

## 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

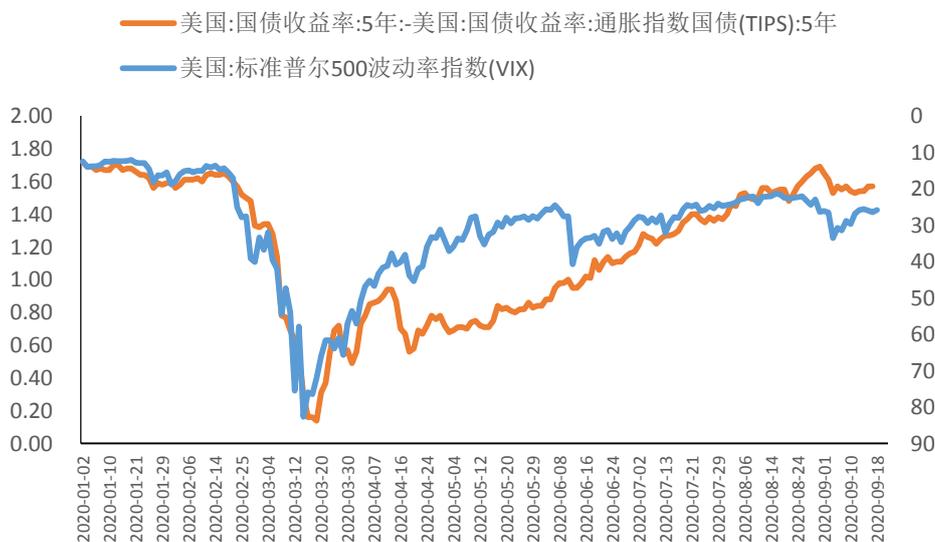
## 图表目录

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。**

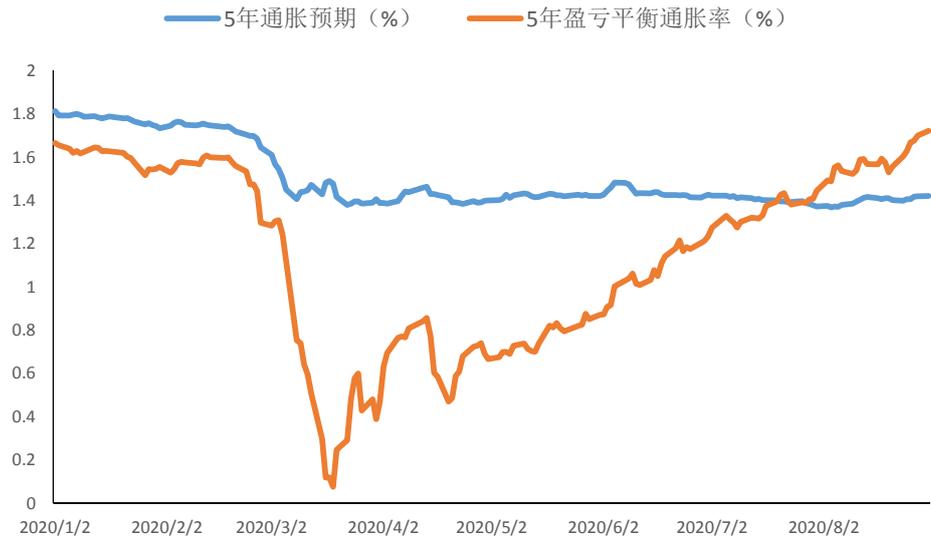
**盈亏平衡通胀率由预期通胀率、通胀风险溢价、流动性风险溢价构成，盈亏平衡通胀率构成因素的特性，还使之与 VIX、股票收益率的相关性发生变化，也就是说这种相关性不是线性的，甚至相关性的方向会改变。**不存在 ZLB 约束时，比如贷危机之前，需求冲击可以被货币政策对冲，通胀预期的变化更多是因为供给冲击，通胀预期整体上和 VIX 正相关，和股票收益率负相关。此时，债券价格和股价正相关，债券是风险资产，通胀风险溢价是正的，通胀风险溢价和 VIX 正相关，和股票收益率负相关。次贷危机之后，ZLB 约束下，需求冲击的影响增强，通胀预期和 VIX 负相关，和股票收益率正相关。此时，债券价格和股价负相关，债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



