

如何正确地理解盈亏平衡通胀率

——宏观经济周度观察

投资周报

基于通胀保值债券 (TIPS) 计算的美国盈亏平衡通胀率在2月底急剧下行, 然后从3月中旬又快速上升。与此同时, 美股 VIX 与和盈亏平衡通胀率相反运行, 先上升后下降, 而股价则和盈亏平衡通胀率几乎同趋势波动。

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。3月中旬以来, 盈亏平衡通胀率的快速上升可能是流动性风险下降的结果。盈亏平衡通胀率上升, 不能代表通胀预期上升。还可以基于通胀互换 (inflation swap) 计算通胀预期, 通胀互换流动性风险相对较小, 可以剔除部分流动性风险溢价的影响, 但这种方法计算的通胀预期和基于 TIPS 的盈亏平衡通胀率一样受到通胀风险溢价的干扰。疫情爆发后, 政策利率更容易受到零利率约束, 通胀风险溢价转负, 名义债券收益率快速下降。此时, 如果用盈亏平衡通胀率来衡量通胀预期, 则会低估通胀预期。

盈亏平衡通胀率由预期通胀率、通胀风险溢价、流动性风险溢价构成, 盈亏平衡通胀率构成因素的特性, 还使之与 VIX、股票收益率的相关性发生变化, 也就是说这种相关性不是线性的, 甚至相关性的方向会改变。次贷危机之后, ZLB 约束下, 需求冲击的影响增强, 通胀预期和 VIX 负相关, 和股票收益率正相关。此时, 债券价格和股价负相关, 债券是避险资产, 通胀风险溢价是负的, 通胀风险溢价和 VIX 负相关, 和股票收益率正相关。流动性溢价也会影响盈亏平衡通胀与 VIX 的关系。当经济风险发生时, 资金从 TIPS 流向名义国债, TIPS 流动性风险溢价上升, 同时, VIX 上升, 流动性风险溢价和 VIX 正相关, 和通胀预期、通胀风险溢价负相关。

可见, 需求冲击且存在 ZLB 约束时, 盈亏平衡通胀率、通胀预期、通胀风险溢价、流动性风险溢价和 VIX 的关系是一致的。经济风险增加, VIX 上升, 股价下跌, 同时, 通胀预期、通胀风险溢价下降, TIPS 流动性风险上升, 盈亏平衡通胀率下降, 债券价格上升。反之亦然。同样负的需求冲击下, ZLB 约束增强时, VIX 上升幅度更大, 股价快速下跌, 同时, 通胀预期、通胀风险溢价快速下降, TIPS 流动性风险加快上升, 盈亏平衡通胀率下降速度更快, 债券价格快速上升。

最后, 美联储的经济学家基于 DKW 无套利期限结构模型, 测算了“真实的”通货膨胀预期。3月中下旬以来, 盈亏平衡通胀率快速上升的同时, 通胀预期并没有怎么变化, 这主要是因为流动性风险溢价在下降。8月末, 5年期盈亏平衡通胀率约为 1.7%, 但是通胀预期仅为 1.42%。随着美国经济修复, 通胀会温和回升, 但要回归到 2%, 仍任重道远。

● 风险提示: 政策落实不及预期; 海外疫情长期化

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: 下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大

2020-9-13

投资周报: 人民币汇率怎么看

2020-9-6

投资周报: 企业盈利扩散

2020-8-30

投资周报: 股票市场如何影响贫富差距

2020-8-23

投资周报: 经济或将加快修复

2020-8-16

投资周报: 出口增速超预期, 经济修复再添新动力

2020-8-9

投资周报: 经济修复动力依然充足

2020-8-2

目 录

1、 如何正确地理解盈亏平衡通胀率	3
2、 海外经济与市场流动性观察	5
3、 国内高频数据观察	7
3.1、 生产指标缓慢修复	7
3.2、 商品房销量增速分化	8
3.3、 原油价格回升	9
3.4、 货币市场利率上升	10
3.5、 人民币兑美元大幅升值	11

