

美债供需错配与流动性博弈下的高位震荡

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

近两周美债收益率短端下行、长端微升，反映市场对经济前景与供需错配的双重博弈。财政赤字高企、TGA 余额上升叠加逆回购扩张，说明财政回笼资金增加、而美联储未同步释放流动性。衍生品市场空头对冲加剧，美联储虽维持利率不变但面临政策平衡压力。中长期看，美债收益率或在高位震荡，波动性加大。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止 6 月 20 日，10 年期美债收益率为 4.38%，10 年期美债收益率较两周前走低 2bp。收益率曲线层面，和两周前相比，2 年期美债收益率走低了 2bp，30 年期美债收益率走高 1 bp。近两周短债收益率下行，而长债收益率上行。

美债市场变动。实际债券发行来看，6 月上旬美债发行久期大多小幅回落，3 年期 578.5 亿，10 年期 383.9 亿，20 年期 129.1，30 年期 219.7 亿。美国 5 月财政盈余 3160 亿美元，由正转负，12 个月累计赤字回落至 2 万亿美元。财政压力存在，整体市场仍倾向于避险交易。

衍生品市场结构。美债期货净空头持仓小幅回落，截止 6 月 10 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 548.3 万手，显示出利率市场空头对冲需求短期开始有所增加。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，减少至 11.97 万手。

美元流动性和美国经济。1) 货币：6 月 19 日美联储宣布利率维持在 4.25%-4.50%，美联储内部分歧加大可能带来政策沟通风险，令市场对未来利率路径的预期更加摇摆。美联储声明删除了关于失业和通胀同时上升的表述，显示其对“滞胀”风险的担忧有所缓解，政策重心重新回归对通胀单一目标的观察与评估。2) 财政：美国财政 TGA 存款余额截止 6 月 18 日规模两周环比上升 77 亿美元，同时美联储逆回购工具两周扩张了 333 亿美元，显示出财政端回笼资金、叠加货币政策端流动性暂未投放，导致短期美元流动性边际收紧。3) 经济：截止 6 月 14 日美联储周度经济指标 2.01（两周前为 1.76），显示出经济环比短期稳定后有所改善。

■ 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	5
流动性	6
美国经济	7

图表

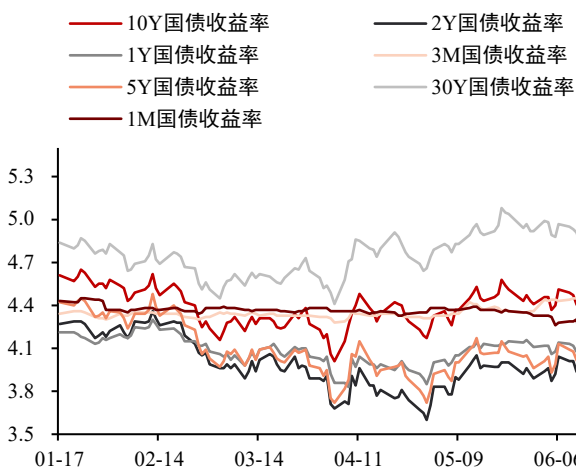
图 1：美债收益率曲线 单位：%	3
图 2：近期各国国债持有情况 单位：十亿美元	3
图 3：中国从年初开始持续增持黄金 单位：吨和%	4
图 4：2 年期利率和 FFR 利差收敛 单位：%	4
图 5：美债收益率曲线较两周前走平 单位：%	5
图 6：经济增长因子短期回升 单位：% YoY	5
图 7：通胀因子之库存 单位：% YoY	5
图 8：通胀因子之油价 单位：% YoY	5
图 9：交易商美债持有增多 单位：百亿美元	5
图 10：交易商通胀债券持有增多 单位：百亿美元	5
图 11：流动性指标摘要 单位：万亿美元	6
图 12：美联储会议纪要文本情绪 单位：%	6
图 13：美联储资产端占比和占比变动 单位：% PCT	6
图 14：美联储负债端占比和占比变动 单位：% PCT	6
图 15：美国就业市场和房地产市场 单位：%	7
图 16：进口价格和收益率 单位：% YoY, %	7
图 17：美国薪资增速和通胀 单位：% YoY	7
图 18：美国制造业 PMI 单位：% MoM	7

重点解读

收益率持续上行，反映供需失衡与市场担忧

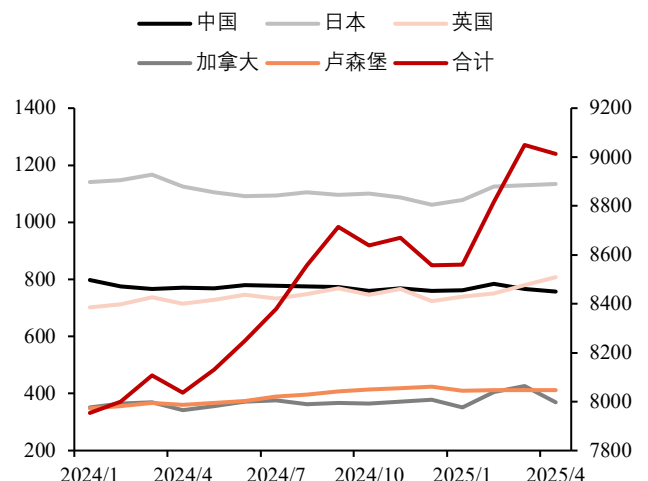
近期，美债收益率快速上行，反映出市场对美债供需结构性失衡的深度担忧。随着美国财政部预计将在 7 月或 8 月突破债务上限，提前大规模发债以填补赤字、补充 TGA 账户等流动性需求，美债的一级供给压力显著加大，触发了利率的集体上移。与此同时，传统海外买家持续减持，削弱了对美债的边际需求支撑。中国已连续两个月减持美债，加拿大、卢森堡等国也出现较大规模的抛售。尽管日本与英国仍维持净买入状态，但总体接盘能力有限，导致市场定价更倾向于反映供需缺口而非通胀或政策预期，从而推动收益率持续攀升。

图 1：美债收益率曲线 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

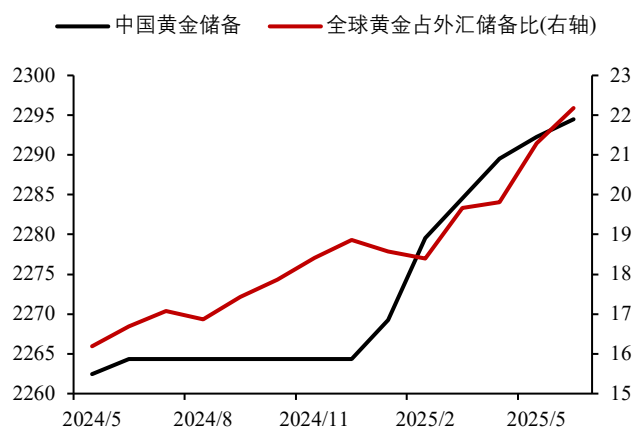
图 2：近期各国国债持有情况 | 单位：十亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

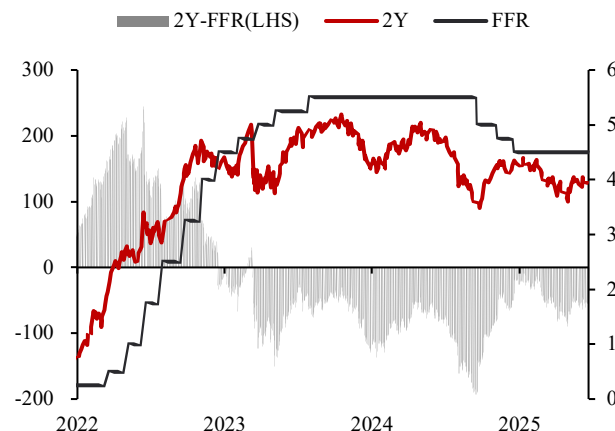
全球央行正持续减持美债、增持黄金，显示出对于美债中长期可持续性的担忧。我国央行已连续七个月增持黄金，形成结构性配置转移。这种转向反映出央行层面对于资产安全性与去美元化的偏好增强。面对高通胀、财政赤字持续扩大以及关税扰动等外部风险，美债不再是“绝对安全”的储备工具。未来若此趋势持续，将进一步削弱美债作为全球储备资产的吸引力，并对利率形成上行压力。

图 3：中国从年初开始持续增持黄金 | 单位：吨和%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：2 年期利率和 FFR 利差收敛 | 单位：%



