



张瑜：通胀“宽”度已达 1980 年——美国通胀的另 一个视角



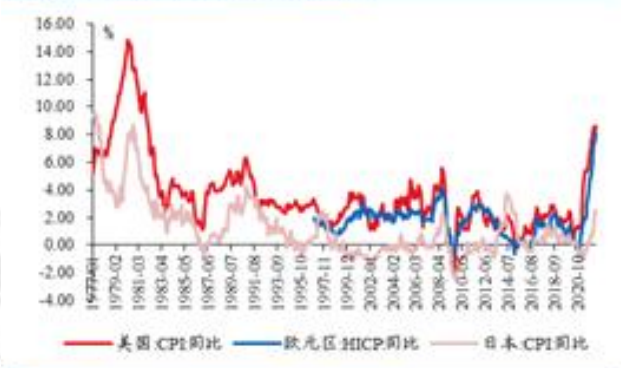


—
全球通胀不仅在走高，也在变宽

（一）通胀由低到高

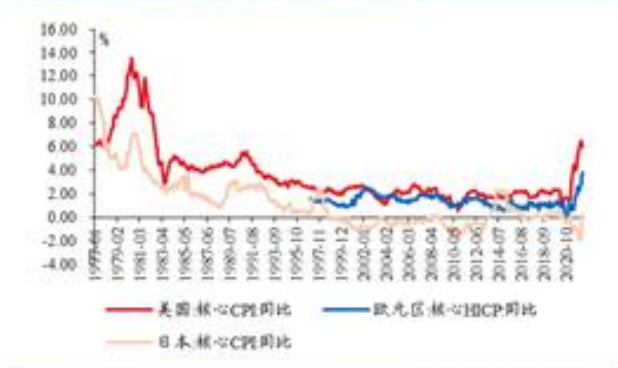
2021 年以来，全球主要发达经济体的通胀水平快速上升，达到最近三四十年来新高。美国 CPI 同比和核心 CPI 同比是近四十年来新高，仅次于 1970-80 年代大通胀时期；欧元区 CPI 同比和核心 CPI 同比也是有数据以来的新高（1997 年）；撇开 2014 年上调消费税率的影响，日本 CPI 同比也达到近二十年来的高位。

图表 1 美欧日的 CPI 同比走势



资料来源: wind, 日本统计局, 华创证券

图表 2 美欧日的核心 CPI 同比走势



资料来源: wind, 日本统计局, 华创证券

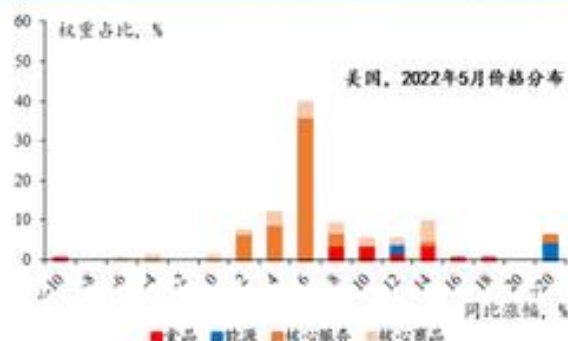
(二) 通胀由窄到宽

整体通胀读数高只是当下发达经济体通胀严峻形势的一面(通胀高度), 另一面是涨价范围扩大(通胀宽度)。最开始的通胀上行主要体现在能源项目(去年的疫情修复与今年的俄乌冲突)、食品项目、供应链中断的同时因消费模式切换带来需求上行的商品项目上, 但在经济修复、通胀预期升温、劳动力市场趋于紧张等因素的影响下, 主要发达经济体的通胀正在由窄变宽。

通胀由窄变宽的观察视角一: CPI 细分项同比的分布重心明显右移, 从右移幅度看, 能源>食品>核心商品>核心服务。相比于 2019 年四季度, 最新 5 月数据显示, 美国、欧元区(挑出德国和意大利单列, 两者具有代表性, 分别是欧洲经济龙头和吊车尾的代表)、日本的价格分布重心明显右移: 能源项目分布普遍从小于 2% 区间上移至 20% 以上, 食品项目分布普遍从 0-4% 上移至 6-14%, 核心商品项目分布普遍从 0-2% 上移至 4-10%, 核心服务项目分布普遍从 0-2% 上移 2-6% (日本核心价格分布重心右移幅

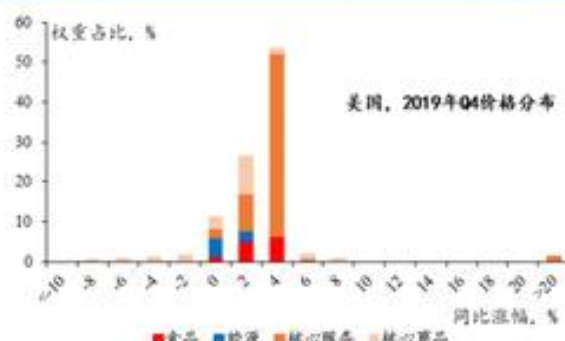
度较小)。

图表 3 美国 CPI 细分项同比分布 (2022 年 5 月)



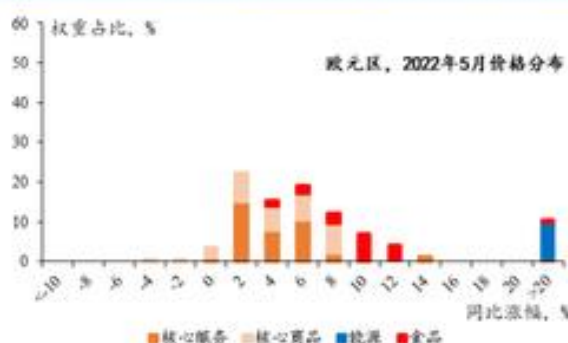
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 4 美国 CPI 细分项同比分布 (2019 年 Q4)



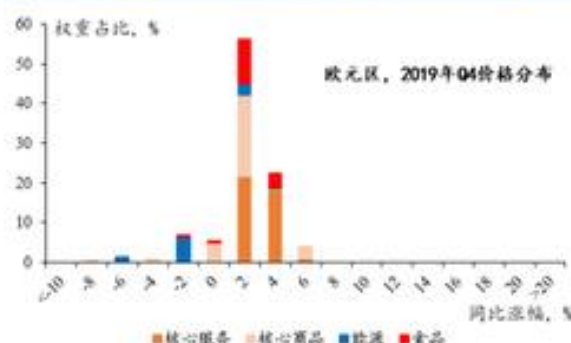
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 5 欧元区 CPI 细分项同比分布 (2022 年 5 月)



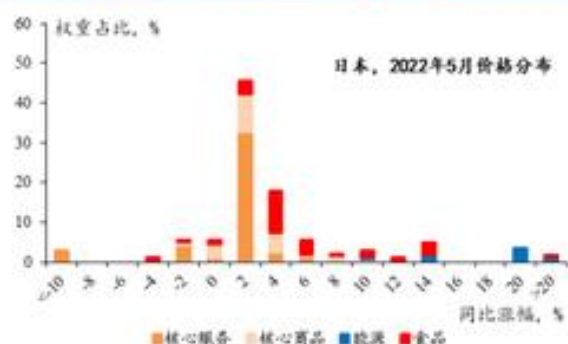
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 6 欧元区 CPI 细分项同比分布 (2019 年 Q4)



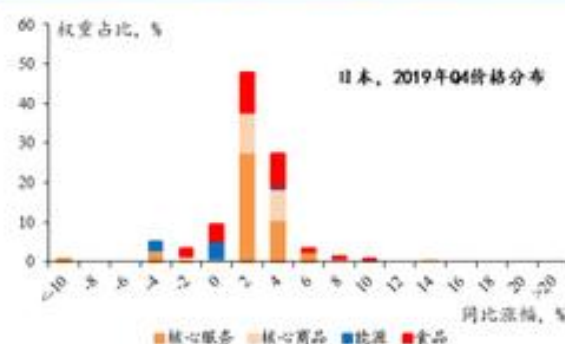
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 7 日本 CPI 细分项同比分布 (2022 年 5 月)



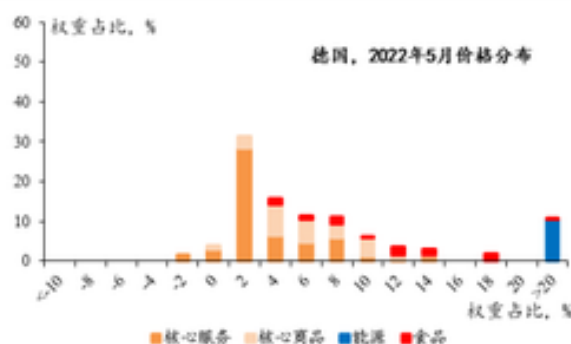
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 8 日本 CPI 细分项同比分布 (2019 年 Q4)



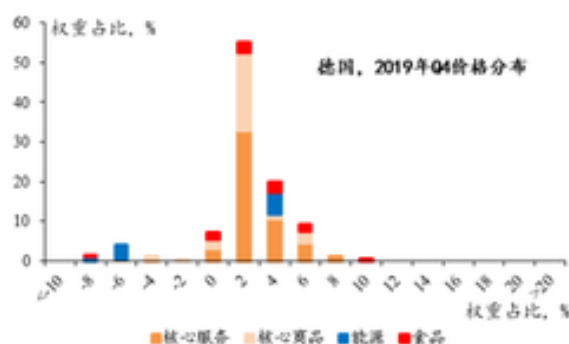
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 9 德国 CPI 细分项同比分布 (2022 年 5 月)



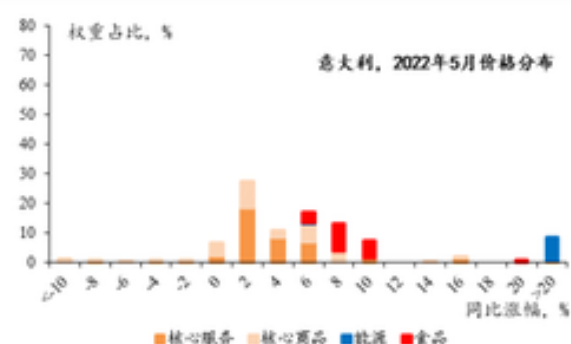
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 10 德国 CPI 细分项同比分布 (2019 年 Q4)



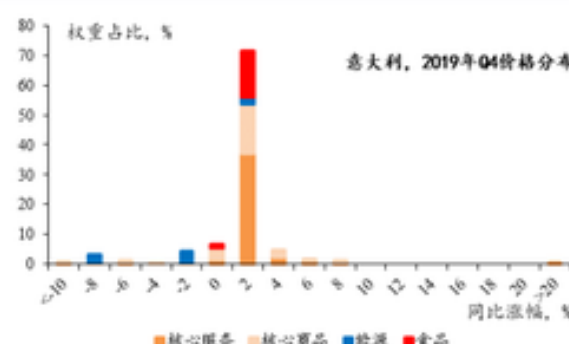
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 11 意大利 CPI 细分项同比分布 (2022 年 5 月)



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 12 意大利 CPI 细分项同比分布 (2019 年 Q4)



资料来源: Bloomberg, 华创证券

通胀由窄变宽的观察视角二: 去年以来, 同比涨幅超过 2% 的 CPI 与核心 CPI 项目的比例均大幅提高; 若观察涨幅超过 5% 的项目比例, 疫情前后的变化则更为明显。

注: 选择 2% 作为标准的原因: 在 1996 年以后, 2% 是美联储的通胀目标, 在此之前没有, 但我们有两个参考: 一是 1960 年代美联储货币政策隐含的通胀目标就是 1-2% 左右 (Ireland (2005)); 二是大通胀时代以前的 1960-69 年 CPI 同比中枢就是 2.3%。

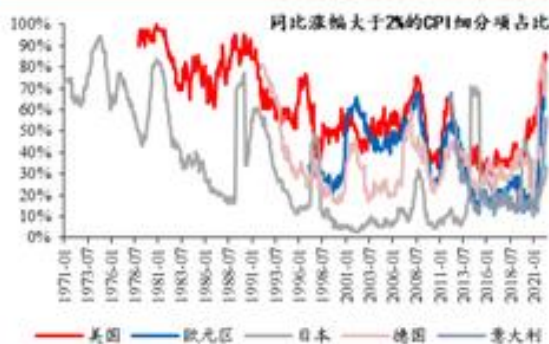
从整体通胀项目看, 美国 CPI 中价格涨幅超过 2% 的项目比例从 2019

年 12 月的 38% 上升到今年 5 月的 84%，欧元区的该比例从 22% 上升到 77%，德国的从 36% 上升至 78%，意大利的从 12% 上升至 56%，仅日本的从 41% 降至 33%。若观察涨幅超过 5% 的项目比例，疫情前后的变化更为明显。美国的该比例从 10% 升至 60%，欧元区的从 3% 升至 40%，德国的从 9% 升至 48%，意大利的从 5% 升至 28%，日本的从 6% 升至 16%。

从核心通胀项目看，2019 年 12 月至今，核心 CPI 中价格涨幅超过 2% 的项目比例，美国的从 39% 升至 80%，欧元区的从 25% 升到 71%，德国的从 33% 升至 73%，意大利的从 13% 升至 50%，仅日本的从 43% 降至 24%。若观察涨幅超过 5% 的项目比例，疫情前后的变化也更为明显。美国的该比例从 11% 升至 46%，欧元区从 4% 升至 31%，德国从 9% 升至 41%，意大利从 6% 升至 20%，日本从 5% 升至 9%。

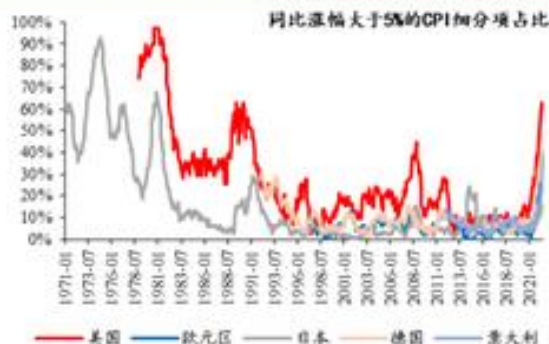
拉长时间看，当下，欧元区、德国和意大利的上述比例已创有数据以来的新高；美国 CPI 中，涨幅超过 2% 的项目比例（90% 左右）已接近或达到 1990 年代初期和 1980 年代初期的峰值，涨幅超过 5% 的项目比例达到 1990 年代初期的峰值（60% 左右），与 1980 年代初期（90% 以上）则还有 30 多个百分点的差距。

图表 13 同比涨幅大于 2% 的 CPI 细分项占比



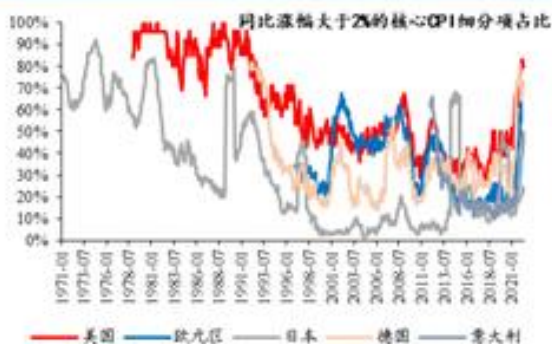
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 14 同比涨幅大于 5% 的 CPI 细分项占比



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 15 同比涨幅大于 2% 的核心 CPI 细分项占比



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 16 同比涨幅大于 5% 的核心 CPI 细分项占比



资料来源: Bloomberg, 华创证券

二

通胀宽度与高度的关系

(一) 美欧日通胀宽度与高度的关系

1970 年代以来, 美国通胀宽度与高度的相关性 (用当期通胀宽度与当期通胀高度的 120 个月滚动相关系数衡量, 越高代表相关性越强) 呈“先升后降再升”的过程, 2000 年以来逐渐下降, 但疫情后快速上升; 同时通胀宽度的粘性大幅增强 (用当期通胀宽度与前后半年通胀高度的 120 个月滚动相关系数波动区间衡量, 越宽表示粘性越弱, 越窄表示粘性越强)。欧

元区和德国的通胀宽度与高度的相关性、通胀宽度的粘性在疫情后也快速上升。日本通胀宽度与高度的相关性呈缓慢下降趋势，疫情后也未有改变，通胀宽度的粘性变化也不明显。

1、美国

美国 CPI 通胀的宽度与高度的关系在历史上经历了四个阶段的变化：

Ø 在 1983 年以前，有两个现象：1) 通胀很宽，涨价范围极广，90% 以上的项目涨幅超过 2%；2) 通胀宽度与高度的相关性较强，相关系数在 0.6 左右；3) 通胀宽度与高度之间的相关性，随时间的衰减并不显著，通胀宽度的粘性较强(图 17 中相关性区间很窄)。这可能体现的是 1970-1980 年代的大通胀时期，涨价更容易扩散且更具持续性，也是通胀预期脱锚的佐证。

Ø 1983 年至 1999 年是美国走向通胀大缓和的过渡时期，期间，1) 在沃尔克大幅提高利率去通胀后，整体通胀的宽度与高度的相关性变强，相关系数提高至 0.8-0.9；2) 通胀宽度与高度之间的相关性随时间变化而

由弱转强，这体现了美联储治理通胀的成本下降，通胀宽度会随通胀高度

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_43997

