

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

美国低通胀为我国政策提供较好外部环境

——美国通胀指标解读

分析师：

王鹏

执业证书编号：S1380516030001

联系电话：010-88300851

邮箱：wangpeng@gkzq.com.cn

2019 年 07 月 15 日

通货膨胀是美联储货币政策最终目标之一，也是其决定是否降息的重要依据之一。通常而言，我们习惯将 CPI 作为衡量通胀水平的指标，但是在美国，由于 PCE 价格指数反映的是个人支出的价格变化水平，而个人支出占到美国 GDP70%的比重，关注 PCE 价格水平可以观察到尽可能涵盖 GDP 范围的通胀水平，因此，美联储更关注 PCE 价格指数。

由于篮子及其权重的不同，最终导致了 PCE 与 CPI 的数值出现一定程度的差异。从历史平均值来看，PCE 价格通胀指数通常比 CPI 低 0.2—0.5 个百分点。

从 2014 年年初开始，虽然美国经济增长并未完全企稳，但核心 PCE 开始企稳回升，美联储便开始考虑退出量化宽松并在当年 9 月实施，可是，由于 2014 年 7 月—2015 年 11 月核心 PCE 由 1.7%持续回落至 1.26%，即便失业率连创新低，但考虑如此低迷的通胀水平，美联储始终未加息，而是在核心 PCE 企稳的 12 月开始实施了第一次加息。目前，核心 PCE 自 2018 年 7 月的最高点 2.04%已持续下降至目前的 1.6%，美联储加息预期已不存在，且在全球贸易形势趋紧的背景下，增长堪忧、财政赤字逐渐显现以及通胀水平持续走低的情况下，美联储降息预期渐浓。进一步对 PCE 的细项指标观察，在住宅方面，新建住房销售指标持续低迷，医疗保健增速持续下降以及服装方面连续的负增长均预示未来 PCE 或 CPI 等通胀数据或将继续下降。

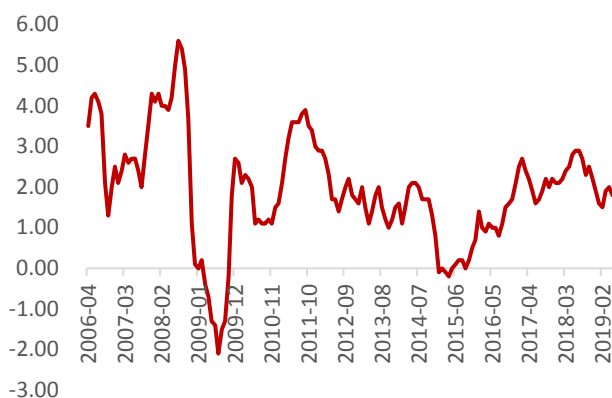
美国通胀水平持续低迷且美联储存在对通胀目标重修的可能，为我国货币政策操作空间提供宽松外围环境。

风险提示：美国通胀持续低迷易形成通缩预期进而影响经济增长。

通货膨胀是美联储货币政策最终目标之一，也是其决定是否降息的重要依据之一。通常而言，我们习惯将 CPI 作为衡量通胀水平的指标，但在美国，由于美联储更关注 PCE 价格指数，因此，市场对 PCE 价格指数的关注更甚于 CPI。

近一年来，美国除 PCE 价格指数、核心 PCE 价格指数同比增长在 2018 年 7 月达到 2.21% 和 2.04% 之外，其余月份，PCE 价格指数与核心 PCE 价格指数同比均位于通胀目标 2% 以下；同样，CPI 指数自 2018 年 7 月达到最高值 2.9% 之外，其他月份也均在 2% 以下，并呈现下降趋势。截止 2019 年 5 月份，美国 PCE 价格指数和 CPI 指数分别低至 1.52% 和 1.8%。

图 1: 美国 CPI 走势



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 2: 美国 PCE 走势



资料来源: Wind, 国开证券研究部

美国 PCE、CPI 指标持续走弱能否预示未来美国经济增长放缓？未来美联储降息的概率及幅度有多大？通过详细分析美国 PCE、CPI 等通胀指标或许可以获得更清晰的认识。

为什么美联储更注重 PCE 而不是 CPI？——CPI 和 PCE 的区别在哪里？

首先，涵盖范围不同。由于 PCE 价格指数反映的是个人支出的价格变化水平，而个人支出占到美国 GDP70% 的比重，因此，关注 PCE 价格水平可以观察到尽可能涵盖 GDP 范围的通胀水平。

其次，调查方式和数据来源不同。PCE 价格指数主要通过统计局的年度调查和月度零售调查，属于商业销售调查，而 CPI 来自对家庭的消费者调查。PCE 不仅包括个人消费，而且包括非盈利机构的所有消费者，而 CPI 主要是覆盖城镇家庭。因此，PCE 的篮子比 CPI 大得多。

