

降息预期升温与去美元化交织，美债收益率下行

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

近期美债收益率持续下行，10年期降至4.05%，受经济放缓与降息预期升温推动，市场全面押注宽松。财政赤字高企、TGA余额上升显示财政回笼，经济指标短期企稳。与此同时，外国央行减持美债、增持黄金，反映对美元资产信任度下降，市场分歧加大。整体来看，美债处于政策博弈与资金重定价阶段，收益率短期偏低、长期面临债务与信心双重考验。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止10月10日，10年期美债收益率两周下降15bp，10年期美债收益率曲线下行至4.05%。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率下降了11bp，30年期美债收益率下降了14bp。近两周长短债收益率均下行。

美债市场变动。实际债券发行来看，10月上旬美债发行久期小幅回升，3年期578.4亿，10年期389.2亿，30年期219.6亿。美国8月财政赤字3448亿美元，12个月累计赤字小幅回落至1.89万亿美元。

衍生品市场结构。美债期货净空头持仓小幅回落，截止9月23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573.8万手，显示出利率市场空头对冲需求短期开始有所平仓。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，上升至39.54万手。

美元流动性和美国经济。1) 货币：9月18日，美联储如期将联邦基金利率目标区间下调25个基点至4.00%-4.25%，这是今年九个月以来的首次降息。声明内容相比7月有明显变化，美联储删除了“劳动力市场状况稳健”的表述，新增“就业增长放缓、失业率小幅上升，就业下行风险增加”，显示对劳动力市场的担忧加剧。2) 财政：美国财政TGA存款余额截止10月8日规模两周环比增长25.72亿美元，反映财政回笼。3) 经济：截止10月4日美联储周度经济指标2.42（两周前为2.07），显示出经济环比短期稳定后有所好转。

■ 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

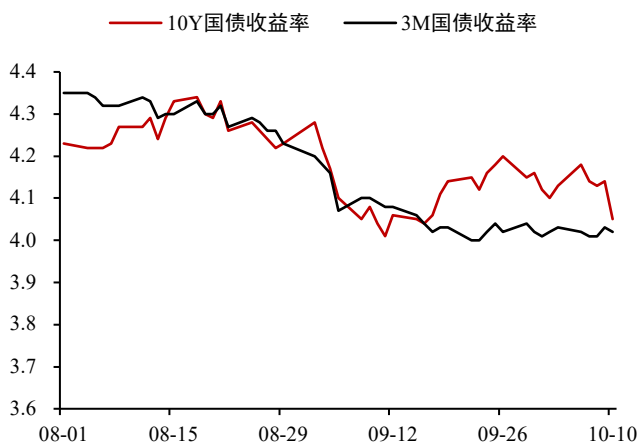
图表

图 1：美债收益率曲线 单位：%	3
图 2：美联储 9 月利率点阵图 单位：%	3
图 3：美债收益率曲线向下平移 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	5
图 12：资产管理公司美债期货净持仓 单位：万手	5
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：百万美元	6
图 17：美联储资产端占比和占比变动 单位：% PCT	6
图 18：美联储负债端占比和占比变动 单位：% PCT	6
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

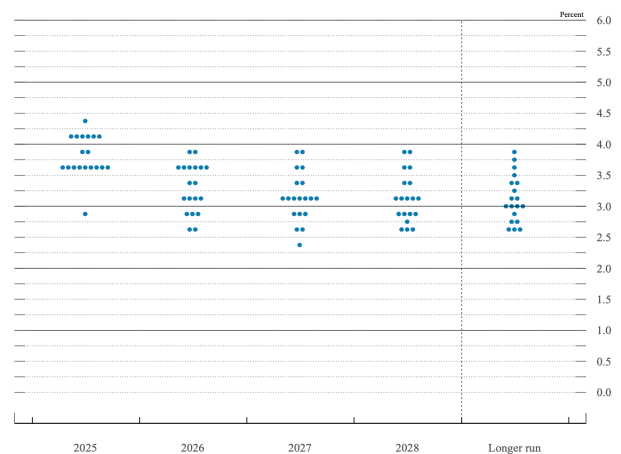
近期美国国债市场呈现显著的降息驱动型反弹特征。随着经济放缓迹象增多、政府停摆推迟关键数据发布，美联储降息预期急剧升温，市场全面押注宽松。10月降息25bp概率高达近98%，年底累计降息50bp概率超96%。受此影响，5年期与10年期美债收益率分别下跌，长期债收益率同步下行，显示市场风险偏好骤降、避险需求回归。与此同时，油价回落与中东局势缓和强化了通胀回落预期，美债买盘进一步增强，全球债市形成宽松共振。

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：美联储9月利率点阵图 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

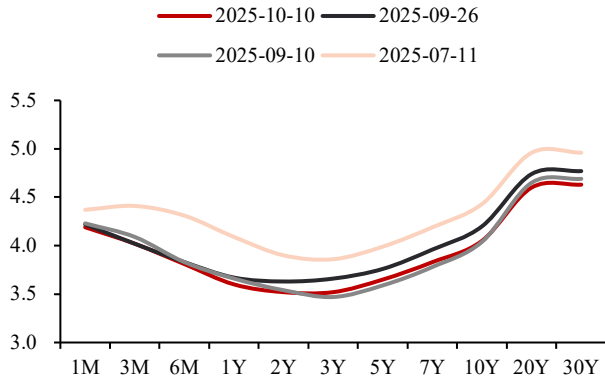
然而，从国际资金流向看，美债的长期支撑正出现结构性变化。外国央行持有的美债规模出现走低迹象，反映部分央行在美元走弱周期中加速减持、增加黄金储备，对美元资产的信任度下降。市场担忧美国债务总额已达37万亿美元、年化利息支出超军费，触发债务临界点风险。各国央行出于避险与去美元化考虑，持续增配黄金，对美债长期需求形成潜在压制。

值得注意的是，当前市场正出现黄金与美债的双线叙事：黄金飙升至4000美元/盎司，暗示对未来货币信用的不信任；而美债收益率下行、通胀预期仍锚定2%，暗示市场对美联储政策信誉仍存。总体而言，短期内降息预期主导行情，但长期走势仍取决于美国财政轨迹、国际资金配置与通胀数据的再验证。

综合来看，美债正处于政策博弈与资金重定价周期。若后续经济数据继续走弱，美联储可能继续预防式降息，收益率有望维持低位震荡；但若增长和通胀韧性超预期，市场的宽松交易或被迫回调。债务负担与储备货币地位的结构性挑战将成为长期约束，美债的核心逻辑正从单纯的避险资产逐渐转向信任与风险再平衡的博弈焦点。

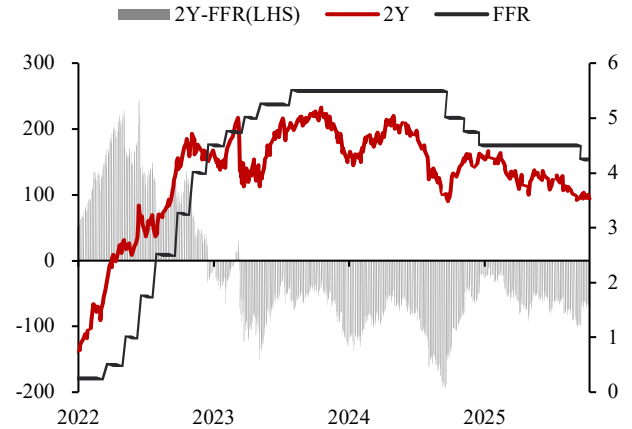
美债利率

图 3：美债收益率曲线向下平移 | 单位：%



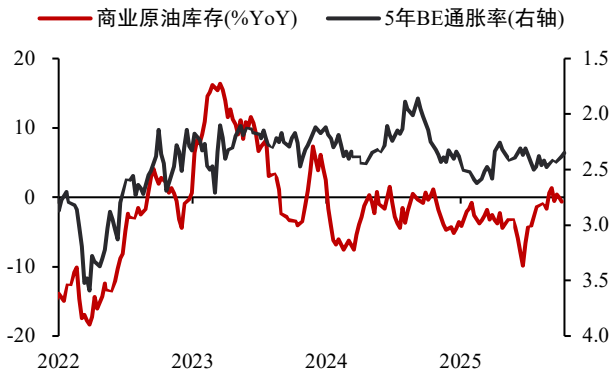
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：2 年期利率和 FFR 利差收敛 | 单位：%



数据来源：FED 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

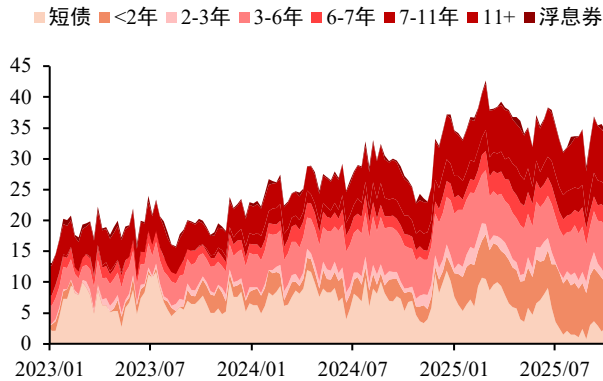
图 6：通胀因子之油价 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

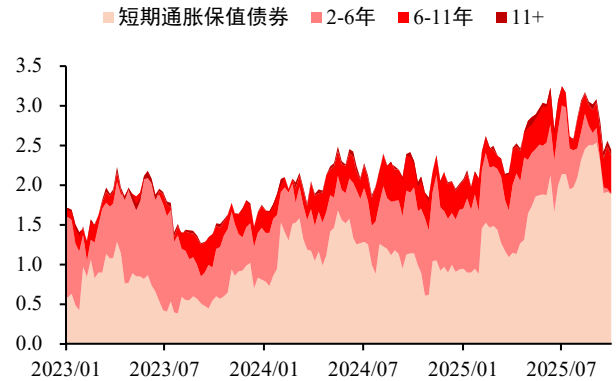
美债市场

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

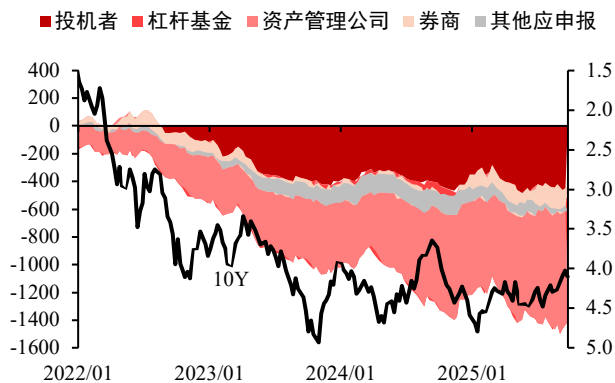
图 8：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

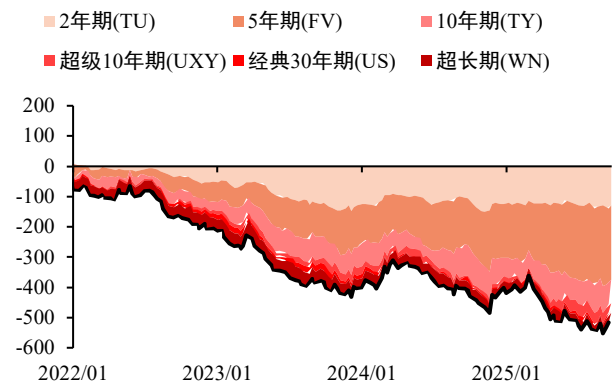
衍生品市场

图 9：美债期货期权净持仓 | 单位：万手



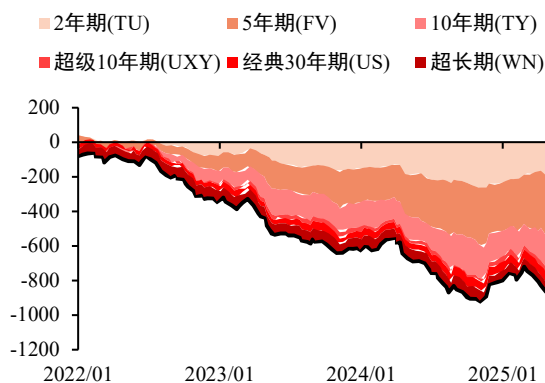
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 10：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



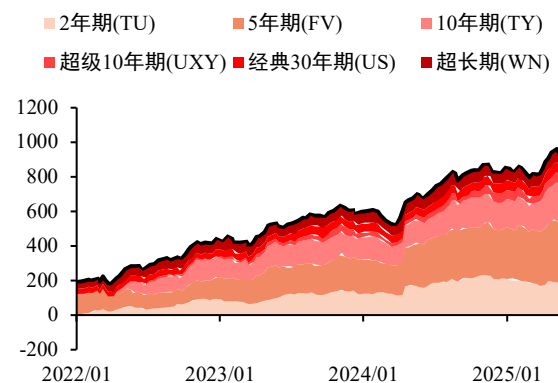
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 11：杠杆基金美债期货净持仓 | 单位：万手



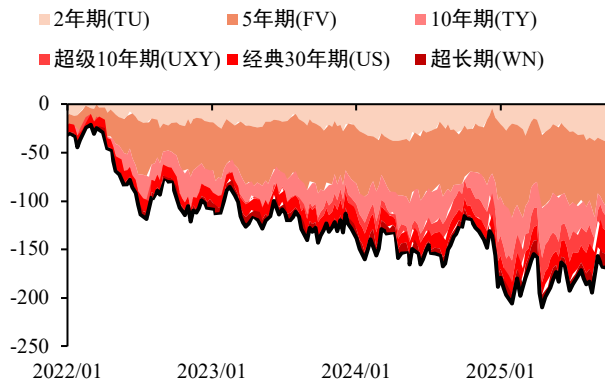
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 12：资产管理公司美债期货净持仓 | 单位：万手



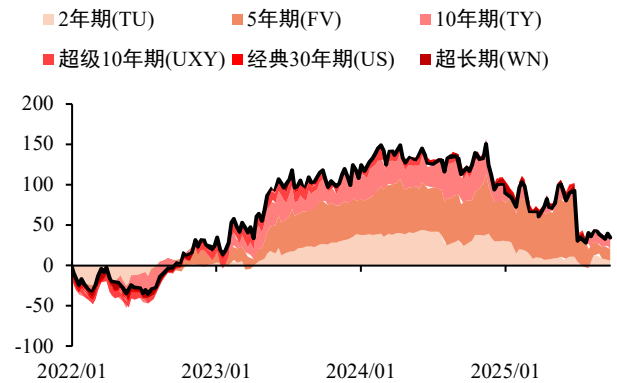
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

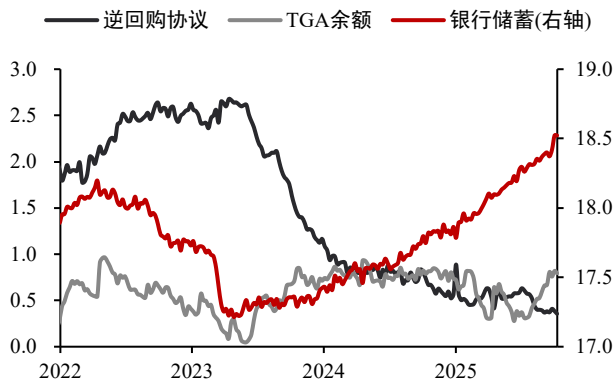
图 14：其他申报者美债期货净持仓 | 单位：万手



数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

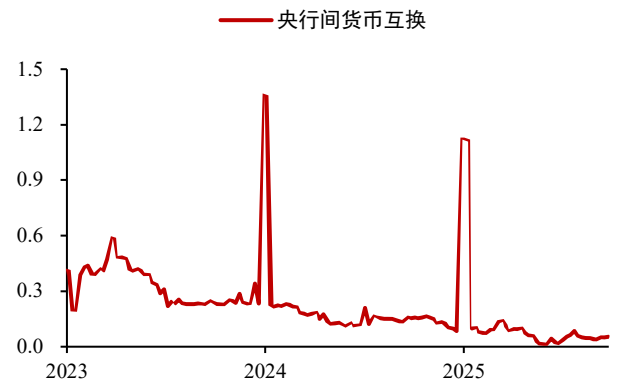
流动性

图 15：流动性指标摘要 | 单位：万亿美元



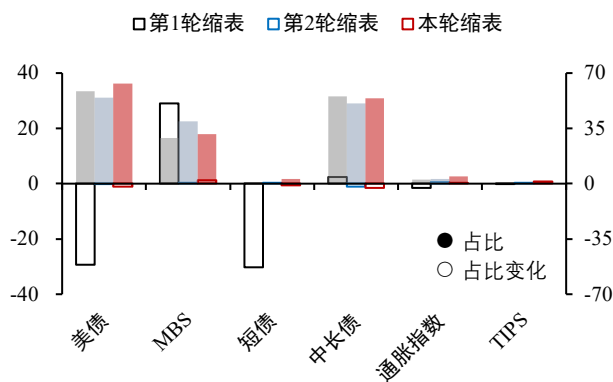
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：央行间货币互换 | 单位：百万美元



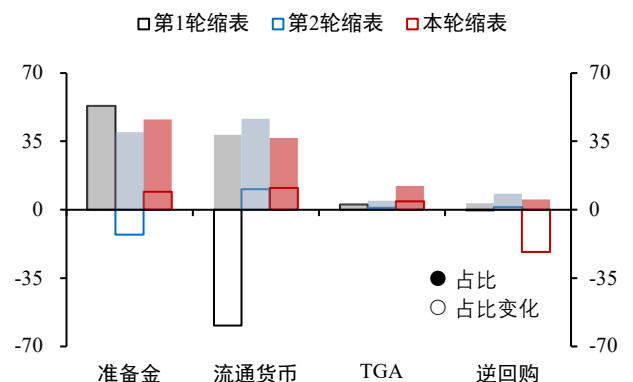
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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

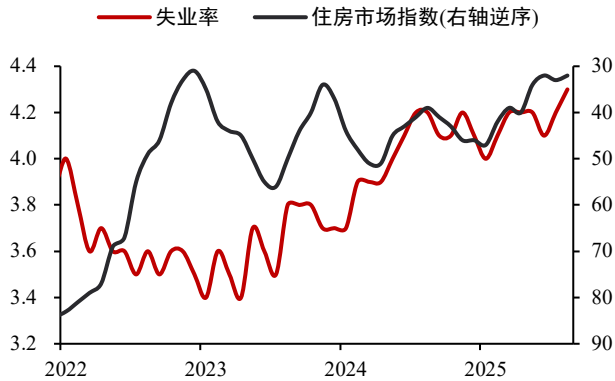
图 18：美联储负债端占比和占比变动 | 单位：% pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

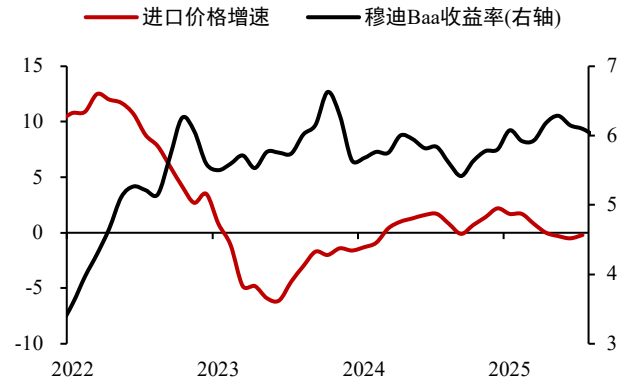
美国经济

图 19：美国就业市场和房地产市场 | 单位：%



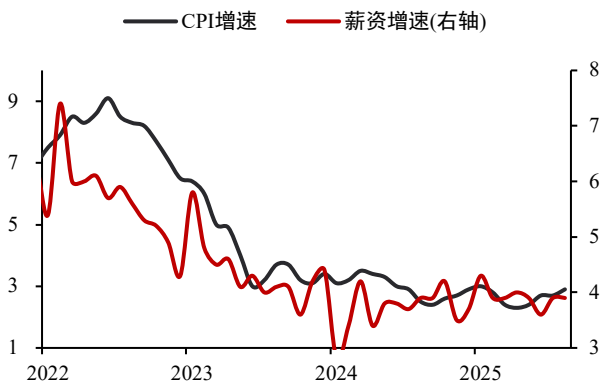
数据来源：iFinD 期货研究院

图 20：进口价格和收益率 | 单位：% YoY, %



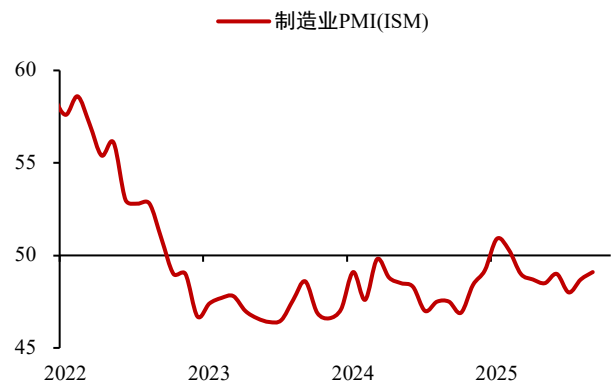
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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