

降息预期收缩衰退担忧升温，美债收益率走熊

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

10年期美债收益率下行至4.35%，收益率曲线整体走熊。3月非农新增就业远超预期，但失业率下降主要源于劳动参与率走跌，而非实际就业改善。市场并未因强劲就业数据而押注加息，反而更关注就业市场中的结构性疲弱信号，结合油价高企对经济的挤压，美债开始定价衰退风险。与此同时，中东冲突导致全球央行加速抛售美债，纽约联储托管规模骤降至2012年以来最低，美债避险地位受挫。去美元化趋势下，中国资产凭借稳定的政策与多元能源结构，正成为全球配置中的有力选项。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止4月3日，10年期美债收益率两周下降了4bp，10年期美债收益率曲线走低至4.35%。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率走低了4bp，30年期美债收益率走低5bp，收益率曲线持续走熊。

美债市场变动。实际债券发行来看，3月下旬美债发行久期小幅回落，2年期684.1亿，5年期698.4亿，7年期438.9亿。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31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478.4万手，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维持净空头状态，回升至6.99万手。

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4月1日规模两周环比减少722.8亿美元，同时美联储逆回购工具两周增加82.4亿美元，反映出美国财政部加快支出消耗了财政存款，而资金暂时沉淀于逆回购工具而未直接注入银行体系流动性。

■ 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	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：美国主权 CDS 风险走高 单位：无	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

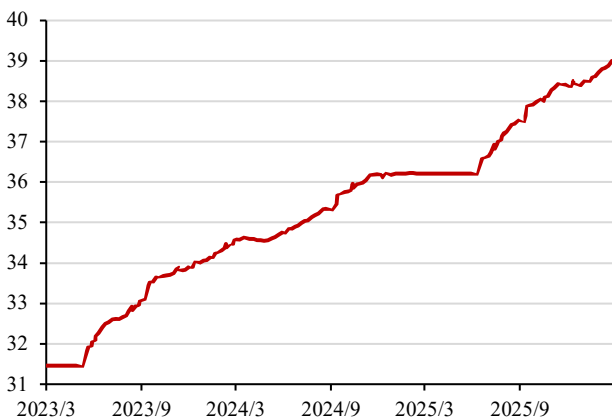
重点解读

近期，由于中东冲突持续，全球央行在纽约联储托管的美债规模骤降至 2.7 万亿美元，为 2012 年以来最低，自冲突爆发前已减少 820 亿美元，美债遭遇大规模官方抛售，避险地位受到侵蚀。部分石油出口国和石油进口国为干预汇市或应对战争开支，纷纷抛售美债。与此同时，美债的传统避险资产光环被打破，市场情绪从担忧通胀转向担忧经济衰退，导致美债收益率在油价上涨的同时反而出现回落，反映出投资者对战争拖累美国经济增长的忧虑已超过对通胀的恐惧。

3 月非农新增就业 17.8 万人远超预期，失业率降至 4.3%，但细究数据发现，失业率下降主要源于劳动参与率跌至五年低点、劳动力供给收缩，而非实际就业改善。同时，平均时薪同比增速降至 3.5% 的近三年最低水平，显示通胀压力趋缓。这些因素使市场并未因强劲就业数据而押注美联储加息，反而更加关注就业市场中的结构性疲弱信号，如求职者信心减弱、主动辞职率下降。结合油价高企对企业和消费者成本的挤压，美债市场开始定价经济放缓甚至衰退风险，推动收益率下行。

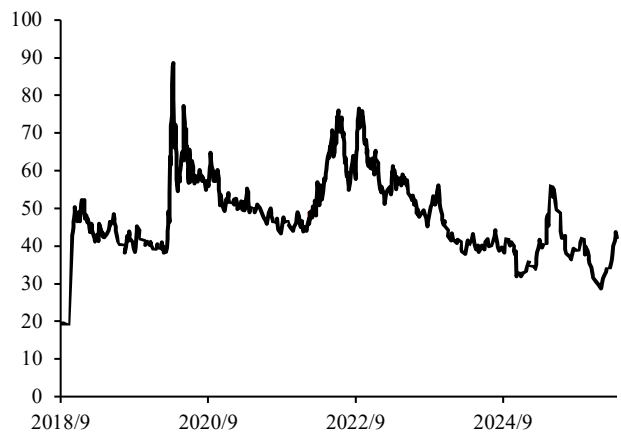
全球央行对美债的信任度持续下滑，去美元化、多元化配置成为持续的趋势。在此背景下，人民币逆势升值，中国凭借多元能源结构、稳定的货币政策、充足的政策空间，在全球动荡中获得确定性溢价。对于投资者而言，美债作为无风险资产的信仰正在松动，而中国资产正逐步成为全球配置中的有力选项。

