



降息预期与财政担忧并存，美债收益率曲线走熊

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

近期美债市场短期与长期收益率严重分化：2年期收益率降至3.71%，反映降息预期；30年期维持在4.88%以上，主因债务扩张与财政担忧。地缘风险下，美元成为避险首选，美债与黄金遭抛售，多国持续减持美债。10年期收益率两周下降9bp至4.26%，收益率曲线走熊。3月财政赤字回落，但债务压力未解。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止4月17日，10年期美债收益率两周下降了9bp，10年期美债收益率曲线走低至4.26%。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率走低了13bp，30年期美债收益率走低3bp，收益率曲线持续走熊。

美债市场变动。实际债券发行来看，4月上旬美债发行久期小幅回升，3年期578.1亿，10年期389.2亿，30年期219.7亿。美国3月财政赤字回落至1641亿美元，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4月14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488.2万手，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，回落至4.24万手。

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15日规模两周环比增加1208亿美元，同时美联储逆回购工具两周增加2.72亿美元，这说明美国财政部在增加现金储备的同时，市场流动性并未因此显著收紧，因为逆回购工具几乎没有变化，表明新增财政存款主要来自发债而非抽走银行体系的大量过剩流动性。

■ 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：美债收益率曲线 单位：%	3
图 3：美债收益率走熊 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

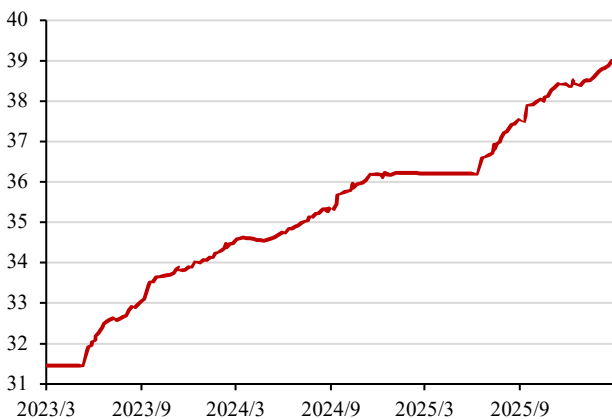
重点解读

近期美债市场最显著的特征是短期与长期收益率走势出现严重分化。截至 2026 年 4 月 17 日，2 年期国债收益率约为 3.71%，呈现持续回落趋势，反映出市场对美联储降息或政策宽松的预期；而 30 年期国债收益率却稳定在 4.88% 以上，接近三年来的高位。两者利差扩大超过 1.1 个百分点，这种分化表明，市场对短期政策宽松与长期财政可持续性的判断存在根本性分歧。

长期收益率居高不下，核心驱动因素是债务扩张与财政担忧。30 年期美债收益率持续高企，并非源于经济增长预期强劲，而是投资者对美国财政状况的深度担忧。文件指出，美国国债总额已突破 39 万亿美元，公众持有部分占 GDP 比重超过 120%，远高于历史水平，并预计继续攀升。投资者担心债务增速持续超过经济增速，因此要求更高的风险溢价以补偿潜在的违约、通胀或货币贬值风险。即便美联储实施短期宽松政策，长期收益率仍因财政压力而维持高位。

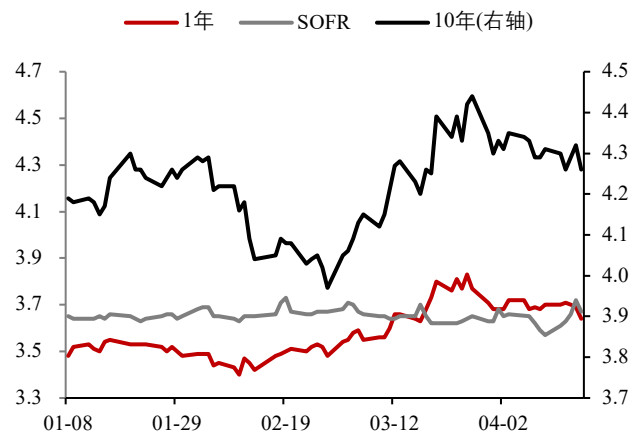
同时，市场避险行为出现演变，美元短期受益，美债与黄金遭遇抛售。在地缘政治风险升温，如美伊谈判破裂、霍尔木兹海峡封锁威胁的背景下，传统避险资产美债和黄金反而遭遇抛售，出现避险资产不避险的异常现象。投资者更倾向于持有美元作为短期避风港，而非美债。这反映出市场当前的核心担忧已从地缘冲突本身转向能源价格上升→通胀压力加剧→利率维持高位 的传导链条。与此同时，全球多国，包括中国、日本、英国，持续减持美债，转向黄金、本币结算体系等替代资产，进一步削弱了美债的长期需求基础。

