

元大戰情分析

短天期國庫券巨量發行能否壓制殖利率上行？

顏承暉

fattiger@yuanta.com

蔡諾安

Nuo.an@yuanta.com

事件

◆ 7/8 美國財政部公布國庫券標售計劃，28 天期從 550 億美元提高到 800 億美元、56 天期從 450 億美元到 700 億美元。

◆ 6 月底 TGA 餘額 3643 億美元，低於 4 月財政部季度再融資計劃 8500 億美元。

評論

今年上半年，由於舉債上限掣肘，美國財政部無法按照原先規劃的路徑順利籌資——Q1 原預計向市場籌資 8,150 億美元，但實際僅籌得 3,690 億美元；Q2 則預計籌資 5,140 億美元，最終估算僅約 700 億美元。儘管如此，美國實際財政赤字並未顯著收斂，缺口部分主要透過非常規措施填補，包括挪用財政部存放於聯準會的一般帳戶（TGA）資金，導致第二季末 TGA 餘額降至僅 3,643 億美元，遠低於 4 月設定的 8,500 億美元目標。

隨著「大而美法案」在 7 月初獲國會通過，舉債上限一併調升 5 兆美元，這意味著從今年 Q3 開始，美國財政部不僅需恢復常態發債以支應財政赤字，還需額外籌措資金以回補此前挪用的非常規資金。按照 4 月財政部的估算，若不計入 TGA 回補，Q3 需淨籌資 5,540 億美元；若將 TGA 餘額補足至 8,500 億美元，實際融資規模將高達 1.03 兆美元，創下自 2020 年第二季（當時融資 2.74 兆美元）以來的新高（見圖 1）。

為避免巨額融資推升長期國債殖利率，財政部長貝森特於 7 月 7 日表示，將優先透過發行短天期國庫券補充 TGA 現金，而非增加長天期國債供給。根據財政部公告，28 天期及 56 天期國庫券的每週發行量均上調 250 億美元，意味著每月將額外從市場抽走約 2,000 億美元。然而，單靠短天期工具融資，是否真的能避免債券殖利率上升？

歷史經驗顯示，答案可能並不樂觀。當政府過度依賴短天期工具融資時，美國債務的平均到期日將縮短，而平均到期日與殖利率曲線斜率（30 年期減 3 個月期利差）往往呈現明顯負相關（圖 2）。其背後原因主要有二：

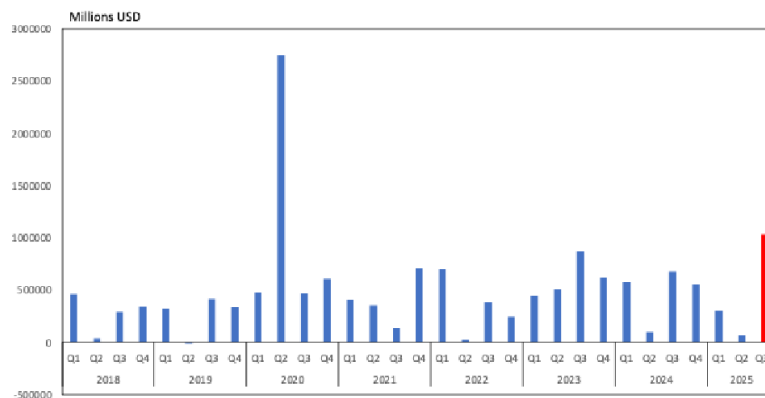
一、財政赤字膨脹與期限溢酬上升：過往觀察顯示，美國財政赤字擴大與殖利率曲線斜率之間呈高度正相關。當赤字過度膨脹，即便主要仰賴國庫券融資，市場也會因擔憂政府債務可持續性，要求更高的期限溢酬，推動長端利率上升並導致曲線陡峭化（圖 3）。

二、央行獨立性受威脅：隨著政府對短期再融資風險的敏感性升高，對聯準會的寬鬆政策施壓可能愈發頻繁。這可能短期壓低政策利率，但同時推高通膨預期，進一步拉大長短期利差。

綜上，美國財政部透過短天期國庫券籌資的策略，雖能暫時緩解長債供給壓力，但從歷史經驗來看，這種做法難以消除市場對財政赤字惡化的疑慮。隨著債務平均到期日縮短，再融資風險與政策約束將同步上升，未來殖利率曲線恐呈陡峭化趨勢。若要根本化解融資成本上升壓力，唯一可行的選項可能是聯準會啟動降息並容忍美元走弱，以緩和市場對美國債務可持續性的擔憂。

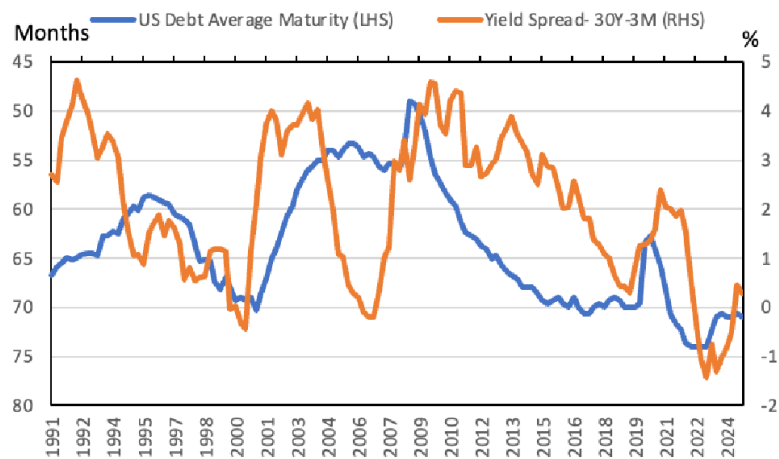
請參閱末頁之免責宣言。

圖 1：每季度美國財政淨融資規模



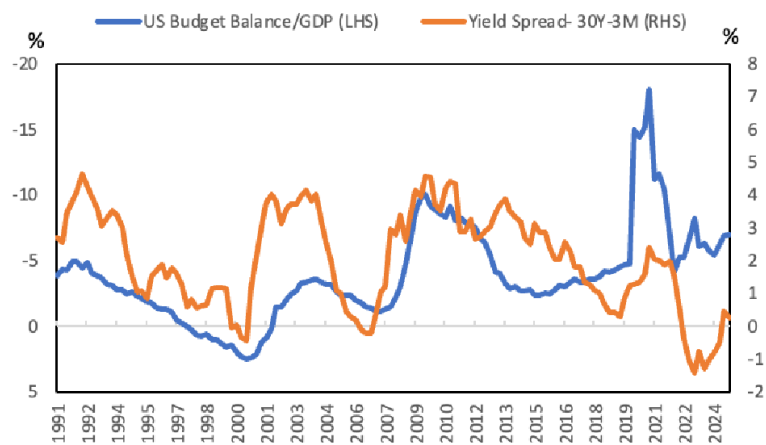
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 2：美國國債平均到期日與長短利差



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3：美國財政赤字與長短利差



資料來源：Bloomberg、元大投顧

