

2023年8月9日

全球宏观

美债供给冲击罕见，是否会带来市场冲击？

美债净发行下半年或创史上第二高，是否带来流动性冲击？

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

- ⊕ 美国财政部预估美债净发行规模在下半年明显放量，三、四季度合计来看，长债占比仅约 20%，短债占比近 80%，发行放量主要来自于短债。2023 年三、四季度，美国财政部预计美债净发行规模预估分别为 1.007 万亿美元和 8,520 亿美元，而其中 2 年期及以上的债券净发行仅分别为 1,580 亿美元和 2,160 亿美元。
- ⊕ 短债占绝对主导（近 80%），但逆回购有望充当短债放量的“泄洪区”。当前美联储逆回购的余额仍有近 1.8 万亿美元，远超今年三、四季度短债预计净发行量合计约 1.5 万亿美元，可覆盖并吸纳下半年短债大规模发行“洪峰”。即使全部由逆回购所吸收，吸收后的逆回购余额规模仍高达近 3,000 亿美元，依然高于 2017 年缩表前三年的均值水平（约 1,700 亿美元）。整体来看，短端压力不大，但有两个维度需要密切关注：1）虽然美国银行业的“存款搬家”有所缓解，但巨量的发行下，三、四季度的巨量短债发行会否给银行间市场带来明显的涟漪效应，需留意银行间市场的流动性高频数据；2）伴随着逆回购工具快速消耗，叠加美联储持续缩表，2024 年的美债发行量对流动性的扰动可能会被放大。
- ⊕ 长债占比低（约 20%），且净发行规模有所回落，对长债收益率扰动有限。三四季度美国财政部预估长债发行总量为 3,740 亿美元，约占两成，总量整体平稳，我们预计对于长端利率的影响整体有限。具体来看，长端净发行中，10 年期及 30 年期的净发债规模占比相对略高，但其总发行规模仍延续趋势性回落。在降息的预期下，长债发行意愿受抑，我们预计长端美债供给端净发行量会继续回落，对长端美债收益率扰动有限。

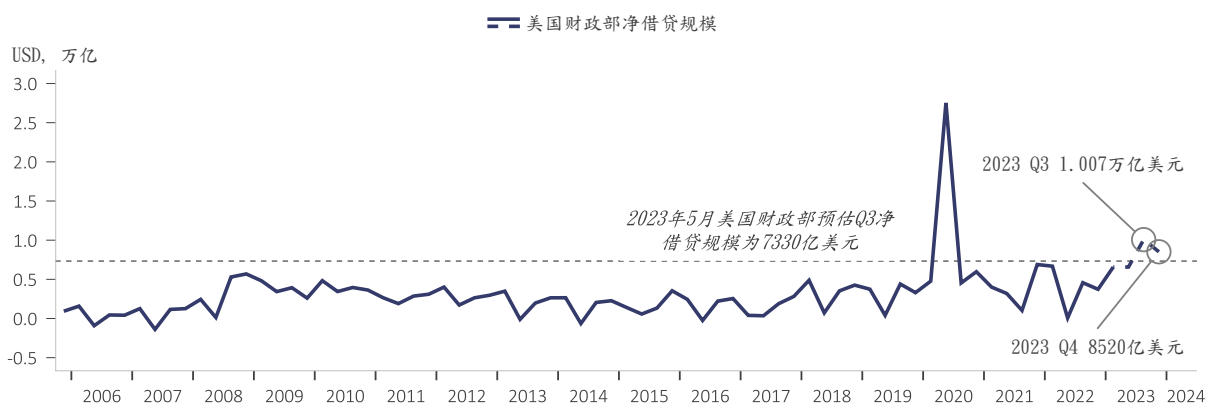
短期情绪面影响大于实际冲击，后续美债收益率走势将回归基本面

- ⊕ 对于近期美债收益率的走势，我们认为，市场情绪面的影响或大于实际上的冲击，预计后续 10 年期美债收益率走势将逐渐回归基本面。
- ⊕ 今年下半年美联储加息一次的概率仍存，重点关注 9 月份的 FOMC 会议，其中 7、8 月的就业及通胀数据或会对美联储决议有直接影响。另外，8 月份的杰克逊霍尔全球央行年会将会是洞悉加息重点与降息开启的重要政策观察窗口，应予以密切关注（详见近期 [7 月 FOMC 会议点评](#)）。

美债净发行下半年或创史上第二高，是否带来流动性冲击？

美国财政部近期公布的最新借款计划显示，2023年3季度净借款规模上调至1.007万亿美元，较5月预计规模的7,330亿元增加近2,700亿美元，而4季度将维持8,520亿美元的净发行规模。从美国财政部历史净发行规模来看，2023年3季度的净发行规模也将创下疫情以来的新高，也是除2020年2季度外，2006年以来的单季度发行规模之最。美债供给冲击罕见，是否会带来流动性冲击？看总量，更需要看结构。

图表 1: 2023年3季度美债净发行规模超万亿美元，创至少自2006年以来的单季度发行规模第二高



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 2: 美债当月净发行规模对美债收益率的短期走势影响并不显著



资料来源: Macrobond、交银国际

看总量，但更需关注结构

短债占主导：1年期及以下 T-Bill 将是下半年美债净发行规模的主力

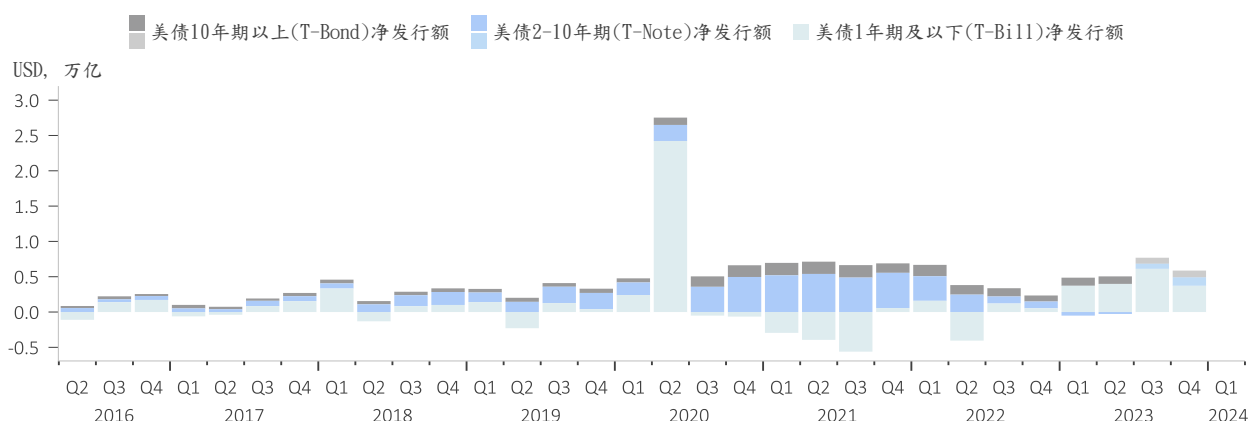
2023年下半年美国财政部预估美债净发行总量超1.85万亿美元，但短债占比近80%。美国财政部计划在今年三、四季度总净发行规模分别达到1.007万亿美元和8,520亿美元，其中8,490亿美元和6,360亿美元均为短债（1年期及以下），占下半年净发行规模约80%；而长债净发行（2年期及以上）1,580亿美元和2,160亿美元，分别占当季净发行规模的15.7%和25.4%。

图表 3: 2023年三、四季度美债长债净发行分别为1,580亿/2,160亿美元，短债分别为8,490亿/6,360亿美元，短债占下半年净发行规模约80%

(10 亿美元)	2023Q3 计划发行			财年至今发行情况			2023Q4 计划发行			财年至今发行情况			
	Security	总发行	到期	净发行	总发行	到期	净发行	Security	总发行	到期	净发行	总发行	到期
2-Year FRN	68	80	(12)	272	314	(42)	2-Year FRN	68	76	(8)	68	76	(8)
2-Year	84	115	(31)	462	566	(104)	2-Year	126	174	(48)	126	174	(48)
3-Year	120	108	12	480	334	146	3-Year	120	131	(11)	120	131	(11)
5-Year	86	43	43	473	209	264	5-Year	129	73	56	129	73	56
7-Year	70	51	19	385	297	88	7-Year	105	73	32	105	73	32
10-Year	99	41	58	396	174	222	10-Year	99	55	44	99	55	44
20-Year	27	0	27	144	0	144	20-Year	39	0	39	39	0	39
30-Year	57	7	50	228	14	214	30-Year	57	0	57	57	0	57
5-Year TIPS	0	0	0	80	43	37	5-Year TIPS	40	0	40	40	0	40
10-Year TIPS	32	49	(17)	94	98	(4)	10-Year TIPS	15	0	15	15	0	15
30-Year TIPS	8	0	8	17	0	17	30-Year TIPS	0	0	0	0	0	0
Coupon Subtotal	651	493	158	3,031	2,048	982	Coupon Subtotal	798	582	216	798	582	216

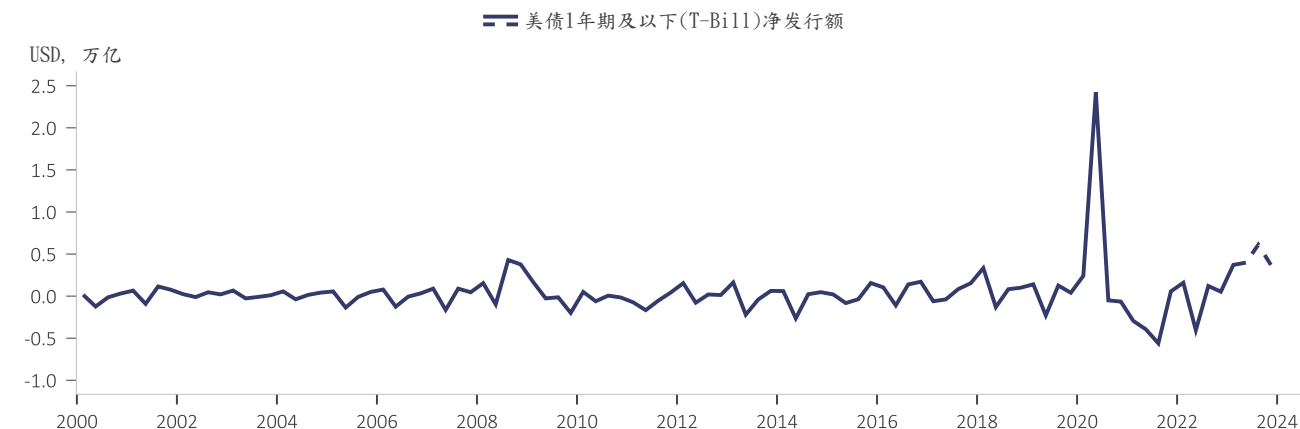
资料来源: 美国财政部、交银国际

图表 4: 2023年下半年，1年期及以下的 T-Bill 将占美债净发行规模绝对主导



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 5: 美国 1 年期及以下的短债净发行将明显放量



资料来源: Macrobond、交银国际 *虚线为美国财政部预估净发行额

短债的影响：但逆回购有望充当短债放量的“泄洪区”

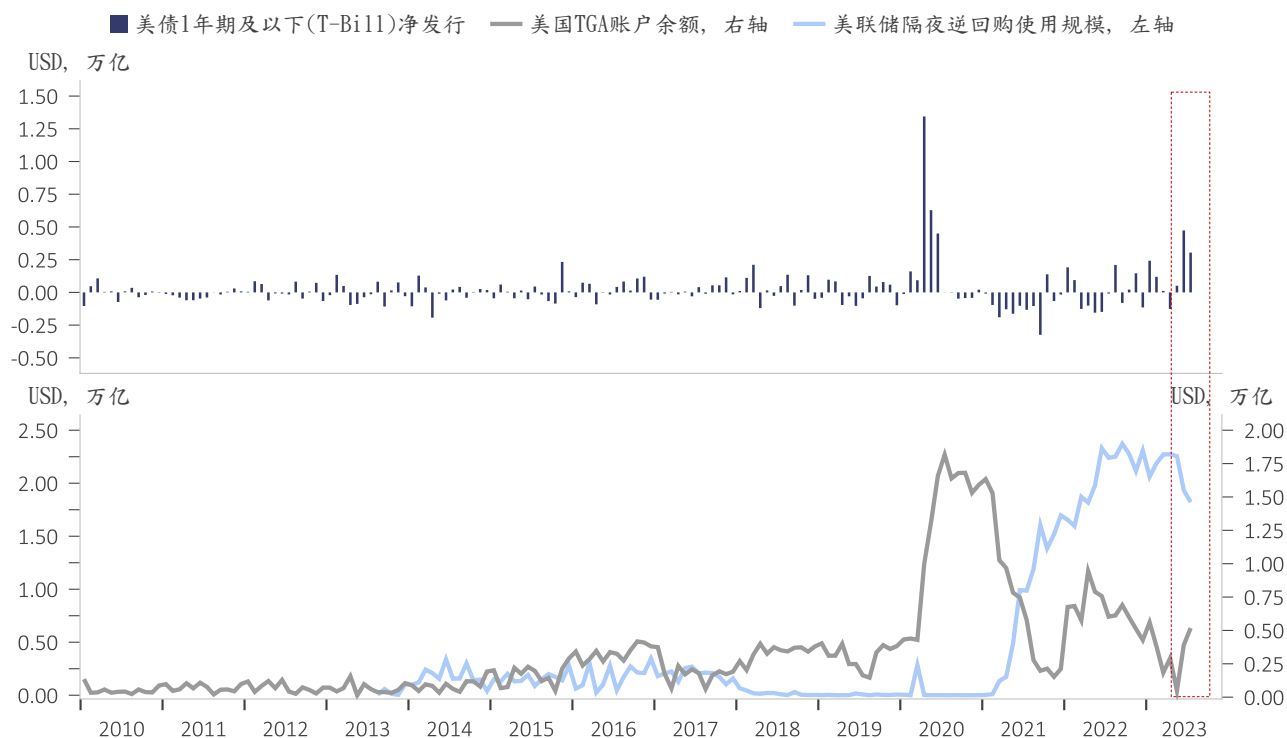
尽管短债发行将在今年三、四季度进一步放量，但当前美联储隔夜逆回购规模仍有空间可以承接短债发行“洪峰”。

美联储于 2013 年推出隔夜逆回购协议（ON RRP）并将其作为利率走廊的下限，而上限为美联储的贴现利率窗口（Discount Window）。背后机制为：若联邦基金有效利率（EFFR）低于逆回购利率，则金融机构便通过逆回购将现金存在美联储获取利息，进而维持利率的下限；若利率高于美联储贴现利率，则金融机构通过贴现窗口直接跟美联储拆借。通过该机制，美联储可以将市场有效利率维持在利率走廊内。疫情期间，美国财政刺激等相关补贴的释放，使得市场出现了大量的剩余流动性。起初，剩余流动性主要留存在商业银行准备金上，但银行吸纳能力有限，因为准备金持续增加，会降低补充杠杆率（SLR），无法满足监管要求，且存款增加会对自身资产负债表造成压力。因此，当银行储备金不再进一步吸纳剩余流动性后，美联储便通过逆回购工具承接了剩余流动性。

自今年 5 月美国债务上限协议达成后，TGA 账户便开始回补，短债发行明显提升。然而，短债快速放量并未对债市构成较为显著的压力，主要由于货币市场基金承接了这部分需求。目前，美联储逆回购使用规模仍有近 1.8 万亿美元，远超三、四季度短债净发行量合计约 1.5 万亿美元，可覆盖并吸纳下半年短债大规模发行“洪峰”。即使全部由逆回购所吸收，吸收后的逆回购余额规模仍近 3,000 亿元，明显高于 2017 年缩表前三年的均值水平（约 1700 亿美元）。

整体来看，我们认为短端压力不大，但有两个维度需要密切关注：1) 虽然美国银行业的“存款搬家”有所缓解，但巨量发行下，三、四季度巨量短债发行会否给银行间市场带来明显的涟漪效应，需留意银行间市场的流动性高频数据；2) 伴随着逆回购工具快速消耗，叠加美联储持续缩表，2024 年的美债发行对流动性的扰动可能会被放大。

图表 6: TGA 账户回补使得短债发行放量，美联储逆回购使用规模目前仍有近 1.8 万亿美元，远超三、四季度短债净发行量合计约 1.5 万亿元，可覆盖并吸纳下半年短债大规模发行“洪峰”



资料来源: Macrobond、交银国际

长债占比低：且净发行规模有所回落，对长债收益率扰动有限

下半年美国财政部预估长债的发行总量为 3740 亿美元，占比为 20%，总量整体平稳，我们预计对于长端利率的影响整体有限。在三季度和四季度总净发债计划中，尽管两年期以上期限的美债净发行规模占比较小，但较此前两季度的规模明显反弹。到 2023 年 4 季度，美债两年期及以上的净发债预估规模将接近疫情前的水平，但供给总量整体平稳，我们预计对市场影响有限。

图表 7: 美债两年期及以上的各类债券净发行量均出现反弹，但总量平稳



资料来源: Macrobond、交银国际 *虚线为美国财政部预估发行额

长债的影响：预计供给端净发行量会继续回落，对长端美债收益率扰动有限

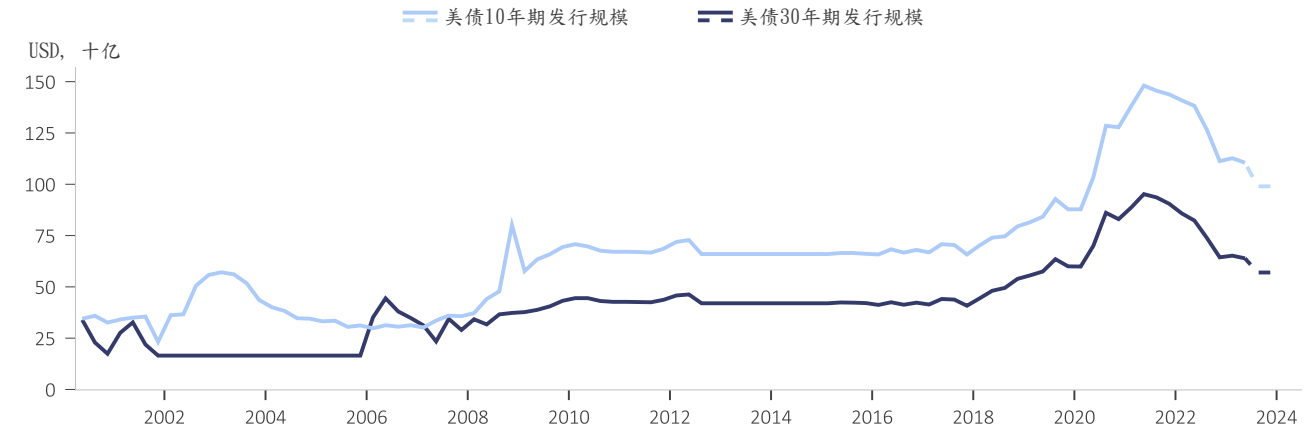
具体来看，长端净发行中，10年期及30年期的净发债规模占比相对略高，其中，10年期美债在三、四季度净发行规模分别为580亿美元和440亿美元，占比36.7%和20.4%。30年期美债在三、四季度净发行规模分别为500亿美元和570亿美元，占比31.6%和26.4%。但10年期及30年期总发行规模仍在延续趋势性回落。在降息的预期下，长债发行意愿受抑，我们预计长端美债供给端净发行量会继续回落，对长端美债收益率扰动有限。

图表 8: 具体看长端净发行，10年期及30年期的净发债规模占比相对略高

(10 亿美元)	2023Q3 计划发行			财年至今发行情况			Security	2023Q4 计划发债			财年至今发行情况		
	总发行	到期	净发行	总发行	到期	净发行		总发行	到期	净发行	总发行	到期	净发行
2-Year FRN	68	80	(12)	272	314	(42)	2-Year FRN	68	76	(8)	68	76	(8)
2-Year	84	115	(31)	462	566	(104)	2-Year	126	174	(48)	126	174	(48)
3-Year	120	108	12	480	334	146	3-Year	120	131	(11)	120	131	(11)
5-Year	86	43	43	473	209	264	5-Year	129	73	56	129	73	56
7-Year	70	51	19	385	297	88	7-Year	105	73	32	105	73	32
10-Year	99	41	58	396	174	222	10-Year	99	55	44	99	55	44
20-Year	27	0	27	144	0	144	20-Year	39	0	39	39	0	39
30-Year	57	7	50	228	14	214	30-Year	57	0	57	57	0	57
5-Year TIPS	0	0	0	80	43	37	5-Year TIPS	40	0	40	40	0	40
10-Year TIPS	32	49	(17)	94	98	(4)	10-Year TIPS	15	0	15	15	0	15
30-Year TIPS	8	0	8	17	0	17	30-Year TIPS	0	0	0	0	0	0
Coupon Subtotal	651	493	158	3,031	2,048	982	Coupon Subtotal	798	582	216	798	582	216

资料来源: 美国财政部、交银国际

图表 9: 美债 10 年期及 30 年期的发行规模仍在趋势性放缓



资料来源: Macrobond、美国财政部、交银国际 *虚线部分为美国财政部预估发行额

图表 10: 10 年期美债净发行规模并未出现明显上升



资料来源: 彭博, 交银国际 *虚线部分为美国财政部预估发行额

短期情绪面影响大于实际冲击，美债收益率走势将回归基本面

当前美国经济数据韧性仍在。近期惠誉下调美国国债评级，以及美国财政部发债供给冲击，使得美债收益率短期波动较大，且短线逼近 4.2%，仅次于 2022 年 10 月份 4.3% 的高位。尽管如此，我们认为，惠誉下调美国国债评级所提出的因素多偏向中长期，短期影响有限。下半年，美债供给预计总量较大，但结构上看长债占比较小。因此，对于近期美债收益率的走势，我们认为，市场情绪面的影响或大于实际上的冲击，预计后市 10 年期美债收益率走势将逐渐回归基本面。

下半年美联储加息一次的概率仍存，重点关注 9 月份的 FOMC 会议，其中 7、8 月的就业及通胀数据可能会对美联储决议有直接影响，另外，8 月份的杰克逊霍尔全球央行年会将会是洞悉加息重点与降息开启的重要政策观察窗口，应予以密切关注（详见近期 [7 月 FOMC 会议点评](#)）。

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。

香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。