

2021年07月11日

“通胀”交易与“通缩”交易

宏观研究团队

——《全球大通胀时代》系列报告七

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

6月以来，部分刻画通胀预期的指标回落，及资本市场反应，似乎在指向美国正从“通胀”转向“通缩”。美国真实通胀情况如何，未来演绎方向？敬请关注。

● 历史经验表明，盈亏平衡通胀率下滑，不代表通缩期即将到来

5月以来，美国盈亏平衡通胀率持续下滑，引发海外市场从交易“通胀”转向“通缩”。盈亏平衡通胀率常被用于刻画美国的通胀预期。5月以来，盈亏平衡通胀率持续下滑，被认为是美国及全球通胀已经见顶的信号。金融市场对此反应强烈，10Y美债利率大幅下行，最低“跌破”1.3%，美股顺周期板块也被大规模抛售。回溯历史，盈亏平衡通胀率非常容易受流动性环境影响，并不能完全准确反映通胀未来走势。历史上，美国盈亏平衡通胀率与CPI同比之间，走势经常背离。背离的阶段，经常是受到流动性环境的影响。因为计算时用到的TIPS流动性较差，短端资金利率上行时，盈亏平衡通胀率往往低估通胀压力，反之，则存在高估。

● PMI物价指数领先CPI同比1~3个月，可以辅助判断通胀走势

密歇根大学消费者通胀预期、SPF等通胀预期指标，也无法准确反映美国通胀走势。密歇根大学消费者通胀预期、SPF等通过问卷调查或计量模型得到的通胀指标，也常被用于刻画美国通胀预期变化。但从历史数据来看，这些指标与真实的通胀走势之间依然频繁背离。美联储跟踪它们，主要是了解不同群体的通胀感知。历史经验显示，美国PMI物价指数领先CPI同比1~3个月变化。由于反映了样本内实体企业的采购经理对物价的直观感受，美国无论是制造业、还是非制造业PMI物价指数，均对CPI同比有着较为稳健的领先关系，领先时长为1~3个月。最新数据显示，美国6月制造业、非制造业PMI物价指数依然处于上行通道中。

● 美国中期通胀形势并不乐观，未来一段时间市场情绪波动容易放大

居民购买力高企，及中上游行业产能弹性受限，使本轮美国通胀压力的释放远未结束。一方面，薪酬收入持续快速增长，叠加财政发钱显著推高储蓄率，使得美国居民的购买力高企。需求向好的同时，过往10年的“供给侧”改革，及疫情引发的产能受损、碳中和加速推广等，使本轮多数中上游行业产能弹性严重受限。真实通胀压力的释放，以及美联储政策态度的逐步转变，可能会使未来一段时间，市场情绪波动加大。美国真实通胀压力的持续释放，容易使市场从交易“通缩”重新转向交易“通胀”。与此同时，6月以来，越来越多的美联储官员开始表达对通胀的担忧，并一致同意在未来某个时点启动Taper。对于市场而言，无论是“通胀”交易回归，还是货币转向让“放水”期望落空，情绪波动都将放大。

● 风险提示：病毒变异导致疫苗失效等。

相关研究报告

《宏观经济点评-经济的动能》-2021.4.16

《宏观经济点评-3月出口回落，结构继续切换》-2021.4.13

《宏观经济点评-信用“收缩”的结构特征》-2021.4.12

目 录

1、 周度专题：“通胀”交易与“通缩”交易	4
1.1、 历史经验表明，盈亏平衡通胀率下滑，不代表通缩期即将到来	4
1.2、 PMI 物价指数领先 CPI 同比 1~3 个月，可以辅助判断通胀走势	7
1.3、 美国中期通胀形势并不乐观，未来一段时间市场情绪波动容易放大	8
2、 大类资产回溯：美股再创新高	12
3、 重点关注：美国 6 月 CPI、零售销售、工业产出	14
4、 数据跟踪：美国 5 月职位空缺数创下历史新高	14
4.1、 美国数据	14
4.1.1、 美国 6 月服务业 PMI 低于预期，商业活动、就业等指数为主要拖累项	14
4.1.2、 美国 5 月职位空缺数创下历史新高，5 月批发销售环比增速回落	15
4.1.3、 当周 EIA 原油库存降幅大超预期，当周初请失业金人数小幅反弹	16
4.2、 欧洲数据	16
4.2.1、 欧元区 5 月零售销售增速高于预期，7 月 ZEW 经济景气指数大幅回落	16
5、 风险提示	16

