

美债利率或已企稳

——市场走势点评+宏观策略展望

报告导读

过去一周以来，长端美债波动明显上升，以 10Y 美债利率为例，在周一亚盘开始下行至 3.86% 的年内低点后，自周一晚上开始一路上行，在周三亚盘期间一度突破 4.5%，为 2 月以来新高水平。我们认为本轮美债利率大幅上行主要源于对冲基金超过 5500 亿美元规模的基差交易（basis trade）发生逆转。这是近期经济衰退预期升温、信用债利差小幅走阔、流动性边际收紧导致基差交易收益率下滑和规模收敛的正常结果，并非像 2020 年 3 月期间，广义美元流动性出了问题或者是美债面临广谱的抛售压力。我们认为在经济基本面依然具备一定韧性、美联储利率调整门槛仍较高的基准情形下，10Y 美债收益率或在 4.5% 筑顶后企稳，因此短期内逢低抄底或是最佳策略。

投资要点

□ 4 月 7 日-9 日期间，长端美债遭遇“抛售潮”

4 月的第 2 周，长端美债波动明显上升，以 10Y 美债利率为例，在周一亚盘开始下行至 3.86% 的年内低点后，在周三亚盘期间一度突破 4.5%，为 2 月以来新高水平；30Y 美债利率则一度上行至 5%。

对于过去 3 天以来的美债抛售潮，我们认为有以下几个不寻常之处：

一是短端债券的上行幅度相对克制，2 年期美债利率仅上行约 30 个 bps，10Y-2Y 和 30Y-10Y 的利差分别走阔至 0.56% 和 0.47%，接近加息前水平；如果是市场基于关税带来再通胀的逻辑进行交易，则 10 年期和 2 年期的利差不应该大幅走阔超 30 个 bps。

二是从归因来看，以 10Y 美债利率为例，4 月 4 日-9 日 10 年期 TIPs 实际利率由 1.83% 升至 2.07%，上行幅度为 24 个 bps，5Y/5Y 通胀互换上行 7 个 bps 至 2.09%，反应短期供给关系的期限溢价则下行 3 个 bps 至 0.38%；实际利率、通胀预期和期限溢价的合计变化（+28bps）显著不及美债利率的上行幅度（+54bps），说明这一次利率走高并非源于市场对经济和政策路径的预期发生了变化。

三是从调整幅度，仅仅 3 天，10 年期美债的调整幅度超过了 60 个 bps，调整幅度为 1970 年代以来新高水平。往往是在经济/通胀数据大幅走强或美联储超预期加息引发，但这种级别的涨跌幅往往只持续一天，而非连续数日。

综上，本轮美债的大幅上行更多由短期交易因素引导，而非经济基本面或对关税预期发生了明显变化所致。那么具体原因是什么？

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

□ 美债抛售潮的主要原因是什么？

对于本轮美债抛售潮，市场的解读较为分化，但我们认为核心因素还是在于对冲基金去杠杆抛售。

部分市场参与者认为是亚洲国家在抛售导致，但我们认为影响相对有限。一是从过去2周以来美债走势来看，10Y美债利率其实自3月底以来便从4.3%的高位下行至4%以下，此间利率的强势下行时间多数发生在亚盘时间；在特朗普宣布对等关税后的2个工作日，10Y美债利率在亚盘的4月3日-4日以及4月7日周一开盘都下行超过10个bps，**如果说是本轮美债抛售潮是由亚洲国家担忧贸易战发起，那么美债利率便应在4月3日亚盘便开始反弹了；**二是即便日本财务省和日本银行持有大量的美债，但持有形式是以现券+HTM为主，短期波动难以引发大幅抛压。以10Y美债为例，过去3天以来60个bps的波动，也仅带来了约4%的未实现损失，况且海外央行及机构持有美债主要是为了久期配置，会计处理方式也是HTM（持有到期+吃票息）为主，因此仅2-3天的波动难以引发亚洲国家的集体抛压。尽管我们不排除，4月9-10日期间上午（北京时间）美债利率的大幅上行，可能有亚洲国家的参与。

在排除了亚洲国家抛售的影响后，可以发现过去3天以来美债利率大幅上行均发生在美东时间8-10点，以及1点之后，这两个时段，均是回购市场最为活跃的交易时段（即北京时间晚上8-10点，和凌晨1点）。美国回购市场的参与者分为两类，一是以做市商（BHC，即银行）、货币市场基金为代表的资金融出方，此类机构风险偏好较低，非金融危机期间难以成为美债的抛售主力；二是以对冲基金为代表的资金融入方，对冲基金自身具有高杠杆、高风险和高回报的特点，当市场流动性出现边际收缩时，往往也会成为风险的来源。

从一些流动性指标来看，目前基差交易的确出现了一些扭转（unwind）的迹象，**一是美国1-3Y信用债利差基差近期走高**，截止4月10日，这一利差已经升至0.92%，达到2023年11月期间水平；信用债利差与基差交易收益率存在明显的正相关性，这将加大基差交易的回撤幅度；**二是2024年Q2以来，对冲基金中的RV策略和宏观策略基金规模明显回落**，以RV策略对冲基金为例（这类基金主要从事的便是RV（Relative-value Trade）和基差（basis trade）交易），RV策略基金规模同比增速在2024年Q2达到35.6%的峰值后，2024年Q4回落至-7.2%，反应基差交易其实早在去年便出现了收缩迹象。

□ 什么是基差交易和RV（relative value）交易？

基差交易的本质是赚取美债现货和期货之间的价差，与商品的期限套利没有本质区别。这一交易兴起于2018年，随着长久期美债发行放量、海外实体持有美债份额下滑及监管要求等一系列因素影响，以养老金、共同基金为代表的资管机构开始明显加大对美债期货多头头寸的配置力度，以2018-2019年期间为例，此间资管机构2/10年期美债多头头寸由约20万份升至120万份以上，同比增幅达到6倍以上；随着资管机构对美债期货的多头配置力度加大，也使得美债期货价格和现券价格出现了相对可观的利差，这也给了对冲基金的套利空间，**对冲基金通过在美债期货建立空头头寸，同时通过在回购市场获得现金进行交割，进而赚取期间的利差。**

与传统套利交易类似的是，这类交易往往需要极高的杠杆才能增厚收益。OFR数据显示从事基差和RV交易的对冲基金，杠杆率往往超过50倍，而一级交易

商为了赚取可观的中介费，往往会通过 NCCBR 双边回购市场（美国货币市场中的一个分支，不受美国中央清算机构 FIGC 监管）给对冲基金进行融资，以美债作为抵押物的折扣率（haircut）平均在 2%，但在 NCCBR 市场中往往为 0%，这意味着对冲基金可以通过“滚隔夜”，近乎不受限制的加杠杆增厚收益。

□ 基差交易的规模有多大，影响有多大？

按照美联储于 2024 年工作论文提供的方法，我们从杠杆基金美债空头头寸规模、对冲基金累计净买入美债以及 FINRA 提供的 TRACE 数据三个维度来观察。截止 2025 年 4 月 10 日，杠杆基金美债净空头头寸的规模约为 8500 亿美元，较 2024 年 11 月约 1.1 万亿美元的峰值回落超 1500 亿美元；截止 2024 年 Q1，对冲基金美债净买入规模为 6260 亿美元，TRACE 数据显示基差交易规模为 3170 亿美元。鉴于杠杆基金美债净空头头寸容易高估基差交易规模（因为部分基金持有空头头寸是为了 RV 交易和其他策略），TRACE 数据容易低估基差交易规模；我们综合估算，截止 2024 年 Q4，美债基差交易的规模可能在 5500-7000 亿美元之间，高于 2020 年期间约 4-5000 亿美元的水平。

复盘历史，由于基差交易是在 18 年才开始兴起，因此历史上仅发生过一次基差交易扭转的事件，这便是 2020 年 3 月；但从影响来看，基差交易的扭转只是成为了流动性风险恶化的催化剂事件，并非流动性危机的主因。

2020 年 3 月，由疫情引发的全球流动性风险导致在岸/离岸美元流动性明显收紧，海外机构和美国的资管机构遭遇大规模赎回，迫使这些机构大幅抛售美债而导致期现利差收窄，进而导致基差交易收益率大幅回落并加速对冲基金加快平仓，进而加速美债的抛售潮。

□ 美债过去 3 天以来的抛售潮主要系市场周期性的去杠杆行为，从影响来看和 2018 年/2024 年期间的 VIX 上涨事件类似

当前时点与 2020 年 3 月有明显的不同：

一是当前广义美元流动性依然较为充裕，从 SOFR-OIS 利差和货币互换基差等指标来看，尽管较 2024 年的低点有所上行，但仍处于历史地位，远没有达到 2020 年 3 月期间的水平，说明离岸/在岸美元流动性短期内仍处于充裕状态。

二是基差交易的确在收窄，但难以引发系统性的流动性风险。我们前文提到，基差交易兴起的原因在于公募基金、险资等资管机构对短久期信用债、美债多头头寸的持续超配，只有在这些资管机构在外部冲击（类似疫情）或信用差利差大幅走阔导致收益率下滑，而面临较大的赎回风险时，基差交易才会大幅度的逆转；但表征公募机构赎回风险的 1-3Y 美国信用债利差并没有走阔，并且这些机构并没有面临类似于 2020 年 3 月期间的大规模赎回风险。另外，基差交易规模的收窄是近期收益率倒挂解除、美联储放缓缩表后导致基差交易收益率下滑的正常结果。

三是特朗普的关税政策对美元流动性的冲击明显不及疫情。尽管过去一周以来，美国资产出现了“股债汇”三杀，但从不同期限美债的 bid-ask spread、SOFR-OIS 等指标来看，广谱的美债的抛售幅度和美元流动性的恶化却远不及 2020 年 3 月，这也说明当前美元流动性并没有明显收紧，各国也没有在大幅抛售美债以换取现金或本国货币。

综合来看，我们认为美债过去 3 天的抛售潮是经济衰退预期升温、信用债利差小幅走阔、流动性边际收紧导致基差交易收益率/规模收敛的结果，并非广义美元流动性出了问题或美债面临全面的抛售压力。

- **基准情形下，10Y 美债收益率或在 4.5%筑顶后逐渐企稳，但如果特朗普关税超预期引发全球美元资产抛售，不排除进一步上行可能**

综上，从整体的冲击来看，我认为本轮美债抛售潮的冲击可能类似于 2018 年 8 月和 2024 年 8 月期间，VIX 上行引发的资产价格暴跌。这类由市场波动率上行引发的资产价格调整事件具有“来得快，去的也快”的特征，**我们认为在经济基本面依然具备一定韧性、美联储利率调整门槛仍较高的基准情形下，10Y 美债收益率或在 4.5%筑顶后企稳，因此短期内逢低抄底或是最佳策略。**

但需要关注的是，当前特朗普关税政策仍存在不确定性；若类似于“对等关税”的政策再次落地，市场负反馈行为发酵可能导致美债进一步上行；届时可能需要美联储重启 QE 提供流动性支持。

风险提示

国内经济复苏不及预期；国内政策宽松力度不及预期；美联储加息节奏超预期

图表目录

图表 1: 过去一周以来 10 年期美债利率走势 (%)	6
图表 2: 过去几天美债期限溢价回落	6
图表 3: 美债期限利差情况 (%)	6
图表 4: 回购市场最活跃的时段是早上 7-9 点	6
图表 5: 回购市场日内成交额 (按小时分布)	6
图表 6: 1-3 年美国信用债利差与基差交易回撤幅度	7
图表 7: 1-3Y 美国公司信用债利差 (%)	7
图表 8: 不同策略对冲基金市值同比变化 (%)	7
图表 9: 资管机构 2/10 年美债多头头寸 (%)	7
图表 10: 杠杆基金 2/10 年美债多头头寸 (%)	7
图表 11: 2 年期美债期现价差 (%)	7
图表 12: 对冲基金回购市场融资面临极低的折扣率 (%)	8
图表 13: 对冲基金美债净买入规模 (%)	8
图表 14: 三类基差交易估算规模 (亿美元)	8
图表 15: 杠杆基金净空头头寸和美债利差 (%)	8
图表 16: 美债 bid-ask spread (%)	8
图表 17: 美债在 2020 年 3 月被抛售	8
图表 18: 2022 年以来, 对冲基金逐渐成为美债的边际买家	9

图表 1：过去一周以来 10 年期美债利率走势 (%)



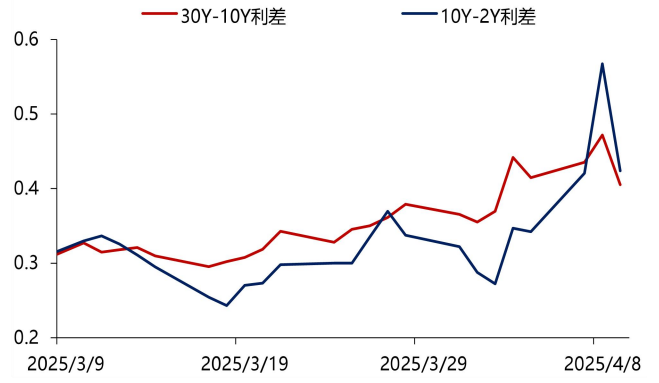
资料来源：日本银行，浙商国际

图表 2：过去几天美债期限溢价回落



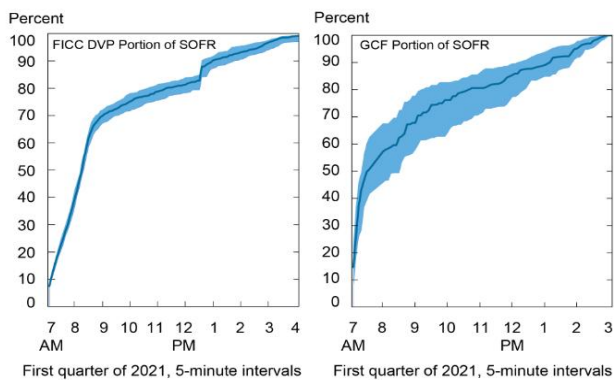
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 3：美债期限利差情况 (%)



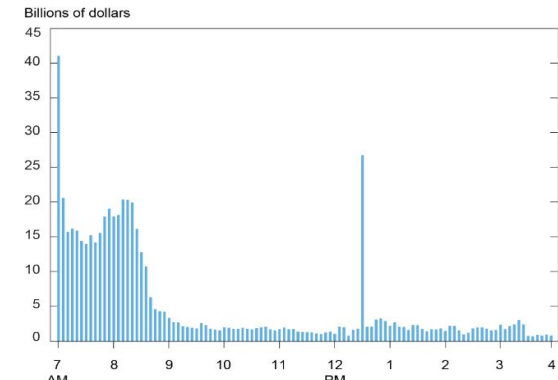
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 4：回购市场最活跃的时段是早上 7-9 点



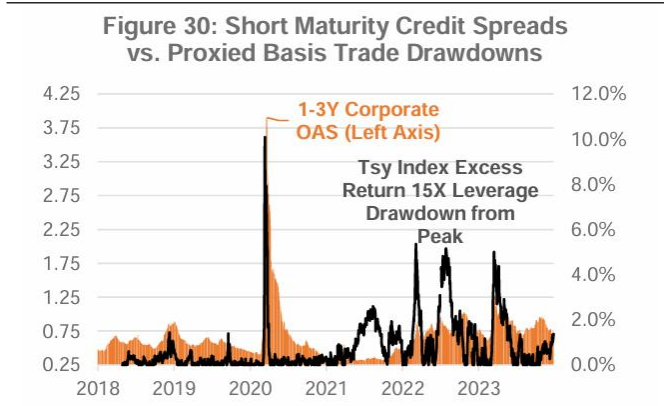
资料来源：纽约联储，浙商国际

图表 5：回购市场日内成交额（按小时分布）



资料来源：纽约联储，浙商国际

图表 6：1-3 年美国信用债利差与基差交易回撤幅度



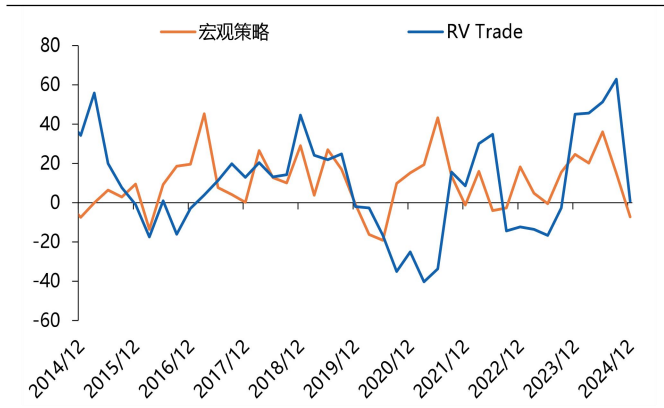
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 7：1-3Y 美国公司信用债利差 (%)



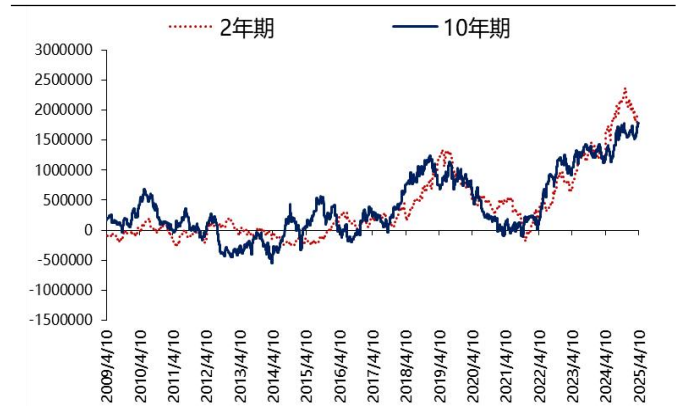
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 8：不同策略对冲基金市值同比变化 (%)



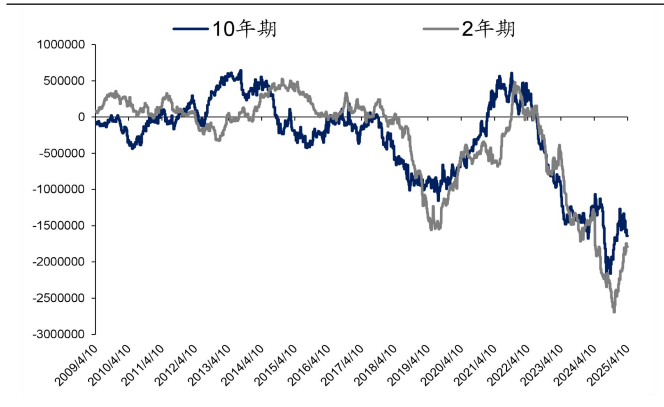
资料来源：OFR，浙商国际

图表 9：资管机构 2/10 年美债多头头寸 (%)



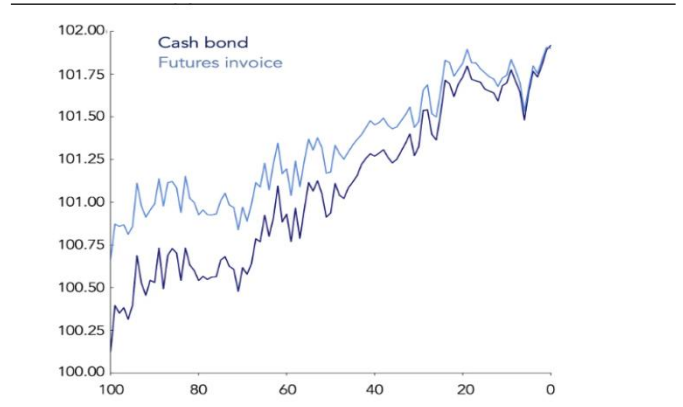
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 10：杠杆基金 2/10 年美债多头头寸 (%)



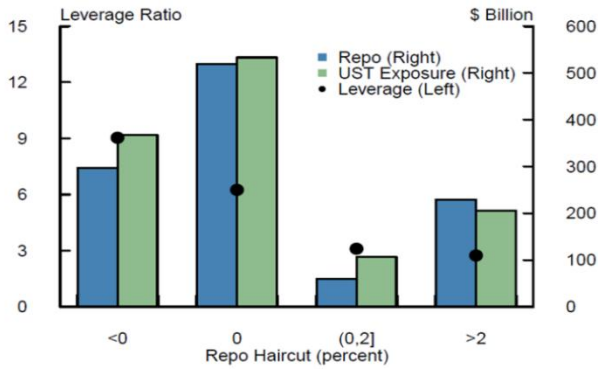
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 11：2 年期美债期现价差 (%)



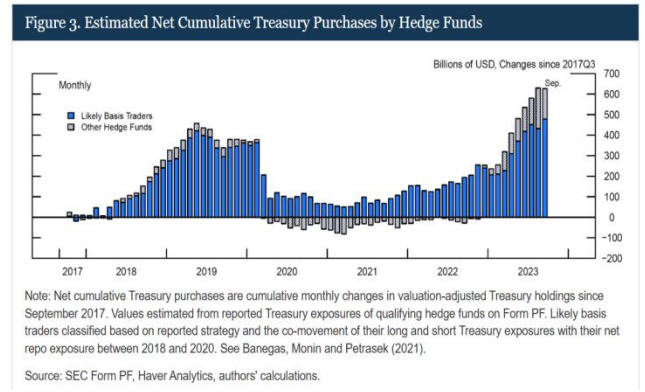
资料来源：Bloomberg，浙商国际

图表 12: 对冲基金回购市场融资面临极低的折扣率 (%)



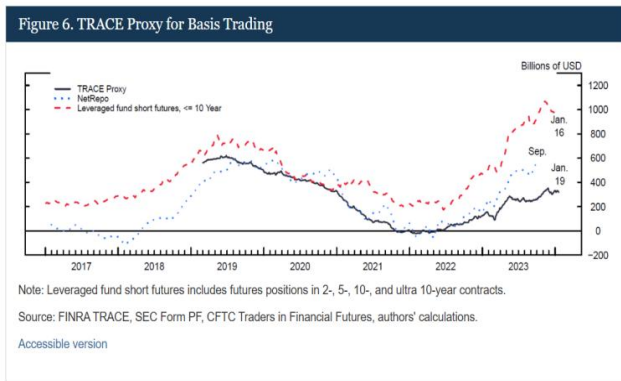
资料来源: 美联储, 浙商国际

图表 13: 对冲基金美债净买入规模 (%)



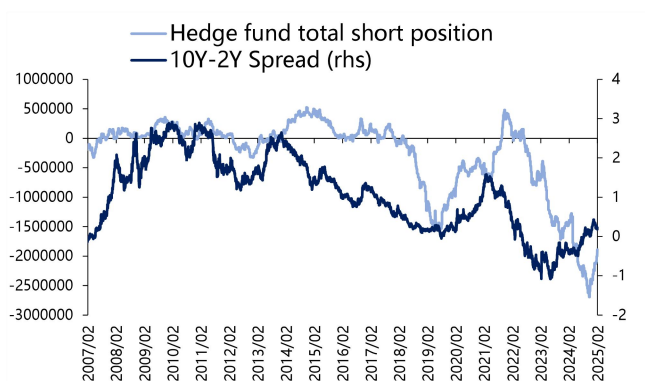
资料来源: 美联储, 浙商国际

图表 14: 三类基差交易估算规模 (亿美元)



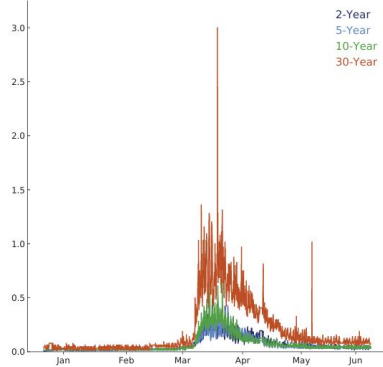
资料来源: 美联储, 浙商国际

图表 15: 杠杆基金净空头头寸和美债利差 (%)



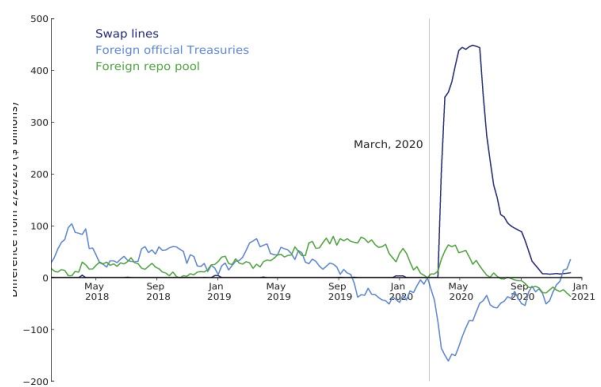
资料来源: 美联储, 浙商国际

图表 16: 美债 bid-ask spread (%)



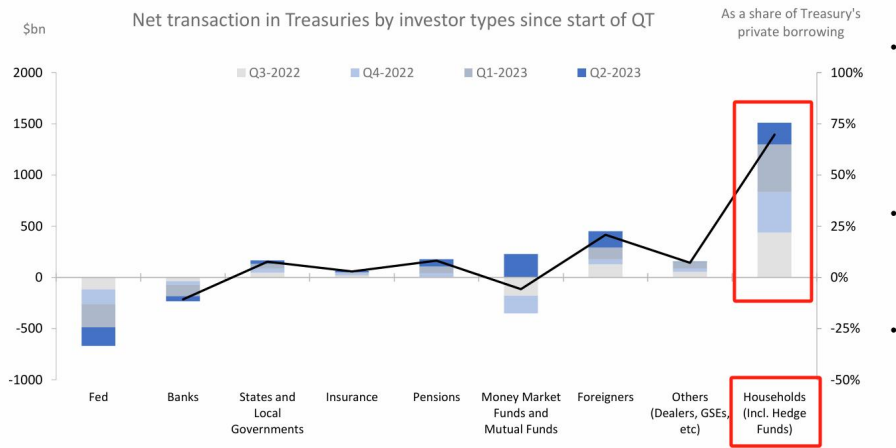
资料来源: OFR, 浙商国际

图表 17: 美债在 2020 年 3 月被抛售



资料来源: PIIE, 浙商国际

图表 18：2022 年以来，对冲基金逐渐成为美债的边际买家



资料来源：OFR，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