

美债在经济走弱与财政恶化下的利率震荡

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

10Y 美债收益率近两周回落至 4.06%，受经济走弱与降息预期支撑，但长期端因财政赤字高企与短债堰塞湖而上行压力犹存。发行与持仓结构显示久期回升、空头平仓，流动性环境因美国政府重开而边际改善。海外需求结构性走弱叠加财政风险，使长期利率敏感度上升；与此同时经济降温与避险情绪推动美债短期获得支撑。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止 11 月 21 日，10 年期美债收益率两周下降 5bp，10 年期美债收益率曲线持续走低至 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 年期美债收益率上升 2bp。

美债市场变动。实际债券发行来看，10 月下旬美债发行久期小幅回升，3 年期 577.4 亿，10 年期 418.6 亿，30 年期 249.5 亿。美国 9 月财政赤字 1979 亿美元，12 个月累计赤字小幅回落至 1.78 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 23 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升至 550 万手，显示出利率市场空头对冲需求短期开始有所增多。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 16.57 万手。

美元流动性和美国经济。1) 货币：美联储会议纪要暴严重分歧，威廉姆斯表示美联储在近期仍有进一步降息的空间，哈玛克表示降息可能让高通胀持续更久，古尔斯比表示短期内降息过多，巴尔警告通胀仍处 3% 下谨慎推进降息，沃勒支持 12 月降息，杰斐逊强调谨慎缓慢推进政策，米兰支持降息 25 个基点，洛根表示在继续降息方面放慢脚步。2) 财政：美国财政 TGA 存款余额截止 11 月 19 日规模两周环比缩减 418.7 亿美元，同时美联储逆回购工具两周缩减 452.23 亿美元，反映流动性正向市场净释放、整体资金环境得到边际宽松。3) 经济：截止 11 月 15 日美联储周度经济指标 2.29（两周前为 2.27），显示出经济环比短期稳定后有所恶化。

■ 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	4
美债市场	5
衍生品市场	5
流动性	6
美国经济	7

图表

图 1：美债收益率和 SOFR 单位：%	3
图 2：美国投资级 CDS 走高 单位：BPS	3
图 3：美债收益率曲线 单位：%	4
图 4：2 年期利率和 FFR 利差收敛 单位：%	4
图 5：通胀因子之库存 单位：% YoY	4
图 6：通胀因子之油价 单位：% YoY	4
图 7：交易商美债持有情况 单位：百亿美元	5
图 8：交易商通胀债券持有情况 单位：百亿美元	5
图 9：美债期货期权净持仓 单位：万手	5
图 10：投机者美债期货净持仓 单位：万手	5
图 11：杠杆基金美债期货净持仓 单位：万手	6
图 12：资产管理公司美债期货净持仓 单位：万手	6
图 13：交易商美债期货净持仓 单位：万手	6
图 14：其他申报者美债期货净持仓 单位：万手	6
图 15：流动性指标摘要 单位：万亿美元	6
图 16：美联储会议纪要文本情绪 单位：%	6
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：%	7
图 20：进口价格和收益率 单位：% YoY, %	7
图 21：美国薪资增速和通胀 单位：% YoY	7
图 22：美国制造业 PMI 单位：% MoM	7

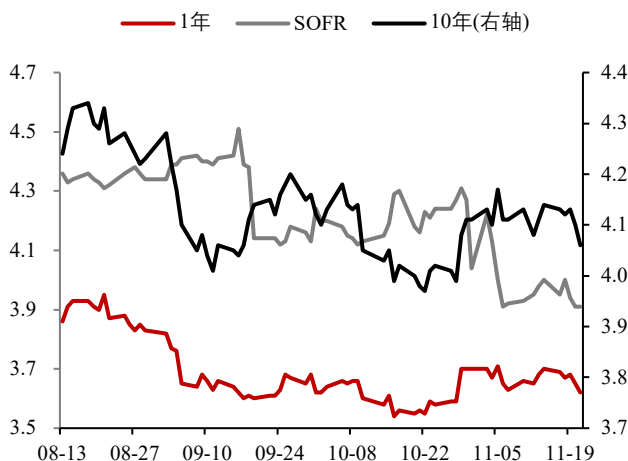
重点解读

近期美债供应激增、债务结构恶化，财政赤字压力持续累积。美国国债总规模已在2025年突破38万亿美元，债务占GDP比例达126%以上，偿债支出超过军费，财政可持续性明显恶化。与此同时，美财政部在缩表背景下持续以短债为主融资，形成短期债务堰塞湖。这一系列结构性恶化因素推动长期利率易上难下，使美债市场对财政风险的敏感度显著提升。

9月TIC数据显示，日本继续增持美债，但英国与中国均出现不同程度减持，使得海外投资者整体持仓占比降至低点。全球增持动力减弱的背后，是汇率对冲成本上升、财政赤字失控、美国政治极化加剧（政府停摆、债务上限争斗、关税政策反复）、以及对美元长期信用下降的担忧。对于中国、欧洲、日本等主要买家而言，美债的无风险属性正在弱化，使需求端呈现结构性收缩，对美债波动形成持续上行压力。

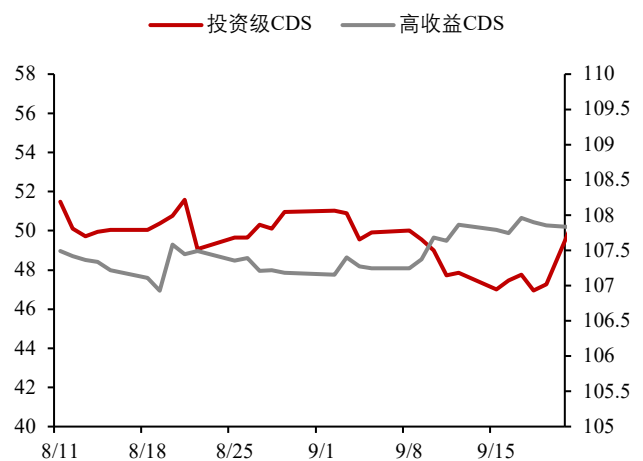
尽管长期财政风险加大，但近期市场情绪更多受到经济放缓与降息预期的驱动。文件提到，美国制造业、服务业及消费者信心均出现降温，美联储内部对降息出现鸽派强化的信号，使得利率交易员继续押注12月降息。风险资产波动加剧也加大美债的安全资产吸引力，促使10Y美债收益率回落至约4.06%。此外，机构投资者在高利差、风险偏好下降下重新增配债券，使彭博美债指数年内回报有望创2020年以来新高。

图1：美债收益率和SOFR | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

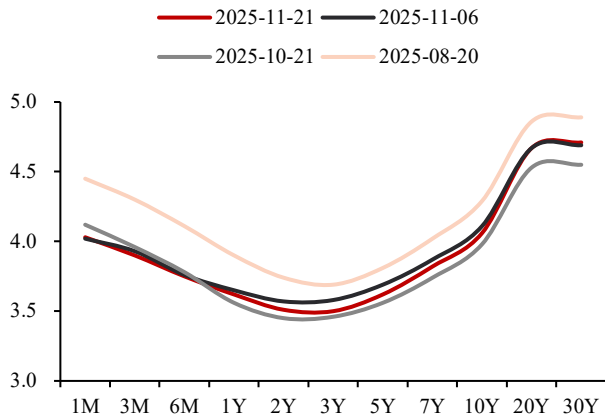
图2：美国投资级CDS走高 | 单位：BPS



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

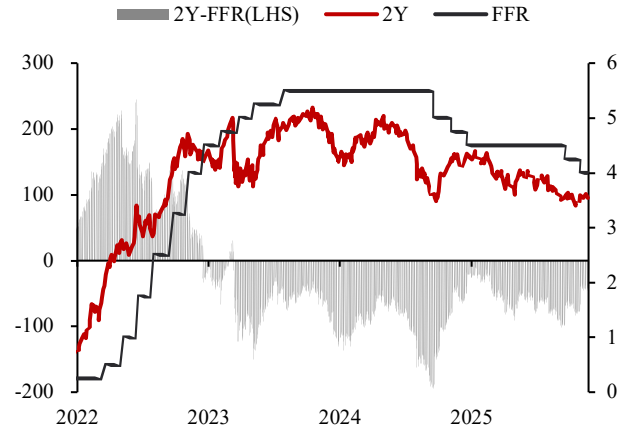
美债利率

图 3：美债收益率曲线 | 单位：%



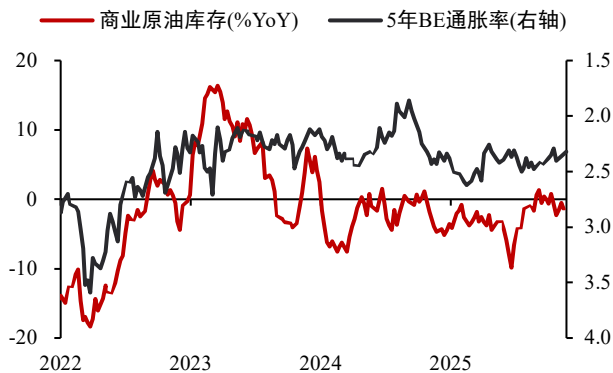
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：2 年期利率和 FFR 利差收敛 | 单位：%



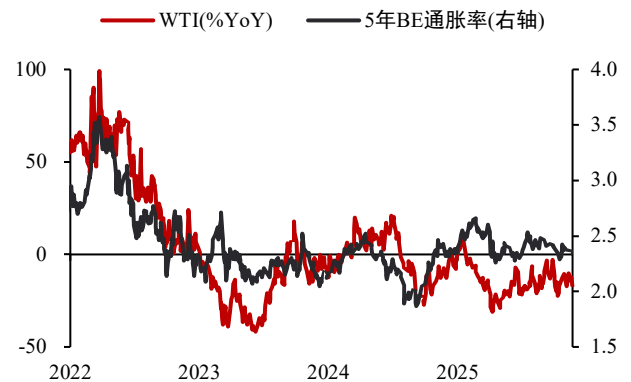
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：通胀因子之库存 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

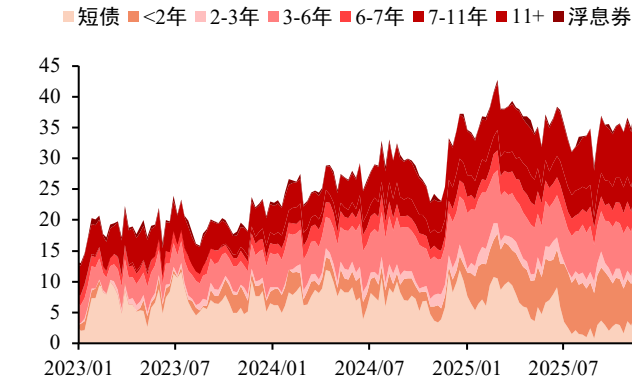
图 6：通胀因子之油价 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

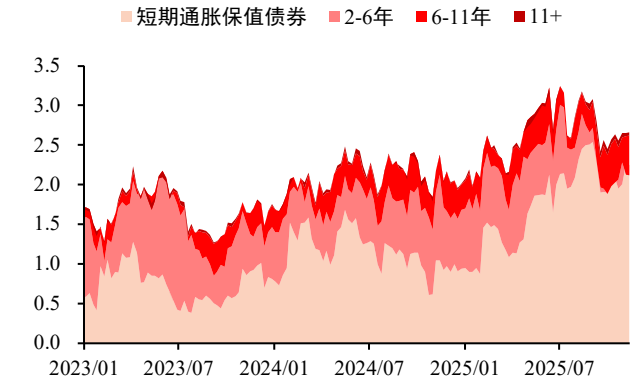
美债市场

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

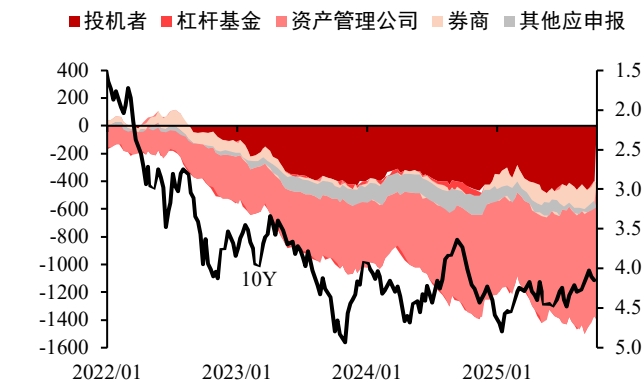
图 8：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

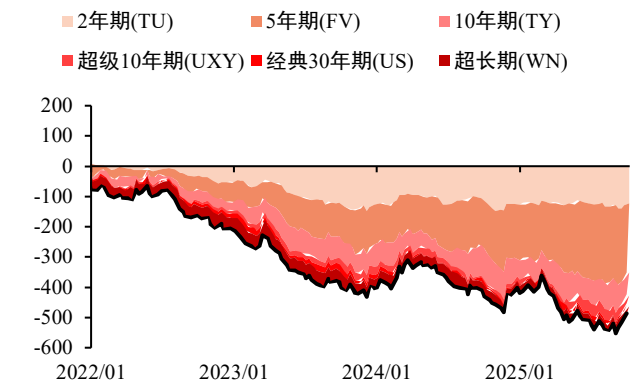
衍生品市场

图 9：美债期货期权净持仓 | 单位：万手



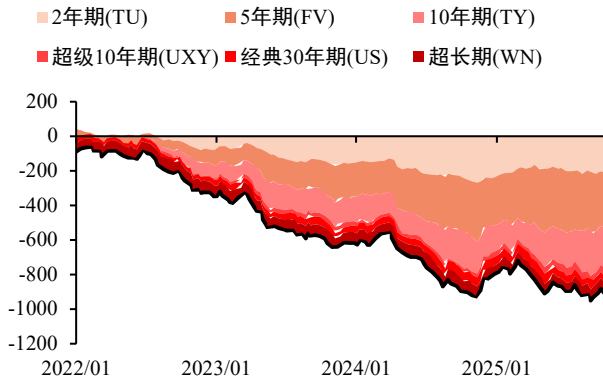
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 10：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



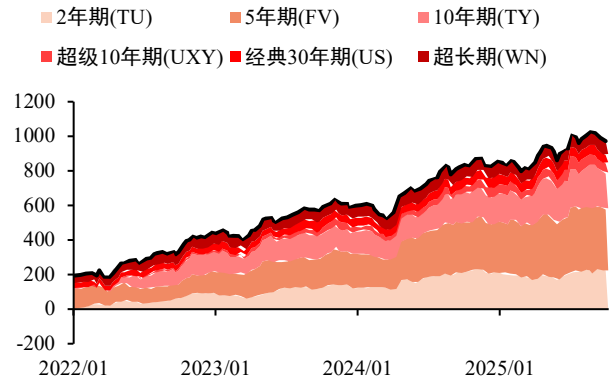
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 11：杠杆基金美债期货净持仓 | 单位：万手



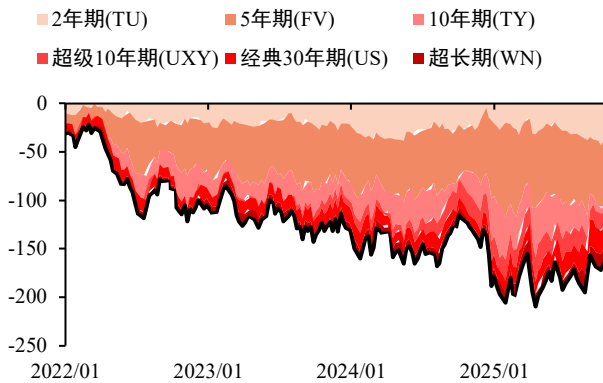
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 12：资产管理公司美债期货净持仓 | 单位：万手



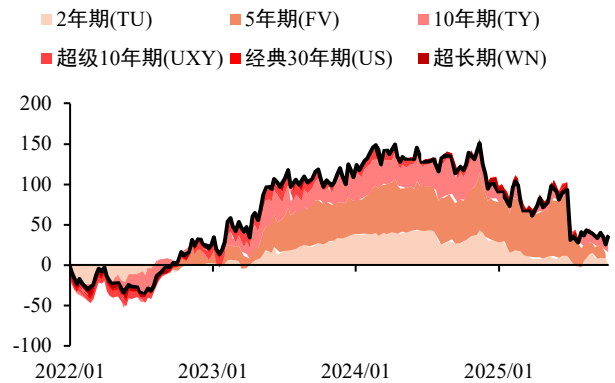
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

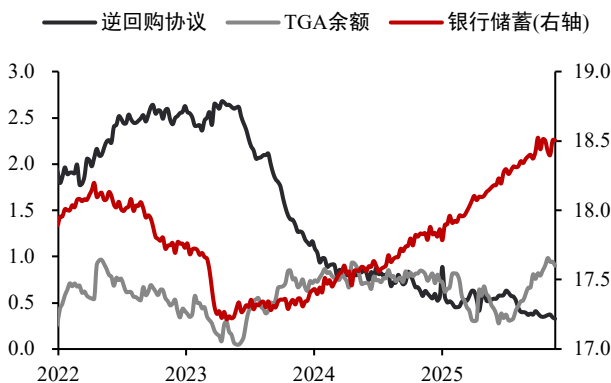
图 14：其他申报者美债期货净持仓 | 单位：万手



数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

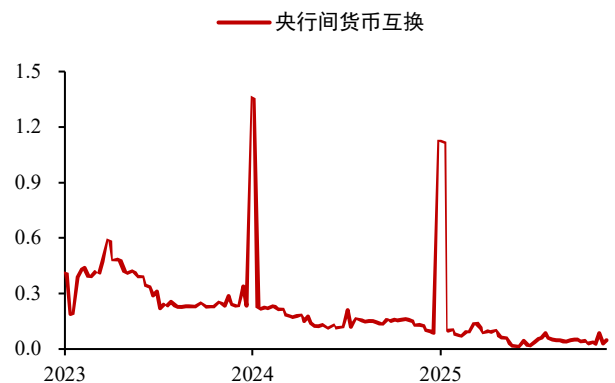
流动性

图 15：流动性指标摘要 | 单位：万亿美元



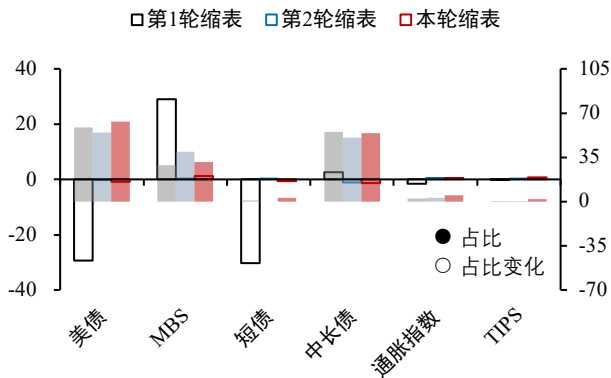
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：美联储会议纪要文本情绪 | 单位：%



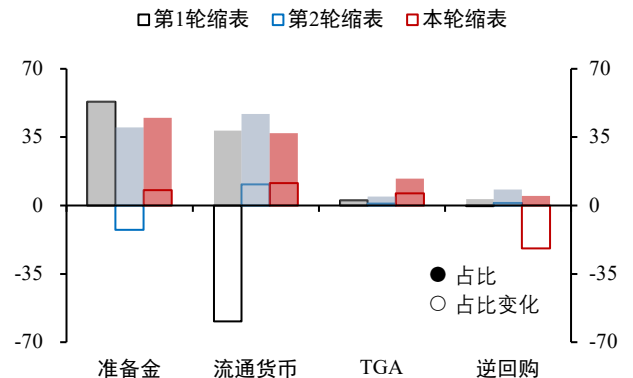
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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

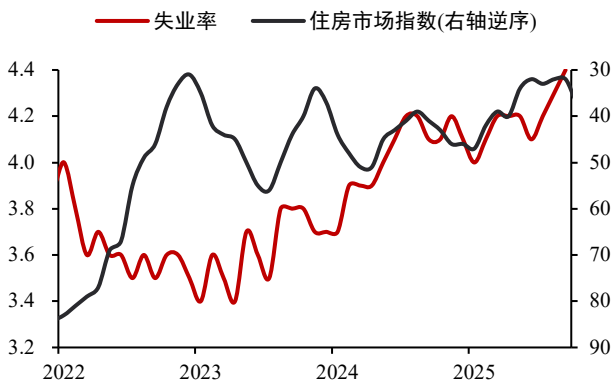
图 18：美联储负债端占比和占比变动 | 单位：%*pct*



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

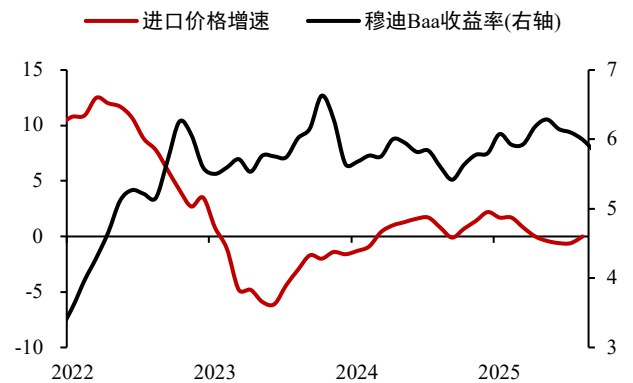
美国经济

图 19：美国就业市场和房地产市场 | 单位：%



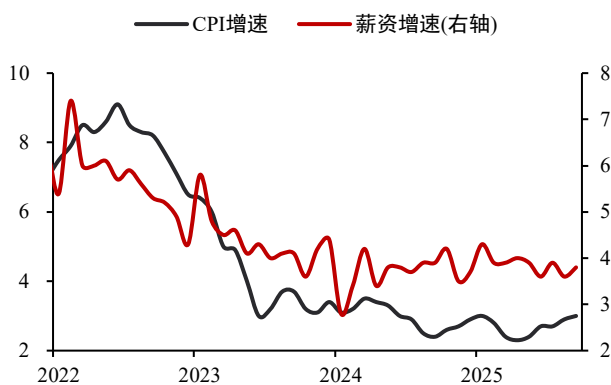
数据来源：iFinD 期货研究院

图 20：进口价格和收益率 | 单位：%*YoY*, %



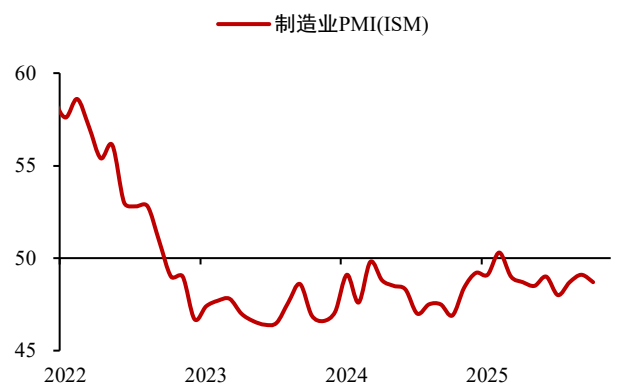
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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