2020 年 2 月 18 日

宏观经济

新时代证券 New Times Securities

美国真实的通胀预期是多少

——春节期间海外经济事件点评

行业点评

布伦特原油、WTI 原油期货价分别于 2 月 8 日、2 月 15 日超过 60 美元/桶，通胀预期升温，十年期美债收益率于 2 月 16 日突破 1.3%，与此同时，股市普涨，避险情绪回落，黄金价格下跌。原因有三方面。其一，疫苗接种速度加快，新增新冠肺炎病例下降。其二，美国新一轮财政刺激落地在即。其三，拜登政府的对外政策更被市场所接受。

市场经常用基于通胀保值债券（TIPS）计算的盈亏平衡通胀率来表示通胀预期。美国 10 年期盈亏平衡通胀率在 2 月 5 日超过 2.2%、5 年期盈亏平衡通胀率在 2 月 8 号超过 2.3%。但是盈亏平衡通胀率并不能代表通胀预期，因为盈亏平衡通胀率还受到流动性风险溢价、通胀预期风险溢价等因素的影响。2020 年 3 月后美联储加大购买 TIPS，TIPS 流动性风险下降，盈亏平衡通胀率上升，利用盈亏平衡通胀率来代替通胀预期，会高估通胀预期。当经济向下，货币政策存在零利率约束时，债券是安全资产，通胀风险溢价可能为负。当经济上行，债券安全资产属性弱化，通胀风险溢价转为正。通胀风险溢价的上升，会导致盈亏平衡通胀率上升快于通胀预期，如果通胀风险溢价是正的，则意味着盈亏平衡通胀率高估通胀预期。

要计算真实的通胀预期需要剔除流动性风险溢价、通胀风险溢价等因素的影响。基于通胀互换计算的通胀预期剔除流动性风险溢价的影响。克里夫兰联储的经济学家，利用该方法计算的未来十年平均通胀预期仅略高于 1.4%。基于 DKW 模型计算的十年期平均通胀预期稍微高一些，但也不到 1.8%。根据该模型，1 月十年期美债上升的 18.3 个基点中，实际利率上升了 9 个基点，通胀预期上升了 5.6 个基点，通胀风险溢价上升了 3.7 个基点。至少从 1 月数据来看，美债收益率的上升中，实际利率贡献最大，其次是通胀预期，此外通胀风险溢价贡献也不小。

根据次贷危机后的经验，就业可能比通胀更重要，即使通胀达到了一定水平，如果没有实现就业目标，美联储也不会收紧货币政策。美国经济修复很不牢固，随着前两轮美国财政补贴效应的消退，居民收入恶化，美国 2 月密歇根大学消费者信心指数大幅下滑。美国 1 月失业率为 6.3%，新增非农就业只有 4.9 万人，远远低于市场预期。失业率降到 7%以下之后，继续下降的速度放缓。

美联储行动之前还会考虑其他因素。疫情之前，美国企业杠杆率已经比较高，疫情后的低利率环境下，美国企业大量借贷，债务风险较大。美债收益率持续上升，不利于美国债务融资以及实体经济复苏，这也使美联储有必要长期保持货币宽松，甚至不排除美联储进行利率曲线控制。

总之，短期内美联储要实现双重目标比较困难，现在讨论货币政策转向为时尚早。

- **风险提示：模型存在误差**

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：被忽视的通胀风险溢价

2020-11-15

投资周报：如何正确地理解盈亏平衡通胀率

2020-9-20

目 录

1、 通胀升温的原因.....3
2、 真实的通胀预期.....3
3、 美联储实现双重目标的前景.....5

图表目录

图 1: 美联储通过购买 TIPS 管理通胀预期.....4
图 2: 美国真实的通胀预期或许没有那么高.....5
图 3: 失业率距离美联储目标甚远.....5

春节期间海外市场比较热闹，布伦特原油、WTI 原油期货价分别于 2 月 8 日、2 月 15 日超过 60 美元/桶，通胀预期升温，十年期美债收益率于 2 月 16 日突破 1.3%，与此同时，股市普涨，避险情绪回落，黄金价格下跌。那么，美国通胀预期升温的原因是什么？真实的通胀预期是多少？是否会改变美联储的货币政策？

1、 通胀升温的原因

美国通胀升温的原因有三方面。

其一，疫苗接种速度加快，新增新冠肺炎病例下降。2 月 15 日全球平均新冠肺炎疫苗接种为 2.28 剂次/百人，其中过去几天美国平均每日接种 170 万剂次，每百人接种了 15.8 剂次，接种人口比例达到 10%以上。疫苗接种加上“口罩令”，美国新增病例从 1 月上旬开始下降，目前是回到了 2020 年 10 月的水平。随着疫苗接种以及天气转暖，新增病例会进一步下降。

其二，美国新一轮财政刺激落地在即。2 月 5 日，美国国会两院通过预算和解法案。在预算和解程序下，表决不需要“超级多数”，仅需要“简单多数”，民主党提议的新一轮财政刺激方案大概率在 3 月通过。而至于市场比较担心的加税，可能要等到 2022 年。

其三，拜登政府的对外政策更被市场所接受。或许美国朝野上下对中美关系存在共识，但不同党派处理方式存在差异，从拜登上台后的一些行动来看，拜登政府的外交风格更被市场所接受。从这两点可以看出。第一，拜登政府上台后，美国商务部开始审查之前的决定。美国政府分别于 2 月 10 日、11 日要求联邦法院暂停 TikTok、WeChat 的禁令，以便重新审查这些软件对美国国家安全的威胁。第二，中美领导人除夕电话交谈。

2、 真实的通胀预期

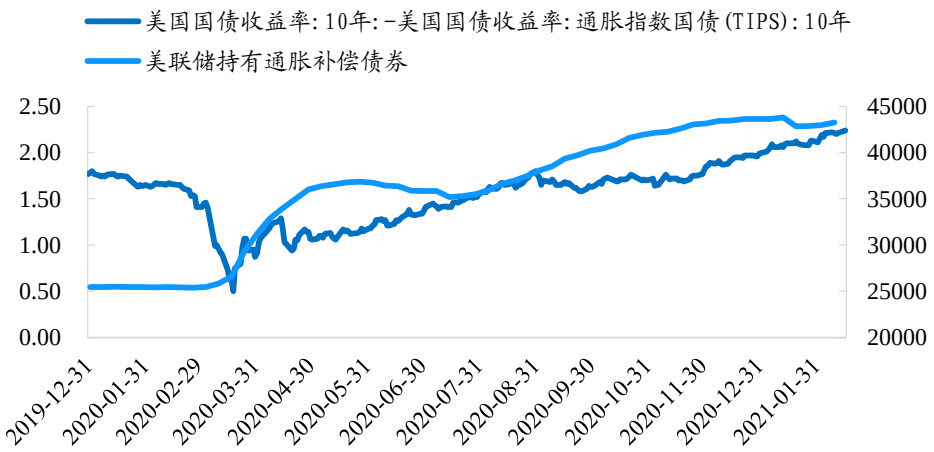
通胀预期上升，那么美国真实的通胀预期到底是多少？有没有市场预期的那么高？能否改变美联储的货币政策？

市场经常用基于通胀保值债券（TIPS）计算的盈亏平衡通胀率（breakeven inflation rate）来表示通胀预期。美国 10 年期盈亏平衡通胀率在 2 月 5 日超过 2.2%、5 年期盈亏平衡通胀率在 2 月 8 号超过 2.3%。但是盈亏平衡通胀率并不能代表通胀预期，因为盈亏平衡通胀率还受到流动性风险溢价、通胀预期风险溢价等因素的影响。

名义债券收益率=实际债券收益率+盈亏平衡通胀率=实际债券收益率+预期通胀率+通胀风险溢价=TIPS 收益率+预期通胀率+通胀风险溢价-流动性风险溢价。如果用 TIPS 收益率代替实际债券收益率，则盈亏平衡通胀率=名义债券收益率-TIPS 收益率=预期通胀率+通胀风险溢价-流动性风险溢价。可见，如果用盈亏平衡通胀率来代表通胀预期，那么可能会误读通胀预期。

流动性风险影响盈亏平衡通胀率。2020 年 3 月后美联储加大购买 TIPS，TIPS 流动性风险下降，盈亏平衡通胀率上升，利用盈亏平衡通胀率来代替通胀预期，会高估通胀预期。通胀预期会导致通胀的自我实现，美联储通过购买 TIPS 来管理通胀预期是个阳谋。

图1： 美联储通过购买 TIPS 管理通胀预期



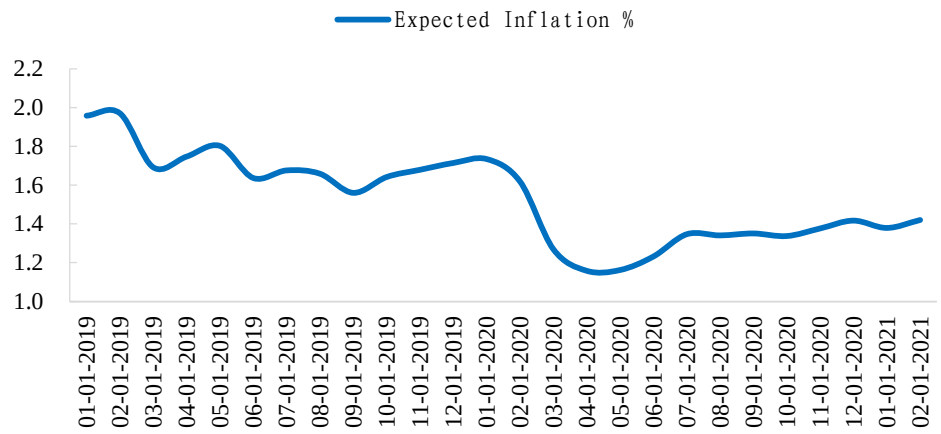
资料来源：Wind，新时代证券研究所

盈亏平衡通胀率还受到通胀风险溢价的干扰。当经济向下，货币政策存在零利率约束时，债券是安全资产，通胀风险溢价可能为负。当经济上行，债券安全资产属性弱化，通胀风险溢价转为正。目前通胀风险溢价为正还是为负存在很大争议，但可以肯定的是通胀风险溢价在上升，也就说通胀风险溢价为负时，通胀风险溢价绝对值在减小，通胀风险溢价为正时，通胀风险溢价绝对值在增大。通胀风险溢价的上升，会导致盈亏平衡通胀率上升快于通胀预期，如果通胀风险溢价是正的，则意味着盈亏平衡通胀率高估通胀预期。

要计算真实的通胀预期需要剔除流动性风险溢价、通胀风险溢价等因素的影响。基于通胀互换（inflation swap）计算的通胀预期剔除流动性风险溢价的影响。克里夫兰联储的经济学家，利用该方法计算的未来十年平均通胀预期仅略高于 1.4%。**基于 DKW 模型计算的十年期平均通胀预期稍微高一些，但也不到 1.8%。根据该模型，1 月十年期美债上升的 18.3 个基点中，实际利率上升了 9 个基点，通胀预期上升了 5.6 个基点，通胀风险溢价上升了 3.7 个基点。至少从 1 月数据来看，美债收益率的上升中，实际利率贡献最大，其次是通胀预期，此外通胀风险溢价贡献也不小。**

财政刺激、油价上涨和低基数效应确实可能导致今年的美国通胀较高，即使如此，美国货币政策可能也不会调整。一是低基数的效应是暂时的，二是剔除油价后核心 PCE 物价增速可能不会那么高。鲍威尔也表示，财政刺激可能会带来通胀压力，但通胀压力不会很大而且没有可持续性。假若疫苗大规模接种，并取得很好效果，美国通货膨胀上升到一定高度，美联储也要评估就业等指标后，才会决定是否改变货币政策。

图2： 美国真实的通胀预期或许没有那么高



资料来源：Cleveland Fed，新时代证券研究所

3、 美联储实现双重目标的前景

根据次贷危机后的经验，就业可能比通胀更重要，即使通胀达到了一定水平，如果没有实现就业目标，美联储也不会收紧货币政策。

美国经济修复很不牢固，随着前两轮美国财政补贴效应的消退，居民收入恶化，美国 2 月密歇根大学消费者信心指数大幅下滑，创 6 个月新低，低于市场预期及前值。2021 年 1 月美国失业率为 6.3%，新增非农就业只有 4.9 万人，远远低于市场预期。失业率降到 7%以下之后，继续下降的速度放缓。

1 月的美联储议息会议以及近期的美联储官员发言，都表明美联储要实现的是最大就业（maximum employment）目标。**最大就业并无准确的定义，最大就业不仅仅看失业率一个指标，需要综合多个指标来看，但不管如何，最大就业时的失业率是非常低的。**即使疫情前美国失业率降到了 3.5%，但是从薪资增速、通胀等其他指标来看，那时美国也没有实现最大就业。

图3： 失业率距离美联储目标甚远



资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：假设疫情前实现了最大就业，但实际上并没有。

另外，**美联储要实现的是广泛而包容的就业目标，这意味着货币政策不仅要支持整体的失业率下降，还是降低少数族裔、弱势群体的失业率。**毫无疑问，疫情会对美国经济产生长期负面影响，比如经济“僵尸化”、“磁滞效应”，这些长期影响会逐渐反映到就业上。2 月 10 日鲍威尔在纽约经济俱乐部讲话中表示，美国就业市场离强劲水平还很远，实现充分就业需要的不仅仅是货币政策，还需要其他部门的共同努力。

美联储行动之前还会考虑其他因素。疫情之前，美国企业杠杆率已经比较高，疫情后的低利率环境下，美国企业大量借贷，债务风险较大。美债收益率持续上升，不利于美国债务融资以及实体经济复苏，这也使美联储有必要长期保持货币宽松，甚至不排除美联储进行利率曲线控制，抑制长端利率过快上涨。

总之，短期内美联储要实现双重目标比较困难，现在讨论货币政策转向为时尚早。经济复苏是确定的，但市场有时会过度乐观，向上超调经济预期，待意识到问题后，又过度悲观地下调预期。这是需要注意的风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层　　邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/