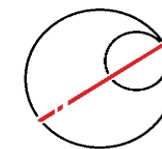


专业的宏观和行业汇总内容 微信macroamy整理

美日长端债券风波

GMF Research

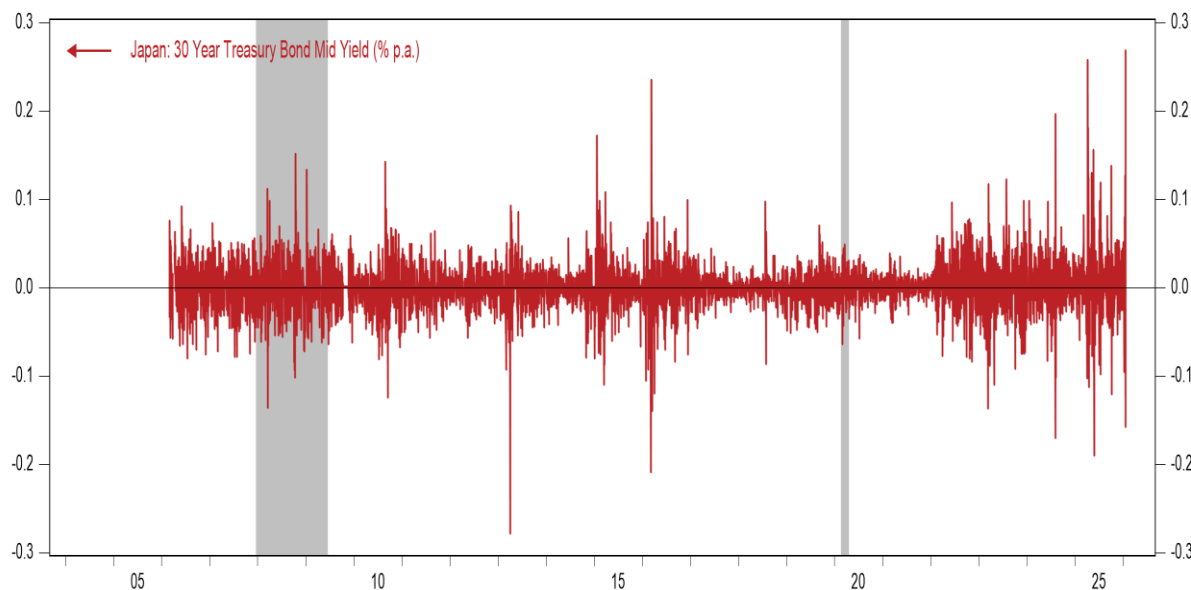
2026/1



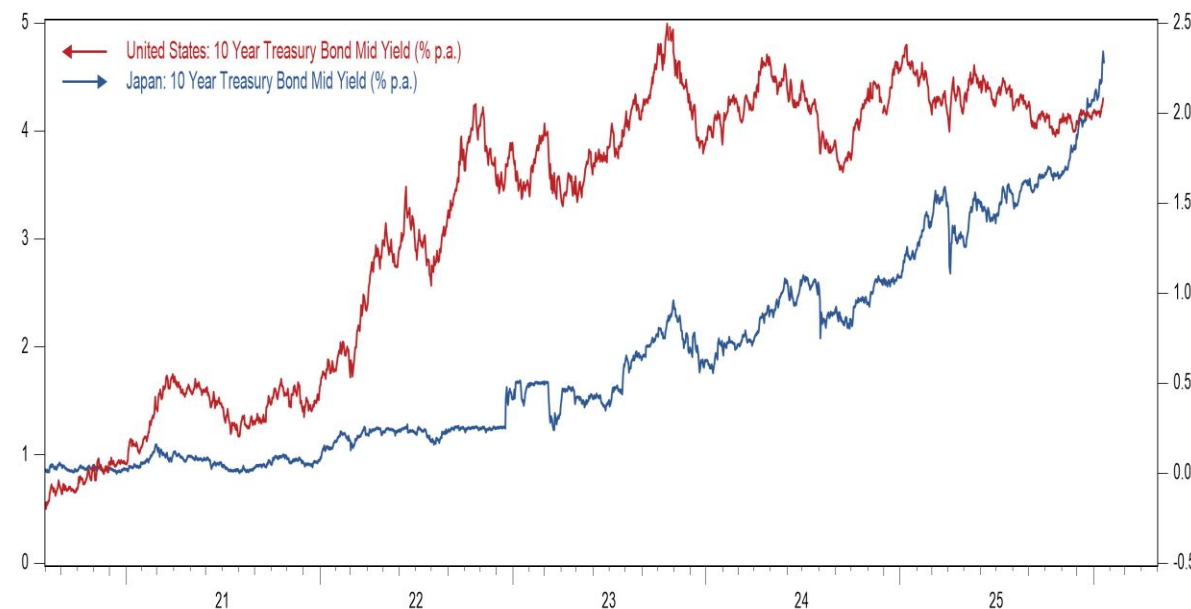
美日长端利率再现大幅飙升

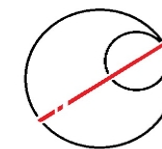
- 19和20号两个交易日，美债10y和30y分别上了12bps和14bps，日债10y和30y飙升了16bps和40bps，其中30y日债利率单日上升27bps，这是过去20年内最大的单日升幅。
 - 10y和30y的日债的2日波动分别创下了过去20年的5倍和8倍标准差事件。一些投资者将此称为日本的“Truss时刻”（对应2022年的英国养老金危机）。
 - 欧洲市场波动较小，德、法、英的10y利率分别上升了4bps、2bps和0bps。
- 10y美债利率重回2025年7月以来最高，10y日债利率再创1998年后最高水平。

