

美元流动性观察 2025 年 4 月

专题报告

一季度，随着俄乌冲突局势趋于缓和，以美元指数回落及美债收益率下行所体现的金融条件宽松背景下，特朗普政府推行的“对内财政紧缩、对外渐进式加征关税”政策组合未对市场产生显著负面冲击，反而被中国及欧洲的财政扩张预期有效对冲。进入 4 月后，美国关税政策的超预期升级直接引发美元指数与美股同步下跌，10 年期美债收益率在衰退交易驱动下快速下破 4% 关口后，又急剧反弹至 4.5% 上方，导致市场对美债抛售压力的担忧加剧。市场情绪的阶段性修复源于特朗普政府宣布暂缓实施“对等关税”政策 90 天，并对半导体等电子品类实施关税豁免。此举虽为风险资产提供了短期支撑，但需认识到，关税谈判仅是实现政策目标的过渡手段，其潜在风险仍未消除。重点应关注美国在谈判过程中与欧盟、日本等传统盟友关系的重构，以及对东南亚国家的政策取向变化。

美国本轮关税政策的核心目标在于重塑制造业与产业链布局，同时兼具财政增收效用。据市场测算，美国实际关税税率可能从 2023 年的 2.3% 跃升至 20% 以上。以 2024 年 3.3 万亿美元的进口规模估算，理论上年度关税收入或增加约 6000 亿美元。但政策执行效率、高关税对进口需求的抑制效应，以及贸易转口等因素将实质性影响最终税收。美联储预算问责委员会(CRFB)预测，若全部关税政策落地实施，未来十年累计关税收入规模可达 3 万亿美元。关税收入的提升可能为后续税制改革创造政策空间。值得注意的是，4 月 10 日美国众议院已通过经参议院修正的 2025 财年预算决议案，正式启动预算协调程序。根据 CRFB 基于参议院协调指令的测算，至 2034 年财政赤字规模可能扩大至 3.5 万亿美元（2024 年为 1.8 万亿美元），赤字率将攀升至 GDP 的 8.2%。

整体上，二季度美元指数温和回落及美国经济渐进放缓仍是基准情景。尽管关税冲击引发的市场波动已阶段性释放，但贸易政策不确定性与金融条件波动仍将交织影响市场。后续修复路径需重点关注：一是国内需求端政策刺激力度，二是美联储货币政策立场是否由鹰派转向，三是美国在双边贸易谈判中能否达成局部协定并实质性落地。

1、美联储资产负债表

资产端，美联储总资产为 6.72 万亿美元，环比上月下降约 293 亿美元。用于临时投放流动性的主要政策工具中，回购使用量最高 1 亿美元，央行流动性互换使用量约 1 亿美元，均稳定在低位水平。贴现窗口（Primary Credit）余额为 27 亿美元，总量处于低位水平。

负债端，准备金余额为 3.48 万亿美元，流动性总量仍旧充裕。美国商业银行资产为 24 万亿美元，准备金率约 14.5%，观察准备金曲线依旧平坦，美联储 RDE 指标显示截止 3 月 21 日的准备金水平充足。目前隔夜逆回购账户余额约 5342 亿美元，其中面向海外的逆回购余额为 3661 亿美元，面向本土的逆回购余额约 1681 亿美元。2 月初国内隔夜逆回购最低降至 600 亿美元以下，引发市场对进一步将削弱准备金的担忧。由于美债上限暂停已经到期，财政部需要采取非常规措施维持政府运行，TGA 账户将处于持续消耗的过程。目前 TGA 账户余额约 3150 亿美元，从年初水平下降了约 4000 亿美元。市场预期 3 季度两党或博弈出对债务上限的解决方案（若关税收入提升则可能延缓 Xdate），此后 TGA 账户将开始重建，TGA 账户余额的波动将在短期对准备金余额造成较大波动。从美联储 3 月议息会议纪要来看，美联储对于 TGA 账户波动、隔夜逆回购账户消耗殆尽后对准备金的冲击等流动性事件持续关注。从 4 月开始，美联储缩表速率将放缓，由每个月 250 亿美元国债的上限下降至每个月 50 亿美元，MBS 保持不变。

图 1：Fed 总资产（截止 2025. 04. 09）

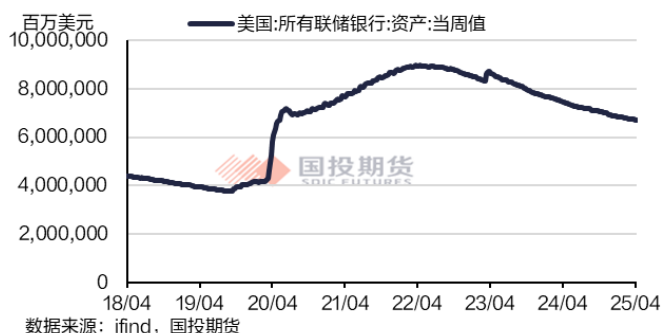


图 2：准备金需求曲线

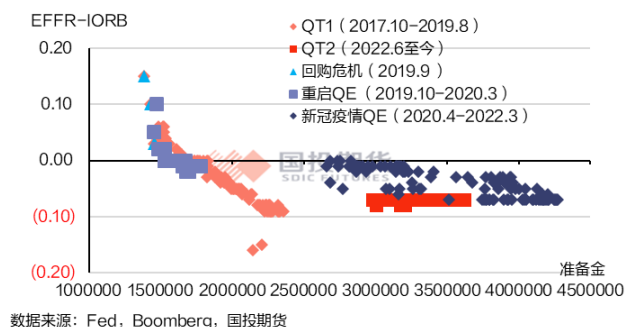


图 3: DW, BTFP 使用量 (截止 2025. 04. 09)

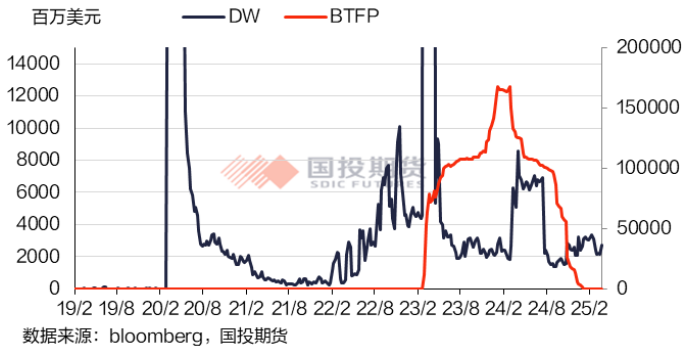


图 4: 回购和央行流动性互换使用量 (截止 2025. 04. 09)

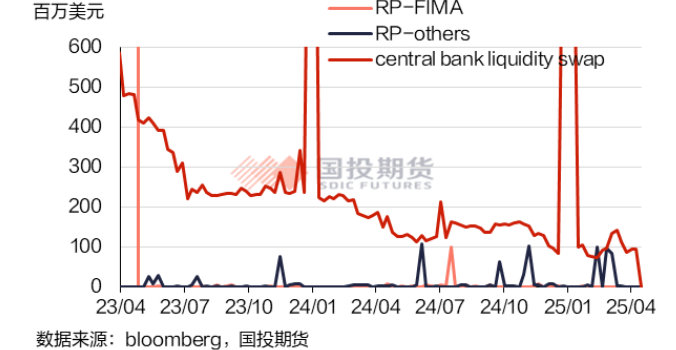


图 5: Fed 负债主要项目变化 (截止 2025. 04. 09)

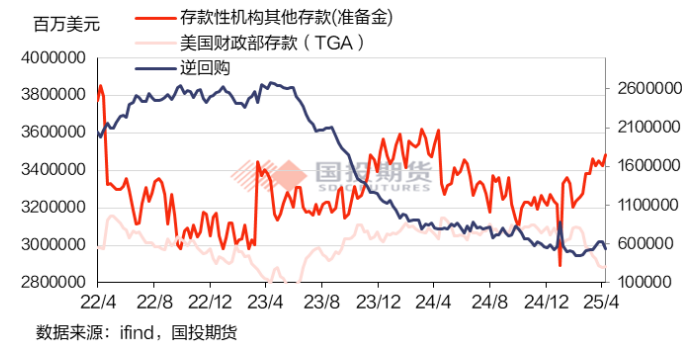


图 6: ON RRP 使用情况 (截止 2025. 04. 09)



图 7: 美债期限溢价快速抬升

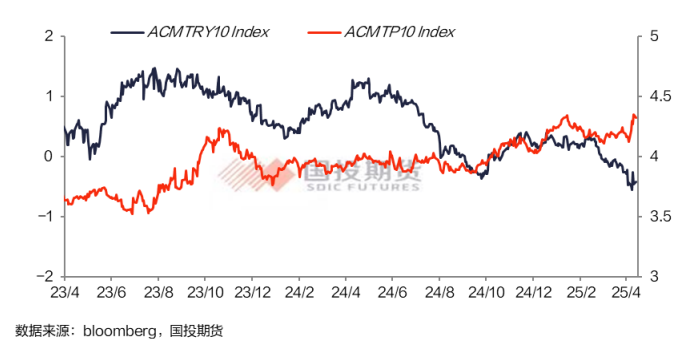


图 8: 美债净发行量 (截止 2025. 03)

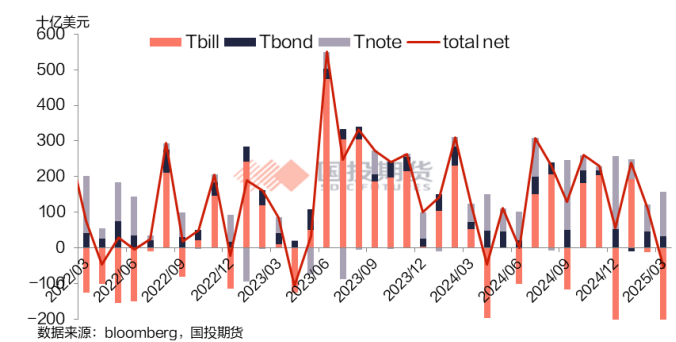


图 9: 2025 年以来大类资产累计收益率

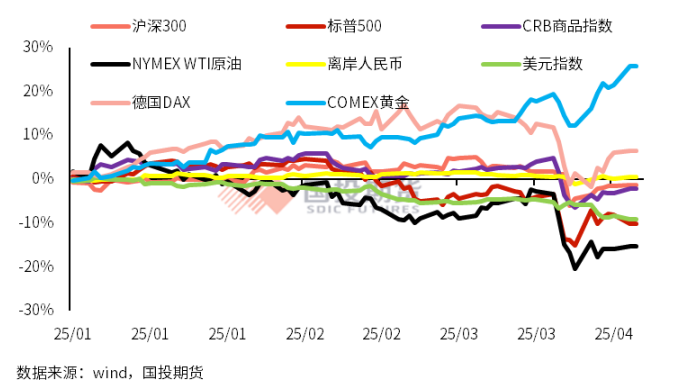


图 10: 美国不同规模银行净息差 (截止 2024 Q4)

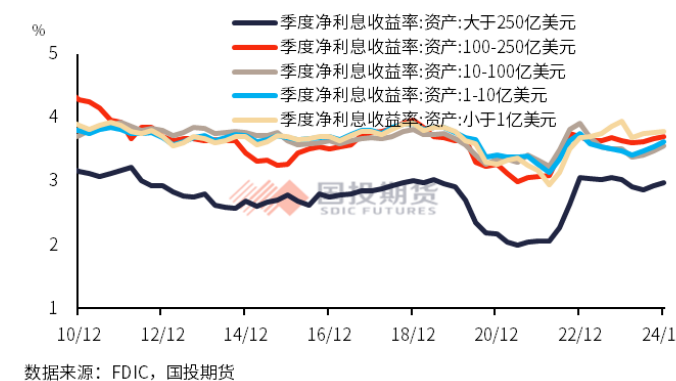


图 11: 美国银行业证券投资未实现损益 (截止 2024 Q4)

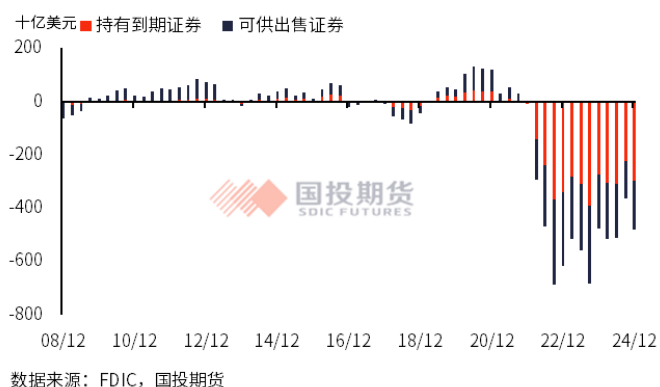


图 12: 美国银行企业贷款标准收紧的净百分比 (截止 2024 Q4)

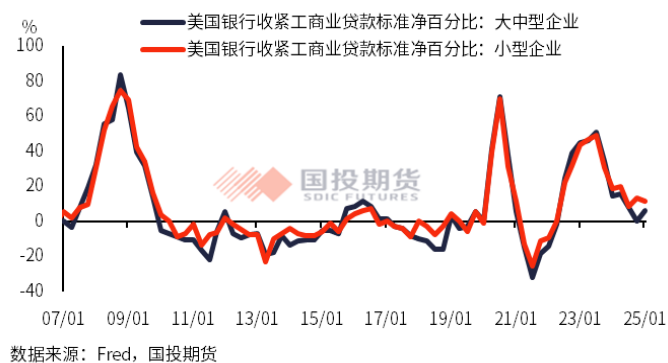


图 13: 美国商业银行总量 (截止 2025. 04. 02)

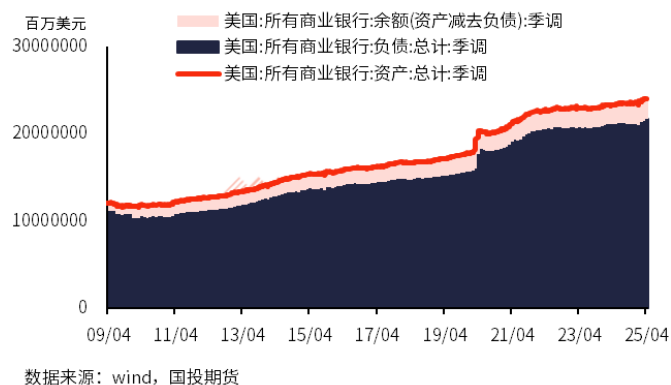
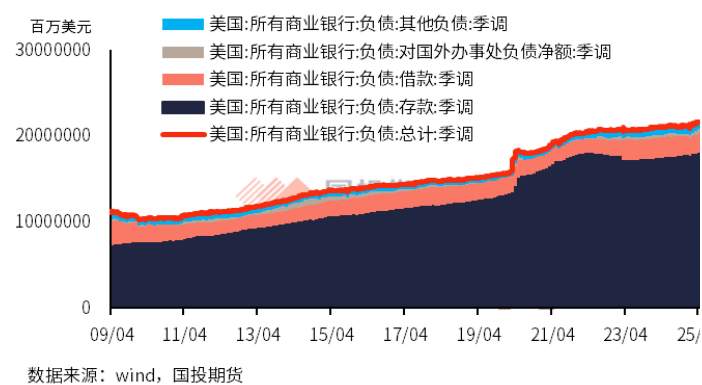


图 14: 美国商业银行负债 (截止 2025. 04. 02)



2、美国货币市场

货币市场整体表现良好，关键利率均在美联储目标区间内交易，但是其对于流动性变化的高度敏感性已经透露出一些扰动现象。从去年三季度开始，IORB-SOFR，IORB-EFFR 利差的波动开始放大，且中枢下移。这些迹象表明，银行间市场的准备金宽裕度有所下降，银行在回购市场出借准备金更加活跃。

3 月以来联邦基金平均日成交量仍较稳定，99 分位和 1 分位联邦利率差值没有明显走扩，反映出银行间市场流动性偏稳。货币市场基金余额超过 7 万亿美元，保持上升趋势。3 月短债净发行为负，因此面临资金流入的货币市场基金增加了在回购市场的配置，相应解释了 3 月以来逆回购余额的上升。TGCR 相比 ONRRP 维持 10bp 左右正利差，表明交易商具有较强的融资需求，市场资金面偏紧。美债方面，一级交易商美债净库存维持高位，市场流动性压力指数与 MOVE 指数均有抬升，即美债流动性走弱、波动率走强。

4 月初美债市场经历动荡，互换利差（swap spread）的表现提供了一个观察视角。互换利差是 SOFR IRS 的固定利率和同期限的国债利率之差，投资者如果做多互换利差的话，一方面进入互换合约，支付固定利率，收取浮动利率，另一方面通过回购市场融资购买国债，收取国债利率，支付回购利率。两个方向相反的浮动利率以 SOFR 为基准可以基本相抵，因此锁定了两个固定利率的利差。如果美债利率上升导致利差走弱，投资者将面临盈利下降或亏损，平仓的过程又将加剧美债现货的卖压。4 月初不同期限的互换利差都经历了快速走弱的阶段，这一过程很可能加剧了美债波动。

图 15: 利率走廊与地板机制

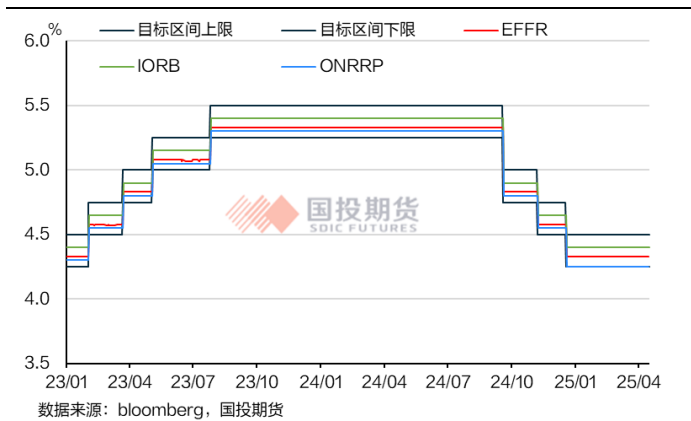


图 16: EFFR 成交量



图 17: EFFR 极值

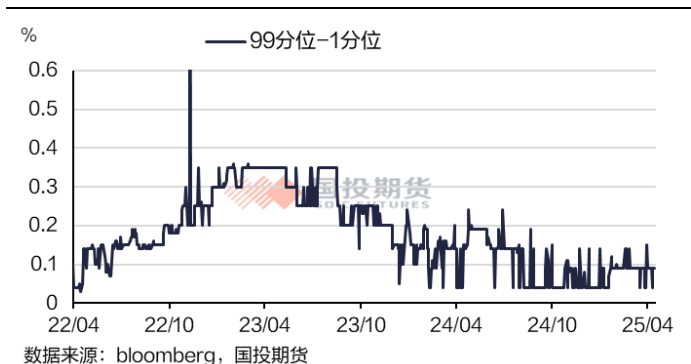


图 18: IORB-SOFR、IORB-EFFR 利差

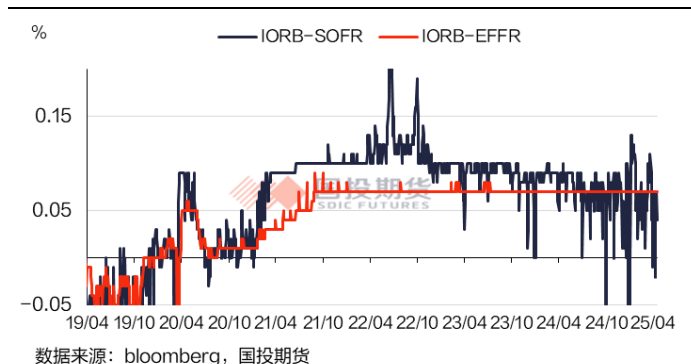


图 19：货币市场基金主要资产（截止 2025.03）

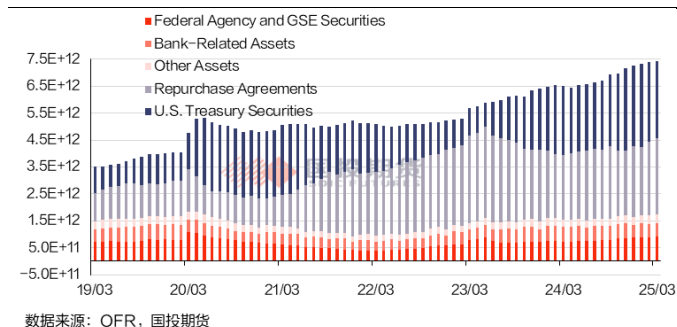


图 20：互换利差反映市场流动性和信用风险的变化



图 21：TGCR-ON RRP 利差

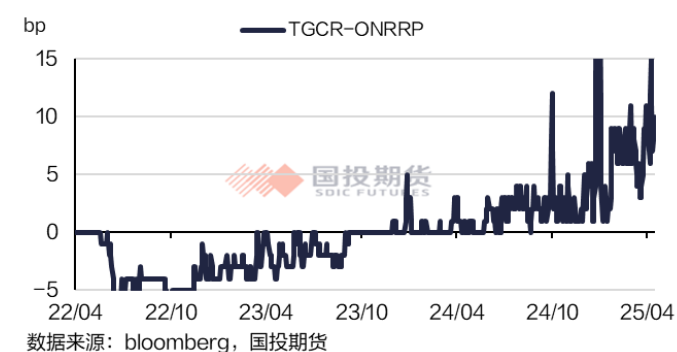


图 22：隔夜回购市场成交量

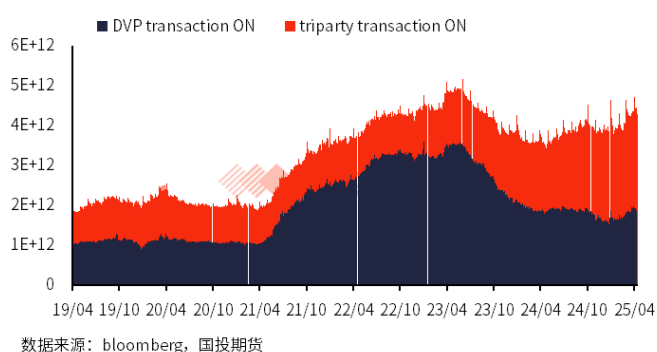


图 23：货币市场基金规模



图 24：一级交易商持有美债净头寸

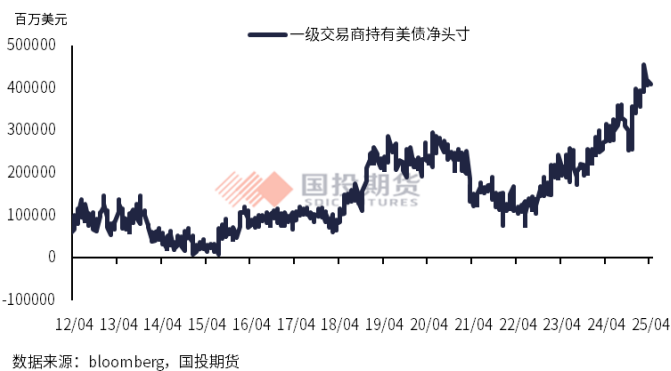


图 25: 货币市场基金在 ON RRP 的份额

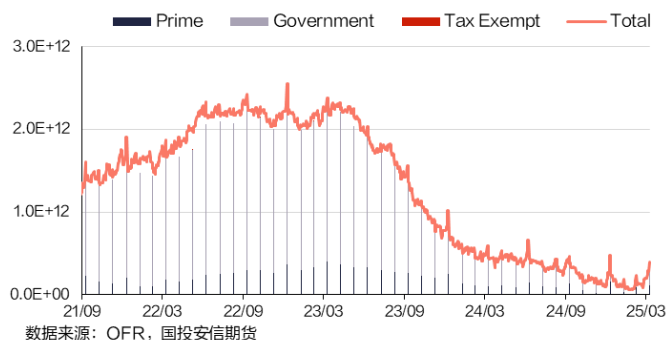
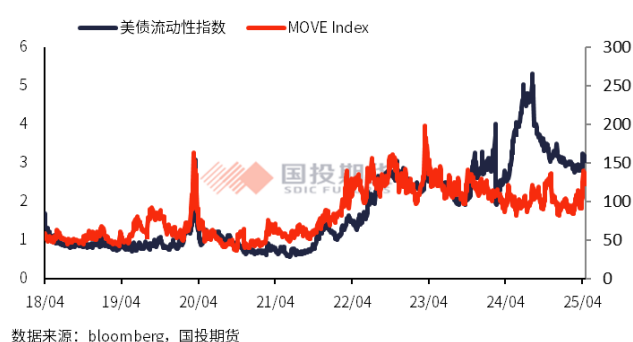


图 26: 美债流动性指数与 MOVE index



3、离岸美元市场

3 月美国经济硬数据仍具韧性，尽管关税不断升级令市场的衰退预期升温，但美联储对于降息预期依旧保持定力，对于 Fed Put 不置可否。美元、美股经历了大幅降温，日元、欧元走强同步推动美元指数贬值，相比之下，人民币走势出现一定程度的背离。人民币中间价抬升至 7.20 水平，在岸汇率在 7.30 附近波动，但外部金融压力仍以消退为主。从互换基差来看，4 月初意外抬升显示离岸美元流动性边际偏紧，和同期美债利率大幅抬升对应。3 月下旬到 4 月上旬美债交易了衰退预期，紧接着又交易了供需压力预期，波动率显著抬升。在特朗普政策不确定性极高的情况下，美国金融市场也暴露出一定脆弱性，尤其是拜登时期的盟友体系松动之后，国际资本的流动更受关注。

图 27: 1 年期非美货币对美元货币互换基差

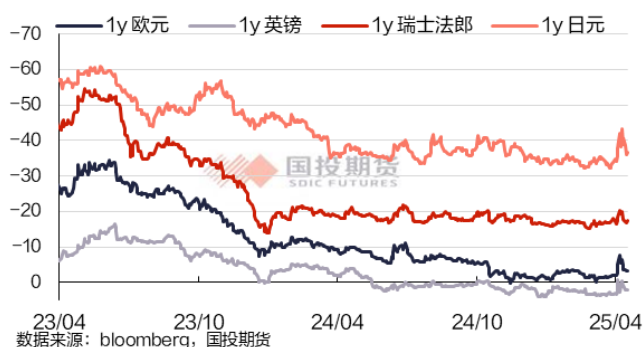


图 28: 2025 年末 Fed 政策利率预期



图 29: 美日利差与汇率

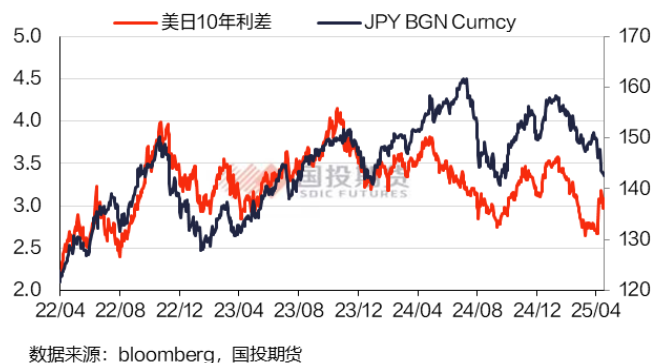


图 30: 日本投资者对冲后融资成本与 10 年期美债收益率

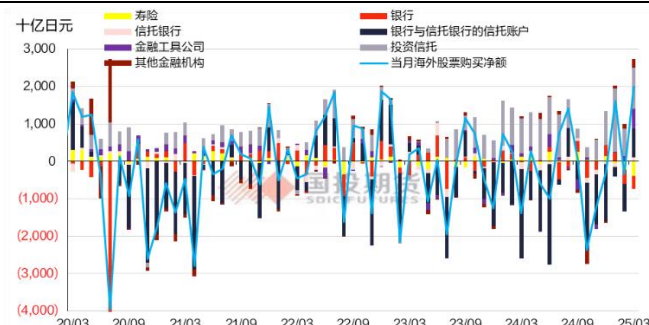


图 31: 美、日期限利差



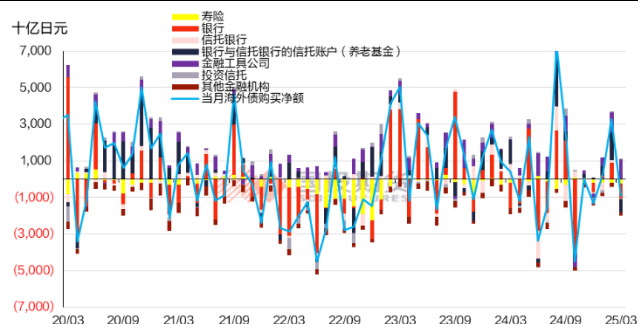
数据来源: bloomberg, 国投期货

图 32: 日本机构投资者海外股票净购买 (截止 2025.03)



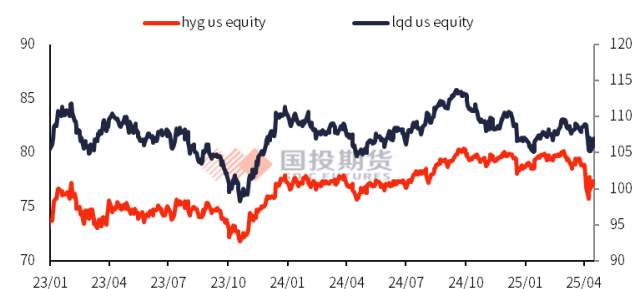
数据来源: BLOOMBERG, 国投期货

图 33: 日本机构投资者海外债净购买 (截止 2025.03)



数据来源: BLOOMBERG, 国投期货

图 34: 美国公司债指数



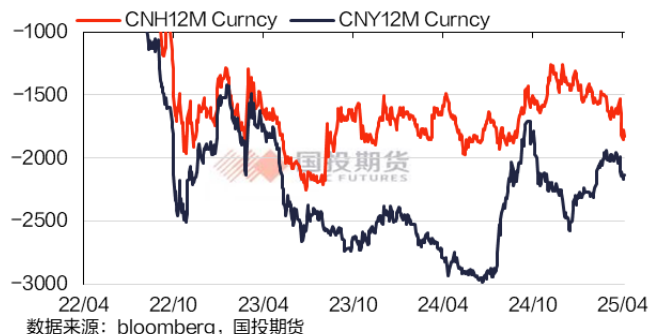
数据来源: bloomberg, 国投期货

图 35: 人民币兑美元汇率



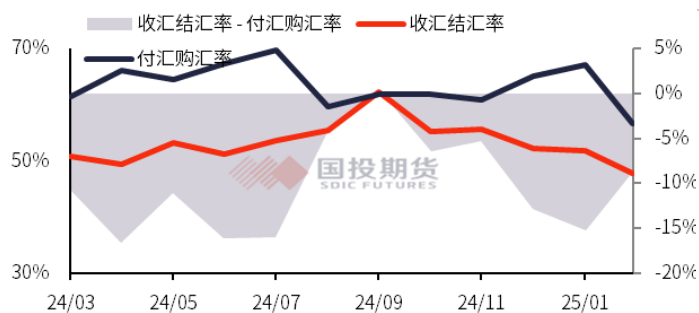
数据来源: wind, 国投期货

图 36: 人民币掉期点



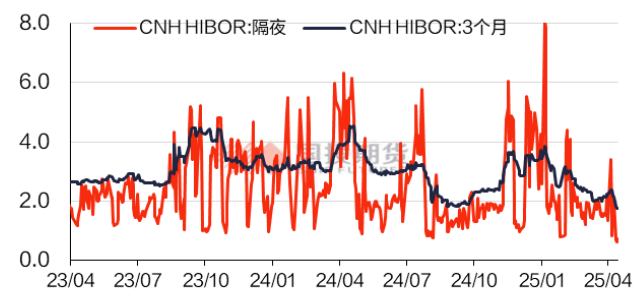
数据来源: bloomberg, 国投期货

图 37: 市场付汇、结汇意愿 (截止 2025.02)



数据来源: wind, 国投期货

图 38: 离岸人民币利率



数据来源: wind, 国投期货

图 39：中美 10 年国债利差与人民币汇率

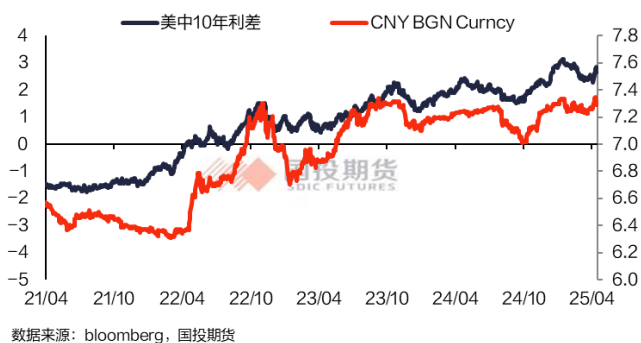


图 40：欧洲股指走势

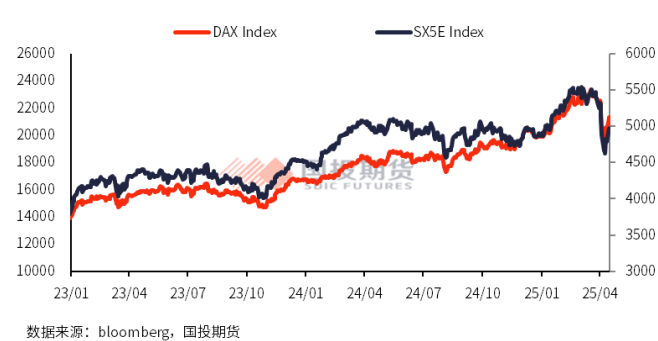
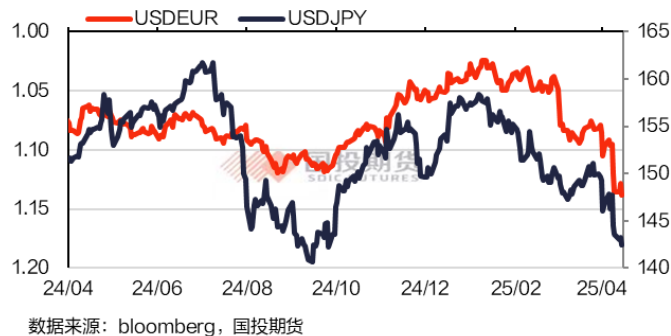


图 41：美法、美德 10 年国债利差



图 42：欧元、日元走势



【分析师介绍】

黄恬 从业资格证号：F03100883 投资咨询证号：Z0021089

【免责声明】

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。