图表目录

图 1： 5 月 10 日至今，10Y 盈亏平衡通胀率持续回落	4
图 2： 伴随盈亏平衡通胀率回落，10Y 美债利率大幅下行	4
图 3： 5 月 10 日至今，美股科技板块大涨	4
图 4： 5 月 10 日至今，美股顺周期板块领跌	4
图 5： 美国盈亏平衡通胀率与 CPI 同比走势常常背离	5
图 6： 美国盈亏平衡通胀率与 CPI 同比无稳定相关关系	5
图 7： 美国盈亏平衡通胀率容易受铜价走势影响	5
图 8： 美国盈亏平衡通胀率容易受油价走势影响	5
图 9： 盈亏平衡通胀率等于“通胀预期+通胀风险溢价-TIPS 流动性溢价”	6
图 10： TIPS 的未偿还余额占美债比重仅为 7.4%	6
图 11： TIPS 的日均成交额占美债比重仅为 3.4%	6
图 12： 盈亏平衡通胀率会受流动性环境的影响	6
图 13： TIPS 流动性溢价与流动性环境息息相关	6
图 14： 密歇根大学通胀预期与美国 CPI 同比常常背离	7
图 15： SPF、克利夫兰联储通胀预期与真实通胀常背离	7
图 16： 刻画通胀预期的主要指标之间，走势时常背离	8
图 17： 刻画通胀预期的主要指标之间，无明显相关关系	8
图 18： 美国制造业 PMI 物价领先于 CPI 同比走势	8
图 19： 美国非制造业 PMI 物价领先于 CPI 同比走势	8
图 20： 受益于大规模疫苗接种，美国疫情持续改善	9
图 21： 美国居民薪酬收入快速增长，对总收入形成支撑	9
图 22： 连续大规模财政刺激后，美国居民储蓄率高企	9
图 23： 收入支撑下，美国服务消费及整体消费前景向好	9
图 24： 推动碳减排过程中，美国钢铁龙头产能大幅去化	10
图 25： 2010 年来，淡水河谷铁矿石开采资本支出骤降	10
图 26： 全球新增运船及运力十分有限	10

图 27: 疫情爆发后, 全球海员供需缺口已超过 13 万人.....	10
图 28: OPEC 谨慎控制增产节奏.....	10
图 29: 美国页岩油公司资本支出意愿低企.....	10
图 30: 拉尼娜现象来袭后, 美国、巴西相继遭遇大旱.....	11
图 31: FAO 粮食价格指数大幅上涨.....	11
图 32: 当周, 美元下跌, 欧元、英镑上涨.....	13
图 33: 当周, 美元指数震荡下跌.....	13
图 34: 当周, 主要国家 10Y 国债收益率普遍下行.....	13
图 35: 当周, 10Y 美债收益率震荡下行.....	13
图 36: 当周, 全球主要股指涨跌分化.....	13
图 37: 当周, 纳斯达克上涨, 恒指下跌.....	13
图 38: 当周, WTI、Brent 原油价格震荡下跌.....	14
图 39: 当周, COMEX 黄金价格上涨.....	14
图 40: 美国 6 月服务业 PMI 低于预期.....	15
图 41: 其中, 商业活动、就业等指数为主要拖累项.....	15
图 42: 历年 6 月, 美国服务业 PMI 商业活动指数多回落.....	15
图 43: 历年 6 月, 美国服务业 PMI 就业指数多回落.....	15
图 44: 美国 5 月职位空缺数创下历史新高.....	15
图 45: 美国 5 月批发销售环比增速回落.....	15
图 46: 美国当周 EIA 原油库存降幅大超预期.....	16
图 47: 美国当周初请失业金人数小幅反弹.....	16
图 48: 欧元区 5 月零售销售增速高于预期.....	16
图 49: 欧元区 7 月 ZEW 经济景气指数大幅回落.....	16
表 1: 密歇根大学、SPF 等通过问卷调查得到的通胀指标, 也常被用于刻画通胀预期的变化.....	7
表 2: 越来越多的美联储官员开始表达对通胀的担忧, 并同意未来启动 Taper.....	11
表 3: 海外重点数据发布日期情况.....	14

1、周度专题：“通胀”交易与“通缩”交易

事件：5月10日以来，部分用于刻画美国通胀预期的指标有所回落，并被认为是美国及全球通胀已经见顶的信号。

资料来源：Wind

1.1、历史经验表明，盈亏平衡通胀率下滑，不代表通缩期即将到来

5月以来，美国盈亏平衡通胀率持续下滑，引发海外市场从交易“通胀”转向“通缩”。盈亏平衡通胀率为美债名义利率与同期限通胀保值债券(TIPS)利率相减所得。由于TIPS利率常被看作是美债实际利率，盈亏平衡通胀率因此被认为可以刻画美国的通胀预期。5月10日至今，美国10Y盈亏平衡通胀率自高点一路回落。10Y盈亏平衡通胀率^①的回落，被部分市场观点解读为是美国及全球通胀已经见顶的信号。金融市场对此反应强烈，10Y美债利率大幅下行、最低“跌破”1.3%，美股顺周期板块也被大规模抛售。

图1：5月10日至今，10Y 盈亏平衡通胀率持续回落



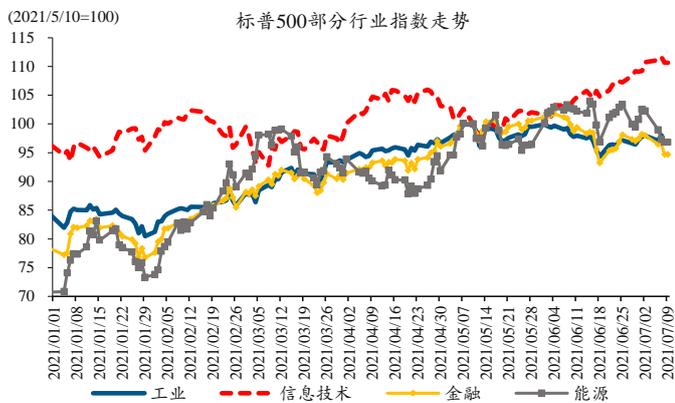
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：伴随盈亏平衡通胀率回落，10Y 美债利率大幅下行



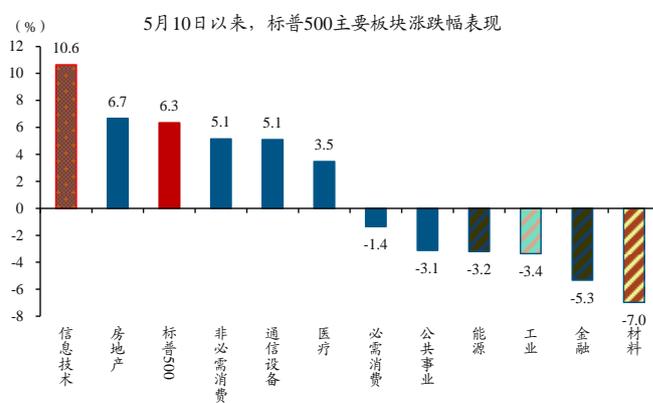
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：5月10日至今，美股科技板块大涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：5月10日至今，美股顺周期板块领跌

