

Q1-Q2 期间美债或迎来一波“牛平”行情

——债券研究报告

报告导读

2025 年 1 月以来，10Y 美债收益率在冲高至 4.8% 回落至 4.5% 下方；长端美债回落背后主要反应的是特朗普关税落地不及预期和财政部表态偏鸽。我们认为从交易、供需和经济基本面三大维度来看，财政部影子“QE”重启、美债供给压力阶段性缓和以及经济短期陷入“类滞胀”环境下，Q1-Q2 期间美债或将迎来一波“牛平”行情，对应 10 年期美债的低点在 4% 左右，10Y-2Y 美债利差或将逐渐收敛甚至倒挂。操作方面，可以选择做多 10 年期及以上美债期货或杠杆 ETF，同时对 2 年期及以下美债进行波段交易。

投资要点

□ 新财长本森特和财政部 Q1 再融资会议表述均偏鸽

美东时间 2 月 3 日，财政部公布 2025 年 Q1 再融资声明，继续重申预计“未来几个季度”不会增加发债规模，市场此前预期的增长长期债券并未落地。财政部预计 2025 年 Q1 净融资规模为 8150 亿美元，Q2 净融资规模为 1230 亿美元，Q1 和 Q2 的财政部一般账户余额（TGA）预计为 8500 亿美元（当前值 8196 亿美元）。当周，新财长本森特在记者会中对鲍威尔 1 月维持利率不变的行动表示支持，并提到财政部对政策利率的关注度不高，相反更加关注 10 年期美债的收益率，暗示财政部未来将采取相关措施压制长端美债上行动力。

□ 财政部偏鸽表述，意味着影子“QE”重启，期限溢价或将冲高回落

通常来说，政府部门中仅有货币当局的“QE”才能对长端利率进行压制。但在本轮货币紧缩周期，长端美债上行幅度明显不及短端，这背后反应的是财政部通过影子“QE”的方式，对冲了美联储缩表对长短利率带来的上行压力。

什么是影子“QE”？是财政部通过 ATI（Active Treasury Issuance）的方式，超量发行短端美债（1 年期及以下 T-Bill），2022-24 年期间，财政部短端美债净发行规模占净发行总额比重一度超过 80%，超出金融危机和新冠疫情期间的水平；财政部的 ATI 操作在改善投资者对美债再融资风险担忧的同时（由于 3 个月 T-Bill 基本可以无限续作，安全程度几乎等同于现金，并且可以被政府货币市场基金吸收），也通过降低长期美债供给，对长端美债的期限溢价带来持压制，过去 2 年期限溢价中枢维持在 0.29% 的历史低位，明显低于金融危机前 10 年的 1.4% 的中枢水平；从本森特近期表述来看，短期内，财政部或将延续耶伦时代以来的影子“QE”政策，超量 T-Bill 的发行或将重新对长端美债的期限溢价进行压制。

分析师：曹潮

中央编号：BVH841

联系电话：852-9658 1360

邮箱：caochao@cnzsqh.hk

相关报告

□ 海外机构加大美债配置力度，同样将以期限溢价的方式压低美债利率

2024 年 7 月以来，10 年期及以上美债利率累计上行幅度超过 100 个 bps，偏高的收益率水平也意味着美债相较于其他发达经济体（DM）的吸引力在逐渐提升，可能会在一定程度上缓和美债的上行动力：对于海外的美债配置机构，随着美国与非美经济体货币政策和基本面差异放大，即使是在考虑汇率对冲成本后，以美债为代表的美元计价资产仍具备较大的吸引力。截止 2025 年 1 月 31 日，3 个月美元兑日元对冲成本为 4.06%，3 个月美元兑欧元对冲成本为 1.8%。剔除对冲成本以后，10 年期美债实际回报分别为 0.8% 和 2.55%，而 10 年期日债和欧债的收益率分别为 1.31% 和 2.38%。尽管日本投资者面临高昂的对冲成本，但从日本寿险汇率对冲比例来看，Bloomberg 数据显示日本寿险公司 2024 年 Q3 的汇率对冲比例创下 2011 年三季度以来新低，说明日本投资者正在无视高昂的对冲成本，持续增配美债。财政部数据显示，2024 年 11 月外资机构持有美债规模达到 8.63 万亿美元，为历史次高水平（最高值为 2024 年 9 月的 8.67 万亿），同期美国国际资本净流入量（6MA）升至 1811 亿美元，触及 1984 年以来最高水平，外资的买盘力量持续扩张或同样对美债利率带来下行动力。