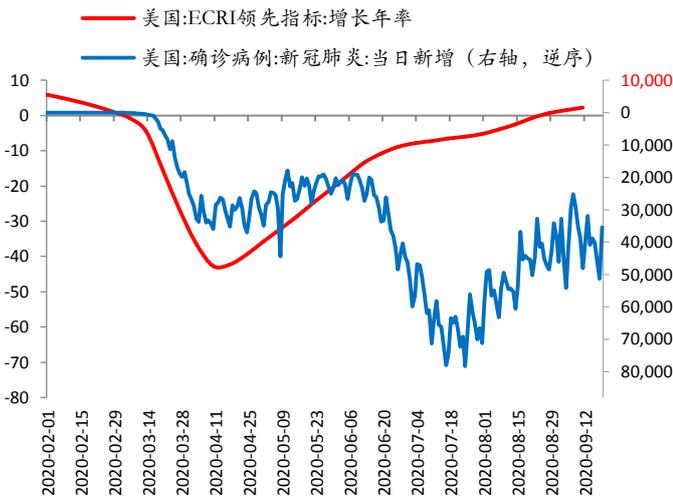
资料来源：Fed，新时代证券研究所

## 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。

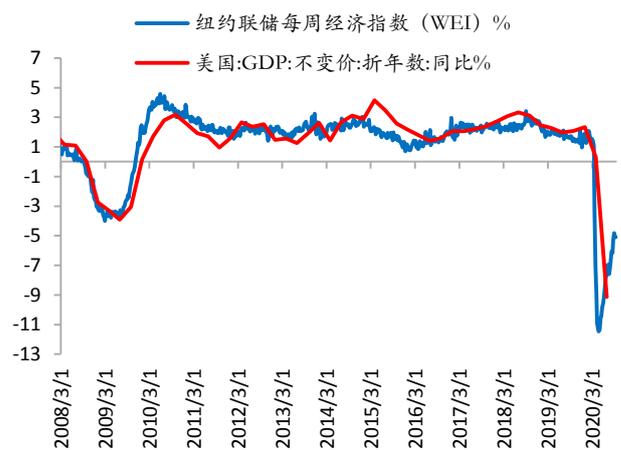
上周美国金融市场恐慌情绪缓解，VIX回落至25.8。流动性压力缓解，Ted利差小幅下降。美国信用风险小幅下降，高收益企业债利差从5.21%降至5.14%。

图4: 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升



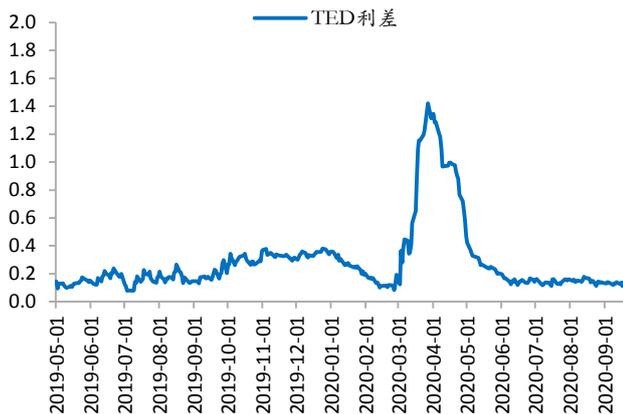
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

