



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告|美债双周报 2025-08-30

美债收益率下行与财政风险累积

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

近两周美债收益率整体下行，短端降幅大于长端，10年期收益率回落至4.23%。美债期货市场空头持仓小幅回落，但联邦基金利率期货空头上升。7月非农疲软抬升降息预期，市场押注9月降息概率超八成。财政赤字与债务规模高企，美国国债突破37万亿美元。短期美债受避险与政策宽松支撑，但长期财政可持续性 & 美联储独立性风险或推升利率不确定性。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止8月29日，10年期美债收益率两周下降了10bp，10年期美债收益率曲线持续下行至4.23%。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率下降了16bp，5年期美债收益率下降了17bp。近两周短债较长债收益率下行更多。

美债市场变动。实际债券发行来看，8月下旬美债发行久期小幅波动，2年期683.6亿，5年期698.8亿，7年期439亿，20年期158.4亿。美国7月财政赤字2911.43亿美元，12个月累计赤字小幅回落升1.94万亿美元。

衍生品市场结构。美债期货净空头持仓小幅回落，截止8月26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回落至576.4万手，显示出利率市场空头对冲需求短期开始有所平仓。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，略有上升至40万手。

美元流动性和美国经济。1) 货币：2025年7月，美联储维持联邦基金利率在4.25%至4.50%不变，符合市场预期。政策声明中承认上半年经济活动增长有所放缓，同时强调经济前景仍具高度不确定性，措辞相比6月会议更趋谨慎。8月1日的非农就业疲软引发降息预期上升，市场押注9月美联储降息25bp的概率已超过80%。2) 财政：美国财政TGA存款余额截止8月27日规模两周环比上升803.3亿美元，同时美联储逆回购工具两周收缩90.5亿美元，美国财政存款回笼力度加大，而流动性更多来自财政端回收而非逆回购释放。3) 经济：截止8月23日美联储周度经济指标2.6（两周前为2.5），显示出经济环比短期稳定后有所好转。

■ 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	6
衍生品市场	6
流动性	7
美国经济	8

图表

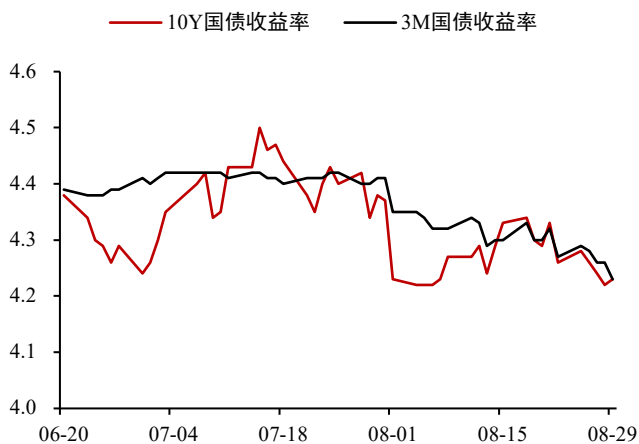
图 1：美债收益率曲线 单位：%	3
图 2：美债规模 单位：万亿美元	3
图 3：美债收益率曲线陡峭 单位：%	5
图 4：2 年期利率和 FFR 利差 单位：%	5
图 5：通胀因子之库存 单位：% YoY	5
图 6：通胀因子之油价 单位：% YoY	5
图 7：交易商美债持有情况 单位：百亿美元	6
图 8：交易商通胀债券持有情况 单位：百亿美元	6
图 9：美债期货期权净持仓 单位：万手	6
图 10：投机者美债期货净持仓 单位：万手	6
图 11：杠杆基金美债期货净持仓 单位：万手	7
图 12：资产管理公司美债期货净持仓 单位：万手	7
图 13：交易商美债期货净持仓 单位：万手	7
图 14：其他申报者美债期货净持仓 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	8
图 18：美联储负债端占比和占比变动 单位：% PCT	8
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

收益率走势与政策预期

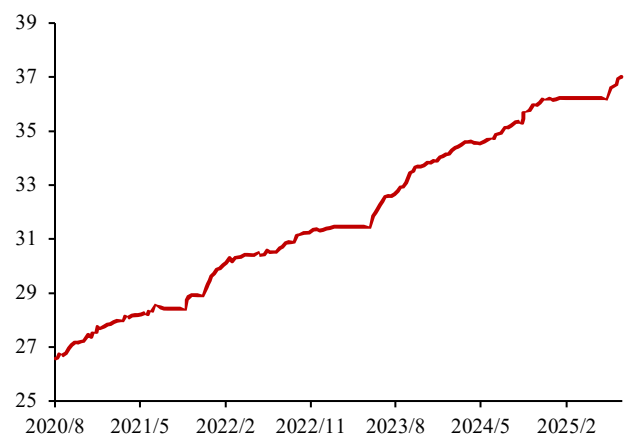
美国7月非农数据不及预期，就业数据进入转折点，前月就业数据连续下修、失业救济申领上升，令美联储内部出现鸽派呼吁提前降息的声音。与此同时，消费者对价格愈发敏感，反映整体消费力下降。美债收益率短期大幅下挫，但随后受CPI回升与美联储鹰派言论影响而反弹。月末在鲍威尔转鸽的指引下，收益率再次下探至4.2%左右。整体上，市场已高度预期美联储9月重启降息，长端利率下行空间有限，短端则受压制更明显，导致收益率曲线继续保持陡峭化特征。

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：美债规模 | 单位：万亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

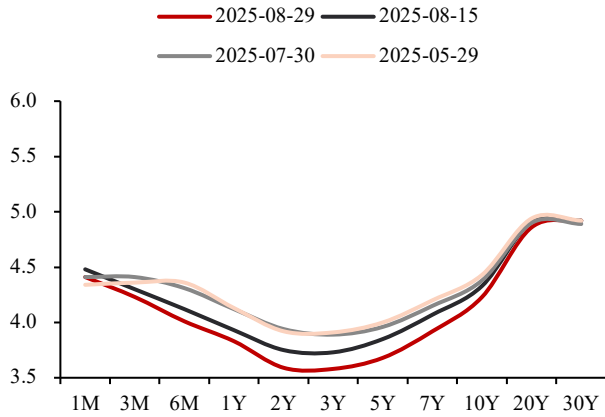
特朗普解职美联储理事库克引发市场对美联储独立性的担忧，导致美元与美债短期承压。若政治干预持续，市场将加大对更快更大幅度降息的押注，曲线可能进一步陡峭化。但长期来看，美联储信誉受损可能推升通胀预期与长期利率，形成新的不稳定因素。随着减税政策落地和债务上限解除，美国财政部可能在2025年下半年大规模增发国债，这将推高长端收益率。同时，如果关税和减税政策超预期，将加剧财政赤字和通胀风险，对长端美债形成进一步压力。

美国国债总额在2025年8月已突破37万亿美元，远超疫情前国会预算办公室预计的2030年才会触及的水平。债务占GDP比重超过120%，已超过二战后的峰值，财政赤字缺乏收敛迹象。利息支出已接近国防预算，财政赤字常态化与结构性支出构成长期

负担。高债务与高利率组合一方面短期仍吸引避险资金，但中长期可能冲击信用评级、削弱美元霸权。全球层面，新兴市场面临资本外流与货币贬值风险。

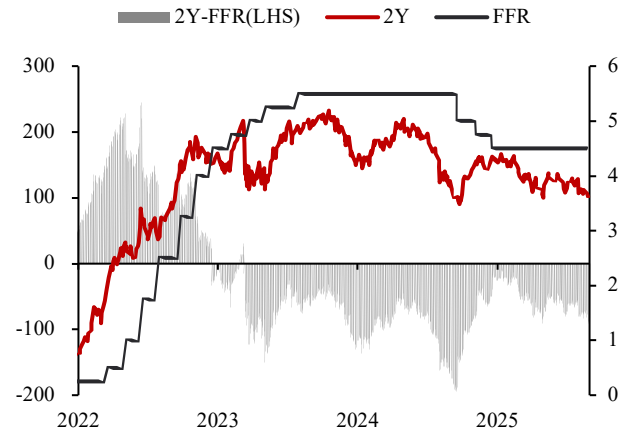
美债利率

图 3：美债收益率曲线陡峭 | 单位：%



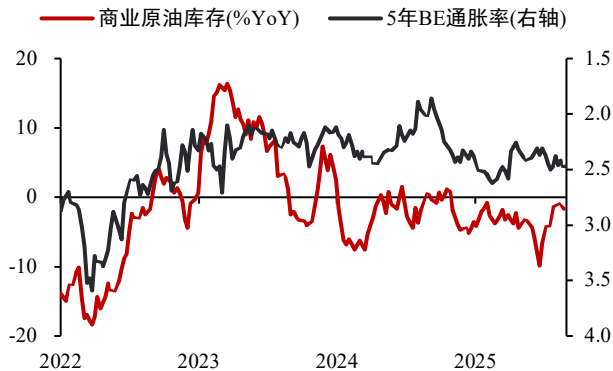
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：2 年期利率和 FFR 利差 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：通胀因子之库存 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

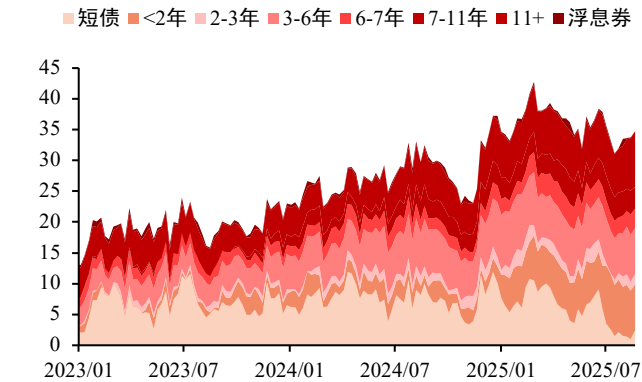
图 6：通胀因子之油价 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

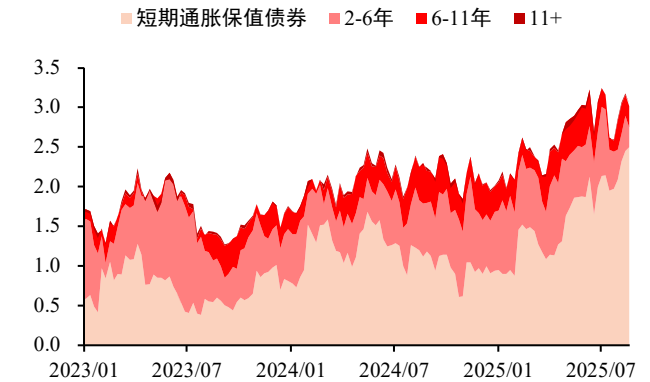
美债市场

图 7：交易商美债持有情况 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

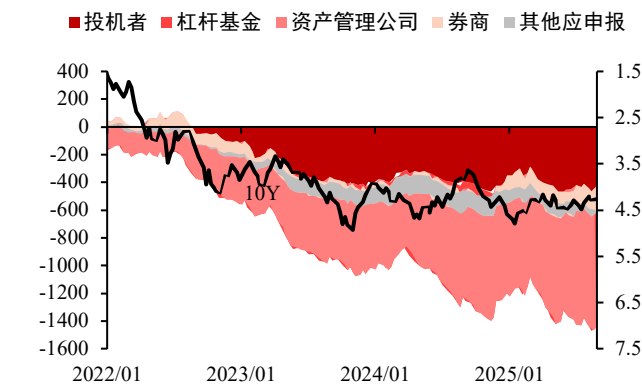
图 8：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

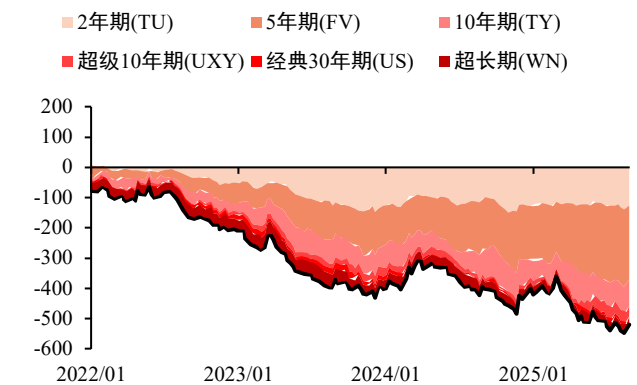
衍生品市场

图 9：美债期货期权净持仓 | 单位：万手



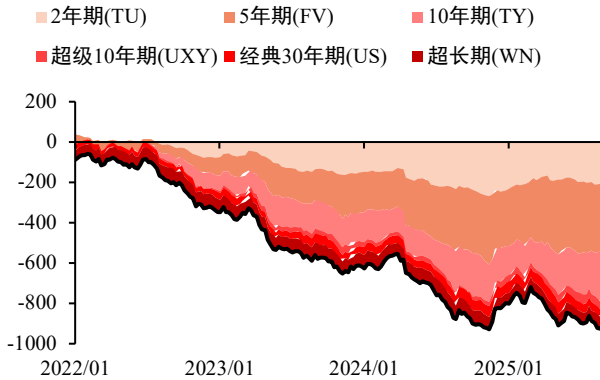
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 10：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



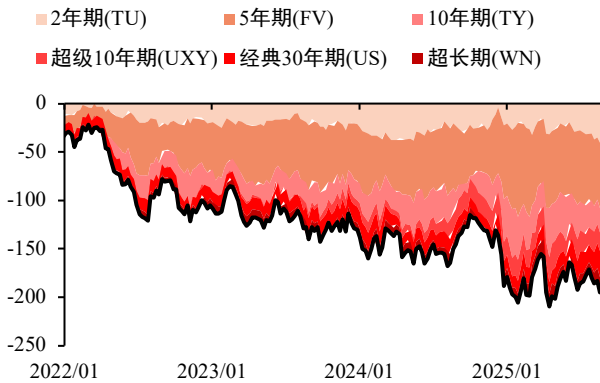
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 11：杠杆基金美债期货净持仓 | 单位：万手



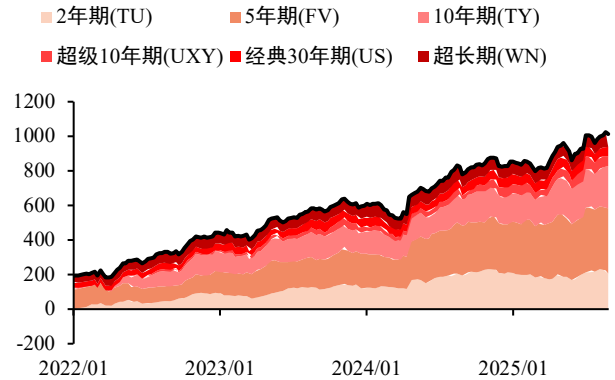
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 13：交易商美债期货净持仓 | 单位：万手



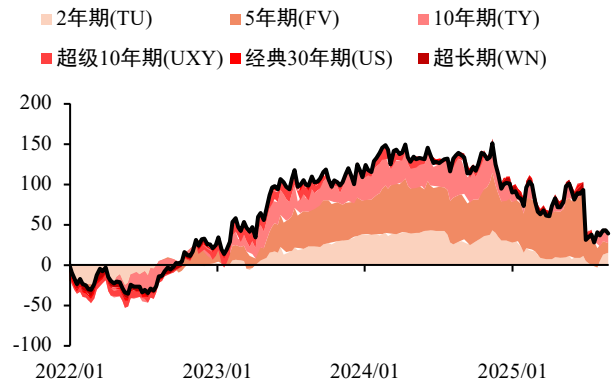
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 12：资产管理公司美债期货净持仓 | 单位：万手



数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

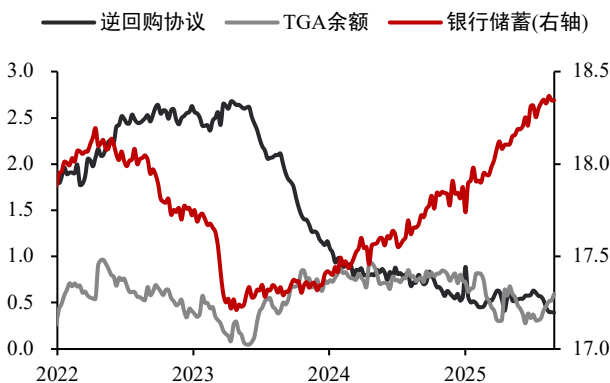
图 14：其他申报者美债期货净持仓 | 单位：万手



数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

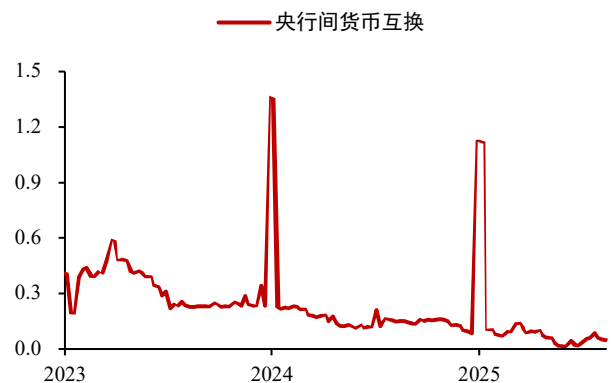
流动性

图 15：流动性指标摘要 | 单位：万亿美元



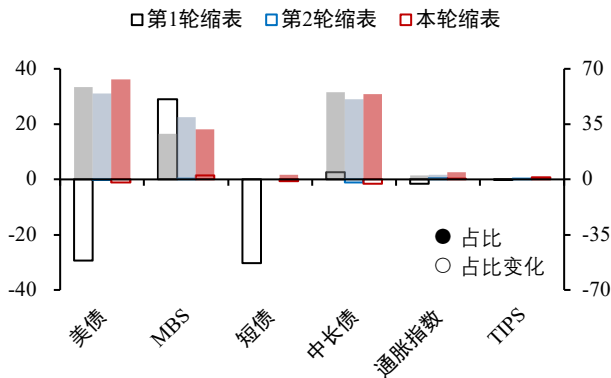
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：美联储会议纪要文本情绪 | 单位：%



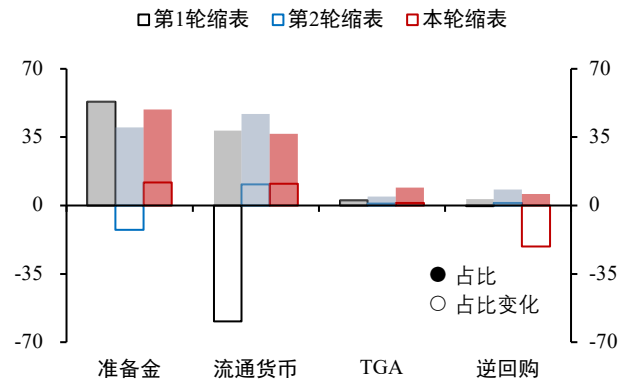
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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

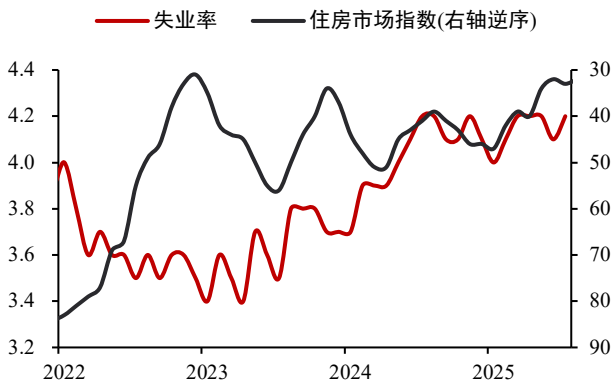
图 18：美联储负债端占比和占比变动 | 单位：%*pct*



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

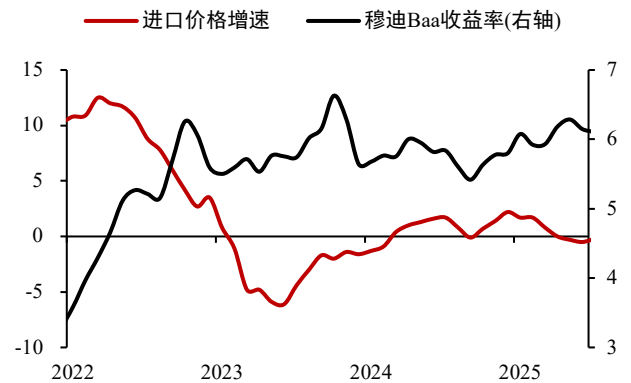
美国经济

图 19：美国就业市场和房地产市场 | 单位：%



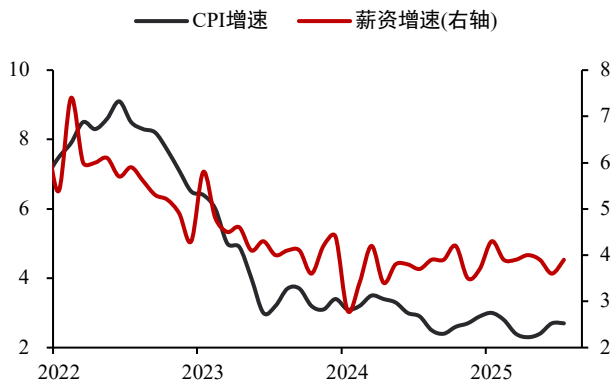
数据来源：iFinD 期货研究院

图 20：进口价格和收益率 | 单位：%*YoY*, %



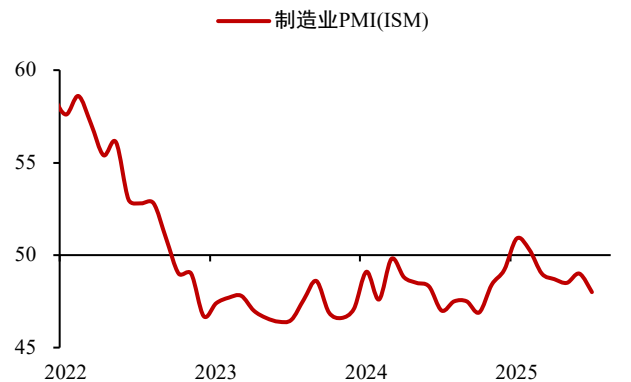
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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