华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

管理美债，财政部有哪些招？

团队成员
分析师： 陈兴(S0210526010005)
分析师： 马乐怡(S0210526010004)

相关报告
1、政府债流动性跟踪 1017【陈兴团队·华福宏观】——2026.10.17
2、沃什 IMF 年会发言偏鸽——全球经济观察 2026 年第 35 期——2026.10.17
3、生产率革命启示：从纺织到机械化——2026.10.15

投资要点：

➢ 一、美国财政部有哪些职能？

财政部最主要的职能是管理联邦财政收支、联邦政府债务管理、现金管理职能，并负责美国的国际货币与金融事务。

债务管理多为期限结构调整。首先，调整国债发行规模、期限结构和产品结构是美国财政部最常见的手段。其次，发行现金管理票据和回购同样是常见的常态化工具，但针对的情形不同、操作更具灵活性。最后，债券置换等工具属于财政部较少使用的非常规手段。

通过美债发行及收支安排调节 TGA 余额，影响美元流动性。一方面，TGA 目标余额直接影响净市场化融资规模和短端国债发行节奏。另一方面，TGA 是美联储负债端的重要项目，TGA 余额上升通常对应银行准备金下降，可能阶段性收紧美元流动性。

➢ 二、怎样决策美债发行？

约七成现存债务为中长期国债。美国财政部发行的可交易国债主要有六种，截至 2026 年 8 月，中期国债占约一半。**美国财政部债务管理以“长期最低成本融资”为核心目标。**短债虽然成本较低，但会提高滚动再融资频率，融资成本更易受到市场利率影响。截至今年 8 月，在美国存量国债中，约 19%的国债将在一年以内到期。今年 9 月美国联邦政府债务已突破 40 万亿美元，据两党政策中心评估，最早抵达债务上限的时点或在 2027 年下半年。

短债占比的长期参考水平约为 20%。在融资需求突变时，短期国债可充当“缓冲器”，但若长期过度依赖短债，将加大到期再融资和利率重定价风险。美国财政部认为，应在中长期内将短债占比维持在 15%-20%。从历史经验来看，短债曾在危机时期配合利率下行阶段明显增加。自从 2024 年以来，短债占比维持在 22%附近。**不过，短债买家基础尚且稳固，**主要来自货币市场基金的持续扩容与多元投资者的参与。

长债发行计划稳定。对于中长期国债，财政部在季度再融资安排中公布未来数月的发行计划，2024 年二季度以来，名义中长期国债发行规模总体稳定。**回购有助于增加流动性。**自 2024 年 5 月起，美国财政部将回购操作纳入常态化债务管理框架，盘活债券流动性。

➢ 三、压低利率还有招吗？

通过调节债务结构影响期限溢价。美国财政部对美债收益率的影响主要体现在期限结构，通过调整不同期限国债的发行规模与节奏，改变市场需要吸收的净久期供给，进而影响各期限国债收益率。

加息预期和经济增长或是近期美债利率上行的主因。自今年 3 月以来，中长期美债收益率持续上行，主因市场上修了美联储政策利率路径预期，叠加美国经济预期强劲增长。**而美债供需尚未显现明显失衡。**自从 2025 年以来，10 年期 SOFR 互换固定利率与美债收益率之差保持相对平稳，意味着尚未出现美债供需关系明显失衡迹象。

从历史经验来看，财政部还有三类干预美债利率的特殊工具，**按照政策实施力度从小到大来看，分别是提前再融资、发行可赎回美债和收益率曲线控制（YCC）。**收益率曲线控制对美债利率控制的力度最大，但需要美联储配合，1942-1951 年为服务二战及战后初期融资，财政部与美联储曾协同实施 YCC。不过，YCC 也将削弱央行独立性，并限制货币政策实施，因此难以实行。

➢ 风险提示

美国财政赤字恶化；政策力度不及预期；历史经验失效。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 美国财政部有哪些职能？ 3
二、 怎样决策美债发行？ 5
三、 压低利率还有招吗？ 10
四、 风险提示 13

图表目录

图表 1: 美国财政部构架和基本职能 3
图表 2: 美国财政部工具箱 4
图表 3: TGA 净变化来源（亿美元） 5
图表 4: TGA 和货币流动性（亿美元） 5
图表 5: 可交易美债类型 5
图表 6: 不同类型美债存量占比 5
图表 7: 美国存量国债到期期限分布 6
图表 8: 美债规模和债务上限（万亿美元） 6
图表 9: TBAC 讨论短债占比合理区间 7
图表 10: 不同类型美债占比 8
图表 11: 美国短债的持有者结构（万亿美元） 8
图表 12: 除短债外，美债持有者结构（万亿美元） 8
图表 13: 美国中长期计划发行规模（亿美元） 9
图表 14: 回购操作规模（亿美元） 9
图表 15: 财政部平均剩余还款期限和美债期限溢价 10
图表 16: 旧金山联储 10 年期美债利率拆解（%） 11
图表 17: 10 年期美债-SOFR 互换利率利差 11
图表 18: 美国财政部还有哪些手段？ 12
图表 19: 日本、美国和澳大利亚的 YCC 操作对比 13

