

美债策略周报

2025.5.19- 2025.5.25

分析师：曹潮
中央编号：BVH841
联系电话：852-96581360
邮箱：caochao@cnzsqh.hk

美债市场策略周报 - 投资要点

● 美债市场表现回顾：

- 众议院通过“美丽大法案”，财政扩张力度超预期，加大市场对美国财政可持续性担忧；同期特朗普暗示将对欧盟加征50%关税，两因素共振下，美债再次面临“抛售潮”，10Y美债周内累计上行3.4个bps。

● 美债市场基本面、货币政策和资金面：

- 基本面与货币政策：5月制造业PMI较前值回升2.1个百分点至52.3%，其中价格、企业预期和新订单分项均回升，企业库存增加，反应关税缓和背景下，美国企业“抢出口”趋势延续；4月新屋数据环比年化值录得74.3万套，环比10.4%，录得2022年以来新高水平，但在高利率环境下，美国地产销售持续高增的可持续性存疑。货币政策方面，本周FOMC多名票委暗示通胀上行风险下，短期内降息概率较低。
- 流动性和供需：准备金回升超400亿美元至3.28万亿，ON RRP用量回升，SOFR利率周内中枢环比回落至4.27%；30年期和10年期Swap spread略微上行，一级交易商美债持有规模连续5周回落，反应美债抛售潮冲击最坏的阶段已经过去。

● 美债市场策略：评级下调影响有限，随着债市去杠杆结束+关税政策阶段性缓解，美债利率难以突破前高

- 回顾历史，美国主权评级被下调的影响相对有限，中长期市场交易主线仍将回归基本面和供需；我们认为关税冲击下，经济的下行风险仍然大于通胀的上行风险，因此美债中长期仍具下行动力；从短期视角，随着债市去杠杆结束+关税政策阶段性缓和，长端美债利率已经企稳，现已迎来重要配置窗口期，我们认为4.5%区间（对应10Y美债价格为110）的10年期美债目前仍具备较高的配置价值。
- 策略方面，我们依然推荐以下标的：包括TLT，TMF，10年期及以上美债期货（例如ZN Main 2506）。

目录



- 美债市场表现回顾
- 美债供需跟踪
- 美债市场流动性跟踪
- 美债市场宏观环境跟踪与展望



美债市场表现回顾

美债市场表现回顾

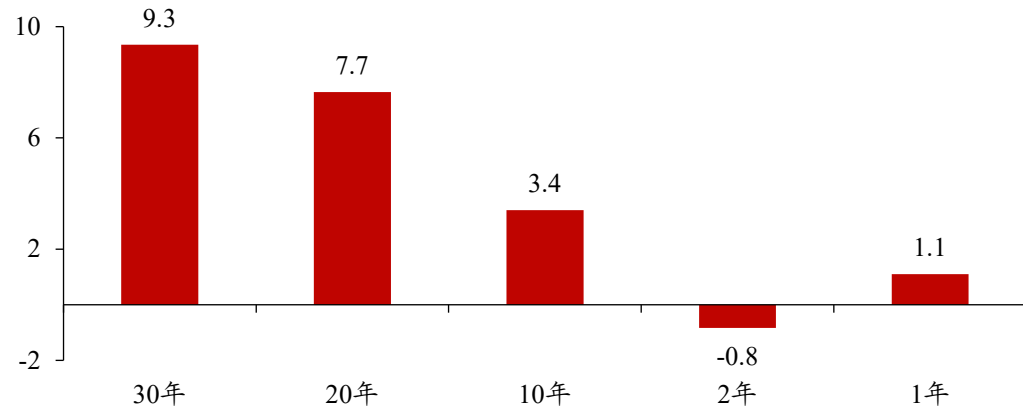
● 美债市场本周走势回顾

- 众议院通过“美丽大法案”，财政扩张力度超预期，加大市场对美国财政可持续性担忧；同期特朗普暗示将对欧盟加征50%关税，两因素共振下，美债再次面临“抛售潮”，10Y美债周内累计上行3.4个bps。

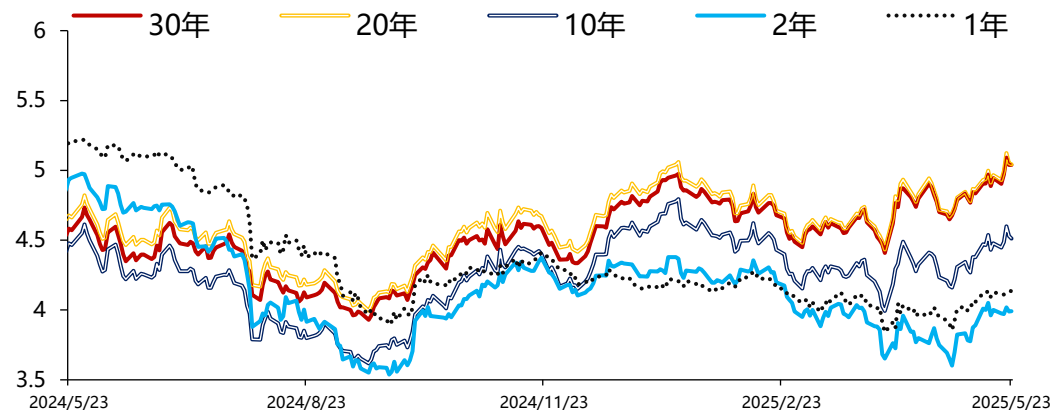
● 美债收益率本周走势回顾

- 长端的抛售压力明显大于短端，30年期、20年期美债分别上行9.3、7.7bps，2年期、1年期美债收益率分别变动-0.8、+1.1个bps。
- 利差方面，30年期和10年期美债利差收于29.5bps，较上周回升1.1个bps；10年期和2年期美债利差环比回落1个bps。
- 反应美联储即期政策利率的3个月国库券收益率收于4.3%，较上周环比变化不大。