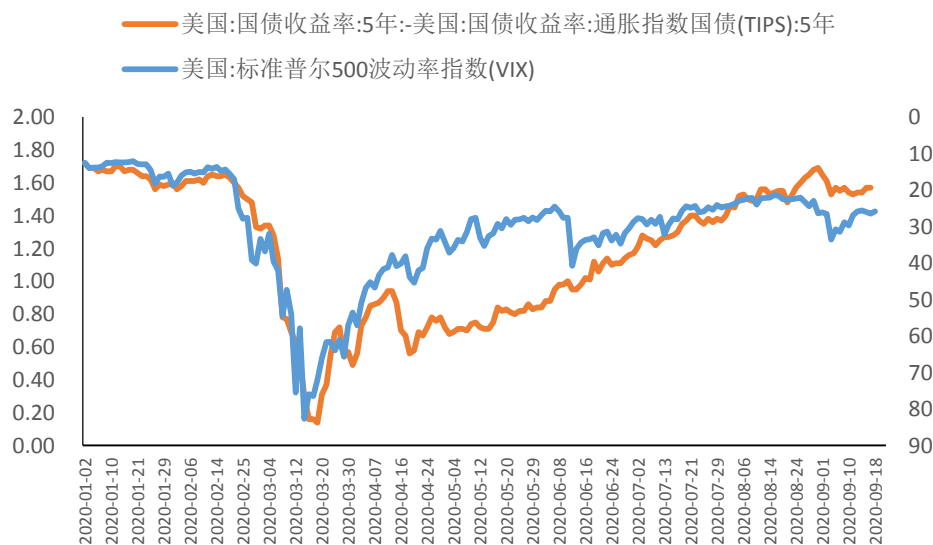
图表目录

图 1: 盈亏平衡通胀率和 VIX 趋势相反	3
图 2: 盈亏平衡通胀率和美股几乎同趋势波动	3
图 3: 盈亏平衡通胀率上升的同时通胀预期几乎没变化	5
图 4: 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升	6
图 5: 纽约联储每周经济指数略低于前值	6
图 6: TED 利差小幅回落	6
图 7: VIX 回落	6
图 8: 铜金比与上周持平	7
图 9: 美国高收益债利差微降	7
图 10: 100 家焦化企业开工率下降	8
图 11: 汽车全钢胎与半钢胎开工率基本持平前值	8
图 12: 一二三线城市商品房周销量同比增速分化	9
图 13: 猪肉价格下降	9
图 14: WTI 原油期货价格回升	10
图 15: 货币市场利率上升	11
图 16: 美元指数回落, 英镑兑美元升值	11
图 17: 人民币汇率大幅升值	12
表 1: 央行公开市场操作 (2020.9.14-2020.9.18)	10

1、如何正确地理解盈亏平衡通胀率

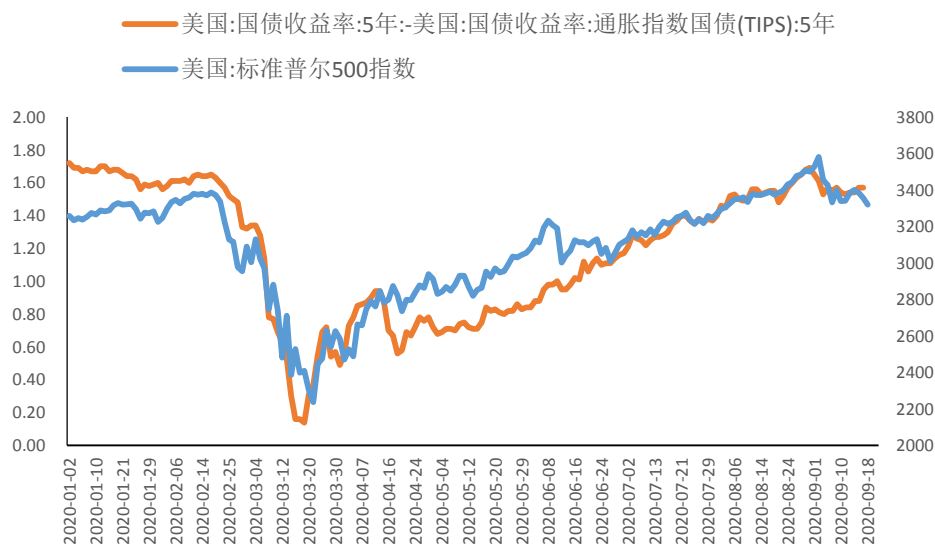
通胀预期不仅会影响货币政策，也影响着金融市场。基于调查的通胀预期指标往往频率比较低，存在滞后性，而且还有样本选择偏差，不经常被市场使用。基于金融市场的盈亏平衡通胀率（breakeven inflation rate）更多地被市场用于表示通胀预期。利用五年期通胀保值债券（TIPS）计算的美国盈亏平衡通胀率在2月底急剧下行，然后从3月中旬又快速上升，8月底已达到1.7%附近，受油价下跌影响，9月17日略降至1.6%左右。与此同时，美股VIX与盈亏平衡通胀率相反运行，先上升后下降，而股价则和盈亏平衡通胀率几乎同趋势波动。那么，盈亏平衡通胀率受哪些因素影响？能否代表通胀预期？盈亏平衡通胀率和VIX、股价等金融指标有什么关系？