□ 美国财政部付息压力加大，但类似于 2023 年 11 月的供给冲击概率偏低

财政部 2025 年 Q1 再融资报告显示，Q1 净融资规模为 8150 亿美元，Q2 净融资规模为 1230 亿美元，Q1 和 Q2 的财政部一般账户余额（TGA）仍维持在 8500 亿美元（目前余额为 8179 亿美元）。以当前美国联邦政府约 3500-4000 亿美元/月的利息支出，我们预计财政部在 2025 年 Q3 后才会面临较大的再融资压力，进而两党债务上限谈判对一级市场的影响可能要到 2025 年 Q3 才开始显现。

□ 关税对经济的冲击存在不确定性，短期内美国经济可能会陷入“类滞胀”状态，美联储进行利率调整的门槛较高

2024 年 Q4 美国 GDP 年化值环比录得 2.3%，主要源于库存投资和设备投资拖累，两者对 GDP 合计拖累达到 -1.35%，反应资本开支进程有所放缓。尽管特朗普的关税和制造业回流政策长期来看或将促进美国制造业回暖，但短期内对经济的利空因素明显大于利多。PIIE 预计双方的报复性关税对美国、中国、加拿大和墨西哥 GDP 的拖累在 -0.2% 到 -3.5% 不等，并导致美国通胀水平上行 0.42% 到 0.86 个百分点不等，对应 2025 年的通胀中枢或抬升至 3% 以上。我们预计在 2025 年，美国经济在强劲居民消费支出的支撑下，中枢或将不低于 2%，但关税在拉低经济读数的同时，可能会加大商品通胀的上行风险，进而导致美国经济读数在短期内进入“类滞胀”状态。

美联储作为政策制定型机构，难以对关税的冲击作出预防性措施，我们预计美联储在 Q3 前进行利率调整的门槛较高，这将导致反应美联储政策利率预期的短端利率维持震荡格局。从 1 月 FOMC 会议以来美联储票委的表述来看，一个关键词便是“不确定性”，这一方面源于特朗普上任后相关政策对经济的冲击存在不确定性，另一方面源于通胀下行动力受阻。1 月 FOMC 会议中，鲍威尔在记者会中提到，美联储会将特朗普政府的经济政策更全面的纳入考量，除了财政政策以外，还包含了移民、关税和监管政策；但美联储不会对这些政策进行预防措施，而是要等到这些政策对美国经济有明显影响才会采取行动，降息预期的不断回调，也将掣肘短端利率（2 年期及以下）的下行幅度。

□ 具体操作策略：

综上，我们认为从交易、供需和经济基本面三大维度来看，财政部影子“QE”重启、美债供给压力阶段性缓和以及经济短期陷入“类滞胀”环境下，2025年Q1-Q2期间美债或将迎来一波“牛平”行情，对应10年期美债的低点在4%左右，10Y-2Y美债利差或将逐渐收敛甚至倒挂。操作方面，可以选择做多10年期及以上美债期货合约或杠杆ETF，同时继续对2年期及以下美债进行波段交易。

