

如何理解美国财政部的债券回购？

——关注期限溢价与流动性预期

2026 年 8 月 20 日

- 事件：美国财政部 8 月 19 日公告称“将增加对较长期限名义付息证券（10 年-20 年和 20 年-30 年期限）的流动性支持回购操作规模，增幅至少为一倍；即在 26 年 9 月 9 日至 11 月 4 日的生效期间，每笔的操作将至少从当前的 20 亿美元提高至 40 亿美元；财政部将在 11 月 4 日的季度融资会议（QRA）就未来规模提供更多信息。”¹ 财政部更在公告中直接称“此次回购操作规模的增加，反映了财政部希望为较长期限名义板块提供更多流动性支持的意愿，这些板块持续获得市场参与者的的大力支持。”在长端美债近期收益率持续上行的背景下，财政部通过这一政策短期划定了“干预红线”，但我们倾向于长端收益率曲线在更长期的下移需要围绕油价（通胀）、前瞻指引等的不确定性消散。

从结果来看，投资者一方面定价了长端收益率曲线的平坦化、期限溢价的压缩和实际利率的下行，另一方面产生了新的流动性预期——如果债券供给继续增加，政府又希望呵护市场并稳定收益率，那么未来进一步投放流动性的可能在增加。从投资叙事上来看，这一操作除了划定长端美债的红线，也确认了美国政府希望防止股、债市场的下跌，并会呵护资产表现的态度。

- 财政部的回购的机制是什么？类似于美联储此前的扭曲操作么？历史上是否有相似情况？需要注意的是，美国财政部的回购操作并不是直接的流动性投放，而是为了调整存量美债的期限并改善市场流动性。2024 年开始施行的财政部“流动性支持”回购的原理是优先回购流动性较差的存量美债，用以改善市场流动性。在美债市场中，越新发的债务交易越活跃，而越老旧且接近到期的债务越没有流动性，一般被称为“off-the-run securities”。2024 年开启的财政部国债回购正是针对这些没有流动性的老债务：财政部会主动回购这些债务，最终注销；但同时财政又会新发债务，平均债务期限则依然取决于新发国债的结构。这类回购可释放市场流动性，鼓励交易商为旧债做市，降低交易摩擦，但并不是同量化宽松（QE）一样直接向市场净投放流动性的操作。

从历史上来看，财政部回购容易让投资者想起（1）2000 至 2002 年美国财政部的盈余回购，以及（2）2011 年美联储采取的扭曲操作（operation twist），不过 2024 年的财政部回购与这两者仍存在一些不同。

2000 年初的财政部盈余回购目的与 2024 年至今的财政部回购目的有所不同，后者并不致力于减少联邦债务总额。早先的盈余回购背景是，美国财政罕见进入了盈余状态，财政部账户现金过剩，因此可以直接将资金用于削减联邦债务。财政部进行了 45 轮、共计 675 亿美元的操作，并将回购后的债券注销，直接减少了联邦债务总额。24 年以来的财政部回购，主要目的是改善美债二级市场的流动性，虽然回购的美债在结算时同样会被注销；不过，回购后财政部仍会发行大量新增债务，而存量债务的结构可能因中短债和长债供给的调整而发生变化。

2011 年美联储重新启用的扭曲操作性质主要是为了压低长端利率，从目的上看跟本轮财政部回购更接近，但美联储会出售短债并调整其自身资产负债表的规模。美联储的扭曲操作是“卖出短债，买入长债”，其总资产资产负债表的规模不变，相当于美债购买方在调整对不同期限的需求，进而降低长端利率。财政部回购本身也会边际增加市场的流动性，而更多是从供给端直接调整长债和短债的供给量。不过，结果来看，两者都希望增加长债的需求，降低长端利率。当然，扭曲操作的总量目前来看远高于财政部回购，我们认为财政部操作的信号意义大于实际的流动性影响：扭曲操作在第一阶段进行

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

刘雅坤

☎：17887940037

✉：liuyakun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523100001

于金潼

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

张岩东

☎：15210804363

✉：zhangyandong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130526060002

风险提示

1. 美国总需求下滑的风险
2. 特朗普政府关税政策意外大幅调整的风险
3. 能源价格长期保持高位的风险

¹ Treasury Announces Increased Sizes of Nominal Long-End Liquidity Support Buybacks Beginning September 9 | U.S. Department of the Treasury