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



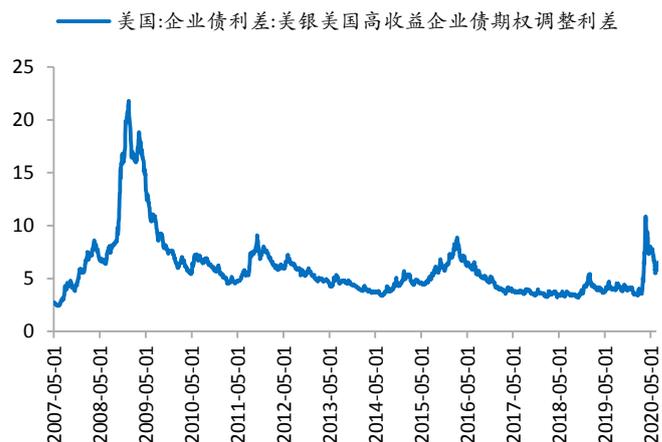
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

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

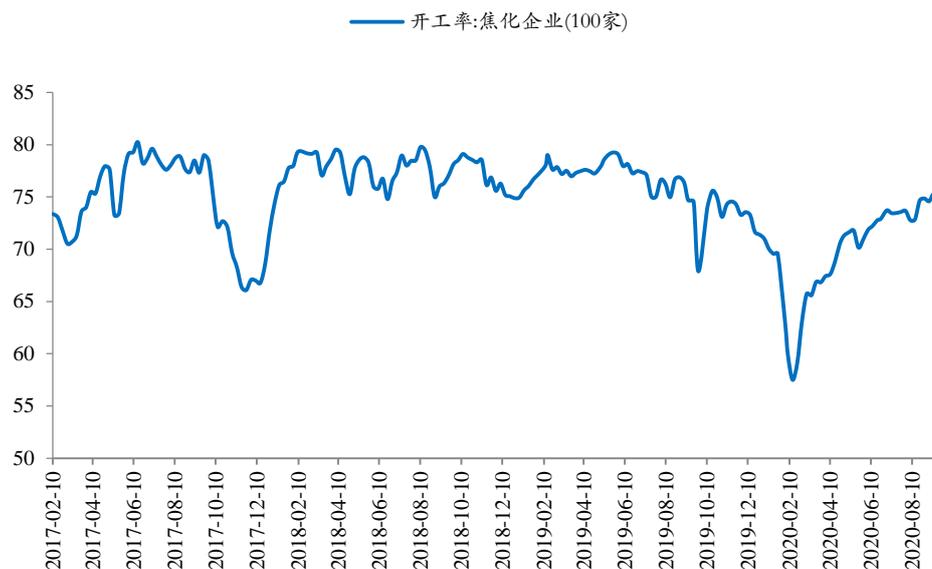


资料来源：Wind，新时代证券研究所

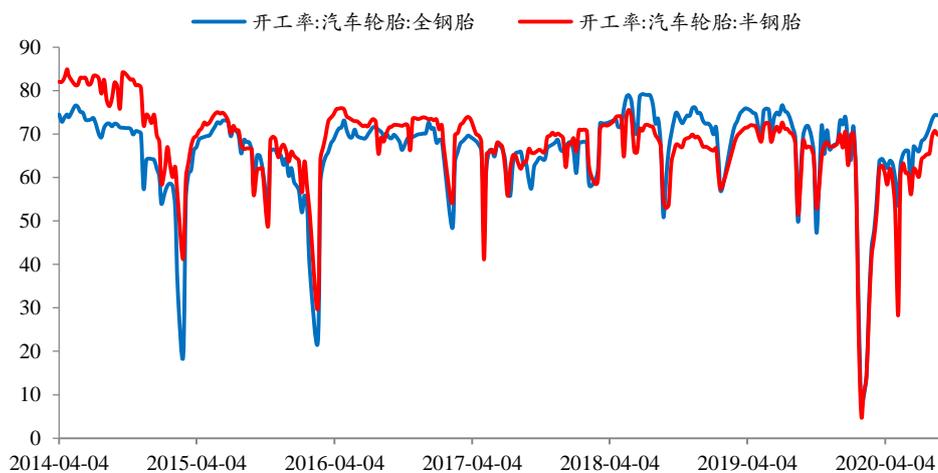
### 3、国内高频数据观察

#### 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**

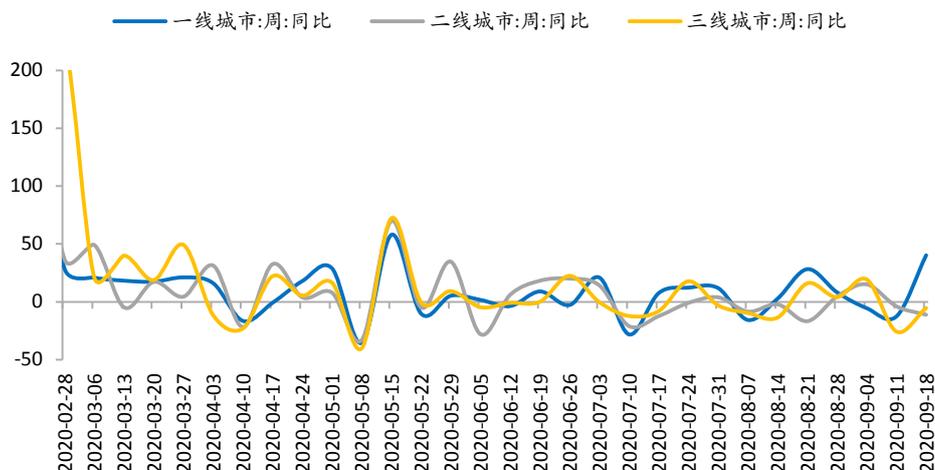