本周美债收益率变动幅度 (bps)



不同期限美债收益率走势 (%)



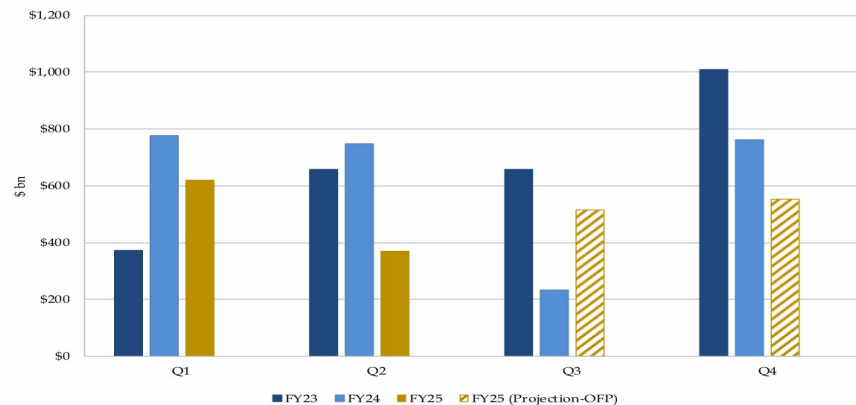


美债供需情况

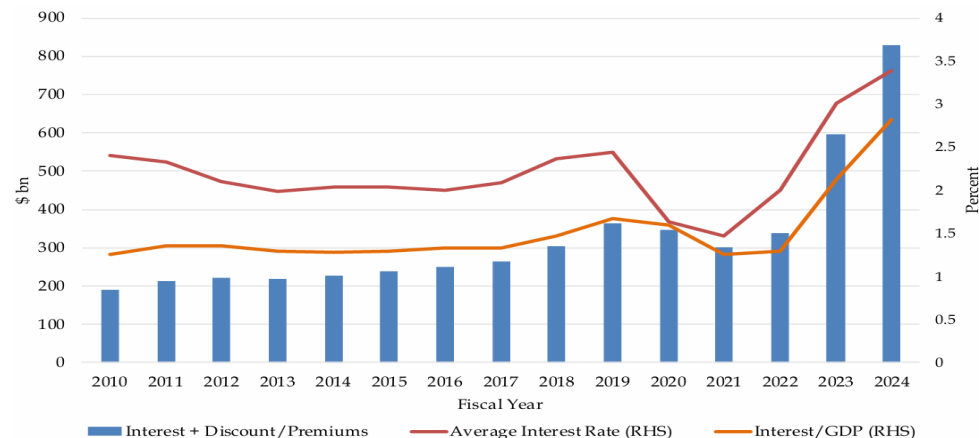
供给端：财政部Q2-Q3美债发行结构不变，美债供给压力仍小

- **财政部Q2声明整体偏鸽，并未明显加大长债发行规模**
 - 美东时间4月30日，财政部公布2025年Q1再融资声明，声明整体偏鸽，维持1250亿美元的长债融资规模的同时，继续重申预计“未来几个季度”不会增加发债规模，市场此前预期的增加长久期债券并未落地。
 - 财政部预计Q2净融资规模为5140亿美元，Q2净融资规模为5540亿美元，Q3财政部一般账户余额（TGA）维持在8500亿美元，当前水平为6000亿美元左右。
- **短期来看，T-Bill的超量发行节奏仍将持续，10Y美债的大幅上行动力或将放缓**
 - 财政部二季度融资结构基本延续了去年以来的特征，长端的整体供给压力与2024年基本类似；随着债务上限争端解决，T-Bill发行放量，10Y美债利率或将通过期限溢价的方式下行。