了 4000 亿美元操作，而第二阶段提升至 6670 亿美元，累计超过 1 万亿美元，占美国名义 GDP 的规模也不可同日而语。

- **2024 年以来的财政部回购规模是多少？有多少是长期美债？**从美国财政部回购数据来看，24 年 5 月底至 26 年 7 月底的总回购量 4405 亿美元，但这并不都是长债。这是因为回购也分为两种，第一种是“现金管理”类回购，主要针对 1 个月至 2 年期的美债；第二种才是“流动性支持”类回购，主要包括不同期限的债券和 TIPS。如果仅考虑“流动性支持”类回购，则总回购量 2036 亿美元，月均回购 75 亿美元左右的债券。从具体期限规模来看，24 年 5 月底至 26 年 7 月底，10Y 至 30Y 期限的总回购量约 950 亿美元左右，27 个月间的月均债务回购 35 亿美元左右²。在改善市场流动性的同时，新增美债供给更多倾斜向短端，也降低了长端债务的供给压力。
- **为什么财政部要进行回购？逐步增加短债发行占存量比例的同时，干预的信号意义可能大于实际效果：**如上文所述，财政部回购名义上是为了帮助改善国债市场流动性，但本次回购的背景意味着财政部稳定长端信号意义明显：8 月 18 日的美国联邦债务总额已经超过 40 万亿美元、30 年期美债一度达到 5.336% 的 20 余年以来新高、高赤字、油价不确定、缺乏前瞻指引、公司债大量发行，这些因素都使长端美债面临不同的压力。财政部本次直接宣称“希望为较长期限名义板块提供更多流动性支持的意愿”，反映其在尝试像联合干预日元一样“划定红线”，明确通知市场 4.7% 以上的 10 年期美债和 5.3% 以上的 30 年期美债可能触发财政部的干预。此外，通过回购长端国债，财政部可以逐步改变发行结构，即以更多的新发行中短债来替换承压的长期国债，进而帮助压低长端美债的收益率，这也有助于压低长端相对短端的期限溢价。

尽管信号意义重大，但从绝对量来说，2025 年底至今的联邦债务总额增加超过 1.53 万亿美元，每次 40 亿美元的操作大约占这一债务增量的 0.26%。如果假定每月操作至上限，且每月操作，3 个月内两类期限合计增加的回购规模 120 亿美元，总规模 240 亿美元，且并不针对新增债务，并不会对市场供需产生明显的影响。从结果上来说，在老债务被回购注销后，新债务的增量结构更倾向于短端，有助于降低长端供给和收益率压力；但是，因为回购不能直接购买新发长端美债，这一操作并不是财政部通过直接购买减轻了长债的需求压力，而是在调节美债的期限结构。我们认为市场定价长端收益率明显回落更多是捕捉到了财政部希望限制长端美债收益率的信号，而非财政部直接解决了长端美债的需求问题。

- **财政部干预的收效如何？可以持续吗？**从结果上来看，债市敏锐捕捉到了财政部的干预信号：30Y 收益率降低 9.15bp 至 5.191%，10Y 降低 5.94bp 至 4.643%，不受影响的 2Y 则保持了 4.160%，长债的期限溢价当日被有效压低，曲线平坦化。与此同时，美元指数也因债市干预明显弱化至 98.7955，一定程度上反映流动性预期的扩张；权益市场和科技股受的短期提振有限。由于财政部的干预态度明显，如果短期能源价格不发生剧烈波动，那么交易者可能将 10Y 美债收益率维持在 4.7% 下方的水平，但长端收益率也难以继续压缩。更长期来看，在“高赤字、油价带动通胀偏高、美联储不进行前瞻引导、公司债发行量和收益率提升”这几类问题得不到解决的情况下，长端收益率并不会转为持续下行。

- **长债收益率近期的上升有什么潜在因素？财政部回购可以产生影响吗？**

(1) **油价不确定性：**虽然债市的 breakeven 通胀率并未定价通胀显著上升，但围绕霍尔木兹海峡的不确定性使市场难以预期油价的波动幅度，对于加息风险的担忧始终不能打消，这容易反映在长端美债的溢价当中。这一不确定性何时消散难以判断。

(2) **美联储缺乏前瞻引导：**过去市场早已习惯美联储对利率路径做出相对明确的引导，新主席沃什的改革使利率方向的不确定性增强，这同样使市场参与者要求更高的长债回报率来对冲。

² <https://home.treasury.gov/system/files/221/TreasuryPresentationToTBACQ32026.pdf>

(3) 美国 26 财年赤字明显超过 25 年，总债务新高：作为财政的中长期问题，美国赤字和利息成本的持续扩张难以解决；长债承压且降息预期不足时，这一叙事也会增加长债收益率的压力。

(4) 科技浪潮下公司债的竞争：在美债供给扩张的同时，公司债的供给量和科技公司的收益率也在上行，因此不能排除潜在的资金竞争也对长端美债收益率形成压力。

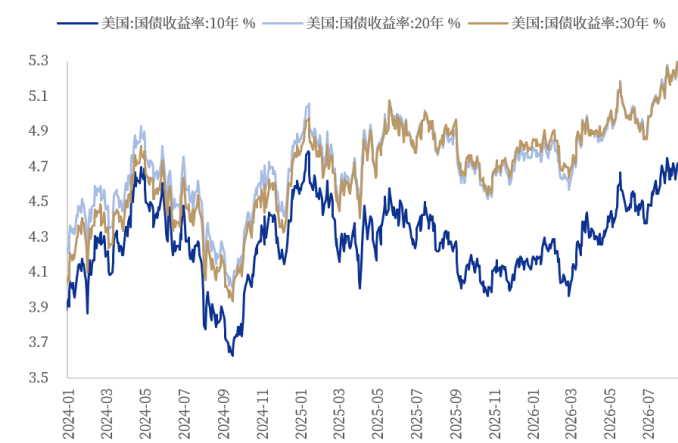
(5) 也有关于美联储 8 月暂停准备金管理购买 (RMP) 的讨论，但这和长债收益率影响不大：纽约联储本月意外宣布暂停 RMP 至 9 月 14 日，但从 RMP 的购买类别就不难看出其购买的都是短债，因此暂停也并不对长端施加明显的压力。

问题在于，上述前四类因素中，两类为不确定性，剩下的联邦赤字和公司债发行短期均无法解决，因此不能寄希望于财政部回购逆转美债的趋势。

- **如果财政部回购最终效果不佳，其还有什么方式控制长端利率？** 在美联储不进行扩表配合的情况下，如果财政部回购效果亦不能压制长端收益率，那么最直接可行的方式就是前财长耶伦在 2023 年底的操作，即进一步增大短债发行量和占存量债务的比例，继续减少长端债务的发行。在上一轮的债券义勇者 (bond vigilantes) 推升长端收益率的 2023 年下半年，时任的美国财长耶伦的解决方式是大量增加短债 (bills) 的发行，使短债占存量债务比例从 15% 左右提升至接近 22% 的水平；随着长端供给减少和降息预期后续升温，10Y 美债收益率从 5% 的高位开始回落。从财政部角度来看，增加短债供给比例的好处包括：(1) 降低长债供应，帮助稳定收益率、(2) 短债融资成本更低，依然可以相对节省利息支出、(3) 市场本身对短债需求更高，财政融资难度降低。
- **美债判断：** 供给高企叠加需求收缩，长端利率或维持高位震荡。其一，供给端净融资回落不代表供给压力缓解。中长期付息国债净融资虽自 2024 年三季度 5600 亿美元的峰值逐步回落，2026 年下半年 Q3、Q4 预计分别降至 3750 亿和 3610 亿美元，但净融资回落主要由前期集中发行的 2-3 年期品种进入到期窗口所驱动（到期量增大→净融资被动收窄），并非财政部主动压降发行节奏。从总发行量看，单季发行规模仍维持在 1.1 万亿美元左右的历史高位，新增供给持续涌入市场，长端一级市场仍将承压。其二，需求端美联储暂时压制美债配置力量。美联储作为美债第三大持有人（截至 2026 年一季度，持仓占比约 13.8%），其目前暂停扩表可能对美债需求形成结构性压制。美联储已宣布将于 9 月停止准备金管理购债操作 (RMP 扩表)，美联储对短期美债的需求暂时收缩。其三，期限利差处于历史中低位，下行空间有限。截至 8 月 19 日，30Y-10Y 利差为 54BP，处于 2008 年以来 36% 分位数、2025 年以来 46% 分位数；10Y-2Y 利差为 46BP，处于 2008 年以来 28% 分位数、2025 年以来 29% 分位数。在高供给叠加美联储需求减弱的双重约束下，长短端期限利差均缺乏趋势性下行动力，长端美债收益率或维持高位震荡格局。

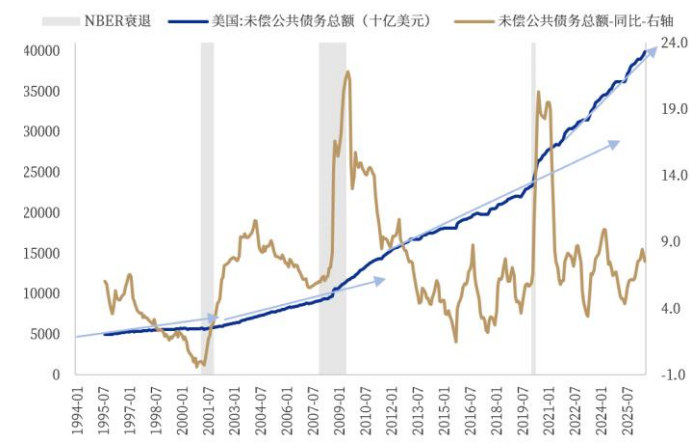
如何理解美国财政部的债券回购?

