

中国连续减持美债，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

本周美债长端利率延续上行、曲线明显陡化，10年期美债收益率走高至4.16%。短端受宽松与流动性改善支撑相对稳健，但长端在供给压力、经济韧性及风险溢价抬升下波动加大。中国连续减持美债，这体现出对美元资产内部结构进行再配置、由美债向黄金及其他资产转移的结构性调整，而非对美债市场的集中抛售或系统性撤离，美债短期韧性犹存，中长期仍受高债务约束。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止12月19日，10年期美债收益率两周上升2bp，10年期美债收益率曲线持续走高至4.16%。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率走低了8bp，30年期美债收益率走高3bp，收益率曲线走陡。

美债市场变动。实际债券发行来看，12月中旬美债发行久期小幅回落，3年期577.2亿，20年期129.4亿，30年期219.5亿。美国11月财政赤字1732.8亿美元，12个月累计赤字小幅回落至1.6万亿美元。

衍生品市场结构。美债期货净空头持仓小幅回落，截止12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升至567万手，显示出利率市场空头对冲需求短期开始有所回落。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30.63万手。

美元流动性和美国经济。1) 货币：12月美联储会议的核心特征是政策框架转折以及内部分歧加大。美联储连续第三次降息25bp，与预期一致，但点阵图维持明年轻一次降息的指引，显示宽松节奏将明显放缓；同时宣布启动每月400亿美元的储备管理购买（短期国库券），标志着政策从缩表阶段向维持流动性充足水平转向。2) 财政：美国财政TGA存款余额截止12月17日规模两周环比缩减1041亿美元，同时美联储逆回购工具两周缩减1.6千亿美元，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12月13日美联储周度经济指标2.29（两周前为2.26），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

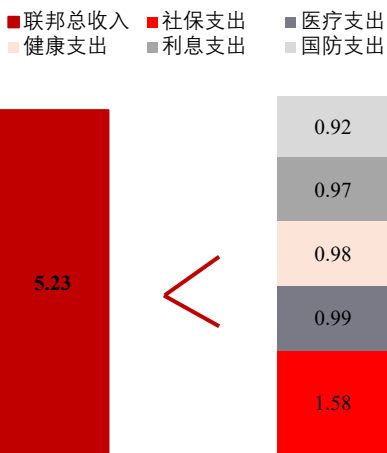
最新 TIC 数据显示，10 月海外投资者持有的美债规模小幅回落，中国持仓降至 68.8 万亿，为 2008 年以来低位，而日本、英国、比利时等国则继续增持。这种东减西增的格局表明，美债并未遭遇全面撤离，而是海外持仓结构出现明显分化。中国的减持更多体现为长期、有节奏的战略调整，而非恐慌性抛售；与此同时，日本等经济体的增持在短期内对冲了部分需求缺口，使美债价格仍能保持相对稳定。

美国国债规模已突破 38 万亿美元，债务占 GDP 比重持续攀升，利息支出甚至超过国防开支。财政空间被不断压缩，美债供给的中长期压力仍在累积。虽然短期内美联储、海外官方部门及稳定币扩张等因素对美债需求形成支撑，但从中长期看，赤字和债务路径仍是压制美债估值的重要约束条件。

中国近年来持续减持美债、同步增持黄金，主要出于对美债信用风险上升、地缘政治不确定性以及资产安全性的考量。在美国债务规模快速扩张、财政赤字和利息支出不断抬升的背景下，美债的安全资产属性受到重新评估。通过降低对单一美元资产的依赖、增加黄金等难以被冻结的硬资产，中国旨在提升外汇储备的抗风险能力，而非对美债进行短期博弈式操作。

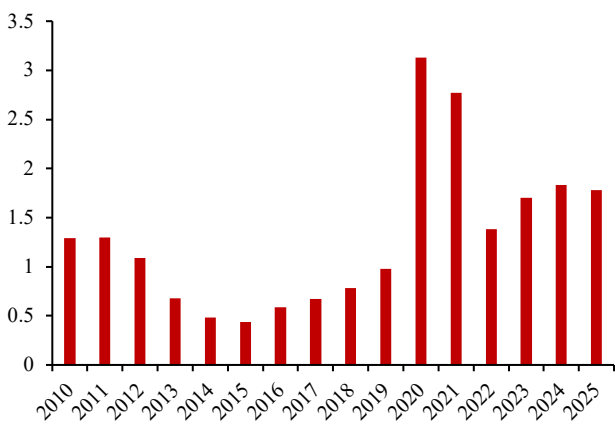
美元仍然是核心储备货币，但其唯一锚的地位正在被削弱，各国更倾向于通过黄金、本币结算和多元资产配置来分散风险。这一变化并非短期冲击美债市场，而是通过缓慢、结构性的方式，重塑美债在全球金融体系中的角色。

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

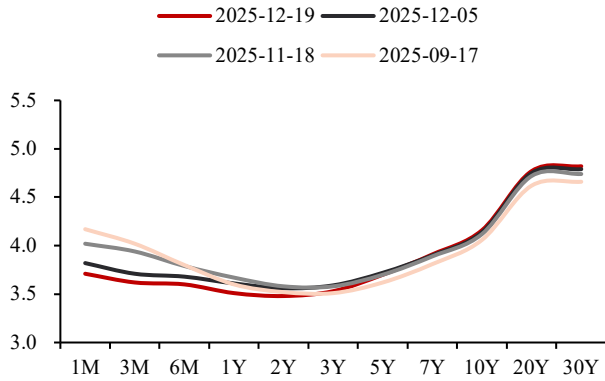
图 2：美国财政赤字规模已进每年近 2 万亿美元区间| 单位：万亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

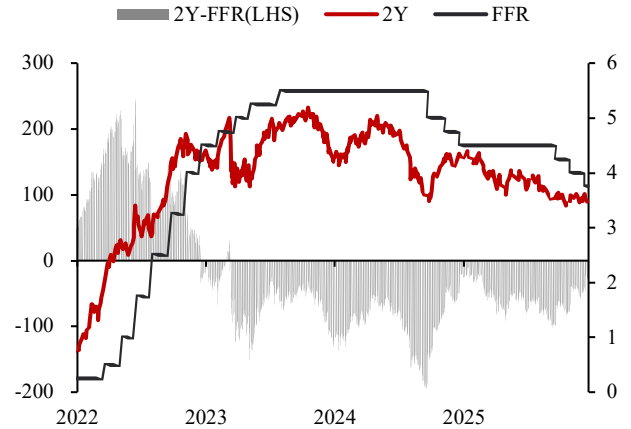
美债利率

图 3：美债收益率曲线 | 单位：%



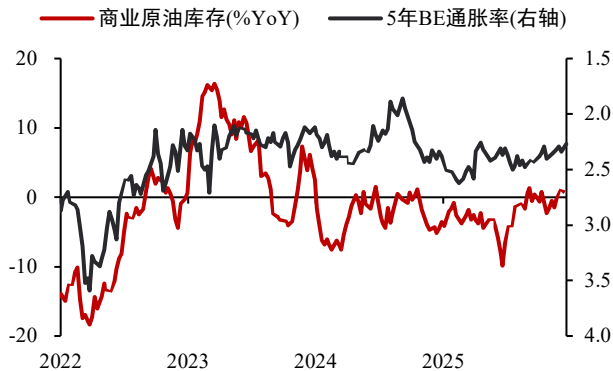
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：2 年期利率和 FFR 利差收敛 | 单位：%



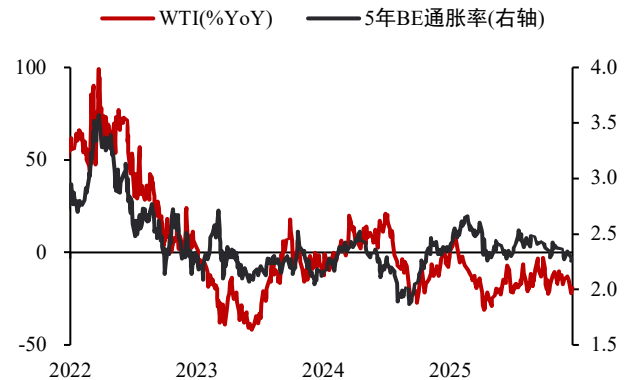
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：通胀因子之库存 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

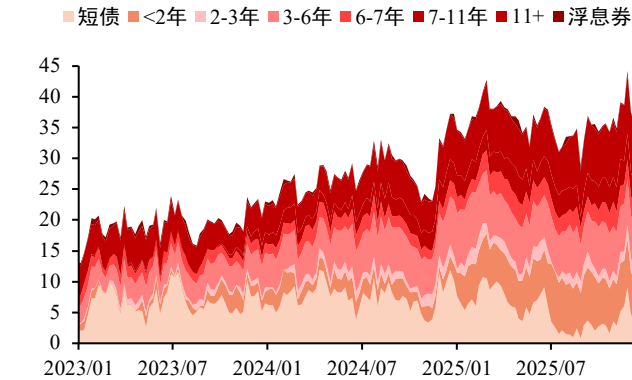
图 6：通胀因子之油价 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

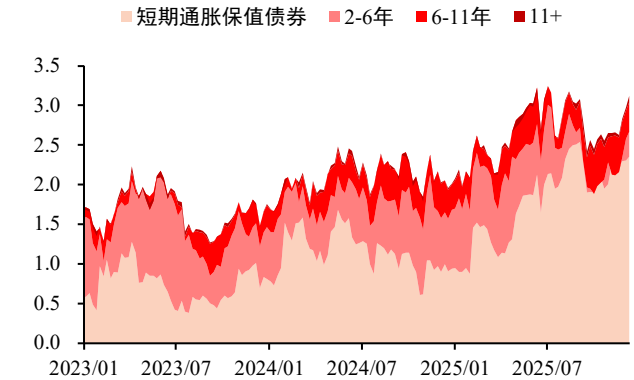
美债市场

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

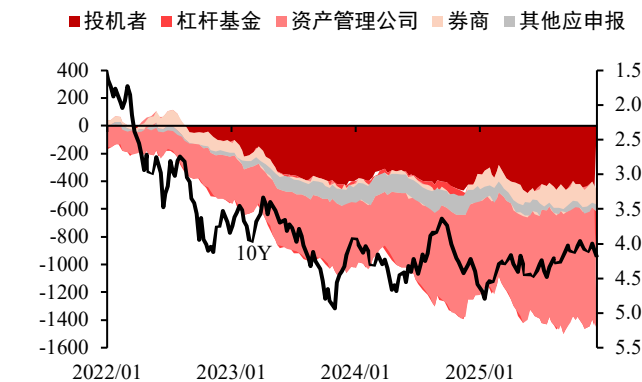
图 8：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

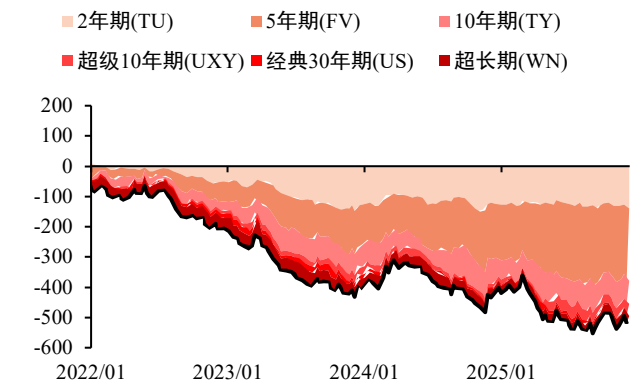
衍生品市场

图 9：美债期货期权净持仓 | 单位：万手



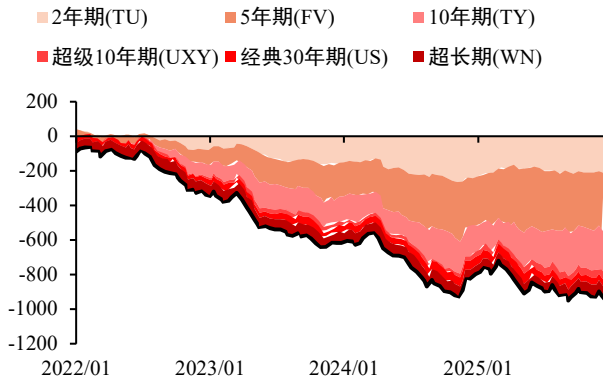
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 10：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



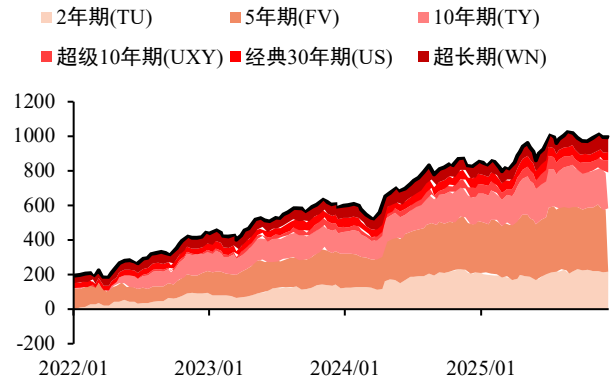
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 11：杠杆基金美债期货净持仓 | 单位：万手



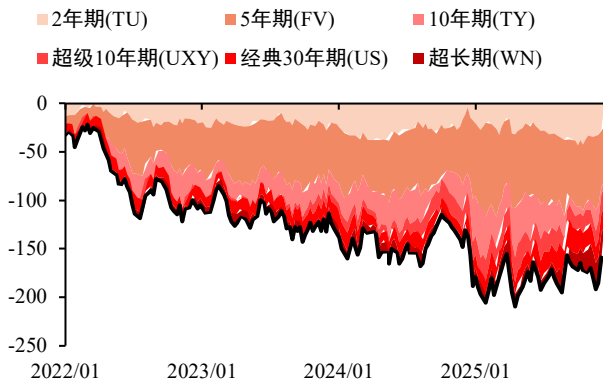
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 12：资产管理公司美债期货净持仓 | 单位：万手



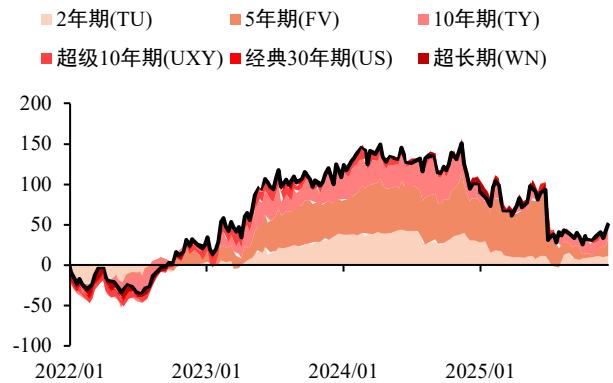
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

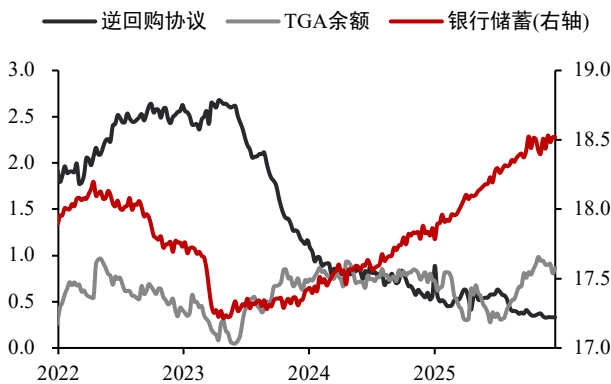
图 14：其他申报者美债期货净持仓 | 单位：万手



数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

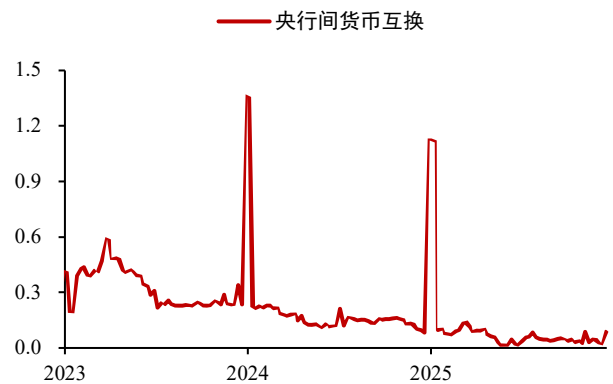
流动性

图 15：流动性指标摘要 | 单位：万亿美元



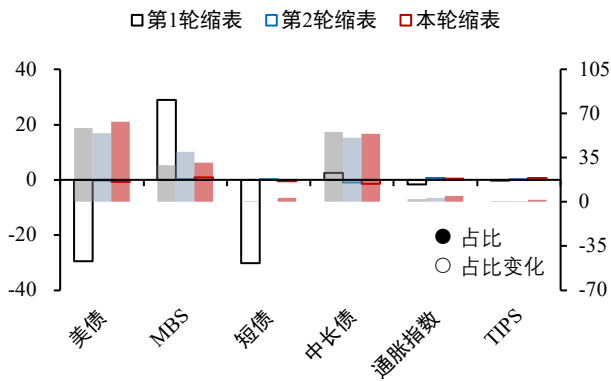
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：美联储会议纪要文本情绪 | 单位：%



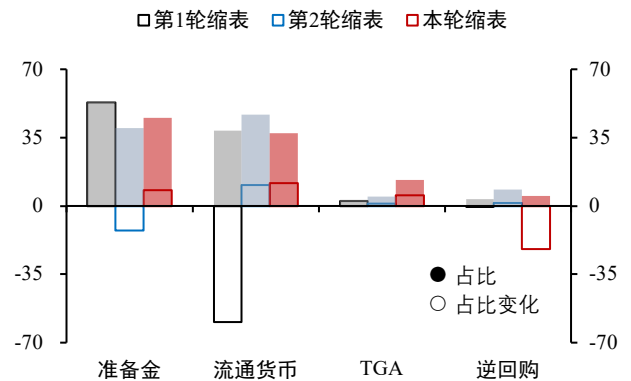
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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

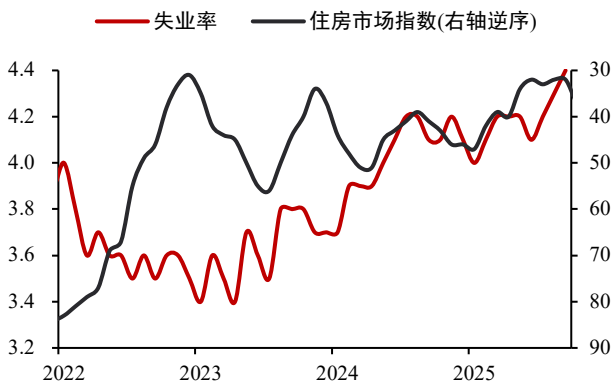
图 18：美联储负债端占比和占比变动 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

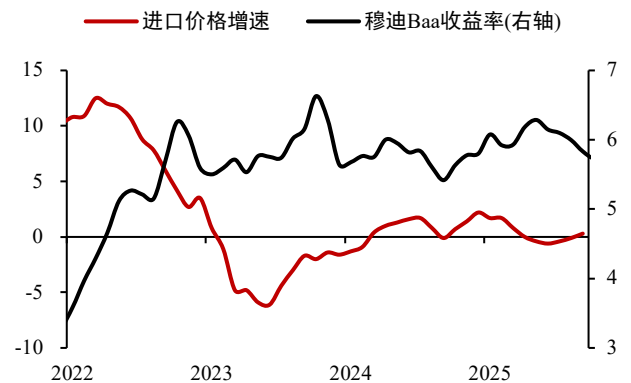
美国经济

图 19：美国就业市场和房地产市场 | 单位：%



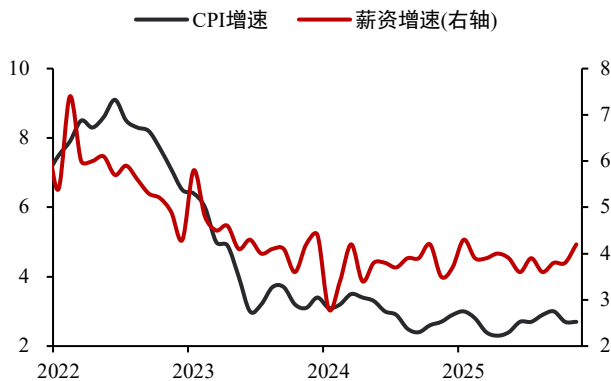
数据来源：iFinD 期货研究院

图 20：进口价格和收益率 | 单位：%YoY, %



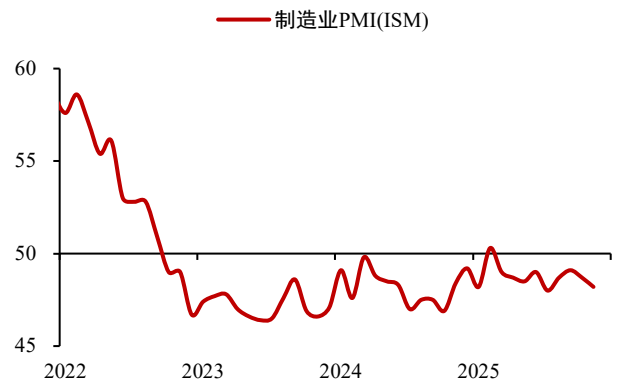
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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