30年期JGB的单日波动幅度



10年期美债和日债利率

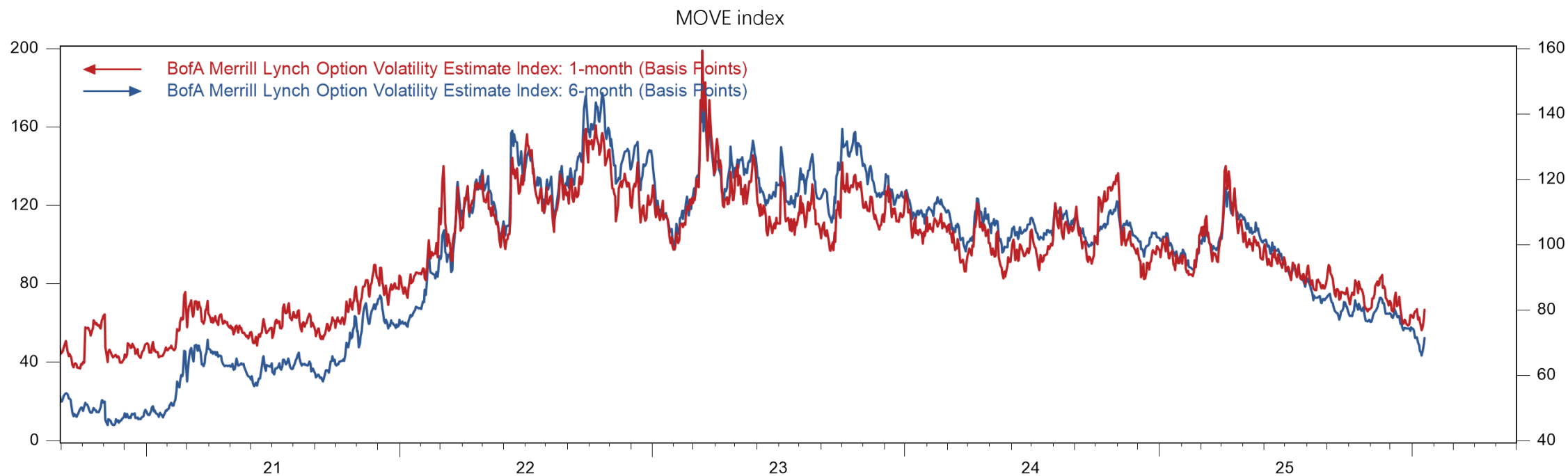




美债隐含波动率从底部反弹

- 在上周五，MOVE指数已经降至2022年以来最低，本周显著反弹。

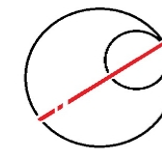
专业的宏观和行业汇总内容 微信macroamy整理



日债情况是多重因素交织（1）：财政宽松担忧

- 高市早苗决定解散众议院，正式启动2月8日大选的竞选活动。
 - 可能增加自民党席位，增加财政宽松（responsible and proactive fiscal policy）风险。
 - 高市提出将8%的食品消费税减免2年，尽管自民党声称使用政府资产（如外汇和养老金特别账户）作为资金来源，但市场并不买账。
- 有观点认为减免消费税是打开了潘多拉魔盒。
 - 两年后将食品消费税率从0%恢复到8%几乎不可能。
 - 干预消费税长期以来被视为财政纪律最后堡垒，被视为迈向不负责任的扩张性财政政策。事实上，自1989年消费税制度引入以来，日本消费税从未被下调过。
 - 减税和高市早苗的针对高新技术投资主张不符，更像民粹主义政策。

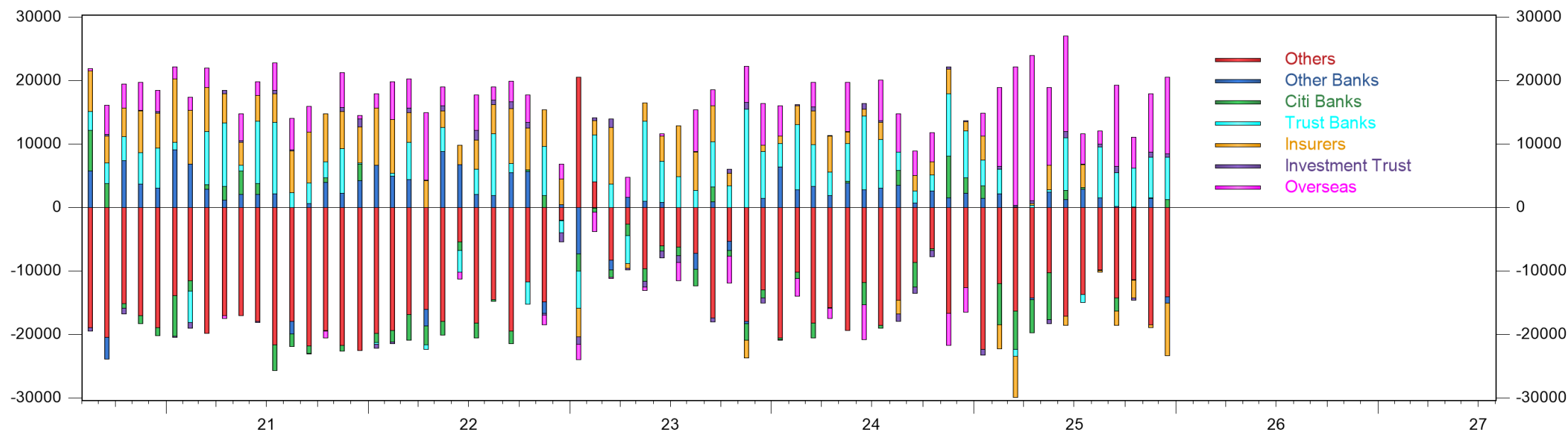
时间	内阁	事件	税率变化	备注
1989年4月1日	竹下登内阁	引入消费税	0% → 3%	取代了之前的物品税，遭到强烈反对。
1997年4月1日	桥本龙太郎内阁	首次增税	3% → 5%	包含地方消费税1%。
2014年4月1日	安倍晋三内阁	二次增税	5% → 8%	旨在筹措社会保障财源。
2019年10月1日	安倍晋三内阁	三次增税	8% → 10%	标准税率升至10%，引入“轻减税率”。

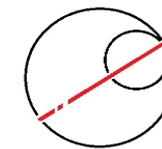


日债情况是多重因素交织（2）：国内买盘结构性不足

- 2025年以后，海外投资者成了超长端日债最重要的边际买家。
- 养老金、险资、城市银行或者不买了，或者转为净卖出。
 - 近期有报道称，日本监管机构计划加强对地区金融机构 JGB 未实现亏损的监管，使得银行越跌越不敢买。
 - 海外投资者往往是价格不敏感的投资者，只有利率上升到足够有吸引力才会被动入场。
- 21号糟糕（但并非最差的一次）的20年期日债拍卖放大了市场担忧。

