



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告|美债双周报 2025-12-07

美债规模持续走高，美债收益率走陡

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

近期美债长端利率延续抬升，10年期收益率升至4.14%，曲线陡化特征明显。当前对降息预期修正仍是影响美债价格的主要因素。短端受宽松预期支撑具下行趋势，但长端在供给压力、经济韧性与资金面扰动下不确定性突出。需继续关注数据驱动的节奏波动与长端风险溢价变化。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止12月5日，10年期美债收益率两周上升4bp，10年期美债收益率曲线持续走高至4.14%。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率走高了1bp，30年期美债收益率走高6bp。

美债市场变动。实际债券发行来看，11月下旬美债发行久期小幅回落，2年期687.1亿，5年期698亿，7年期439.4亿。美国10月财政赤字2843.5亿美元，12个月累计赤字小幅回升至1.8万亿美元。

衍生品市场结构。美债期货净空头持仓小幅回落，截止10月28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586万手，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15.51万手。

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12月3日规模两周环比缩减0.47亿美元，同时美联储逆回购工具两周缩减1千亿美元，反映出财政支出与资金回流共同推动市场流动性净投放。3) 经济：截止11月29日美联储周度经济指标2.33（与两周前持平），显示出经济环比短期稳定。

■ 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 1：2025 财年社保、医疗、健康、利息以及国防五项刚性支出已吃掉全部联邦收入 单位：万亿美元	3
图 2：美国财政赤字规模已进每年近 2 万亿美元区间 单位：万亿美元	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

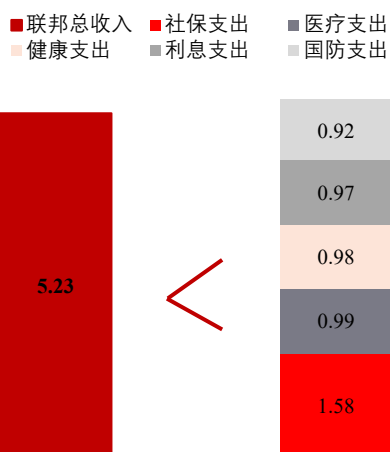
重点解读

近期降息预期修正因素主导长端利率走势。当前美债市场围绕降息节奏的预期差显著扩大。此前市场对未来宽松路径的定价偏于激进，随着宽松预期回落，长端利率存在估值修复压力；同时，部分投资者及机构资金开始减持长端仓位，进一步放大收益率的弹性。这表明短期避险需求难以抵御预期修正压力，长端利率上行风险仍未解除。若经济数据短期扰动强化市场对延后降息的再定价，长端利率或仍面临阶段性波动与风险溢价再抬升。

同时，美国国债规模突破 38 万亿美元，在高利率环境下利息支出快速增加，财政赤字接近 1.8 万亿美元水平，使得高利率—高利息—高发债的反馈机制愈发显性。债务增长逐步依赖借新还旧模式，使供给端压力对期限利差与利率中枢形成持续抬升效应，长期信用溢价可能阶段性上移。大型拍卖与长期债发行增量若与需求疲弱叠加，或将放大市场久期风险溢价并压缩安全边际。

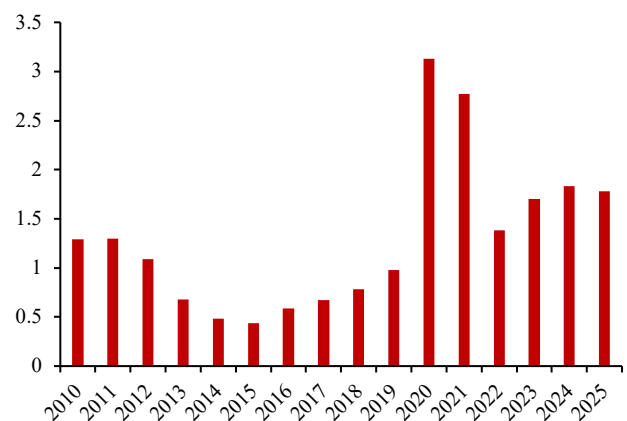
展望未来，美债利率结构性下行仍将由短端主导，但长端利率在经济韧性、供给压力的制衡下，趋势确定性较弱，或呈现阶段性波动特征。长端利率仍是影响收益表现的不确定性核心变量，策略层面宜以曲线陡化配置为主，择时管理是决定策略有效性的关键。

图 1：2025 财年社保、医疗、健康、利息以及国防五项刚性支出已吃掉全部联邦收入 | 单位：万亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

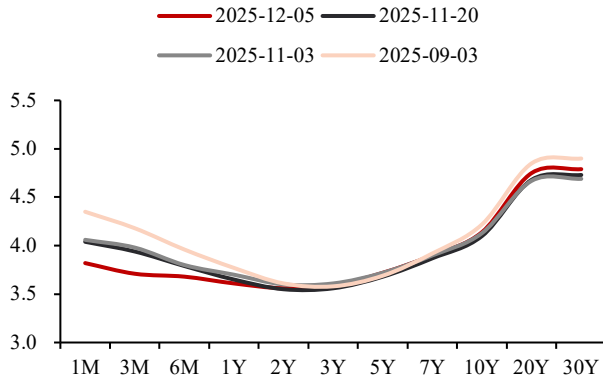
图 2：美国财政赤字规模已进每年近 2 万亿美元区间 | 单位：万亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

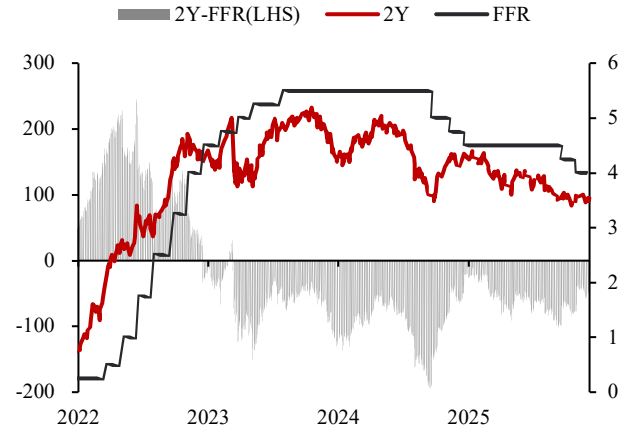
美债利率

图 3：美债收益率曲线 | 单位：%



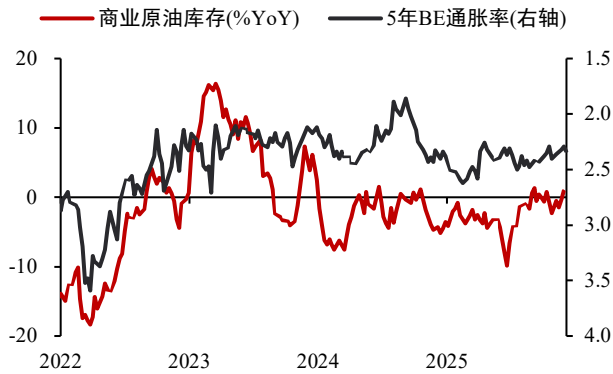
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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

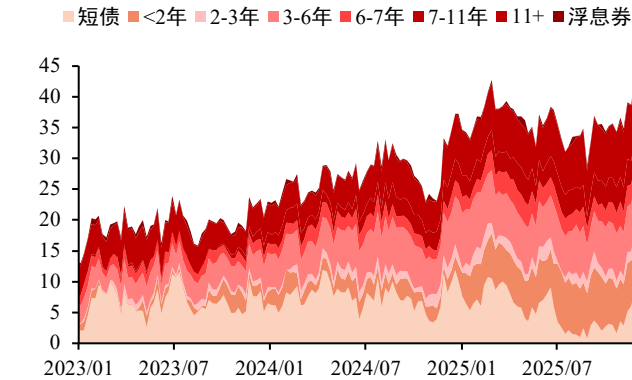
图 6：通胀因子之油价 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

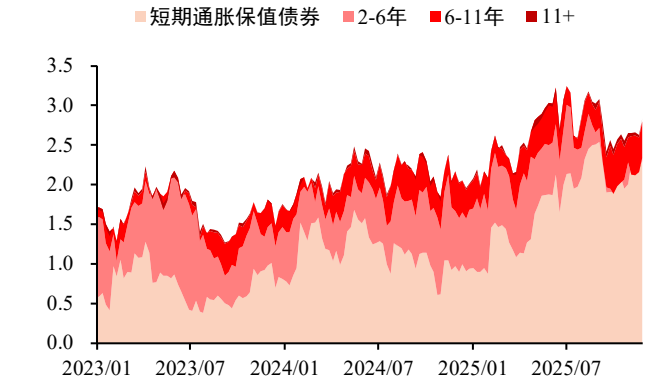
美债市场

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

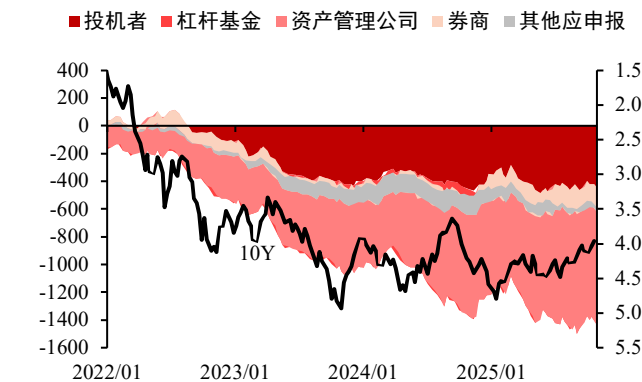
图 8：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

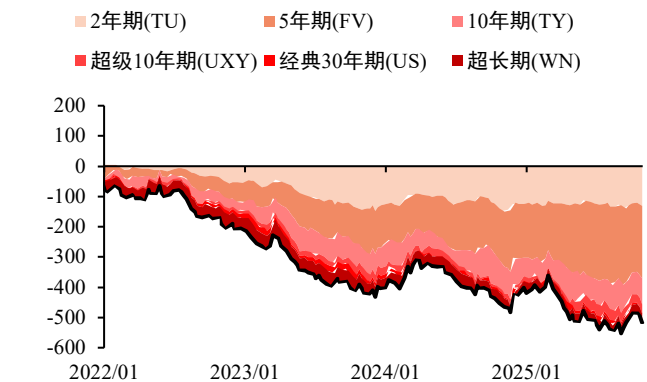
衍生品市场

图 9：美债期货期权净持仓 | 单位：万手



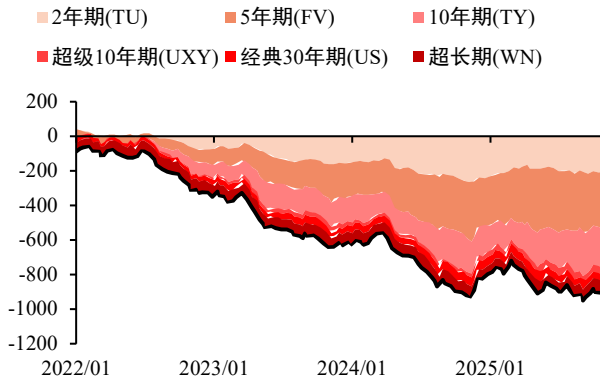
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 10：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



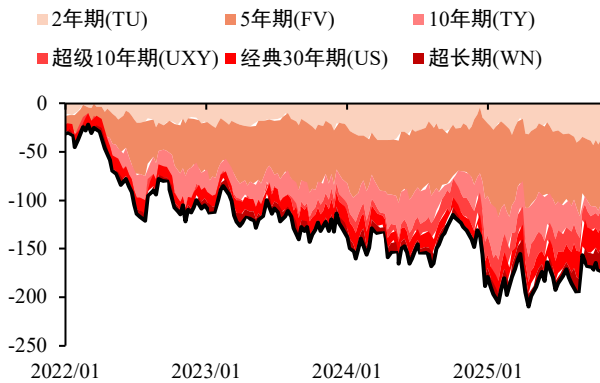
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 11：杠杆基金美债期货净持仓 | 单位：万手



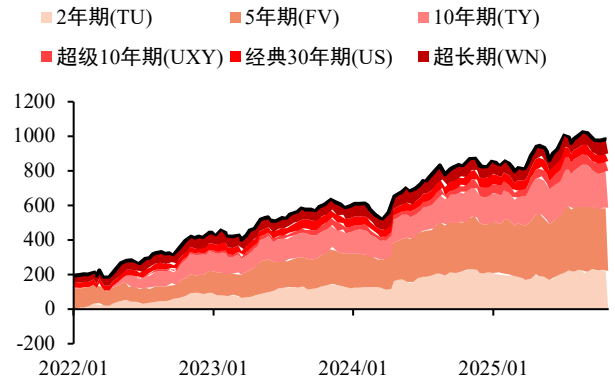
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 13：交易商美债期货净持仓 | 单位：万手



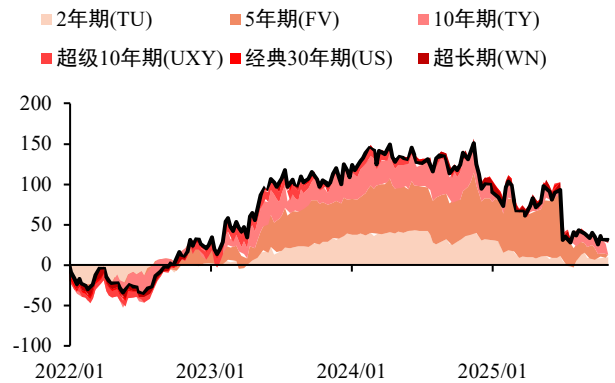
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

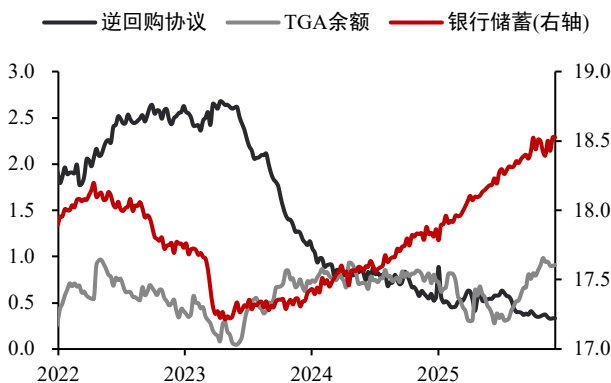
图 14：其他申报者美债期货净持仓 | 单位：万手



数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

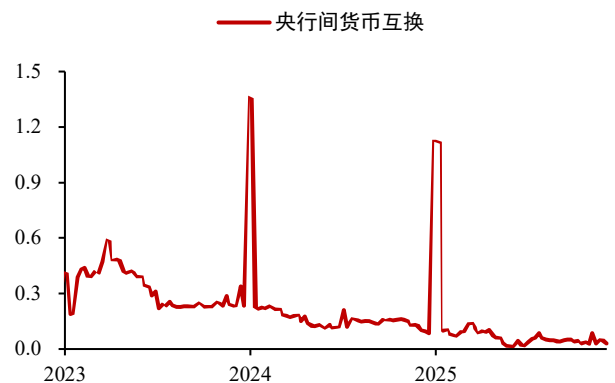
流动性

图 15：流动性指标摘要 | 单位：万亿美元



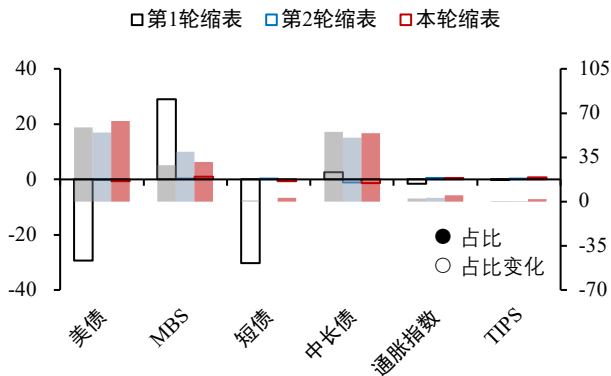
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：美联储会议纪要文本情绪 | 单位：%



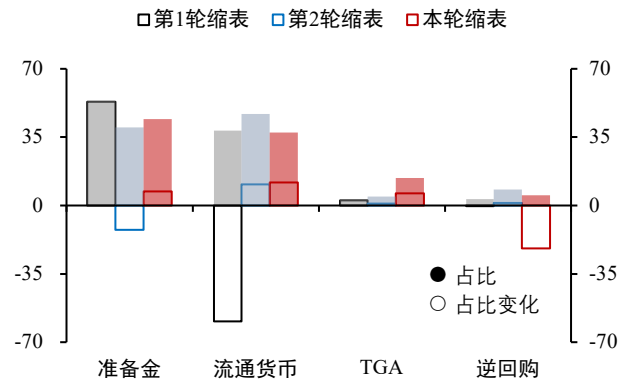
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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

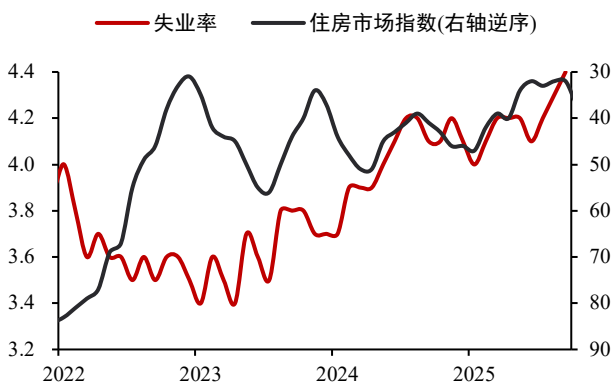
图 18：美联储负债端占比和占比变动 | 单位：%*pct*



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

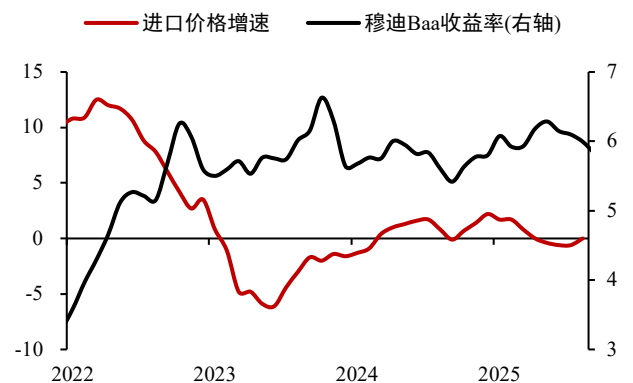
美国经济

图 19：美国就业市场和房地产市场 | 单位：%



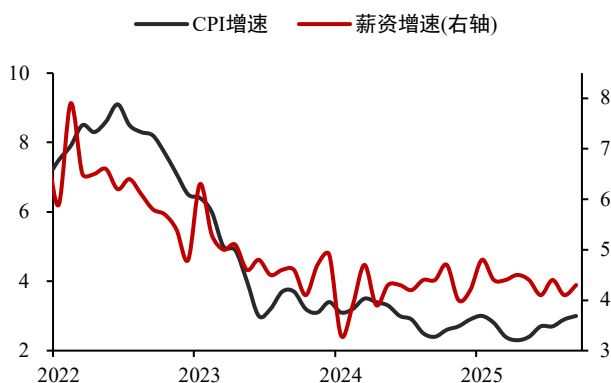
数据来源：iFinD 期货研究院

图 20：进口价格和收益率 | 单位：%*YoY*, %



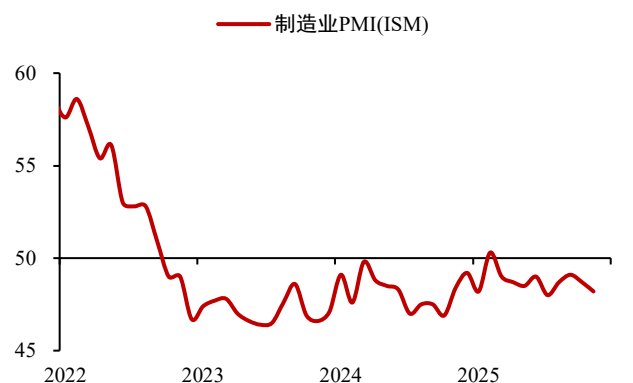
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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