

# 沃什引燃鹰派预期，美债收益率走陡



华泰期货  
HUATAI FUTURES

## 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

### 联系人

#### 郭欣悦

✉ guoxinyue@htfc.com

从业资格号：F03149577

### 投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

截至2月6日，10年期美债收益率降至4.22%，收益率曲线陡峭化加剧，主要因市场降息预期推动短端利率下行，而对沃什鹰派政策预期及通胀担忧使长端利率上行。财政赤字维持高位，同时货币市场流动性依然充裕。美债期货净空头持仓回升，显示利率空头对冲需求增加。预计经济数据与美联储人事变动将持续影响美债市场高波动性，且中长期利率下行空间有限，美债收益率曲线可能维持陡峭。

## 核心观点

### ■ 市场分析

**美债利率回顾。**截止2月6日，10年期美债收益率两周下降2bp，10年期美债收益率曲线走低至4.22%。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率走低了10bp，30年期美债收益率走高3bp。

**美债市场变动。**实际债券发行来看，1月下旬美债发行久期小幅回落，2年期686.5亿，5年期698.5亿，7年期438.9亿。美国12月财政赤字回落至1447.5亿美元，12个月累计赤字小幅回升至1.67万亿美元。

**衍生品市场结构。**美债期货净空头持仓小幅回落，截止2月3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509万手，显示出利率市场空头对冲需求短期开始有所回升。我们注意到，近期联邦基金利率期货市场从净多头转向净空头状态，回落至21.61万手。

**美元流动性和美国经济。**1) 货币：1月美联储会议将联邦基金利率目标区间维持在3.50%至3.75%不变，美联储对经济前景的判断更为乐观，将经济活动描述从温和速度扩张上调为稳健速度扩张，并指出失业率已出现一定的企稳迹象，同时删除了此前关于就业下行风险有所上升的表述。通胀方面则延续了依然略高的判断，但不再提及通胀自年初以来上升的趋势。2) 财政：美国财政TGA存款余额截止2月4日规模两周环比增加365.7亿美元，同时美联储逆回购工具两周增加34.7亿美元，反映出财政部发债吸收资金但整体货币市场仍处充裕状态。

### ■ 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：美国国债和流动性近期走势   单位：% .....	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：央行间货币互换   单位：亿美元 .....	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

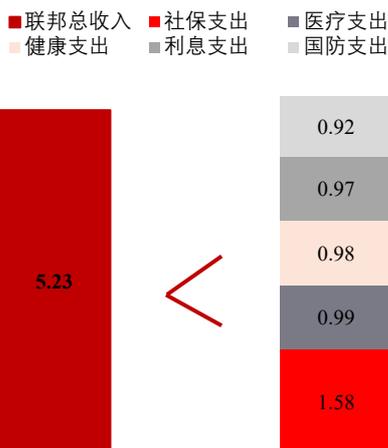
## 重点解读

前美联储理事凯文·沃什被提名为下一任主席，是近期市场的核心扰动源。沃什以鹰派底色著称，主张加息缩表以维护央行信誉和通胀锚。尽管特朗普试图施加降息压力，但市场担忧其上台可能逆转当前的宽松预期。这种预期直接催化了“沃什交易”——即提前定价更紧的货币环境和更高的长期利率风险，这是推动长债收益率上行、曲线走阔的重要心理和政策预期因素。

近期美债市场最引人注目的变化是收益率曲线的陡峭化。关键指标——10年期与2年期国债收益率利差一度扩大至超过72个基点，处于近年来的高位。这一现象源于长短端利率的背离走势：一方面，因美联储暂停加息且未释放更强鹰派信号，市场对降息的预期升温，推动对政策敏感的2年期短债收益率下行；另一方面，超预期的PPI显示了经济的韧性，叠加对长期通胀和财政赤字的结构性担忧，导致“沃什交易”推动10年期及30年期长债收益率上行。这种收益率的短跌长涨直接造成了曲线的急剧陡峭。

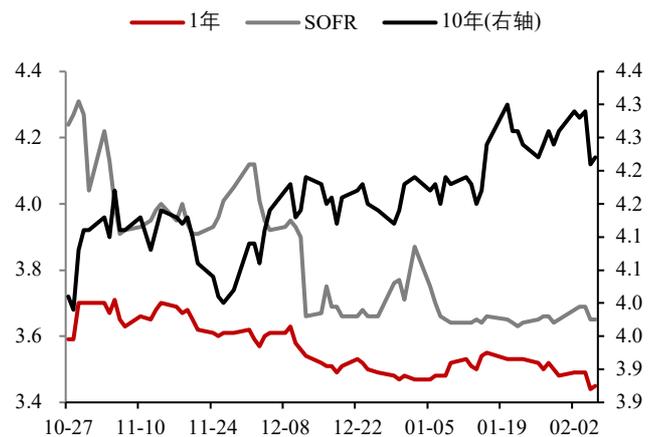
展望未来，美债市场可能延续高波动性。短期内，市场焦点将转向就业数据，任何显示劳动力市场降温的信号都可能强化降息交易，可能暂时缓和曲线陡峭程度。但中长期而言，鉴于美国经济的结构性困境，如通胀粘性、财政压力等，这意味着美债利率从当前水平大幅下行的空间已非常有限，收益率曲线可能维持相对陡峭的状态。市场的波动将取决于经济数据、美联储人事确定的进展以及其未来政策路径的清晰化。

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

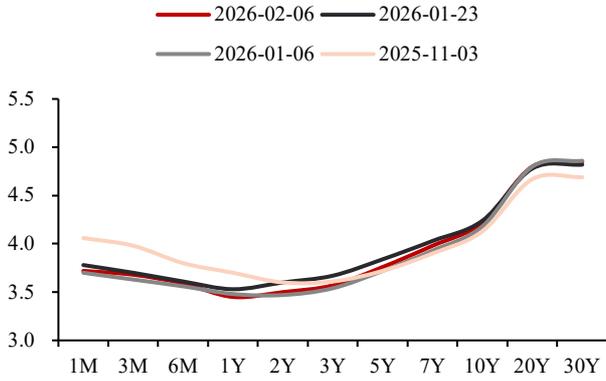
图 2：美国国债和流动性近期走势 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

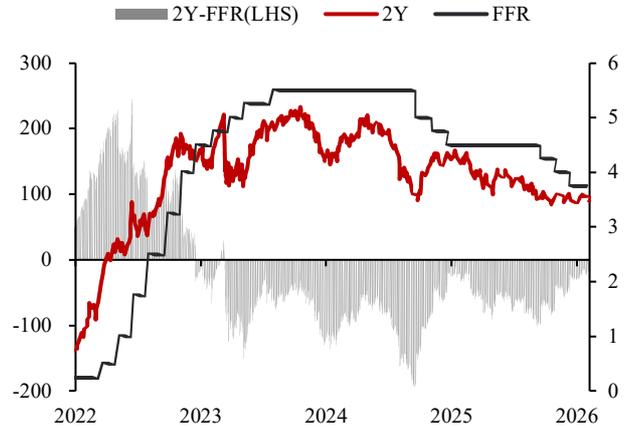
## 美债利率

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：%



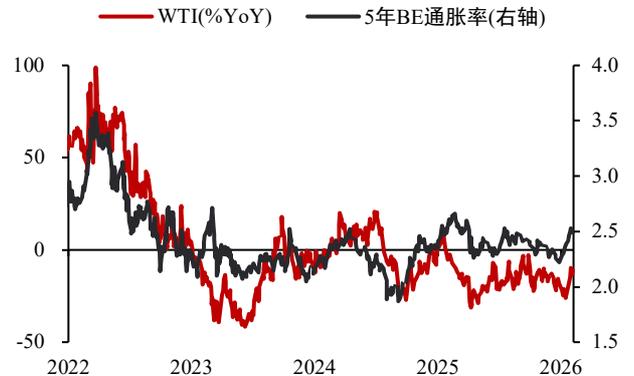
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：通胀因子之库存 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

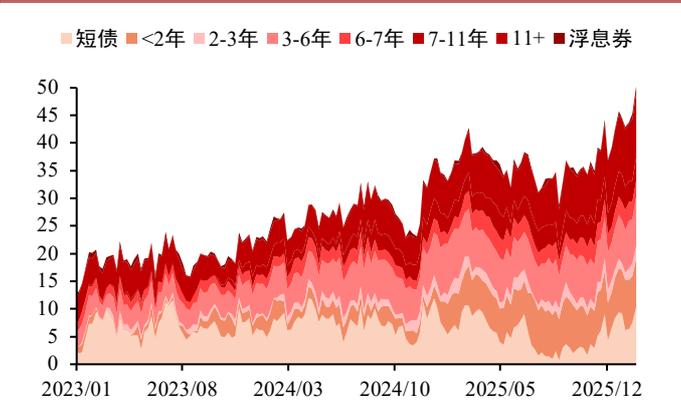
图 6：通胀因子之油价 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

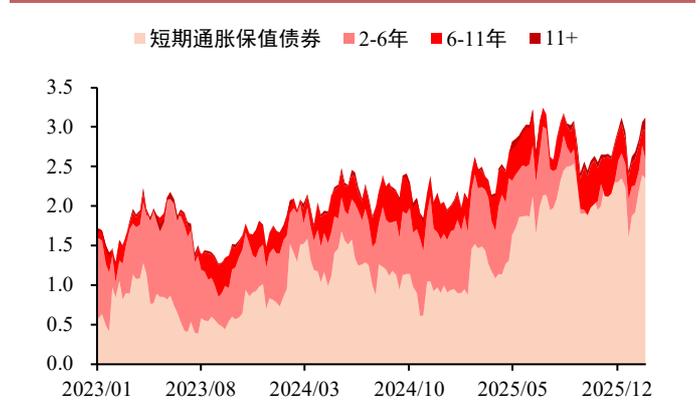
## 美债市场

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

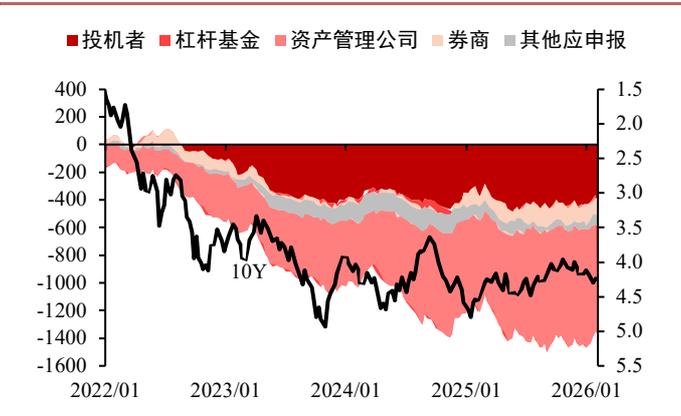
图 8：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

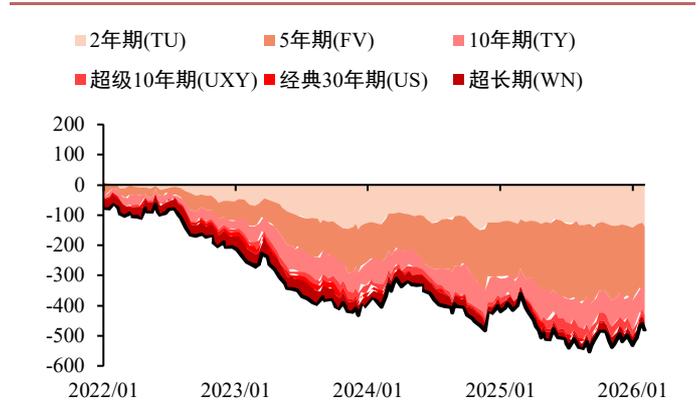
## 衍生品市场

图 9：美债期货期权净持仓 | 单位：万手



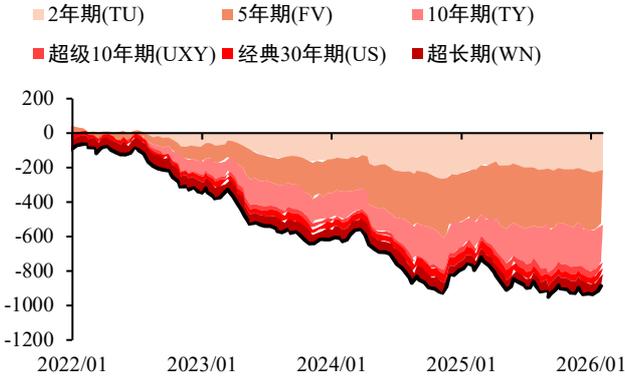
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 10：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



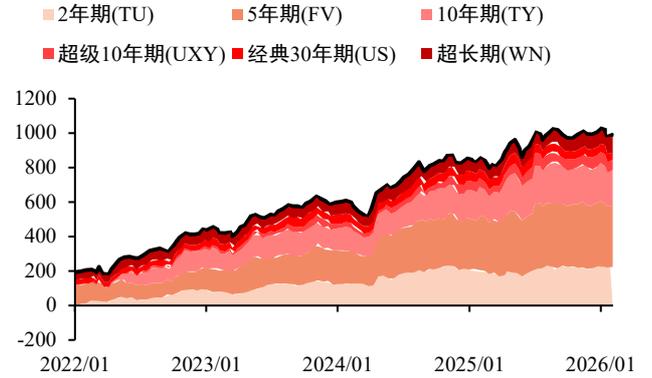
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 11: 杠杆基金美债期货净持仓 | 单位: 万手



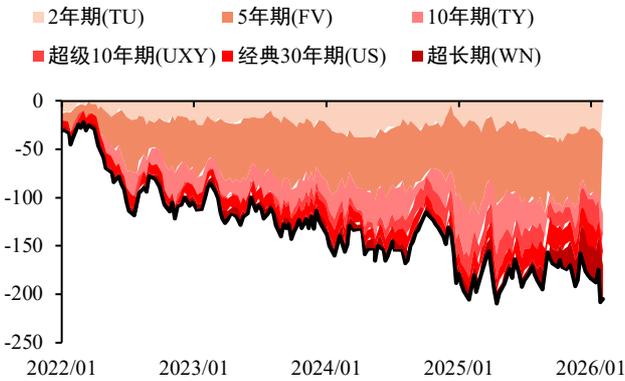
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 12: 资产管理公司美债期货净持仓 | 单位: 万手



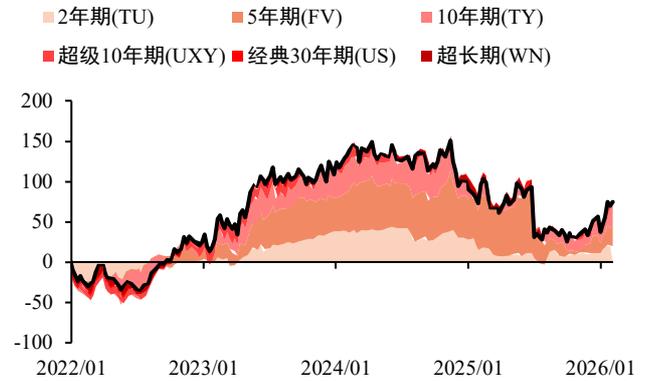
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

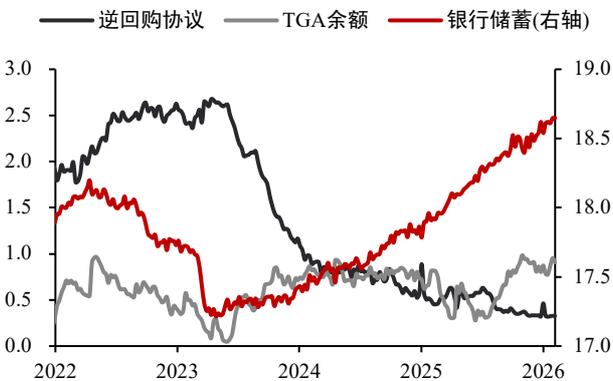
图 14: 其他申报者美债期货净持仓 | 单位: 万手



数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

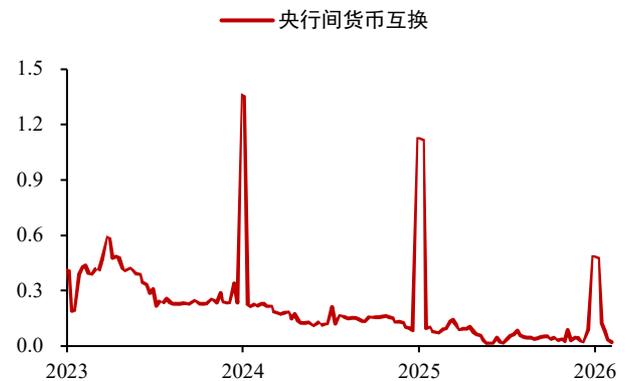
## 流动性

图 15: 流动性指标摘要 | 单位: 万亿美元



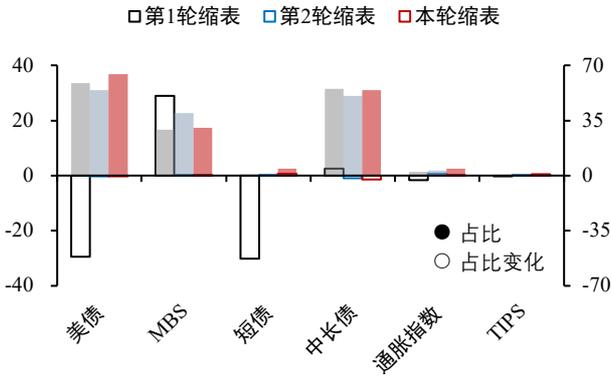
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 16: 央行间货币互换 | 单位: 亿美元



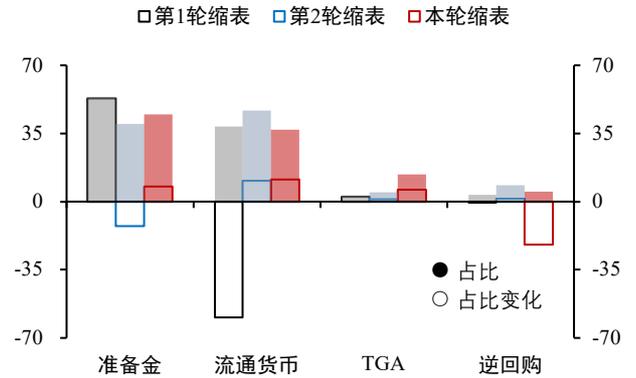
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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: %



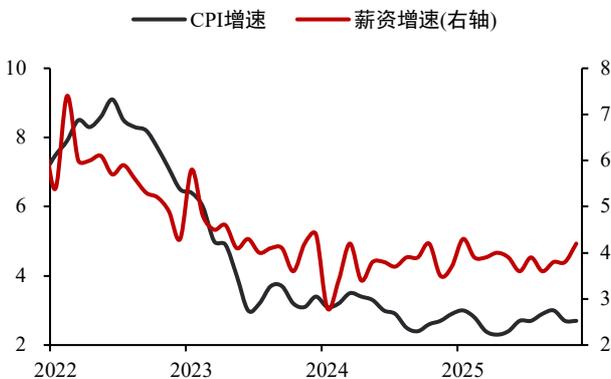
数据来源: iFinD 期货研究院

图 20: 进口价格和收益率 | 单位: % YoY, %



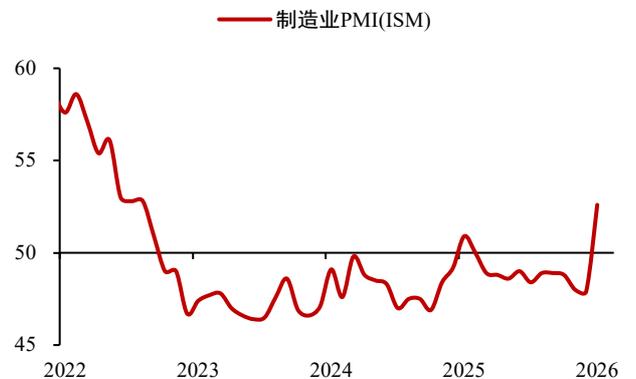
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

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](http://www.htfc.com)