

伊朗冲突点燃通胀预期，美债收益率走高

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

近期美债收益率整体上行，10年期美债收益率升至4.15%。从市场结构看，美债发行久期小幅回升，财政赤字有所收窄；衍生品市场上，美债期货净空头持仓回落。本次走势的核心特征在于地缘冲突背景下美债避险属性失效：中东局势升级推高油价，强化通胀预期，使市场将首次降息时点推迟，避险逻辑被通胀逻辑取代。2月非农就业新增就业-9.2万人，失业率升至4.4%，但周薪同比增速加快至4.1%。就业萎缩与工资坚挺并存，加剧滞胀风险。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止3月6日，10年期美债收益率两周上升了7bp，10年期美债收益率曲线走高至4.15%。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率走高了8bp，30年期美债收益率走高5bp。

美债市场变动。实际债券发行来看，2月下旬美债发行久期小幅回升，2年期686.7亿，5年期699.1亿，7年期439.5亿。美国1月财政赤字回落至946.15亿美元，12个月累计赤字小幅回落至1.63万亿美元。

衍生品市场结构。美债期货净空头持仓小幅回落，截止3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落至488万手，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，近期联邦基金利率期货市场维持净空头状态，回落至18.14万手。

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3月4日规模两周环比减少418.75亿美元，同时美联储逆回购工具两周减少98.44亿美元，反映出财政部和逆回购市场共同向市场注入了流动性。

■ 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

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	4
图 2：美国国债和流动性近期走势 单位：%	4
图 3：美债收益率曲线 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：通胀因子之油价飙升 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：央行间货币互换 单位：亿美元	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

重点解读

近期中东地缘冲突升级后，美债并未如传统规律般因避险需求而价格上涨，反而遭遇持续抛售，收益率大幅上行。以 10 年期美债为例，其收益率从 2 月底触底 3.97% 后连续反弹至 4.15% 以上，累计上行约 18 个基点。这种美元涨、美债跌的跷跷板效应，根源在于市场对冲突长期化的定价：能源供给中断风险推高油价，进而强化通胀预期，使美债作为固定收益资产的吸引力被侵蚀。传统上，地缘风险会驱动资金涌入美债避险，但本次市场更担忧油价→通胀→高利率持续的传导链条，导致避险逻辑被通胀逻辑取代。

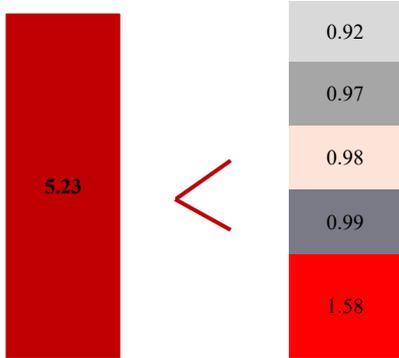
油价飙升直接推升通胀预期，打乱了市场对美联储货币政策的原有定价。冲突前，市场普遍预期年内降息，但冲突升级后，首次降息时点推迟。通胀卷土重来的风险使美联储维持高利率的时间更长，这直接压低债券估值，因为高利率环境意味着未来现金流折现率上升，债券价格下跌。同时，通胀侵蚀固定票息的实际购买力，进一步削弱美债的配置价值。市场从交易宽松转向交易滞胀，美债因此持续承压。

美债走势的另一重压力来自美国自身的财政可持续性。截至 2026 年 3 月，美国国债总额已突破 38.88 万亿美元，债务占 GDP 比重高达 124%，远超国际警戒线。2026 财年联邦净利息支出首次突破 1 万亿美元，超过国防预算，成为第二大刚性支出。利息支出的膨胀挤占生产性投入，使财政陷入借新还旧的庞氏循环。这种结构性缺陷动摇了海外投资者对美债信用的长期信心，市场对美债的信任基础正在削弱，避险光环进一步褪色。

美国 2 月非农就业数据大幅不及预期，新增就业-9.2 万人，失业率升至 4.4%，表面上强化了市场对美联储年内降息的押注。然而，平均周薪同比上升至 4.1%，显示劳动力成本压力未减。结合近期中东冲突升级推高油价的背景，通胀预期再度升温，使美联储陷入两难境地。此前市场因油价上涨已将首次降息时点推迟，如今就业萎缩与工资坚挺并存的格局，进一步加剧了滞胀风险。交易员虽增加对 2026 年至少降息一次的押注，但通胀压力使降息空间受限，美债收益率在数据公布后短线下跌，随后仍受制于通胀预期而维持高位。

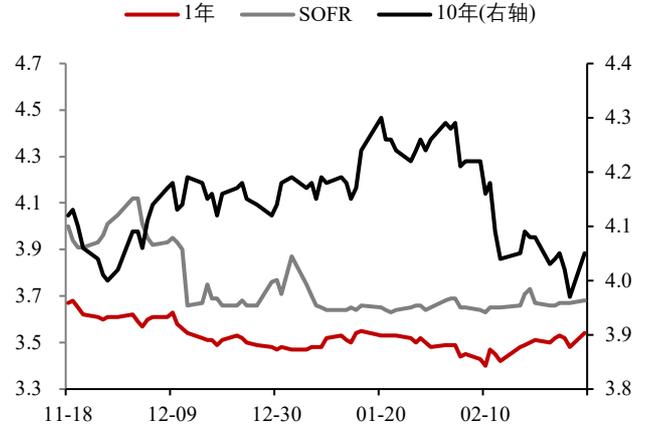
图 1：2025 财年社保、医疗、健康、利息以及国防五项刚性支出已吃掉全部联邦收入 | 单位：万亿美元

■ 联邦总收入 ■ 社保支出 ■ 医疗支出
■ 健康支出 ■ 利息支出 ■ 国防支出



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

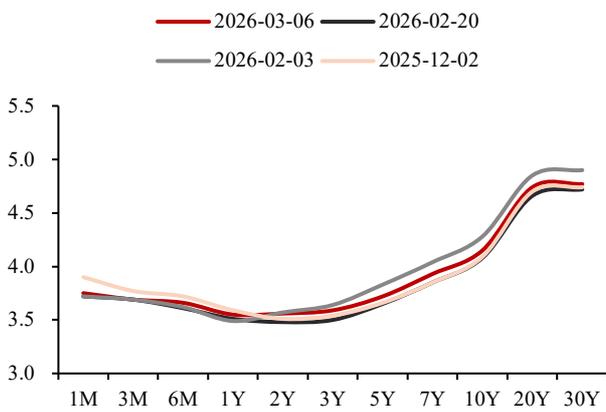
图 2：美国国债和流动性近期走势 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

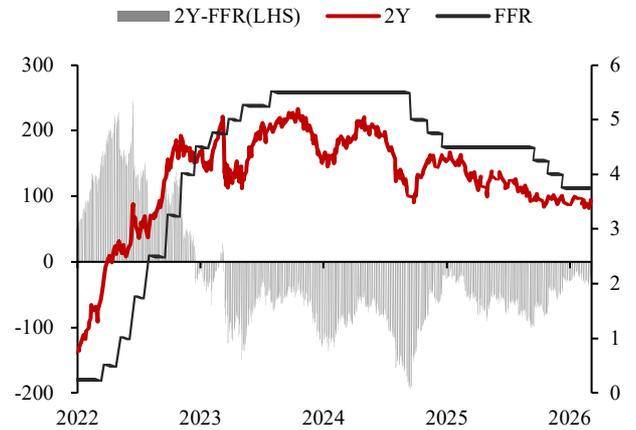
美债利率

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：%



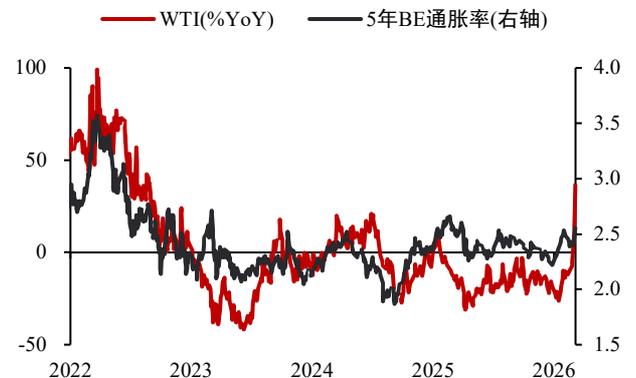
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：通胀因子之库存 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

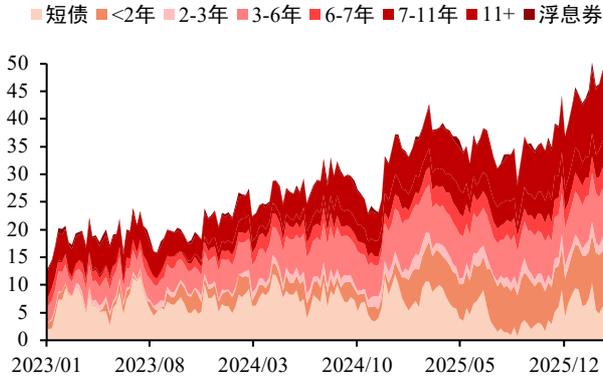
图 6：通胀因子之油价飙升 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

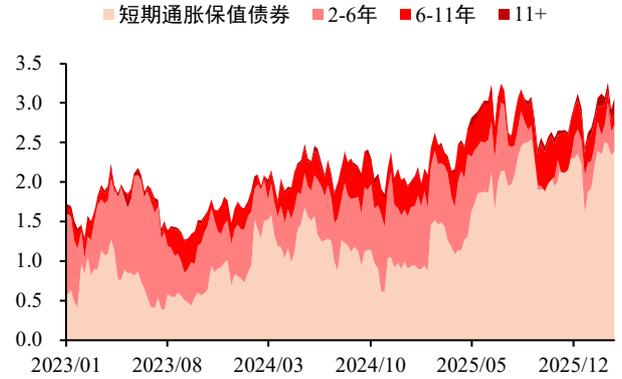
美债市场

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

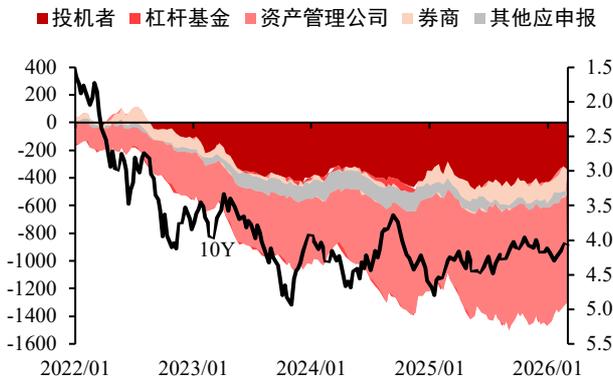
图 8：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

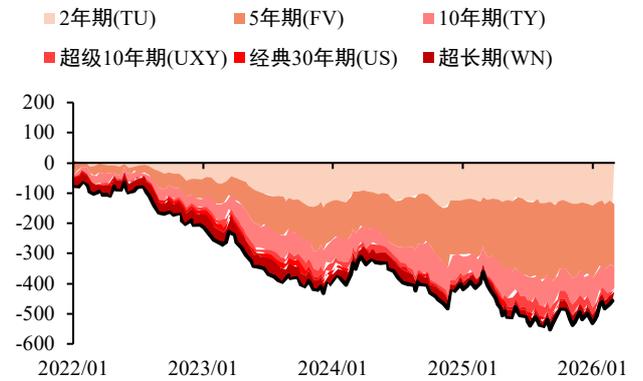
衍生品市场

图 9：美债期货期权净持仓 | 单位：万手



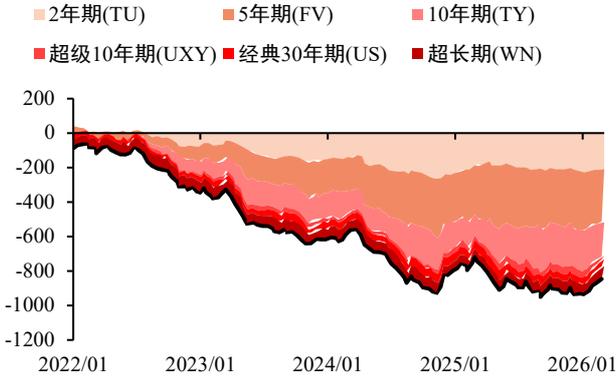
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 10：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



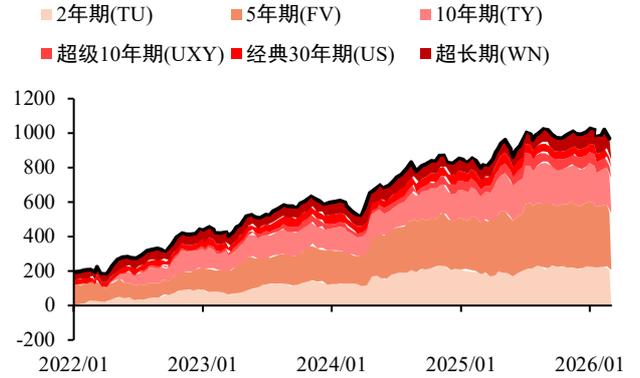
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 11: 杠杆基金美债期货净持仓 | 单位: 万手



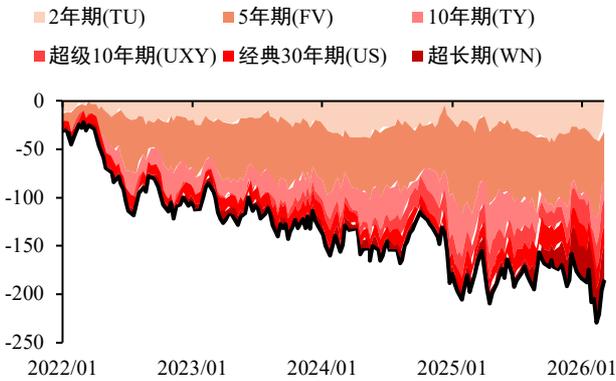
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 12: 资产管理公司美债期货净持仓 | 单位: 万手



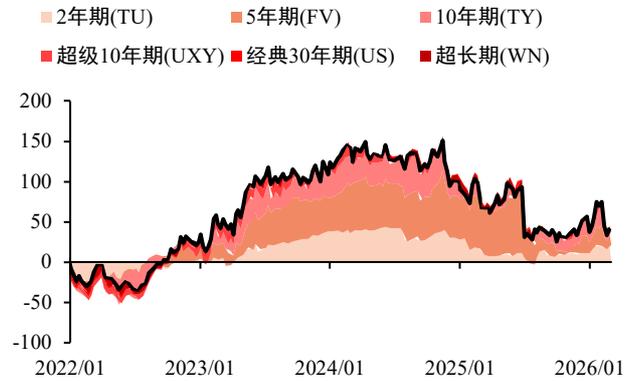
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

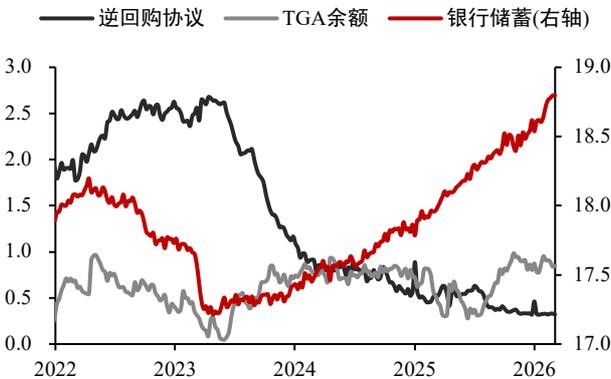
图 14: 其他申报者美债期货净持仓 | 单位: 万手



数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

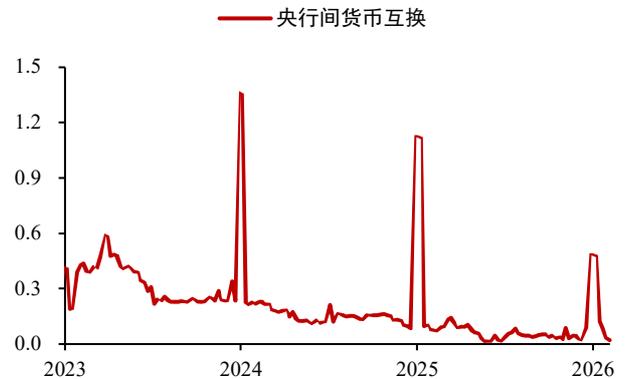
流动性

图 15: 流动性指标摘要 | 单位: 万亿美元



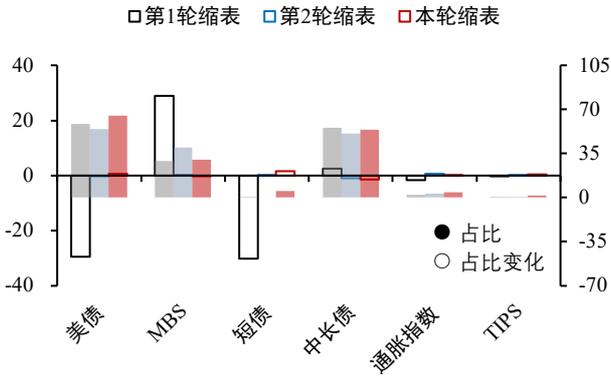
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 16: 央行间货币互换 | 单位: 亿美元



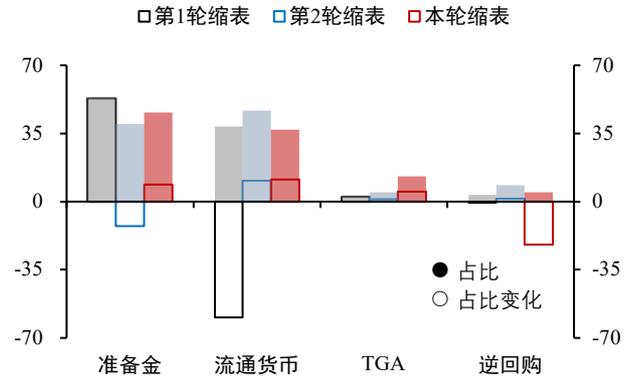
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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

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