张瑜：糟糕的通胀形势，更“鹰”的美联储——6 月美国 CPI 数据点评

意见领袖 | 张瑜

—

糟糕的通胀形势，更“鹰”的美联储

美国通胀再度大幅上行并大超市场预期，6 月 CPI 同比上行至 9.1%，彭博预期是 8.8%。

从数据结构看，6 月美国 CPI 同比、环比均大幅上行，既有能源和食品价格的推动，也有核心价格韧性的因素。

CPI 同比上行 0.5 个百分点，汽油、能源服务 (电力和天燃气)、房租、医疗和运输服务价格是主要边际拉动项，对 6 月 CPI 同比的边际拉动分别为 0.45、0.11、0.06、0.05、0.05 个百分点。

CPI 季调环比上行 0.3 个百分点，主要的边际拉动项是汽油、运输和医疗服务价格，对 CPI 季调环比的边际拉动分别约 0.35、0.05、0.02 个百分点。房租环比涨幅虽未扩大，但仍然维持在 0.6%的高位，这是核心通胀涨价韧性的最大支撑项。

这样的涨价特征，和我们阐述的美国通胀“难预测”性的三点原因基本对应：

1）供给层面，在美国供应链中断和短缺尚未明显缓解、国际原油供需和贸易格局重塑所需时间存在大幅不确定性的背景下，供给对美国通胀的扰动仍将持续且难以预测。

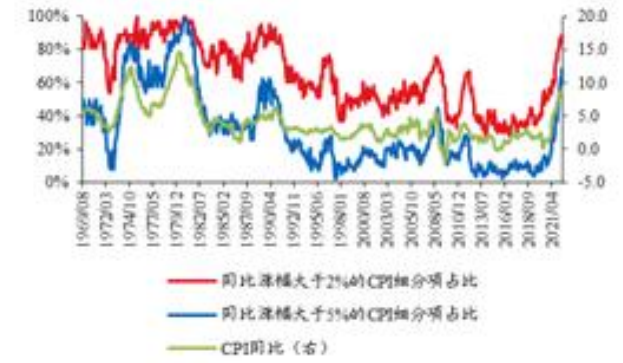
2）需求层面，无法评估美国当前通胀形势是否反应以及多大程度上反应了美联储货币政策的收紧，意味着美联储“错杀”需求对通胀的影响幅度和时点难以预测。

3）认知层面。由于美国消费支出份额的变化，扭曲了不同时期的通胀对比，使得美国官方和市场可能低估了当前通胀的严峻程度，目前的通胀水平比官方序列所显示的更接近于 1970-80 年代的峰值。

糟糕的通胀形势，不仅仅体现为读数的走高（通胀高度），还表现为涨价范围的扩大（通胀宽度），美国通胀高度虽不及 1980 年代初期，但通胀的宽度已经达到了。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（70%左右）已超过 1990 年代初期的峰值（60%左右），接近 1980 年代初的水平（80~90%）。在通胀上行、通胀变宽的时期，通胀读数超预期（彭博一致预期）的概率越大，金融市场隐含波动率的情况也侧面验证了这一点，1990 年以来，通胀上行、通胀变宽的时期，美债和美股的隐含波动率大多也会上升。

图表 1 美国通胀宽度



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 2 美国核心通胀宽度

资料来源：Bloomberg，华创证券

从当前的通胀动态来看美联储的政策选择窘境，我们认为美联储面临着四大通胀困境：

1）通胀面临的供给冲击何时消退尚不可知，而任由负面供给长时间冲击通胀，即使是短期的负面冲击也有可能推高中长期通胀预期，进而导致趋势通胀中枢上行；

2）涨价压力正在大幅扩散，通胀快速变宽，涨价压力渗入到更具粘性的核心商品和服务部门，由此，通胀压力已不仅仅是经济问题，更是一个政治和社会问题；

https://www.yunbaogao.cn

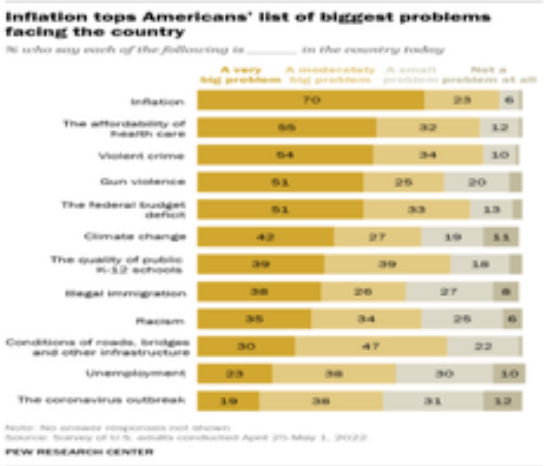
3）虽然目前表明大多数发达经济体正在陷入工资-价格螺旋的证据不足，但不应低估出现工资-价格螺旋的风险，尤其是考虑到薪资大幅上涨以及一些劳动力市场机制（工资指数化、COLA 条款等，使经济体更容易陷入工资-价格螺旋，让通胀变得更加顽固）变化的潜在压力；

4) 央行在短期内几乎无法应对供给驱动的临时价格冲击。只能单方面地影响需求来改变供需格局，从而影响通胀。

图表 3 6月美国消费者通胀预期继续走高

资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 4 通胀已成为美国民众最关注的问题



资料来源：Pew Research Center

鉴于当前糟糕的通胀形势，我们对三季度美联储的政策紧缩持“更鹰”的判断。

对美联储而言，只能通过货币政策大幅快速收紧，大幅杀需求来降低通胀。并且我们认为，为了防止通胀固化，在看到通胀下来之前，央行不应该也不能停止货币政策的收紧，即便这样会大幅错杀需求，进而导致经济大幅放缓甚至衰退。美联储在 1970-1980 年代期间既要“降通胀”又要

https://www.yunbaogao.cn

“保经济”的政策思路使得隐含通胀目标从1959年的1.25%上升到1970年代中后期的8%以上。如果美联储坚持大通胀时期前的隐含通胀目标，美国在1970-1980年代期间的CPI同比峰值不会超过4%。

什么时候美联储的政策才可能会转向？在6月底的国会听证会上，当被问及当美联储的加息大幅放缓经济但不能迅速降低通胀的情况下，将如何应对可能面临的权衡取舍时，鲍威尔表示，“在这种情况下，央行并不愿从加息转向降息，要到看到明确的证据表明通胀正在以令人信服的方式下降，才会转向。”

我们对“明确的证据表明通胀正在以令人信服的方式下降”的理解是，要看到两个非常重要的通胀观察指标明显缓解：

一是核心CPI环比能不能回到0.2%的正常水平（今年1-5月美国核心CPI环比均值为0.5%，疫情前近四十年均值约0.2%，美国经济快速增长的三段时期1992-2000年、2003-2006年、2015-2018年的环比也是0.2%；1970-1982年大通胀时代是0.6%；1957年至今，核心CPI环比超过0.5%的月份占比不足20%）；

二是通胀宽度是否能明显收窄（1990年代中期以来，涨幅超过2%的细分项目比例是40~60%，目前在90%左右）。

在中期纬度上（未来半年到一年），美债利率大概率会先继续反应政策收紧和高通胀，随着中期维度美国通胀回落、需求被“超杀”逐步验证，

才有望进入新的下行阶段。基于货币政策大幅收紧带来欧美经济衰退的预期，进而过早地押注长端利率的走向，风险可能偏大。

二

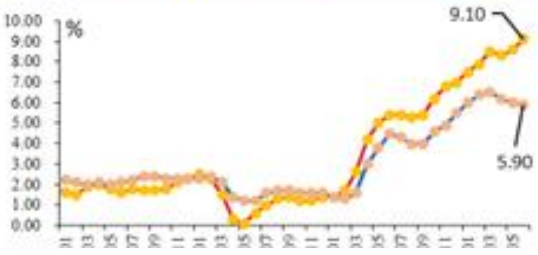
6 月美国 CPI 数据简述

（一）总体情况：CPI 同比向上破 9%，核心 CPI 同比小幅回落

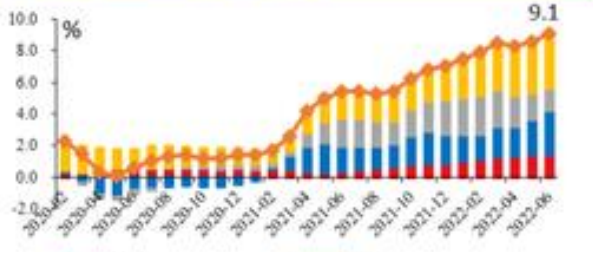
同比看，美国 CPI 同比再度上行并突破 9%，大幅超出市场预期；核心 CPI 同比小幅下行。6 月 CPI 同比 9.1%，彭博预期 8.8%，前值 8.6%；核心 CPI 同比 5.9%，彭博预期 5.7%，前值 6%。

环比看，6 月 CPI 季调环比上涨 1.3%，预期 1.1%，前值 1%；核心 CPI 季调环比上涨 0.7%，预期 0.6%，前值 0.6%。

图表 5　6 月美国 CPI 同比 9.1%，核心 CPI 同比 5.9%



图表 6　CPI 同比历史走势拆分



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_44043