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

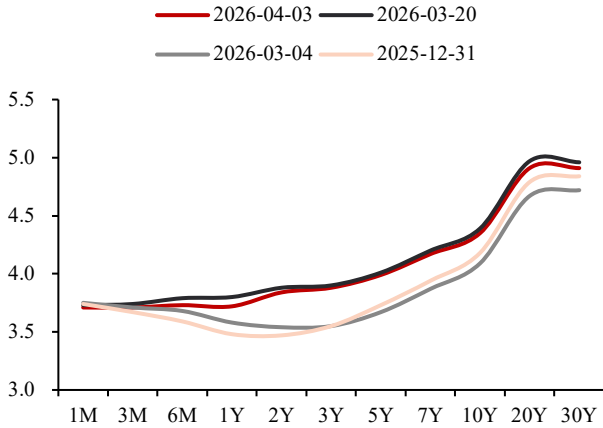
图 2：美国主权 CDS 风险走高 | 单位：无



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

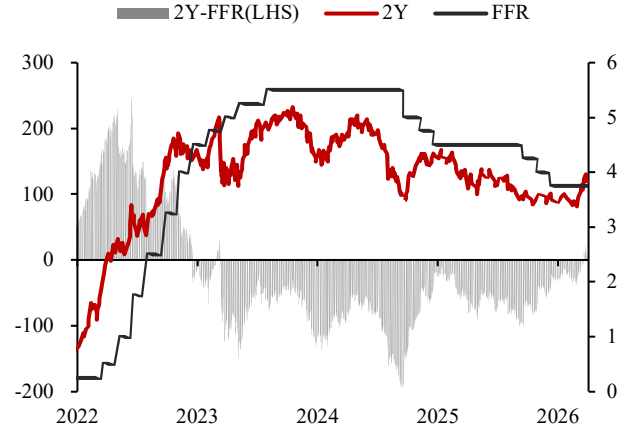
美债利率

图 3：美债收益率曲线 | 单位：%



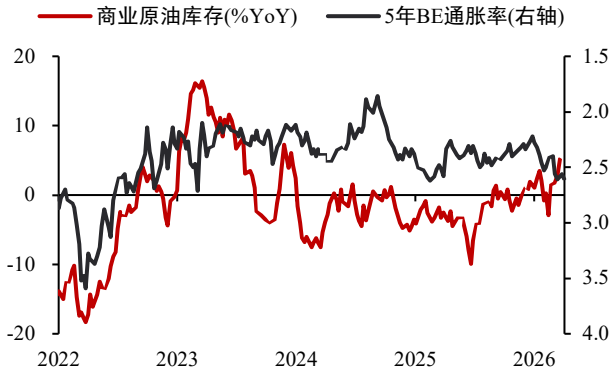
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：2 年期利率和 FFR 利差收敛 | 单位：%



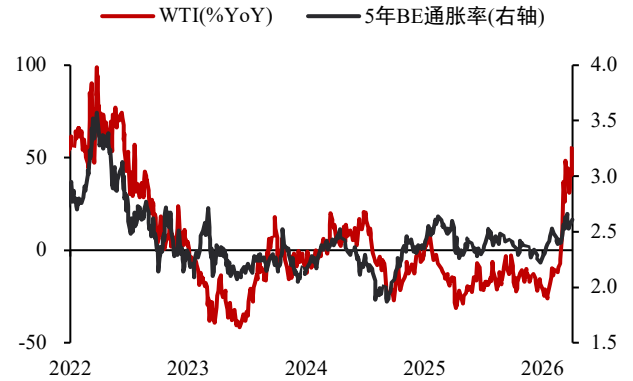
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：通胀因子之库存 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

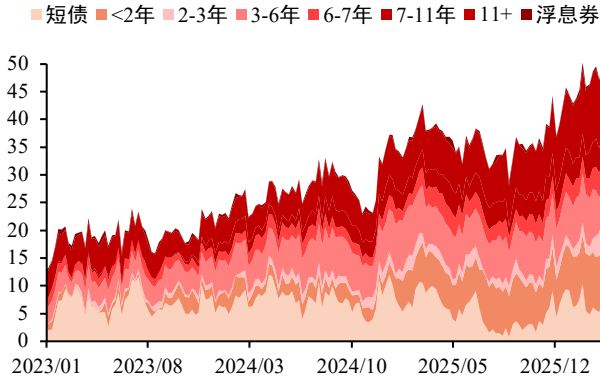
图 6：通胀因子之油价飙升 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

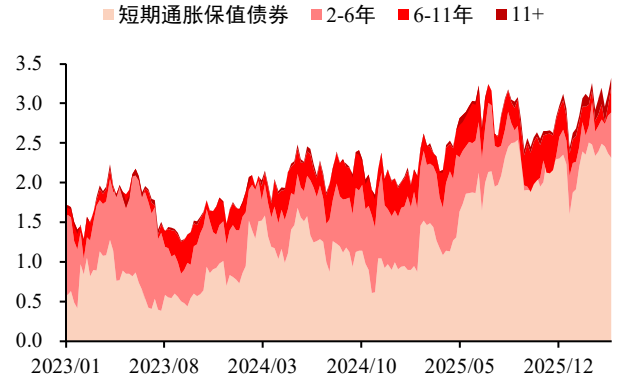
美债市场

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

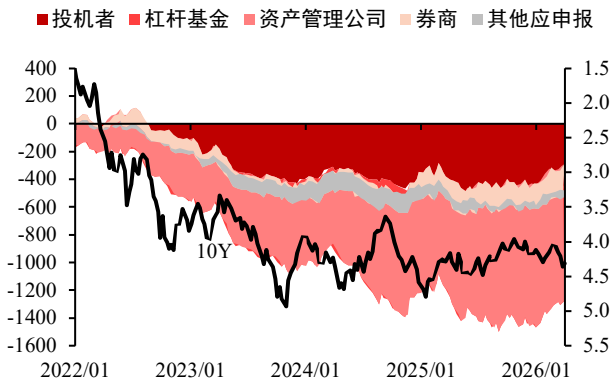
图 8：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

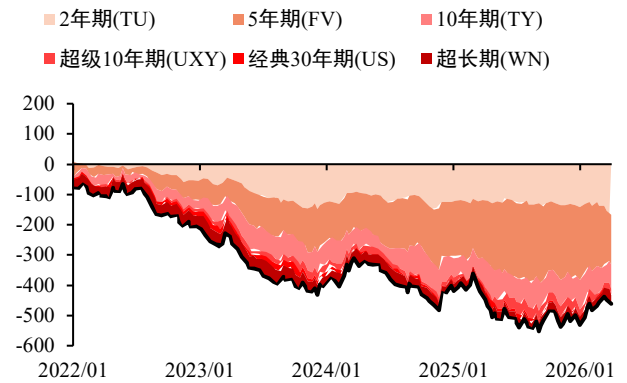
衍生品市场

图 9：美债期货期权净持仓 | 单位：万手



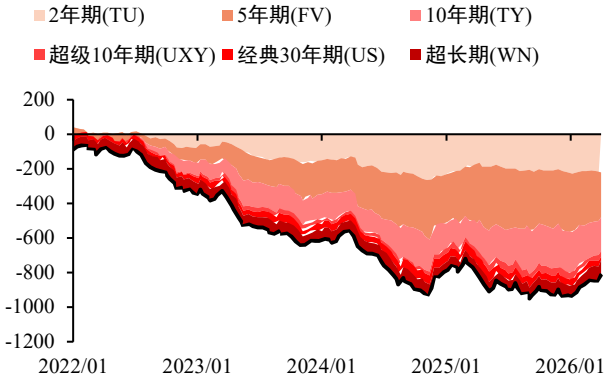
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 10：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



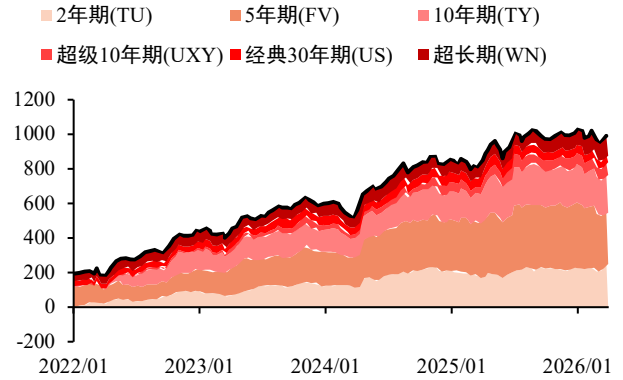
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 11: 杠杆基金美债期货净持仓 | 单位: 万手



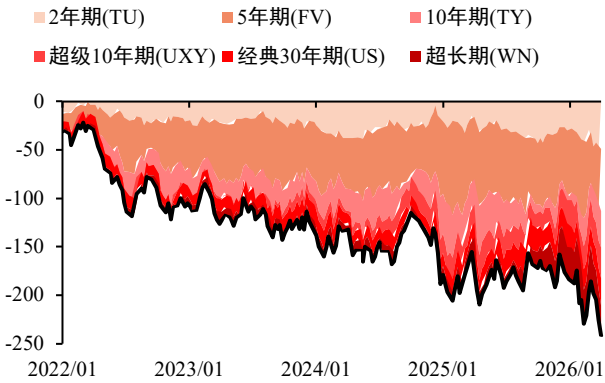
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 12: 资产管理公司美债期货净持仓 | 单位: 万手



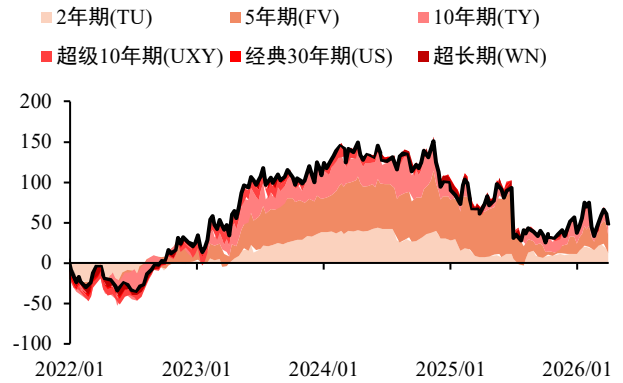
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

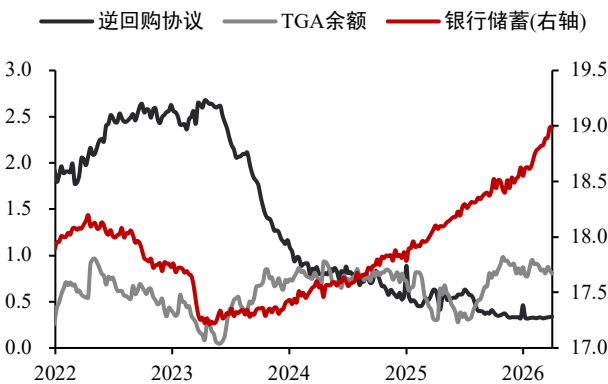
图 14: 其他申报者美债期货净持仓 | 单位: 万手



数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

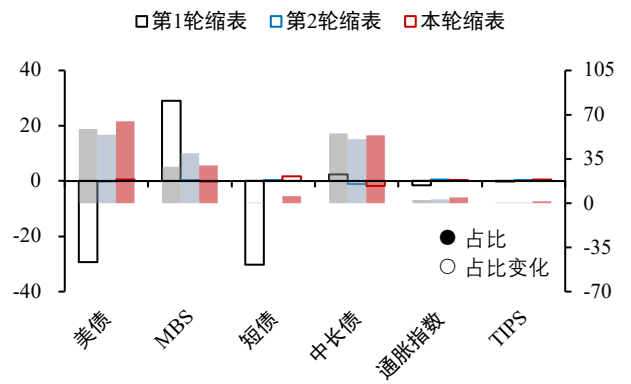
流动性

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