

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。

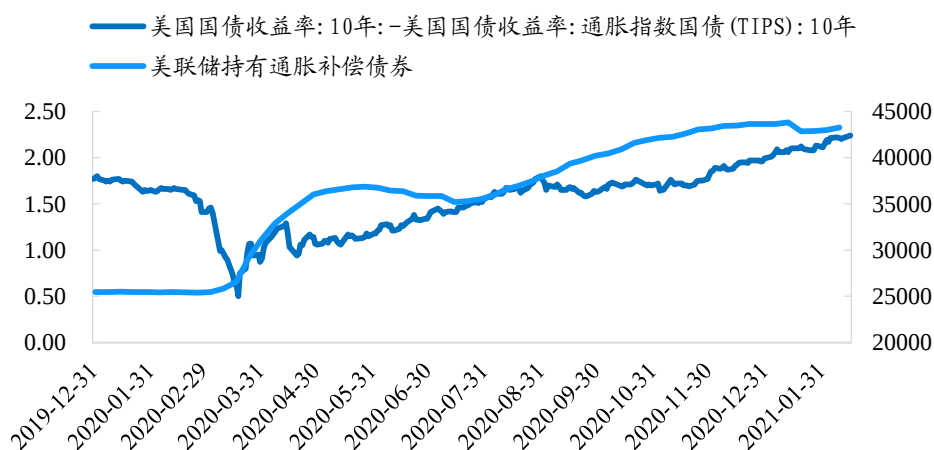
2、真实的通胀预期

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。

$$\text{名义债券收益率} = \text{实际债券收益率} + \text{盈亏平衡通胀率} = \text{实际债券收益率} + \text{预期通胀率} + \text{通胀风险溢价} = \text{TIPS 收益率} + \text{预期通胀率} + \text{通胀风险溢价} - \text{流动性风险溢价}$$
。如果用 TIPS 收益率代替实际债券收益率，则 $\text{盈亏平衡通胀率} = \text{名义债券收益率} - \text{TIPS 收益率} = \text{预期通胀率} + \text{通胀风险溢价} - \text{流动性风险溢价}$ 。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。

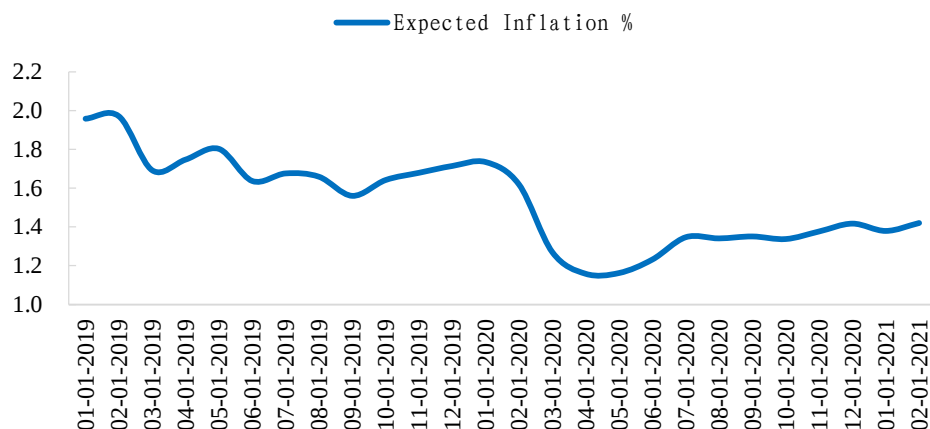
图1：美联储通过购买 TIPS 管理通胀预期

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

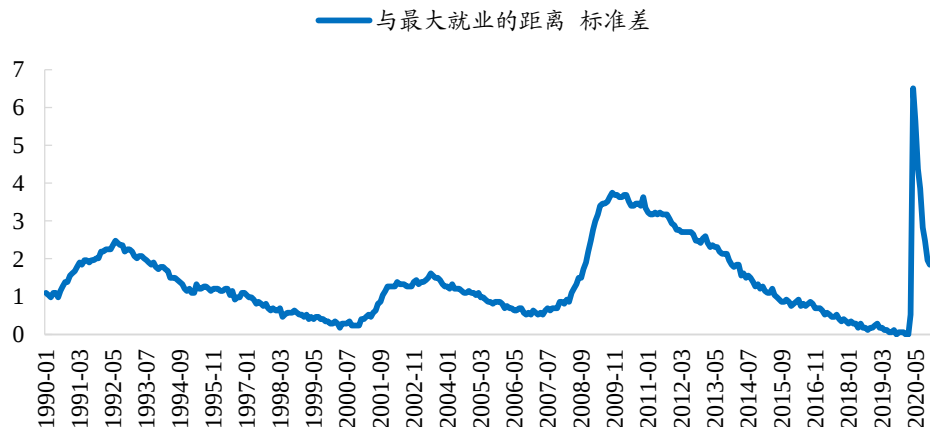
资料来源：Cleveland Fed，新时代证券研究所

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。

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_18018