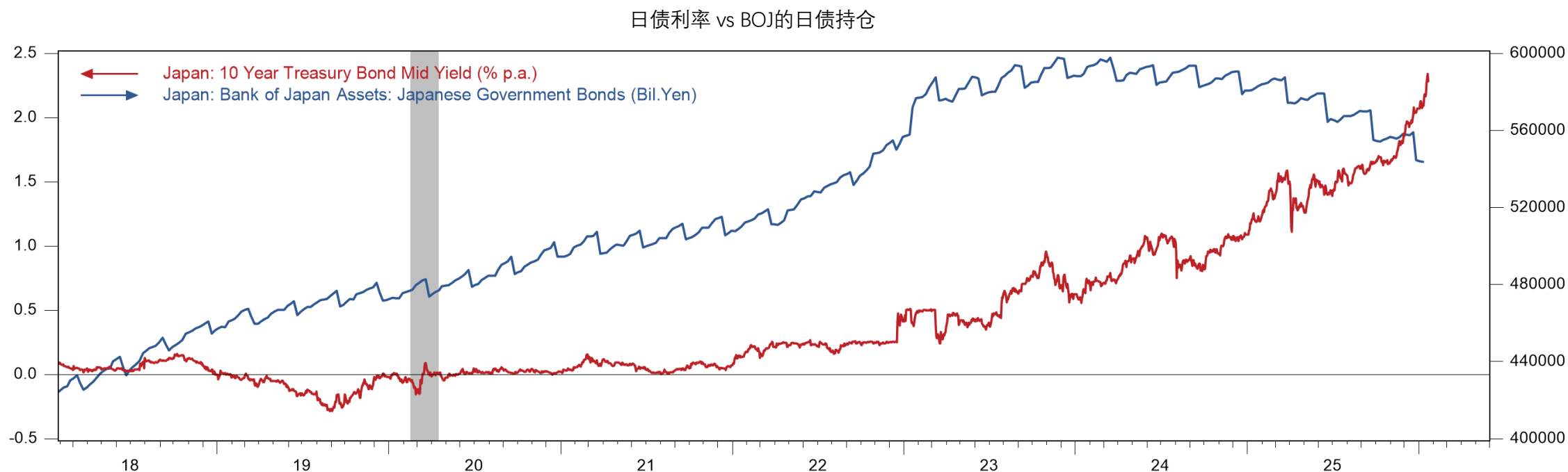
超长端日债（10年以上）的每月净购买量（分机构，亿日元）

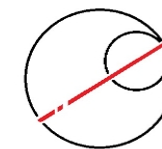




日债情况是多重因素交织（3）：BOJ对长端利率的容忍度仍高

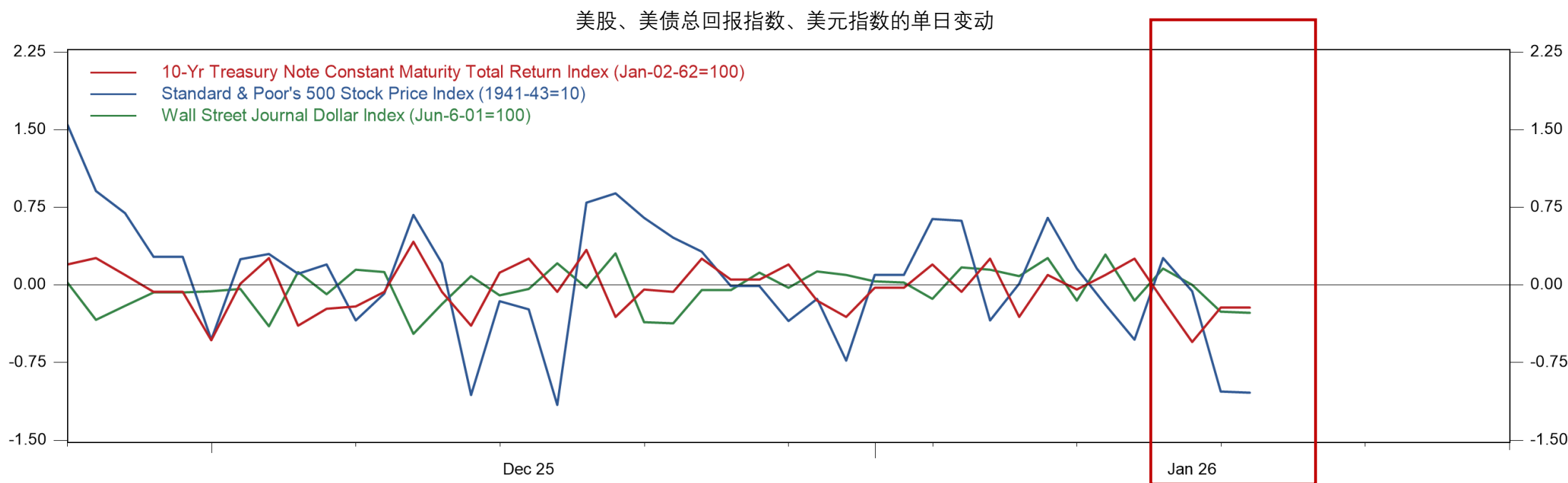
- 植田和男多次强调，长端利率原则上应由“金融市场自主决定”。
 - 2025年12月：日本长期债券收益率的上升速度“有些快”，但重申长期收益率应原则上由市场决定。
- 尽管BOJ曾经表示“将通过增加临时购买（Rinban）来灵活应对利率的快速上涨”，但考虑到长端利率的上升是由财政担忧推动的，而且日元的相对弱势（增加够债只会进一步打压日元），因此市场认为门槛是很高的。
 - 2025年BOJ几乎没有进行过任何的Rinban。

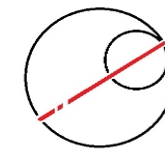




美债则主要来自特朗普政策不确定性的影响

- 市场延续去年对等关税时的交易逻辑：Trump stupidity上升，卖美国，买黄金。股债汇三杀。
 - 背后反映出美国资产本身的“risk premia”上升。
- 上一次这么明显的三杀主要是出现在去年4-5月对等关税（政策不确定性飙升）+大美丽法案（增加财政可持续担忧）。

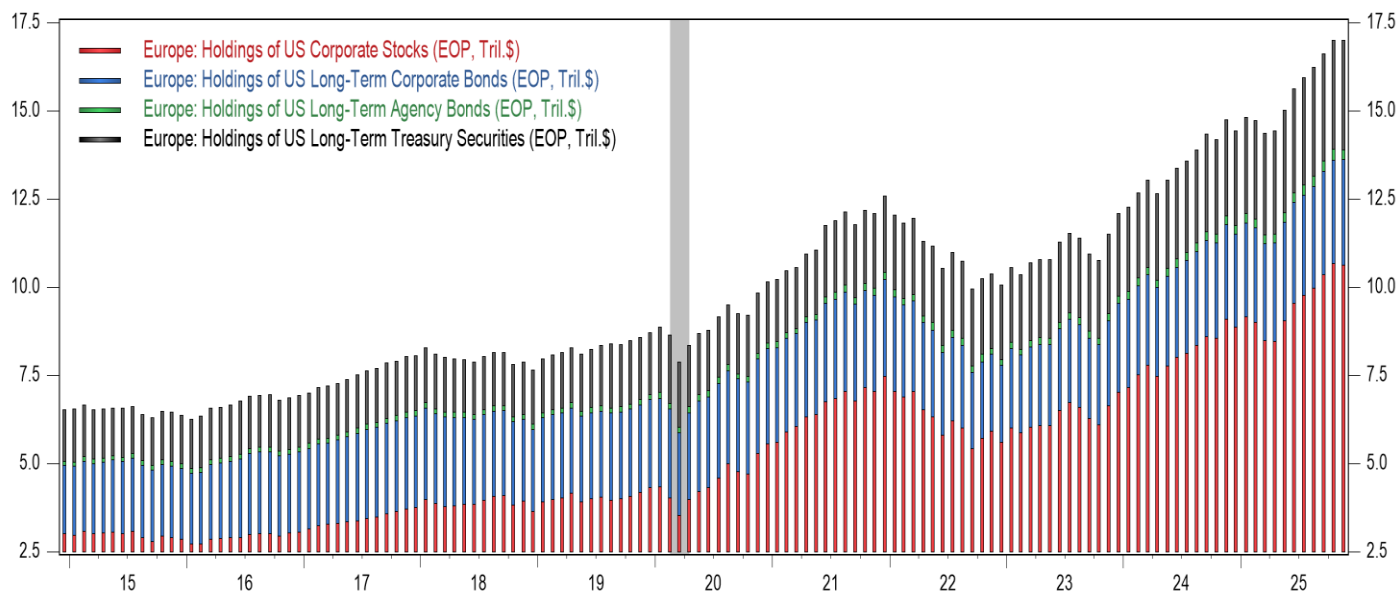




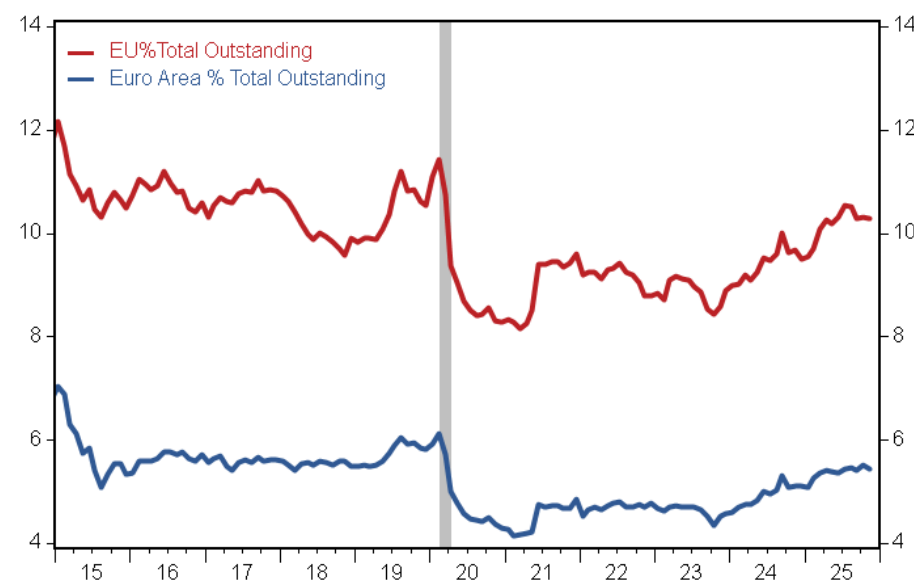
此外传言欧洲将抛售美债放大了市场担忧

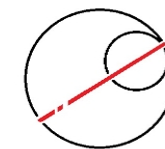
- 这一传言主要源于德意志银行（DB）全球外汇研究主管George Saravelos于1月18日发布的一份报告。
 - 该报告并非宣布欧洲官方计划抛售，而是作为分析性警告
- 目前欧洲持有大约17万亿美元的美国资产，包括大约10万亿美元的股票，3万亿美债，3万亿的企业债。
- 欧洲持有的美债占美债存量的10%，其中欧元区持有的美债占美债存量的6%。
- 21号和22号，丹麦和瑞典的两家养老金分别宣布将/已经抛售美债持仓，加剧市场恐慌。

欧洲持有的美元资产



欧洲/欧元区持有的美债占美债存量之比

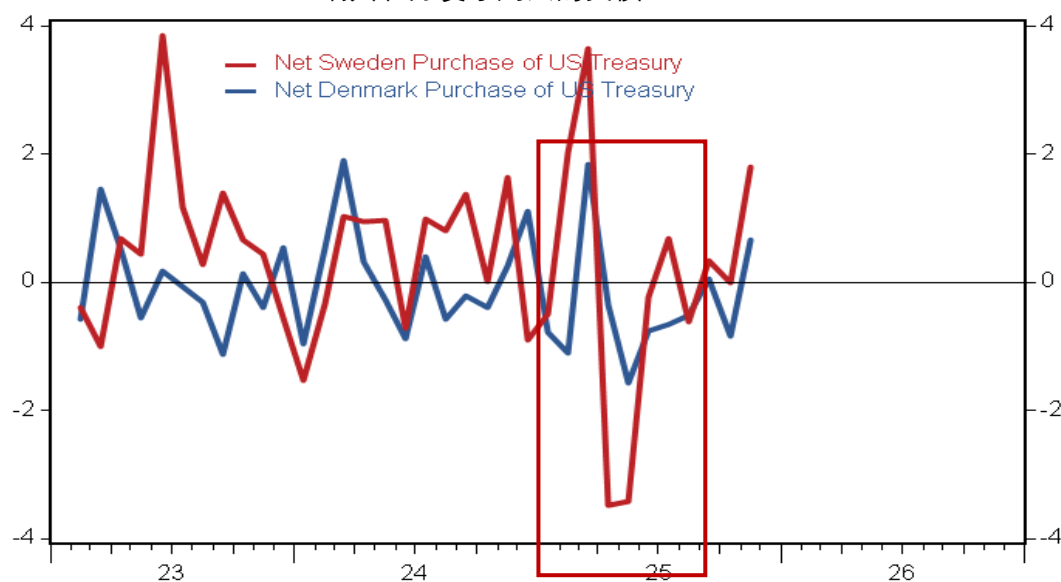




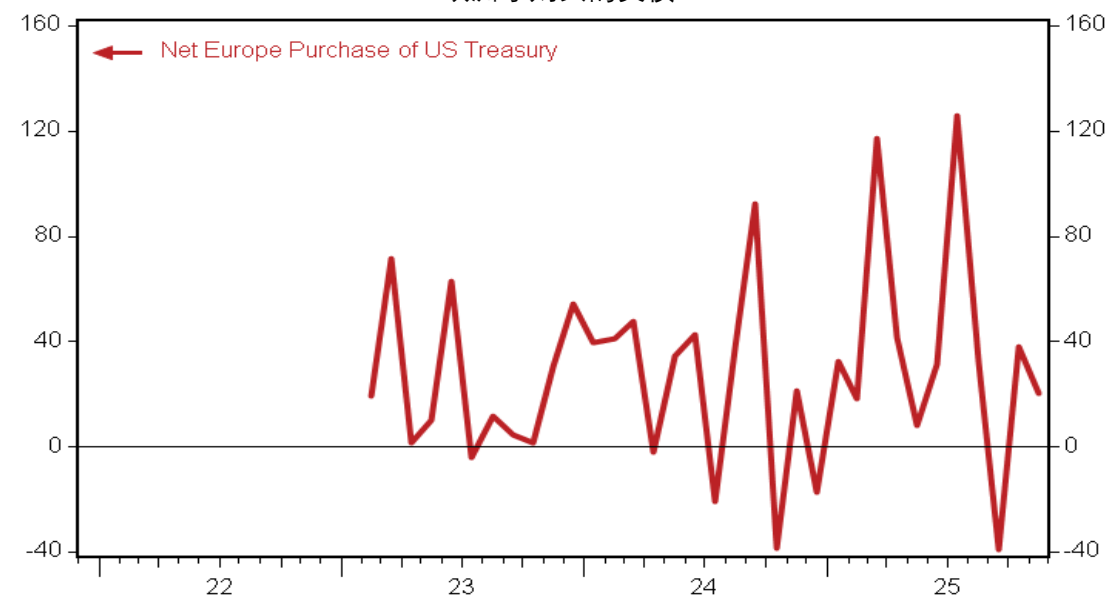
丹麦和瑞典的抛售主要是在2025年4-7月进行的

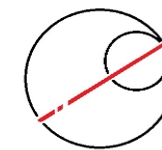
- 从TIC的数据（用foreign holding of US treasury 减掉 valuation adjustment）可见，丹麦和瑞典确实在卖美债，但主要是4-7月对等关税推出后卖的。
- 其中，瑞典在4-5月累计卖了70亿，此后基本不买也没卖；丹麦是4-8月每个月大概卖5-10亿。4-11月累计看，瑞典抛了50亿，丹麦抛了40亿。但如果2025年1-11月累计看，瑞典反而是小幅净买入的（主要是1-3月买的），丹麦累计抛了40亿。
- 欧洲整体而言在2025年反而是净买入美债的，累计大约买了4000亿，其中欧元区买了1600亿。
- 所以这次出来表态的国家，可能恰恰是去年4月以后抛美债抛的比较狠的（可能因为对特朗普政策的不信任，也可能是纯粹的看空美债表现），而大多数欧洲国家还在默默的继续买。

瑞典和丹麦净购买的美债



欧洲净购买的美债



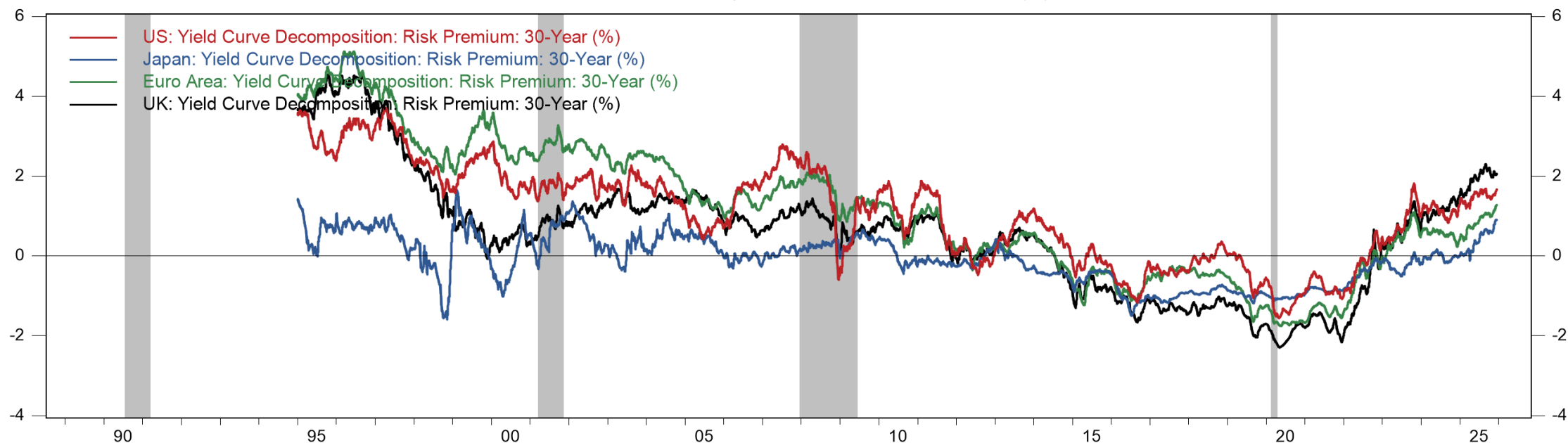


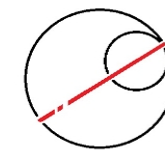
拉长视角，本次波动又是“债券义警”的再次行动

- G7超长端国债的期限溢价在2025年大幅、快速上升。
 - 美债30y期限溢价上升了大约50bps，日、欧、英分别上升了90、100和60bps。

专业的宏观和行业汇总内容 微信macroamy整理

美欧日英长端利率期限溢价

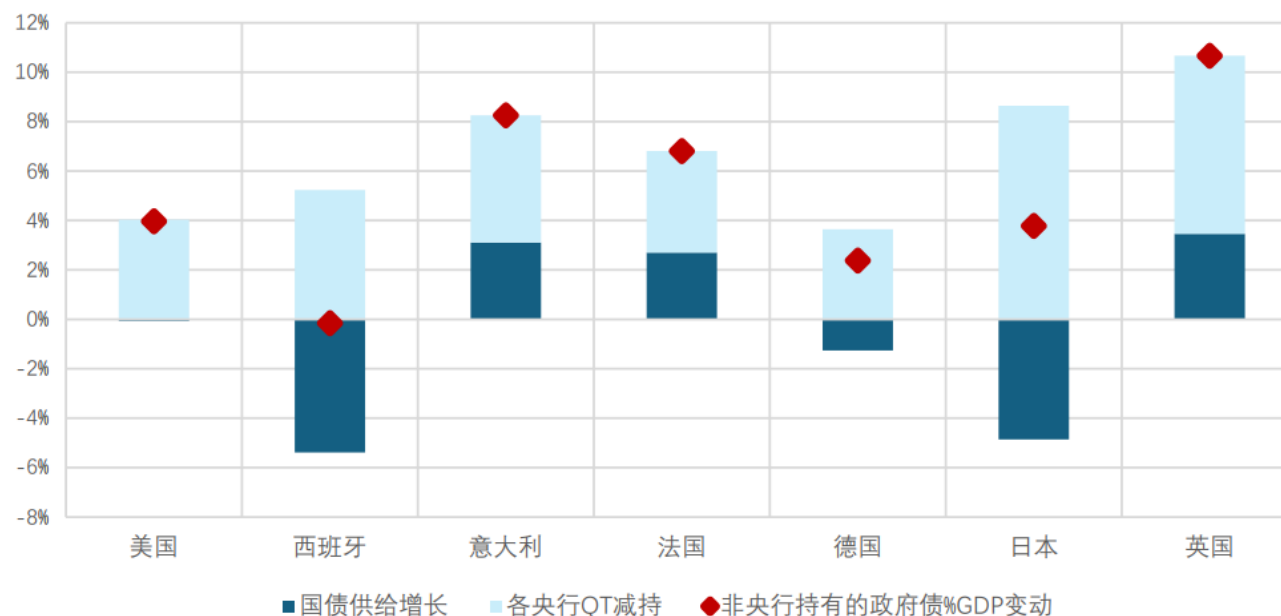
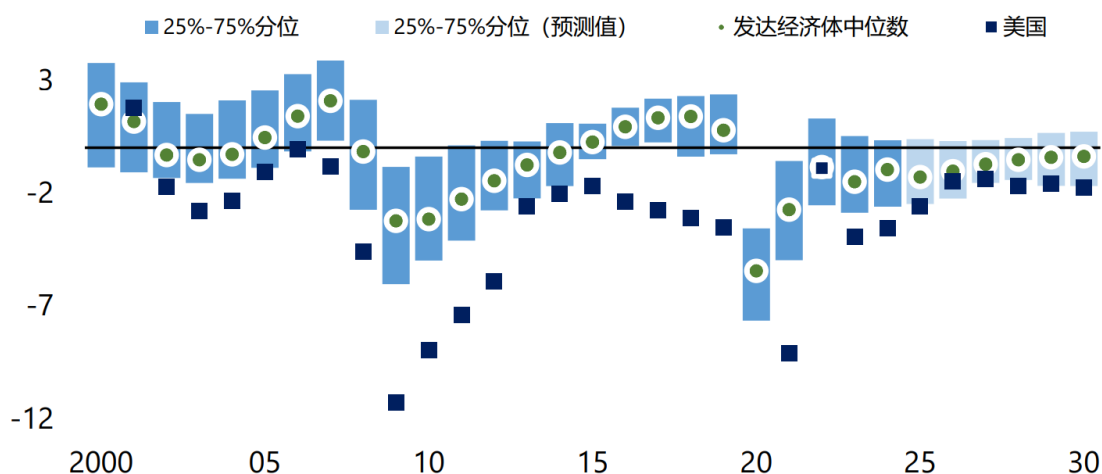


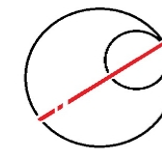


供给侧看，财政赤字高企+各央行持续量化紧推升久期供给

- 各国政府与选民习惯了疫情后宽财政的政策环境，不愿主动实施紧缩的财政政策。
 - IMF的预测显示未来5年发达经济体的**基础财政**状况普遍是赤字。
- 持续的量化紧缩将久期风险转嫁至私营部门。
 - 2023 年以来，美联储、英格兰银行和日本银行各自减持的国债规模占各自 GDP 比重分别为 4.0%、7.2%和 8.6%；欧洲央行减持的德国、法国、意大利和西班牙主权债规模占各自 GDP 比重则分别为 3.6%、4.1%、5.2%和 5.2%。

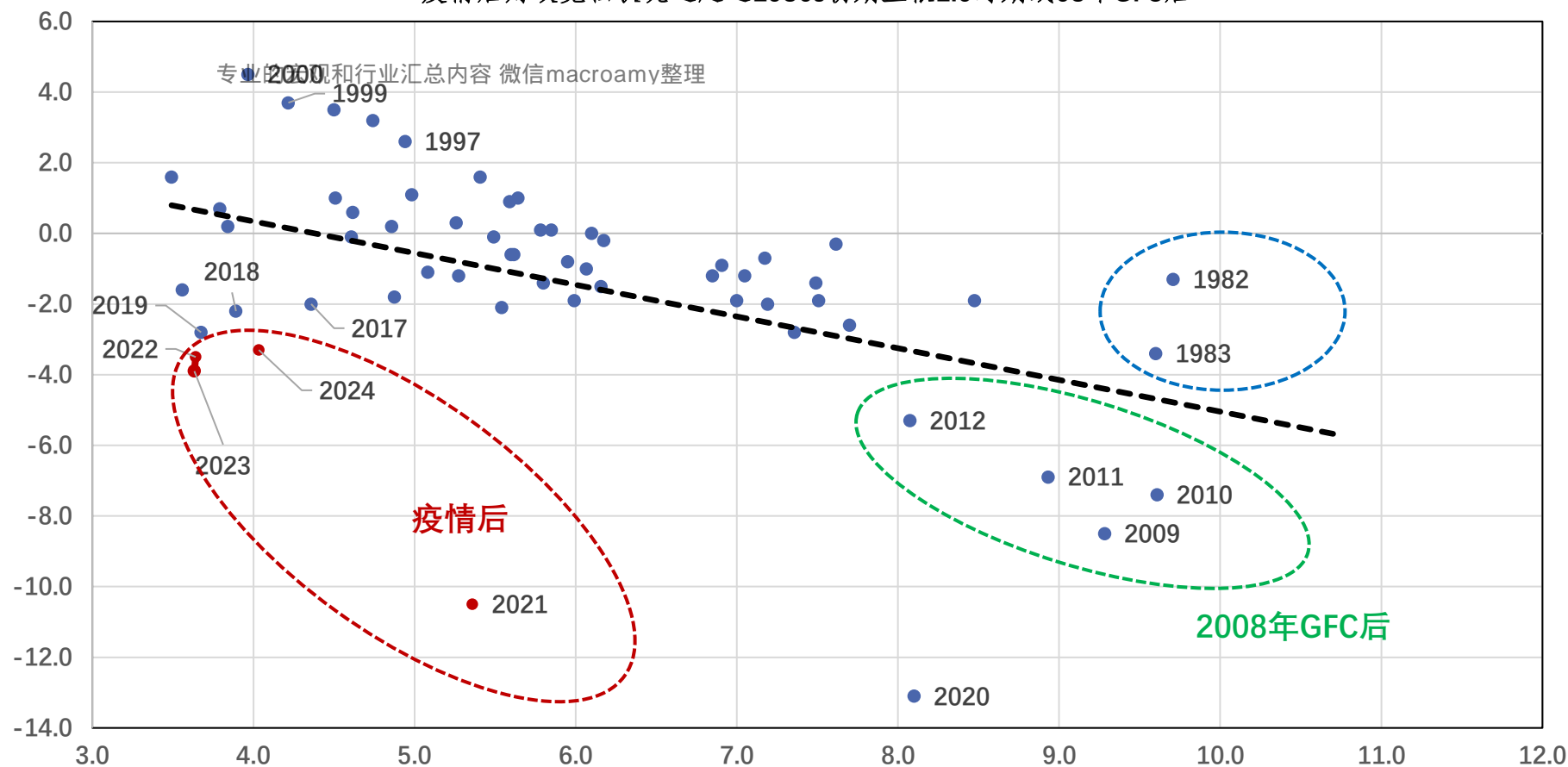
图 2：2025 年 4 月 IMF 对未来发达经济体基础财政盈余的预测值



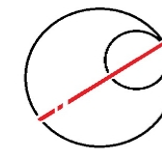


需求侧，对各国财政的可持续担忧抑制购买

1940年代以来的美国基础财政盈余（纵轴） vs 美国失业率（横轴）
疫情后财政宽松状况远超过1980s初期里根1.0时期或08年GFC后



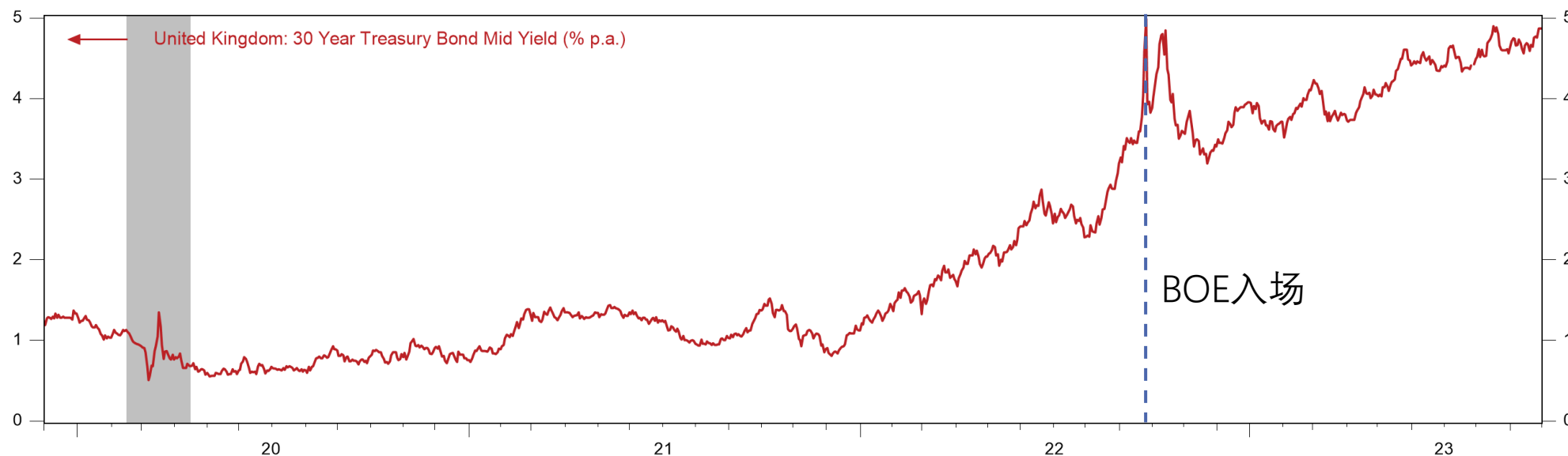
数据来源：CBO, GMF Research

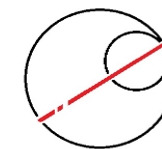


关注全球长端利率上升的潜在风险

- 日债和美债利率上升有两个明显的风险点。
- 一个是直接压制风险资产价格。之前我们提过一个简单的拇指法则：美债利率短期内每增加10bps，会冲击标普500大约0.7-1%。今天标普开盘跌1.3%，大约也符合10y利率12bps左右的上行。这个风险相对看得见、摸得着。
- 另一个是利率无序上升是否会对特定金融机构带来流动性冲击，类似于英国养老金。目前日本方面还没有爆出相关消息，其金融市场的自由化程度也不及美英，但仍然是一个看不清的风险点。

2022年英国养老金危机期间的30y英债利率



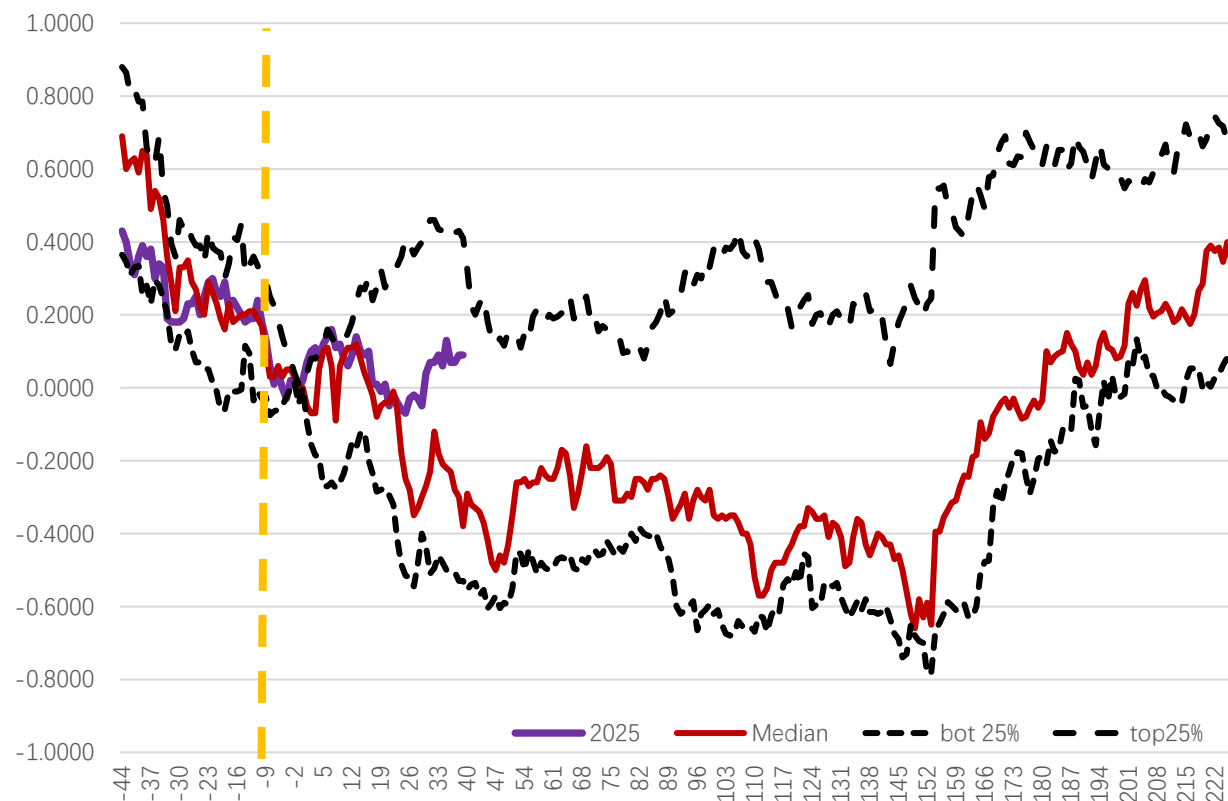


展望2026年，结构因素和周期因素仍然利空G7长端利率

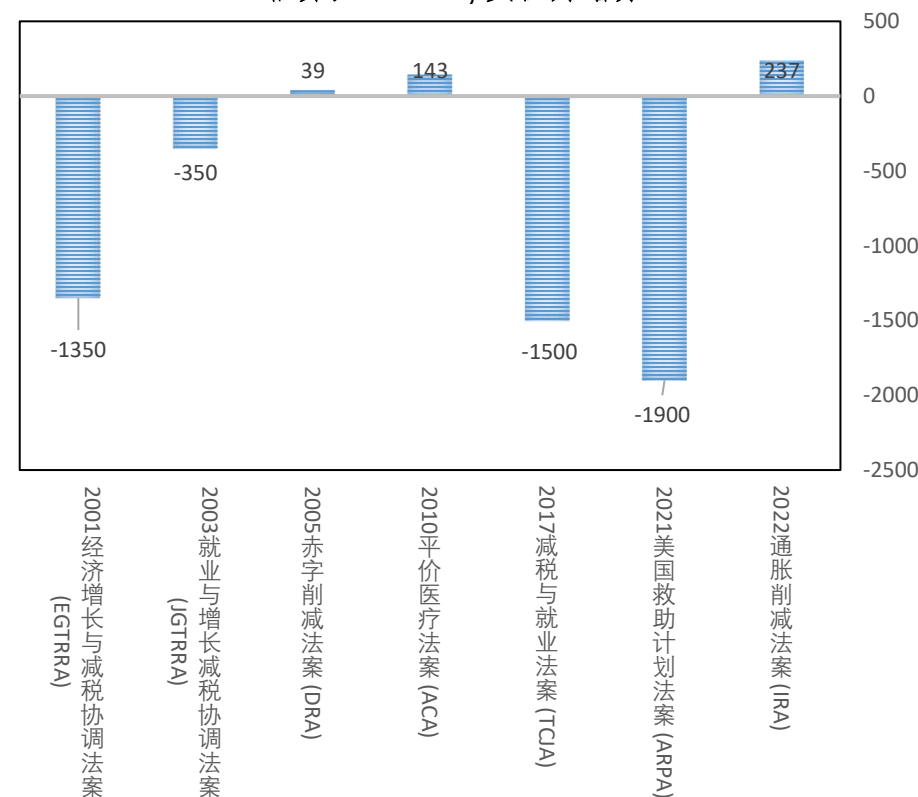
- 短期存在超卖，可能阶段性回补，但中期看随着经济拐点到来，叠加距离中选（分裂国会才有可能带来阶段性紧缩政策）还有一年，因此财政宽松担忧仍然萦绕在投资者头上。

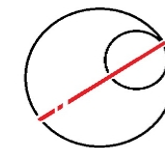
专业的宏观和行业汇总内容 微信macroamy整理

10y美债利率：软着陆降息前后260个交易日的中位走势
(首个降息日的点位标准化为0)



过往20年的预算协调法案的10年增赤幅度
(CBO估算, Bil USD, 负值为增赤)





联系我们

- GMF Research（坦途宏观）是国内领先的独立市场研究机构，聚焦美、欧、日发达经济体基本面、美元流动性以及大类资产（FICC）研究，旨在为金融机构与企业提供全球宏观领域的一站式投研、路演与培训服务。



坦途宏观

微信扫描二维码，关注我的帐号