

美联储在担心什么？

——美国通胀系列研究之二

宏观专题内容摘要

✧ 美联储担心的是通胀预期失控

5、6月美国CPI都超预期，美联储或连续加息75基点。CPI而非核心PCE对美联储决策产生巨大影响的原因在于通胀预期。通胀预期看CPI，通胀趋势看PCE——在衡量消费者感知的通胀时CPI或是更好的指标。该指标也与短期的通胀预期密切相关。高企的CPI已经推动短期通胀预期处于高位。

分析师：樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：
邮箱：fanl@glsc.com.cn

✧ 美联储的通胀预期管理可能是为了防止最差情况出现

PCE是更适合观察通胀变化趋势的指标，趋势上看目前通胀已经见顶回落，核心PCE的回落趋势已经持续3个月。虽然这样看通胀有见顶回落的迹象，但是如果核心PCE与CPI一起回落过慢甚至掉头向上，那样通胀预期就面临失控的风险。美联储6月经济预期概要（SEP）预期核心PCE通胀回落的速度未来可能继续放缓，对稳定通胀预期构成威胁。相反，如果通胀回落快于预期，那么美联储随时可以中断其快速紧缩的步伐。目前美联储的快速加息选择或是一种更安全的政策偏向。

相关报告

1、《美联储开始担心通胀预期，加息 75 基点：美联储 6 月议息会议点评》2022.06.16

2、《后继乏力还是韧性犹存？》2022.06.13

3、《拐点未变，核心 CPI 继续下行：美国 5 月 CPI 数据点评》2022.06.12

✧ 通胀是否加速取决于通胀预期，并将影响政策选择。

稳定通胀预期对于管理通胀至关重要。在通胀预期失控的情况下，菲利普斯曲线可能扭曲。例如，70年代CPI核心通胀和失业率之间并没有表现出负相关关系。此外，我们的研究表明油价大涨可能并不是上世纪70年代经济滞胀的最重要原因，通胀预期的变化更重要。理论和历史经验表明一旦通胀预期不稳引发加速通胀，控制通胀就将变得不再容易，且将付出更高的失业率作为代价。在这个意义上，美联储当下越鹰派，通胀失控的风险越小，从而未来可能更早降息，总紧缩的力度或反而更低，美国经济未来深度衰退的概率或反而越低。

✧ 变化了的菲利普斯曲线微观基础：消失的工会和 COLA

当然，我们认为今天重现70年代的高通胀并不容易。一个重要的因素是上世纪70年代导致菲利普斯曲线变化的微观基础在今天并不具备。COLA条款允许在合同有效期内按规定的间隔根据通胀情况增加工资。COLA覆盖下降最大的原因是通胀不确定性的下降和工会力量的下降。相比于70年代，工会参与率下降了超过10%；COLA条款覆盖率从61%，到1995年底，美国劳工统计局停止收集集体谈判结算数据时，已降至22%。

✧ 通胀预期转向后，美联储转鸽的速度或超预期

风险提示：通货膨胀预期失控：短期通胀预期如果传导到中长期通胀预期，那么控制通胀的成本将显著上升，美国经济可能会出现更多的失业。
地缘冲突超预期：俄乌冲突对能源价格冲击超出预期推高通胀。

正文目录

1	问题：美联储在担心什么？	4
1.1	理解加息的逻辑：通胀预期看 CPI，通胀趋势看 PCE	4
1.2	透过 CPI 来观察通胀预期	4
2	美联储为什么要担心通胀预期失控？	9
2.1	价格上涨，通胀还是通胀加速？	9
2.2	分析框架：菲利普斯曲线	10
2.3	预期失控的代价：70 年代的菲利普斯曲线和大通胀	12
2.4	大通胀的发生：油价还是通胀预期？	13
2.5	联储的担心：通胀加速的风险	17
2.6	好消息：现在的菲利普斯曲线	17
3	微观基础的变化：消失的工会和 COLA	19
3.1	COLA 条款	19
4	原因复盘：并不是单一因素造成了通胀	21
4.1	财政货币刺激加上供给瓶颈叠加债务周期	21
5	风险提示	23

图表目录

图 1：能源 CPI 同比	5
图 2：CPI 四分	5
图 3：CPI 四个分项同比和环比	5
图 4：CPI 同比，四分贡献	6
图 5：核心 CPI 和核心 PCE	6
图 6：近 1 年核心 CPI 商品和服务的价格变化	7
图 7：CPI 和短期通胀预期	8
图 8：不同通胀预期的衡量	8
图 9：失业率	9
图 10：职位空缺率	9
图 11：劳动力市场松紧程度	10
图 12：1960-1969 菲利普斯曲线	11
图 13：1960-1969 通胀和联邦基金利率	11
图 14：1970-1985 菲利普斯曲线	13
图 15：1970-1985 通胀和联邦基金利率	13
图 16：油价和油价同比	14
图 17：密歇根通胀预期	15
图 18：CPI 和短期通胀预期	15
图 19：1976-1985 油价	16
图 20：1976-1985 油价同比	16
图 21：2000-2019 油价	16
图 22：2000-2019 油价同比	16
图 23：1970-1985 加速通胀	17
图 24：1970-1985 通胀和通胀加速	17
图 25：2000-2019 菲尔普斯曲线	18
图 26：2000-2019 通胀和联邦基金利率	18
图 27：核心 PCE 同比和预测(基于 5 月数据)	18

图 28: 核心 CPI 和核心 PCE.....	18
图 29: COLA 覆盖率与通胀不确定性.....	20
图 30: 通胀不确定性	20
图 31: 美国工会参与率	21
图 32: 2 年量化宽松总量(万亿美元).....	22
图 33: 量化宽松节奏(起始周=100, 时间单位周).....	22
图 34: 财政支出/GDP.....	22
图 35: 财政支出(万亿美元)	22
图 36: 美国家庭负债/可支配收入.....	23

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用, 未经许可, 不得外传。

1 问题：美联储在担心什么？

1.1 理解加息的逻辑：通胀预期看 CPI，通胀趋势看 PCE

6月美联储自1994年来首度一次加息75个基点。美联储为了遏制高通胀采取了将近三十年来最大力度的加息行动。6月CPI数据继续超预期，市场已经认为7月美联储加息75个基点没有太多悬念，甚至不排除加息100个基点的可能。

6月75基点的加息是美联储对CPI通胀超预期的回应，甚至不惜打破自己的利率前瞻指引（forward guidance）。美联储官员在6月会议前的发言中仍然在重复之前给出的利率前瞻指引，比如克利夫兰联储主席Loretta J. Mester在6月2日的发言里面仍明确说，“除非出现一些大的意外，否则我认为在接下来的两次会议上，将政策利率再提高50个基点是合适的。”6月会议事实上加息了75个基点，意味着她认为出现了大的意外。这个意外显然是5月的CPI数据，但又不仅仅是数据本身。

5月美国CPI超预期，但是PCE后来其实是低于预期，但意外超预期的CPI通胀数据直接导致了美联储的75基点加息。美联储为什么在看到超预期的CPI后突然转鹰和可能连续加息75基点呢？

要回答这个问题，我们得回到70年代的大通胀，美联储和市场现在最担忧之一就是通胀会不会重演70年代，而这其中的关键变量就是通胀预期。

1.2 透过CPI来观察通胀预期

➤ 透过CPI来观察通胀预期

Johnson (2017)比较了CPI和PCE通胀的衡量方法，基于两者的区别在不同时候更适合的通胀衡量可能是不同的，他建议在衡量消费者感知到的通胀时CPI可能是一个更好的指标¹。最主要的原因是CPI直接衡量了消费者腰包里的支出。从这个角度看CPI数据的高涨对通胀预期的影响是较大的挑战。

➤ 食品和能源推升近期CPI

6月CPI的数据又超预期，6月CPI同比9.1%，创1981年底以来最大涨幅，预期8.8%；CPI环比增长1.3%，创2005年来最高纪录。

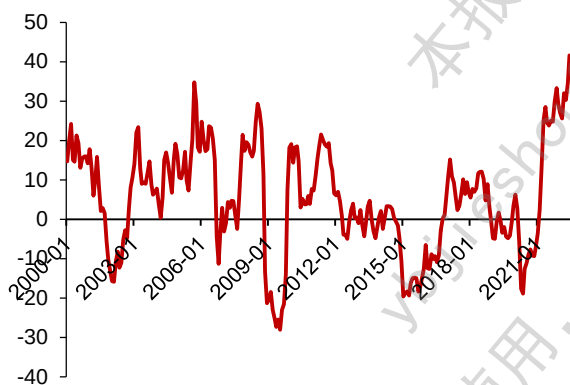
¹ Johnson, Noah. "A comparison of PCE and CPI: Methodological Differences in US Inflation Calculation and their Implications November 2017." (2017).

实际上，通胀已经连续两月超预期——5 月 CPI 通胀上涨也超预期，同比上涨 8.6%，当时也创 1981 年 12 月以来新高，高于上月及预期的 8.3%增幅；CPI 环比增长 1%，显著高于预期的 0.7%和上月的 0.3%。

能源成本主导了整体 CPI 的飙升，5 月能源价格指数同比上涨了 34.6%，是自 2005 年 9 月以来最大的同比涨幅，当时 CPI 通胀达到 4.7%，但是核心 CPI 通胀只有 2%；6 月能源 CPI 更是大涨 41.6%，上一次类似的涨幅要回到 1980 年 1 月，当时的 CPI 同比增长 13.9%，核心通胀也增长 8.9%。

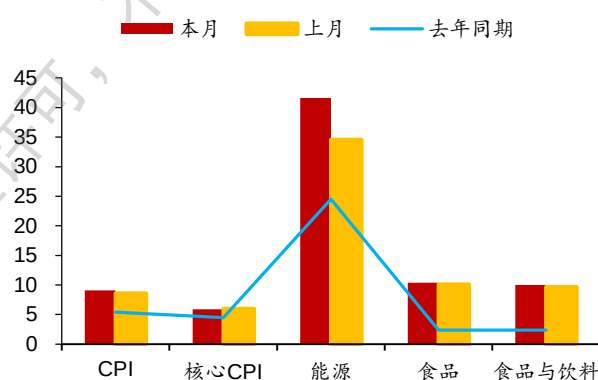
但同时我们也需要注意到能源价格的波动都很大，从历史上看，能源价格的暴涨暴跌非常常见。

图 1：能源 CPI 同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

图 2：CPI 四分



资料来源：Wind，国联证券研究所

整体来看，食品和能源通胀仍然是 CPI 通胀维持高位的重要原因，食品和能源价格都受到俄乌冲突较大影响。

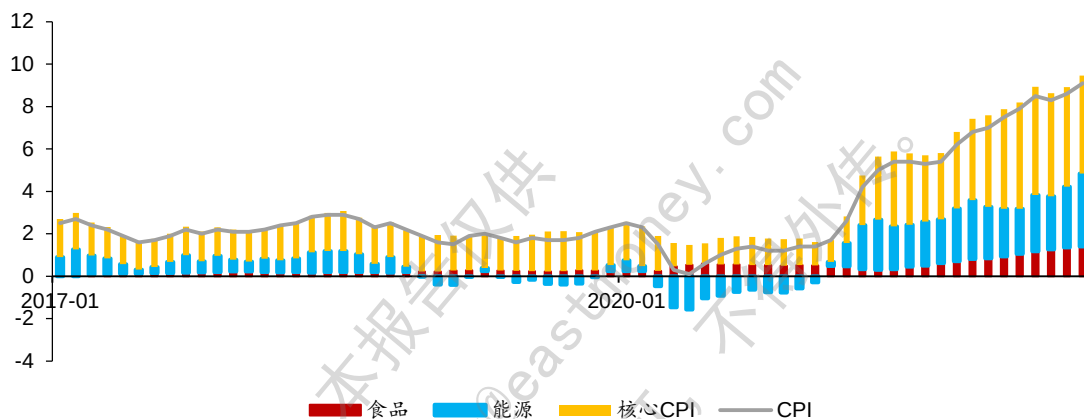
图 3：CPI 四个分项同比和环比

时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心CPI	CPI	食品	能源	核心CPI
2021年6月	5.4	2.4	24.5	4.5	0.9	0.7	2.1	0.8
2021年7月	5.4	3.4	23.8	4.3	0.5	0.7	1.6	0.3
2021年8月	5.3	3.7	25	4	0.3	0.4	1.9	0.2
2021年9月	5.4	4.6	24.8	4	0.4	0.9	1.2	0.3
2021年10月	6.2	5.3	30	4.6	0.9	0.9	3.7	0.6
2021年11月	6.8	6.1	33.3	4.9	0.7	0.8	2.4	0.5
2021年12月	7	6.3	29.3	5.5	0.6	0.5	0.9	0.6
2022年1月	7.5	7	27	6	0.6	0.9	0.9	0.6
2022年2月	7.9	7.9	25.6	6.4	0.8	1	3.5	0.5
2022年3月	8.5	8.8	32	6.5	1.2	1	11	0.3
2022年4月	8.3	9.4	30.3	6.2	0.3	0.9	-2.7	0.6
2022年5月	8.6	10.1	34.6	6	1	1.2	3.9	0.6
2022年6月	9.1	10.4	41.6	5.9	1.3	1	7.5	0.7

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

从同比的贡献来看，6 月食品和能源分别贡献了约 15%和 36%，而核心 CPI 贡献了剩下的 49%。

图 4：CPI 同比，四分贡献

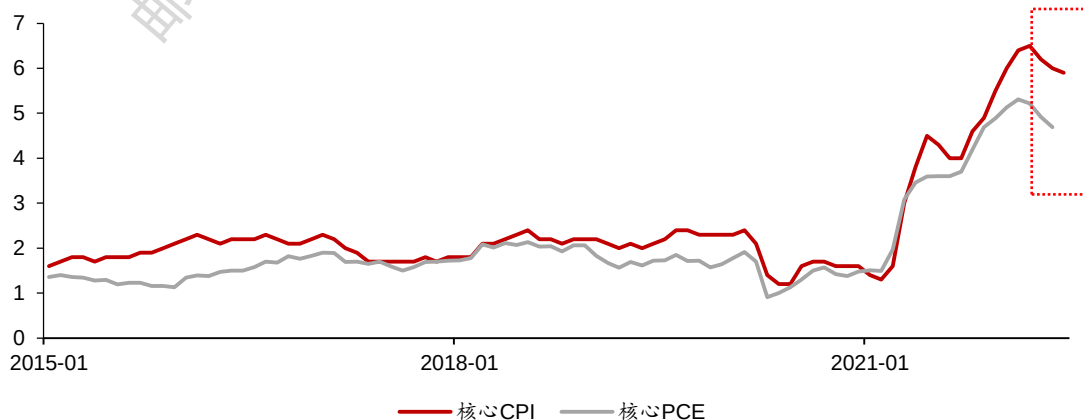


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

➤ 核心 CPI 和 PCE 数据显示通胀回落

短期通胀 CPI 数据虽然占据头条，但是对于专业人士更关切的核心 CPI 通胀继续回落。当然，核心通胀的问题是回落速度不够快。美国 6 月核心 CPI 同比 5.9%，预期 5.7%，5 月为 6%；核心 CPI 环比增长 0.7%，较 5 月增长 0.1%。

图 5：核心 CPI 和核心 PCE



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图 6：近 1 年核心 CPI 商品和服务的价格变化

时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2021年6月	8.6	3	2.1	0.4
2021年7月	8.4	2.8	0.4	0.3
2021年8月	7.6	2.7	0.4	0.1
2021年9月	7.3	2.9	0.3	0.2
2021年10月	8.5	3.3	1.1	0.4
2021年11月	9.4	3.4	0.9	0.4
2021年12月	10.7	3.7	1.2	0.3
2022年1月	11.7	4.1	1	0.4
2022年2月	12.4	4.4	0.4	0.5
2022年3月	11.7	4.7	-0.4	0.6
2022年4月	9.7	4.9	0.2	0.7
2022年5月	8.5	5.2	0.7	0.6
2022年6月	7.1	5.5	0.8	0.7

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

同时，5 月核心 PCE 物价指数同比增长 4.7%，增长速度为去年 11 月以来新低，预期 4.8%，4 月为 4.9%。

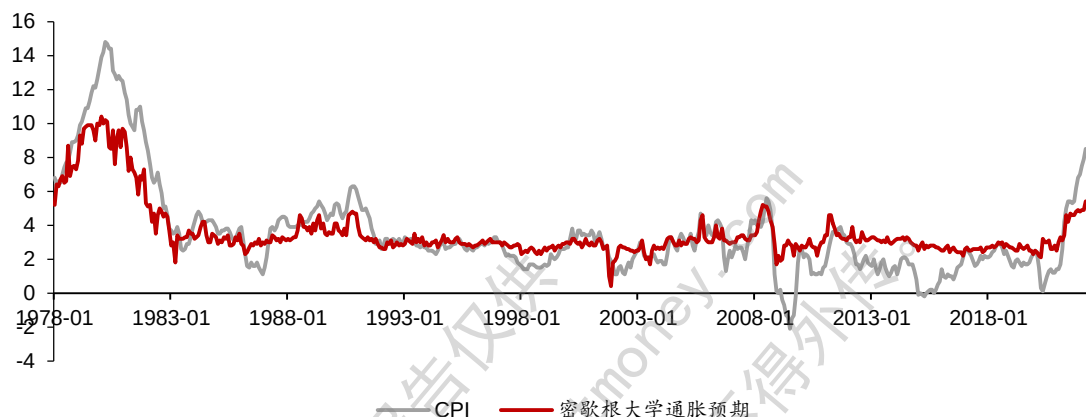
从核心 CPI 和核心 PCE 目前的走势来看，通胀已经见顶回落，核心 PCE 的回落趋势已经持续了 3 个月。

➤ 短期通胀预期高位波动或引发通胀预期失控

虽然以核心 CPI、PCE 为代表的通胀趋势回落，但是受到整体 CPI 影响较大的短期通胀预期则持续维持高位，并有可能带动长期通胀预期上行，这引发了美联储的担忧。

历史上看，CPI 和短期通胀预期之间的波动是强相关的。70 年代当 CPI 高涨的时候，可以明显看到短期通胀预期也几乎同步上涨了。

图 7：CPI 和短期通胀预期



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

从近期的数据来看，密歇根大学通胀预期所反应的未来 1 年的通胀预期，此前随着实际通胀数据的上升已经出现了明显的上行。从 3 月以来该指数一直在 5.4% 左右波动，4 月为 5.4%，和 3 月持平，5 月下跌 0.1%，为 5.3%，6 月又回到 5.4%，高位震荡。

虽然中长期的通胀预期仍然相对稳定——例如 5 年期的 5 年远期通胀预期仍然较为稳定。6 月为 2.34%，5 月 2.35%，较 4 月 2.45% 回落，较 3 月 2.28% 小幅增长。同时 10 年期盈亏平衡的通胀率 6 月 2.62%，5 月为 2.69%，较 4 月 2.88% 下降，也较 3 月 2.85% 小幅回落——但是，由于短期通胀预期并没有出现显著的快速回落，同时 CPI 的通胀数据又不断超预期，可能带动短期通胀预期上行或持续高位震荡。短期通胀预期持续高位甚至可能走高，有可能带动中长期的通胀预期上行。一旦中长期通胀预期失控，美联储就要面对回到 70 年代大通胀的可能。

就我们看来，上述原因让美联储下定决心开始加速加息了 75 个基点。

图 8：不同通胀预期的衡量

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_44339

