

固收半月谈 | 从后续美债供给久期及供需两端展望美债利率走势

主讲人



沈丹莹

上银基金固定收益部研究员

纽约大学计量金融学硕士，擅长资金面及流动性的预测分析，研究范围覆盖海外经济数据分析、银行及交通运输等行业的信用研究等。

市场回顾

国内利率债市场方面，5月下旬一线城市地产政策陆续落地，叠加资金面宽松，债市走出利空出尽行情，但随着月底央行及官媒再度对长端利率发声，长债收益率出现回调，涨幅收窄。具体来看，5月20日至6月5日收盘：

(1) 国债方面，1Y 国债收益率上行 2BP 至 1.63%；3Y 国债下行 3BP 至 1.90%；5Y 国债收益率下行 4BP，收于 2.06%；7Y 国债收益率下行 6BP，收于 2.21%；10Y 国债收益率下行 3BP，收于 2.28%。

(2) 政金债方面，1Y 政金债收益率下行 2-4BP 不等；3Y 政金债收益率下行 5BP；5Y 政金债收益率下行 6-8BP；7Y 口行债和农发债收益率下行 5-6BP，7Y 国开债收益率下行 7BP；10Y 口行和农发债收益率下行 3BP，10Y 国开债收益率下行 2BP，收于 2.37%。

信用债市场方面，一级方面，信用债新发回归正常，5月20日以来单周发行规

模在 2400 亿元左右，处于全年中性水平；结构上看城投债（wind 口径）仅有规模 650 亿元，城投发行监管依然比较严格。取消发行方面，5 月 20 日以来取消发行很少，仅取消发行 5 只信用债。二级方面，5 月 20 日以来信用债表现较强，收益率和信用利差均以下行为主，结构上中长期限表现较好，以城投为例，1 年期、3 年期、5 年期收益率分别下行 5bp、12bp、11bp 左右。

权益和转债市场方面，5 月 20 日至 6 月 5 日，随着地产政策发布高峰结束，北向资金流入放缓，权益市场开始走弱，其中万得全 A 下跌 3.9%，创业板指下跌 1.7%，上证指数下跌 2.81%，转债表现好于正股，转债估值扩张，中证转债指数下跌 1.12%。行业来看，表现较好的板块主要来自煤炭、公用事业、电子和军工，整体在 -2%-2% 震荡，表现较弱的板块主要为建材、传媒、轻工和地产，整体下跌 8%-10%。

海外市场方面，美国经济数据出现走弱迹象，市场对美联储年内降息预期提升，美股表现相对较好；欧央行 6 月降息基本确定，但市场预期充分，债券波动较小，主要股指以下跌为主。具体来看，5 月 20 日至 6 月 5 日收盘，法国 CAC40 下跌 2.31%，德国 DAX 指数下跌 1.03%，英国富时 100 下跌 2.1%，标普 500 上涨 0.86%；亚洲股市方面，恒生指数下跌 6.17%，韩国综合指数下跌 1.92%，日经 225 下跌 1.48%。债券市场方面，德国 10Y 国债收益率上行 2BP 至 2.56%；法国的 10Y 国债收益率下行 2BP，收于 3%；美国 10Y 国债收益率下行 15BP，收于 4.29%；英国 10Y 国债收益率上行 6BP 至 4.24%。

市场展望

从一线城市地产政策放松细则来看，政策方向是放松限购，实际效果有待观察。此外，5 月制造业 PMI 有所回落，内需偏弱是关键症结。目前经济仍指向温和修复，债市对数据和政策反应较平淡，市场焦点还是在央行提到的购债操作。从以往的历史经验来看，央行有能力也有购债的合理性，但目前并不是公开市场购债的最佳时机，央行的喊话或许更多是为了低成本管控市场预期。对债市而言，短期或仍在区间震荡的行情中。

信用债方面，城投债方面，主要把握 2025 年内到期的弱城投，以及充分挖掘 2025 年后到期中西部城投的投资机会。

(1) 2025 年内到期标的，收益区间很窄（基本全部在 2.05%-2.28%），考虑到当前经济环境中，城投债务妥善化解的必要性强，可以对有收益和有可获得性的标的深度挖掘。

(2) 2025 年后到期标的，挖掘思路主要有：一是自身基本面稳定、且债务压力可控的省份弱地级市，比如湖南、江西；二是受益于化债政策，债务压力减轻的重点化债省份，比如长春、天津、重庆。

产业债方面，可以关注股东背景强、经营较为稳定的国企地产，并对优质央国企地产拉长周期。

权益方面，随着地产政策发布高峰结束，北向资金流入放缓，权益市场回调，热点切换可能更快、考验交易，但风险有所释放或迎来更好的蓄力期，指数回落到接近 3000 点位置下跌空间不大，策略上建议中性偏积极，结构上股票向顺周期板块侧重如建材、化工、机械等行业，同时近期海外 AI 应用落地加速，国外芯片龙头企业业绩超预期，预计对国内 TMT 板块也有所带动，可通过低绝对价格的转债埋伏高弹性的电子、通信、计算机和传媒等行业。转债供给未来一年可能均较低，结合预案、到期节奏，市场规模大概率长期减量，供求关系驱动转债估值仍有扩张空间，转债配置优于股票。

热点关注：从后续美债供给久期及供需两端展望美债利率走势

5 月美国财政部再融资会议表示 5-7 月的发债规模不变，推迟上调中长期国债的发行计划。其实自去年 11 月开始，美国财政部就表示要延缓中长期国债的发行时间，预计今年正式开始实施，但我们也知道美国财政赤字恶化是刚性的，延缓中长期国债发行只是暂时的，因此此前预测的是明年 2025 年中长期国债的供给上量可能性较大。此外，短端品种在发行中的占比会长期维持在 TBAC 建立的合理区，即 15%-20%。但 5 月 TBAC 对短债的区间正在重新考量，有可能会将短债的建议区间提升到 20%以上。因为短端供给的占比，是除了财政赤字以外，对附息国债拍卖的第二重要影响因素。如果后续不增加附息国债的拍卖规模，未来几年短债占比将持续在 22%上下，短债占比高存在滚续压力大的风险，而且会持续延后附息国债的发行。

TBAC 为何会作出这个改变？从需求端来看，对冲基金增持动力下降，但他们是长端品种的主要买盘，而短端的主买盘是非银比如共同基金、货基，之前由于持续缩表以及去年下半年短端发行较集中，ON RPP-非银的准备金蓄水池存量仅 5000 亿元，但从二季度的短债净融资为负数来看，ON RPP 的规模将会很快回升；此外，货基的规模增速很快，现在已突破 6 万亿美元，今年 10 月货基即将面临新一轮改革，部分机构的优先性货基（商票、银行定存）转为政府性货基（政府发行的金融工具和短债），需求新增一万亿元，还有一种货基类型是免税型，主投美国各地方政府发的短期券。

另一个短端主力需求来自美联储，在暂缓缩表后会继续购买短期国债，即使 QT 结束，准备金依然要维持上行，美联储后续也会持续购买短期国债，MBS 到期后，美联储也计划将这部分全部转换为短期国债。

最后一个因素是海外投资者，他们也倾向于买短期美债品种。增持的动力之一是美元套息交易仍有利可图，可以被认证的是 2 年期美债拍卖，海外投资者的拍卖参与占比达 66%，较去年年底的 57.4% 明显提升。

短端持续稳定的需求，大幅减缓了财政部发行短债的滚续压力风险，但也因此将附息国债发行的时机不断延后。不过，这部分仍有一些不确定性。从当前的位置来看，短端供给的持续上量，并不会导致短端利率显著上行。所以不论是从债券供给或是经济基本面的情况来看，美债利率的上行空间都比较有限。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应详细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽职的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。行业、指数过往业绩不代表基金业绩表现，也不作为基金未来表现的承诺。