

宏观专题

美债与 TIPS: 联系、展望、对资产价格影响

2020年8月至今, 10Y 美债收益率由 0.5% 持续上行至 1.7%, 引发市场广泛关注。与此同时, 10Y TIPS 收益率在今年2月之前基本没有上升, 而从2月开始明显反弹, 部分观点认为, 当前美债收益率上行的驱动力已切换为实际利率 (TIPS 收益率)。美债与 TIPS 之间是否存在因果关系? 未来走势如何? 对大类资产有何影响? 本篇报告中, 我们将对此进行详细分析。

1、什么是 TIPS 债券?

TIPS 全称是通胀保值国债 (Treasury Inflation-Protected Securities), 由美国财政部发行, 票面利率固定不变, 本金跟随通货膨胀调整, 每半年付息一次并且每年调整一次本金额。由于利息是按票面利率乘以本金, 本金调整后收到的利息也会相应调整。目前 TIPS 的存量约为 1.6 万亿美元, 远低于普通美债的 19 万亿美元, 并且 TIPS 的换手率也明显低于普通美债。

2、TIPS 与美债有何联系?

TIPS 收益率可被视作实际利率, 而美债与 TIPS 的利差则反映了投资者对相应期限平均通胀的预期, 也被称为“盈亏平衡通胀” (Break-Even Inflation)。美债与 TIPS 均受到经济表现、货币政策、通胀预期、风险偏好等因素影响, 其中通胀预期对美债和 TIPS 的影响方向相反, 其他因素的影响反向相同, 美债与 TIPS 之间并不存在互相影响的关系。

3、美联储 QE 中是否包含 TIPS?

答案是肯定的。自 2020 年 2 月末以来, 美联储持有的普通美债规模增加了 2.2 万亿美元, 持有 TIPS 规模增加了 2000 亿美元, 美联储持有 TIPS 规模占持有美债总规模的比重持续抬升, 这与过去三轮 QE 完全不同, 反映出本轮 QE 美联储对 TIPS 的购买力度要大于普通美债。与此同时, 2020 年普通美债发行规模大幅增加, TIPS 发行规模仅小幅增加, 这也是过去半年多来 TIPS 收益率并未跟随名义美债收益率同步抬升的原因之一。

4、2月中旬 TIPS 收益率为何大幅上行?

2月中旬以来, 10Y TIPS 收益率由 -1.0% 快速回升至 -0.6% 左右, 我们认为这一表现更多是受交易面因素的影响, 具体可能包括三个原因:

- 1) SLR 不延期的预期升温, 导致银行抛售美债和 TIPS;
- 2) 房贷利率回升引发的 MBS 投资者进行“凸性对冲”;
- 3) 美国财政部 TGA 存款大幅下降, 加大了银行的抛售压力。

5、TIPS 与美债收益率后续走势如何?

美国本轮通胀高点将出现在 4 月和 5 月, 再结合美国经济和货币政策表现, 我们认为年内美债与 TIPS 收益率的走势大致可分为三个阶段:

- 1) 5月之前: 通胀预期继续小幅抬升, TIPS 收益率在当前水平震荡, 10Y 美债收益率跟随通胀预期继续小幅上行, 预计高点将在 1.8% 左右。
- 2) 5月之后: 通胀预期开始逐步回落, TIPS 收益率将温和上升, 但 10Y 美债收益率将跟随通胀预期一起回落, 预计回落幅度不会太大。
- 3) 三季度开始: 待美联储明确给出缩减 QE 的信号后, 美债与 TIPS 收益率开始同步回升。

6、TIPS 与美债收益率如何影响大类资产?

