



张瑜：欧美高通胀引擎的 四大差异



意见领袖 | 张瑜、殷雯卿



1、HICP 与 CPI 有什么异同？

在编制方式上，美国 CPI 只考虑城市消费者；其次，在权重调整上，欧元区 HICP 一篮子商品与服务的权重每年调整一次，而美国 CPI 篮子中各商品和服务的权重两年调整一次。

在消费篮子的权重方面，欧美通胀指标中服务权重均高于商品权重，显示欧美以服务消费为主的经济特征，而且美国的服务权重明显高于欧元区，高出约 18.3 个百分点。在商品权重中，欧美食品权重差距最大，欧元区 HICP 食品权重比美高 8.8 个百分点，其次是非能源工业品，欧较美高 5.6 个百分点，欧能源权重则高于美 3.9 个百分点。

2、如何对比欧美通胀来源？

由于欧美通胀指标分类上的差异，为了方便对比，我们按照核心与非核心通胀的思路进行拆分。欧盟统计局将欧元区 HICP 拆分为四大项目——“食品”、“能源”、“非能源工业品”、“服务”，与美国 CPI 分类中的“食品”、“能源”、“商品（不含食品和能源类）”、“服务（不含能源类）”可一一匹配，因此我们首先根据“食品”、“能源”、“非能源工业品”、“服务”四大类的口径，对美欧通胀结构进行初步对比。

3、欧美通胀“引擎”的四大差异

区别之一：能源涨价对欧高通胀几乎起决定性作用，美国“多点开花”。对于欧元区，2 月份能源同比拉动 3.2%，占 HICP 同比的 53.5%；而美国除能源外，食品、非能源工业品、服务“共同发力”，2 月对同比贡献分别为 14.1%、31.5%、33%，合计达 78.6%。

区别之二：欧元区食品涨价更快。由于欧元区通胀结构中食品占比更高，因此自 2021 年底以来欧元区食品涨价更快。

区别之三：美国耐用品普涨，欧元区除汽车涨价外，其他耐用品涨价不明显。

区别之四：服务是美国 CPI 同比的最大拉动项，其中房租贡献“一枝独秀”，而欧元区服务涨幅较小。

综上，欧美通胀压力来源最大差异在于：欧元区主要是大宗商品价格推升型通胀，而美国则是价格普涨：①从区别一和二可以看出，欧元区通

胀受外部供给冲击主导特征更为明显，能源、食品涨价压力主要来自外部供给端，而欧元区高通胀中能源贡献超 50%，近期食品也表现出高于美国的涨价速度。②区别三和四可能表明，欧元区由于内部需求走强带来的通胀压力并不大，耐用品方面，美国耐用品呈现普涨压力，而欧元区则仅由汽车推动。在服务方面，美国服务通胀对通胀整体拉动最强，而欧元区则更多面临更高的运输服务涨价压力，而运输服务的涨价也与能源价格上涨有关。这一区别可能表明相比于美国，欧元区内部需求偏弱，由需求推动的通胀压力并不大。

风险提示：美国通胀超预期走高

报告目录

一、欧美：一样的通胀高压，不一样的压力来源.....	5
（一）HICP 与 CPI 有什么异同？.....	6
（二）如何对比欧美通胀来源？.....	7
（三）欧美通胀“引擎”的四大差异.....	8
二、全球经济与复工跟踪.....	12
三、海外流动性与资产价格跟踪.....	14
四、海外疫情与政策跟踪.....	17

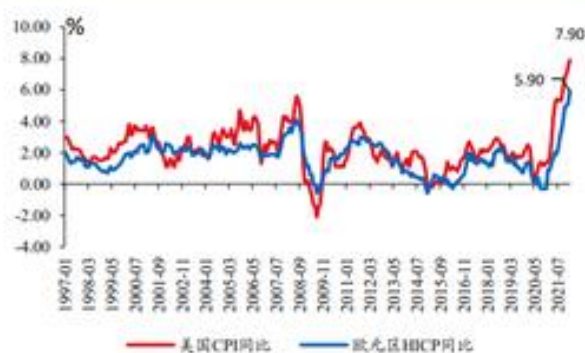
报告正文

—

欧美：一样的通胀高压，不一样的压力来源

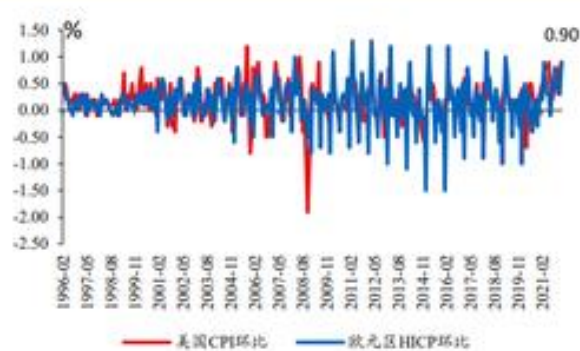
自 2021 年下半年以来，欧美持续面临高通胀压力，CPI 同比急速上升。今年 2 月受俄乌局势升级影响，欧美 CPI 同比再创历史新高，分别达到 5.9%、7.9% 的高位；环比均+0.9%，尤其是欧元区受俄乌冲突影响较大，2 月环比较 1 月增长了 0.5 个百分点。

图表 1 欧美通胀同比连续创历史新高



资料来源: wind, 华创证券

图表 2 欧美通胀环比维持高位



资料来源: wind, 华创证券

持续高通胀压力下，欧美央行均转鹰。欧元区方面，3 月议息会议上欧央行全面上调通胀预期，并宣布将以更快速度结束购债计划（APP），相较 2 月会议再度超预期转鹰。3 月 17 日，行长拉加德在讲话中也表示“欧元区通胀水平已经不太可能回到疫情之前的水平，欧央行已经开始调整政策，以便在满足必要条件时，进一步推进政策正常化”，表明在高通胀压力下，欧央行正“被迫”转变态度。美国方面，3 月美联储议息会议纪要也明确未来 1 次或多次议息会议或将加息 50bps，最早 5 月或将启动缩表。

但欧美通胀压力来源具有明显差异，美国通胀“多点开花”，但欧元区则是“能源通胀”，即美国通胀面临的压力是各类商品和服务价格普涨；而欧元区通胀绝大部分来自于能源。考虑到能源涨价主要受供给因素影响，

说明欧元区通胀压力更多来自外部供给端的冲击，而非因经济快速复苏导致需求强劲。而美国的价格普涨则表明其通胀压力既有供应端瓶颈的限制（如能源涨价），又有居民耐用品、服务等内部需求强劲的推动。因此，相较而言，美国内部需求对加息的“抵抗力”要强于欧元区，欧元区可能面临更大的经济衰退风险。

图表 3 近期欧央行议息会议及官员表态开始关注通胀对货币政策的影响

时间	事件/官员	具体内容
2021/12/16	12月议息会议	逐月递减 APP 下净资产购买量：Q2 净购买量 400 亿欧元/月，Q3 降为 300 亿欧元/月，10 月起降为 200 亿欧元/月，持续时间将视政策利率调节需要而定，将在首次加息不久前结束。
2022/2/3	2月议息会议	货币政策无实质性调整，表态鹰派超市场预期： <u>通胀方面</u> ，拉加德表示欧央行正在更接近 2% 的通胀目标，且通胀风险偏上行； <u>经济增长方面</u> ，拉加德表示经济受疫情的影响越来越小，尽管目前感染率很高但对经济的破坏相对较小， <u>货币政策前景方面</u> ，拉加德放弃以往会议中 2022 年不太可能加息的表态，表示欧央行做好适时调整货币政策工具的准备，强调加息要在净购债结束后才可能启动。
2022/3/10	3月议息会议	以更快速度结束 APP 下资产净购买：4 月 400 亿欧元；5 月 300 亿欧元；6 月 200 亿欧元，Q3 净购买量将取决于经济数据，如果数据显示即使净资产购买结束后中期通胀前景也不会减弱，那么管委会将在 Q3 结束 APP 下的净购买，10 月起降为 200 亿欧元/月，持续时间将视政策利率调节需要而定
2022/3/17	欧央行行长拉加德	货币政策面临的挑战正在发生变化，欧元区通胀水平已经不太可能回到疫情之前的水平，因此， 欧央行已经开始调整政策，以便在满足必要条件时，进一步推进政策正常化 。但是，欧央行也意识到了俄乌冲突造成的潜在风险及其在各个方面造成的不确定性。出于这个原因，欧央行未来几个月的货币政策决定都需要考虑冲突给经济带来的影响，并依赖于数据表现。
2022/3/22	欧央行副行长金多斯	欧元区通胀水平可能会长期走高 ，需要密切关注大宗商品衍生品市场，必须监控第二轮通胀的影响。
2022/3/22	欧央行管委暨法国央行行长维勒鲁瓦	欧央行需要忽略能源价格的短期波动，并将注意力完全集中在潜在的通胀趋势上。
2022/3/24	欧央行管委 Visco	没有看到欧元区薪资出现不合理的上涨，但通货膨胀在一定程度上超出预期
2022/3/30	欧央行管委 Holzmann	今年应加息两次以扩大未来政策空间

资料来源：欧央行，Bloomberg，华创证券整理

（一）HICP 与 CPI 有什么异同？

在展开欧美通胀来源对比之前，首先对比欧美通胀指标的异同。本报告选取美国 CPI 和欧元区 HICP 指标表征各自通胀水平。关于美国 CPI 指

标的基本情况详见报告《缩 or 胀——美国通胀长短期双框架的找寻与展望 & 数论经济系列十一》，本报告主要介绍欧元区通胀指标 HICP。

HICP 全称为 The Harmonised Index of Consumer Prices，译为调和 CPI，是欧盟各成员国按照统一标准编制的消费物价指数，目的是使各成员国的物价指数具备可比性，可以进行加总得到欧元区的消费物价指数。

对比发现，欧元区 HICP 与美国 CPI 主要存在以下几点差别：

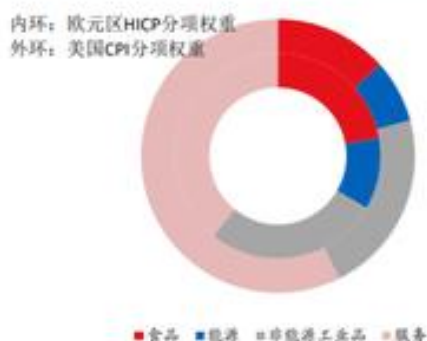
1、编制方法方面，首先，在样本选取上，欧元区 HICP 试图将农村消费者纳入样本，而美国 CPI 只考虑城市消费者；其次，在权重调整上，欧元区 HICP 一篮子商品与服务的权重每年调整一次，而美国 CPI 篮子中各商品和服务的权重两年调整一次。

2、消费篮子的权重方面，根据核心与非核心通胀的口径来看，欧美通胀指标中服务权重均高于商品权重，显示欧美以服务消费为主的经济特征，而且美国的服务权重明显高于欧元区，高出约 18.3 个百分点；在商品权重中，欧美食品权重差距最大，欧元区 HICP 食品权重比美高 8.8 个百分点，其次是非能源工业品，欧较美高 5.6 个百分点，欧能源权重则高于美 3.9 个百分点。考虑到近期受俄乌冲突影响，能源、粮食等大宗商品大幅涨价，欧 HICP 消费者篮子中相对更高的食品和能源权重则意味着欧元区会面临更高的食品和能源通胀压力。

根据消费篮子的细分种类看，按照消费的商品和服务种类分，欧元区

HICP 分为 12 大类，美国 CPI 则囊括 8 大类（详见图表 6）。其中：美国 CPI 中住宅权重明显高于欧 HICP 的住宅权重，约高 19.7 个百分点，这也是欧美服务权重巨大差距的主要来源，主要原因可能在于欧元区 HICP 不包括自有住房（Owner-occupied Housing）的估计租金，而美国 CPI 包含自有住房部分，记为“业主等价租金”（Owners’ Equivalent Rent of Residences）。但欧 HICP 中的食品和饮料则远高于美 CPI，约高 11.3 个百分点，对应着欧 HICP 中食品大类权重远高于美 CPI。

图表 4 美国服务权重偏高



资料来源：欧盟统计局，BLS，华创证券

注：非能源工业品指除食品和能源外的商品，下同

图表 5 美国住宅权重明显偏高



资料来源：欧盟统计局，BLS，华创证券

注：此处为便于对比，将欧元区 HICP 分项根据美国 CPI 分项口径进行对应调整

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_40167