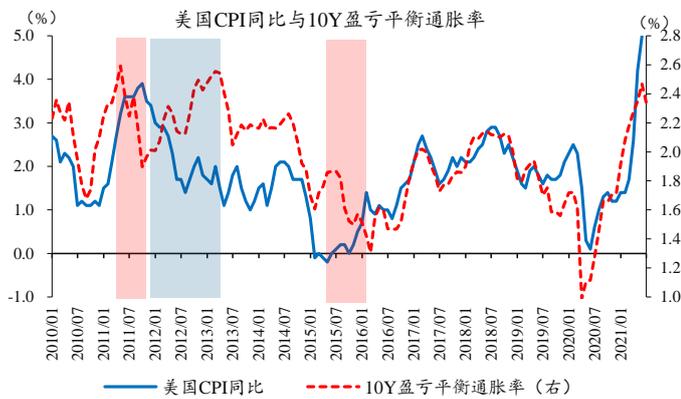


数据来源：Wind、开源证券研究所

^① 不同期限 TIPS 隐含的盈亏平衡通胀率走势基本一致，为方便分析，本文只讨论 10Y 盈亏平衡通胀率。

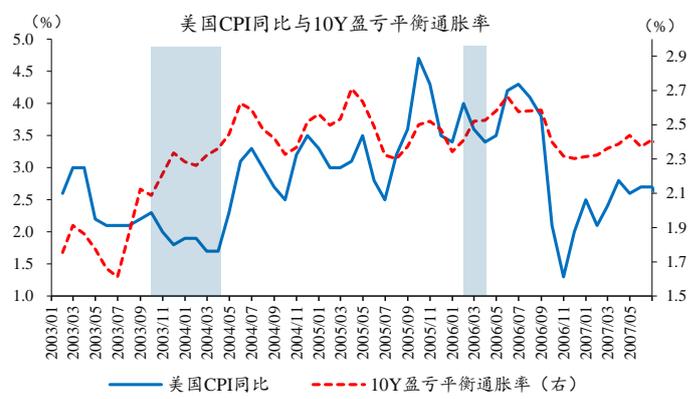
但历史经验显示，盈亏平衡通胀率与美国真实的通胀之间，走势常常背离、无稳定相关关系。回溯历史数据，美国多次出现盈亏平衡通胀率持续下滑、而真实通胀大幅抬升的情景，包括2011年4月至9月、2015年6月至2016年2月。美国也出现过盈亏平衡通胀率上升、而真实通胀不断回落的情景，比如2003年10月至2004年4月、2006年1月至4月、2011年9月至2013年3月。

图5: 美国盈亏平衡通胀率与CPI同比走势常常背离



数据来源: Wind、开源证券研究所

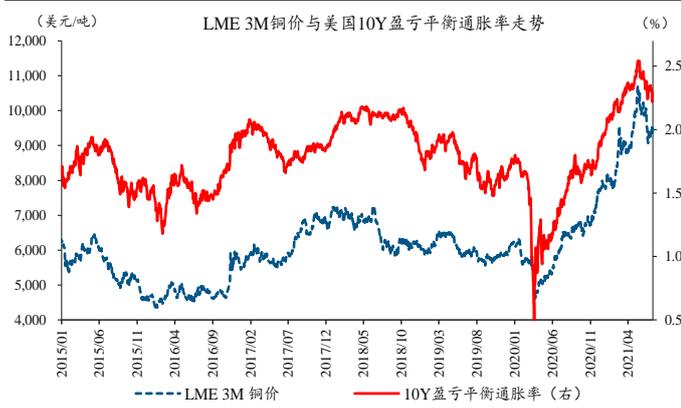
图6: 美国盈亏平衡通胀率与CPI同比无稳定相关关系



数据来源: Wind、开源证券研究所

盈亏平衡通胀率被广泛使用，缘于数据更新频率高、紧贴市场情绪，但同时，缺点非常明显、不能准确反映真实通胀走势。盈亏平衡通胀率由市场的实时交易结果计算得出，高频更新，能敏锐地捕捉市场的情绪变化。简单对照盈亏平衡通胀率与油价、铜价的走势，不难发现，油价或铜价大幅上涨时，盈亏平衡通胀率经常“跟随”上行，反之亦然。优点鲜明的同时，如前文中所分析的那样，盈亏平衡通胀率不能准确反映真实的通胀走势，直接用于预测容易“出错”。

图7: 美国盈亏平衡通胀率容易受铜价走势影响



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 美国盈亏平衡通胀率容易受油价走势影响



数据来源: Wind、开源证券研究所

由于计算时用到的TIPS流动性较差，盈亏平衡通胀率与CPI同比之间的背离，经常是受到流动性环境的影响。TIPS在美国是一个非常小众的交易品种，规模仅相当于美债总规模的7.4%，日均交易量的占比也只有3.4%。因为流动性较差，TIPS的购买方会要求获得流动性补偿溢价。这一特征，使得盈亏平衡通胀率的走势非常容易受到流动性环境的影响。比如，2015年6月至2016年2月，盈亏平衡通胀率低估了真实的通胀压力，是受到美联储加息预期抬升、带动短端资金利率上行的影响。2021年5月以来，盈亏平衡通胀率的下滑，同样与短端资金利率的上行关联密切。

