

TIPS 隐含美国通胀到了多少？

——再通胀系列研究之十三

报告导读/核心观点

10 年期 TIPS 隐含通胀预期对应投资者对于长期通胀水平的判断，因此市场对于该指标破 2% 较为敏感，易引发美联储货币政策迅速转向的担忧。我们认为 TIPS 虽然是长期通胀预期，但其走势随短期通胀趋势而动并动态影响市场预期。尽管短期内通胀预期可能继续阶段性上行，但将在二季度前迎来向下拐点，不会影响美联储货币政策。

□ **10 年国债减 10 年 TIPS 隐含的是对未来 10 年的平均通胀预期，并非时点预测**
 美国国债收益率作为名义收益率，同期限的通胀保护国债 (TIPS) 收益率为实际收益率，二者之差即为市场交易得到的通胀预期，又称盈亏平衡通胀率，共有 5 年、7 年、10 年、20 年以及 30 年品种，不同期限债券计算的盈亏平衡通胀率代表投资者对未来对应时间区间内平均通胀水平的预期，并非对特定时点的预测。以 10 年期为例：投资者对未来 10 年平均通胀水平预期=10 年国债收益率-10 年 TIPS 收益率。

□ **指标优点是判断通胀拐点较为有效，缺点是预测通胀绝对值的准确性欠佳**
 该指标在预判美国 CPI 拐点时均有较好的领先作用。该指标的缺点在于各期限盈亏平衡通胀率对通胀绝对值预测的准确性偏低。该预期指标最短预测期限为 5 年，对短期通胀 (1 年或数月内) 的通胀绝对值不具有明显的预测价值。在所有区间品种中，投资者使用最广泛的仍是 5 年期以及 10 年期，但实际不同期限的预测效果较为一致对于通胀节奏判断的领先性基本一致，但对于绝对值判断的准确性均不佳。

□ **仅从历史横向比较看，TIPS 当前隐含的通胀预期仍有上行空间**
 我们预测 2021 年美国 CPI 同比增速 2.5%；二季度为年内通胀高点，单月同比增速最高可能突破 5%，6 月起增速回落并在 12 月回至 2.3% 附近。从 TIPS 与国债隐含通胀预期看，当前 5 年、10 年盈亏平衡通胀率分别为 2.18% 与 2.1%，与 2018 年 4 月高点基本持平。彼时 5 年盈亏平衡通胀率曾上至 2.1%，CPI 于随后 2 个月冲至 2.9%。从最近 10 年看，5 年盈亏平衡通胀率曾于 2011 年冲上 2.45%，实际 CPI 增速于此 5 月内上至 3.9%。历史横向比较看，当前通胀预期对应的实际通胀水平离我们对美国 2021 年内 CPI 的高点判断仍有距离，预期值未来仍有上行空间。

□ **该指标突破 2% 的阈值暂时不会成为美联储决策的影响因素**
 一是美联储切换为平均通胀目标制的重要意图便是货币政策向就业目标倾斜，将在短期内容忍通胀超调，将失业率修复作为优先级更高的目标。虽然 10 年期 TIPS 隐含通胀预期已超过 2%，但短期内不会影响美联储决策。二是虽然预期指标短期内仍可能上行但预计将在 Q2 前迎来拐点。盈亏平衡通胀率拐点通常领先于实际通胀拐点到来。根据我们预测，美国通胀将在 5 月迎来拐点，则盈亏平衡通胀率的拐点可能在 5 月前到来，此后将掉头向下。通胀预期阶段性走高对美联储决策的影响可能有限。

□ **美国还有部分通胀预期的调查指标，可以作为 TIPS 隐含通胀预期的参考验证**
 一是专业预测者调查，按季发布，对未来 4 季度和 5 年、10 年的平均通胀进行预测。预测周期长，预测区间丰富。但发布频率较低，对宏观变化反应的及时性不足。二是利文斯顿调查，每半年公布一次，仅预测次年的年度通胀。虽然对通胀绝对值预测精度较高，但领先性欠缺。三是密歇根大学调查，主要调查美国家庭对未来 12 个月价格上涨判断，按月开展。可以较好预判通胀拐点；但对通胀绝对值的判断误差明显。

□ **使用密歇根调查数据作为 TIPS 的验证，通胀预期同样有继续上行空间**
 密歇根指数对于未来 1 年的通胀预期是 3%，是 2014 年以来最高位，最近 10 年该指标曾在 2011-2014 年间持续位于 3% 以上，最高在 2011 年 4 月攀至 4.6%，实际 CPI 水平于同年 9 月升至 3.9% 并回落，根据其对 CPI 绝对值的历史映射，离我们对美国 2021 年内的 CPI 高点判断仍有距离，预期值未来仍有上行空间，印证我们对 TIPS 隐含通胀预期可能会继续上行的判断。

风险提示：美国印度基建落地共振带动商品价格上涨；病毒变异导致疫苗失效；

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

正文目录

1. TIPS 隐含通胀预期或在短期内继续上行而后回落，预计对美联储决策影响有限	3
1.1. 10 年国债减 10 年 TIPS 隐含对未来 10 年的平均通胀预期	3
1.2. 优点是判断通胀拐点较有效，缺点是预测通胀绝对值的准确性欠佳	3
1.3. 从历史比较看，TIPS 隐含通胀预期仍有上行空间但可能在 Q2 回落	4
1.4. 该指标突破 2% 暂时不会成为美联储决策的影响因素	5
2. 美国还有部分通过调查得到的通胀预期指标，可作为 TIPS 隐含通胀预期的验证	5
2.1. 专业预测者调查：预测时间区间丰富但灵敏性和准确性不足	5
2.2. 利文斯顿调查：仅预测次年年度通胀，更新频率过慢，应用价值低	6
2.3. 密歇根调查：对年内拐点预测灵敏，但绝对值准确度不足	7
2.4. 使用密歇根调查数据作为 TIPS 验证，通胀预期同样有继续上行空间	8
风险提示	8

图表目录

图 1：5 年盈亏平衡通胀率和当期 CPI 走势对比 (%)	4
图 2：10 年盈亏平衡通胀率和当期 CPI 走势对比 (%)	4
图 3：20 年盈亏平衡通胀率和当期 CPI 走势对比 (%)	4
图 4：30 年盈亏平衡通胀率和当期 CPI 走势对比 (%)	4
图 5：2021 年美国 CPI 同比增速预测 (%)	5
图 6：2021 年美国 PPI 同比增速预测 (%)	5
图 7：SPF 对未来一年的 CPI 的预测值和实际值对比 (%)	6
图 8：SPF 对一年期 CPI 的拟合效果	6
图 9：利文斯顿对未来一年 CPI 预测均值和实际值对比 (%)	7
图 10：利文斯顿调查对未来一年期 CPI 的拟合效果	7
图 11：密歇根调查预测值和当月实际值对比 (%)	7
图 12：密歇根调查预测值和当月 CPI 的拟合效果	7
表 1：SPF 的调查范式（2020 年 4 季度预测）	6
表 2：年度维度观测密歇根大学调查预测值的准确性比较 (%)	8

1. TIPS 隐含通胀预期或在短期内继续上行而后回落，预计对美联储决策影响有限

1.1. 10 年国债减 10 年 TIPS 隐含对未来 10 年的平均通胀预期

美国财政部除发行普通国债外还发行通胀保护国债（TIPS），该类型国债票面利率固定，但本金部分随 CPI 调整，经通胀调整后的 TIPS 收益率通常被视为实际收益率。根据费雪方程式：名义利率=实际利率+通胀预期，通常情况下把美国国债收益率作为名义收益率，把同期限的通胀保护国债收益率视为实际收益率，二者之差即为市场交易得到的通胀预期。

通过该方式计算得到的指标又称盈亏平衡通胀率（Breakeven Inflation Rate），根据当前普通国债与通胀保护国债的期限品种，共有 5 年、7 年、10 年、20 年以及 30 年 5 个测量的时间区间，不同期限品种的债券计算得到的盈亏平衡通胀率代表投资者对未来对应时间区间内的平均通胀水平预期，而非某一时点的通胀水平。以 10 年盈亏平衡通胀率为例：

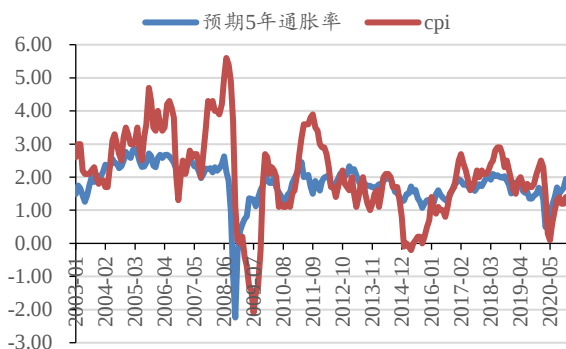
投资者对未来 10 年平均通胀水平预期=10 年国债收益率-10 年 TIPS 收益率

1.2. 优点是判断通胀拐点较有效，缺点是预测通胀绝对值的准确性欠佳

在所有的区间品种中，投资者使用最广泛的仍是 5 年以及 10 年期的盈亏平衡通胀率，该指标在预判美国 CPI 拐点时均有较好的领先作用。如：受 2008 年金融危机影响，5 年期和 10 年期盈亏平衡通胀率在当年 7 月掉头向下，领先当年 8 月的通胀拐点；随后两项指标于当年 12 月份扭头上行，CPI 则于次年 8 月拐头，盈亏平衡通胀率在下行和上行拐点分别领先通胀拐点 1 个月和 8 个月。金融危机后美国经济开始复苏，盈亏平衡通胀率和 CPI 缓慢抬升，前者在 2011 年 4 月触及高点，后者则于 9 月达到高点，CPI 再度滞后于盈亏平衡通胀率表现；此后盈亏平衡通胀率和 CPI 同步波动下行，但前者在 2015 年 9 月率先进入上行拐点，CPI 拐点则滞后 1 个月。2020 年新冠疫情爆发，美国通胀大幅下行，在美国财政部投放大规模财政刺激后，通胀预期抬升，盈亏平衡通胀率于 4 月率先迎来上行拐点，实际 CPI 则于 5 月掉头上行。

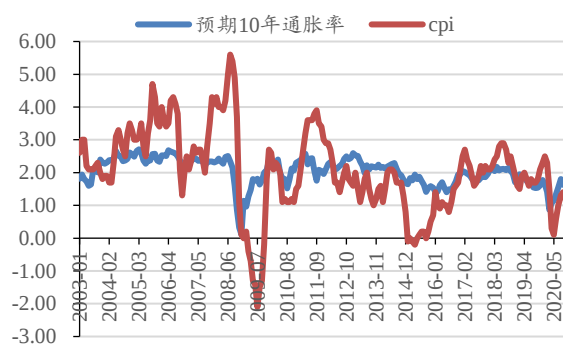
该指标的缺点在于各期限盈亏平衡通胀率对通胀绝对值预测的准确性偏低。盈亏平衡通胀率的最短预测期限为 5 年，对短期通胀（1 年内或数月后）的绝对值不具有明显的预测价值，实际 CPI 波动幅度远远大于市场交易得到的预期值。此外，不同时间区间（5 年、7 年、10 年、20 年、30 年）的盈亏平衡通胀率走势基本保持一致，对于通胀节奏判断的领先性也基本一致，但对于绝对值判断的准确性均不佳。

图 1：5 年盈亏平衡通胀率和当期 CPI 走势对比 (%)



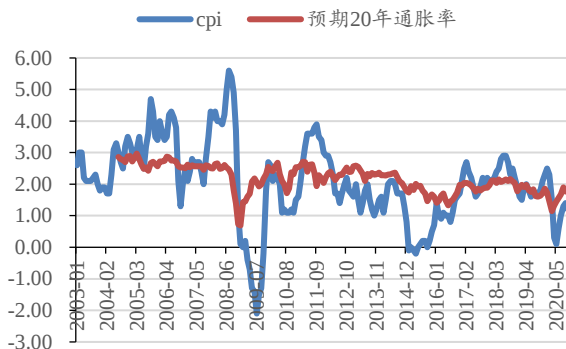
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：10 年盈亏平衡通胀率和当期 CPI 走势对比 (%)



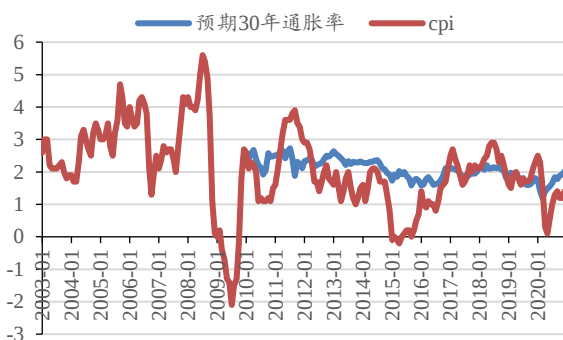
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：20 年盈亏平衡通胀率和当期 CPI 走势对比 (%)



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：30 年盈亏平衡通胀率和当期 CPI 走势对比 (%)



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

综上，盈亏平衡通胀率属于趋势性的判断指标，对拐点判断有较好的领先作用；从绝对值来看，由于指标本身含义即为对长期通胀的预判，因此对短期通胀绝对值的预测作用有限。如果需要预测绝对值，可以通过历史水平的横向比较来开展。

1.3. 从历史比较看，TIPS 隐含通胀预期仍有上行空间但可能在 Q2 回落

当前我们预测 2021 年美国 CPI 同比增速 2.5%；二季度为年内通胀高点，单月同比增速最高可能突破 5%，7 月起增速回落并在 12 月回至 2.3%附近，四个季度分别为 0.9%、4.7%、2.7%和 2.2%。

从 TIPS 与国债隐含的通胀预期来看，当前 5 年、10 年盈亏平衡通胀率分别为 2.18%与 2.1%，与 2018 年 4 月的高点基本持平。彼时 5 年盈亏平衡通胀率曾上至 2.1%，CPI 当月同比增速于随后 2 个月冲至 2.9%的阶段高点。从最近 10 年看，5 年盈亏平衡通胀率曾于 2011 年冲上阶段高点 2.45%，实际 CPI 增速于此 5 月内上至 3.9%，从绝对水平来看仍低于我们对于 2021 年 5 月 CPI 高点的判断。因此，从历史数据的横向比较来看，当前盈亏平衡通胀率隐含的通胀预期仍在我们判断的区间范围之内，短期内可能仍有进一步上行空间，但可能在 Q2 实际通胀到达年内高点率先回落。

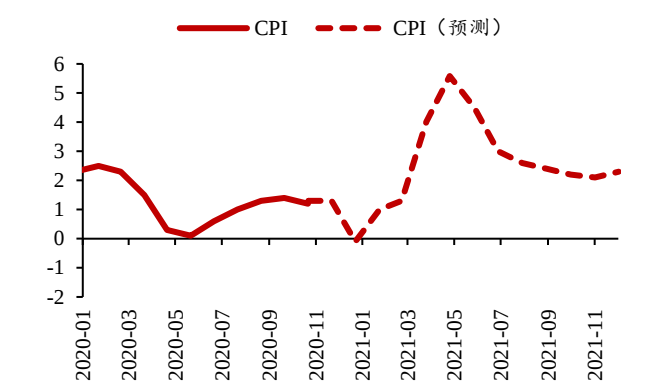
1.4. 该指标突破 2%暂时不会成为美联储决策的影响因素

鉴于 10 年期 TIPS 隐含通胀预期对应投资者对于长期通胀水平的判断，因此市场对于该指标突破 2%的阈值较为敏感，容易引发美联储货币政策迅速转向的担忧。但我们认为这一指标的阶段性上行对于美联储决策的影响有限。

一是美联储于 2020 年 8 月将货币政策目标框架调整为平均通胀目标制，我们认为调整的重要意图之一便是货币政策向就业目标的倾斜，美联储将在短期内容忍通胀超调，将失业率的修复作为优先级更高的目标，以平均通胀的形式平滑短期高通胀来为失业修复换取政策空间。在此背景下，虽然 10 年期 TIPS 隐含的长期通胀预期已超过 2%，但预计短期内对美联储决策的影响有限。

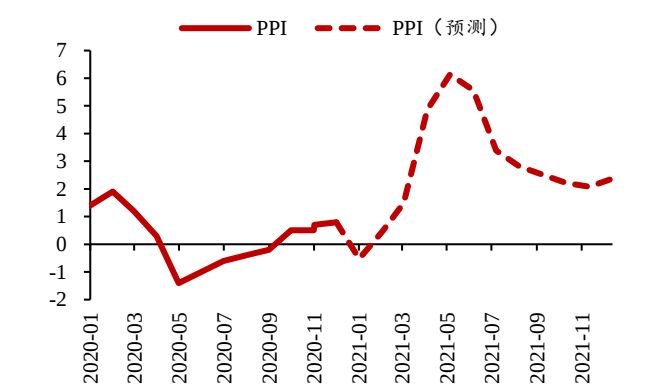
二是虽然预期指标短期仍可能有上行空间但预计将在 Q2 前迎来拐点。如上文所述，盈亏平衡通胀率的拐点通常领先于实际通胀的拐点到来。根据我们的预测，美国通胀同比增速将在 5 月迎来拐点，则盈亏平衡通胀率的拐点可能在 5 月前到来，此后将掉头下。通胀预期的阶段性走高对美联储决策的影响有限，但后续预期回落的幅度需要予以关注。

图 5：2021 年美国 CPI 同比增速预测 (%)



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 6：2021 年美国 PPI 同比增速预测 (%)



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

2. 美国还有部分通过调查得到的通胀预期指标，可作为 TIPS

隐含通胀预期的验证

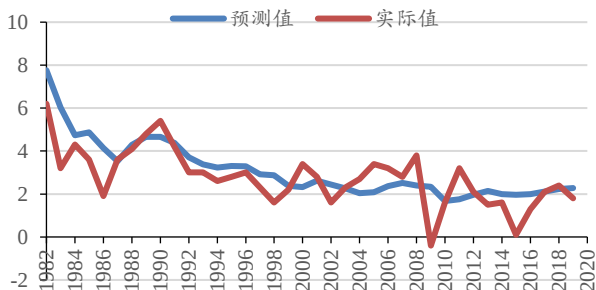
除投资者交易得到的盈亏平衡通胀率外，美国还有多个由联储以及高校开展的通胀预期调查数据。较为主流的共有三个，分别为专业预测者调查、利文斯顿调查以及密歇根调查。此类调查数据可以在必要时用作 TIPS 隐含通胀预期判断的验证。

2.1. 专业预测者调查：预测时间区间丰富但灵敏性和准确性不足

专业预测者调查 (SPF)，目前由费城联储银行牵头开展。SPF 调查最早始于 1968 年，最初主要的调查指标是 GDP 平减指数，直至 1981 年开始转向对 CPI、核心 CPI、PCE 以及核心 PCE 四项指标进行预期调查。该指标发布频率较低，主要按季度发布，每次发布均会对未来 4 个季度的平均通胀增速进行预测；除此之外还将对未来 5 年以及未来 10 年的通胀中值进行预测。该指标的最大的优点在于有较长的预测周期，且预测的时间区间较为丰富。但鉴于该指标预测的频率较低，对宏观经济变化进行反应的及时性不足，整体呈现的预测曲线较为平滑，呈现较为明显的“线性外推”形态。在经济状况不出现重大变化时，具备一定准确性；出现重大变化时，准确性明显下降。

当前该项调查对 2021 年 CPI 全年均值的预测为 2.1%，1 季度至 4 季度 CPI 水平分别为 2.0%、2.0%、2.1%以及 2.2%，全年均值低于 2016-2019 历年水平，整体来看我们认为其准确度欠佳。

图 8: SPF 对一年期 CPI 的拟合效果



A scatter plot showing the relationship between X and Y. The X-axis ranges from 0 to 10, and the Y-axis ranges from -1.00 to 7.00. A blue dotted line represents the linear regression fit. The equation of the line is $y = 0.6882x + 0.6363$ and the coefficient of determination is $R^2 = 0.4882$.

资料来源：费城联储、浙商证券研究所

	CPI		核心 CPI		PCE		核心 PCE	
季度	前值	现值	前值	现值	前值	现值	前值	现值
2020Q4	1.6	2.0	1.5	2.1	1.2	1.7	1.3	1.8
2021Q1	1.8	2.0	1.6	1.8	1.5	1.8	1.5	1.7
2021Q2	1.6	2.0	1.8	2.0	1.5	1.8	1.5	1.7
2021Q3	2.1	2.1	1.8	1.9	1.8	2.0	1.7	1.8
2021Q4	N.A.	2.2	N.A.	1.9	N.A.	1.9	N.A.	1.7
长期均值	前值	现值	前值	现值	前值	现值	前值	现值
2020-2024	1.90	2.00	N.A.	N.A.	1.70	1.79	N.A.	N.A.
2020-2029	2.03	2.12	N.A.	N.A.	1.85	1.90	N.A.	N.A.

2.2. 利文斯顿调查：仅预测次年年度通胀，更新频率过慢，应用价值低

利文斯顿专业经济学家调查(Livingston Survey), 该项调查最早始于1946年, 主要汇集来自商界、政府、会计界以及大学里的经济学家的预测。费农则使银行工

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

<https://www.yunbaoqao.cn/report/index/report?reportId=118482>

