



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告|美债双周报 2026-07-04

利率短期在弱非农的叙事下回落

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

欧洲央行年会释放货币政策框架改变的强烈信号，留给市场狂欢的时间不多了。从特朗普强调“高债务”下的降息转向“强美元”下的加息，美国的宏观政策发生较大转变，对于市场而言，在转变真实落地前的宽松空间正在压缩。随着6月非农表现出低于预期的特征，短期“宽松”的特征进一步加强，美债利率短期或继续保持“不强”特征。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止7月2日，十年期美债收益率近两周小幅波动后基本持平，收益率维持在4.49%附近。收益率曲线层面，和两周前相比，两年期美债收益率走低了6bps，30年期美债收益率上升了5bps，收益率曲线短期有陡峭化的压力。

美债市场变动。从实际债券发行来看，6月底美债发行强度季节性略有回升，2年期发行680.4亿美元、5年期发行698.6亿美元、7年期发行439.3亿美元。从美债供给的角度来看，美国5月财政收支从盈余2150.2亿美元转向赤字2926.5亿美元，短期供给压力回归，但12个月累计赤字转为回落至1.66万亿美元（4月为1.68万亿美元）。

衍生品市场结构。美债期货净空头持仓延续回落，截止6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小幅下降至417.8万手，显示出利率市场对于利率的回升情绪短期有所缓和。同时我们注意到，在加息预期下近期联邦基金利率期货市场净空持仓继续增加，至31.67万手，与长期国债期货持仓结构变动维持背离。

美元流动性和美国经济。1) 货币：美联储6月利率继续维持在3.50%-3.75%不变，会议声明改为极简风格，为2007年以来最短的FOMC声明；并通过设立对外沟通机制、资产负债表政策、数据、劳动生产率和通胀五大工作组展开美联储框架改革。2) 财政：美国财政TGA存款余额截止7月1日规模两周环比小幅降低4.76亿美元，同时美联储逆回购工具两周增加41.47亿美元，这继续显示一方面超额流动性仍保持相对低位，另一方面在美国联邦政府再融资维持偏短债结构、利率短期承压的情况下，TGA账户对于美元流动性进行短期的调节作用上升。

■ 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	6
流动性	7

图表

图 1: 美国非农就业增速 单位: %YoY.....	3
图 2: 美国薪资增速 单位: %YoY.....	3
图 3: 美债收益率走势 单位: %	4
图 4: 2 年期利率和 FFR 利差 单位: %.....	4
图 5: 增长因子之周度经济指标 单位: %WoW.....	4
图 6: 增长因子之景气指数 单位: %MoM.....	4
图 7: 通胀因子之库存 单位: % YoY.....	4
图 8: 通胀因子之油价 单位: % YoY.....	4
图 9: 交易商美债持有情况 单位: 百亿美元.....	5
图 10: 交易商通胀债券持有情况 单位: 百亿美元.....	5
图 11: 美国财政赤字情况 单位: 千亿美元.....	5
图 12: 美债发行情况 单位: 十亿美元.....	5
图 13: 美债发行情况 单位: 十亿美元.....	5
图 14: 美债发行情况 单位: 十亿美元.....	5
图 15: 美债期货期权投资者类型净持仓 单位: 万手.....	6
图 16: 投机者美债期货净持仓 单位: 万手.....	6
图 17: 杠杆基金美债期货净持仓 单位: 万手.....	6
图 18: 资产管理公司美债期货净持仓 单位: 万手.....	6
图 19: 交易商美债期货净持仓 单位: 万手.....	6
图 20: 其他申报者美债期货净持仓 单位: 万手.....	6
图 21: 流动性指标摘要 单位: 万亿美元.....	7
图 22: 美联储会议纪要情绪 单位: %PCT.....	7
图 23: 美联储加减息概率 单位: %PCT.....	7
图 24: 衍生品市场隐含利率变动 单位: %.....	7
图 25: 衍生品市场隐含政策利率 单位: %.....	7
图 26: 十年期美债和溢价成分 单位: %PCT.....	7

