

交銀金融

2025年6月號 第204期

環球金融市場部研究組

聚焦美國《大而美法案》及其財政影響： 今年美債供給壓力可控，明年美國債務或迎來快速擴張

摘要

- 特朗普競選以來承諾的「大幅減稅及取消新能源補貼」等政策思路被綜合在《大而美法案》(One Big Beautiful Bill)中，預計將在未來10年為美國帶來額外2.3萬億美元赤字。
- 特朗普的財稅政策（包括提高關稅及大幅減稅）會令美國財政走向寬鬆；但由於法案實際生效將在明年，今年美債供應壓力相對可控。
- 預計新的債務上限將在今年8月前落地，屆時財政部重建現金儲備的舉動將令市場面臨美債發行的階段性洪峰，各期限美債息或見上行壓力。
- 全球「去美元化」進程持續，境內外投資者對中長期限美債需求持續轉弱，但短期限美債息由於美聯儲降息前景而需求回暖。
- 預計在美國政府債務逐步膨脹及關稅衝擊引發美聯儲降息的大背景下，美債期限溢價或上升至歷史平均水平。

一、共和黨《大而美法案》的內涵及財政影響預測

(一) 共和黨《大而美法案》的主要主張及財政影響

- 特朗普自競選以來就宣稱要「為工人大幅減稅、不徵收小費稅」及「取消電動車補貼」，提高財政開支運用效率，以上政策思路被綜合為《One Big Beautiful Bill》（以下稱為《大而美法案》或該法案）。5月22日，經過多番博弈後，眾議院以215:214的微弱多數通過該法案。
- 該法案的具體內容包括，永久性延長《2017年減稅及就業法案》中將於2025年底到期的稅收減免條款、提升州及地方稅收抵扣限額、擴大對農民及中小企業的生產性津貼、終止民主黨任內對清潔能源的補貼，以及取消對或限制移民福利、提高財政資金運用效率等內容。此外，還包括提高現行聯邦政府債務上限4萬億美元，至40萬億美元左右。

- ✚ 根據美國國會預算辦公室的測算，該法案預計在 2025–2034 年的十年內為美國財政增加約 2.3 萬億美元的赤字。具體來看，單稅收委員會的收入總額（狹義的特朗普《大而美法案》，主要聚焦減稅）就將累計增赤 3.8 萬億美元，此外國防、國土安全、司法是主要增赤部門，而農業、教育、能源主要是減赤部門，反映出本屆共和黨政府重視減稅、加強邊境安全及反對移民、反對民主黨「多元化」教育及新能源補貼等的政策傾向。
- ✚ 從法案影響的時間及程度來看，預計該法案對美國聯邦財政的負擔「先重後輕」，特別是在 2025 年至 2028 年增加的財政赤字約佔 10 年額外赤字總額的六成以上，即該法案主要是在特朗普本輪任期內進行財政寬鬆，或有助於部分對沖關稅對居民及企業造成的負面影響，一定程度上提升居民及企業可支配收入。但相對的該法案給近年財政開支造成的壓力也較大，或加劇短期美債供給壓力的問題。

圖 1-1：《大而美法案》預計在未來 10 年帶來 2.3 萬億額外赤字，其中籌款委員會（稅收）是主要增赤部門

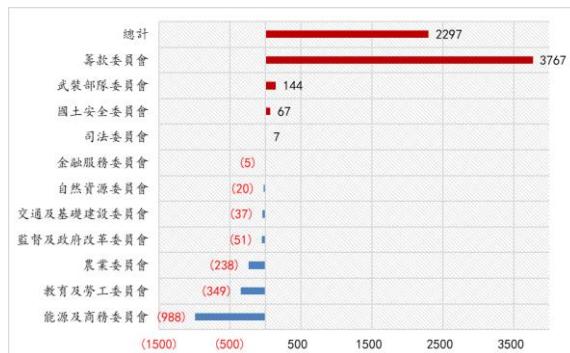
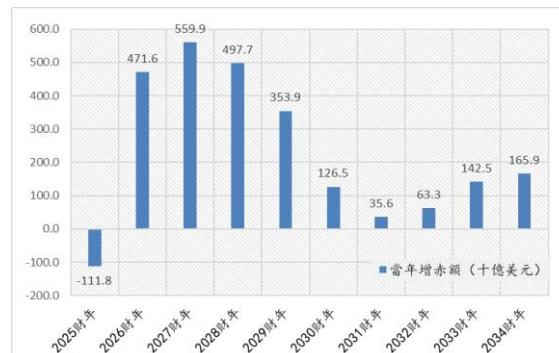


圖 1-2：《大而美法案》在各個財年的財政負擔並不均衡，特朗普本輪任期增赤額佔 10 年總額的 60%以上



數據來源：美國國會預算辦公室

（二）《大而美法案》的審議流程及預計落地時間

目前共和黨《大而美法案》已經於 5 月 22 日通過眾議院批准，目前進入參議院的修改審批流程。值得注意的是，共和黨在參議院的席位僅有 53 個，對民主黨的 45 個議席僅有微弱優勢，若三位以上共和黨參議員反對該提案，則該法案就難以按照協調程序以簡單多數票通過參議院審批流程；但從以下因素來看，我們認為該法案通過的概率較大。

- ✚ 一是該法案基本遵循了 4 月由眾議院提出、參議院審批通過的 2025 財年預算決議的精神，在增赤總額及提升債務上限方面均符合決議的要求。按照 4 月 10 日由美國兩院批准通過的《2025 財年及 2026–2034 財年預算決議》，在預算框架內美國政府在未來十年內增赤的幅度應當不超過 5.8 萬億美元，當中籌款委員會（涉及減稅及醫保方面）增赤幅度不超過 4.5 萬億；並提升政府債務上限 4 萬億美元。目前遞

交參議院審批的《大而美法案》預計將增赤 2.3 萬億，當中籌款委員會增赤 3.8 萬億，都符合預算約束。

- ⊕ 二是無論從共和黨鷹派還是鴿派而言，眾議院版本的《大而美法案》都有按需求進行修訂的空間。《大而美法案》對具體細項的收支及赤字限定並不完全符合《2025財年預算決議》的要求。從參議院修訂的角度來說，既可以在減稅幅度及在部分領域（如在國土安全及司法方面）進行增支進行擴大，也可以適當放緩某些部門減支的力度（如對能源與商務、自然資源、交通及基建、農業等方面），以避免在削減醫療及食品保障、取消清潔能源優惠、收緊學生貸款等方面損害居民及企業福利。
- ⊕ 共和黨目前擬定的時間軸是在 7 月通過參議院審批，並最遲在 8 月中旬至 9 月底美國財政部「X 日」到來之前通過總統簽署後落地生效。美國財政部自 2025 年 1 月下旬開始進入債務上限約束期，無法通過額外舉債滿足日常開支，加之美聯儲按兵不動的預期較強，及今年有大量美債到期需要再融資，在新的債務上限獲得國會通過前，財政部還本付息的壓力顯然偏大。

圖 1-3：《大而美法案》在整體增赤及債務上限方面都符合 2025 財年預算決議的要求

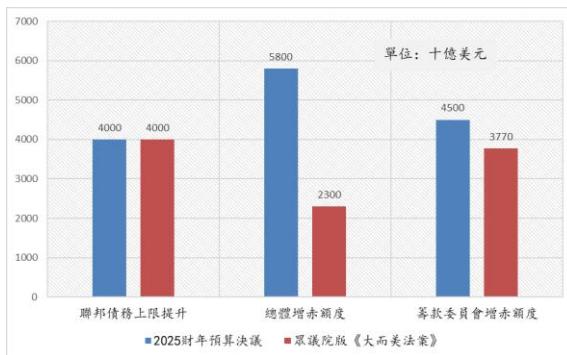


圖 1-4：但法案在分項上的開支情況上不完全符合 2025 財年預算決議的詳細規定



數據來源：美國國會預算辦公室，美國國會

二、2025年美國財政收支情況及後續財年收支預判

(一) 2025財年前7個月美國財政收支情況

- ⊕ 根據美國財政部及國會預算辦公室的數據顯示，2025財年前7個月（2024年10月至2025年4月），美國聯邦財政赤字為1.05萬億美元，同比增長23%。
- ⊕ 財政收入方面，稅收收入受到基數效應影響增速放緩。2025財年前7個月美國聯邦收入為3.11萬億美元，同比增長4.93%，當中佔比近三成的公司所得稅收入同比減少9.23%，主要是受到去年基數較高的影響（美國財政部由於自然災害影響將部分

公司於 2023 財年的繳稅截止日期推遲至 2024 年 1 季度）；個人所得稅收入同比增長 7%，漲幅不及去年同期的 11%，反映出去年 10 月以來美國勞動者名義收入增速有所減慢。

財政支出方面，法定開支因受益人數增長及生活成本補貼原因還在擴張。2025 財年前 7 個月美國聯邦支出 4.16 萬億美元，同比增長 8.90%。當中佔比接近 45% 的聯邦法定開支（社保、醫保）按年擴張 8%，仍然受到受益人數增長及生活成本上漲的影響；聯邦利息支出同比增長了 13%，債務餘額的擴張及利率的高企讓還本付息壓力仍然較大。國防方面與上年差異不大，但特朗普就任以來美國國防開支增速有所下降，部分源於美國減少了對烏克蘭的軍事援助。值得注意的是，本財年美國在環境及資源方面的支出成長較快，主要是由於 2022 年民主黨支持清潔能源的協調法案仍在生效。

若僅考慮特朗普本輪任期的前三個月，則關稅收入增長幅度較大：

- 支出同比增長 1.23%，較上年同期增幅持平，明顯回落的支出項目包括教育培訓、聯邦醫療保險及能源，體現出特朗普政府推翻 DEI 多元化教育思路、嚴格社會福利待遇受益者資質審查及反對民主黨清潔能源補貼的政策傾向，明顯增長的支出項目包括農業、商業及住宅信用、社區及地方發展，主要是關稅戰後的農業補貼、反移民政策下的社會治安及邊境維護等方面的支出在增長。
- 收入同比增長 9.8%，較上年同期增幅放緩，主要是所得稅收入由於去年基數效應而增幅回落；而由於就業市場冷卻，新增就業人數也在放緩，失業保險及退休保險等收入增速回落。值得注意的是，特朗普執政 3 個月以來美國關稅收入累計按年上升 34.4%，在聯邦收入中的佔比從 2024 年同期的 1.4% 上升 0.7 個百分點至 2.1%，是所有收入分項中增長最快的。

圖 2-1：2025 財年前 7 個月美國財政收入結構

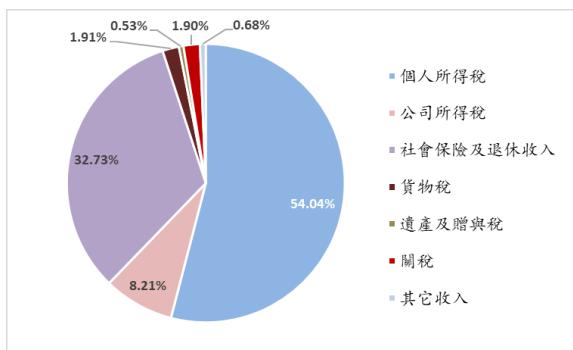
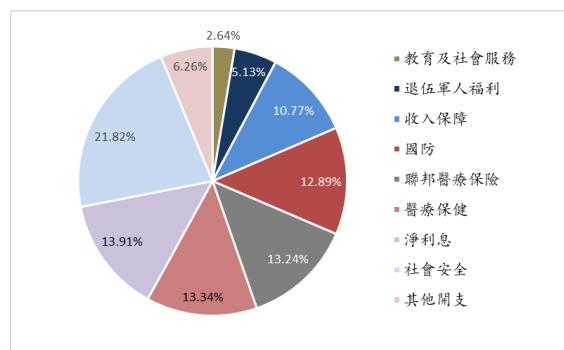


圖 2-2：2025 財年前 7 個月美國財政開支結構

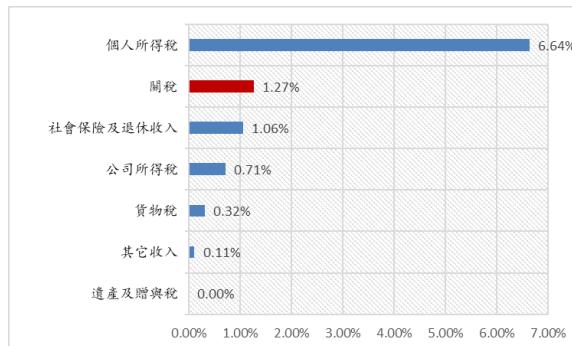


數據來源：美國財政部，美國國會預算辦公室，彭博

圖 2-3：特朗普就任以來主要削減了醫保、教育及退伍軍人福利方面的支出（圖為分項變化對總額貢獻）



圖 2-4：特朗普就任以來關稅收入成長較快，但基數仍較小（圖為分項變化對總額貢獻）



數據來源：美國財政部，美國國會預算辦公室，彭博

（二）特朗普財稅政策對美國財政的潛在影響

1、特朗普的高額關稅政策

- ✚ 美國平均進口商品關稅稅率自本世紀以來有兩個高峰期，均發生在特朗普執政時期：
 - (1) 2018 年 5 月開始，特朗普發動對華關稅戰，美國平均進口商品適用稅率從 1.5% 左右躍升至 3.8%，後在中美達成階段性協議、新冠疫情席捲全球後緩慢回落至 2024 年的 1.93% 附近；(2) 特朗普本年 1 月 20 日正式就任後，在 2 月初即開始大幅提升美國貿易壁壘，美國平均進口關稅稅率在今年 4 月份「對等關稅」落地及中美互相加徵關稅至 100% 以上後躍升至 5.63%（按當月關稅收入/商品進口額計算）。
- ✚ 預計美國聯邦政府本財年關稅收入將增長 1300 億美元左右，並在未來 10 年累計帶來額外近 3 萬億美元的關稅收入。從財政收入的角度來看，由於國際供應鏈轉移的用時較長，疊加短期內全品類進口產品缺乏替代，美國企業搶在關稅落地前大量進口囤貨，令 2-4 月美國聯邦關稅收入同比增長逾三成。根據測算，若美國平均關稅稅率提升 15%，則聯邦政府本財年關稅收入將至少達到 2,000 億美元（較 2024 財年關稅收入增長近 160%），預計在 2025-2034 年的 10 年內創造約 3 萬億美元的額外關稅收入，對 2025 年美國財政赤字率下降的貢獻約 0.5 個百分點左右。
- ✚ 但是，高額關稅對總需求的打擊並沒有被包括在內：根據美國稅務基金會的預測，特朗普的關稅政策預計將拖累美國 2025 年 GDP 增長約 0.8 個百分點，部分抵消了關稅對美國財政赤字率的積極作用。而彼得森國際經濟研究所的研究報告顯示，若考慮貿易對手的潛在反制，美國平均關稅稅率上升至 15% 在未來 10 年給美國財政帶來的累計額外收入將僅為 1.5 萬億美元左右（3 萬億關稅收入增長被 9,100 億個人所得稅、5,300 億企業所得稅收入減少部分抵消）。

圖 2-5：美國月度平均關稅稅率在本世紀有兩個高峰期，均發生在特朗普執政時期

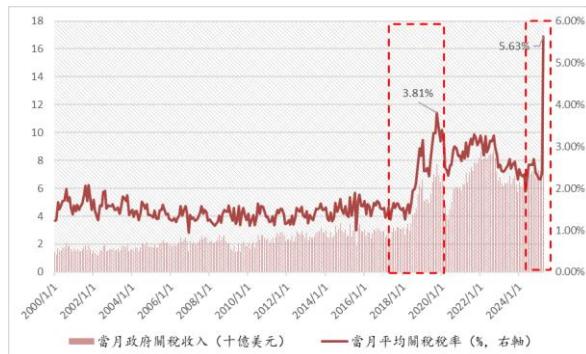
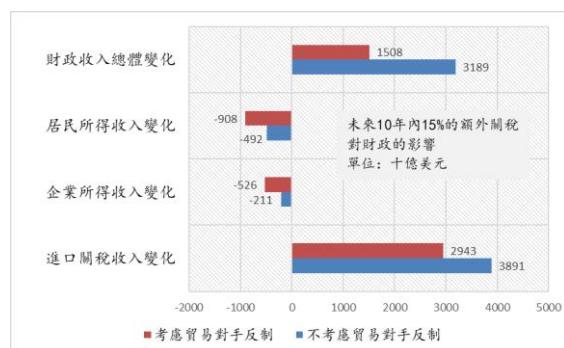


圖 2-6：預計特朗普的關稅政策將在未來 10 年帶來約 1.5 萬億美元的額外財政收入



數據來源：彼得森國際經濟研究所（PIIE），Bloomberg

2、共和黨《大而美法案》

由於《大而美法案》並未包括關稅在內的財政影響，因此如考慮在美國國會預算辦公室預測的基礎上合併計算特朗普財稅改革（包括減稅、轉變聯邦支出重心及推行高額關稅）的財政影響，我們有以下幾個觀點：

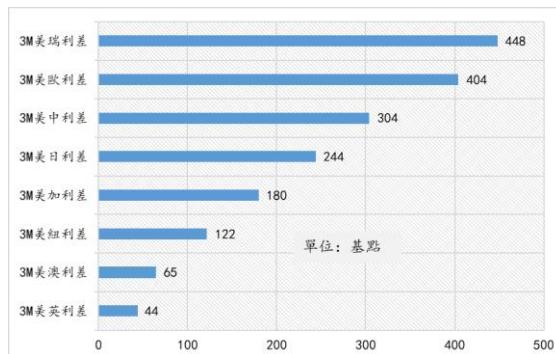
- 一是特朗普任期內關稅收入增長無法覆蓋《大而美法案》造成的額外財政赤字，但今年財政總體將趨於緊縮，短期內美債供應壓力相對可控。
- 共和黨目前推出的大規模財稅法案在各年財政負擔方面並不均衡，特朗普本次任期（2025 年至 2028 年）增加的赤字總額約佔未來 10 年累計規模的 62%，即每年平均將給聯邦財政增赤 3,600 億美元左右。而今年以來美國政府關稅收入的上漲實際上具有較強的暫時性。即便按照較為積極的預期計算，年均 1,500 億美元的額外關稅收入也難以覆蓋《大而美法案》給聯邦財政增加的赤字規模，預計美國整體政府債務規模還將擴張，聯邦政府後續發債的壓力（特別是從 2026 年起的 3 年間）較大。
- 由於《大而美法案》落地執行基本要到下個財年，預計法案在 2025 財年將減赤約 1,118 億美元，實際上形成了財政的緊縮效果。除此之外，關稅收入的大幅增長本質上是由於供應替代需要時間，且居民消費在短期內韌性較強。隨著總需求走弱及國際供應鏈轉移，美國明年起的額外關稅收入大概率不會達到 1,500 億美元的預期水平。因此在今年美國財政將會總體趨緊，短期內美債供應的壓力有限，但從明年起美國財政正式轉向寬鬆，則美債就有較大概率會膨脹。
- 二是美國經濟降溫程度有限，勞動力指標仍然穩固，美聯儲降息及暫停縮表節奏靠後，債市需求面臨一定壓力。

- 今年以來，無論是美國政府還是美聯儲的政策取態都基本在相對中性偏緊的區域徘徊，並未如市場預期般迅速走向寬鬆化，而特朗普關稅政策當前影響的僅為主體預期與信心，雖然國際金融市場反應較大，但貿易政策對實體經濟的傳導作用還需時間顯現，因此無論是從經濟增長還是政策傾向方面都具有較強的不確定性。
 - 美聯儲貨幣政策面臨維護物價穩定與最大就業的兩難權衡，今年以來降息及暫停縮表的節奏顯著慢於此前預期。目前美國經濟整體呈現出冷卻態勢，但從各項指標來看仍然整固，特別是人口老齡化、疫情後遺症等人口結構性因素導致勞動力市場韌性較強，而消費支出穩固也讓 CPI 降溫的速度慢於預期，再疊加關稅造成的通脹預期抬升，美聯儲降息的理據不足，目前市場基本預測美聯儲在 10 月前降息概率較低，而美國當前與主要經濟體之間的利差已經達到了百個基點以上，比起歐元區、日本等經濟體，當前美國的金融市場緊張程度較高，美債市場仍然面臨來自需求側的壓力。
- 三是聯邦債務上限在 8 月底前將提高至少 4 萬億美元，預計供需失衡下三季度美債期限溢價有概率衝高。
- 在今年 1 月債務上限寬免期告終之後，美國財政部無法通過額外舉債滿足日常開支，疊加今年 4 月繳稅期聯邦公司及個人所得稅收入增速下滑，財政部存款餘額目前已回落至 4,000 億美元下方，距離完全耗盡非常規手段可動用資金的時間基本不超過 3 個月，美國國會預算辦公室預計所謂的「X 日」，即美國財政部耗淨所有可用資金的時間大約在今年 8、9 月份左右。
 - 美國政府關門可能性較低，但美債供需失衡問題可能惡化。由於共和黨提升債務上限的《大而美法案》審批流程已經過半，我們預計在「X 日」到來之前美國財政部就將獲得至少 4 萬億美元的額外發債空間（共和黨希望在 7 月 4 日美國獨立日前經參議院審批通過，並提交總統簽署落地），因此美國政府關門的可能性較低。但債務上限再度提升對市場來說未必是個好消息——直至美聯儲在 9 月正式降息及暫停縮表之前，我們預計長期限美債市場供需失衡的結構性問題都將較為突出，美債期限溢價有概率進一步衝高。

圖 2-7：預計今年美國財政赤字將略高於去年水平，其後將持續擴張，但赤字率將低於 7%



圖 2-6：美國與歐洲、日本等主要經濟體之間的利差已達上百個基點，金融環境的緊張程度相對較高



數據來源：美國國會預算辦公室、美國財政部，Bloomberg

圖 2-9：由於債務上限約束，美國財政部存款持續消耗，預計將在 8、9 月份耗淨可用資金

圖 2-10：預計《大而美法案》在 8 月之前能得到通過，在此之後美債供需失衡問題或將惡化



數據來源：美國國會預算辦公室、美國財政部，Bloomberg

三、美債供需及美債利率走勢的後市預判

(一) 美債的供應情況

- 从財政部近期借款計劃的表述來看，隨著《大而美法案》中涉及的提升 4 萬億美元債務上限獲得通過，美債發行或迎來階段性洪峰。美國財政部 4 月 28 日公布的對 2025 年 2 季度及 3 季度的預測可供交易借款額分別為 5,140 億及 5,540 億美元，預測融資需求分別為 -170 億及 4,800 億美元，令財政部季末現金餘額均達到常規的 8,500 億美元水平。
- 由於《大而美法案》審批流程相對滯後，2 季度美國財政部的實際借款情況當不及預期，直至目前財政部現金餘額也僅為 3,800 億美元左右。而由於債務上限的限制，從今年 1 季度開始就有接近 4,500 億美元的借款需求被延後至後續季

度，今年1、2季度財政部債券發行量的下降，在客觀上也為美債價格提供了部分支持。

➤ 隨著《大而美法案》獲得國會通過，我們預計市場在3季度將迎來美債發行的洪峰（為重建一般賬戶餘額，3季度末財政部可交易借款額將達到8,500億美元以上），其後美債供給壓力或見回落。

■ 但在當前共和黨《大而美法案》及關稅政策的綜合影響下，預計今年美債供應壓力總體不大，明年起美債發行規模將快速膨脹。

➤ 我們在CBO於今年1月發佈的長期預算預測的基礎上，計入共和黨減稅法案及關稅政策影響，測算未來10年聯邦赤字及政府債務規模的走勢，預計今年美國財政赤字餘額約為1.84萬億（按年微增0.4%），赤字佔GDP之比為6.2%，較2024財年回落；其後至特朗普任期結束，美國聯邦赤字率都會持續上漲，並在2028年達到6.92%的階段高峰。

➤ 在財政赤字規模基本持平於去年的大背景下，今年新增美債的供應壓力相對可控，但從2026財年開始由於減稅法案的擴張性政策正式落地，後續美債發行額將快速膨脹，預計到特朗普本輪任期結束，公眾持有的美債餘額將達到40萬億美元規模（當前為29萬億左右），美國政府債務率將達到117%的水平。

■ 從今年到期美債結構及再融資利率角度來看，由於美聯儲自去年以來已累計降息100個基點，今年財政部再融資的額外利息支出壓力相對可控。

➤ 截至六月上旬，今年美國財政部還將有約8萬億國債面臨到期再融資，當中面臨較高再融資成本的美債約有9,850億美元，預計將帶來180億美元的額外利息。此外，今年到期的國債中有約79%為期限較短、利率較高的國庫券，由於去年9月起美聯儲已降息了100個基點，這部分的利息預計將減少至少310億美元，基本抵消了借新換舊的額外成本。

➤ 因此，預計今年美國財政部面臨的是季度性的發行洪峰，但美債供應規模總體可控；而由於美聯儲進入降息週期，美國國債再融資成本將延續下行。另一方面，從明年開始隨美國財政走向擴張，則政府債務發行壓力會顯著提升。

圖 3-1：美國財政部有超過 4 千億美元借款需求被不斷延後，《大而美法案》通過後將迎來美債發行洪峰

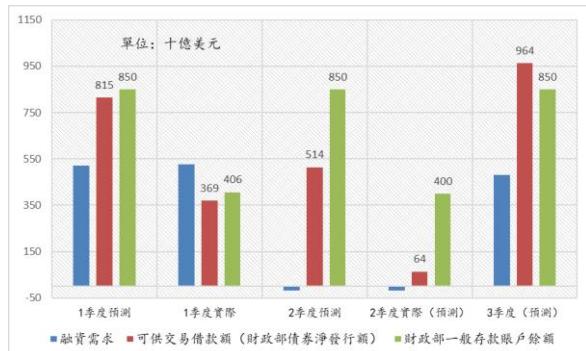
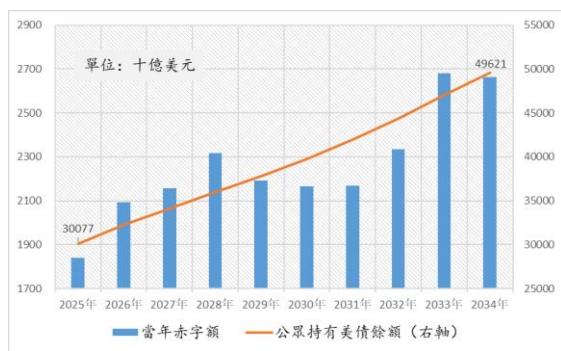


圖 3-2：今年明年起美國政府赤字額將逐步擴張，給後續美債供應帶來壓力



數據來源：美國國會預算辦公室、美國財政部，Bloomberg

圖 3-3：今年到期美債中有近八成美債再融資成本偏低，美國財政部年內借新還舊壓力可控

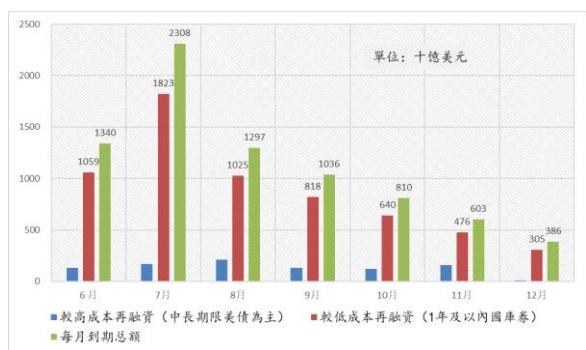
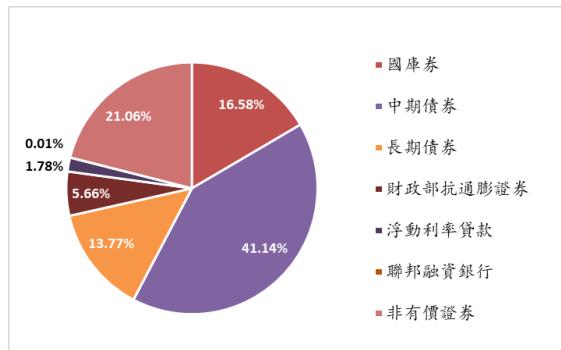


圖 3-4：目前存量美債中短債佔比約為 17%，低於財政部設定的 20% 上限，財政部短債發行仍有騰挪空間



數據來源：美國財政部，Bloomberg

(二) 美債的需求情況

1、美債的主要投資者及需求變化

根據美國財政部公布的數據顯示，截至 2025 年 5 月，美國國債餘額為 36.22 萬億美元，當中公眾持有債券為 29 萬億（佔比約為 80%），政府內持有的為 7.3 萬億（佔比約 20%）。截至去年四季度，美國國債的主要投資者包括美國國內的共同基金 (18.2%)、中央銀行 (15.6%)、個人投資者 (11.2%) 及商業銀行 (8.1%)，而境外投資者持倉佔公共持有美債總額的逾三成 (33.8%)。

外國投資者：

- 外國官方機構的美債持倉成長偏弱，地緣緊張局勢及政策穩定性考慮令全球央行轉向購買黃金，對中長期限美債需求造成衝擊。自美聯儲去年降息以來，外

國投資者的美債持倉實現了兩位數的成長，但主要是私人投資者驅動，外國央行美債持倉增速偏弱。由於外國央行主要投資於中長期美債，因此外國官方機構需求減弱對中長期限美債需求潛在的負面影響較大，且這種趨勢更具有長期化、難以逆轉的特徵。

另一方面，出於配置多元化與避險考慮，全球央行轉向中長期美債的替代品黃金，央行持續的購金行為令黃金成為僅次於美元的全球第二大儲備資產，截止2024年底黃金在全球官方儲備佔比已經達到20%。

- 全球去美元化推進，新興市場減持美國國債，非傳統貨幣在世界外匯儲備中的地位上升。細分來看，北美及歐洲發達市場仍然是美債主要的投資者，但新興市場（如中國、巴西、印度、沙特）等國在美債持倉中的份額和增速都在下滑。

特朗普自上個任期以來主張的較多非常規性財稅政策（如關稅及減稅法案）令市場質疑美國政策信譽及財政可持續性，根據歐洲央行6月的一份報告，美元在世界外匯儲備中的佔比在過去10年中累計下降了11個百分點至去年年底的約58%，全球「去美元化」進程持續推進，除歐元、美元外的其他貨幣在全球央行外匯儲備的份額已經上升至22%。

美聯儲：

- 由於美債市場供需相對穩定，美聯儲近期對債市干預意願不足。根據美聯儲5月貨幣政策會議記錄，FOMC與會者認為美國國債市場總體運行平穩，雖然外國投資者在美元貶值前景下提升了對美元計價資產的避險需求，但沒有證據顯示國際投資者在大規模減持美債。此外，對沖基金的基差交易大體穩定，但其在美債與利率掉期之間的套利交易平倉導致其拋售美債，部分引發了近期國債市場的流動性緊縮。由於美債市場總體持穩，美聯儲公開市場委員會在4、5月份並沒有對市場進行干預。
- 但美聯儲也稱近期美債期限溢價提升，而財政部重建現金儲備的舉動會對短期貨幣市場利率帶來壓力。從美債息方面，美聯儲指出雖然短期內的通脹預期因關稅有所提升，但消費者的中長期通脹預期整體持穩，因此中長期美債息的上升主要是由更高的期限溢價所驅動。此外，由於美國財政部4月稅季獲得了較多的現金收入，財政部一般賬戶(TGA)存款有所回升，但由於債務上限的存在，其總體下行趨勢不會改變，預計財政部重建現金儲備的需求會導致後續對隔夜逆回購餘額及銀行儲備的更多佔用，貨幣市場價格短線或面臨壓力。
- 美聯儲料將在明年初正式停止縮表，預計將對後續美債需求構成一定支持。美聯儲在今年3月的議息會議上宣佈放緩縮表進程，4月起美聯儲對美債的減持額從每月的250億美元降至50億美元，是自從去年6月以來對美債減持節奏的再次放緩（從每月600億至每月250億），預計今年美聯儲對美債的減持

額將大幅下降 80%，部分緩和了近期美債市場的供需壓力。由於美國經濟較為穩固及關稅前景不確定性較高，市場目前預測美聯儲正式停止縮表則會在明年初，預計將也對後續美債需求形成支持。

美国貨幣市場基金

- 美聯儲停止加息以來，貨幣市場基金成為美債的主要需求方，預計其配置在回購類資產上的資金可用於吸納部分額外的美債供應。自 2023 年 7 月美聯儲停止加息並進入降息周期以來，短期限美債（收益來源為價格上漲）相對於隔夜逆回購（收益來源為隔夜利息）的吸引力顯著提升，貨幣市場基金的美債持倉同比暴漲 91%，從 8,500 億美元大增至當前的 2.5 萬億美元，而其回購類資產同比下滑了 9.2%，意味著去年美國貨幣市場基金通過減少配置在逆回購資產上的資金，消化了超過萬億美元的額外美債供應。
- 目前貨幣市場基金回購類產品餘額約為 2.66 萬億，在總資產中的佔比為 38.5%，而在 2020 年低息時期貨幣市場基金的回購類資產佔比一度低至 20%左右。我們預計貨幣市場基金目前還有約萬億美元左右的資金可供消化額外的美債供應，在今年三季度末美聯儲開啟降息操作後，這部分的需求或將一定程度緩衝美國財政部發債洪峰對市場流動性造成的壓力。

圖 3-5：截至 2024 年四季度，外國投資者、美聯儲、共同基金為主要的美國國債投資者

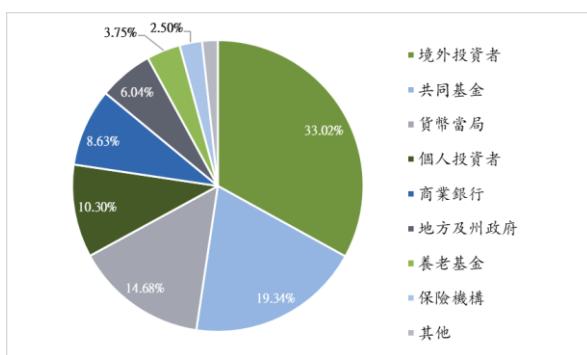


圖 3-6：外國投資者美債持倉主要由私人機構拉動，外國央行美債需求成長較弱



數據來源：美國證券業與金融市場協會（SIFMA）、美國財政部、Bloomberg

圖 3-7：全球「去美元化」進程加速，美元佔全球外匯儲備比重持續下行，其他貨幣佔比持續提升

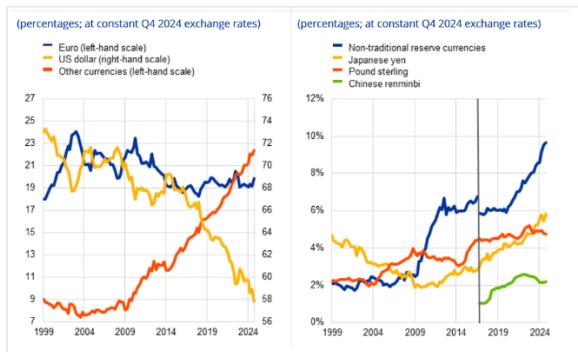


圖 3-8：美聯儲持續減持美債資產，預計要在明年初才會暫停縮表進程



數據來源：歐洲央行、Bloomberg

圖 3-9：自美聯儲前年停止加息以來，降息預期驅動美國貨幣市場基金美債持倉持續增長

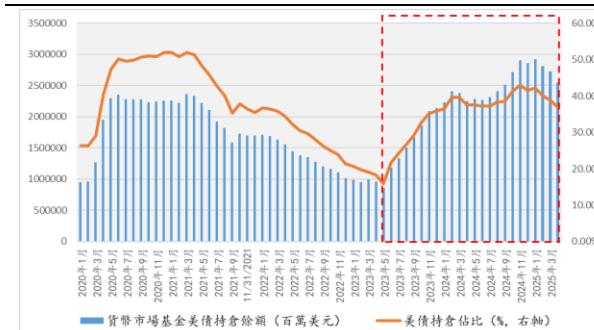
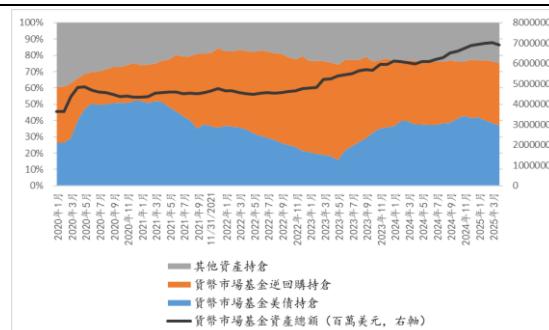


圖 3-10：貨幣市場基金通過配置在回購上的資金投資美債，預計還有萬億美元可供吸納額外美債供給



數據來源：美國投資公司協會（ICI）、Bloomberg

2、近期美國財政部美債標售顯示的需求強情況

- ✚ 美國財政部按周發行 1 年及以內的國庫券 (T-bills)，並按月發行 2 年及以上的中長期限國庫債券 (T-notes 及 T-bonds)，其拍賣結果反映了市場對美債需求的強弱情況。美國國債採用固定規模+競價拍賣的方式進行，根據投標人要求的收益率從低到高排列，中標收益率為本次財政部接受的最高收益率（荷蘭式投標）。從投標人的性質來看，按是否可以直接向美國財政部投標，分為一級交易商（吸納未被市場滿足的剩餘發行規模）、直接投標人（主要是美國本土投資者）及間接投標人（主要是海外機構）。
- ✚ 從近期財政部美債標售的情況來看，美債需求總體仍較穩定，但今年市場對中長期美債的興趣有所降溫。
 - 一是從競標倍數來看，雖然市場比較關注的 10 年期及 30 年期美債競拍倍數在今年以來確實有所下行，但總體仍然居於 2020 年以來的波動範圍內，競拍倍數並未出現明顯下滑；而更短期限的美債從前年中美聯儲停止緊縮以來，投標

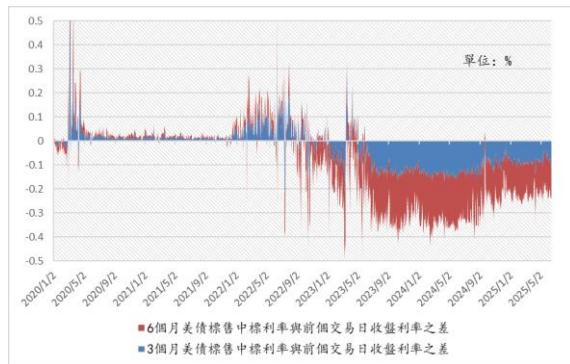
倍數隨著降息預期的升溫有所上行，即市場整體對短期限美債的需求較為火熱。

- 二是從直接及間接投資者標售佔比來看，近10年以來美國本土投資者對中短期限美債的需求相對下滑，但外國投資者整體對中短期美債興趣較為濃厚。而無論是美國本土還是外國投資者對中長期限美債的需求在經歷了多年以來的持續攀升後，於2024年底在全球「去美元化」的趨勢中均有所回落。
- 三是從債券發行的「尾部」利差指標來看，短期美債標售最高殖利率基本都低於競拍前1交易日收盤價，顯示1年及以內的美債需求仍然較為火熱；以10年期、30年期美債為代表的長期美債在今年以來則維持這正的尾部利差，即標售最高殖利率較前交易日收盤價為高，意味著長期限美債需求總體轉弱（但需求在5月份開始有所好轉）。

圖3-11：財政部標售指標顯示今年以來，市場對中長期美債需求趨冷，但5月起需求有所回暖



圖3-12：財政部標售指標也顯示，自前年年中美聯儲停止降息以來，市場對短期美債需求總體較為火熱



數據來源： Bloomberg

(三) 美債利率的後續走勢預判

綜合我們對美國財政收支及美債供需的分析，我們對美債利率的後續走勢有以下幾個預判：

- ✚ 共和黨《大而美法案》預計將在美聯儲三季度降息之前落地，並為中長期限美債息帶來向上壓力：共和黨目前尋求在7月4日前將法案通過參議院審批，並交由總統簽字實施；而由於國際貿易局勢及本土經濟演進的不確定性較大，美聯儲在今年9月前開始降息及停止縮表的概率都不大。若美國財政寬鬆化的訊號先於貨幣政策解綁緊縮，預計短線美債供應或較快增長，而中長期限美債需求退坡的結構性問題將對各期限美債息帶來向上的動力。
- ✚ 7月9日美國「對等關稅」暫緩期告終，但其與主要經濟體之間的貿易談判或將延期，消息面將帶來大類資產波動性加劇。目前美國已經與包括中國、日本、歐盟等主要經濟體展開了多輪貿易談判，但截至目前實質性進展較為有限。特朗普當局除

了在6月4日提升鋼鐵關稅至50%之外，還稱將再度提高適用於汽車產品的關稅，為其與歐盟、日本的貿易談判帶來較大變數。由於7月9日為美國設定的關稅暫緩期截止日期，相關消息將令包括美股、美債及美匯等大類資產波動性提升。

 **明年起美國財政將迎來擴張，而美聯儲降息理據更加充分，預計美債期限溢價或逐步回歸至歷史平均水平。**目前美國中長期通脹預期正隨CPI降溫而逐步回落，但是3個月-10年期、2年期-10年期美債期限溢價仍然低於歷史平均水平，主要還是因為市場對美聯儲短期內降息的預期不強。

經過超過一年的發酵，預計明年起高額關稅對美國經濟的打擊將會充分顯現，為美聯儲解綁緊縮貨幣政策提供較為充足的理據，政策敏感的短期限美債息料將向下。而由於美國財政從明年起正式走向擴張，市場對中長期美債需求的削弱將令美債期限溢價提升，預計今年年底2年期美債息或回落至3.40%-3.60%區間，而10年期美債息將維持在4.00%-4.20%區間波動。

圖3-13：4月以來，美國已經歷兩輪「股債匯三殺」； 圖3-14：預計隨明年美國財政走向擴張，及美聯儲降
視貿易談判進展，7月大類資產波動性或再次提升



數據來源： Bloomberg

【 免責聲明 】

本檔所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本檔內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。
本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。