图1: 美债长短收益率自伊朗战争以来持续走高



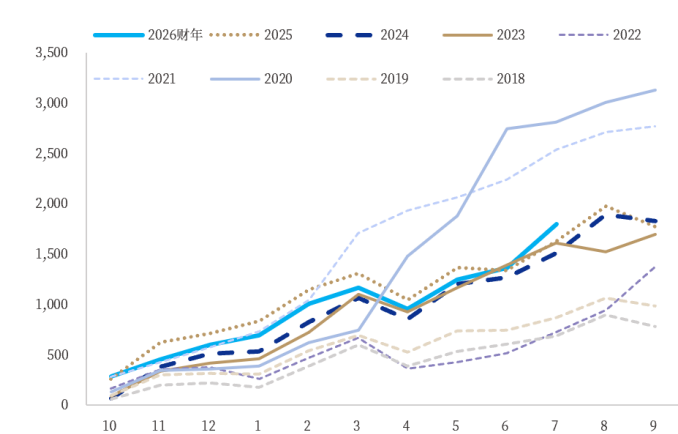
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 联邦债务总额突破 40 万亿美元 (右轴为%)



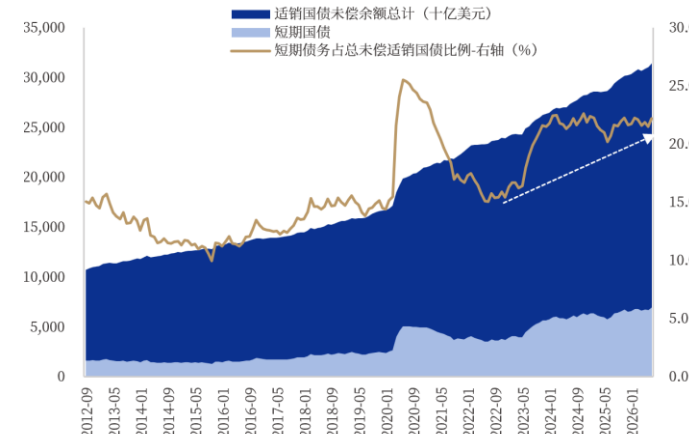
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图3: 26 财年净赤字超 2 万亿美元, 赤字率重回 6% 上方 (十亿美元)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图4: 美国短债占存量比例近期保持稳定



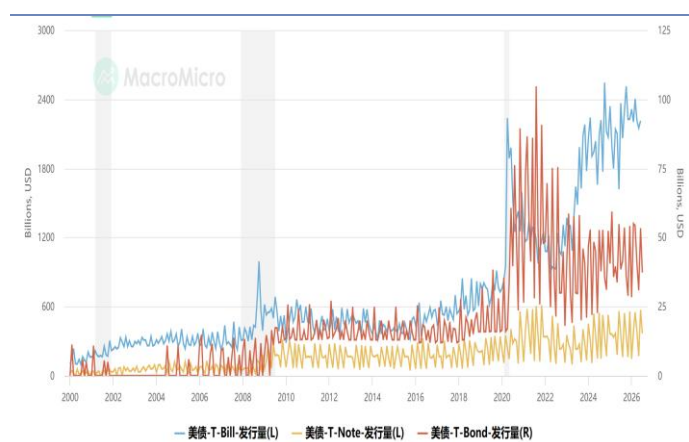
资料来源: BLS, Wind, 中国银河证券研究院

图5: 26 年 3 月以来美国 10Y 期限溢价持续上行 (%)



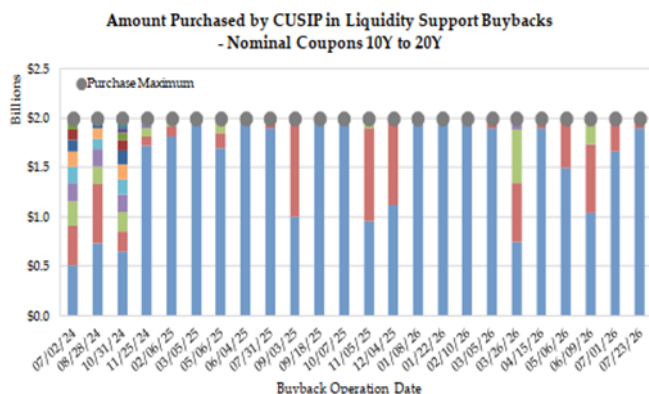
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图6: 美债发行近期主要以短债为主



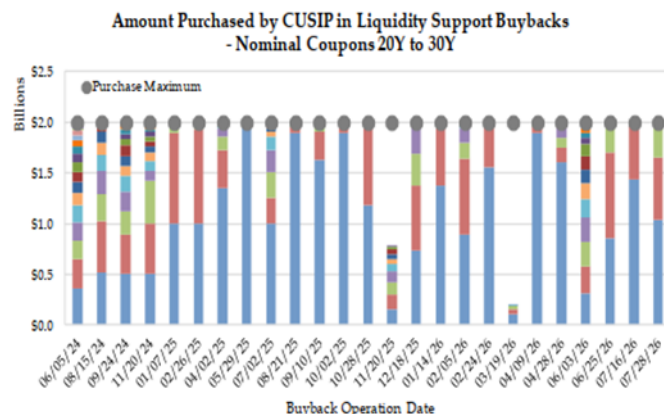
资料来源: MacroMicro, 中国银河证券研究院

图7：10-20 年期美国财政部回购操作



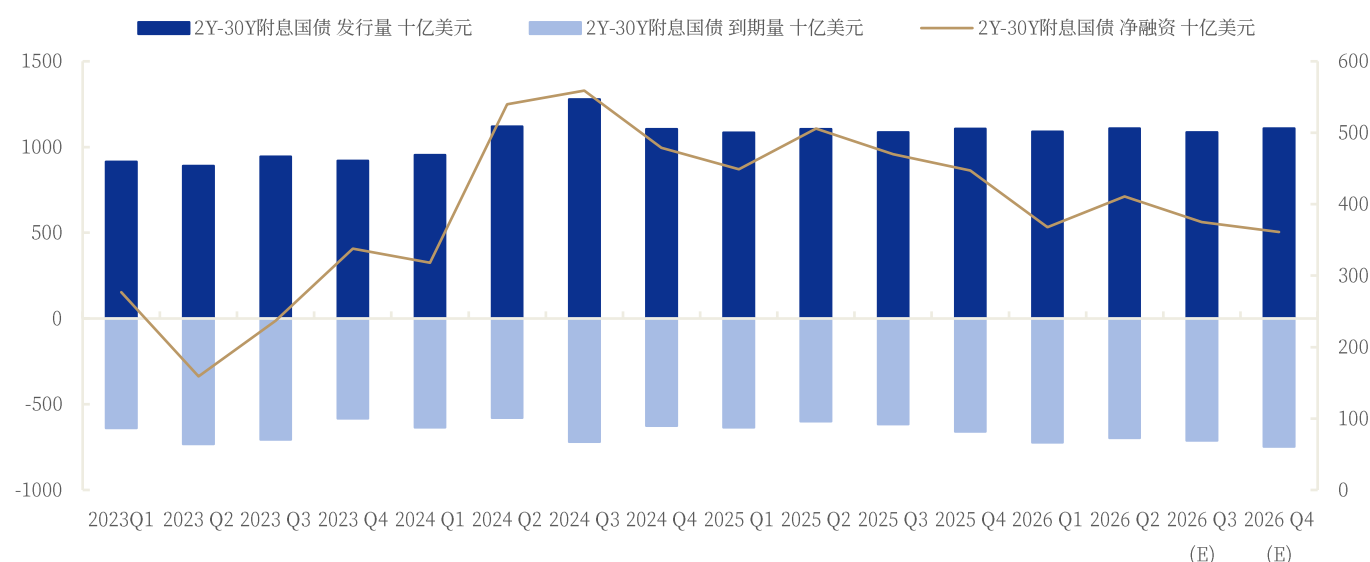
资料来源：US Treasury Dept, 中国银河证券研究院

图8：20-30 年期美国财政部回购操作



资料来源：US Treasury Dept, 中国银河证券研究院

图9：中长期美债发行、到期规模（净融资为右轴）



资料来源：US Treasury Dept, 中国银河证券研究院

一、风险提示

- (1)美国总需求下滑的风险
- (2)特朗普政府关税政策意外大幅调整的风险
- (3)能源价格长期保持高位的风险



分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：首席宏观经济分析师，**刘雅坤**：首席固定收益分析师，**于金潼**：宏观经济分析师，**张岩东**：固定收益分析师

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn