

财政与流动性压力交织，美债收益率下行

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

截至4月25日，美债收益率整体下行。财政部小幅延长发行久期以平衡结构，赤字压力依然存在，市场维持避险情绪。美债期货净空头持仓小幅回升，短端降息预期有所降温。流动性方面，财政部发债回笼资金，市场避险需求增强。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止4月25日，10年期美债收益率两周下行了19bp。10年期美债收益率下行至4.29%。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率下行22bp，30年期美债收益率下行11bp。近两周长短债收益率均下行。

美债市场变动。实际债券发行来看，4月下旬美债发行久期小幅回升，2年期686.4亿，5年期698.84亿，7年期439.129亿，反映出财政部适度加大中期债供给以平衡债务结构与再融资风险。美国3月财政赤字1605.3亿美元，较上月有所减少，12个月累计赤字回落至2.07万亿美元。财政压力存在，整体市场仍倾向于避险交易。

衍生品市场结构。美债期货净空头持仓小幅回升，截止4月22日投机者、杠杆基金、资产管理公司、一级交易商的净空头持仓反弹至559.8万手，显示出利率市场空头对冲需求短期开始有所增加。我们注意到，同期联邦基金利率期货市场继续保持净空头状态，回落至2.13万手，反映出市场对短期利率下行预期减弱。

美元流动性和美国经济。1) 货币：3月20日美联储宣布利率维持在4.25%-4.50%，3月CPI回落至2.4%，低于市场预期，美联储降息预期升温，令市场押注6月降息，全年或降息100基点。鲍威尔强调数据依赖，若通胀持续下行且就业走弱，可能启动降息；反之若通胀反弹，将维持高利率更久。当前市场与美联储的预期差将成为影响二季度资产走势的关键。2) 财政：截至2025年4月，美国财政状况面临多重挑战，财政赤字持续扩大，债务总额已超过36万亿美元，利息支出成为联邦预算中增长最快的部分。海外投资者对美债的需求减弱，亚洲对冲基金的抛售加剧了市场波动，进一步削弱了美债的避险属性。美国财政TGA存款余额截止4月23日规模两周环比增长2609.7亿美元，同时美联储逆回购工具两周增长107.37亿美元，反映财政部集中发债回笼流动性，同时市场避险情绪回暖。3) 经济：截止4月19日美联储周度经济指标2.68（两周前为3.07），显示美国经济活动的增长动能出现回落。

■ 风险

油价快速上涨风险，流动性快速收紧风险

目录

核心观点	1
重点解读	3
美债利率	5
美债市场	5
衍生品市场	6
流动性	7
美国经济	8

图表

图 1：美债收益率曲线 单位：%	3
图 2：美国历年 4 月总体债务水平 单位：万亿	3
图 3：美债收益率曲线熊陡 单位：%	5
图 4：经济增长因子短期回升 单位：% YoY	5
图 5：通胀因子之库存回落 单位：% YoY	5
图 6：通胀因子之油价回落 单位：% YoY	5
图 7：交易商近期减持美债 单位：百亿美元	5
图 8：交易商近期增持通胀债券 单位：百亿美元	5
图 9：美债期货期权空头净持仓增加 单位：万手	6
图 10：投机者美债性空头净持仓增加 单位：万手	6
图 11：杠杆基金美债期货空头净持仓增加 单位：万手	6
图 12：资产管理公司美债期货多头净持仓增加 单位：万手	6
图 13：交易商美债期货空头净持仓减少 单位：万手	7
图 14：其他申报者美债期货多头净持仓减少 单位：万手	7
图 15：流动性指标摘要 单位：万亿美元	7
图 16：美联储会议纪要文本情绪 单位：%	7
图 17：美联储资产端占比和占比变动 单位：% PCT	7
图 18：美联储负债端占比和占比变动 单位：% PCT	7
图 19：美国就业市场和房地产市场 单位：%	8
图 20：进口价格和收益率 单位：% YoY, %	8
图 21：美国薪资增速和通胀 单位：% YoY	8
图 22：美国制造业 PMI 单位：% MoM	8

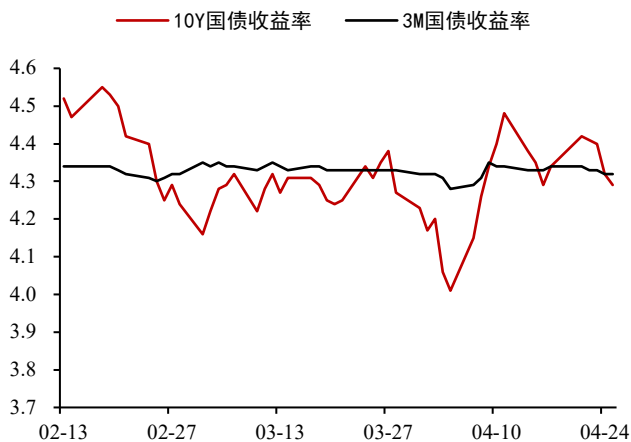
重点解读

美债收益率走势。

4月初以来，美债收益率出现了明显上行，主要受多重因素叠加影响。首先，市场对美国政府财政状况的担忧升温。截至2025年4月，美国国债总额已超过36万亿美元，债务占GDP比重突破120%，且财政赤字持续扩大。随着短期国债大量集中到期，尽管到期洪峰存在统计误读，但频繁滚动发债和不断扩大的利息支出，使得投资者对美国长期财政可持续性保持高度警惕，从而推升了美债的期限溢价。

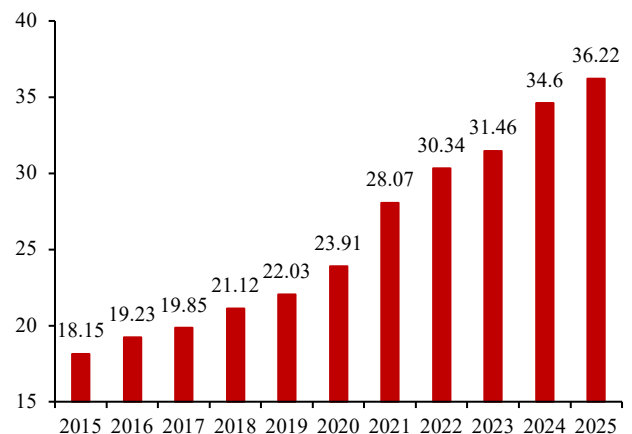
同时，外部政策不确定性加剧也对美债收益率上行形成推力。近期，特朗普政府在关税政策上释放反复信号，先是宣布大幅提高对华关税，后又释放出缓和言论。这种政策反复性导致市场对美国经济前景与贸易环境的预期摇摆，风险溢价上升。此外，外资配置美债的意愿出现边际减弱，特别是亚洲机构，如日本养老基金，有抛售美债的迹象，加剧了市场供需失衡，抬高了收益率水平。

图1：美债收益率曲线 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图2：美国历年4月总体债务水平 | 单位：万亿



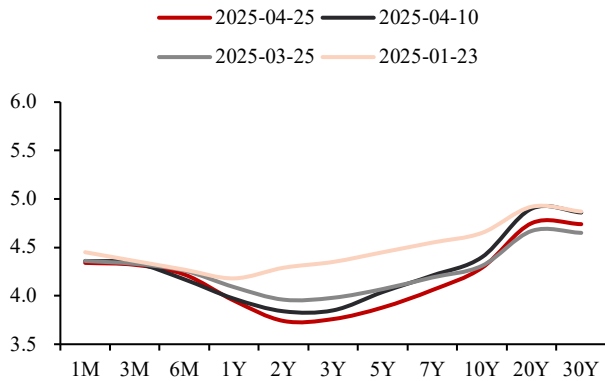
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

另一方面，市场对美联储政策路径的预期也发生了微妙变化。虽然美国通胀整体回落趋势延续，但由于关税扰动可能带来输入性通胀压力，加之美国资本市场波动放大，投资者对美联储提前降息的押注出现降温。联邦基金利率期货显示降息预期推迟，短端利率高位盘整，带动整体收益率曲线上移，10年期美债收益率重新逼近4.3%的阶段性高位。

整体来看，当前美债收益率的上行是财政基本面压力上升、政策不确定性增强、外资减持风险累积以及降息预期推迟多重因素交织的结果。未来收益率走势将取决于美国财政部发债节奏、美联储政策应对、外资需求变化及宏观数据表现，短期内美债收益率或仍维持在高位震荡格局。

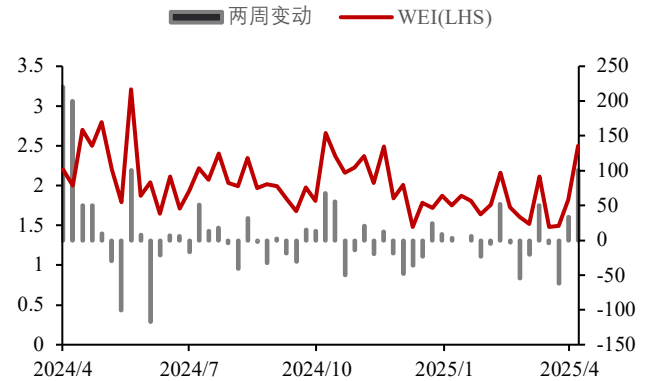
美债利率

图 3：美债收益率曲线熊陡 | 单位：%



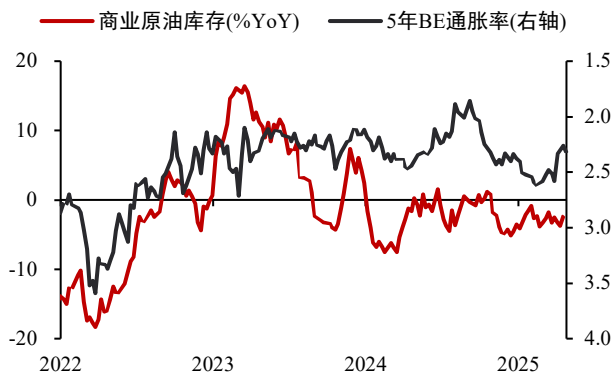
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：经济增长因子短期回升 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：通胀因子之库存回落 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

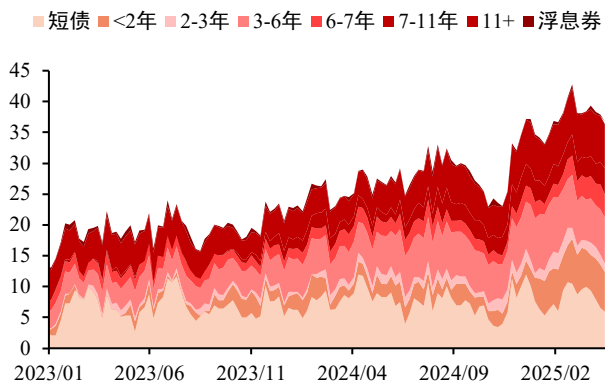
图 6：通胀因子之油价回落 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

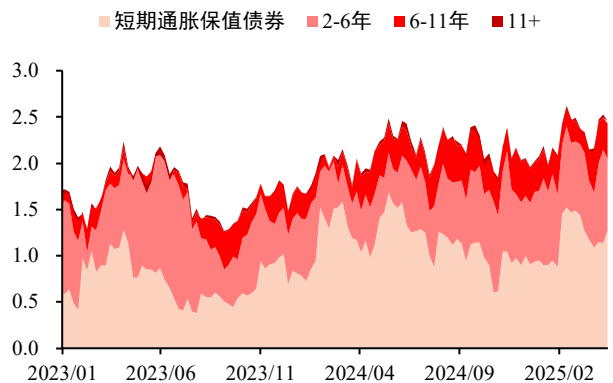
美债市场

图 7：交易商近期减持美债 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

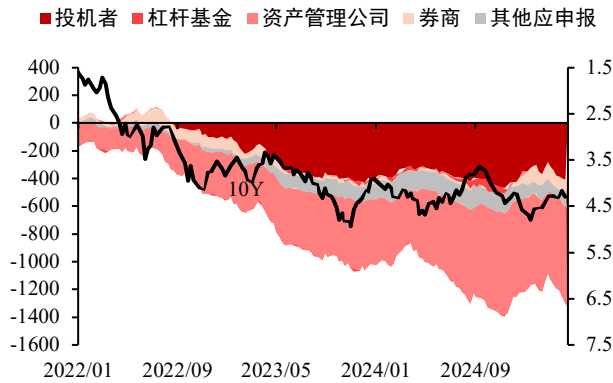
图 8：交易商近期增持通胀债券 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

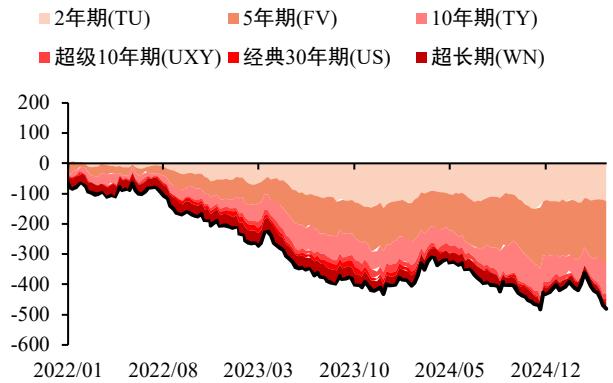
衍生品市场

图 9：美债期货期权空头净持仓增加 | 单位：万手



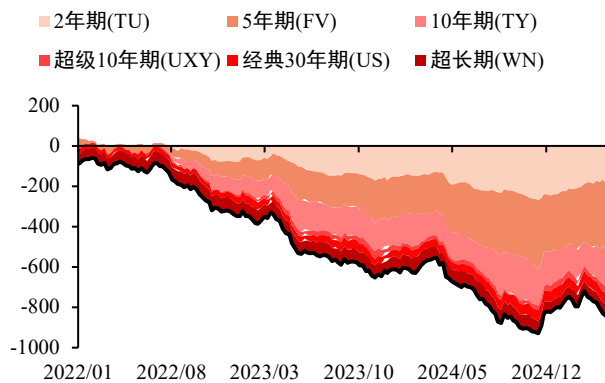
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 10：投机者美债期货空头净持仓增加 | 单位：万手



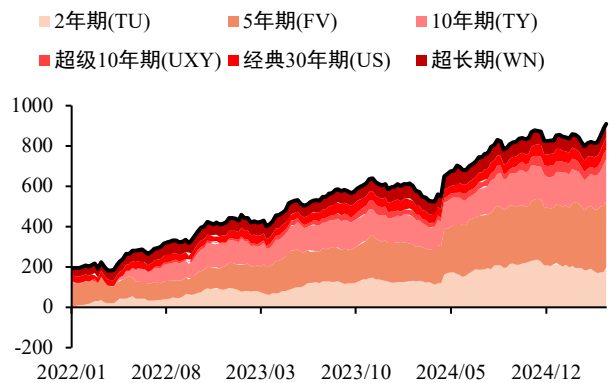
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 11：杠杆基金美债期货空头净持仓增加 | 单位：万手



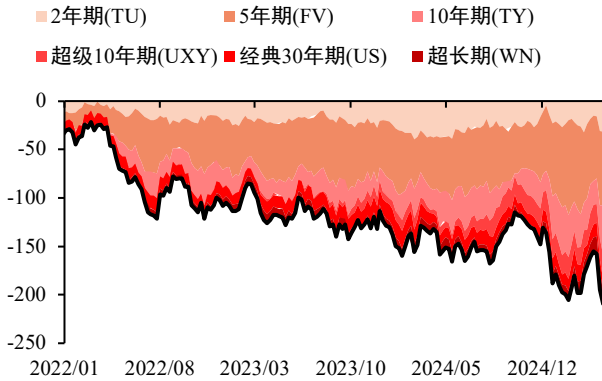
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 12：资产管理公司美债期货多头净持仓增加 | 单位：万手



数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

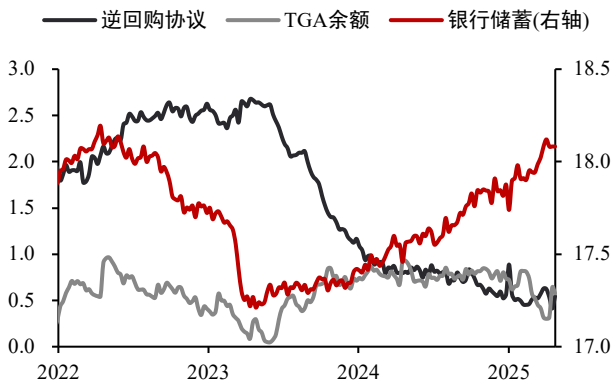
图 13：交易商美债期货空头净持仓增多 | 单位：万手



数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

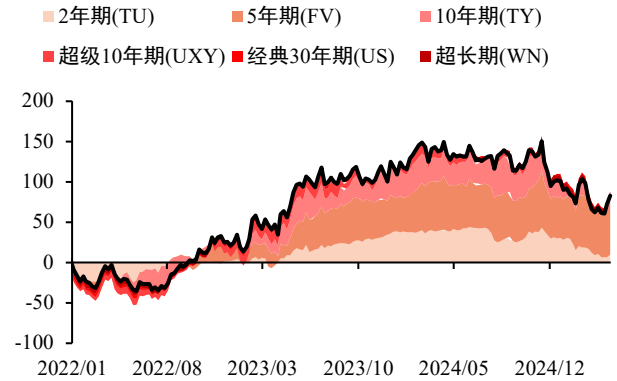
流动性

图 15：流动性指标摘要 | 单位：万亿美元



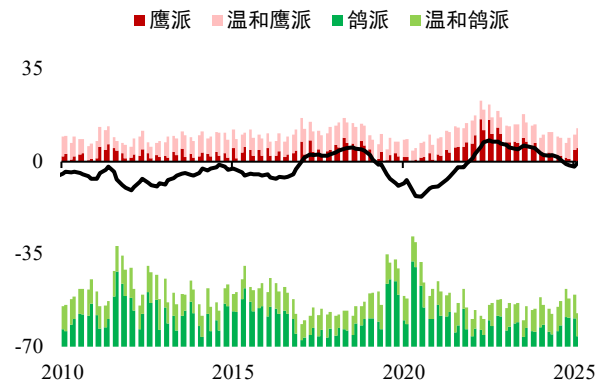
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 14：其他申报者美债期货多头净持仓增多 | 单位：万手



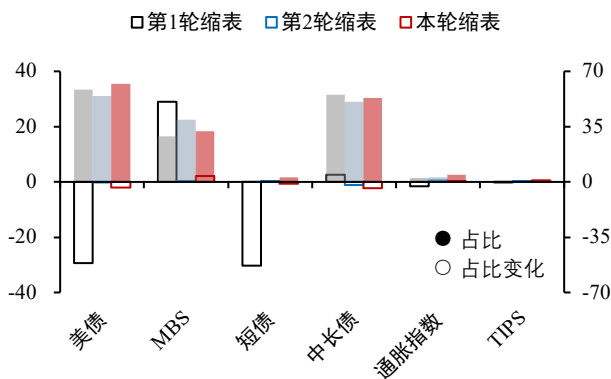
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 16：美联储会议纪要文本情绪 | 单位：%



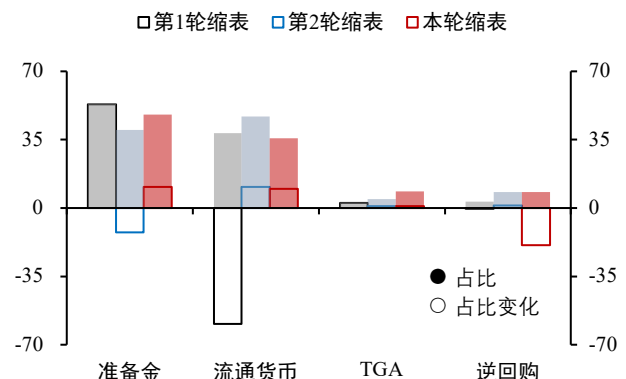
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 17：美联储资产端占比和占比变动 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

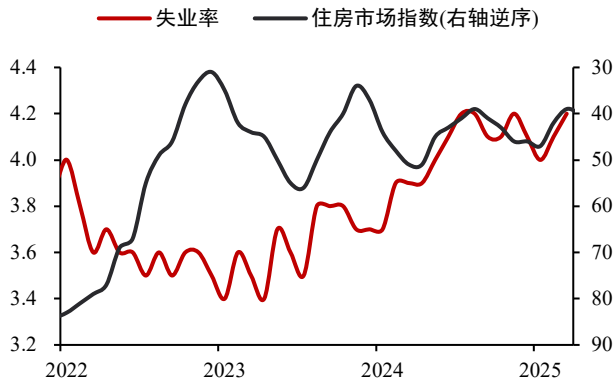
图 18：美联储负债端占比和占比变动 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

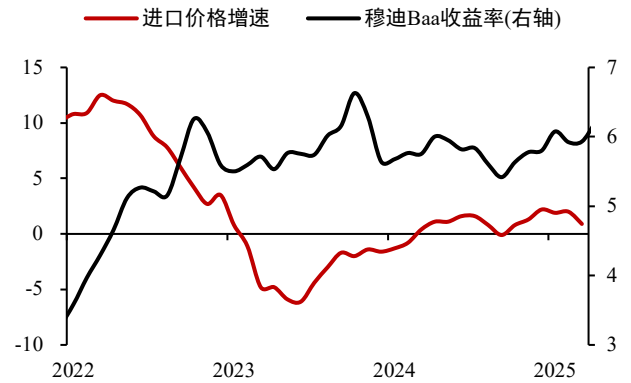
美国经济

图 19：美国就业市场和房地产市场 | 单位：%



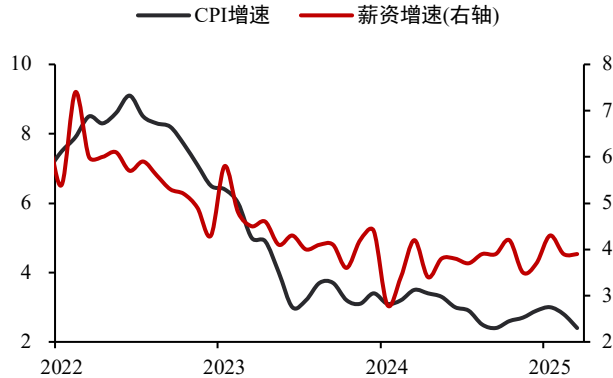
数据来源：iFinD 期货研究院

图 20：进口价格和收益率 | 单位：% YoY, %



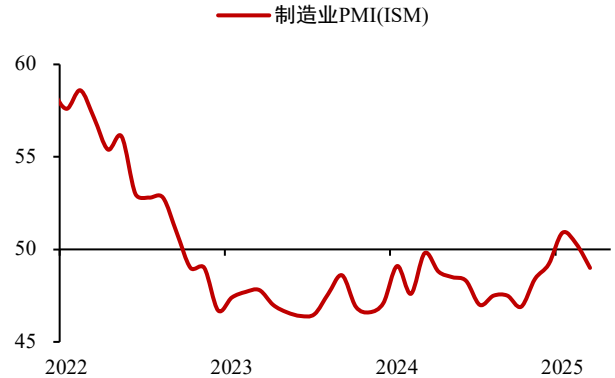
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 21：美国薪资增速和通胀 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 期货研究院

图 22：美国制造业 PMI | 单位：%MoM



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com