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

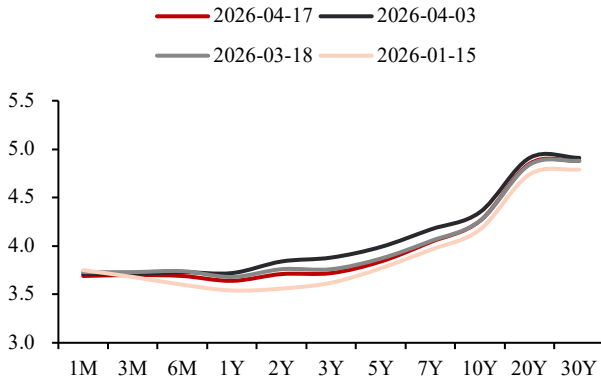
图 2：美债收益率曲线 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

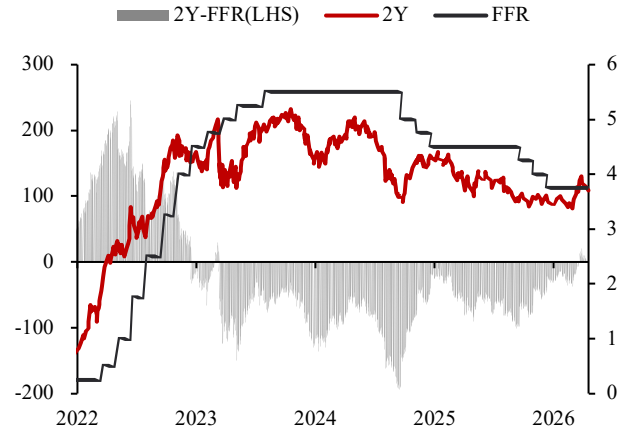
美债利率

图 3：美债收益率走熊 | 单位：%



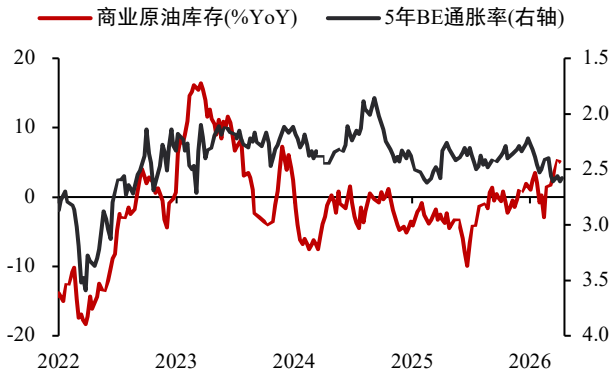
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：2 年期利率和 FFR 利差收敛 | 单位：%



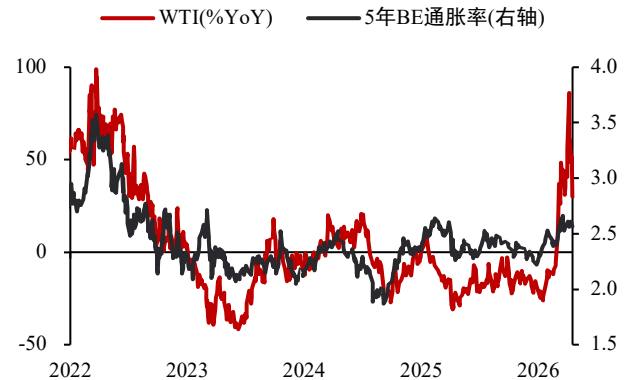
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：通胀因子之库存 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

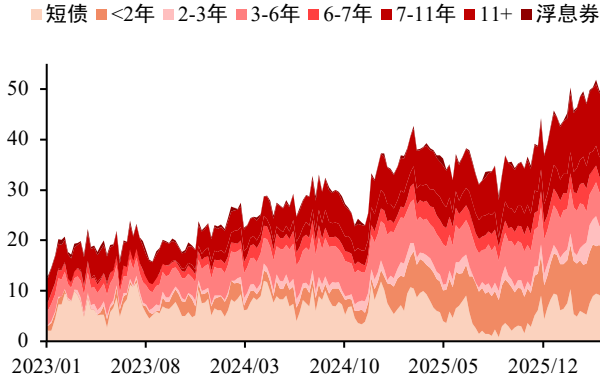
图 6：通胀因子之油价飙升 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

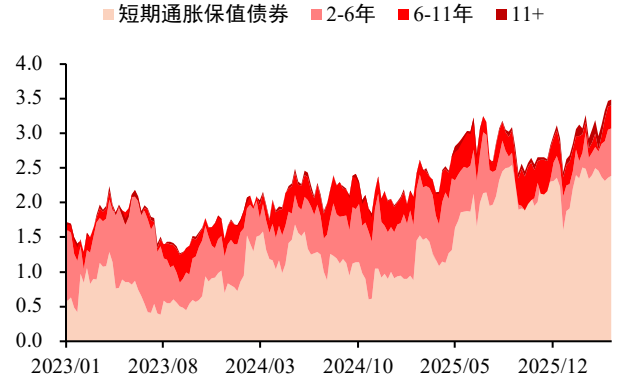
美债市场

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

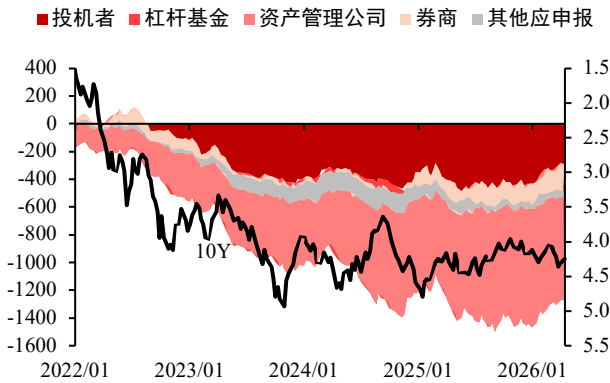
图 8：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

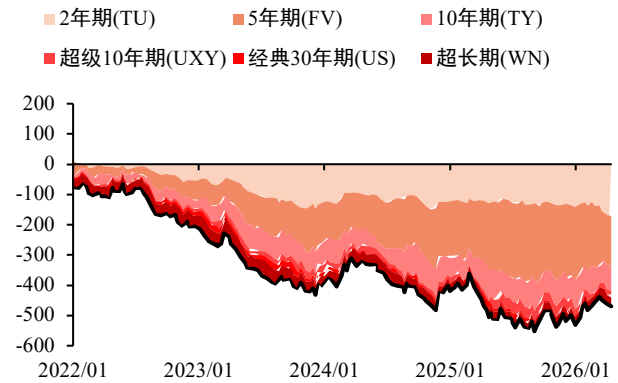
衍生品市场

图 9：美债期货期权净持仓 | 单位：万手



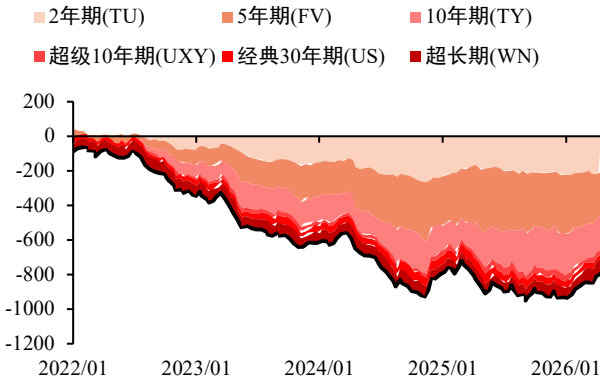
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 10：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



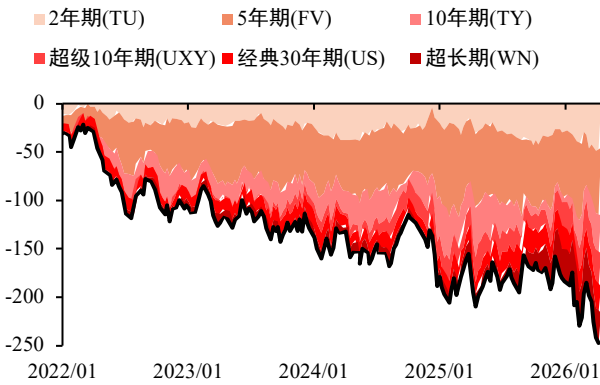
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 11: 杠杆基金美债期货净持仓 | 单位: 万手



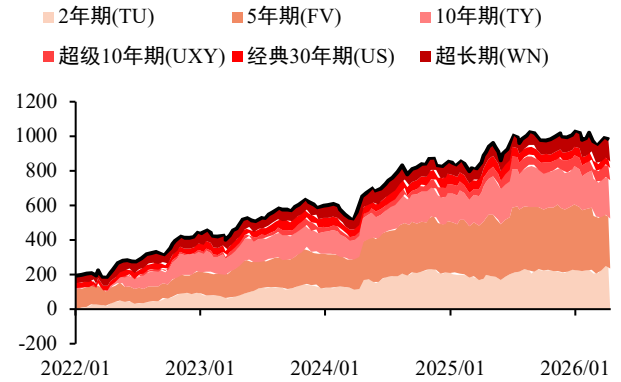
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 13: 交易商美债期货净持仓 | 单位: 万手



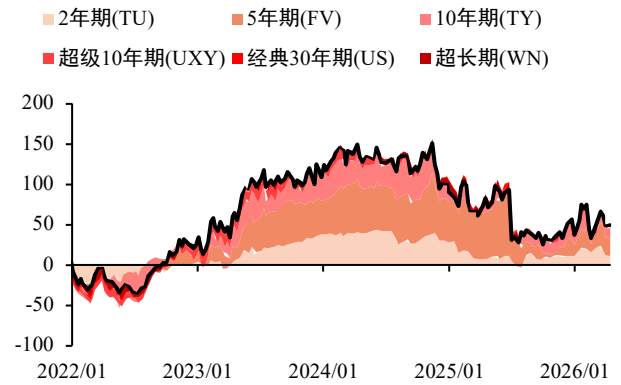
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 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

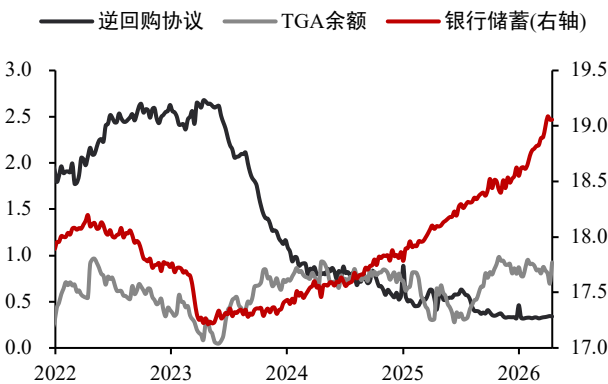
图 14: 其他申报者美债期货净持仓 | 单位: 万手



数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

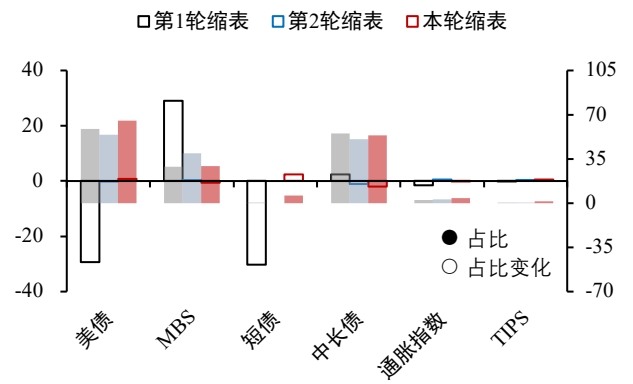
流动性

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