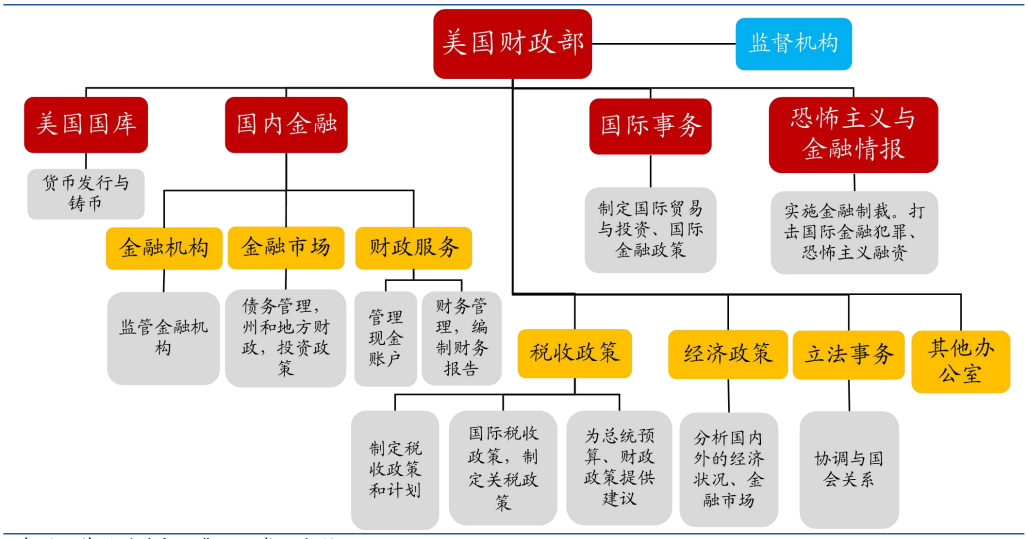
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

在美国联邦总债务存量突破 40 万亿美元之际，9 月 9 日美财长贝森特宣布提高回购上限，试图稳定市场信心。随着利息支出占美国政府总支出比例逐渐上升，在美联储转向紧缩的背景下，压低美债利率，美国财政部还有什么手段？

一、美国财政部有哪些职能？

美国财政部的管理职能有哪些？首先，财政部最主要的职能是管理联邦财政收支，即征收已经依法确定的财政收入、及时支付政府应付款项，并对政府资金进行统一核算、记录和报告。其次，财政部还负责联邦政府的债务管理，通过发行国债等方式以尽可能低的成本为政府融资，并对国债的发行规模、期限结构、市场流动性及再融资安排等进行管理。同时，财政部还承担现金管理职能，通过预测政府未来的财政收支和债务偿付需求、调整短期国债等融资工具的发行规模等方式管理财政部一般账户中的现金余额，保证政府能够及时履行应付款项的同时避免长期持有过量闲置现金。最后，财政部还负责美国的国际货币与金融事务，包括制定和实施美国国际货币与金融政策、分析和应对汇率及国际金融风险、管理跨境资本流动等。

图表 1：美国财政部构架和基本职能



来源：美国财政部，华福证券研究所

多为债务结构性调整。在债务管理中，美国财政部会根据融资需求、现金流预测、市场需求和既有债务结构，动态调整国债发行与买回安排。从操作频率来看，首先，调整国债发行规模、期限结构和产品结构是最常见的手段。财政部通常通过季度再融资框架公布未来一段时期的融资安排，并据此调整各类国债的发行安排。一般优先考虑对发行规模微调，而期限结构和产品结构的调整则往往是渐进式的。其次，发行现金管理票据和回购同样是常见的常态化工具，但针对的情形不同、操作更具灵活性。现金管理票据主要用于满足短期融资需求，流动性支持型买回则为市场参与者提供定期出售老旧国债的渠道，以支持国债二级市场流动性。最后，债券置换等工具属于财政部较少使用的非常规手段，更多属于历史上曾使用过的融资

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

安排；而暂停部分政府基金证券投资、赎回特定政府账户债券等措施则是在极特殊情况下财政部才可能会采用的特殊工具。

图表 2：美国财政部工具箱

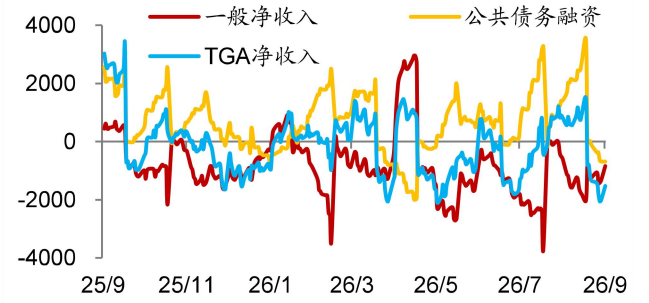
工具	操作方式	什么时候使用？
调整发行频率和规模	调整既有国债的拍卖规模或频次	**常规使用。**通常在季度再融资框架下公布未来数月发行安排。先调整规模，频次基本不会频繁改变。
期限结构调整	调整不同期限国债的发行量	**持续管理、渐进调整。**根据融资需求、短期国库券占比、加权平均期限（WAM）或市场需求明显变化时调整。
产品结构调整	调整通胀保值国债、浮动利率国债等产品发行量，增加新发行期限，推出新产品	投资者需求或政府最优负债结构发生明显变化时使用。极少数情况下推出新产品。
发行现金管理票据（CMBs）	在常规短期国库券拍卖日程之外，临时发行期限灵活的短期国债	**按需使用。**出现临时融资缺口，或 TGA 账户波动时使用。
回购-流动性支持型	财政部在二级市场回购流动性较弱的非当期国债	**目前为常态化、定期操作。**规模按市场情况调整，市场流动性较差时可加大力度。
回购-现金管理	提前买回临近特定日期到期的国债	**按预先公布安排进行、需求驱动**；尤其用于未来某些日期到期规模过于集中时。
债券置换	提前将部分旧债交换为不同期限的新债	非常规工具
特殊措施	暂停部分政府基金证券投资、赎回特定政府账户证券等	极低频，只有触及法定债务上限且国会尚未提高、暂停上限时使用。