图9: 盈亏平衡通胀率等于“通胀预期+通胀风险溢价- TIPS 流动性溢价”^②

$$\text{名义收益率} = \text{实际收益率} + \text{通胀预期} + \text{通胀风险溢价}$$

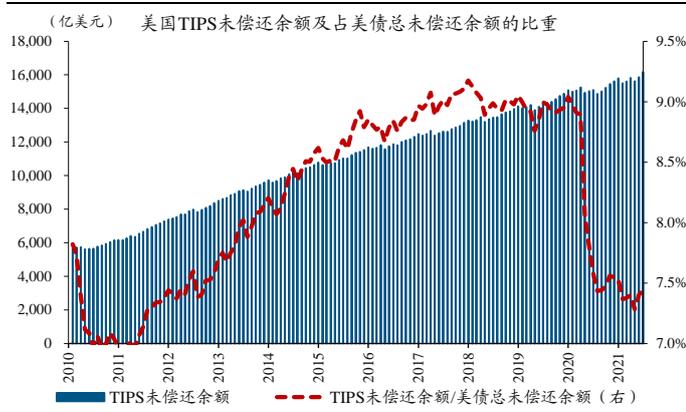
$$\text{实际收益率} = \text{预期未来平均实际短期利率} + \text{实际期限溢价}$$

$$\text{TIPS 收益率} = \text{实际收益率} + \text{TIPS 流动性溢价}$$

$$\text{TIPS IC (盈亏平衡通胀率)} = \text{通胀预期} + \text{通胀风险溢价} - \text{TIPS 流动性溢价}$$

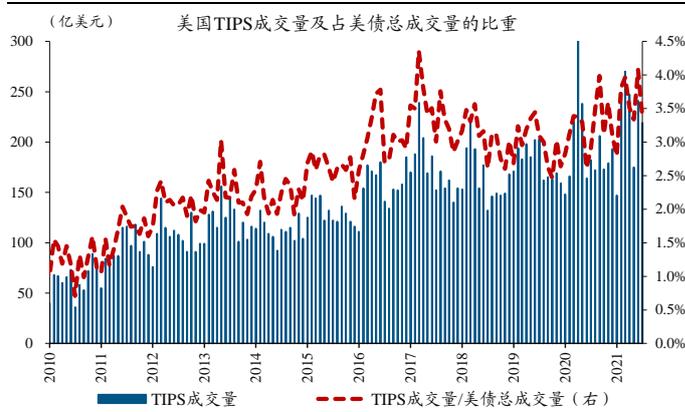
资料来源: Fed、D'Amico Kim and Wei (2018)、开源证券研究所

图10: TIPS 的未偿还余额占美债比重仅为 7.4%



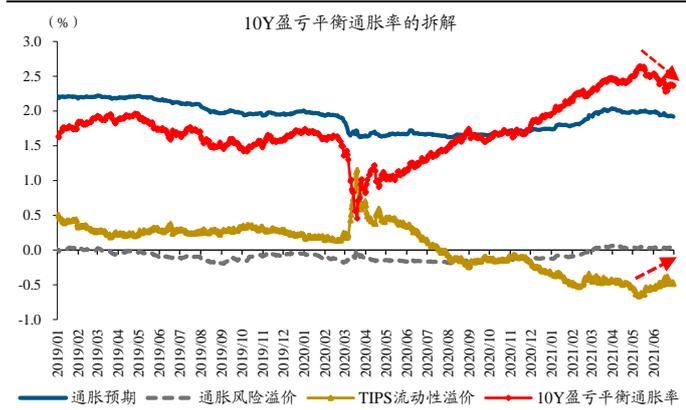
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: TIPS 的日均成交额占美债比重仅为 3.4%



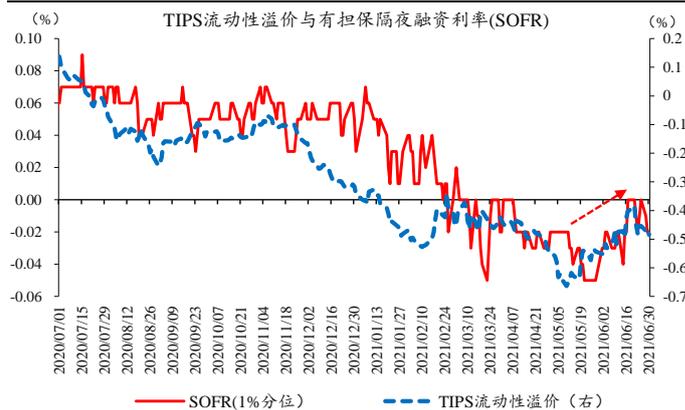
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 盈亏平衡通胀率会受流动性环境的影响



