



邵宇：通胀起“锚”，货币  
扬“帆”，“风”来了！



意见领袖 | 邵宇（东方证券首席经济学家） 赵宇、陈达飞

## 通胀起“锚”



在描述通胀预期 (inflation expectation) 的作用时, Reis (2021a) 比喻称: “要回答通货膨胀向何处去的问题, 我们就像坐在海滩上的人, 看着一艘随着海流漂浮的船, 试图弄清楚它是越漂越远, 还是已经停靠在岸边, 以免为时过晚。如果有一张屏幕, 显示的是水下摄像机的画面, 哪怕是船锚的颗粒状图片, 都将提供很有价值的信息。” “水下摄影机的画面”或“船锚的颗粒状图片”指的就是通胀预期。它可以反映不同行为人对未来通胀走势的心理预期, 也发挥着“船锚”的作用。虽然通胀预期数据充满了噪音, 也时常会给出错误的信号, 但它仍然是未来通胀锚定在何处的最有效的指标。

物价决定于商品（或服务）的供求关系，但无论是供给还是需求，都会受到通胀预期的影响。它是消费者、企业和金融市场参与者行为的重要决定因素，也是美联储判断未来通胀走势、分辨临时通胀（或通缩）与持久通胀（通缩）、确定货币政策立场的重要参考。如果通胀预期上升，家庭将会购买更多的商品，投资者将从名义资产（比如债券）转移到实物资产（如房地产），工人将要求更高的工资，公司也会向消费者转移成本，所有这些都会导致通胀预期的自我实现。

美联储前主席伯恩斯（Burns）一直认为，由通胀预期驱动的工资-价格螺旋上升是高通胀的主要驱动因素。因此，他一直主张政府通过工资与物价管制来打破通胀螺旋。美国 20 世纪 70 年代大通胀的形成，石油等大宗商品价格的上涨是直接原因，但通胀的持续性却很大程度上依赖于通胀预期的影响（Reis, 2021a）。

预期通胀无法直接观测。在早期的实践中，最具操作性和最高频的方式是观察长端美债利率，这是美联储自 1951 年“财政部-美联储协议”以来的传统。马丁认为，长端国债利率上行反映了金融市场参与者的通胀预期的抬升，如果它进一步蔓延到商品、服务或劳动力市场，通货膨胀就会变为现实。沃尔克和格林斯潘时代，受“逆风而行”规则的指引，如果长端国债利率上行，美联储往往会提升联邦基金利率来压制通胀预期（见图 1）。当然，这也是最不准确的方式，因为影响美债长端利率的因素太多，如实际利率、风险溢价、流动性状况等，这些都是时变变量。



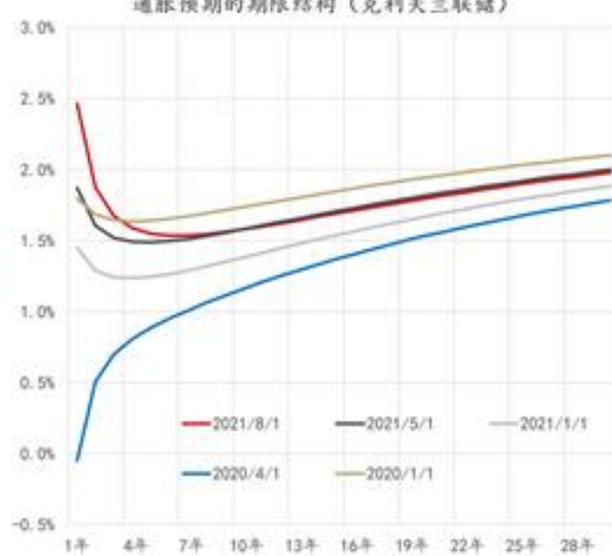
图 1 美债长端利率、通胀预期与美联储“逆风而行”规则

当前，美国常用的通胀预期指标有三类（见图 2）：（1）基于模型（model-based）的估计值，克利夫兰联储每个月会更新未来 30 年的 CPI 通胀预期，据此可得到通胀预期的期限结构；（2）基于调查（survey-based）的预期通胀率，根据调查主体的不同，可分为消费者调查（如密歇根大学消费者调查和纽约联储消费者调查）、商业（或企业）调查（如亚特兰大联储的 BIE 调查）和专业预测（如费城联储专业预测者调查，纽约联储一级交易商调查等），每一类调查又有预测期限的不同，短则 1 年，长则 5 年、10 年；（3）基于市场的预期通胀率，常用的有 TIPs 盈亏平衡通胀率和基于互换（swaps-based）的预期通胀率。

