案》，为防止金融危机重演，对银行实行了更为严格的资本充足率规定，以此提高资本质量。数据显示，美国货币乘数自2008年4月出现断崖式下跌，最低降至2014年8月的2.8。**新冠肺炎疫情下的经济环境和2008年有所不同**。首先，美联储政策直接对准企业部分，通过PPPLF、MLF、MSLF等工具为中小企业提供2.3万亿美元信贷，缓解企业现金流问题，从而降低居民部门的资金压力。其次，特朗普上任之后，极力推行放松金融监管，从2018年《多德-弗兰克法案》的修订，减轻对中小银行的监管，到2019年10月美联储批准的银行监管新规则，放松对美国国内和外国银行资本、流动性要求，大幅削减银行的合规负担，特朗普政府的金融“去监管”正在进行中。因而，在监管放松的大环境下，货币乘数大幅下降的可能性并不高。

3. 产业链或回流本土可能催生通胀预期

1980年以来，第三次全球经济化浪潮使得区域间经济关联度日益紧密，生产要素突破国界限制在全球范围内流动，世界经济成为紧密联系的整体。经济全球化加剧市场竞争，产业链深度融合使得人们可以享受最低廉的产品。然而，本次疫情加重了部分国家对全球化的质疑，突发的公共卫生事件暴露了国内供应链的脆弱性和安全问题，显示出对中国的过度依赖。美国、日本、欧盟等国家和地区呼吁将产业链撤回本土。在日本政府108万亿日元的经济刺激计划中，有2200亿日元用于帮助日本企业将生产线从中国撤回日本本土。美国虽没有实质性政策，但特朗普政府下的“去中国化”言论层出不穷，2020年3月31日，特朗普在白宫新冠疫情资讯会上就表示，要把美国建设成为一个全面独立的、繁荣的国家：能源独立，制造业独立，经济独立，国界主权独立。白宫国家经济委员会主任库德洛随后也表示，可以通过回流支出费用化的形式，鼓励美国企业回归本土。如果产业链回流本土成为趋势，生产端的产品成本势必上升，即使企业牺牲部分利润，消费品终端价格难免有所上涨，进而推高通胀风险。据国际清算银行估计，在疫情发生前，若非产业链提高了全球生产效率，全球通胀水平将高出近1个百分点。

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。