财政部再融资规模预估（十亿美元）



美国政府付息压力仍较大（十亿美元）（%）



供给端：本周美债发行规模为3800亿美元

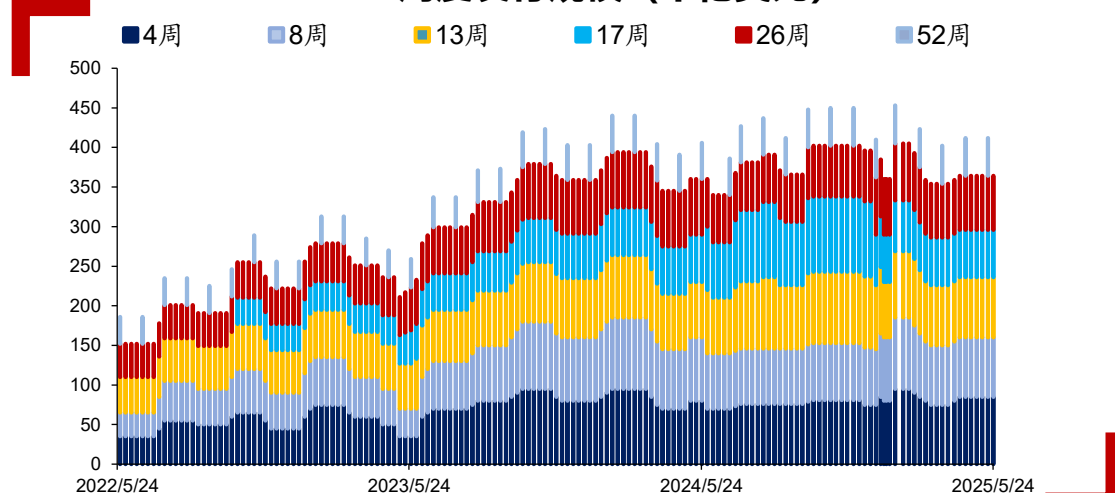
● 财政部T-Bill发行规模仍处于高位

- **2023年Q4以来**，财政部T-Bill发行规模较去年明显上行，当前占未偿美债总额超过25%，占月均美债发行规模超过80%。

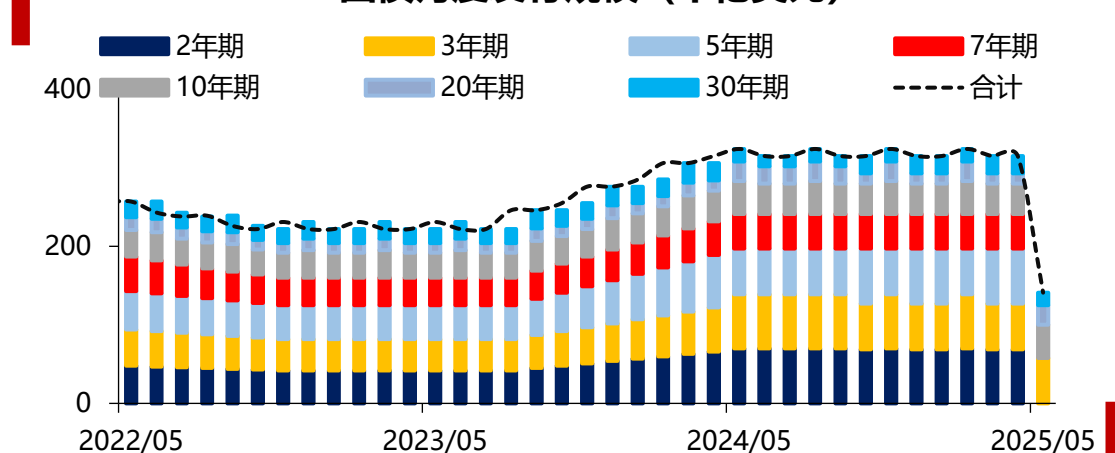
● 美债本周发行量为4120亿美元

- 本周美国财政部共发行6支短期国库券，1支中长期国债（20年期160亿美元）合计3800亿美元。
- 财政部预计Q2净融资规模为5140亿美元，Q3净融资规模为5540亿美元，上半年的财政部一般账户余额（TGA）仍维持在8500亿美元，当前水平为6000亿美元左右；**鉴于财政部仍将维持目前超量发行T-Bill和缩量发行中长期美债的融资策略，短期内美债由供给带来的偿付仍较小。**

T-Bill周度发行规模（十亿美元）



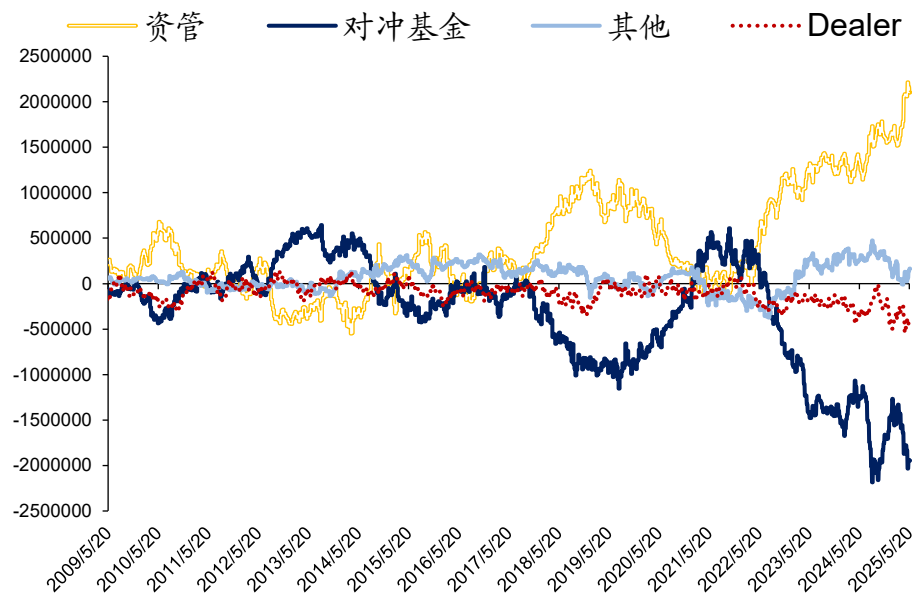
国债月度发行规模（十亿美元）



需求端：美债空头头寸回落但仍处于高位

- 本周美债空头头寸仍处于高位，反应基差交易和换券交易（RV Trade）依然盛行
- 从CFTC数据来看，截止5月20日，2年期美债空头头寸（杠杆基金+一级交易商）边际回落，换算规模为4119亿美元（前值4118亿美元），杠杆基金、一级交易商空头头寸均回落；杠杆基金广义美债空头头寸规模回升至5599亿美元（前值5660亿美元）。