图1： 盈亏平衡通胀率和 VIX 趋势相反



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 盈亏平衡通胀率和美股几乎同趋势波动



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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。利用 TIPS 计算的盈亏平衡通胀率在 2 月底快速下行，然后从 3 月中旬又快速上升，但是这并不能代表真实的通胀预期，盈亏平衡通胀率的快速上升可能是流动性风险下降的结果。3 月中上旬美国资本市场发生流动性风险，TIPS 由于市场规模小，流动性风险更是快速上升。此后，美联储多种方式货币宽松，并购买 TIPS，TIPS 流动性风险下降，TIPS 收益率下行，盈亏平衡通胀率上升，这不能代表通胀预期上升。从数值上看，9 月 17 日五年期盈亏平衡通胀率约为 1.6%，也不代表未来五年年均预期通胀率为 1.6%。

还可以基于通胀互换 (inflation swap) 计算通胀预期，通胀互换流动性风险相对较小，可以剔除部分流动性风险溢价的影响，但这种方法计算的通胀预期和基于 TIPS 的盈亏平衡通胀率一样受到通胀风险溢价的干扰。通胀风险溢价取决于债券避险属性的强度，而这又和货币政策空间有关。美国政策利率面临着零利率下限 (zero lower bound)，对冲需求冲击的空间有限，需求冲击对美国的影响加大。需求冲击下，通胀是顺周期的，债券是避险产品，公众愿意为持有债券付出负的通胀风险溢价。疫情爆发后，政策利率更容易受到零利率约束，通胀风险溢价转负，名义债券收益率快速下降。虽然美国经济逐渐修复，但是仍存在很大风险，政策利率的上行空间也未打开，依然受到零利率约束，相比较疫情最严重的 3 月，通胀风险溢价虽然有所回升，但可能仍是负值。此时，如果用盈亏平衡通胀率来衡量通胀预期，则会低估通胀预期。当经济好转，自然利率摆脱零利率约束、政策利率上行空间打开后，通胀风险溢价才可能转为正值，此时，盈亏平衡通胀率会高估通胀预期，名义债券收益率加快上升。

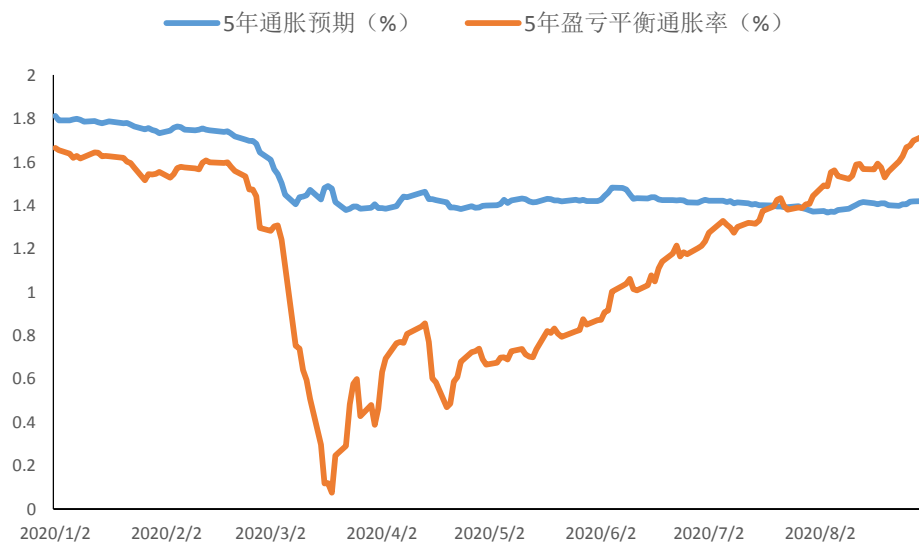
盈亏平衡通胀率由预期通胀率、通胀风险溢价、流动性风险溢价构成，盈亏平衡通胀率构成因素的特性，还使之与 VIX、股票收益率的相关性发生变化，也就是说这种相关性不是线性的，甚至相关性的方向会改变。不存在 ZLB 约束时，比如贷危机之前，需求冲击可以被货币政策对冲，通胀预期的变化更多是因为供给冲击，通胀预期整体上和 VIX 正相关，和股票收益率负相关。此时，债券价格和股价正相关，债券是风险资产，通胀风险溢价是正的，通胀风险溢价和 VIX 正相关，和股票收益率负相关。次贷危机之后，ZLB 约束下，需求冲击的影响增强，通胀预期和 VIX 负相关，和股票收益率正相关。此时，债券价格和股价负相关，债券是避险资产，通胀风险溢价是负的，通胀风险溢价和 VIX 负相关，和股票收益率正相关。

流动性溢价也会影响盈亏平衡通胀与 VIX 的关系。当经济风险发生时，资金从 TIPS 流向名义国债，TIPS 流动性风险溢价上升，同时，VIX 上升，流动性风险溢价和 VIX 正相关，和通胀预期、通胀风险溢价负相关。

可见，需求冲击且存在 ZLB 约束时，盈亏平衡通胀率、通胀预期、通胀风险溢价、流动性风险溢价和 VIX 的关系是一致的。经济风险增加，VIX 上升，股价下跌，同时，通胀预期、通胀风险溢价下降，TIPS 流动性风险上升，盈亏平衡通胀率下降，债券价格上升。反之亦然。同样负的需求冲击下，ZLB 约束增强时，VIX 上升幅度更大，股价快速下跌，同时，通胀预期、通胀风险溢价快速下降，TIPS 流动性风险加快上升，盈亏平衡通胀率下降速度更快，债券价格快速上升。

最后，盈亏平衡通胀率、通胀互换率无法表示通胀预期，那么美国真实的通胀预期到底是多少？为了克服流动性风险溢价、通胀风险溢价对通胀预期的干扰，美联储的经济学家基于 DKW 无套利期限结构模型，测算了“真实的”通货膨胀预期。3 月中下旬以来，盈亏平衡通胀率快速上升的同时，通胀预期并没有怎么变化，这主要是因为流动性风险溢价在下降。8 月末，5 年期盈亏平衡通胀率约为 1.7%，但是通胀预期仅为 1.42%，通胀风险溢价为 -0.12%，流动性风险溢价约为 -0.4%。随着美国经济修复，通胀会温和回升，但要回归到 2%，仍任重道远。

图3： 盈亏平衡通胀率上升的同时通胀预期几乎没变化

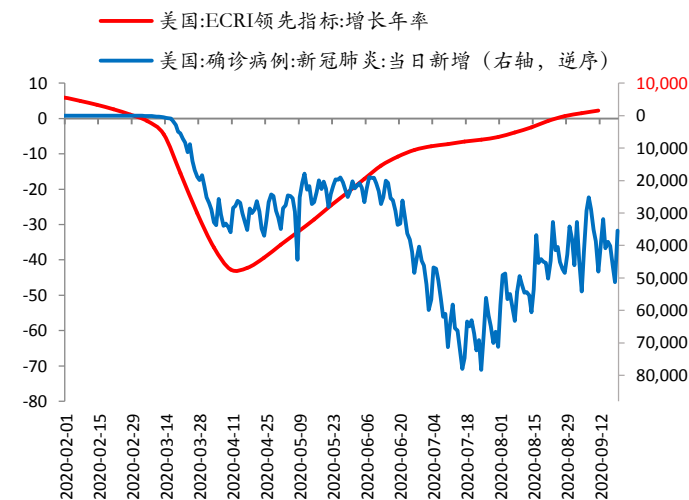


资料来源：Fed，新时代证券研究所

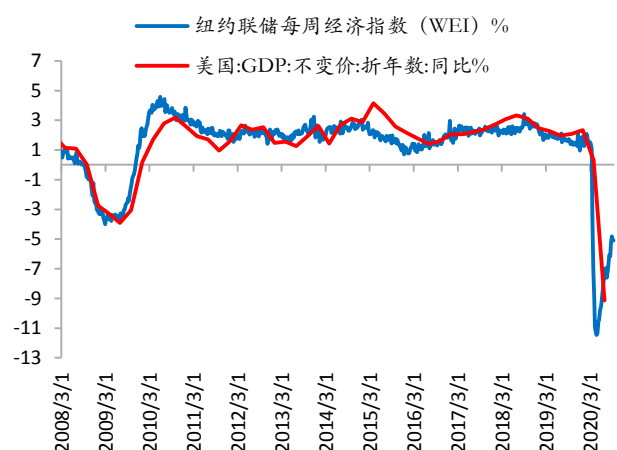
2、海外经济与市场流动性观察

美国经济改善放缓。9月11日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为 2.3%，继续回升，前值为 1.5%，但纽约联储每周经济指数 (WEI) 为 -5.1%，略低于前值 -5.07%。美国 9 月 12 日当周初次申请失业金人数为 86 万人，高于预期的 85 万人，较前值小幅回落。

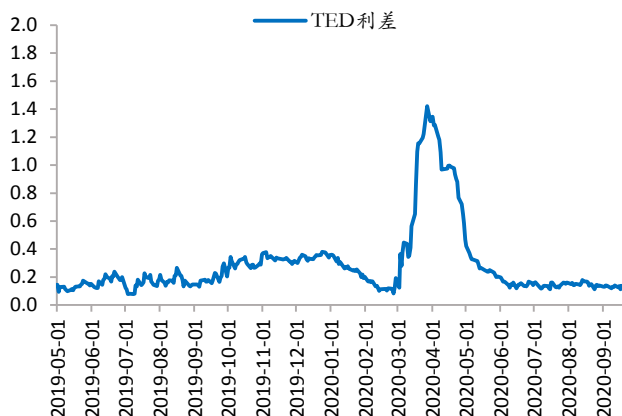
上周美国金融市场恐慌情绪缓解，VIX 回落至 25.8。流动性压力缓解，Ted 利差小幅下降。美国信用风险小幅下降，高收益企业债利差从 5.21% 降至 5.14%。

