

2023年11月2日

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

固定收益组 张菁
从业资格号 F3022617
投资咨询号 Z0013604

固定收益组 程小庆
从业资格号 F3083989
投资咨询号 Z0018635

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

事件：美国财政部于11月1日公布季度再融资各期限发债计划。此前于2023年10月30日公布融资预测：预计2023年Q4融资7760亿美元，较7月预测减少760亿；预计2024年Q1融资8160亿美元。

融资点评与市场影响：

1、融资需求抬升下，美国财政部四季度继续增加付息国债的发行规模，预计增发还将持续至明年4月。美国财政部自8月三季度再融资开始增加付息国债（Coupons）的发行规模以来，四季度再融资继续提高对付息国债的发行规模，并预计未来一个季度（2024年2月-4月）仍将增加付息国债发行才能够匹配融资需求（指对私人部门，下同）。对2024财年融资需求来看，一级交易商10月预测相比7月增加了4220亿美元，其中预测2024财年赤字增加2500亿至1.8万亿，预测由于美联储缩表而增加1800亿；白宫预算办公室OMB的最新预测也增加了4110亿美元。

2、受长端收益率快速抬升影响，财政部在付息国债发行期限结构安排上，降低长端的增发规模，维持中短端增发节奏不变。中短期付息国债（2、3、5、7y、FRN）维持第三季度的增发节奏，合计来看，2023年11月-2024年1月宣告的发行规模较2023年8月-11月增加了870亿美元。长期（10、30y）付息国债增发规模较第三季度的增发节奏分别放慢了10亿美元/月，同时不再增加20y发行规模。5y、10y通胀保值债券（TIPS）分别增发10亿美元。体现财政部对长端利率快速抬升后的应对。

3、短期仍维持国库券的高占比，以缓解高利率环境下增发长端的压力。截至10月25日，财政部的现金余额账户（TGA）已超过8300亿，高于财政部的预期（预计12月底余额为7500亿美元）；并且截至2023年10月31日，1年以下短期国库券（Bills）的占比已经超过15-20%的合意区间，达21%。但对于国库券的发行，财政部预计仍保持当前发行节奏至2023年11月底，仅从12月初开始温和减少至明年1月中下旬，但国库券占比仍将维持高位，以缓解高利率环境下增发长端的压力。

4、净供给拆分结构来看，短期国库券净供给下降，付息国债代表的久期供给抬升，相对占比短期国库券仍高于付息国债。考虑到期与美联储缩表等因素后，预计2023年4季度、2024年1季度付息国债净供给（指对私人部门，下同）分别为3386亿、3464亿美元，相较2023年3季度的1780亿抬升；短期国库券的净供给分别为4374亿、4696亿美元，较2023年3季度的8320亿下降。但相对占比看，短期国库券仍占主导，占总净供给的比例分别为56%、58%。

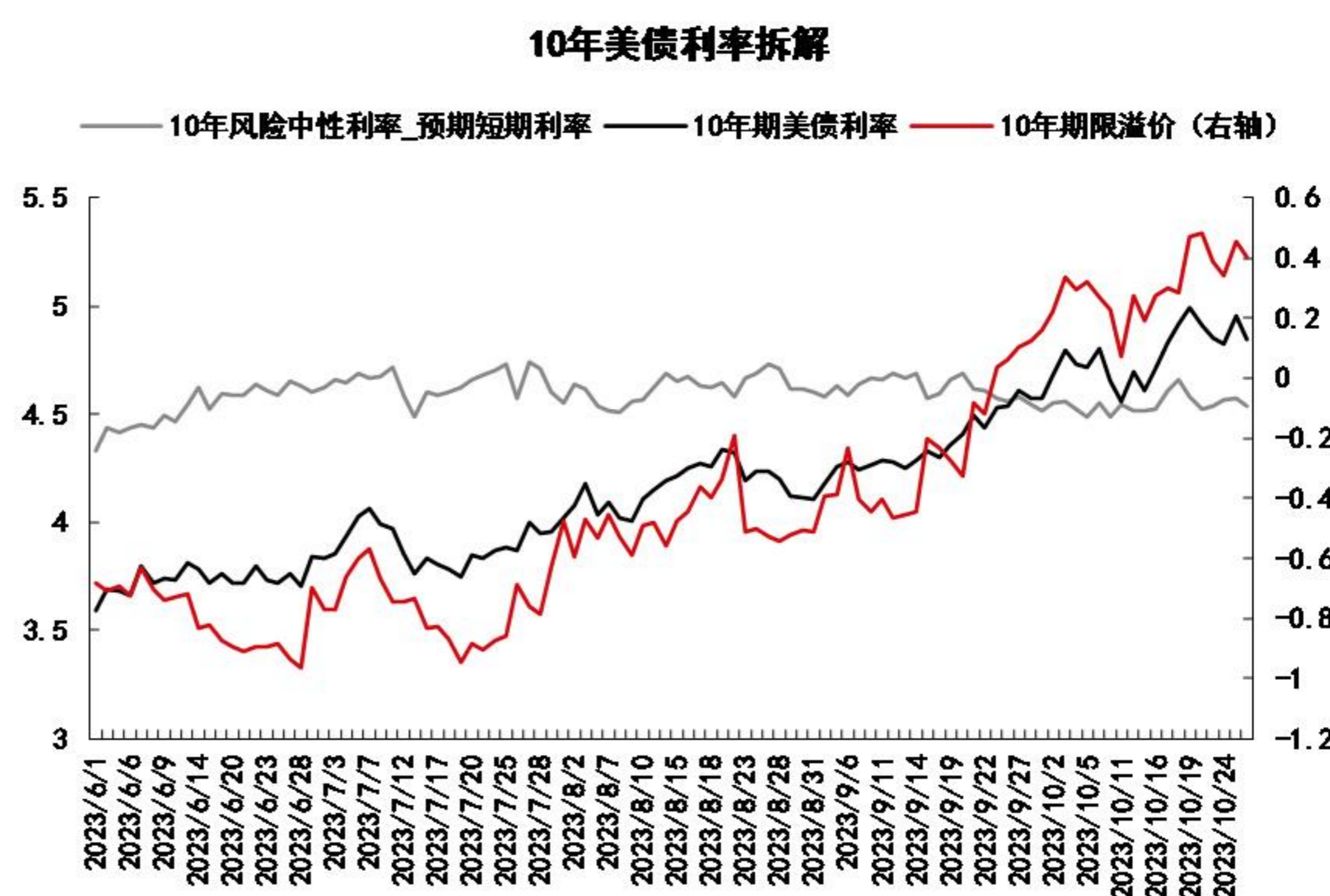
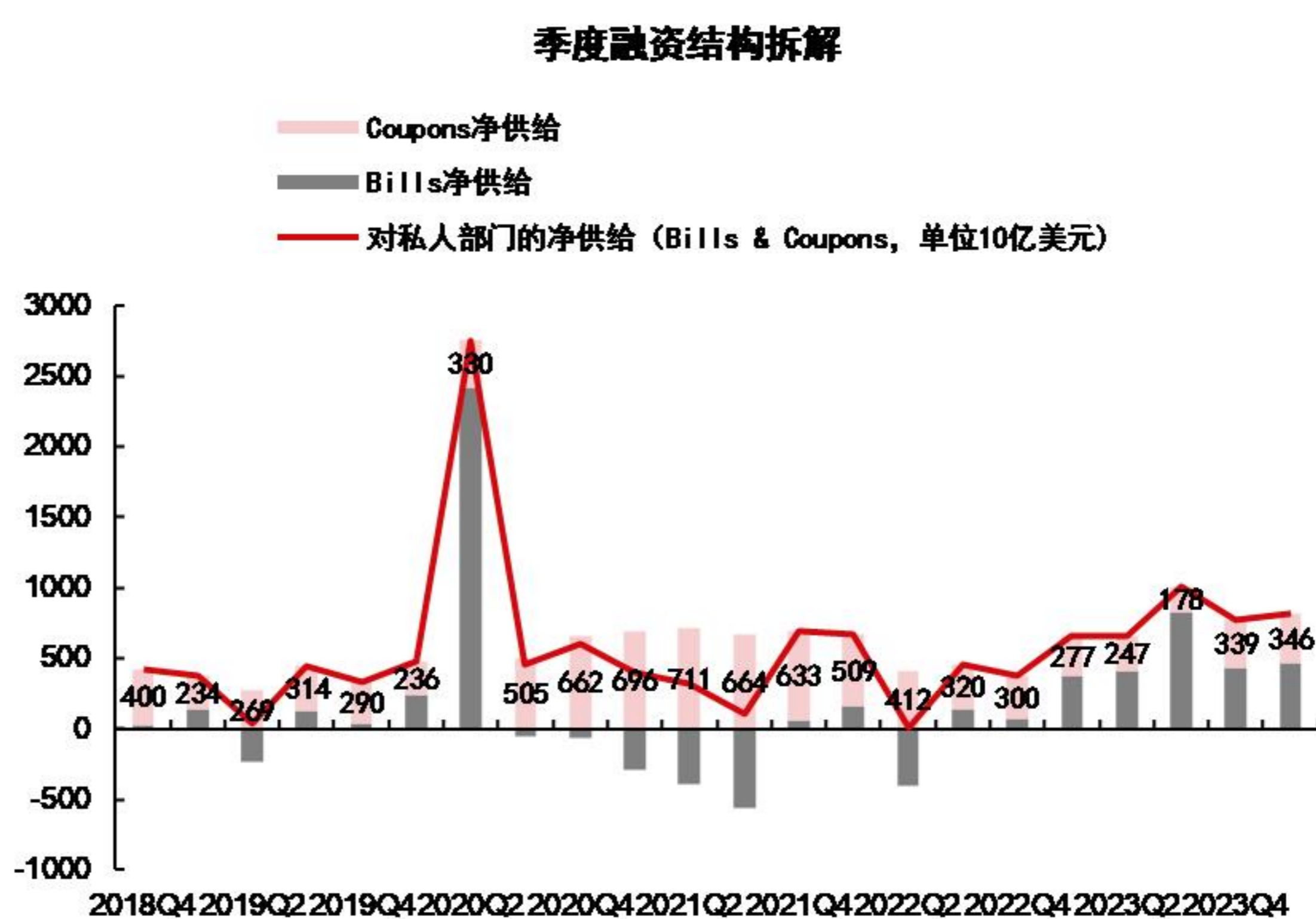
5、期限结构的腾挪不足以缓解美债供需压力，美国经济韧性下，我们维持美债10年期利率5.3-5.5%的观点不变。短期，长端美债利率受财政部减缓长端增发节奏消息的提振，10年美债收益率下行10bp，但我们认为这只是市场情绪的短期缓解，十年美债收益率仍面临上行压力。从财政部借款咨询委员会（TBAC）在本次再融资会议讨论的2个议题看，对于美债供需，TBAC认为传统买家对美债的需求疲软，从发行拍卖结果看，尽管需求力量仍然充足，但已经出现走软迹象。需求结构上，国内和国外的市场参与者需求力量跟不上美债供给，当前对冲基金成为显著的需求力量。对于曲线走陡，TBAC认为过去3个月美债10年期利率相较2年期走高在于经济活动与劳动力市场的强劲、中性利率或更高、供需关系以及长端期限溢价转正，对于未来10年期利率，TBAC认为期限溢价（KW、ACM模型）有可能回到2014年之前的水平，即期限溢价将在当前水平（45bp）上增加55-110bp，与我们在10月11日的外发报告《美债收益率曲线“吐故纳新”系列之三——美债收益率曲线如何走陡》对十年期美债利率期限溢价增加幅度的逻辑和5.3-5.5%点位判断一致。我们维持美债当前观点不变。

风险提示：美国经济衰退，财政支出超预期。

融资需求预测、发债结构分解与美债利率

日历年 (CY)	2023Q3	2023Q4	2024Q1
最新融资需求预测/实际	1010	776	816
上次融资需求预测	1007	852	-
融资需求预测变动	3	-76	-
由于现金余额变动 (TGA)	7	-7	-
财政收支变动	-1	-80	-

	2y	3y	5y	7y	10y	20y	30y	FRN	5y-TIPS	10y-TIPS	30y-TIPS	合计
2021年10月	60	58	61	62	38	24	24	28	19			374
2021年11月	58	56	59	59	39	23	25	24		14		357
2021年12月	56	54	57	56	36	20	22	24	17			342
2022年1月	54	52	55	53	36	20	22	26		16		334
2022年2月	52	50	53	50	37	19	23	22			9	315
2022年3月	50	48	51	47	34	16	20	22		14		302
2022年4月	48	46	49	44	34	16	20	24	20			301
2022年5月	47	45	48	42	36	17	22	22		14		293
2022年6月	46	44	47	40	33	14	19	22	18			283
2022年7月	45	43	46	38	33	14	19	24		17		279
2022年8月	44	42	45	37	35	15	21	22			8	269
2022年9月	43	41	44	36	32	12	18	22		15		263
2022年10月	42	40	43	35	32	12	18	24	21			267
2022年11月	42	40	43	35	35	15	21	22		15		268
2022年12月	42	40	43	35	32	12	18	22	19			263
2023年1月	42	40	43	35	32	12	18	24		17		263
2023年2月	42	40	43	35	35	15	21	22			9	262
2023年3月	42	40	43	35	32	12	18	22		15		259
2023年4月	42	40	43	35	32	12	18	24	21			267
2023年5月	42	40	43	35	35	15	21	22		15		268
2023年6月	42	40	43	35	32	12	18	22	19			263
2023年7月	42	40	43	35	32	12	18	24		17		263
2023年8月	45	42	46	36	38	16	23	24			8	278
2023年9月	48	44	49	37	35	13	20	24		15		285
2023年10月	51	46	52	38	35	13	20	26	22			303
2023年11月	54	48	55	39	40	16	24	26		15		317
2023年12月	57	50	58	40	37	13	21	28	20			322
2024年1月	60	52	61	41	37	13	21	26		18		331
2024年2月	63	54	63	42	42	16	25	28			9	342
2024年3月	66	56	65	43	39	13	22	28		16		348



资料来源：BLOOMBERG 美国财政部 中信期货研究所

注：月度拍卖发行表粉色为财政部宣告拍卖发行规模，灰色为预测值

免责声明：除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权/或其他相关知识产权。未经授权，不得发送或复制本报告任何内容。中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。本报告并不构成中信期货给予的任何私人咨询建议。