



宏观研究报告

2025年4月29日

詹春立

+852 2509 7745

james.zhan@gtjas.com.hk

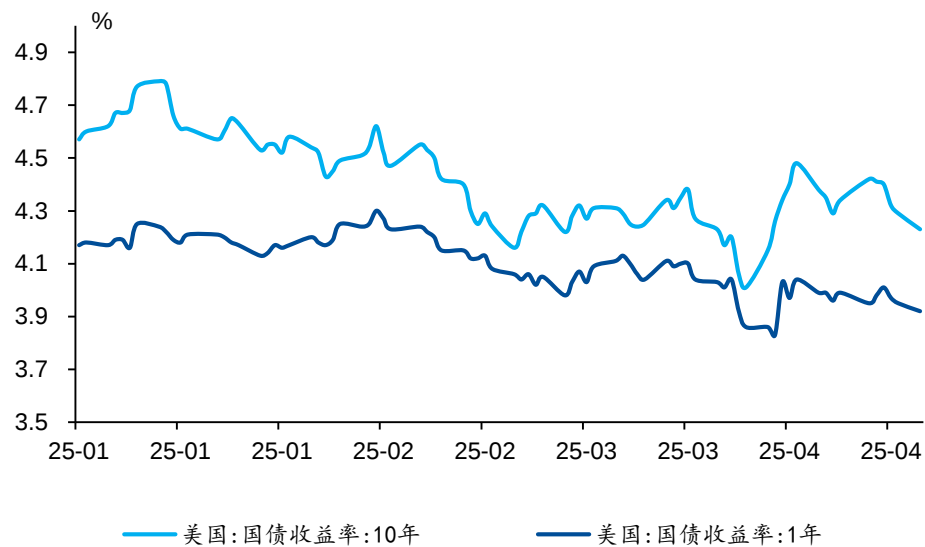
张潇子骄

+852 2509 5317

hunter.zhang@gtjas.com.hk

FICC 策略：美债在抛售潮后企稳了吗？

近期美国国债收益率似有企稳迹象

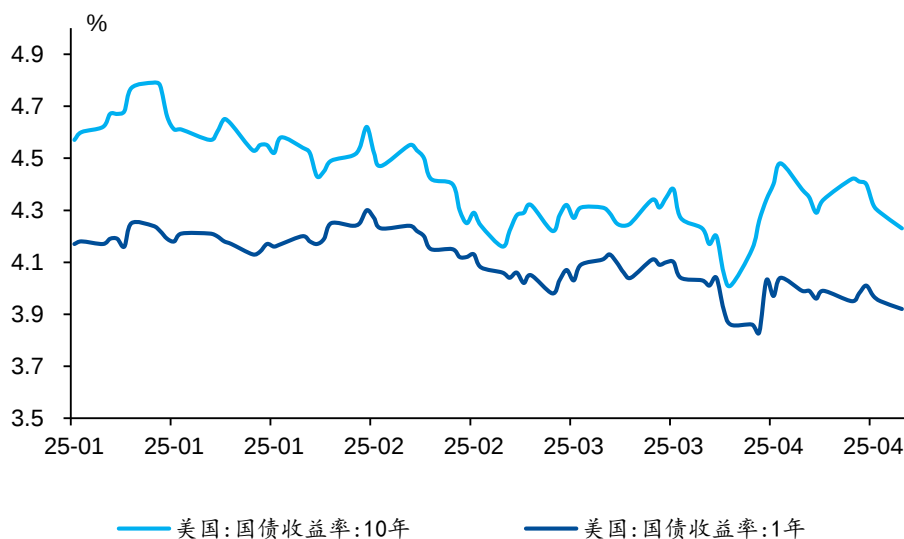


资料来源：iFind，国泰君安国际。

- 美债在经历了抛售潮后，近期似乎有企稳的迹象。4 月份美债的波动，关税所引发的市场情绪是最大主线。相较于 4 月初连续的关税对抗，近期消息多为边际向好。关税态度的缓和以及美联储 6 月份降息的“非官方消息”，使得市场的风险情绪得到修复。
- 但我们也认为美债并非完全的企稳，收益率仍有上行风险。一方面，近期美债的到期偿付压力，可能会使得收益率有反弹风险。截至 4 月 28 日，2025 年 5 月和 6 月到期的美国国债金额分别是 2.50 万亿美元和 1.59 万亿美元。但事实上，这是统计上的一个错觉，因为近年来，美国发行了大量短期债券，这些短期债券每周都会到期滚续，因此近一、两个月到期的金额会显著高于远期到期的金额。但不可否认，到期金额确实也属于高位。考虑到美国国债到期高峰和通胀压力，即使美国政府借新还旧，也难以通过低利率发行新债来降低利息负担。
- 另一反面，美国经济下行风险犹存，也可能加剧美债波动。美国 4 月份的 Markit PMI 数据，虽然总体仍在荣枯线以上，但综合 PMI 录得 16 个月以来新低。同时，劳动力市场方面，截止 4 月 19 日当周首次申请失业金人数为 22.2 万人，略高于前值 21.5 万人。除了实际的经济指标以外，我们也看到贸易风险的不确定性，进一步削弱了美国的消费信心。最新的密歇根大学消费者信心指数连续四个月出现下降，4 月份的消费者信心指数为 52.2。经济面的下行风险，仍是悬在美债头顶的达摩克里斯之剑。此外，美元信用仍在持续受到质疑，美债空头持仓仍在高位，同样对美债收益率形成上行压力。
- 展望后市，美债真正企稳需要两个关键因素的支撑：一是美国债务问题得到有效缓解，进而重塑市场对美元信心的信心；二是经济基本面预期出现实质性改善。在这两大问题未能解决之前，我们认为美债收益率会维持高位震荡格局。

美债在经历了抛售潮后，近期似乎有企稳的迹象。美债收益率在 4 月中的时候急速飙升，美债遭受了显著抛售。以 10 年期美债为例，4 月 7 日至 4 月 11 日，10 年期美债收益率从 3.86% 飙升至 4.58%。彼时，我们曾在报道中提到，美债市场剧烈波动是由于特朗普升级关税政策，引发了通胀担忧、美元信用弱化等多重利空因素。同时，叠加上基差交易的平仓，对美债收益率飙升起到推波助澜的作用。近期，无论长端或是短端美债，收益率均明显回调，市场逻辑转向风险偏好修复。截至 4 月 25 日，10 年期美债收益率收 4.26%，一周内下降 7.32 个基点。其他不同年期的美债收益率也均有不同程度回落。我们认为，当前美债市场的修复主要有三方面因素的影响。一是特朗普释放对于中美关税缓和的信号；二是特朗普表态不干预美联储的人事选择；三是市场逐步定价 6 月份降息 25 个基点，为美债收益率下行提供了额外的支持。简单总结一下 4 月份美债的波动，关税所引发的市场情绪是最大主线。相较于 4 月初连续的关税对抗，近期消息多为边际向好。关税态度的缓和以及美联储 6 月份降息的“非官方消息”，使得市场的风险情绪得到修复。但同时，我们也认为美债并非完全的企稳，收益率仍有上行风险。

图-1：经历4月初的抛售后，美债收益率近期似有企稳迹象

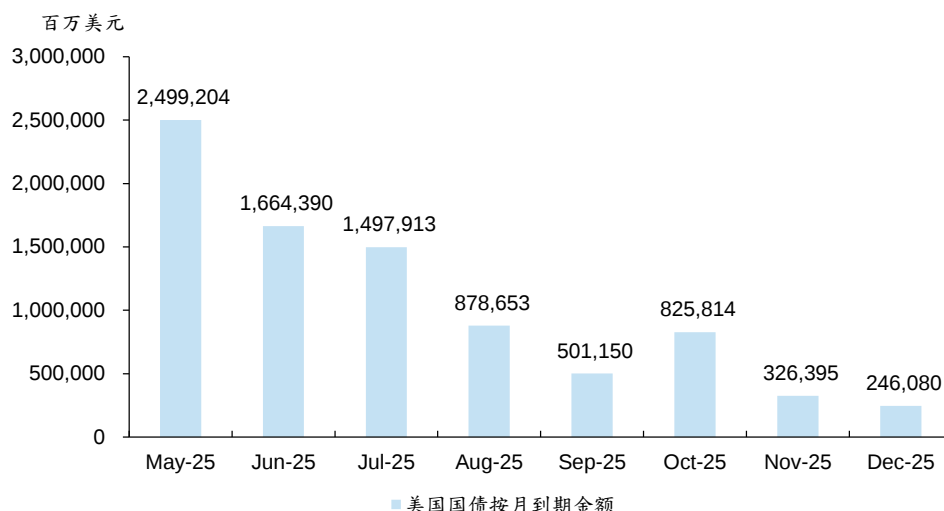


资料来源：iFind，国泰君安国际。

近期美债的到期偿付压力，可能会使得收益率有反弹风险。美国国债集中到期，是当下市场关注的话题。首先，我们认为市场热议的美债到期压力有夸大成分。截至 4 月 28 日，2025 年 5 月和 6 月到期的美国国债金额分别是 2.50 万亿美元和 1.59 万亿美元。但事实上，这是统计上的一个错觉，因为近年来，美国发行了大量短期债券，这些短期债券每周都会到期滚续，因此近一、两个月到期的金额会显著高于远期到期的金额。如果统一口径来看，比如，都以年初时点（即 1 月 1 日）来看全年到期的美债金额，2025 年并未显著增长太多。2025 年全年美国国债到期金额约为 9.7 万亿美元，而 2024 年为约 9.5 万亿美元。虽然美债到期压力没有想象中的陡升，但是到期金额确实也属于历史高位。我们知道，美国国债的到期往往通过借新还旧就可以解决问题。但当前两个因素挤压在

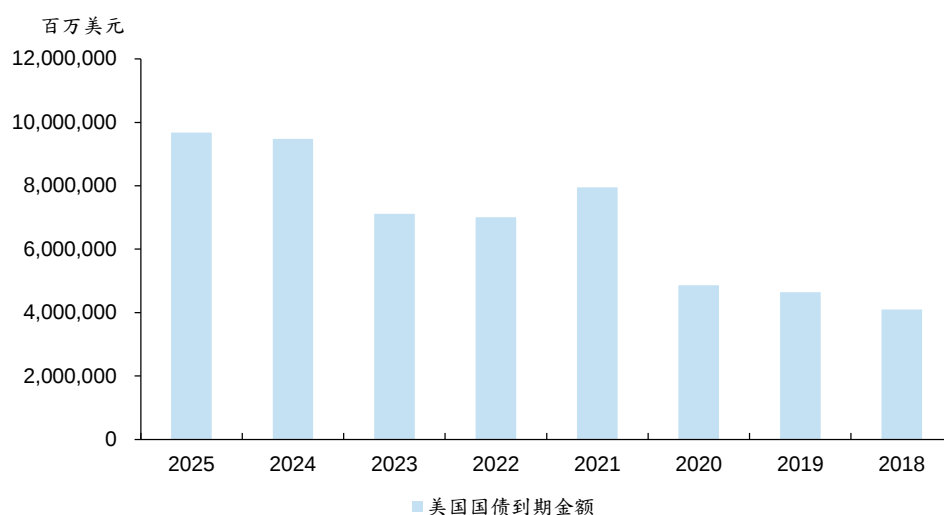
了一起，一是美国政府大量短期国债到期；二是美国滞胀风险再度升温，密歇根大学最新一年通胀预期来到 6.5%。因此，在美国国债到期高峰和通胀压力的双重影响下，即使美国政府借新还旧，也难以通过低利率发行新债来降低利息负担。

图-2：由于美债滚动发行，近一、两个月到期金额会远高于远期到期金额



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。
注：以4月28日为基础的美债国债到期金额。

图-3：以年初（1月1日）为基准，2025年美国国债到期金额与2024年大致相当

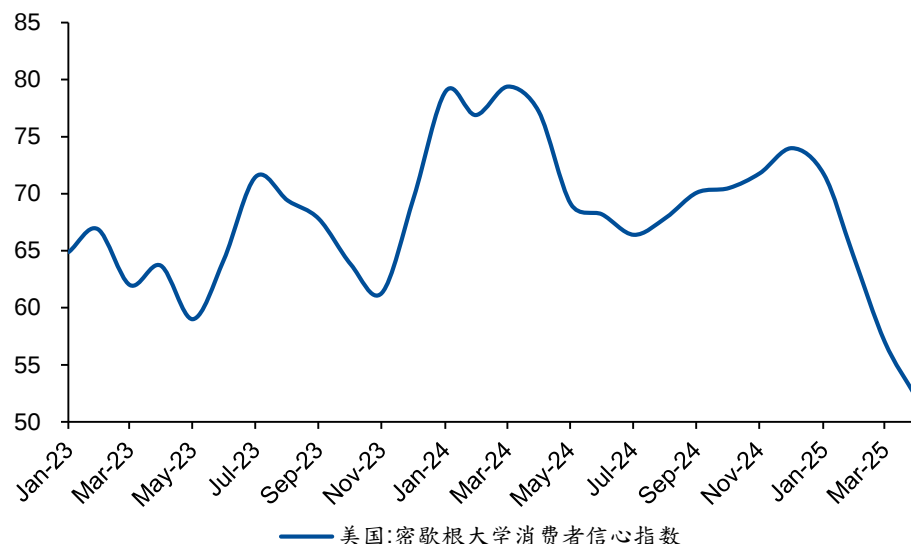


资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

美国经济下行风险犹存，也可能加剧美债波动。美国近期的经济数据喜忧参半，上周标普全球公布的4月份Markit制造业PMI为50.7，略高于前值50.2；服务业PMI为51.4，前值为54.4；综合PMI为51.2，前值为53.5。虽然总体仍在荣枯线以上，但综合PMI录得16个月以来新低。同时，劳动力市场方面，截止4月19日当周首次申请失业金人数为22.2万人，略高于前值21.5万人。除了实际的经济指标以外，我们也看到贸易风险的不确定性，进一步削弱了美国的消费信心。最新的密歇根大学

消费者信心指数连续四个月出现下降，4 月份的消费者信心指数为 52.2。同样，密歇根大学的消费者预期指数，也出现大幅下降，4 月份预期指数为 47.3，而今年 1 月初该值为 73.3。经济面的下行风险，仍是悬在美债头顶的达摩克里斯之剑。

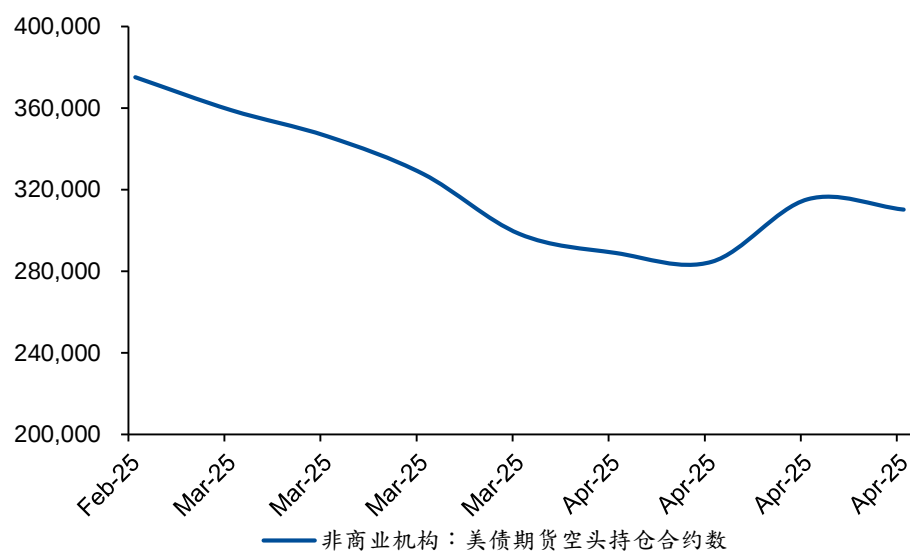
图-4：密歇根大学消费者信心指数跌至近三年来低位



资料来源：iFind，国泰君安国际。

美元信用仍在持续受到质疑，美债空头持仓仍在高位。投资者对于美元资产的不信任远未结束，全球去美元化的叙事逻辑仍在不断演进。中国和日本作为与美国产生贸易摩擦的对手，同时也是最大的美债减持海外经济体。目前，海外投资者占有美国国债比例在 23% 左右。如果美国国债更多的是出现在一级交易商手中，意味着其资产负债表承受更多的国债库存，会限制其做市能力。一级交易商面临抛售压力，可能使得现券价格下跌，从而有可能引发类似 4 月份基差交易平仓带崩美债的情况。当前，美债空头持仓仍在高位，背后的核心逻辑是美债作为传统避险资产正遭到市场的逐步抛弃。经历前期抛售后，美债市场虽现企稳迹象，但我们认为收益率上行风险犹存。**展望后市，美债真正企稳需要两个关键因素的支撑：一是美国债务问题得到有效缓解，进而重塑市场对美元信心的信心；二是经济基本面预期出现实质性改善。在这两大问题未能解决之前，美债收益率将维持高位震荡格局。**

图-5：截至4月22日，美债期货空头持仓有上升趋势



资料来源：美国商品期货交易委员会，国泰君安国际。

2025年4月29日

宏观研究报告

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司("国泰君安")对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话: (852) 2509-9118 传真: (852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com