CFTC2年期美债期货持仓分布（份）



杠杆基金广义美债空头头寸（份）



需求端：美债套息交易收益率持续回升

● 美债套息交易收益率持续回升，或将以期限溢价的方式对美债带来下行动力

■ 汇率成本对冲后，美债套息交易收益率明显回升，海外机构对美债配置需求回暖。截止5月23日，3个月美元兑日元对冲成本为4.04%，3个月美元兑欧元对冲成本为2.39%。剔除对冲成本以后，10年期美债实际回报分别为0.83%和2.24%，**反应高利率环境下，收益率超过4%的美债对于外资仍然颇具吸引力。**

日元汇率对冲成本和本土债券收益率走势 (%)



欧元汇率对冲成本和本土债券收益率走势 (%)





美债市场流动性跟踪

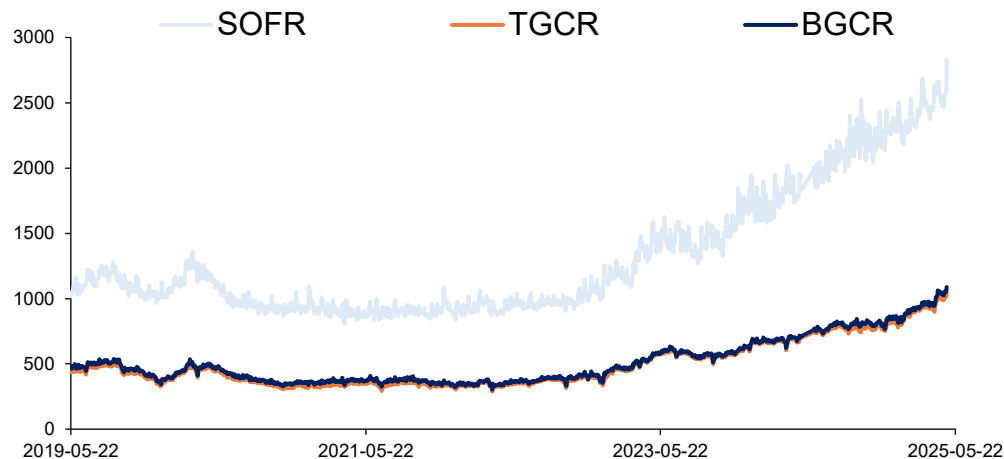
美债市场流动性跟踪

● 从流动性和波动指数观察美债市场

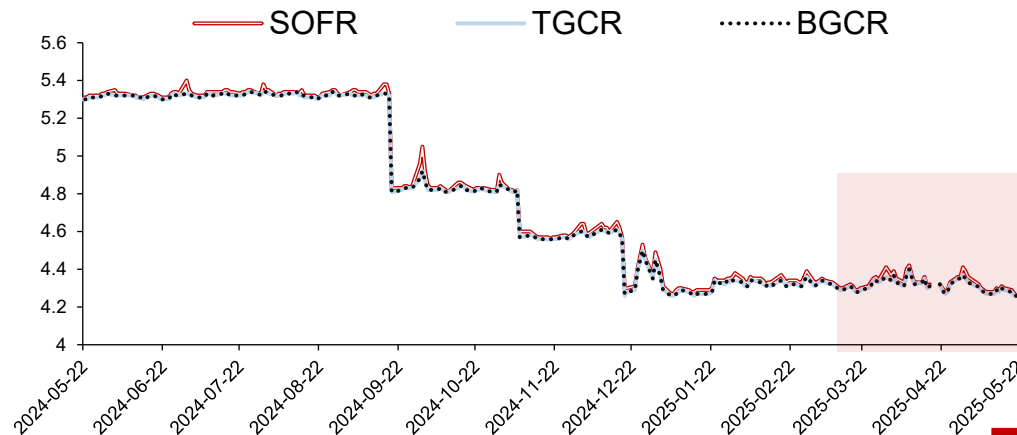
■ 从“价”指标观察美债市场流动性：

- ◆ 美债是货币市场融资的主要抵押品之一，以三方回购和DVP回购为例，国债在抵押品中占比分别为60%、40%；**SOFR**最近一周日均交易量上行至2.3万亿美元上下。
- ◆ 本周SOFR利率延续低位震荡态势，周内中枢为4.27%，较上周回落3个bps，其他资金利率指标TGCR、BGCR均维持在低位波动状态。

不同回购市场利率日均成交额（十亿美元）



回购市场利率（%）



美债市场流动性跟踪

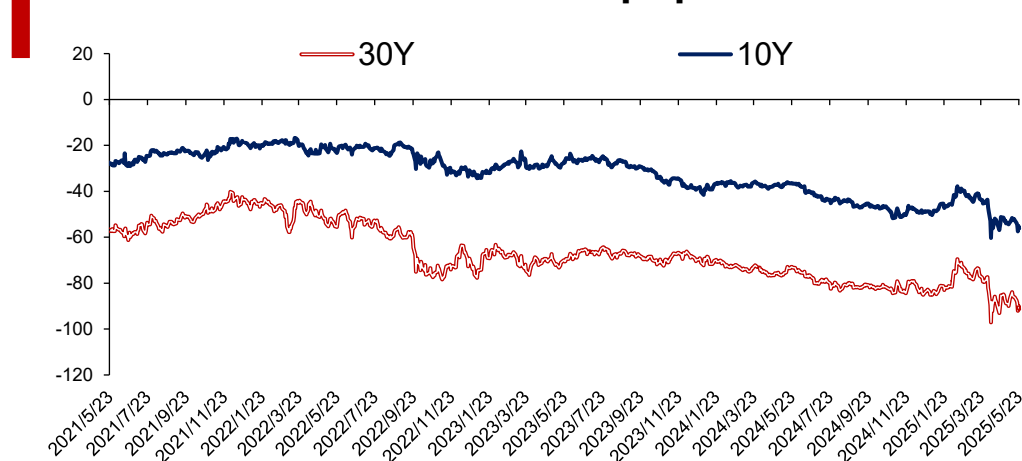
● 观察美债市场两类套利交易的流动性指标

■ 从“价”指标观察美债市场流动性：

◆ 衡量美债衍生品套利的其中指标之一，**Swap spread**过去一周延续下行态势，30年期、10年期Swap spread周内环比分别下行5.2、3.7个bps，较4月8日的低点分别回升5.7、4.1个bps，反应美债市场去杠杆最差的过程已经结束；另外，纽约联储数据显示一级交易商美债总持仓连续5周回落。

◆ 本周末清算双边回购市场利率NCCBR并未明显上行，反应对冲基金并没有出现明显的融资压力，同期CFTC数据显示对冲基金广义长端美债净持仓规模环比持续回升，反应基差交易（basis trade）并没有出现明显的扭转迹象。

30Y和10Y Swap spread



一级交易商美债总持仓连续5周回落（亿美元）



美债市场流动性跟踪

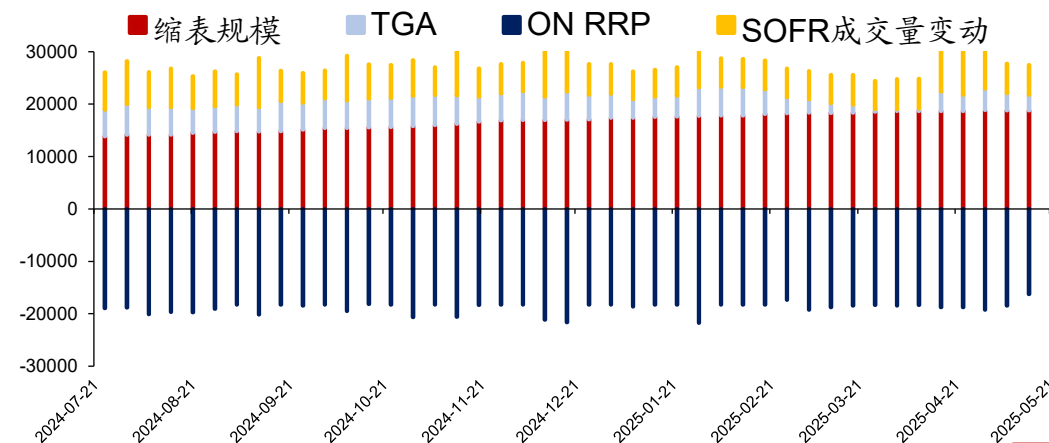
● 从“量”指标观察美债市场流动性压力

■ 从“量”指标观察：债务上限争端仍在背景下，本周准备金规模、ON RRP用量均回升，财政部一般账户余额（TGA）维持回落态势：

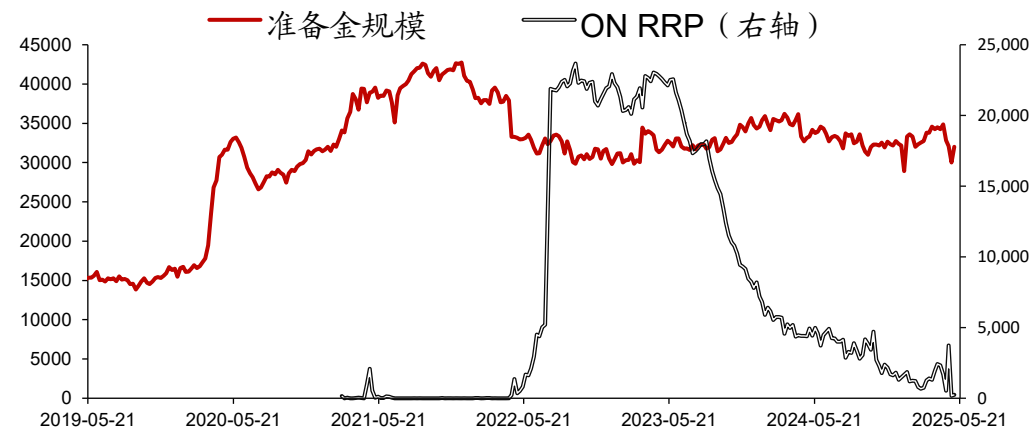
◆ 截止5月21日，准备金回升超480亿美元至3.28万亿美元，财政部一般账户余额（TGA）规模环比回落865亿美元。