图4： 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 纽约联储每周经济指数略低于前值

资料来源：Wind，纽约联储，新时代证券研究所

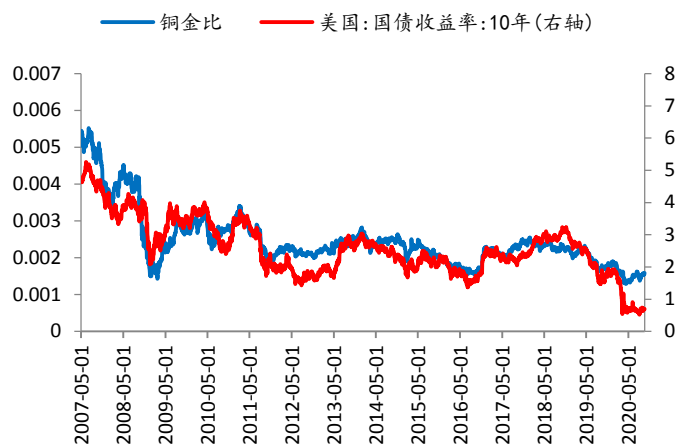
图6： TED 利差小幅回落

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： VIX 回落

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8：铜金比与上周持平



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9：美国高收益债利差微降

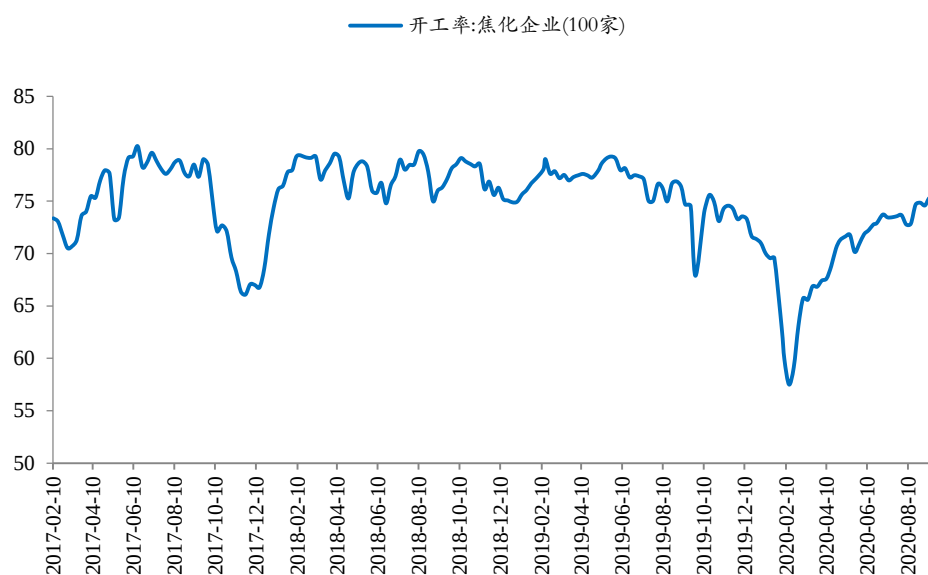


资料来源：Wind，新时代证券研究所

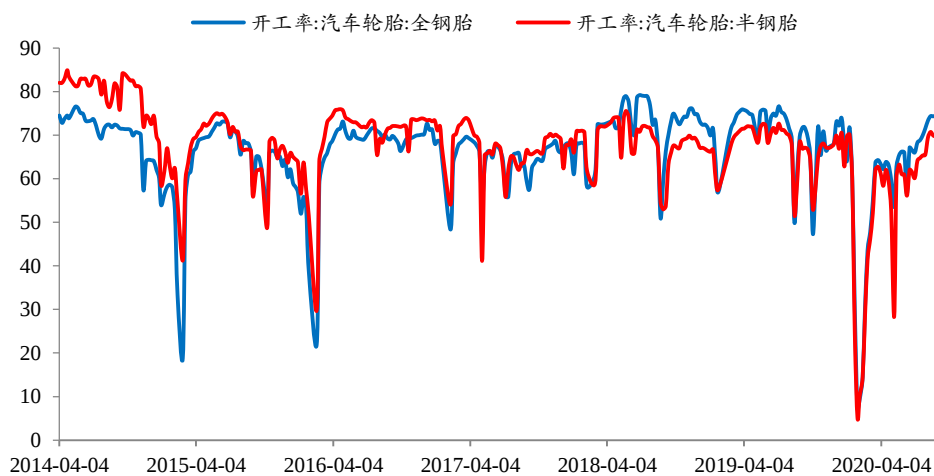
3、国内高频数据观察

3.1、生产指标缓慢修复

上周，生产指标整体缓慢修复。100家焦化企业开工率为74.8%，较前值下降了约0.5个百分点。汽车全钢胎与半钢胎开工率分别较前值小幅上升和下降0.3个百分点，整体变化不大。

图10: 100 家焦化企业开工率下降

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图11: 汽车全钢胎与半钢胎开工率基本持平前值

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

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_2435