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**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

### 3.2、商品房销量增速分化

上周，30大中城市商品房日均成交面积为54.6万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周53.2万平方米小幅回升。30大中城市商品房成交面积周同比增速从-13.9%回升至2.6%，其中，一线城市城市商品房销售面积周同比增速回升至增长40.2%，二线城市周同比增速进一步下降至-11.2%，三线城市降幅收窄至-5.4%。

**图12：一二三线城市商品房周销量同比增速分化**

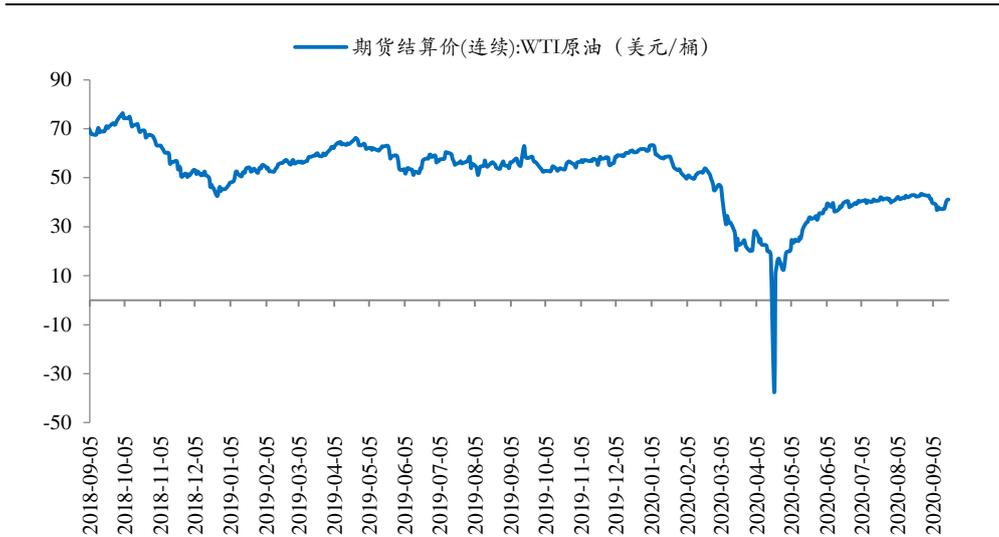
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

### 3.3、原油价格回升

上周，物价普遍下降，28种重点监测蔬菜价格环比下降2.8%，连续地2周下降。7种重点监测水果价格环比-0.1%，表现较平。猪肉批发价环比下降1.3%，增速前值为-0.2%。原油价格回升，其中，WTI原油价格环比增长10.1%，布油价格环比增长8.3%，增速前值分别为-6.1%、-6.6%。钢材库存小幅下降，钢价继续下降，螺纹钢期货价格下降1.4%。

**图13：猪肉价格下降**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图14: WTI原油期货价格回升**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

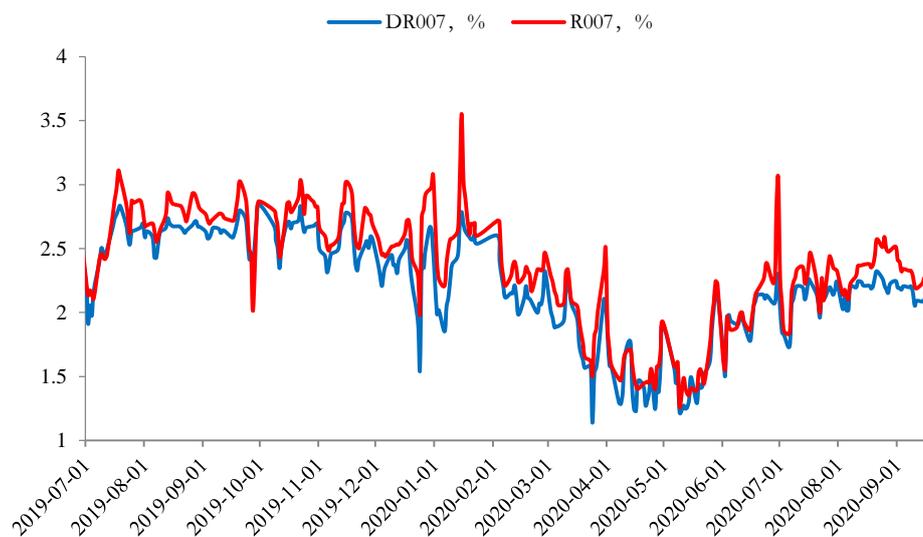
### 3.4、货币市场利率上升

上周, 央行进行了总计 4800 亿元逆回购操作和 6000 亿元 MLF 操作, 但发布的 8 月经济数据较好, 货币市场利率整体上升, DR007 一周上升 19BP, R007 一周上升 46BP。

**表1: 央行公开市场操作 (2020.9.14-2020.9.18)**

日期	央行公告
2020年9月14日	为维护银行体系流动性合理充裕, 2020年9月14日人民银行以利率招标方式开展了800亿元逆回购操作。
2020年9月15日	为维护银行体系流动性合理充裕, 2020年9月15日人民银行开展6000亿元中期借贷便利(MLF)操作(含对9月17日MLF到期的续做), 充分满足了金融机构需求。今日无逆回购操作。
2020年9月16日	为维护银行体系流动性合理充裕, 2020年9月16日人民银行以利率招标方式开展了1200亿元逆回购操作。
2020年9月17日	为维护银行体系流动性合理充裕, 2020年9月17日人民银行以利率招标方式开展了1100亿元逆回购操作。
2020年9月18日	为维护季末流动性平稳, 2020年9月18日人民银行以利率招标方式开展了1700亿元7天期和14天期逆回购操作。

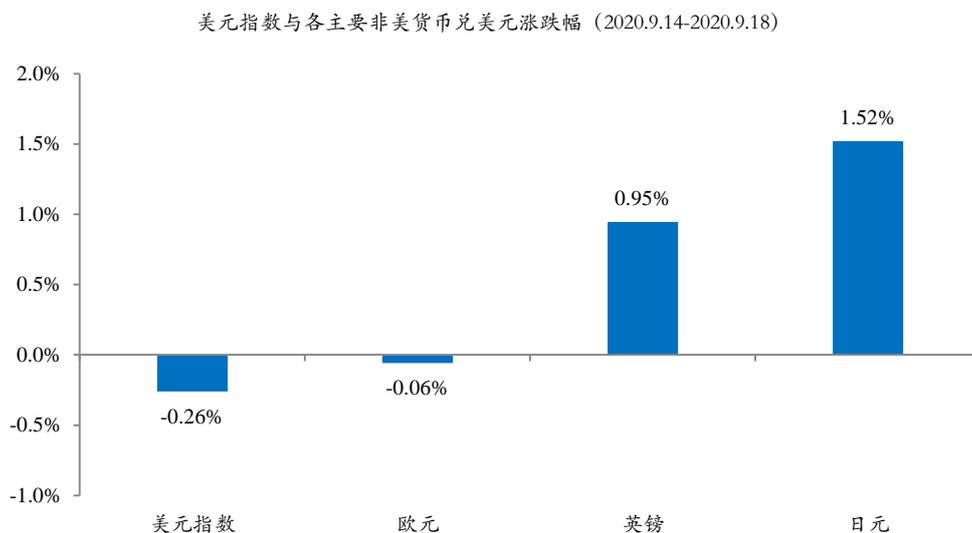
资料来源: 中国人民银行, 新时代证券研究所

**图15： 货币市场利率上升**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

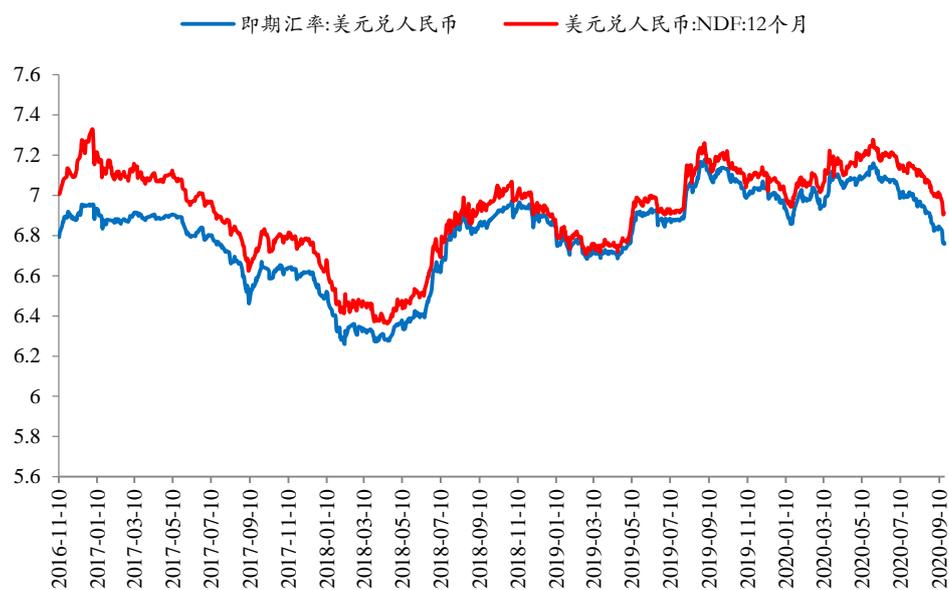
### 3.5、人民币兑美元大幅升值

上周，美元小幅回落，美元指数下降0.3%至93.01。非美货币方面，欧元、英镑和日元兑美元分别贬值0.06%、升值0.95%和升值1.52%。人民币兑美元汇率大幅升值1.16%。

**图16： 美元指数回落，英镑兑美元升值**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17: 人民币汇率大幅升值



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**刘娟秀**，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

**邢曙光**，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018年加入新时代证券研究所。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>