◆ 衡量美元过剩流动性的ON RRP回升至1600亿美元/天。

ON RRP、SOFR成交量变动额此消彼长（亿美元）



银行准备金、ON RRP用量均回升（亿美元）



美债市场流动性跟踪

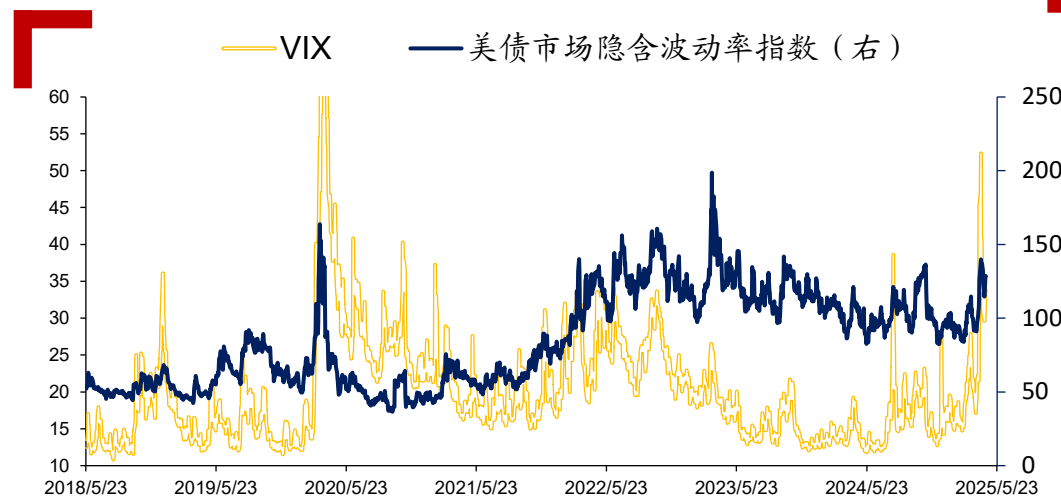
● 从流动性压力和波动率观察

■ 从流动性压力来看：

◆ 美债市场流动性压力指数周五收于3.05，低于4月3.07的中枢，反应美债市场流动性仍处于充裕状态。

■ 从美债市场隐含波动率来看：

◆ 美债市场隐含波动率指数（MOVE Index）周内中枢维持在100上下，低于4月119的中枢水平，反应市场对关税和去美元化担忧有所缓解。



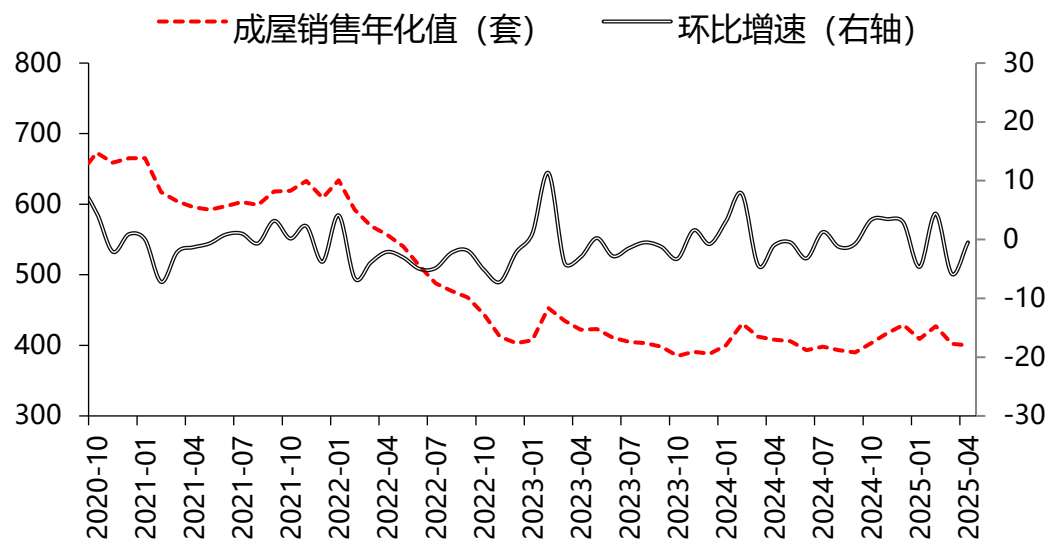


美债市场宏观环境 跟踪与展望

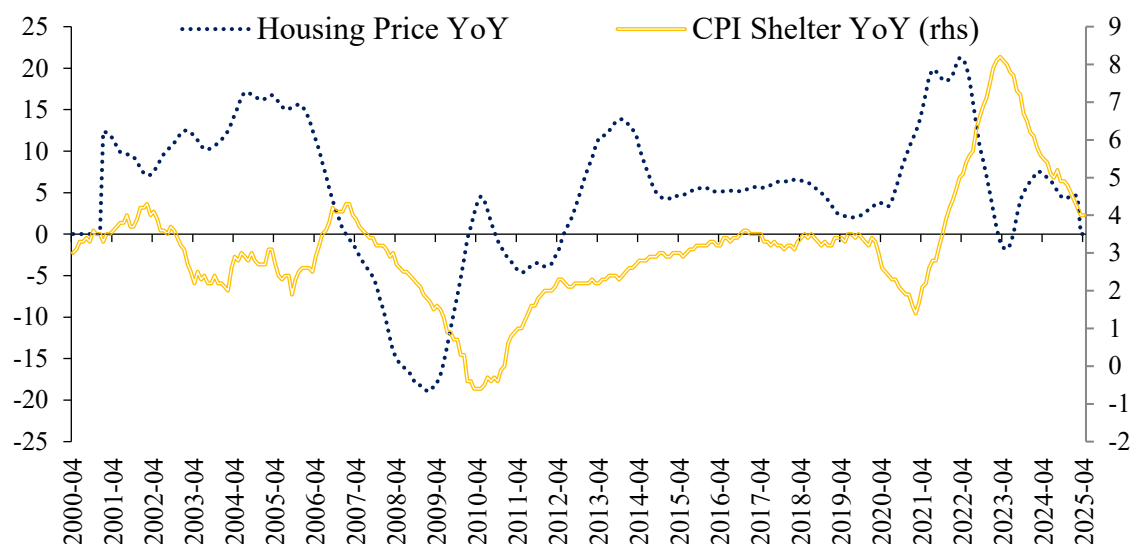
美债市场宏观环境跟踪 – 经济基本面

- 美国4月成屋销售数据不及预期，主要源于30年期抵押贷款利率大幅上行。
- 4月成屋销售年化值录得400万套，环比回落0.5%，低于预期（410万）和前值（402万）。成屋成交价格中位数41.4万美元，同比录得1.8%，同比增幅连续4个月处于回落态势，或暗示后续住房通胀的上行压力有所缓解。

4月成屋销售数据明显回落（万套）



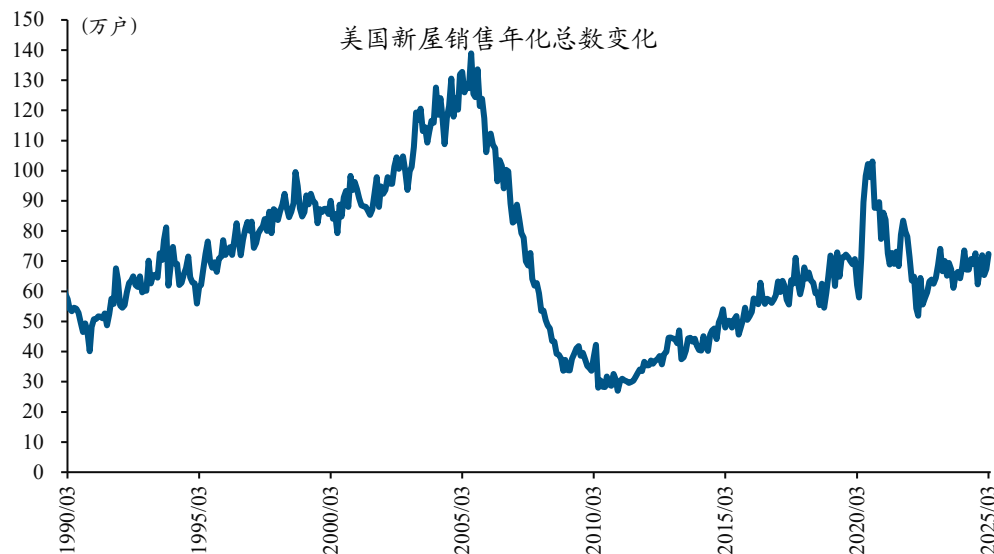
新屋和成屋销售价格（美元）



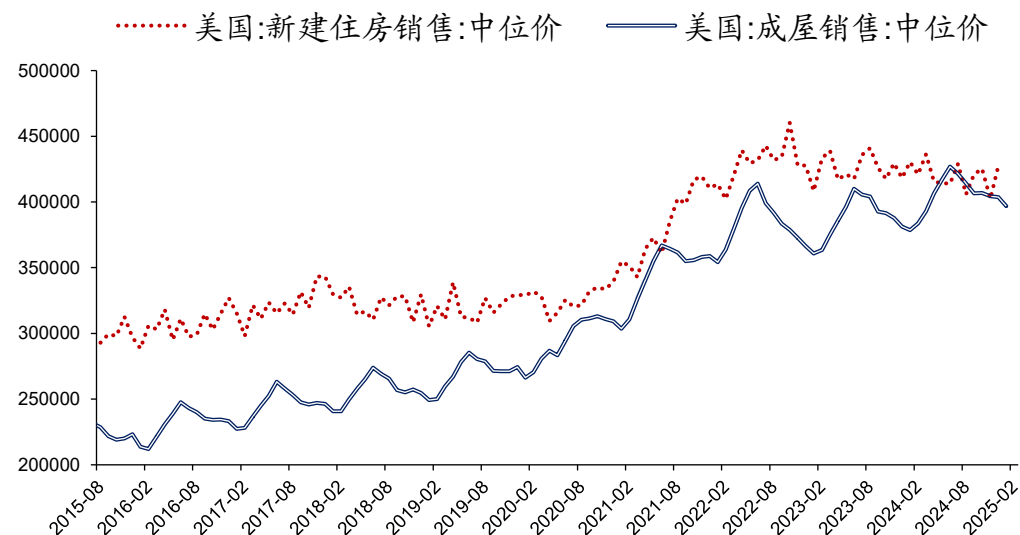
美债市场宏观环境跟踪 – 经济基本面

- 4月新屋销售数据明显反弹，或源于得益于建筑商为缓解负担能力问题而推出的激励措施，高利率环境下可持续性存疑。
- 4月新屋销售年化值录得74.3万套，环比回升11%，高于预期（69.3万）和前值（72.4万）。成交价格中位数40.72万美元，同比录得-1.8%。

4月新屋销售数据明显回升（万套）



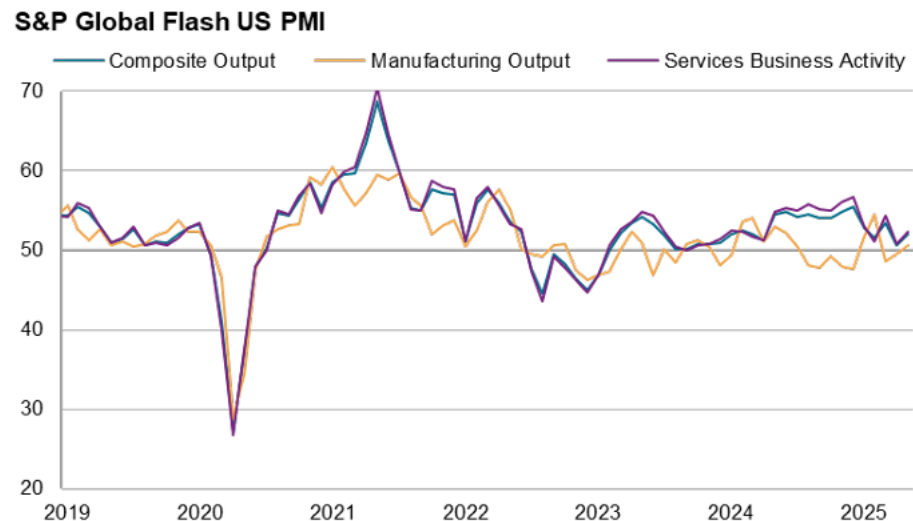
新屋和成屋销售价格（美元）



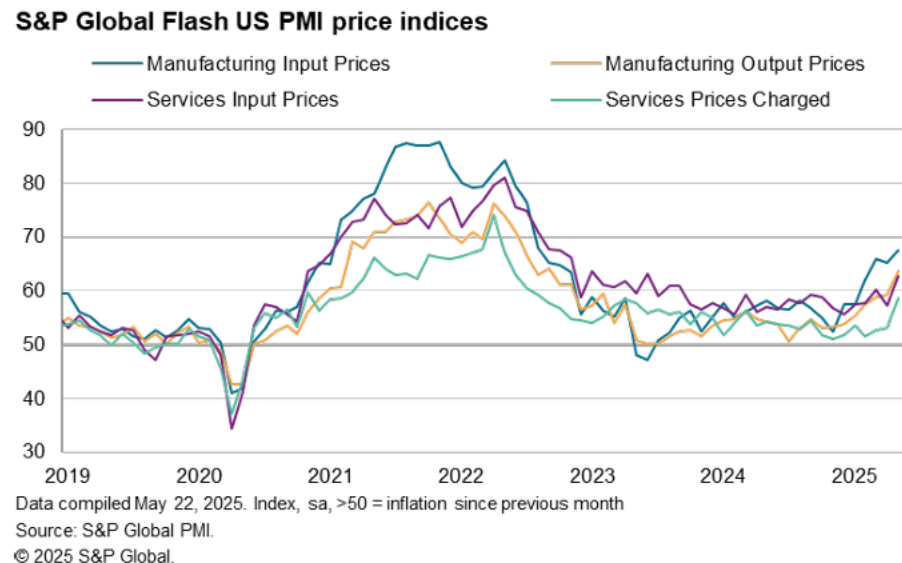
美债市场宏观环境跟踪 – 经济基本面

- 美国5月Markit制造业和服务业PMI均超预期扩张，推动综合PMI上行1.7 至52.5。
- 具体分项来看，制造业、服务业PMI均为 52.3，均高于预期和前值。受益于关税缓和，PMI调查中企业预期、新订单、产出等分项均有明显改善，但价格分项持续走高，企业库存大幅上行，反应企业在关税“暂时”缓和的背景下或存在抢进口的行为。

5月美国制造业PMI超预期回升 (%)



5月PMI物价分项明显回升 (%)



美债市场周度总结与展望

- **基本面展望：尽管对等关税迎来豁免期，但政策对企业和市场信心的打击仍将加剧经济下行压力**

- 特朗普本轮对等关税政策明显超出市场预期，我们认为从中长期来看，在缺乏实质性供给冲击（类似于2020疫情期间）情形下，美国经济的下行压力仍大于通胀上行动力；我们预计从三季度开始来美国经济可能会出现两种情形：一是贸易战导致经济下行压力加大，并导致就业和消费承压二是美股持续下跌引发金融稳定风险，两种情形都有可能倒逼美联储降息。

- **货币政策展望：降息或将推迟至年底，如期放缓缩表，但结束缩表可能要等到年底**

- 货币政策方面，鲍威尔在周四的演讲中，暗示联储可能放弃平均通胀目标制；当前就业市场依然稳健的背景下，美联储或仍将以物价稳定作为主要目标，**这也意味着美联储的降息时点可能会进一步推迟至年底**；从数量型货币政策来看，我们预计在下一轮债务上限谈判前，商业银行准备金和TGA余额的此消彼长形势或将持续，但鉴于债务上限解决的时点前后，商业银行准备金规模或将面临较大波动，进而对美债市场流动性带来潜在不利影响，为防止类似2019年的流动性危机重演，美联储已经于4月开始放缓缩表进程，并试图通过SLR豁免的方式，提升美债一级交易商的做市能力。

- **美债市场展望：评级下调对市场影响有限，4.5%的10年期美债具备较高的配置价值**

- 我们认为4月以来的美债抛售潮主要源于债市自然去杠杆（包括swap spread和basis trade交易）和债市执法官（bond vigilante）发力惩治特朗普政策，并非意味着美元资产存在系统性风险；随着债市去杠杆结束+关税政策阶段性缓和，美债利率已经企稳，在4.5%具有较高的配置价值。
- 策略方面，我们认为除非出现超预期数据（例如30万+的非农就业或3%以上的通胀），4.5%收益率的10年期美债（对应期货价格为110上下）仍有较高的配置价值，我们推荐标的包括TLT、TMF和CBOT10年美债合约（ZN Main 2506）。

免责声明

所有投资均涉及风险，本演示文稿仅作培训用途，并不构成购买或认购任何投资产品的邀请或要约。此演示文稿的内容和信息乃从可靠来源搜集，浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）并不保证其准确性、完整性或者正确性。浙商国际亦不会对任何人士因倚赖此演示文稿全部或任何部分内容而引致的任何损失负上任何责任。

本演示文稿版权仅为本公司及其关联机构所有，任何机构或个人于未经本公司或其关联机构书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关法规。