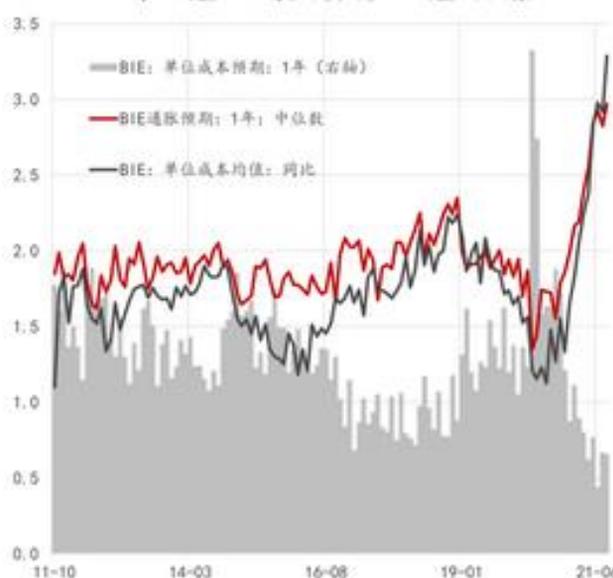
基于模型的通胀预期（克利夫兰联储）



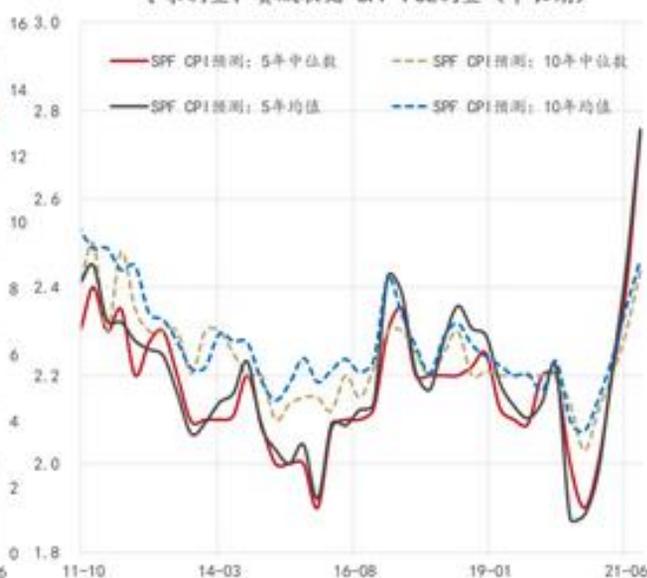
通胀预期的期限结构（克利夫兰联储）



商业调查：亚特兰大联储BIE调查（短期）



专家调查：费城联储 SPF PCE调查（中长期）



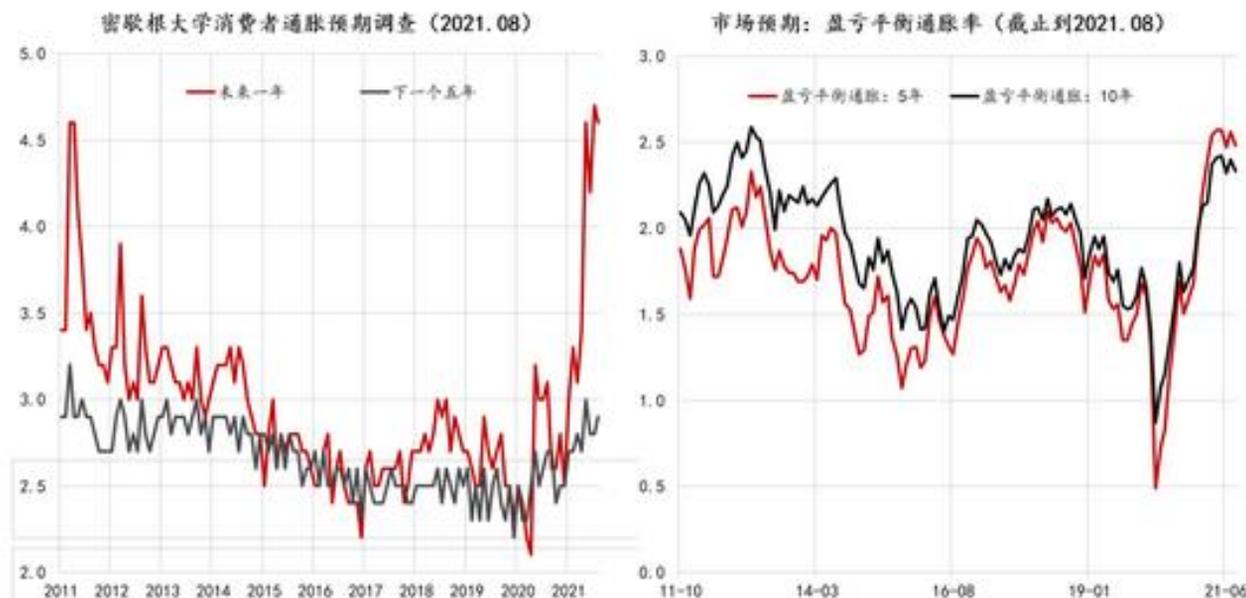


图2 美国常见的通胀预期指标

后疫情时代三类指标的共性是预期通胀的上行。克利夫兰联储基于模型的通胀预期及其期限结构显示，未来通胀率趋于下行，1年后的通胀率约为2.5%，中长期通胀会降到1.5%的水平；亚特兰大联储BIE调查显示，1年后通胀预期的中位数约为3%，其走势与企业成本密切相关，从预期中可以看出，2022年企业的成本压力会下降，从而可能带动通胀下行；费城联储SPF调查显示，未来5年通胀预期约为2.8%，10年约为2.5%；密西根大学消费者调查显示，未来一年的通胀预期超过4.5%，下一个五年略低于3%；基于市场交易信息的盈亏平衡通胀率显示，未来5-10年的通胀率的中枢约为2.5%。虽然不同类型通胀与其的数值有差异，但它们共识是：通胀压力是短期的，进一步演化成恶性通胀的可能性较低，3季度或是顶部位置。

由于方法、对象或期限的不同，不同通胀预期指标在数值水平和波动性上都有一定的差异。亚特兰大联储主席博斯蒂克 (Raphael Bostic) 在一次演讲中表示，费城联储 SPF 调查对未来实际通胀率走势的预测效果最好，BIE 商业调查的可靠性也在增强 (Bostic, 2019)，消费者 (或家庭) 调查和 TIPs 盈亏平衡通胀率的预测效果较差 (Bauer et al., 2015)。与专家或企业相比，消费者预期更有粘性，更加滞后 (Coibion et al., 2012)，市场隐含的通胀预期数据则噪声较多。

不同类型的通胀预期指标各有千秋。消费者 (和家庭) 虽然滞后[1]，但样本量大，方便考察更高阶的分布特征；专家调查样本量虽小，但却有预测模型作为辅助工具；市场预期虽噪声多，但频率最高，对经济基本面信息反映最迅速。Ahn 和 Fulton (2020) 比较了基于调查的 21 个通胀预期指标发现：一方面，期限相同的预期通胀指标之间有一定的相关性，但相关性大小不尽相同；另一方面，短期与长期通胀预期指标的相关性较低，甚至存在负相关关系 (表 1)。

|                           | SPF (10y PCE) | SPF (10y CPI) | TPS (5-10y CPI) | Blue Chip (7-11y CPI) | Michigan (5-10y 75th pct) | Michigan (5-10y Prices) | Michigan (1y Prices) | Blue Chip (1y CPI) | SPF (1y Core PCE) |
|---------------------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------------|---------------------------|-------------------------|----------------------|--------------------|-------------------|
| SPF (10y PCE)             | 1             |               |                 |                       |                           |                         |                      |                    |                   |
| SPF (10y CPI)             | 0.82          | 1             |                 |                       |                           |                         |                      |                    |                   |
| TPS (5-10y CPI)           | 0.63          | 0.62          | 1               |                       |                           |                         |                      |                    |                   |
| Blue Chip (7-11y CPI)     | 0.62          | 0.7           | 0.31            | 1                     |                           |                         |                      |                    |                   |
| Michigan (5-10y 75th pct) | 0.57          | 0.6           | 0.72            | 0.48                  | 1                         |                         |                      |                    |                   |
| Michigan (5-10y Prices)   | 0.51          | 0.6           | 0.66            | 0.46                  | 0.94                      | 1                       |                      |                    |                   |
| Michigan (1y Prices)      | 0.46          | 0.17          | 0.41            | -0.17                 | 0.48                      | 0.59                    | 1                    |                    |                   |
| Blue Chip (1y CPI)        | -0.17         | 0.34          | -0.19           | 0.33                  | 0.08                      | 0.23                    | 0.1                  | 1                  |                   |
| SPF (1y Core PCE)         | -0.26         | -0.12         | -0.41           | -0.49                 | -0.4                      | -0.22                   | 0.17                 | 0.65               | 1                 |

数据来源：Ahn & Fulton, 2020；东方证券财富研究

表 1 通胀预期指标的两两相关性

说明：数据计算期为 1999 年 1 季度至 2020 年 1 季度

实际上，分歧当中也包含着有价值的信息，而最常用的一阶估计（均值或中位数）并未包含这些信息。以基于调查的通胀预期为例，如果专家、企业和消费者的预期不一致，如何去伪存真？如何综合利用不同类型的通胀预期进行交叉验证，以提高预测的准确率？由于最终消费价格是所有行

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\\_28060](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28060)