TIPS 收益率与黄金等贵金属价格高度负相关, 美债收益率主要影响股票估值, 美元汇率不是由美债或 TIPS 利率单方面决定, 而是受美国与其他国家的利差影响。此外, 美债收益率与铜金比、油金比走势高度正相关。

根据我们对美债和 TIPS 收益率的判断, 大类资产表现的基准情形如下:

- 1) 5月之前: 美股仍有回调压力, 但回调幅度有限; 黄金维持震荡, 原油和铜有望小幅上涨。
- 2) 5月之后: 美股阶段性上涨; 黄金下跌压力加大, 原油和铜趋于下跌。
- 3) 三季度开始: 美股回调压力再度加大, 并可能持续较长时间; 黄金延续弱势表现, 原油和铜的走势尚不明朗, 但大概率能跑赢黄金。

风险提示: 美国通胀超预期; 美联储提前缩减 QE; 美国疫情超预期演化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号: S0680521030002

邮箱: liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《美联储“不够鹰就是鸽”——3月 FOMC 会议点评》2021-3-25
- 2、《美债收益率后续怎么看? 对美股影响多大?》2021-2-27
- 3、《美债收益率上行会有多快? ——兼评 1 月 FOMC 会议》2021-1-28
- 4、《美联储对经济更乐观, 但政策转向尚早——12 月 FOMC 会议点评》2020-12-17
- 5、《黄金与白银的未来走势怎么看?》2019-9-3



内容目录

一、什么是 TIPS 债券? 3

二、TIPS 与美债有何联系? 4

三、美联储 QE 中是否包含 TIPS? 5

四、2月中旬 TIPS 收益率为何大幅上行? 6

五、TIPS 与美债收益率后续走势如何? 7

六、TIPS 与美债收益率如何影响大类资产? 9

风险提示 10

图表目录

图表 1: TIPS 的票面利率明显低于同期限的普通美债 3

图表 2: TIPS 债券的存量规模远低于普通美债 3

图表 3: TIPS 债券的交易活跃度明显低于普通美债 3

图表 4: 10Y 盈亏平衡通胀与美国 CPI 同比走势高度一致 4

图表 5: 通胀预期变化幅度较大时, 美债与 TIPS 收益率走势往往背离 5

图表 6: 美联储 QE 既包括普通美债也包括 TIPS 5

图表 7: 本轮美联储购买 TIPS 的力度明显大于过去三轮 QE 5

图表 8: 当前美联储持有的普通美债存量的 23%、TIPS 存量的 21% 6

图表 9: 2020 年普通美债发行大幅增加, TIPS 发行未明显增加 6

图表 10: 2月中旬的 TIPS 收益率上升并非是由基本面因素导致 6

图表 11: 美国房贷利率自 2月初才开始触底反弹 6

图表 12: 房贷再融资的下降引发大规模的“凸性对冲”交易 7

图表 13: 美国财政存款释放叠加 SLR 不延期加剧了银行抛售美债的压力 7

图表 14: 彭博调查的美国通胀一致预期(截至 2021 年 4月 2日) 7

图表 15: 美国通胀将在二季度达到高点, 随后持续回落 8

图表 16: 美国经济边际修复动能放缓, 美债收益率上行压力减轻 8

图表 17: 美联储不着急退出 QE, 将对美债收益率形成抑制 8

图表 18: TIPS 收益率与黄金价格高度负相关 9

图表 19: 货币宽松周期内, 美债收益率上行的“杀估值”效应有限 9

图表 20: 由于巨额货币宽松, 当前美股并不存在严重泡沫 9

图表 21: 美德国债利差与美元指数走势高度一致 9

图表 22: 美债收益率与铜金比走势高度一致 10

图表 23: 美债收益率与油金比走势高度一致 10

一、什么是 TIPS 债券？

TIPS 全称是通胀保值国债 (Treasury Inflation-Protected Securities)，由美国财政部发行，其票面利率固定不变，本金跟随通货膨胀调整，每半年付息一次并且每年调整一次本金额。由于利息是按票面利率乘以本金，本金调整后，收到的利息也会相应发生调整。举例来说，假设一张 TIPS 债券的票面金额为 100 美元，票面利率为 1%，过去一年通胀率为 10%，则调整后的本金将变成 110 美元，收到的利息将会是 1.1 美元。此外，美国财政部对 TIPS 债券设置了本金保护机制，若 TIPS 存续期内出现通货紧缩，投资者至少可以获得初始票面本金的偿付。