数据来源: Fed、开源证券研究所

图13: TIPS 流动性溢价与流动性环境息息相关



数据来源: Wind、开源证券研究所

^② 可参考美联储经济学家 D'Amico、Kim、and Wei(2018)构建的分解模型 DKW。

1.2、PMI 物价指数领先 CPI 同比 1~3 个月，可以辅助判断通胀走势

在美国，密歇根大学消费者通胀预期、SPF 等通过问卷调查或计量模型得到的通胀指标，也常被用于刻画通胀预期的变化。除了市场交易出来的盈亏平衡通胀率外，通过计量模型得到的克利夫兰联储通胀预期，以及通过问卷调查得到的密歇根大学消费者通胀预期、费城联储专业预测者通胀预期（SPF）等，常常被用于反映通胀预期的走势。不过，与高频更新的盈亏平衡通胀率不同，上述指标的更新频率较低，克利夫兰联储通胀预期、密歇根大学消费者通胀预期均为月度指标，SPF 更是以季度为更新单位。

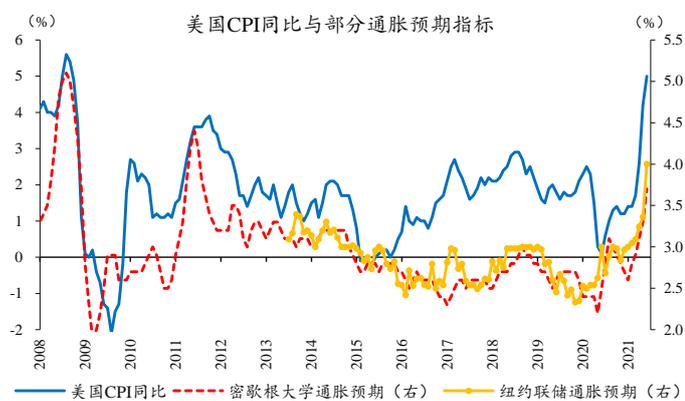
表1：密歇根大学、SPF 等通过问卷调查得到的通胀指标，也常被用于刻画通胀预期的变化

类型	指标	预测对象	频率	解释
市场交易	盈亏平衡通胀率	CPI	实时	美债和同期限 TIPS（通胀保值债券）的利差
计量模型	克利夫兰联储通胀预期	CPI	每月	提供对通胀预期、实际风险溢价、通胀风险溢价的估计
	密歇根大学消费者通胀预期	一般价格	每月	向美国家庭询问关于未来价格变化的预期
问卷调查	费城联储专业预测者通胀预期	CPI、PCE	每季	向专业预测人员询问关于主要通胀指标的预期
	纽约联储消费者期望	一般价格	每季	向美国家庭询问关于未来通胀的预期

资料来源：Fed、Michigan University、开源证券研究所

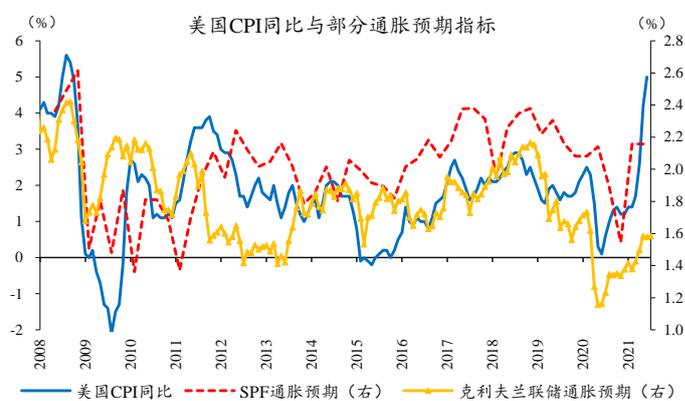
但和盈亏平衡通胀率一样，密歇根大学消费者通胀预期、SPF 等指标，无法准确反映通胀的走势。虽然密歇根大学消费者通胀预期、SPF 等指标，常常被认为可以作为预判通胀走势的依据，但真实情况是，它们与盈亏平衡通胀率一样，与真实通胀之间不存在稳健的相关关系。背后的根源在于，这些指标都存在调查样本有偏等诸多局限，容易受主观情绪影响、不能反映真实通胀的全貌。