再次，两者的计算方法也不同。PCE 是 GDP 报告中所说的费雪链式加权

指数计算而得，而 CPI 是用拉斯贝尔价格指数或者几何平均法来计算。

表 1: 美国 PCE 与 CPI 对比

	PCE	CPI
调查方法与来源	商业调查、零售调查	消费者调查、家庭调查
覆盖范围	所有消费者	城镇家庭
篮子权重	按支出	按调查
计算方法	链式费雪	拉斯贝尔

资料来源：美国商务部经济分析局

总之，由于涵盖范围、调查方式与数据来源以及计算方法的不同，PCE 与 CPI 在篮子范围及其权重上也存在较大差异。

其中，权重差异最大的是医疗和住宅两个项目。在医疗项目上，因为 PCE 指数将消费者支出定义为获得利益而付出的支出，显然社会保险所覆盖的大量医疗成本也被视为支出的一种，而 CPI 则不计算在内，因此，在医疗项目权重上两者相差较大。在住宅项目上，CPI 比 PCE 权重大的原因是，虽然两者在租金计算时的方式类似，但是在其他非租金项目上，PCE 覆盖项目比 CPI 广泛得多，这样，租金支出这一分子不变，而总支出分母较大使得住宅在 PCE 中的权重就相对较小。

此外，两种计算方法的假设前提不同。比如 PCE 考虑了替代产品的影响而 CPI 没有。比如牛肉太贵，一个人可以改吃便宜点的鸡肉，这样的购买习惯并未在 CPI 中考虑，而 PCE 则考虑进去了。

图 3: 美国 PCE 权重

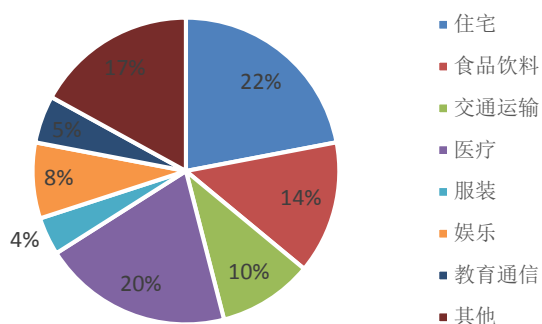
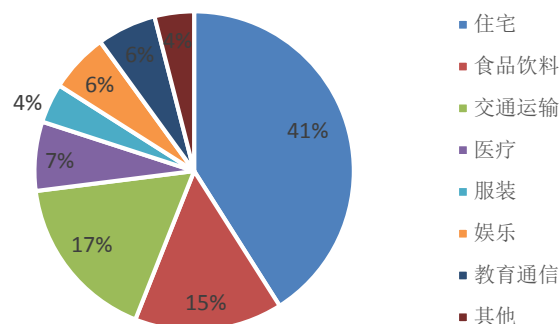


图 4: 美国 CPI 权重



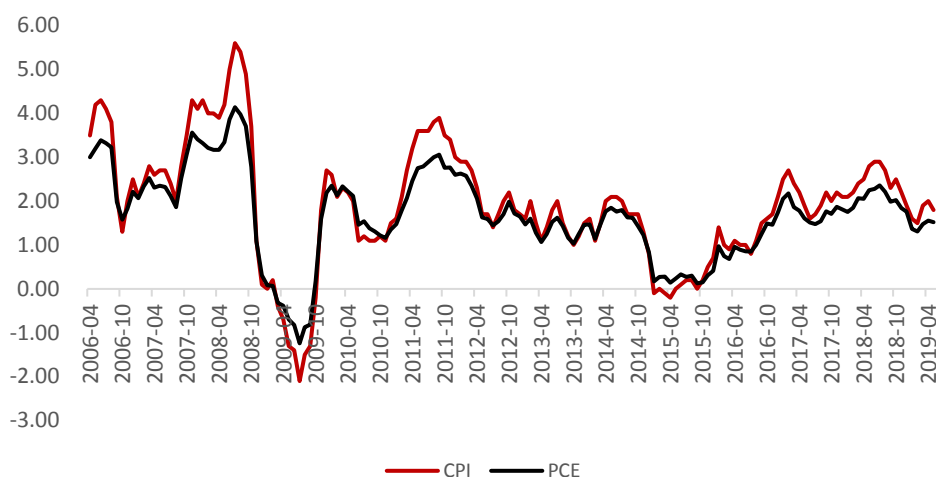
资料来源：国开证券研究部

由于篮子及其权重的不同，最终导致了 PCE 与 CPI 的数值出现一定程度

的差异。从历史平均值来看，PCE 价格通胀指数通常比 CPI 低 0.2—0.5 个百分点。

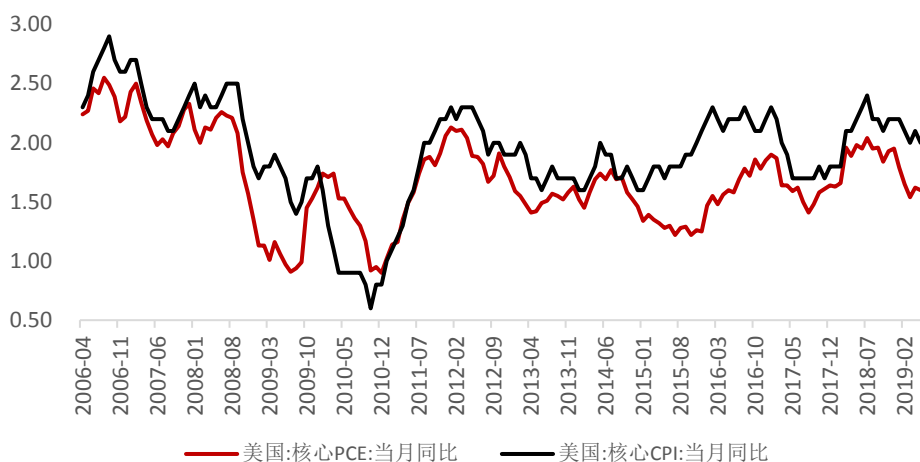
下图是 PCE 和 CPI 的同比变化以及核心 PCE 与核心 CPI 同比变化的对比情况。通过计算，可以得出，自 2006 以来，CPI 平均值比 PCE 平均值高出了 0.28%。

图5：美国PCE与CPI对比



资料来源：wind、国开证券研究部

图6：美国核心PCE与核心CPI对比



资料来源：wind、国开证券研究部

PCE 价格指数与 GDP 价格指数

既然 PCE 价格指数是 GDP 价格指数的一个子集，那么名义 GDP 是不是可以作为通胀的另一个指标？GDP 价格指数不仅包括 PCE 价格指数中消费者购买的项目，还包括其他 GDP 构成项目的内容。下图是 GDP 价格指数对比 PCE 价格指数的同比情况。可以看出，由于 PCE 占据 GDP 70% 的比重，大多数时间，GDP 价格指数波动与 PCE 基本相同，但两者也出现过背离，2007 年 8 月-2008 年 4 月，PCE 价格指数下降而 GDP 平减指数上涨，说明当时仅占 GDP 比重 30% 的商业投资等其他项目的价格上涨速度抵消了占 GDP 70% 的消费项目的价格下降，使得 GDP 价格指数继续上涨，这种经济过热有悖常理，随后美国爆发金融危机。

图7：美国GDP指数与PCE价格指数



资料来源：wind、国开证券研究部

与美国相比，我国统计局公布的 GDP 指数总是高于 CPI，主要是因为，美国 GDP 的主导是消费，PCE 价格指数能够引导 GDP 价格指数，而中国拉动 GDP 的因素主要是投资，所以我国的 CPI 仅能反映消费品的通胀水平。对于投资，尤其是房价等是否应该合理的计算至 CPI 一直存在较大争议。

PCE 与 CPI 预测能力强吗？

作为预测工具，CPI 的价值有限。虽然 CPI 可以显示和印证当下通胀水平低迷或者高涨进而显示未来经济的可能方向，但是，它并不是一个领先指标，而是一个滞后指标，一般而言，在经济萧条开始一段时间后，通胀指标才开始出现下降趋势，而且如果经济在一年或者几年内即便开

始出现缓慢恢复时，价格指标都可能没有上升，因此，其作为经济转折点的预测指标功能较弱。虽然 PCE 与 CPI 预测能力不强，但是它们却是领先和同步指标较好的验证指标，能在经济波动发生以后对总体经济运行中已经出现的峰和谷进行确认，对先行指标显示的信号进行验证。同时，由于美联储及其其他国家央行在依据通胀水平变化调整货币政策时，往往审慎且保持连续性，因此 PCE 与 CPI 的滞后特征正好印证经济水平是否需要央行做出调整，因此，PCE 与 CPI 是美联储或者其他央行据以改变货币政策方向的重要参考指标。

从历史经验可以看出，核心 PCE 是美联储利率决策的主要依据。从 2014 年年初开始，虽然美国经济增长并未完全企稳，但核心 PCE 开始企稳回升，美联储便开始考虑退出量化宽松并在当年 9 月实施，可是，由于 2014 年 7 月—2015 年 11 月核心 PCE 由 1.7% 持续回落至 1.26%，即便失业率连创新低，但考虑如此低迷的通胀水平，美联储始终未加息，而是在核心 PCE 企稳的 12 月开始实施了第一次加息。目前，核心 PCE 自 2018 年 7 月的最高点 2.04% 已持续下降至目前的 1.6%，美联储加息预期已不存在，且在全球贸易形势趋紧的背景下，增长堪忧、财政赤字逐渐显现以及通胀水平持续走低的情况下，美联储降息预期渐浓。

持续低迷的核心 PCE 迫使美联储正在改变通胀目标水平

自 2014 年美联储推出量化宽松以来，其失业率和通胀水平之间并未呈现出低失业率与高通胀率反向走势的菲利普斯曲线形态。正如美联储决策层判断，自金融危机以来，通胀存在长期的向下压力，虽然 2018 年上半年核心通货膨胀率的上升，但那主要是源于非周期性价格推动，而通胀的周期性因素则一直表现温和。自 2008 年金融危机以来的宽松货币政策没有对通胀产生明显作用，主要原因在于过于明确的通胀目标使得长期

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_11335