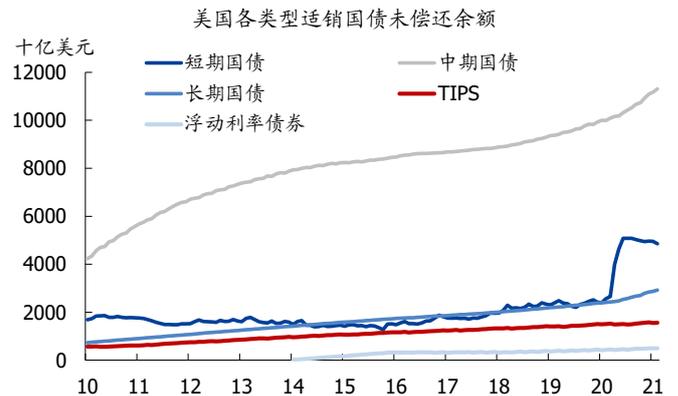
TIPS 剔除了通胀风险，对投资者更有利，因此 TIPS 的票面利率要明显低于同期限的普通美债。从市场体量来看，截至 2021 年 2 月，美国普通适销国债的未偿还余额约为 19 万亿美元，其中短期国债 (1 年以内) 约为 4.9 万亿美元，中期国债 (1-10 年) 约为 11 万亿美元，长期国债 (10 年以上) 约为 2.9 万亿美元；而 TIPS 的未偿还余额仅为 1.6 万亿美元，因此 TIPS 市场的体量远小于普通美债。此外，TIPS 债券的换手率 (日均成交量/市场存量) 仅有 1.3%，而普通长期美债的换手率也有 2.4%，表明 TIPS 债券交易活跃度明显弱于普通美债。

图表 1: TIPS 的票面利率明显低于同期限的普通美债



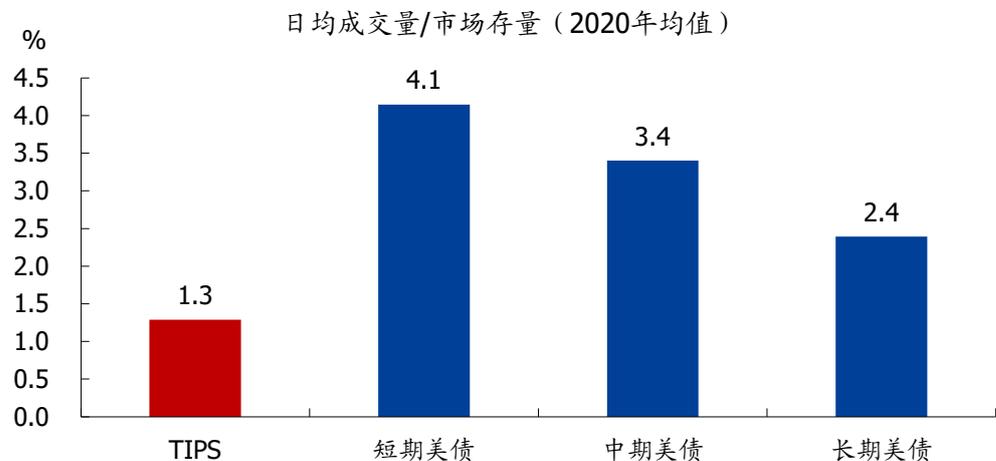
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: TIPS 债券的存量规模远低于普通美债



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: TIPS 债券的交易活跃度明显低于普通美债



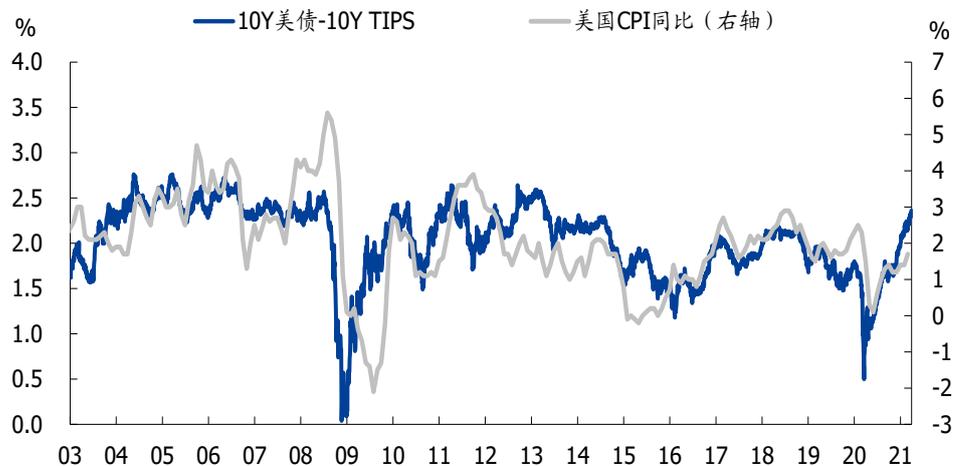
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、TIPS 与美债有何联系？

由于剔除了通胀风险，TIPS 收益率可被视作实际利率，而美债与 TIPS 的利差则反映了投资者对相应期限平均通胀的预期，也被称为“盈亏平衡通胀”(Break-Even Inflation)。例如，若 10 年期美债与 10 年期 TIPS 的利差为 2.3%，则意味着当前市场投资者预期未来 10 年美国的平均通胀率为 2.3%。

美债和 TIPS 都是市场交易的结果，因此即便是长期的盈亏平衡通胀也会不断变化，经济危机时期的波动幅度尤为剧烈。从历史数据来看，10Y 美债与 TIPS 的利差与美国 CPI 同比的走势高度一致，只是波动幅度更小，这意味着短期通胀走势也会影响长期美债与 TIPS 利差的走势。

图表 4: 10Y 盈亏平衡通胀与美国 CPI 同比走势高度一致



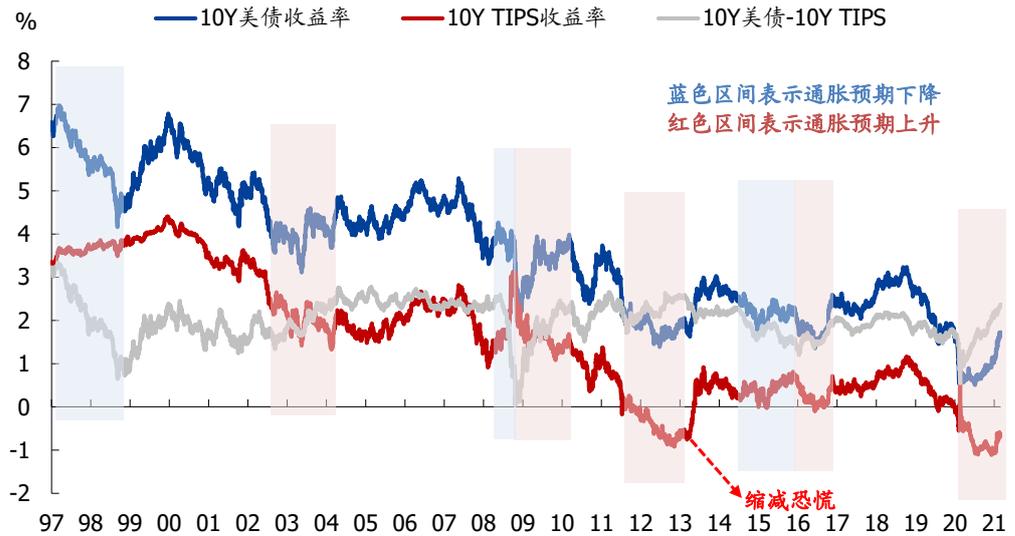
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

TIPS 与普通美债都属于美国国债，可以认作是无风险资产，都会受经济表现、货币政策、风险偏好等因素的影响。TIPS 最大的不同在于可以抗通胀，当市场预期美国通胀将大幅抬升时，TIPS 的吸引力会明显强于普通美债。从历史数据来看，美债与 TIPS 收益率的走势可归纳为以下三种情形：

- 1) **通胀预期明显抬升：**此时 TIPS 的抗通胀属性凸显，TIPS 收益率往往下行，美债收益率往往跟随通胀预期上行，这也是 2020 年下半年以来所对应的情形。
- 2) **通胀预期明显下降：**此时 TIPS 的抗通胀属性趋弱，TIPS 收益率往往上行，美债收益率往往跟随通胀预期下行。
- 3) **通胀预期变化不大：**此时 TIPS 与美债收益率主要受经济表现、货币政策、风险偏好等因素影响，二者走势基本一致。

由此可见，美债与 TIPS 收益率之间并不存在谁决定谁的关系，二者走势本质上都是基本面因素的结果，其中经济表现、货币政策、风险偏好等因素对二者的影响方向相同，而通胀预期对二者的影响方向则相反。当通胀预期发生明显变化时，市场会对 TIPS 和美债进行反向交易，直至二者利差与市场通胀预期相匹配。

图表5: 通胀预期变化幅度较大时, 美债与 TIPS 收益率走势往往背离



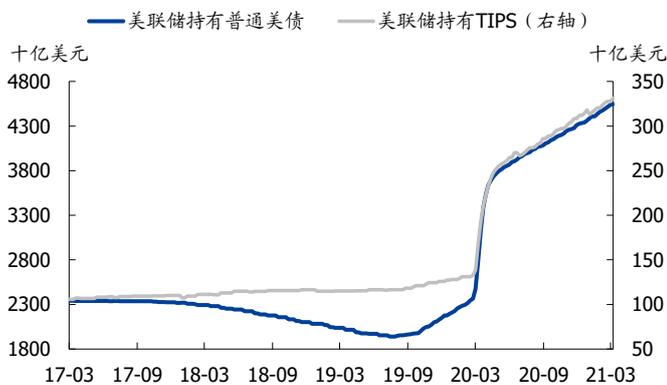
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

三、美联储 QE 中是否包含 TIPS?

答案是肯定的。自 2020 年 2 月末以来, 美联储持有的普通美债规模增加了 2.2 万亿美元, 持有 TIPS 规模增加了 2000 亿美元。本轮 QE 的特殊之处在于, 美联储购买 TIPS 的力度明显大于购买普通美债的力度, 历史上 3 轮 QE 开始后, 美联储持有 TIPS 占持有美债总规模的比重均持续下降, 但本轮 TIPS 的占比却持续抬升。另一方面, 2020 年 2 月至今, 美联储持有普通美债规模占市场存量的比重由 15% 提升至 23%, TIPS 则由 9% 提升至 21%, TIPS 的提升幅度远大于普通美债。

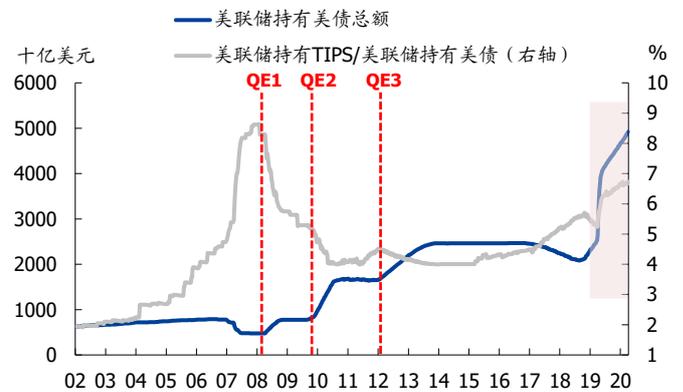
由于大规模财政刺激, 2020 年美国国债发行规模大幅增加, 2020 年底与 2019 年底相比, 普通美债未偿还余额增加了 4.2 万亿美元, 增幅为 28.3%; TIPS 仅增加了 720 亿美元, 增幅为 4.8%。普通美债发得多、美联储买得相对较少, TIPS 发得少、美联储买的相对较多, 也是过去半年多以来 TIPS 收益率并未跟随名义美债收益率回升的原因之一。

图表6: 美联储 QE 既包括普通美债也包括 TIPS



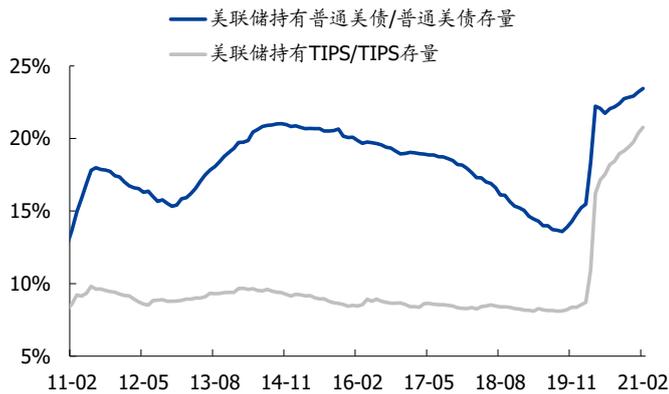
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 本轮美联储购买 TIPS 的力度明显大于过去三轮 QE



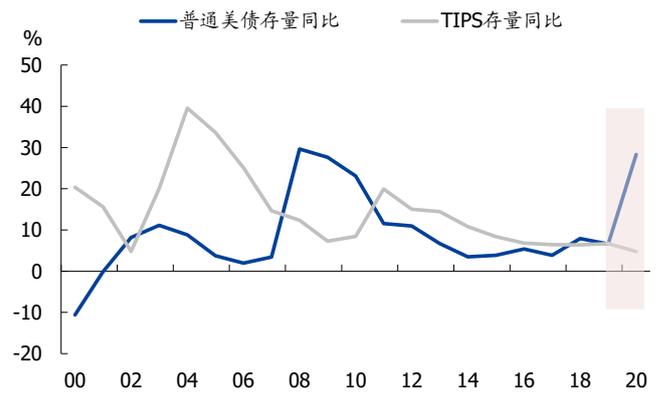
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 当前美联储持有的普通美债存量的 23%、TIPS 存量的 21%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 2020 年普通美债发行大幅增加, TIPS 发行未明显增加



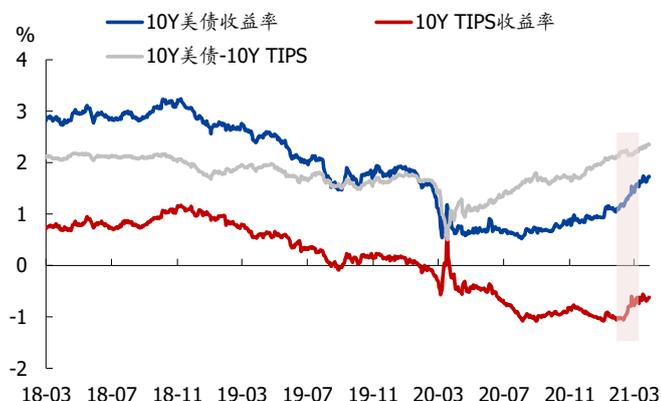
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

四、2月中旬 TIPS 收益率为何大幅上行?

2月中旬开始, 10Y TIPS 收益率自低点-1%左右快速反弹至3月初的-0.6%左右, 随后稳定在这一水平上下波动; 与此同时, 10Y 盈亏平衡通胀并未发生明显变化, 美国经济和货币政策也未出现明显变化, 表明2月中旬以来的 TIPS 收益率反弹并非是由基本面因素导致, 而是受交易性因素影响。综合看, 我们认为可能的原因有以下三个:

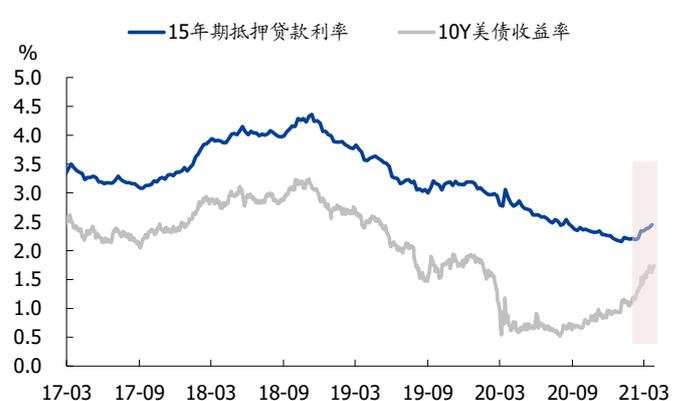
- 1) 美联储放松 SLR(商业银行补充杠杆率要求) 的规定将在 3 月底到期, 随着时间临近, 美联储迟迟没有做出延期的表态, 市场开始预期美联储不会延期 (美联储已于 3 月 21 日宣布不延期)。为了满足监管要求, 商业银行被迫要抛售部分持有的美债和 TIPS。
- 2) 由于房地产销售强劲, 2020 年美国 MBS 发行量大幅增加。从 2 月初开始, 房贷利率开始止跌反弹, MBS 头寸的久期被拉长, 从而 MBS 投资者需要抛售大量长期美债和 TIPS 来进行所谓的“凸性对冲”。
- 3) 2 月 1 日, 美国财政部宣布削减 1.6 万亿 TGA 存款的计划, 预计 3 月底削减至 8000 亿, 6 月底削减至 5000 亿。TGA 存款大幅减少, 意味着银行系统的准备金会大幅增加, 在 SLR 不延期的背景下, 这一举措加剧了银行抛售美债的压力。

图表 10: 2月中旬的 TIPS 收益率上升并非是由基本面因素导致



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 美国房贷利率自 2 月初才开始触底反弹



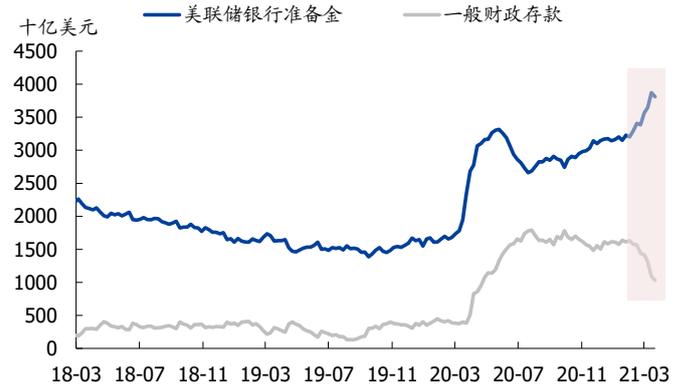
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 房贷再融资的下降引发大规模的“凸性对冲”交易



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 13: 美国财政存款释放叠加 SLR 不延期加剧了银行抛售美债的压力



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

五、TIPS 与美债收益率后续走势如何?

根据前面的分析, 美债和 TIPS 均受到通胀预期变动的影 响, 只是影响的方向恰好相反; 在通胀预期稳定时期, 美债与 TIPS 主要受经济表现和货币政策的影响。而盈亏平衡通胀 (美债-TIPS) 与美国 CPI 同比走势高度一致。若美国 CPI 同比开始回落, 则 10Y 美债与 10Y TIPS 的利差大概率也将回落。

美国预测机构 Financial Forecast Center 的通胀预测模型显示, 短期内美国通胀将进一步抬升, 并将在 4 月和 5 月达到高点, 均为 3.3% 左右; 6 月将开始持续下降, 年底将回落至 2.5% 左右。当前彭博一致预期显示, 美国 CPI 同比二季度为年内高点, 平均为 2.9%, 随后逐季回落, 四季度均值为 2.4%, 与 FFC 的预测模型结论一致。由此看, 10Y 美债与 10Y TIPS 利差的走势大概率也将在 5 月前后达到高点, 最后逐步回落。

图表 14: 彭博调查的美国通胀一致预期 (单位%, 截至 2021 年 4 月 2 日)

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_18567



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn