

# 美联储维持利率不变，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

截至3月20日，10年期美债收益率两周上行24bp至4.39%，收益率曲线走熊。美联储维持利率不变，鲍威尔表态偏鹰，通胀回落停滞受关税、能源及地缘因素影响，市场降息预期收缩，美债收益率大幅上行。财政方面，TGA存款与逆回购工具同步增加，对流动性形成双重收紧；美国国债突破39万亿美元，财政结构恶化。年初以来美债收益率先下后上，近两周短端反弹幅度更大，反映市场定价逻辑从衰退避险转向通胀再定价。在增长下行与通胀黏性并存的滞胀雏形下，美债呈现高波动、低方向性特征。

## 核心观点

### ■ 市场分析

**美债利率回顾。**截止3月20日，10年期美债收益率两周上升了24bp，10年期美债收益率曲线走高至4.39%。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率走高了32bp，30年期美债收益率走高19bp，收益率曲线走熊。

**美债市场变动。**实际债券发行来看，3月上旬美债发行久期小幅回落，3年期577.7亿，10年期389.2亿，30年期219.7亿。美国2月财政赤字回落至3075.01亿美元，12个月累计赤字保持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17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477万手，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4.23万手。

**美元流动性和美国经济。**1) 货币：美联储本次维持利率在3.50%-3.75%不变，鲍威尔表示在通胀改善前不会降息，当前通胀回落停滞主要受关税、能源价格上涨及地缘政治因素影响。同时，劳动力市场虽表面稳定但下行风险正在累积。市场对会议反应剧烈，降息预期收缩、美债收益率大幅上行，未来债市波动将主要受通胀黏性、能源价格及地缘局势主导。2) 财政：美国财政TGA存款余额截止3月18日规模两周环比增加288.54亿美元，同时美联储逆回购工具两周增加118.48亿美元，反映出美国财政资金回笼与市场流动性吸收同步增强，短期内对银行体系流动性形成双重收紧效应。

### ■ 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

## 图表

图 1：债务规模从 38 万到突破 39 万仅花 5 个月不到的时间   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：通胀因子之油价飙升   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：美联储资产端占比和占比变动   单位：%PCT .....	6

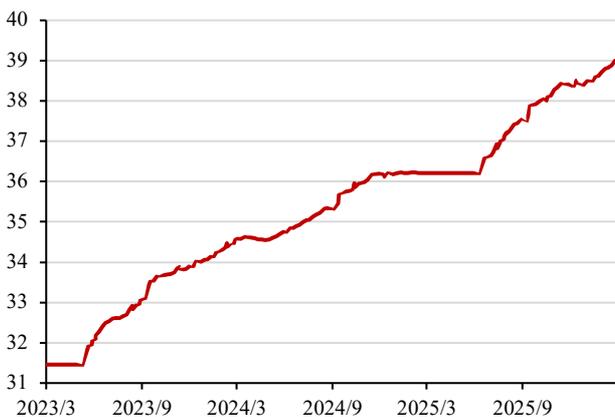
## 重点解读

美国国债正式突破 39 万亿美元，且增速持续加快，从 38 万亿升至 39 万亿仅用时 5 个月。当前美国债务与 GDP 之比已逼近 130%，远超 60% 的国际安全线，债务增速显著高于经济增速，财政运行已呈现借新还旧的庞氏特征。更致命的是，年度债务利息支出首次突破 1.2 万亿美元，超越军费成为第二大刚性支出，与社保、医保共同挤压财政空间，基建、科研、产业升级等发展性支出被严重压缩。这种“利息绑架财政、福利掏空预算”的结构，使美国财政陷入任何经济体都难以长期承受的绝境，也是历史上霸权衰落的前兆。

收益率剧烈 V 型震荡，市场陷入滞胀两难博弈。2026 年初以来，美债收益率先下后上，呈现剧烈 V 型走势：第一阶段（2 月）受经济增长担忧和降息预期强化推动，10 年期收益率一度下行至 3.97%；第二阶段（3 月）因中东冲突导致通胀数据超预期、关税政策推进等因素，降息预期迅速退潮，收益率快速反弹至 4.38% 以上。值得注意的是，近两周短端收益率反弹幅度大于长端，反映出市场定价的核心逻辑已从衰退避险转向通胀再定价。尽管全月收益率整体持平，但期间逾 30bp 的剧烈震荡本身即表明：在增长下行+通胀黏性的滞胀初形下，市场对货币政策方向难以形成共识，高波动、低方向性成为当前美债的显著特征。

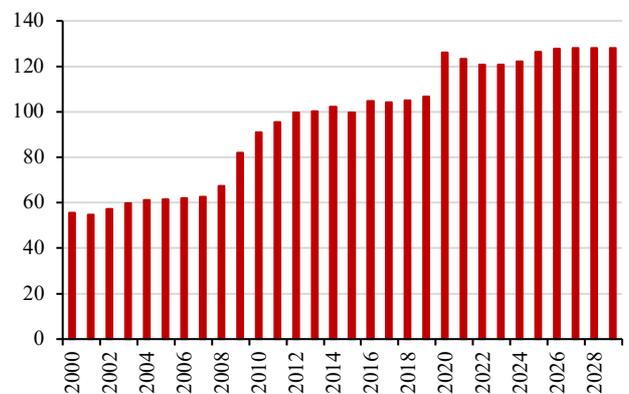
综合来看，近期短端利率上行幅度大于长端，已初步呈现熊平特征。其核心逻辑在于：通胀黏性及关税传导效应迫使市场推迟对美联储降息的预期，直接推升短端利率；而长端利率虽也受通胀压制上行，但同时受到经济增速放缓预期及长债配置需求的牵制，上行幅度相对有限。因此，若二季度关税传导效应进一步确认，市场对“高利率维持更久”的定价将更充分，短端上行压力大于长端的格局或将延续，曲线熊平逻辑有望进一步强化。

图 1：债务规模从 38 万到突破 39 万仅花 5 个月不到的时间 | 单位：万亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

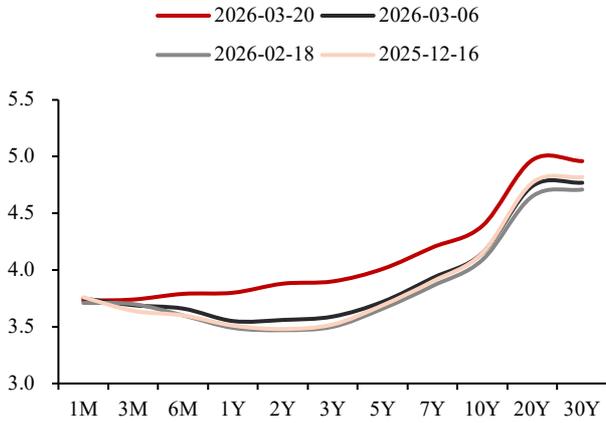
图 2：美国债务占 GDP 比重 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

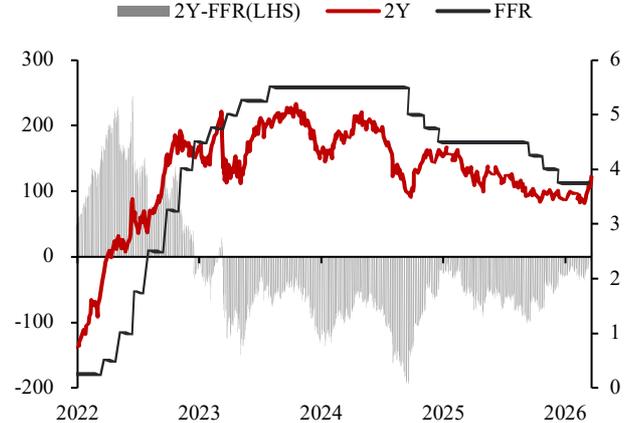
## 美债利率

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：%



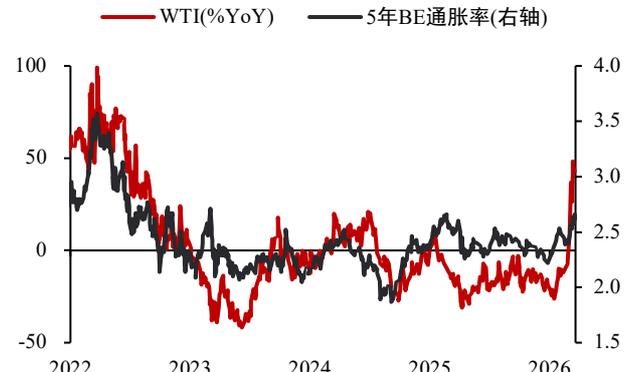
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：通胀因子之库存 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

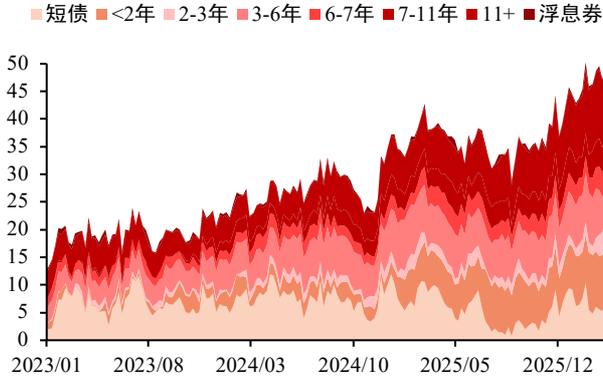
图 6：通胀因子之油价飙升 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

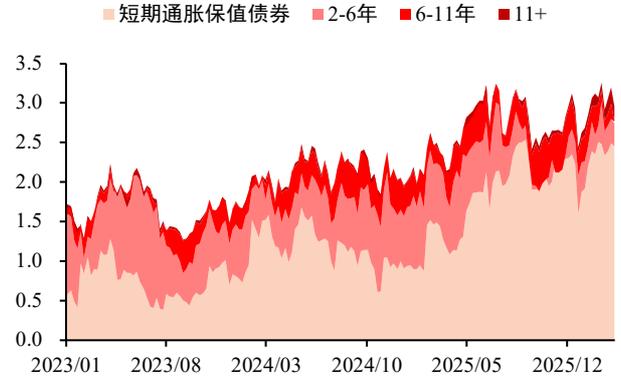
## 美债市场

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

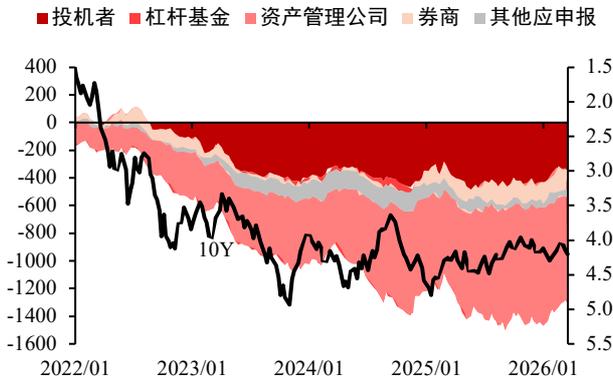
图 8：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

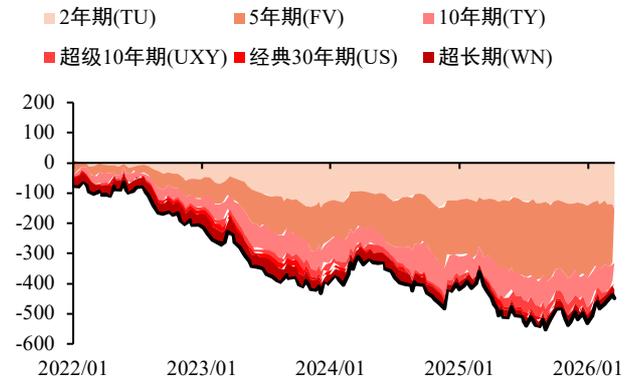
## 衍生品市场

图 9：美债期货期权净持仓 | 单位：万手



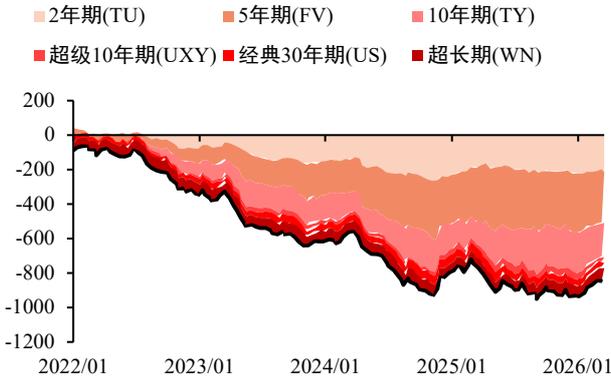
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 10：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



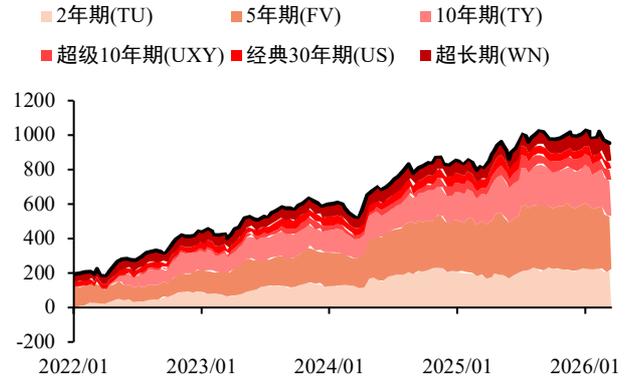
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 11: 杠杆基金美债期货净持仓 | 单位: 万手



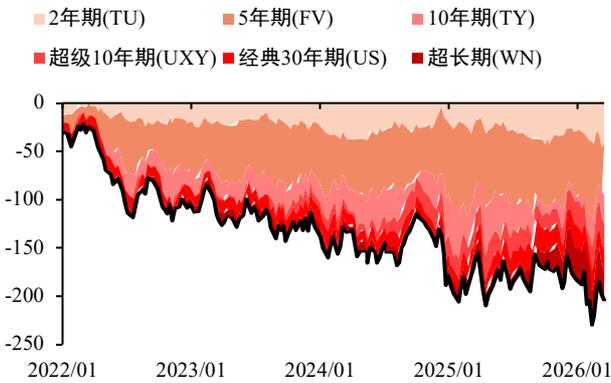
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 12: 资产管理公司美债期货净持仓 | 单位: 万手



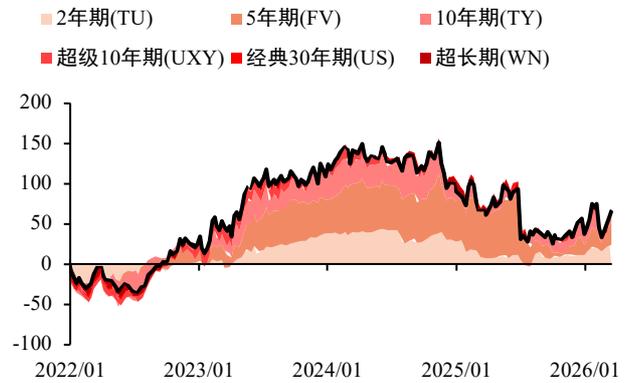
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

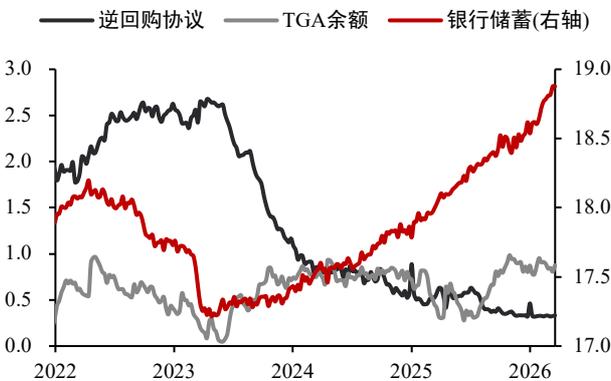
图 14: 其他申报者美债期货净持仓 | 单位: 万手



数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

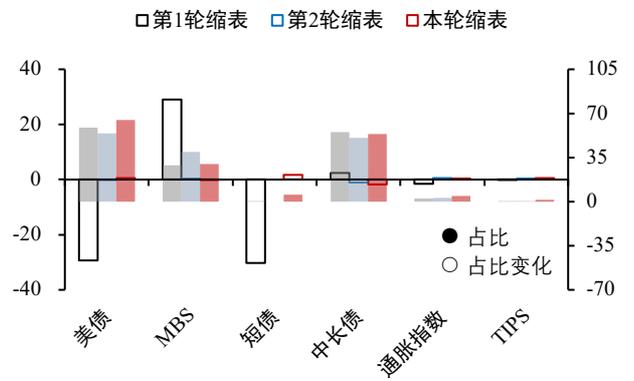
## 流动性

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: 美联储资产端占比和占比变动 | 单位: %pct



数据来源: Bloomberg 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)