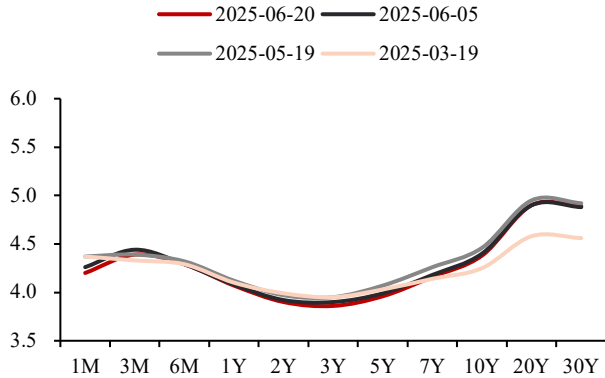
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

美联储政策偏谨慎，但或被迫应对流动性冲击。美联储在6月例会维持利率不变，连续第四次按兵不动，显示出其对通胀黏性的持续警惕。6月初财政部进行100亿美元的历史性大额美债回购，被解读为财政部主动出手平抑市场波动，相当于给过高的美债收益率设了一道天花板，传递出护盘的信号。随着7月债务上限或将突破，财政部发行压力激增，市场担心类似2019年的钱荒场景再度上演。尽管当前银行体系储备金仍处高位，但如果回购利率快速飙升、资金面紧张，美联储或将被迫重启流动性投放甚至提前降息，以遏制系统性风险外溢。

中长期展望，高位震荡与政策博弈并存。展望2025年下半年，美债收益率大概率在高位区间内震荡。一方面，若财政持续扩张、发债节奏加快而美联储维持收紧态势，供需错配将导致期限利差扩张，推高长端利率；另一方面，如果美联储选择降息或扩表进行对冲，可能在阶段性压制收益率上行空间。此外，投资者需密切关注贸易摩擦、财政政策调整、美国大选不确定性等地缘与政策变量。这些因素可能导致市场情绪快速反复，使得美债收益率波动性进一步增强。整体而言，美债正处于从“避险锚”向“政策博弈资产”转化的阶段，趋势分化下的波动将成为常态。

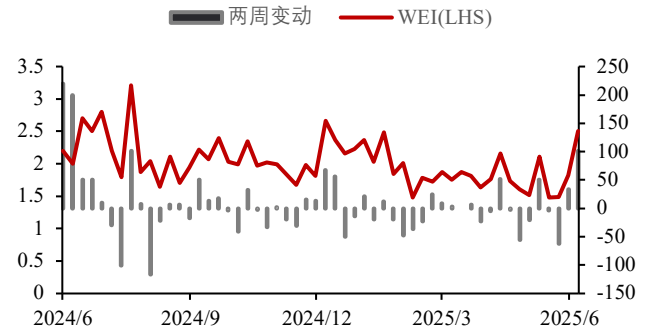
美债利率

图 5：美债收益率曲线较两周前走平 | 单位：%



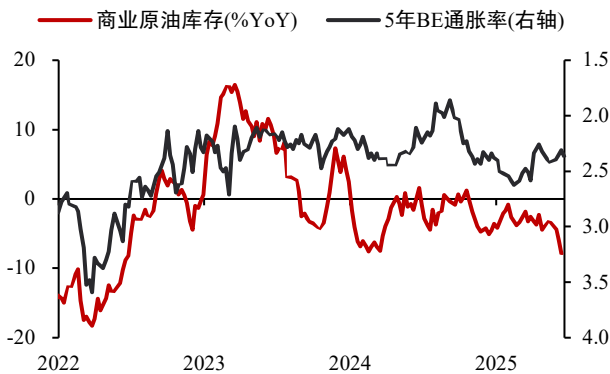
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：经济增长因子短期回升 | 单位：% YoY



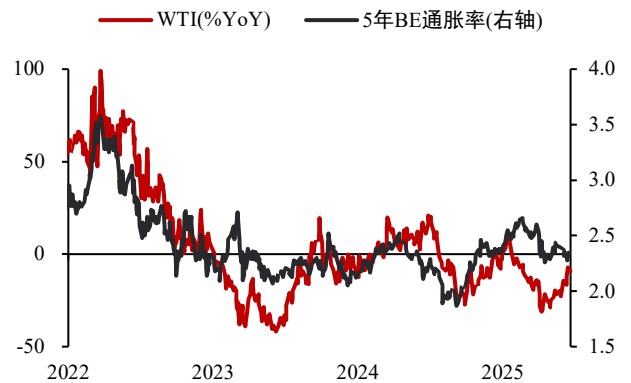
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：通胀因子之库存 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

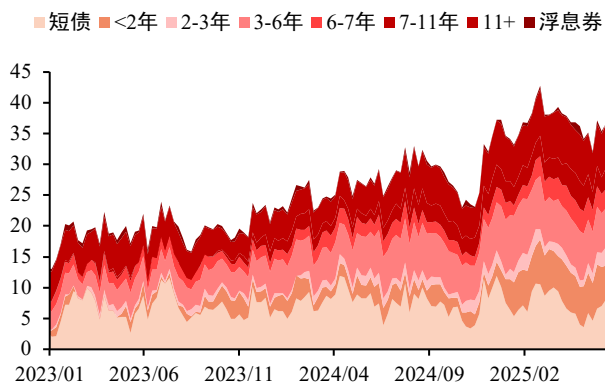
图 8：通胀因子之油价 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

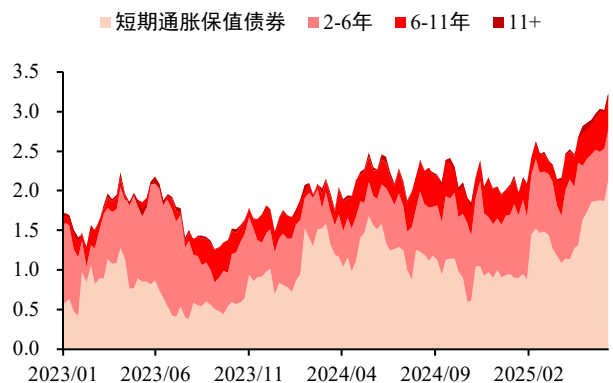
美债市场

图 9：交易商美债持有增多 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

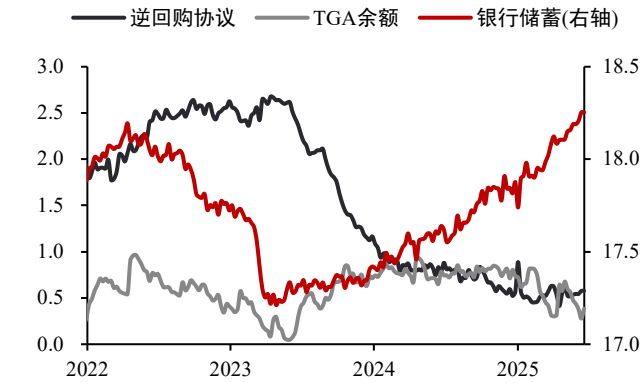
图 10：交易商通胀债券持有增多 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

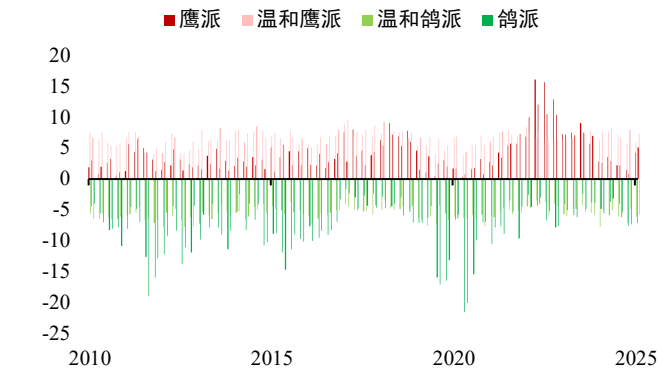
流动性

图 11：流动性指标摘要 | 单位：万亿美元



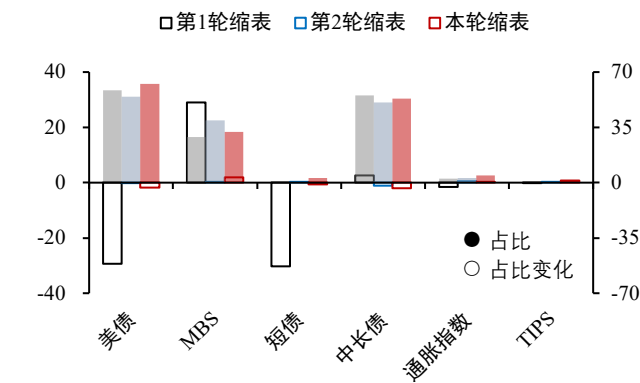
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：美联储会议纪要文本情绪 | 单位：%



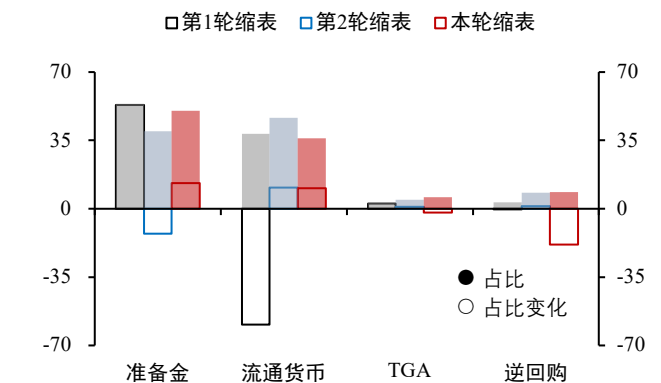
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13：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

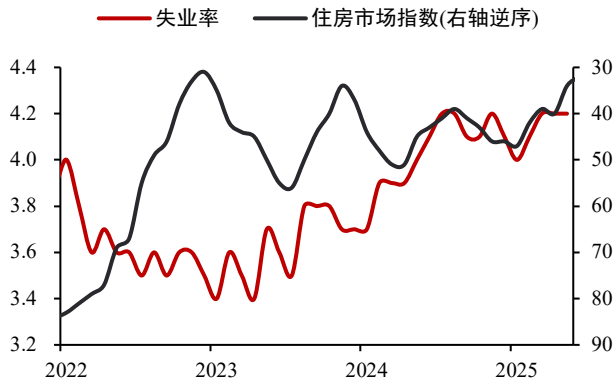
图 14：美联储负债端占比和占比变动 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

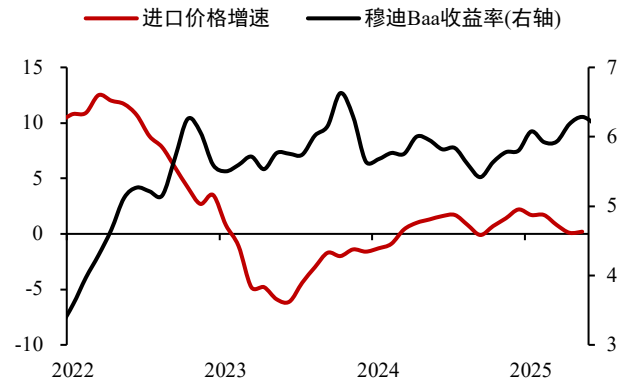
美国经济

图 15：美国就业市场和房地产市场 | 单位：%



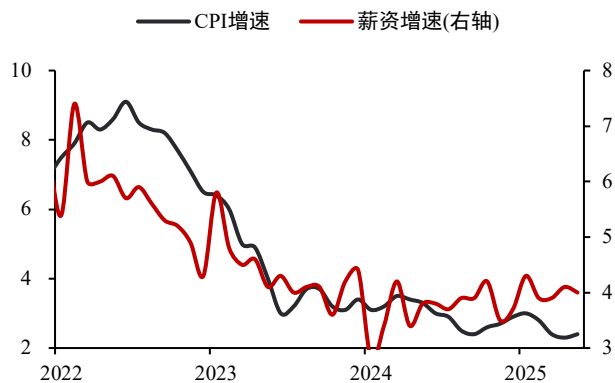
数据来源：iFinD 期货研究院

图 16：进口价格和收益率 | 单位：% YoY, %



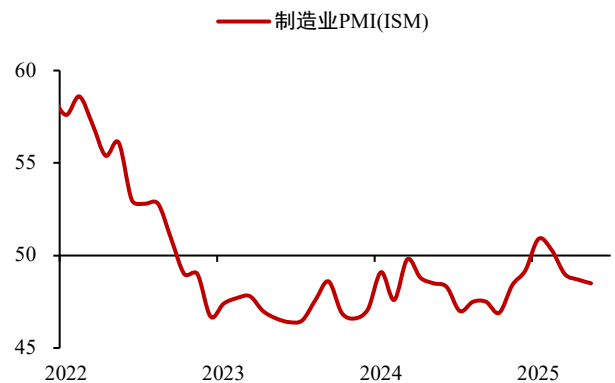
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 17：美国薪资增速和通胀 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 期货研究院

图 18：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