图14：密歇根大学通胀预期与美国 CPI 同比常常背离



数据来源：Wind、Fed、开源证券研究所

图15：SPF、克利夫兰联储通胀预期与真实通胀常背离



数据来源：Wind、Fed、开源证券研究所

美联储跟踪盈亏平衡通胀率、密歇根大学消费者通胀预期、SPF 等指标，更多是捕捉、了解市场及不同人群对通胀的看法，并非将它们作为判断通胀走势的核心依据。盈亏平衡通胀率、密歇根大学消费者通胀预期、SPF 等指标经常被美联储官员们谈及，不过，这依然不能代表它们“准确、有效”。正如美联储多次强调的那样，跟踪盈亏平衡通胀率、密歇根大学消费者通胀预期、SPF 等的核心目的，是了解市场及不同群体对通胀的看法。美联储也乐意看到这些通胀预期指标之间背离、分化，凭此能捕捉到更全面、更多领域的通胀信息。

图16: 刻画通胀预期的主要指标之间, 走势时常背离



数据来源: Wind、Fed、开源证券研究所

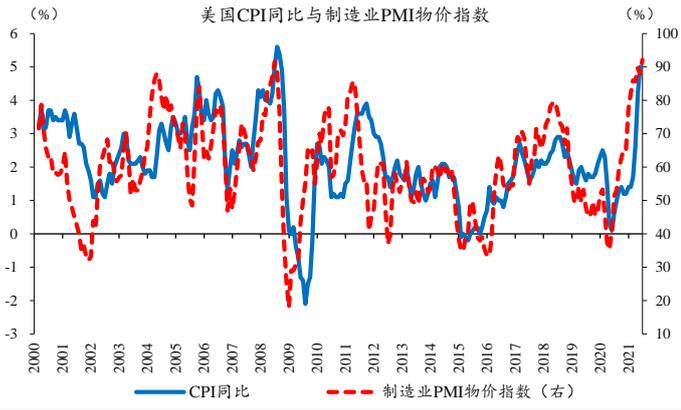
图17: 刻画通胀预期的主要指标之间, 无明显相关关系

	10Y盈亏平衡通胀率	密歇根大学通胀预期	SPF通胀预期	克利夫兰联储通胀预期	纽约联储通胀预期
10Y盈亏平衡通胀率	1				
密歇根大学通胀预期	0.5972	1			
SPF通胀预期	0.0701	-0.3566	1		
克利夫兰联储通胀预期	0.4943	0.0936	0.3696	1	
纽约联储通胀预期	0.7137	0.7496	-0.1918	0.1392	1

数据来源: Wind、Fed、开源证券研究所

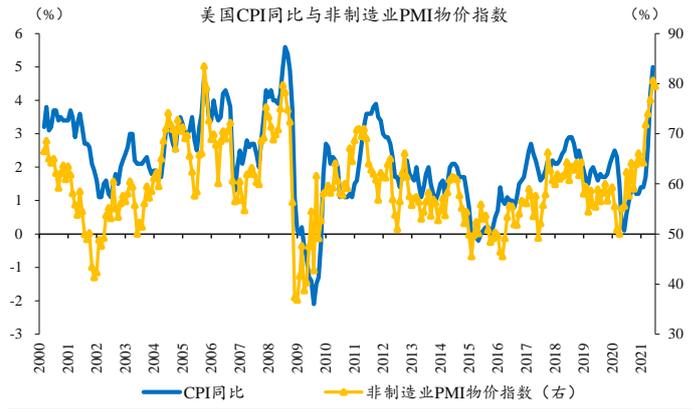
从历史数据来看, 美国 PMI 物价指数领先 CPI 同比 1~3 个月变化。由于反映了样本内实体企业的采购经理对物价的直观感受, 美国无论是制造业、还是非制造业 PMI 物价指数, 均对 CPI 同比有着稳健的领先关系, 领先时长为 1~3 个月。最新的数据显示, 美国 6 月制造业、非制造业 PMI 物价指数依然处于上行通道中。

图18: 美国制造业 PMI 物价领先于 CPI 同比走势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 美国非制造业 PMI 物价领先于 CPI 同比走势



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、美国中期通胀形势并不乐观, 未来一段时间市场情绪波动容易放大

陆美通胀形势持续改善, 以及居民消费、加工出口、经济复苏, 美国经济

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_20637