来源：美国财政部，华福证券研究所

财政部账户如何影响金融市场？财政部通过美债发行及收支安排调节 TGA 余额，进而影响美元流动性。一方面，TGA 目标余额直接影响净市场化融资规模和短端国债发行节奏。财政部预计 2026 年 9 月末 TGA 余额为 9500 亿美元、12 月末回落至 8500 亿美元，并预计 10 月下旬可能升至约 1.05 万亿美元。为平滑现金余额波动，财政部将动态调整短端国债发行规模。另一方面，TGA 是美联储负债端的重要项目，与银行准备金并列，随着隔夜逆回购余额已降至低位，TGA 余额上升通常对应银行准备金下降。若税收集中缴纳、财政净融资增加而财政支出尚未同步释放时，TGA 回升可能阶段性收紧美元流动性，并增加货币市场资金面波动。

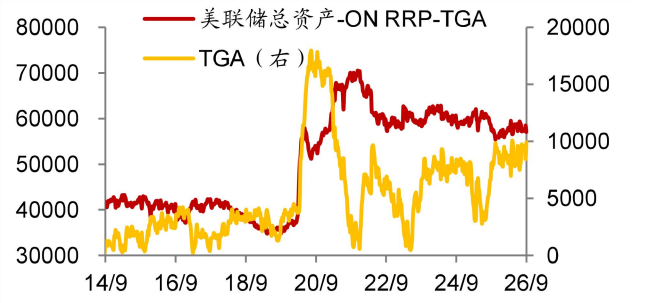
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3：TGA 净变化来源（亿美元）



来源：美国财政部，华福证券研究所

图表 4：TGA 和货币流动性（亿美元）



来源：FRED，华福证券研究所

二、怎样决策美债发行？

财政部负责管理债务，根据融资需求和市场情况制定发行计划。那么，财政部如何决定不同期限国债的发行规模和节奏？

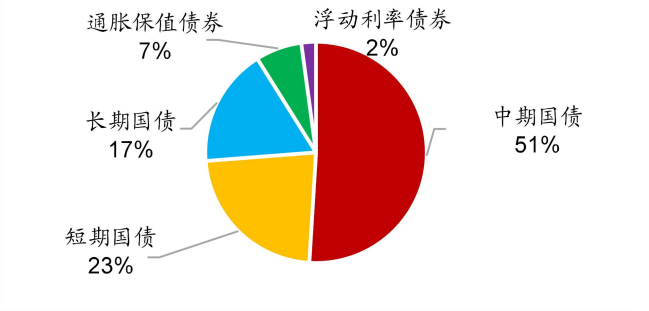
约七成现存债务为中长期国债。美国财政部发行的可交易国债主要有六种类型，其中，短期国债（Bills）指的是期限小于 1 年的国债，按面值或低于面值折价发行，到期时按面值偿还；而中长期国债为付息国债，每半年支付一次利息，中期国债（Notes）包括 2-10 年期限，长期国债（Bonds）期限为 20 年和 30 年；通胀保值债券（TIPS）的本金随着消费者价格指数的变化而调整；浮动利率债券（FRNs）的利率会随着 13 周短期国债的贴现率变化而调整。此外，还有本金与利息相分离的零息分离债券（STRIPS），其可由合格国债、长期债券和通胀保值债券的利息及本金拆分形成，并可独立持有和交易。截至 2026 年 8 月，中期国债占比约一半，是美国可交易美债的主要组成部分，而短期国债占比为 23%，长期国债占比为 17%。

图表 5：可交易美债类型

美债品种	特征
短期国债（Bills）	期限为 4-52 周，共五种，按面值或低于面值折价发行，到期时按面值偿还。
中期国债（Notes）	期限为 2 年、3 年、5 年、7 年和 10 年，每半年付一次息。
长期国债（Bonds）	期限为 20 年、30 年，每半年付一次息
通胀保值债券（TIPS）	随消费者价格指数变化调整，每半年付一次息，期限分为 5 年、10 年和 30 年。
浮动利率债券（FRNs）	随 13 周短期国债贴现率升降，仅发行两年期，每三个月付息一次。
本息分离债券（STRIPS）	可将合格国债、长债及通胀保值债的利息与本金拆分，独立持有和交易。

来源：美国财政部，华福证券研究所

图表 6：不同类型美债存量占比



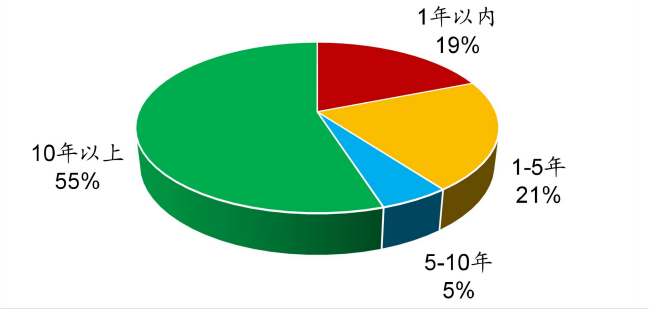
来源：美国财政部，华福证券研究所，数据为 2026 年 8 月

以“长期最低成本融资”为目标。美国财政部债务管理以“长期最低成本融资”为核心目标，其发债原则可概括为：以常规、可预测的发行节奏和透明决策降低市场不确定性，维护广泛多元的投资者基础与国债市场深度流动性；同时动态平衡短

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

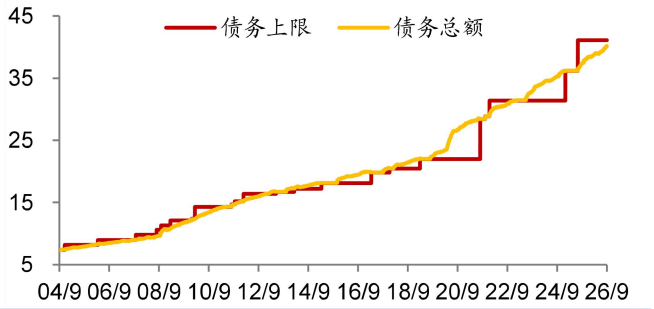
债与长债占比，管理再融资风险与利率风险。短债虽然成本较低，但会提高滚动再融资频率，融资成本更易受到市场利率影响；长债能锁定成本规避再融资风险。截至 2026 年 8 月，在美国存量国债中，约 19%的国债将在一年以内到期，过半债务将在 10 年后偿还。财政部通过持续评估市场需求、流动性与再融资需求，在节约融资成本、保证市场稳定与财政可持续之间取得最优平衡。不过，由于政府赤字持续维持高位，截至今年 9 月美国联邦政府债务已经突破 40 万亿美元，财政可持续性担忧加剧，根据两党政策中心评估，最早抵达债务上限的 41.1 万亿美元的时点或在 2027 年下半年。

图表 7：美国存量国债到期期限分布



来源：Bloomberg，华福证券研究所，截至 2026 年 8 月

图表 8：美债规模和债务上限（万亿美元）



来源：wind，华福证券研究所

短债占比的长期参考水平约为 20%。在融资需求突变时，短期国债可充当“缓冲器”，有助于维持中长期息票债的规律发行。不过，若长期过度依赖短债，将加大到期再融资和利率重定价风险。美国财政部曾对短债的合理占比区间展开讨论，2020 年 11 月，为应对疫情期间融资需求上升，财政部 TBAC 委员会曾建议，在中长期内将短债占比维持在 15%-20%。2021 年，TBAC 委员会重申该区间，并建议适度削减中长期息票债发行，以避免短债占比持续过低。此后，TBAC 进一步将 15%视为支持短债市场健康运行的参考下限，并认为短债占比长期平均在 20%左右，可较好平衡融资成本与融资波动。近年财政部的融资需求和市场环境变化不确定性增强，TBAC 仍强调短债的缓冲作用，但同时也认为实际发行安排应保留必要弹性。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：TBAC 讨论短债占比合理区间

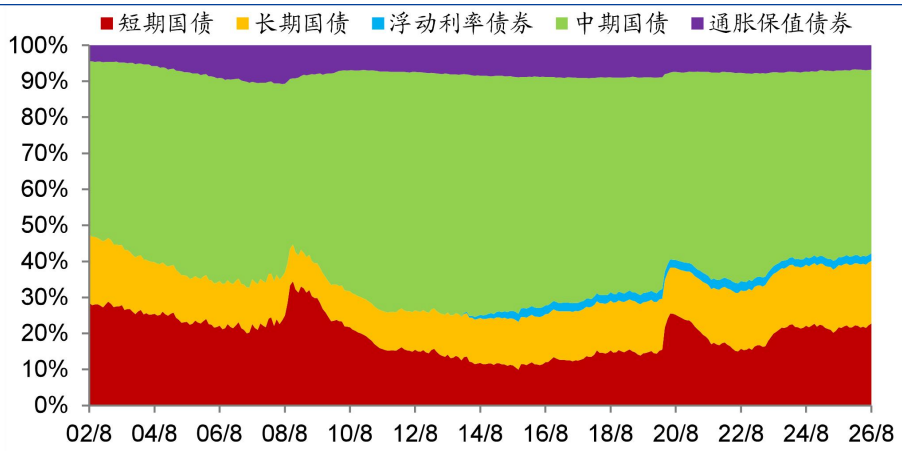
时间	背景	核心讨论
2020 年 11 月	2020 年美国政府推出约 2.7 万亿美元的财政刺激计划。为应对激增的财政赤字，美国财政部大幅增加短期国债发行。	建议在中长期内，将短债占比维持在 15%-20%区间。认为疫情前约 15%的水平留出了危机应对空间。
2021 年 8 月	2021 年，财政部在现行基准预期中，认为未来发行债务较多，而短债占比过低，需要为常规发行争取空间。同时，美联储购债可能逐步减少，因此财政融资安排需要重新调整。	将 15%–20%作为短债占比目标区间，并提出通过削减中长期息票债发行来避免短债占比过低。
2021 年 11 月	2020 年疫情期间，政府型货币基金流入进一步增加，对短期限国库券的需求较强，而 2021 年国库券净供给大幅减少。财政部需要兼顾“规律且可预测”的发行政策与维持足够国库券供给。	建议逐步削减息票债发行，15%大致是维持短债市场健康运行的下限，长期平均约 20%，在融资成本与融资波动之间取得较好平衡。
2024-2025 年	短债供给和货币基金规模扩大，2023–2024 年间货币基金大量从美联储 ON RRP 转向 T-bills。同时，美国债务规模上升，财政融资估算变化较大。	认为 15%是支持市场健康运行的下限，长期平均约 20%是融资成本、融资波动和市场需求之间的较好平衡。

来源：美国财政部，纽约联储，美国政府问责局，华福证券研究所

危机时期，短债融资配合降息。从历史经验来看，短债曾在三个时期明显增加，分别为 2001 年-2003 年、2008 年-2009 年以及 2020 年。2001 年至 2003 年正处于互联网泡沫破裂后经济转型的时代，处于美联储政策降息阶段，短债融资成本极低，政府通过灵活发行短债快速缓解经济转型期的财政压力。而在 2008 年-2009 年，次贷危机下财政部急需巨量救市资金。2020 年新冠疫情期间，美国经济在 2020 年 2 月陷入衰退，美国政府推出约 2.7 万亿美元的财政刺激计划，为了迅速填补巨额财政缺口，且避免在低利率环境下锁定长期高成本，短期国债成为应急融资的首选。综合来看，当政府为应对突发冲击并配合降息周期，更倾向于大量增发“发行快、成本低”的短期国债。自从 2024 年以来，短债占比维持在 22%附近，若继续大幅增加短债，意味着未来需要更频繁地滚动融资，利率变化向财政利息支出的传导更快。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

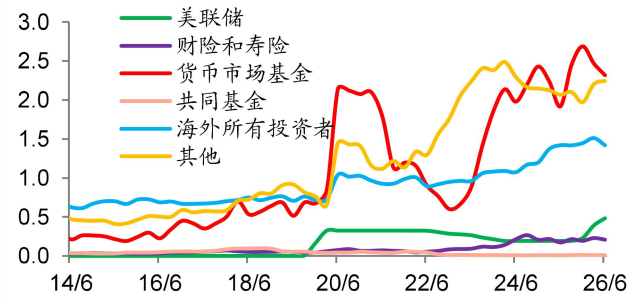
图表 10：不同类型美债占比



来源：美国财政部，华福证券研究所

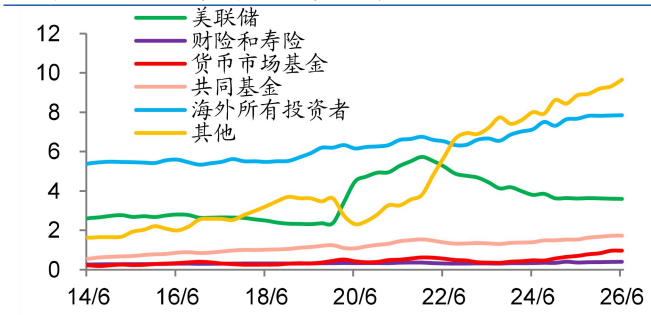
但短债买家基础尚且稳固。从美债持有者结构看，货币市场基金是短债市场的主要投资者，而其对中长期国债的配置相对有限，中长期国债则更多由海外投资者和美联储等持有。截至 2026 年 7 月，美国货币市场基金资产规模约为 8.4 万亿美元，受久期和流动性管理要求约束，货币市场基金对短期、安全资产具有较强配置需求，因而构成短期国债的重要边际买家。这意味着，货币市场基金扩容能够较直接地转化为短债及相关回购市场的需求。与此同时，2022 年后“其他”持有者规模也明显上升，反映出银行、企业、经纪交易商、零售投资者及稳定币发行机构等多类资金对短端安全资产的需求增加。整体而言，货币市场基金的持续扩容与多元投资者的参与，为美国短债市场提供了较强的需求基础，若财政部增加短债发行，市场仍具备一定的承接能力。

图表 11：美国短债的持有者结构（万亿美元）



来源：美联储，华福证券研究所

图表 12：除短债外，美债持有者结构（万亿美元）



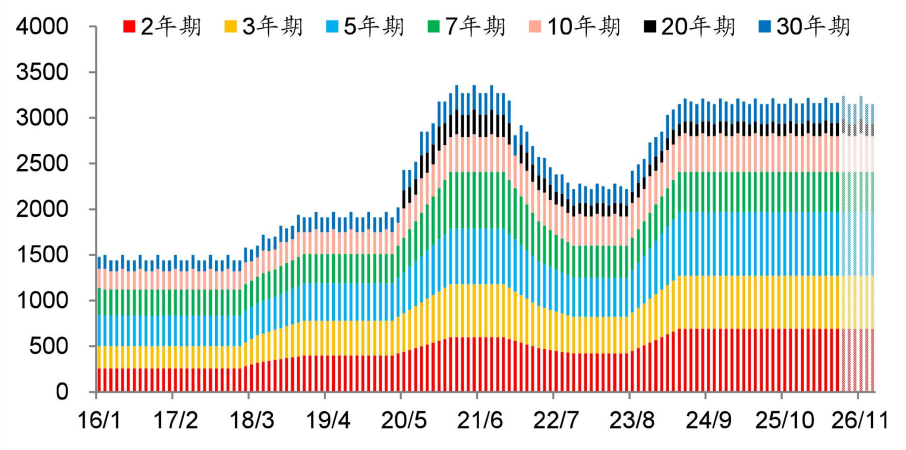
来源：美联储，华福证券研究所

中长债发行计划稳定。对于期限在一年以上的中长期国债，财政部遵循“定期且可预期”的发行原则，并在季度再融资安排中公布未来数月的发行计划。财政部主要通过调整各期限券种的单次发行规模来匹配中长期融资需求，并优先在既有期限结构内进行微调。首先，财政部在每季度再融资期间参考 TBAC 建议，公布国库券、名义中长期国债、TIPS 及 FRN 等券种的发行规模和计划。短期融资需求及季节性现金流波动，通常主要通过短期国库券和现金管理票据（CMB）调节；中长期融资则以固定节奏的常规拍卖为主。2024 年二季度以来，名义中长期国债发行规模总体保持稳定。其次，当发行规模调整难以满足结构性融资需求时，才会考虑改变

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

现有券种的发行频率。最后，财政部可通过新增券种完善期限与利率风险结构。TIPS 于 1997 年首次发行，用于满足通胀保值需求；而 2 年期 FRN 于 2014 年首次发行，票息锚定 13 周国库券利率，为投资者提供浮动利率配置工具。目前，TIPS 和 FRN 均已形成较为成熟、稳定的常规发行机制。

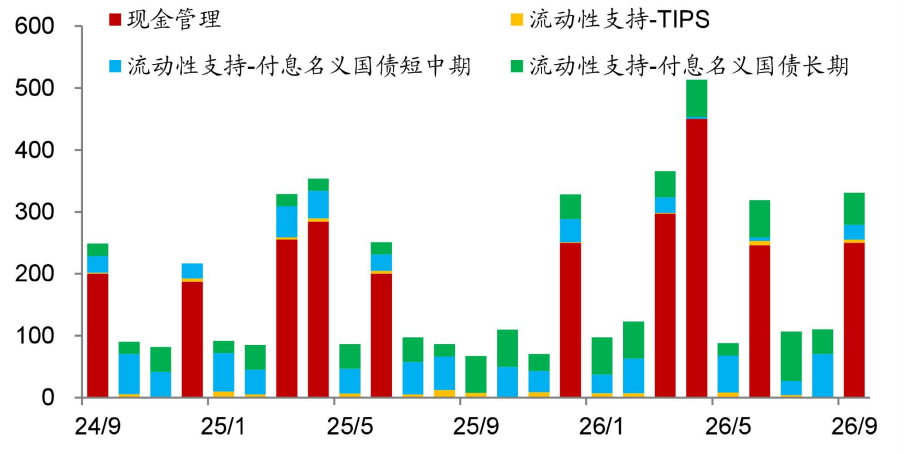
图表 13：美国中长期计划发行规模（亿美元）



来源：CEIC，美国财政部，华福证券研究所

回购有助于增加流动性。自 2024 年 5 月起，美国财政部将回购操作纳入常态化债务管理框架，并以季度再融资公告为窗口披露操作规模与节奏。回购主要包括现金管理型回购（Cash Management）和流动性支持型回购（Liquidity Support）两类。现金管理型主要回购剩余期限较短的国债，配合财政部现金余额和短期融资安排；流动性支持型则重点面向交易相对不活跃的老券，改善持券机构的退出渠道和做市商资产负债表使用效率。2026 年 8 月 19 日美国财政部宣布，自 9 月 9 日起，将 10-20 年期和 20-30 年期名义国债的流动性支持型回购单次上限由 20 亿美元至少提高至 40 亿美元，后续进一步将 10-20 年期国债的回购计划提高至 60 亿美元。但回购的主要目的仍是盘活债券流动性，对压降美债利率作用有限。

图表 14：回购操作规模（亿美元）



来源：美国财政部，华福证券研究所

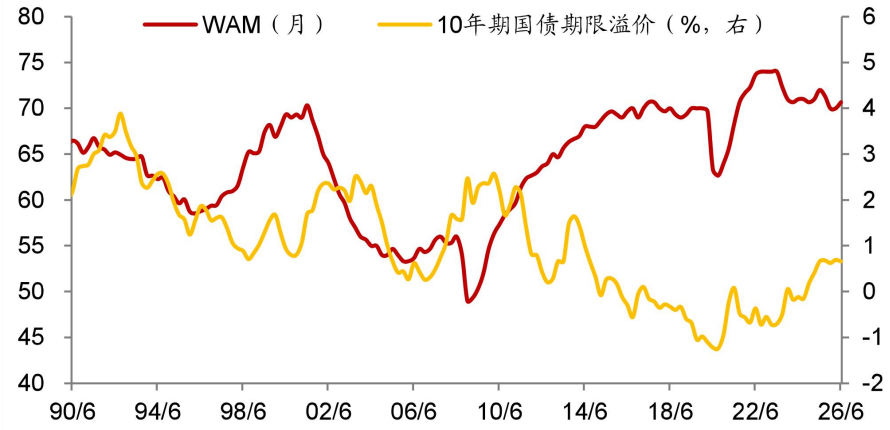
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

三、压低利率还有招吗？

那么，财政部操作对美债收益率影响究竟有多大？

通过调节债务结构影响期限溢价。美国财政部对美债收益率的影响主要体现在期限结构，通过调整不同期限国债的发行规模与节奏，改变市场需要吸收的净久期供给，进而影响各期限国债收益率。若财政部持续提高中长期国债的净发行占比，债务组合的平均剩余期限（WAM）将趋于上升，意味着市场需要承接的久期风险增加。在其他条件不变、且不考虑美联储持仓变化的情况下，净久期供给的提升将对20年、30年等长期国债收益率及期限溢价形成上行压力。反之，若更多依赖短期国债融资、减少长债净发行，则长债的净供给压力可能减轻，期限溢价面临下行压力。不过，增发短债将提高债务的滚动频率，并增加利息支出对短端利率变化的敏感性，从而加大再融资风险。

图表 15：财政部平均剩余还款期限和美债期限溢价

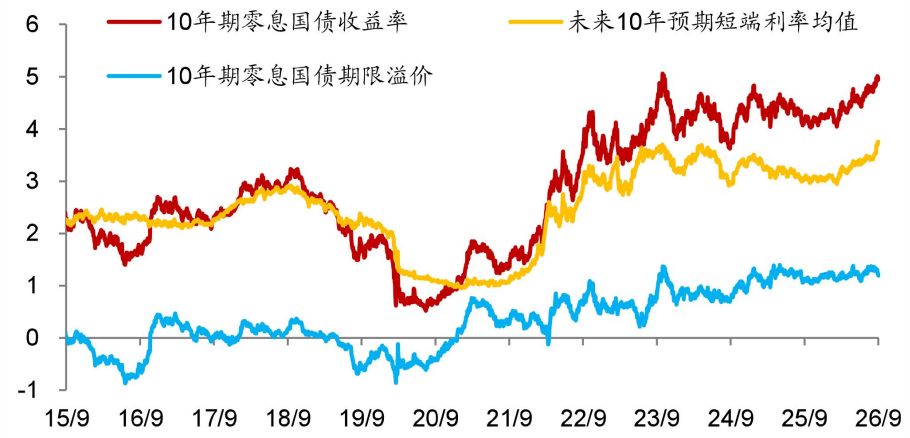


来源：Bloomberg，CEIC，华福证券研究所

加息预期和经济增长或是近期美债利率上行的主因。不过，影响美债收益率的因素还有很多。按照常用的期限结构分解框架，长期美债名义收益率大致可拆分为两部分。第一，是市场对未来短端利率平均水平的预期，其中反映了货币政策路径、经济增长、通胀及实际利率前景。第二，是期限溢价，即投资者为持有长期债券、而非持续滚动持有短债所要求的额外补偿。期限溢价会受到利率与通胀不确定性、财政融资和国债供给、市场流动性、避险需求，以及长久期债券供需格局等多重因素影响。自今年3月以来，中长期美债收益率持续上行，主因市场上修了美联储政策利率路径预期，叠加美国经济增长预期强劲，推高了未来短端利率平均水平的预期。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

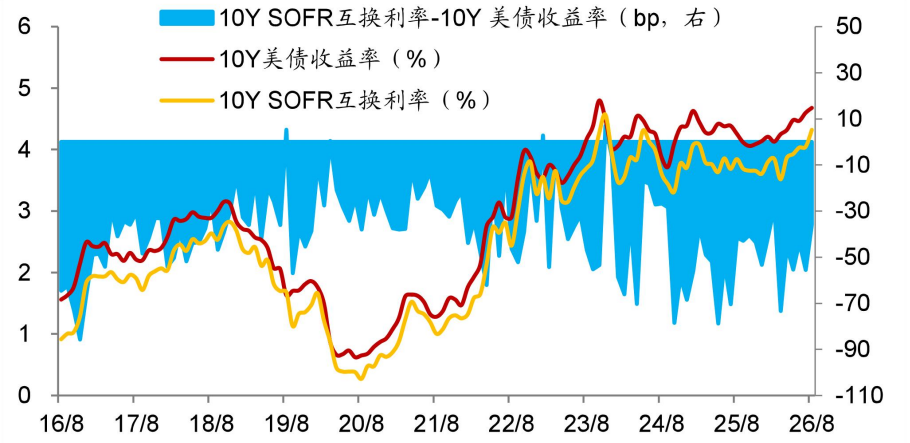
图表 16：旧金山联储 10 年期美债利率拆解（%）



来源：旧金山联储，华福证券研究所

美债供需尚未显现明显失衡。根据美国财政部，同期限 SOFR 互换固定利率与美债收益率之差可作为观察美债相对供需状况的指标之一。当利差负幅度越大，意味着美债相对 SOFR 利率互换“更便宜”，而国债供给增加通常是推动利差的原因之一。2021 年到 2024 年间，随着政府支出上升，美债发行规模增加，该利差逐渐走扩。不过，自从 2025 年以来，该利差相对平稳，意味着尚未出现美债供需关系明显失衡的明确信号。

图表 17：10 年期美债-SOFR 互换利率利差



来源：Bloomberg，FRED，华福证券研究所

财政部还有什么手段？除了调整常规发债期限和回购安排外，从历史经验来看，财政部还有三类干预美债利率的特殊工具，按照政策实施力度从小到大来看，分别是提前再融资、发行可赎回美债和收益率曲线控制（YCC）。

第一，提前再融资，指的是财政部主动调整存量债务到期分布。1960-1965 年，财政部曾以新发行、期限更长的国债置换尚未到期的旧债，将临近到期的集中偿债压力向后平移，并在市场环境较为有利时提前锁定长期融资。1960 年首次实施后，财政部在随后五年内共进行了约 11 次操作，共发行约 138 亿美元的 20 年以上长期债券，其中约 57 亿美元期限超过 30 年，将可流通国债平均期限由 1960 年中的约 4.3 年升至 1965 年中的约 5.3 年。不过，对市场利率的即时压降作用相对有限，该操作

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

的主要效果体现为改善债务期限结构、降低短期再融资压力。

第二，发行可赎回国债，是在高利率阶段锁定长期资金、并为未来利率下行保留主动权的安排。1977-1984 年间，美国财政部曾发行的一批带赎回条款的长期高息债，后续在 2002—2009 年陆续进入行权期。可赎回国债通常在约定的不可赎回期结束后，可按面值提前赎回；若后续市场利率下行，财政部可赎回高票息旧债，并以更低利率的新债替代。该工具相当于财政部在发债时支付期权成本，以换取未来下调利息支出的灵活性，适合利率处于高位且降息预期较强的时期。

第三，收益率曲线控制，该措施对美债利率控制的力度最大，但需要美联储配合。1942-1951 年，为服务二战及战后初期融资，财政部与美联储曾协同设定国债收益率上限，通过美联储在二级市场购债，直接控制美债利率曲线。该措施直接压低了政府融资成本并稳定国债市场，但也显著约束货币政策独立性。随着战后通胀抬升，维持利率上限与控制货币供给之间的矛盾加剧，双方最终于 1951 年达成协议并结束该安排。

图表 18：美国财政部还有哪些手段？

手段	时间	背景动机	操作方式	效果
提前再融资（Advance Refunding）	1960–1965 年	财政部希望提前减少近期集中到期债务，降低集中再融资压力，并能主动选择有利市场窗口。	**财政部在旧债到期前较早发起交换要约，用新债换回尚未到期旧债。**1960 年首次使用后，随后 5 年间共进行了约 11 次操作。	**显著拉长债务期限。**可流通国债平均期限由 1960 年中的约 4.3 年升至 1965 年中的约 5.3 年；11 次操作共发行约 138 亿美元 20 年以上长期债，其中约 57 亿美元期限超过 30 年。
可赎回国债（Callable Treasury Bonds）	1917–1984 年发行；2002–2009 年集中行权	在高利率环境下先锁定长期资金，同时保留未来利率下行时提前赎回、以低息债替换高息债的选择权；优化负债结构并降低后续利息支出。	**财政部发行带看涨期权的长期国债。**后期典型结构为 30 年期、最后 5 年可赎回，财政部可在符合条款时按面值提前赎回。1984 年发行的最后一只可赎回债，到 2009 年进入行权期。	在利率下行周期提供了降低高息存量债成本的选择权，但本质上是“先付保险费，换取未来降息后的再融资选择权”。
收益率曲线控制（财政部-美联储协同）（Yield Curve Control）	1942–1951 年（二战及战后初期）	稳定国债市场，并以较低成本为二战融资。	**1942 年财政部要求下，美联储承诺将短期国债利率锚定在 0.375%，并隐性将长期国债收益率上限设为约 2.5%。**美联储在二级市场按价格目标大量购债。	美联储被迫放弃对投资组合规模以及货币供应量的控制。战后通胀飙升，与美联储使命冲突，最终 1951 年财政部和美联储达成协议，结束 YCC。

来源：纽约联储，美国财政部，圣路易斯联储，联储历史，芝加哥联储，华福证券研究所

美国、日本和澳大利亚曾均动用 YCC。三国央行曾在特定时期动用过收益率曲线控制措施，均以收益率目标制替代单纯数量投放，通过央行在二级市场购债、并在必要时以指定收益率承接目标券种，压低融资成本、稳定利率曲线与信贷环境。分别来看，美联储曾服务于战时财政融资与国债市场稳定，在 1942-1951 年将 3 个月期国库券收益率钉住在 3/8%，并将长期国债收益率上限设为约 2.5%，承诺按需买入国债。该机制有效压低了政府融资成本、并将收益率曲线维持在低位，但也显著削

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

弱了货币政策独立性，导致后续难以控制通胀，最终与财政部达成协议，在 1951 年退出了 YCC。日本 YCC 覆盖短端政策利率与 10 年期国债收益率，操作更强调常规竞标与收益率固定操作相结合；澳大利亚则聚焦 3 年期政府债券，以定期或临时购债配合借贷工具支持市场流动性，目标执行偏离后较快退出。总体而言，YCC 能够强制引导利率，但将削弱央行独立性，并限制货币政策实施，因此难以实行。

图表 19：日本、美国和澳大利亚的 YCC 操作对比

	日本	美国	澳大利亚
核心目标	金融机构在日本央行账户中的政策利率余额（扣除基础余额及宏观附加余额后，适用政策利率的剩余余额）适用-0.1%的利率，10 年期日本国债收益率目标则为 0%左右。	固定美国国债收益率曲线，以降低政府战时融资成本并稳定国债市场。3 个月期国库券收益率钉住在 3/8%，长期国债收益率上限约为 2.5%。	将 3 年期澳大利亚政府债券收益率锚定在目标附近，以降低全经济融资成本并支持信贷供给。初始目标为 0.25%，后下调至 0.10%
操作时期	2016 年 9 月-2024 年 3 月	1942 年 4 月-1951 年 3 月	2020 年 3 月-2021 年 11 月
定价机制	收益率目标制。常规购债和固定利率购债相结合。	收益率钉住制。固定的是特定期限国债的收益率。	收益率目标制，不是价格型目标；目标券最初为剩余期限最接近 3 年的国债，后固定为 2024 年 4 月到期券
执行方式	常规购债采用竞争性招标，根据市场情况调整购买规模与期限；在收益率上行压力较大时通过固定利率购债，以预先公布的收益率按需购债。	在二级市场按需买卖国债，承诺以必要规模维护既定收益率。	必要时，通过二级市场定期购买目标券；并以持券借贷等工具支持市场流动性。
实际购债及持仓量	YCC 初期，央行指引是日债持仓余额按年增加约 80 万亿日元；2024 年 3 月退出 YCC 时，叠加 QQE 操作，央行账面日本国债约为 601.8 万亿日元。	1942-1945 年，美联储净购入约 203 亿美元美国政府证券，约占同期财政部新增发债的 10%；其中购入国库券约 133 亿美元，相当于战时国库券发行量的近 87%。	澳储行累计购买约 360 亿澳元澳大利亚政府债券：其中约 290 亿澳元为 2020 年 8 月-2021 年 10 月直接支持目标的购买，约 70 亿澳元为疫情初期维持市场功能时购入的相关期限债券。
效果	10 年期收益率长期围绕目标运行；但目标区间与上限曾多次放宽，说明维持 YCC 的市场成本和扭曲逐步上升。	**成功把收益率曲线维持在低位，但代价是美联储难以自主控制国债持有和货币供给**，最终 1951 年协议恢复货币政策独立性。	目标券收益率在 0.25%目标期平均为 0.24%，在 0.10%目标期平均为 0.09%；2021 年 10 月市场收益率上行及通胀数据强于预期，目标失守并于 11 月终止。

来源：日央行，美联储，堪萨斯联储，克利夫兰联储，圣路易斯联储，澳大利亚央行，华福证券研究所

四、风险提示

美国财政赤字恶化。经济超预期下行导致美国财政收入恶化，赤字上升带来美债供给大幅扩张。

政策力度不及预期。美国财政部的回购等政策工具调整力度不及预期。

历史经验失效。历史经验与现状存在偏差。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所　上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn