

从“高位运行”到“最后一英里”——近三年美国通货膨胀的演进轨迹

1. 案例名称：从“高位运行”到“最后一英里”——近三年美国通货膨胀的演进轨迹

2. 案例适用：通货膨胀理论

3. 运用知识点：通货膨胀的衡量指标（CPI、PCE）、核心通胀与整体通胀、成本推动型通胀、需求拉动型通胀、通胀预期

4. 案例内容：

2026年2月，美国劳工统计局发布数据显示，2026年1月消费者价格指数（CPI）同比涨幅为2.9%，核心CPI同比上涨3.1%。这一数字虽然较2022年9%以上的峰值大幅回落，但距离美联储2%的长期目标仍有明显距离。此时距离通胀首次突破2%目标位已接近五年，“通胀粘性”成为美国经济的关键词。

回顾近三年美国通胀的演进轨迹，呈现出明显的“高位回落但粘性犹存”的特征。根据美联储FOMC经济预期，2024至2026年底PCE通胀预期中值分别为2.4%、2.5%、2.1%，核心PCE通胀预期中值分别为2.8%、2.5%、2.2%。这意味着，尽管趋势向下，但回落的速度慢于预期。

2024年：通胀缓慢下行的一年。克利夫兰联储编制的16%截尾均值CPI数据显示，2024年各月通胀率呈现波动：1月为5.37%，随后逐步回落，6月降至1.90%，但9月又回升至3.55%，12月为3.00%。通胀预期方面，1年期预期通胀从年初的2.42%波动上行至12月的2.65%。全年核心商品通胀一度呈现通缩趋势，但下半年开始温和抬升。

2025年：通胀粘性充分显现的一年。这一年通胀呈现出明显的结构性特征。从全年看，1年期预期通胀从年初的2.63%攀升至12月的3.19%，显示消费者对未来物价上涨的担忧加剧。截尾均值CPI数据显示，1月通胀高达4.62%，之后虽有回落，但6月、8月、12月分别录得3.42%、3.09%和3.60%。剔除住房的核心服务通胀成为通胀上行的最大贡献项，这一板块的走势高度依赖薪资水平，而劳动力市场持续紧俏，薪资难有显著回落。

11月，联邦政府停摆事件扰乱了通胀数据的常规收集，当月核心通胀数据基本缺失，给市场判断带来困难。12月，随着数据采集恢复正常，CPI显示价格同比上涨2.7%，食品价格创下三年多来最大涨幅，牛排价格同比上涨17.8%。

2026年：持续面对“最后一英里”挑战。年初数据显示，1月CPI同比2.9%，1年期预期通胀为2.59%。美国国会联合经济委员会发布的数据显示，2025年12月至2026年12月，PCE价格指数通胀率为2.90%，核心PCE为3.00%，均高于美联储2%的目标。住房和医疗服务是主要的上涨驱动因素，而耐用消费品价格出现下降。

在通胀持续的背后，多重结构性因素交织作用。劳动力市场紧俏、消费支出表现强劲、关税成本逐步向下传导，叠加住房通胀指标的明显滞后性，共同构成了通胀粘性难消的核心诱因。瑞银经济学家测算，新的贸易体制将使核心PCE通胀率增加0.8个百分点，仅关税一项就可以解释当前通胀率与美联储2%目标之间的近三分之二差距。

住房通胀的滞后效应尤为突出。CPI中的业主等价租金指标与房地产市场实际走势存在约两年的滞后，这意味着未来一年的租金走势基本由此前房价决定，

其显著回落大概率将出现在 2027 年。2025 年 10 月数据采集缺失后，劳工统计局的修正方式更增加了这一指标的不确定性。

消费者层面，通胀压力持续显现。2025 年 12 月，食品、公用事业和汽油支出合计占消费者总预算接近 25%，这些高频购买品的价格上涨直接影响消费者信心。尽管假日购物季零售额增长 4.1%，消费者仍表现出“优先给亲友买礼物”的支出韧性，但经济学家警告，大多数家庭抵御通胀的能力较两年前减弱，收入分配前 20%以下的家庭正遭受成本上升的冲击。

货币政策层面，美联储在 2024 年 6 月的经济预测中预计，2026 年底联邦基金利率将降至 3.1%，但通胀粘性使降息时点不断后移。2026 年 1 月 FOMC 会议预计维持基准利率在 3.50%-3.75%区间，市场对年内降息次数的预期持续调整。

5. 案例分析：

近三年美国通胀的演进轨迹，为理解通货膨胀理论提供了丰富的现实素材。

首先，通胀衡量指标的差异在本案例中充分体现。CPI 和 PCE 是两大核心指标，二者在统计范围、权重设定、计算方法上存在显著差异。CPI 采用固定商品篮子，住房权重更高；PCE 则考虑消费者替代效应，覆盖范围更广。2025-2026 年，二者的走势差异明显——受住房板块拉动，核心 CPI 可能传递出通胀下行的信号，而美联储偏爱的核心 PCE 则显示通胀仍顽固地停留在 3%附近。这提醒我们，单一指标可能带来误判，需要多维度交叉验证。

其次，通胀的结构性成因在本案例中清晰可见。成本推动型通胀方面，关税政策是突出因素——瑞银测算关税将使核心 PCE 通胀增加 0.8 个百分点，企业调查也普遍反映出显著的价格上行压力。需求拉动型通胀方面，劳动力市场紧俏推动薪资上涨，进而支撑服务价格，2025 年剔除住房的核心服务通胀成为最大贡献项。结构性通胀方面，住房指标的滞后性决定了其回落需要时间，食品和能源价格受地缘政治和天气影响波动剧烈。这种多重因素交织的格局，决定了通胀回落不会是线性的。

第三，通胀预期的演变对实际通胀具有重要影响。1 年期预期通胀从 2024 年初的 2.42%波动上行至 2025 年底的 3.19%，2026 年初回落至 2.59%。预期通胀的变化会通过工资谈判、企业定价等渠道传导至实际通胀。当消费者预期未来物价上涨时，可能提前购买，反而推高当前价格；当工人预期未来生活成本上升时，会要求更高工资，形成工资-价格螺旋。美联储高度关注通胀预期，正是因为它具有自我实现的性质。

第四，通胀对不同群体的影响存在异质性。本案例揭示了一个重要现象：高收入家庭受益于人工智能驱动的股票市场财富，而收入分配前 20%以下的家庭则遭受成本上升的冲击。食品、能源等必需品支出占低收入家庭预算比重更高，这些价格上涨对其实际购买力的侵蚀更为严重。牛排价格上涨 17.8%对高收入家庭或许只是轻微影响，但对低收入家庭可能意味着减少其他开支。这种分配效应是通胀的社会成本之一。

第五，通胀与货币政策的关系在本案例中得到生动体现。美联储的“双重使命”是最大化就业和物价稳定。当通胀远高于目标时，美联储通过加息抑制总需求。但 2025-2026 年的经验表明，结构性因素（如住房滞后、服务粘性）可能使通胀对利率变化不那么敏感，单纯依靠货币政策难以快速奏效。这正是当前美联储面临的挑战——如何在控制通胀的同时避免过度抑制经济增长。

最后，数据质量问题值得关注。2025 年 11 月政府停摆导致核心通胀数据缺失，统计方法调整（如 CPI 权重变化）可能扭曲通胀的真实走势。这提醒我们，

宏观数据是政策决策的基础，数据的准确性和连续性至关重要。

6. 案例讨论：

(1) 从通胀类型看，你认为当前美国通胀主要是成本推动型、需求拉动型还是结构性通胀？关税、薪资上涨、住房滞后等因素分别属于哪种类型？

(2) CPI 和 PCE 两大指标在 2025-2026 年呈现差异走势。你认为美联储应该更关注哪个指标？为什么？两个指标的差异对货币政策决策有何影响？

(3) 通胀预期从 2024 年初的 2.42% 上升到 2025 年底的 3.19%，又回落至 2026 年初的 2.59%。你认为通胀预期的变化如何影响实际通胀？如果长期通胀预期“脱锚”（即显著偏离 2%），可能带来什么后果？