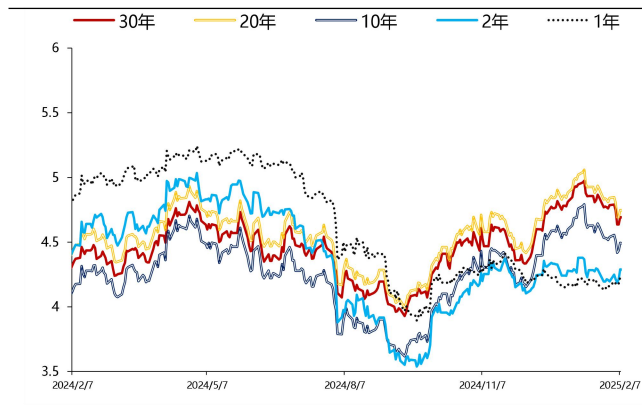
风险提示

美国通胀超预期；日央行加息幅度超预期；美联储加息节奏超预期。

图表目录

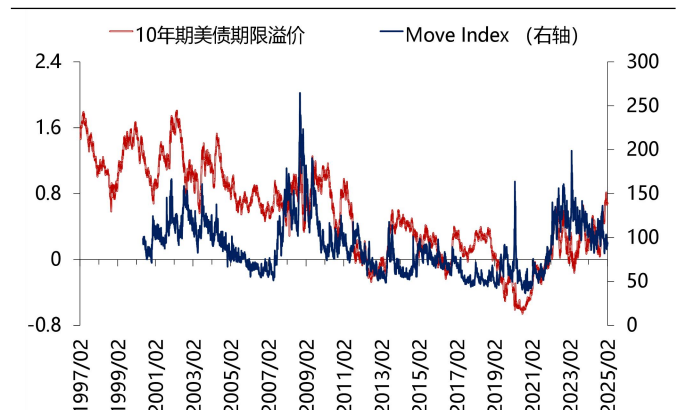
图表 1：不同期限美债收益率走势（%）	5
图表 2：美债期限溢价和波动率走势（%）	5
图表 3：不同类型美债存量规模占比（蓝线为 T-Bill）	5
图表 4：美债 T-Bill 净发行规模占比	5
图表 5：T-Bill 占政府型货基比重（%）	5
图表 6：财政部 ATI 操作还降低了久期风险（月份）	5
图表 7：汇率对冲后美债收益率和欧债收益率（%）	6
图表 8：汇率对冲后美债收益率和日债收益率（%）	6
图表 9：外资持有美债规模（十亿美元）	6
图表 10：美国国际资本净流入情况（十亿美元）	6
图表 11：PIIE 预计关税对贸易战参与国 GDP 冲击（%）	6
图表 12：PIIE 预计关税对贸易战参与国通胀冲击（%）	6

图表 1：不同期限美债收益率走势（%）



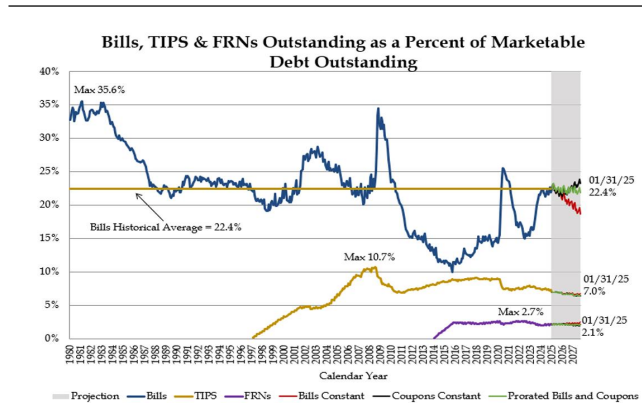
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 2：美债期限溢价和波动率走势（%）



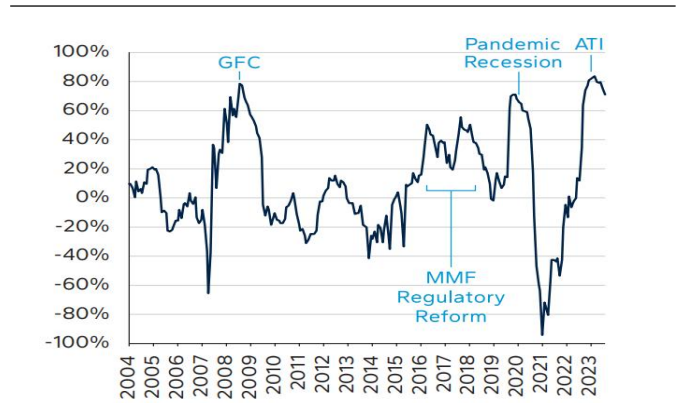
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 3：不同类型美债存量规模占比（蓝线为 T-Bill）



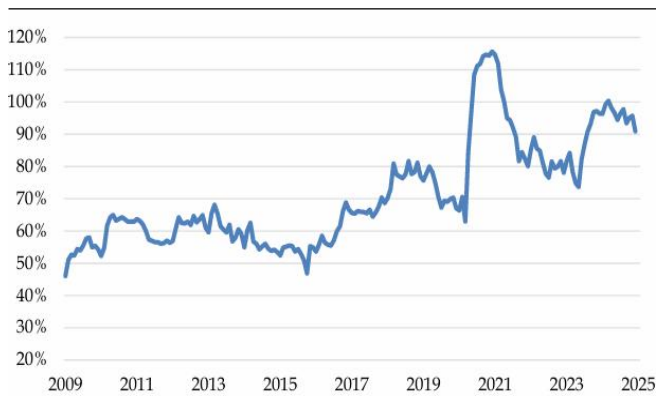
资料来源：美国财政部，浙商国际

图表 4：美债 T-Bill 净发行规模占比



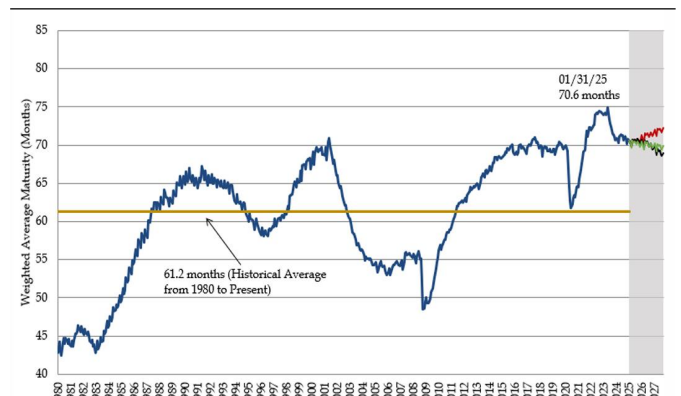
资料来源：美国财政部，浙商国际

图表 5：T-Bill 占政府型货基比重（%）



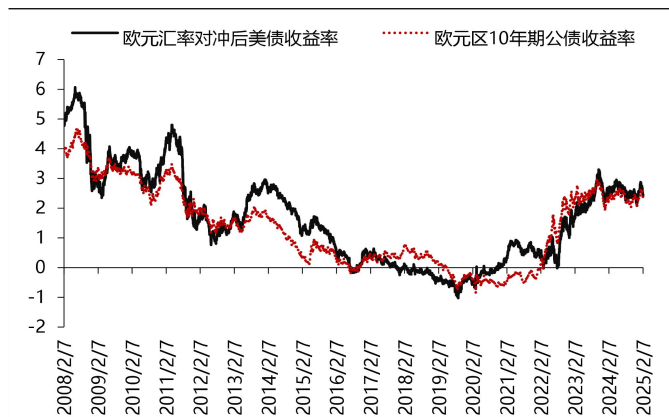
资料来源：美国财政部，浙商国际

图表 6：财政部 AT1 操作还降低了久期风险（月份）



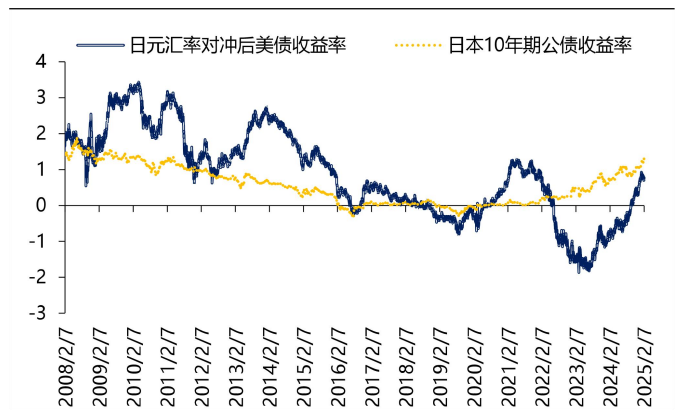
资料来源：美国财政部，浙商国际

图表 7：汇率对冲后美债收益率和欧债收益率（%）



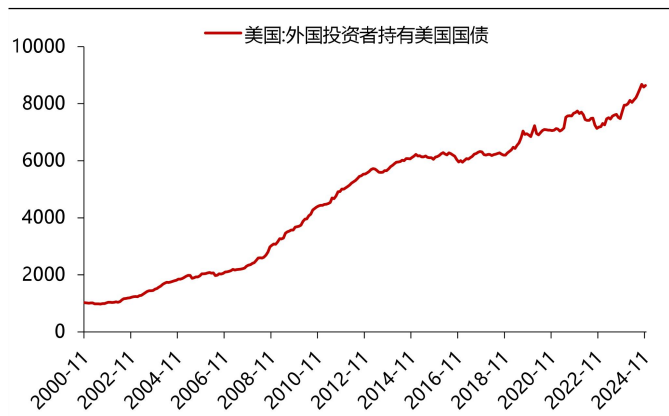
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 8：汇率对冲后美债收益率和日债收益率（%）



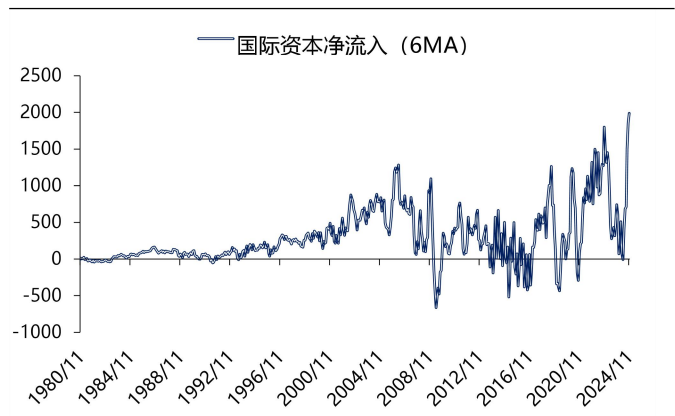
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 9：外资持有美债规模（十亿美元）



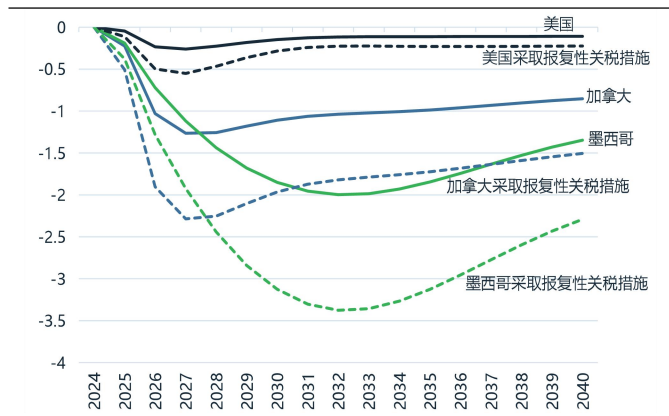
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 10：美国国际资本净流入情况（十亿美元）



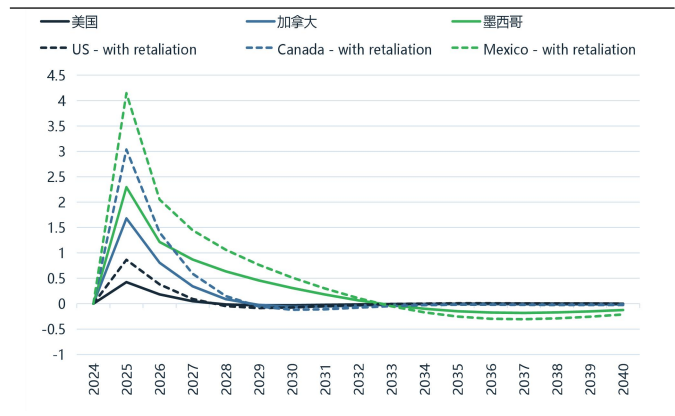
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 11：PIIE 预计关税对贸易战参与国 GDP 冲击（%）



资料来源：PIIE，浙商国际

图表 12：PIIE 预计关税对贸易战参与国通胀冲击（%）



资料来源：PIIE，浙商国际

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（曹潮，中央编号：BVH841），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港上环德辅道中 199 号无限极广场 17 楼 1703-1706 室

客服热线：+852-2367 2367

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk