



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告|美债双周报 2025-09-14

降息预期升温，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

近期美债收益率明显下行，受就业降温 and 通胀回落推动，10年期收益率一度跌破4%，市场完全定价美联储9月降息。美债拍卖需求旺盛，海外配置意愿强烈。衍生品市场净空头回落，反映降息交易升温。财政赤字与TGA余额上升、流动性变化增大不确定性。短期来看，降息将压低短端利率；中长期则需关注财政压力和全球去美元化对长端利率的冲击。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止9月12日，10年期美债收益率两周走低16bp，10年期美债收益率曲线持续下行至4.06%。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率下降了6bp，30年期美债收益率下降20bp。近两周长短端收益率均下行，长债收益率下行更多。

美债市场变动。实际债券发行来看，9月上旬美债发行久期小幅回落，3年期577.8亿，10年期388.9亿，30年期219.6亿。美国12月财政赤字3448亿美元，12个月累计赤字小幅回落至1.89万亿美元。

衍生品市场结构。美债期货净空头持仓小幅回落，截止9月9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591.5万手，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，略有下降至20.9万手，反映降息预期增强。

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。9月9日的非农显示出就业疲软，市场押注年底前降息75bp概率超过90%。2) 财政：美国财政TGA存款余额截止9月10日规模两周环比走高717.9亿美元，同时美联储逆回购工具两周收缩102亿美元，流动性缓冲空间短期不确定增加。3) 经济：截止9月6日美联储周度经济指标2.24（两周前为2.61），显示出经济环比短期稳定后有恶化。

■ 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

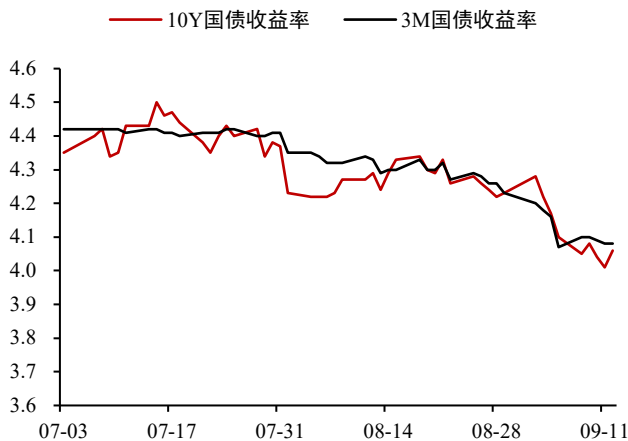
图 1：美债收益率曲线 单位：%	3
图 2：新增非农回落 单位：万人	3
图 3：美债收益率曲线熊平 单位：%	5
图 4：2 年期利率和 FFR 利差收敛 单位：%	5
图 5：通胀因子之库存 单位：% YoY	5
图 6：通胀因子之油价 单位：% YoY	5
图 7：交易商美债持有情况 单位：百亿美元	6
图 8：交易商通胀债券持有情况 单位：百亿美元	6
图 9：美债期货期权净持仓 单位：万手	6
图 10：投机者美债期货净持仓 单位：万手	6
图 11：杠杆基金美债期货净持仓 单位：万手	7
图 12：资产管理公司美债期货净持仓 单位：万手	7
图 13：交易商美债期货净持仓 单位：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

美债收益率走势。

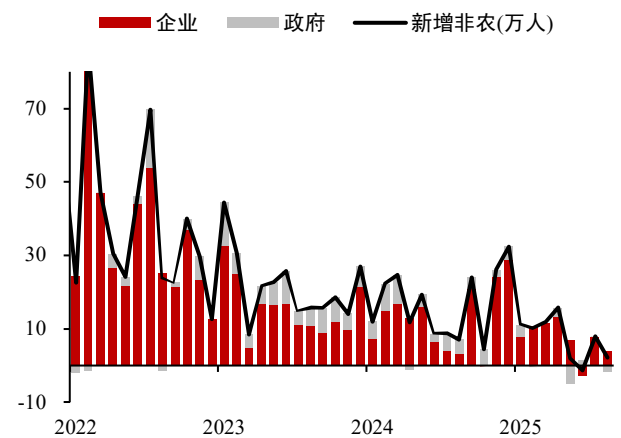
降息预期升温。近期，美国 10 年期国债收益率一度跌破 4%，创五个月新低，主要受就业市场降温和通胀数据回落影响。8 月非农新增就业仅 2.2 万人，初请失业金人数创 2022 年 1 月以来新高，显示就业明显放缓。同时，CPI 同比 2.9%、核心 CPI 符合预期，市场判断通胀压力可控，强化了美联储将在 9 月议息会议上启动九个月来首次降息的预期。联邦基金利率期货定价显示，市场已完全定价 9 月 25bp 的降息，并押注年底前降息 75bp。

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：新增非农回落 | 单位：万人



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

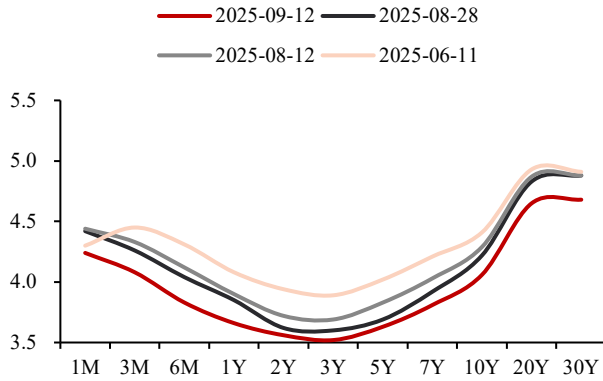
美债拍卖需求强劲。9 月 10 日，美国财政部 390 亿美元 10 年期国债拍卖表现亮眼，中标利率 4.033%，较上次大幅下降，并创去年 9 月以来最低。海外投资者的间接认购比例高达 83.1%，为历史第二高，显示全球投资者对美债配置需求旺盛；而一级交易商获配比例仅 4.2%，创下历史最低。这一结果推动 10 年期美债收益率盘中快速下探，并反映出市场对降息和避险需求的强烈预期。

未来美债市场将继续围绕降息节奏与财政赤字扩张展开博弈。短期来看，随着就业市场走弱和通胀暂且可控，美联储降息预期强烈，预计短端利率将进一步下行，美债收益率曲线有望趋陡。中长期看，美国财政赤字高企、债务持续扩张将对长期利率形成上行压力，同时全球央行去美元化趋势加速，海外需求结构或发生变化，这将加大长端美债的波动性。

因此，美债短期具备一定配置价值，但投资者需控制久期风险，并结合宏观政策、通胀和海外资金流向动态，灵活调整仓位。

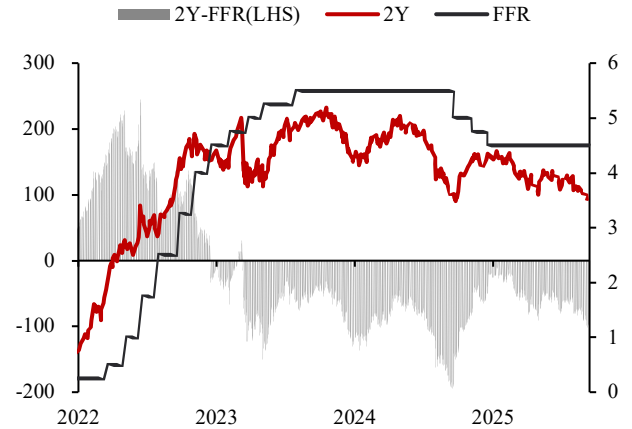
美债利率

图 3：美债收益率曲线下移 | 单位：%



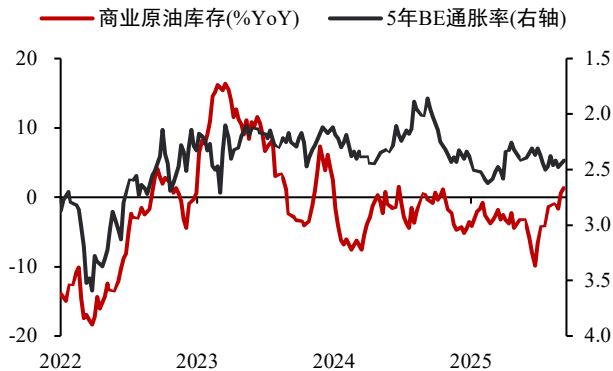
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：2 年期利率和 FFR 利差收敛 | 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

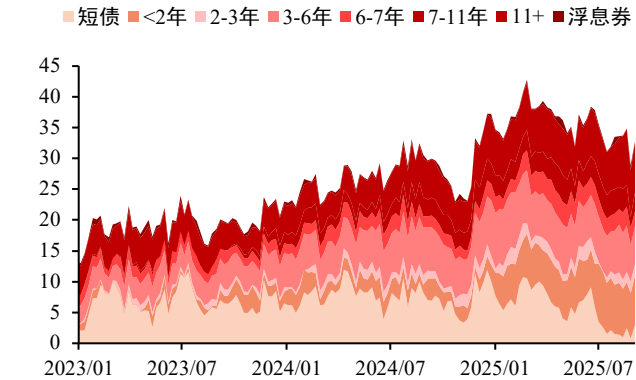
图 6：通胀因子之油价 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

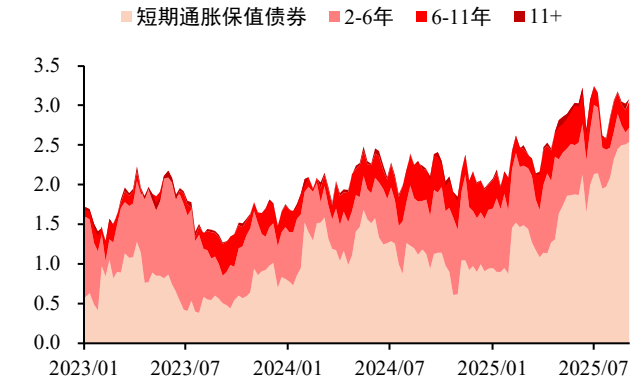
美债市场

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

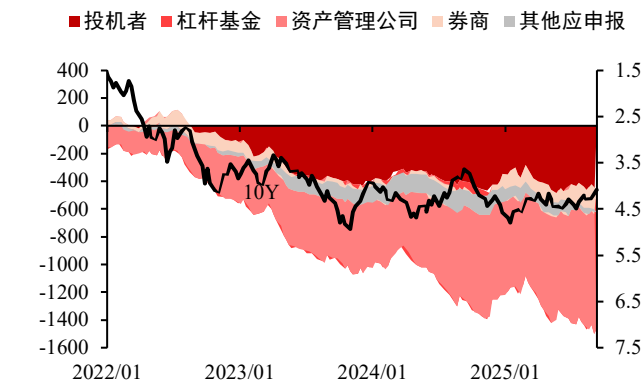
图 8：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

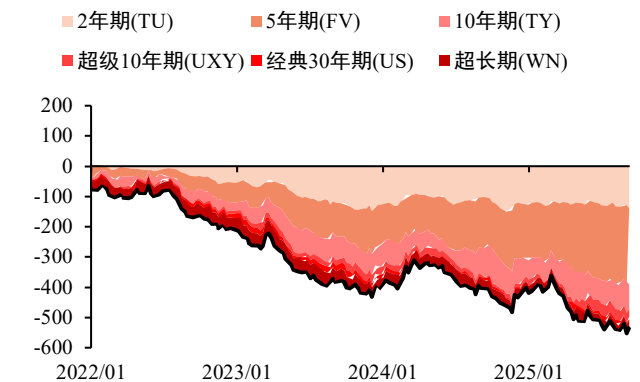
衍生品市场

图 9：美债期货期权净持仓 | 单位：万手



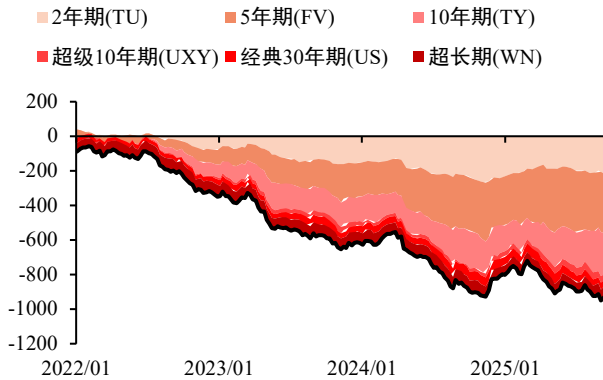
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 10：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



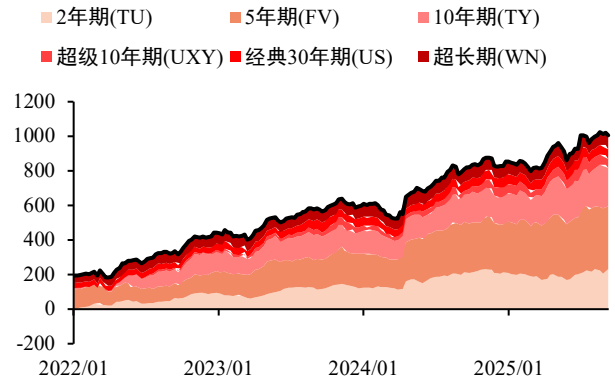
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 11：杠杆基金美债期货净持仓 | 单位：万手



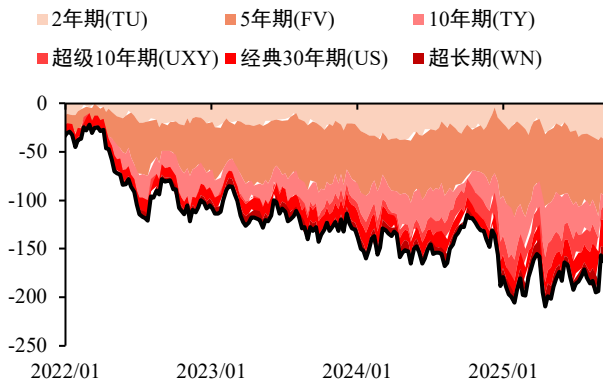
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 12：资产管理公司美债期货净持仓 | 单位：万手



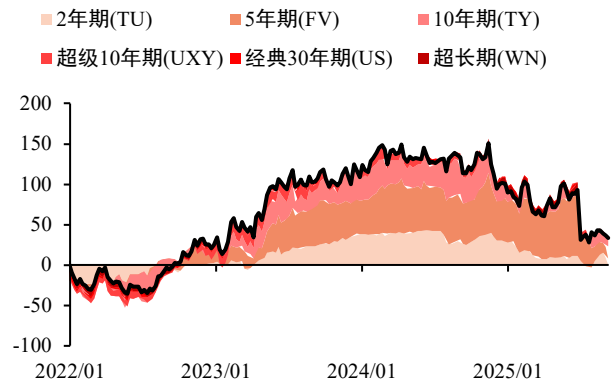
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 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

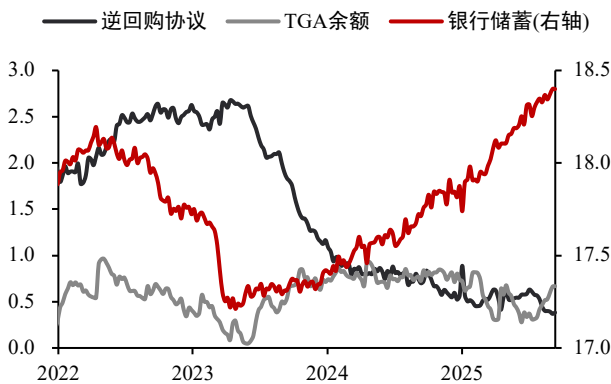
图 14：其他申报者美债期货净持仓 | 单位：万手



数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

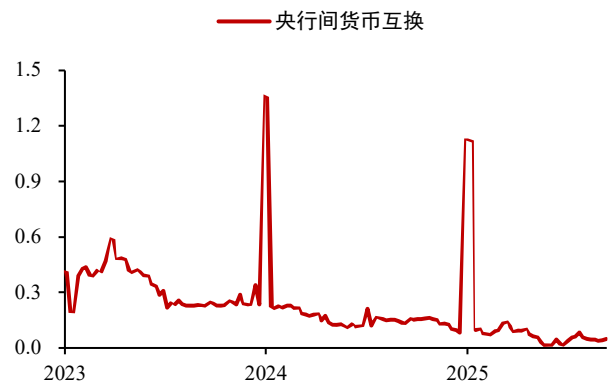
流动性

图 15：流动性指标摘要 | 单位：万亿美元



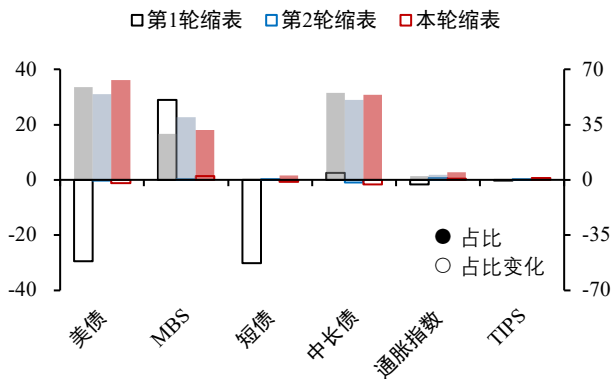
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：美联储会议纪要文本情绪 | 单位：%



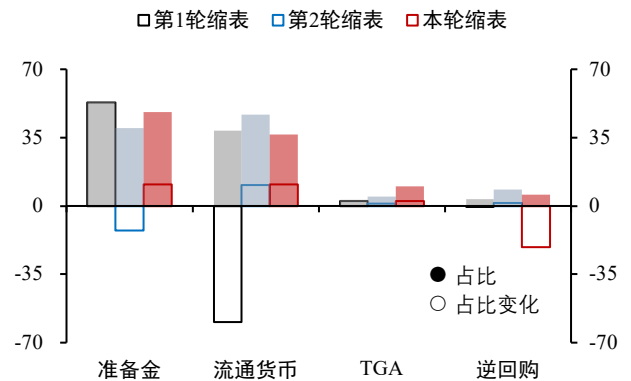
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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

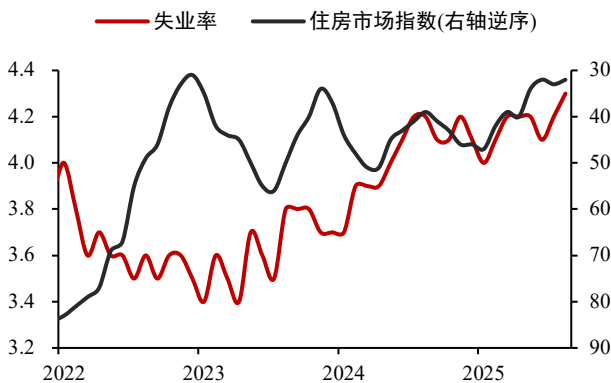
图 18：美联储负债端占比和占比变动 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

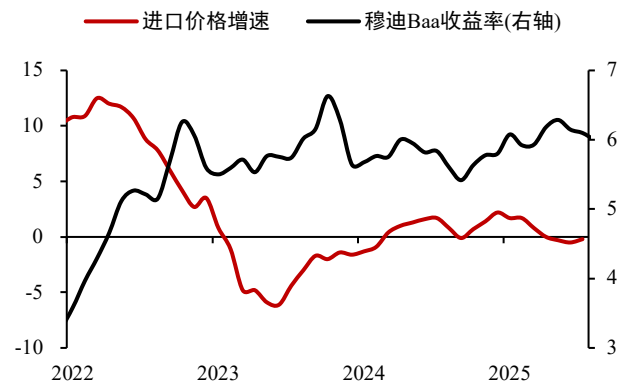
美国经济

图 19：美国就业市场和房地产市场 | 单位：%



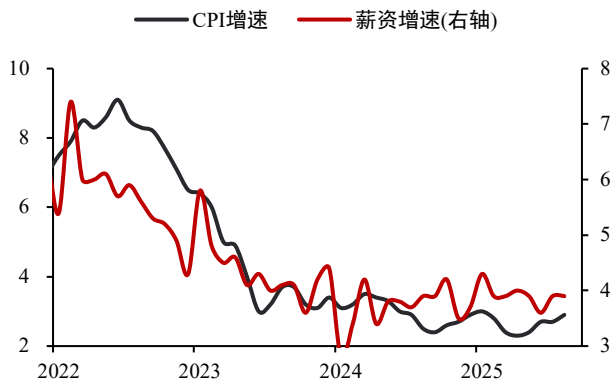
数据来源：iFinD 期货研究院

图 20：进口价格和收益率 | 单位：%YoY, %



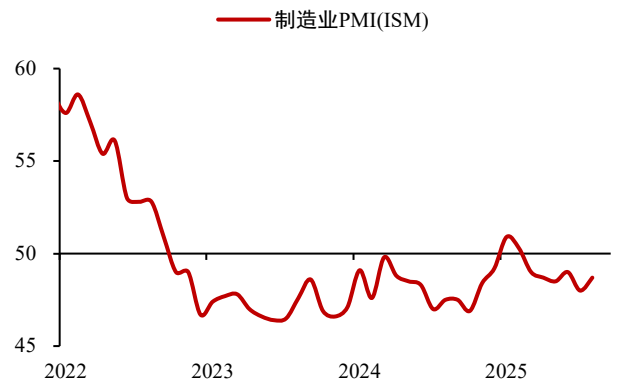
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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