



宏观研究报告

2022年10月21日

周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

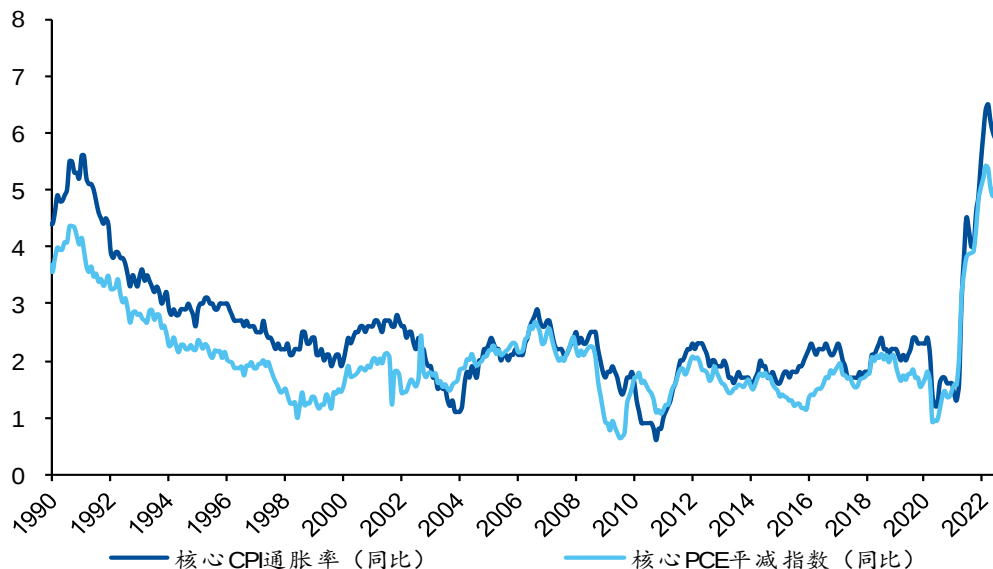
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

美国：打开核心通胀的“潘多拉盒子”

美国：核心通胀指标创下数十年高点



数据来源：彭博，国泰君安国际

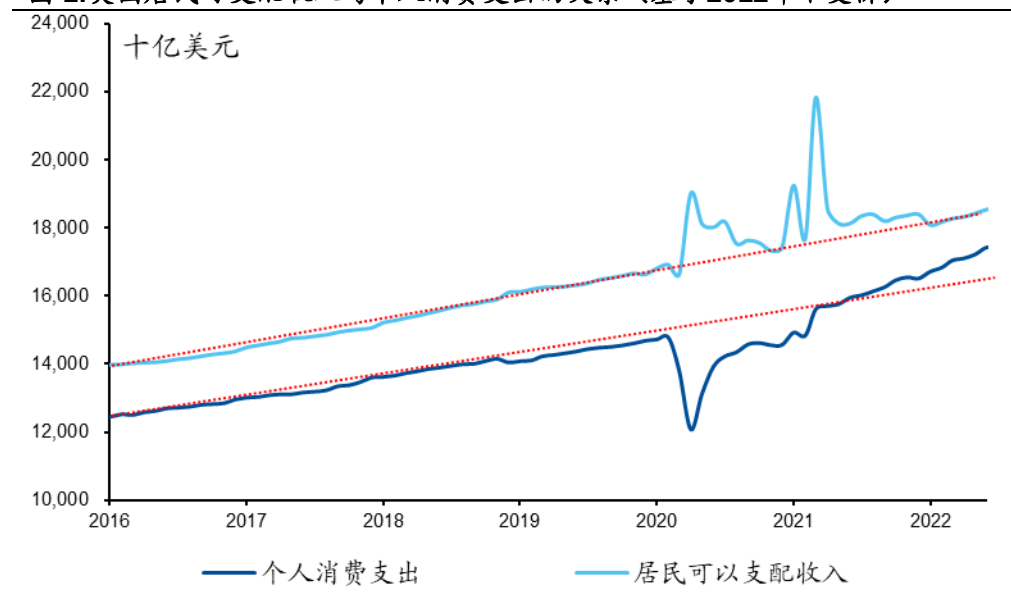
- 虽然美国名义通胀率在近几个月有所缓解，但是核心 CPI 通胀率却已然攀升至 40 年来的最高水平，这表明通胀压力已从能源和食品价格向服务业蔓延。
- 目前来看，随着疫情的稳定，居民收入增长趋势已经回归到疫情前水平并趋平稳，居民消费支出（Personal Consumption Expenditure, PCE）却仍然高于历史趋势。展望未来，过剩储蓄（财政补贴导致）耗尽之际，我们才可能看到个人消费逐步回落至历史趋势，从而从根本上缓解通胀的压力。
- 美联储在制定货币政策时更倾向于盯住另外一个被广泛应用的价格指标——核心 PCE 平减指数，因为它可以灵活地反映出物价对消费者行为的影响。这意味着衡量核心 CPI 通胀率和核心 PCE 平减指数之间的动态变化也很重要。
- 我们认为总体通胀率在今年年底的时候将从 6 月峰值的 9.1% 降至 7.4%，核心 CPI 通胀率预计也将稳定在 6.4% 左右，与过去几十年高位（6.6%）大致相同。这也就是说，今年最后一个季度核心 PCE 平减指数将会保持在一个较高的水平。
- 由于美联储关注核心通胀数据尤其是核心 PCE 平减指数，所以除非核心通胀显著下降，否则美联储仍将维持紧缩的货币政策。

大规模补贴刺激需求端

受到新冠疫情冲击后，美国以大规模的经济补贴来安抚普通民众。从经济学角度分析，如此规模宏大的经济补贴势必导致严重的通货膨胀。实际来看，疫情及贸易摩擦在某种程度上终止了全球商品供应的增长趋势，而美国采用的经济补贴式抗疫政策却变相地提高了居民需求，供需失衡下通胀也就自然发生。

圣·路易斯联储搭建了图 1 所示的美国居民可支配收入与居民消费支出（Personal Consumption Expenditure, PCE）之间的变化模型来探究美国通胀的现状与预期走势。从下图可以看出，自 2020 年 3 月以来，美国居民的可支配收入较疫情前累计增长高达 1.5 万亿美元，而其中超过 8,000 亿美元是政府在 2020 至 2021 年间向居民支付的“经济补贴”。

图 1: 美国居民可支配收入与个人消费支出的关系（基于 2012 年不变价）



数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis，国泰君安国际

目前来看，随着疫情的稳定，居民收入增长趋势已经回归到疫情前水平并趋平稳，而 PCE 却仍然高于历史趋势。从某种程度上来说，展望未来，过剩储蓄（财政补贴导致）耗尽之际，我们才可能看到个人消费逐步回落至历史趋势，从而从根本上缓解通胀的压力。

两个指标和而不同

虽然美国名义通胀率在近几个月有所缓解，但是核心 CPI 通胀率却已然攀升至 40 年来的最高水平，这表明通胀压力已从能源和食品价格向服务业蔓延。美联储在制定货币政策时更倾向于使用另外一个被广泛应用的价格指标——核心 PCE 平减指数，因为它可以灵活地反映出物价对消费者行为的影响。这意味着衡量核心 CPI 通胀率和核心 PCE 平减指数之间的动态变化也很重要。

名义 CPI 通胀率和 PCE 平减指数是衡量通货膨胀的两个主要指标，它们都反映了当前市场商品和服务价格的变动。但是名义 CPI 通胀率是由美国劳工统计局公布的，而 PCE 平减指数则是由经济分析局公布。作为一个泛用指标，PCE 平减指数也具有其独特的优势，即 PCE 平减指数中支出的构成是根据居民实际的消费行为

进行灵活调整的，这使得 PCE 指标可以更及时全面地反映开支的变化。

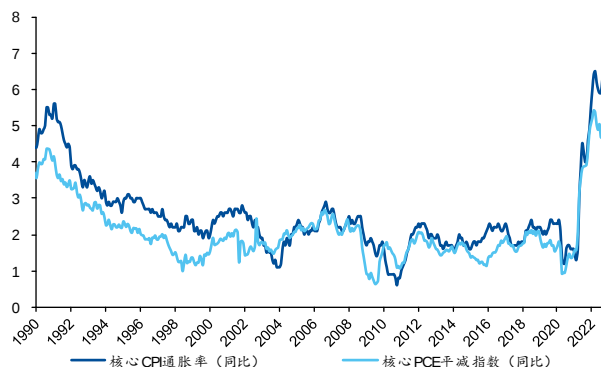
表 1：名义CPI通胀率和PCE平减指数的主要特征

	PCE平减指数	名义CPI通胀率
指标意义	显示物价变动（包括“一切支出”）	显示物价变动（仅包括“自负费用”）
发布机构	经济分析局	劳工统计局
公布时间	每月最后一个星期五	每月第三星期
编制方式	费雪指数	拉氏指数
调查对象	个人及非营利机构	家庭
调查方式	商业调查	家户调查
权重调整	六大项目，小项每月动态调整	八大项目，每两年调整一次

数据来源：国泰君安国际

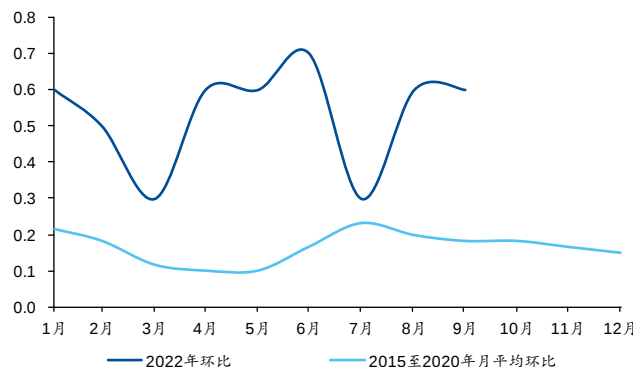
回顾过去，这两个通胀指标互相追踪。由于抽样差异的存在，PCE 平减指数走势相对温和。但是从二者过去的相关性看，抽样差异并没有改变核心 CPI 通胀率和核心 PCE 平减指数的主要变化趋势。另一方面，虽然在高基数效应的影响下，未来几个月名义 CPI 通胀率可能会逐步下行，但核心 CPI 通胀率和核心 PCE 平减指数的峰值可能会有所延迟。

图 2：核心CPI通胀率和PCE平减指数走势类似



数据来源：彭博，国泰君安国际

图 3：核心CPI通胀率环比增速远高于季节性

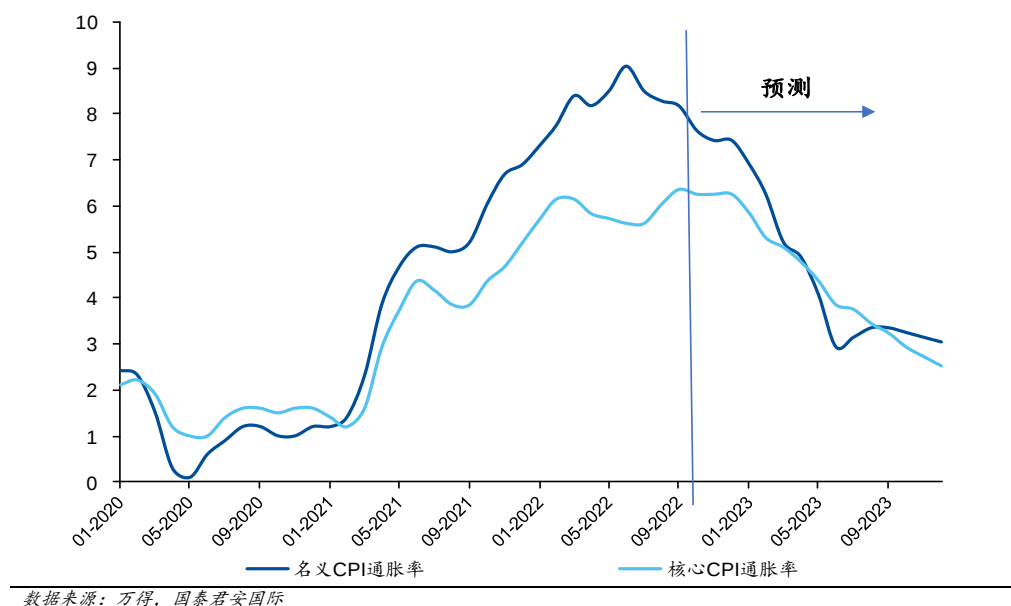


数据来源：万得，国泰君安国际

核心 CPI 通胀率将在短期内保持高位

从图 3 我们可以看出核心 CPI 通胀率的环比增速远高于 2015 年至 2020 年的平均月环比增速，也就是说目前的增速强于季节性，这也暗示了核心 CPI 通胀率至少在今年的剩下时间中可能会保持高位。相比之下，名义 CPI 通胀率将在 2022 年最后一个季度大概率有所放缓。具体来看，我们认为名义 CPI 通胀率在今年年底的时候将从 6 月峰值的 9.1% 降至 7.4%，而核心 CPI 通胀率预计也将稳定在 6.4% 左右，与过去几十年高位（6.6%）大致相同。在这种情况下，今年最后一个季度核心 PCE 平减指数也可能保持在一个较高的水平。

图 4：我们认为名义CPI通胀率下降的速度将领先于核心CPI通胀率

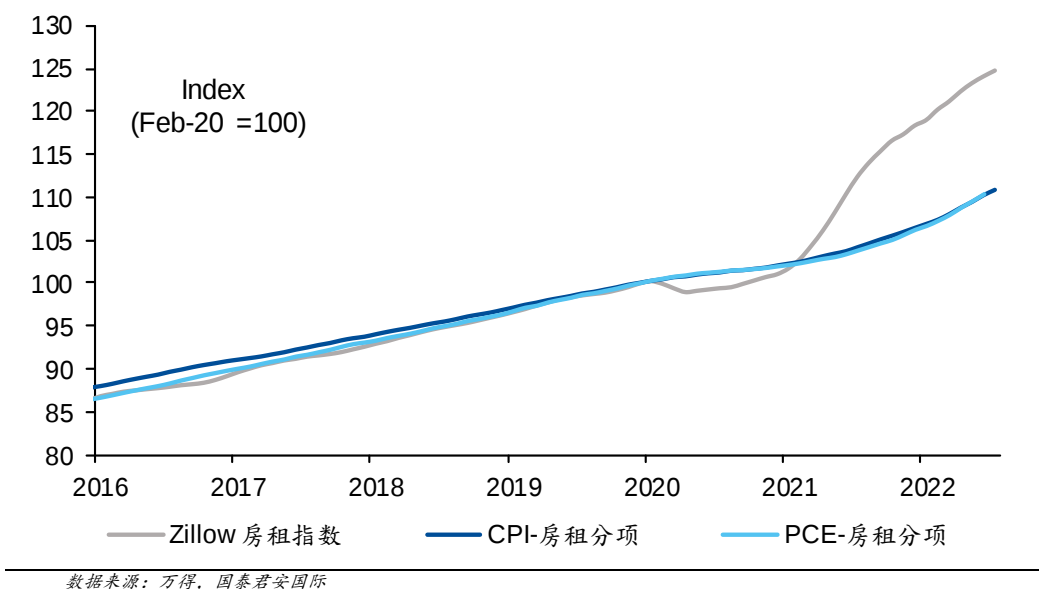


核心 PCE 平减指数居高不下

从 2016 年到新冠疫情爆发之前，美国核心 PCE 平减指数长期维持在 1.8% 左右，疫情在 2020 年的突发将核心 PCE 平减指数压降少许至 1.5%。后疫情时代，也就是 2021 年开始，核心 PCE 平减指数迅速攀升至 5.0% 并且持续走高。为了研究美国通胀的走向，我们将对核心 PCE 平减指数做进一步解构。

不同时期的 PCE 平减指数的变化都有其相应的推动因素，比如由疫情爆发引起的居民消费者支出转变叠加全球供应链断裂引起的耐用品价格上涨是美国本轮通胀的始作俑者；而以食品和能源为代表的非耐用品价格上涨则进一步打开了本轮美国通胀的“潘多拉魔盒”，时至今日也依然居高不下；后疫情时代（2021 年下半年以来），租房价格和服务价格的上涨又成为了通胀高企的“中坚力量”。

图 5：房租已经成为了推高通胀的主要驱动力



房租方面，根据美国上市房地产公司 Zillow 的统计数据，美国 9 月的租金指数同比上涨高达 11%，远高于新冠开始之前的 3.8%；9 月核心 PCE 平减指数中的房租项也创下了 2008 年以来的最大涨幅（7%）。

另一方面，劳动力成本的上涨也可能使得服务业通胀在中长期持续上涨。美国 Qualtrics 公司在今年 8 月及 9 月对超过 1,000 名全职雇员进行了一项调查，结果显示不断升高的生活成本使得他们不得不寻求更多的方式来提高他们的整体收入。在通胀显著回落之前，我们倾向于认为工资上涨可能会推动服务业通胀持续走高。

表 2：美国雇员正寻求更多的方式来提高收入

	所有雇员	有子女的雇员	无子女的雇员
找一个工资更高的新工作	37%	43%	34%
找第二份工作	38%	47%	34%
搬去物价较低的城市	18%	27%	14%
寻求加班	57%	64%	54%

数据来源：Qualtrics，国泰君安国际

医疗价格指数悬而未决

从数据上看，在美联储政策的干预下，美国通胀似乎有所好转，但是市场仍不可以掉以轻心。通胀中医疗价格的上涨可能比想象的更持久。与一般销售商品不同，医疗相关服务及商品的价格很难针对产品的质量及供需关系做出及时的调整，医疗保健和健康保险价格的计算及反馈周期通常要以年为单位。

2020 年疫情爆发后，必然有部分病人选择推迟看病或者手术时间，以尽量规避感染新冠的风险。在疫苗产生及疫情得到控制后，病人才会选择恢复就医。考虑到由此导致的医疗保健及保险服务价格调整会在一整年服务结束后发生，因此由 2021 年居民恢复就医导致的医疗服务价格的调整在一年后才逐步显现。下图也印证了这个观点，医疗相关 CPI 通胀率在 2021 年第四季度开始飞涨，并在 2022 年 9 月以 6% 的涨幅创下了至少过去 20 年的最大幅度。按照之前推算，医疗价格通胀率的快速攀升应该在今年第四季度告一段落。但医疗价格从高点回落也需要时间，同时因为医务工作者工资上升，对其回落的幅度也不可过分高估。

图 6：高企的医疗价格也导致了通胀的恶化

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_47792