重点解读

美国劳工统计局公布数据显示：

6月非农就业人口仅增加 5.7 万人，约为市场预期 11.3 万人的一半，亦远低于 5 月修正后的 12.9 万人（初值为 17.2 万人）。

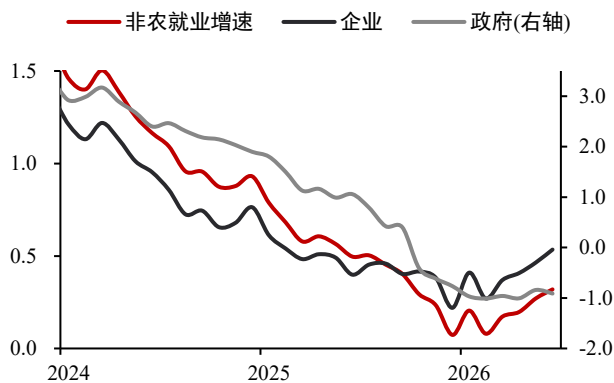
与此同时，4 月和 5 月数据合计下修 7.4 万人。

这一数据驱动过去三个月美国就业增速创逾两年来最强表现。

与疲软的新增就业形成对照的是，6 月失业率意外从 4.3% 降至 4.2%，为 2025 年 6 月以来最低水平。

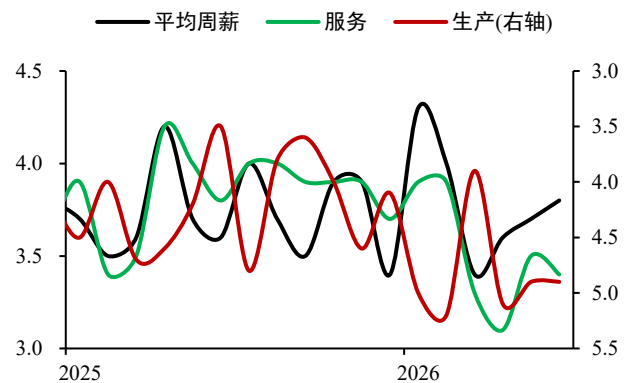
从结构来看，休闲和酒店业成为 6 月就业报告的最大拖累项，就业人数减少 6.1 万人，创下 2020 年以来最大单月降幅。值得注意的是，6 月全职就业人数骤降 51.4 万人，兼职就业人数减少 5.3 万人。

图 1：美国非农就业增速 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

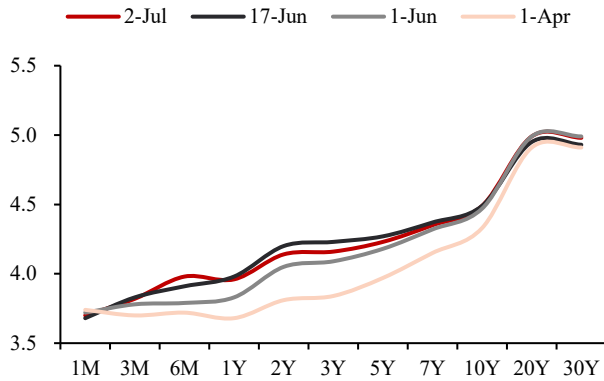
图 2：美国薪资增速 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

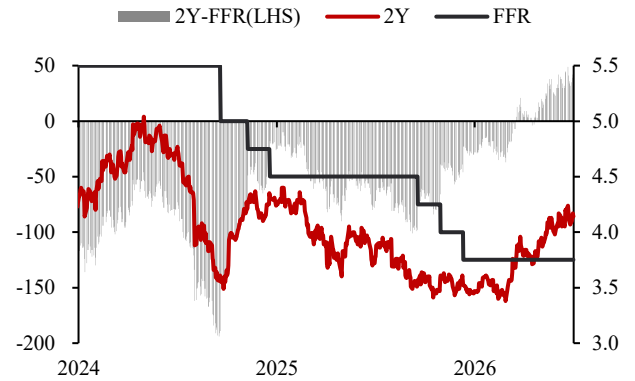
美债利率

图 3：美债收益率走势 | 单位：%



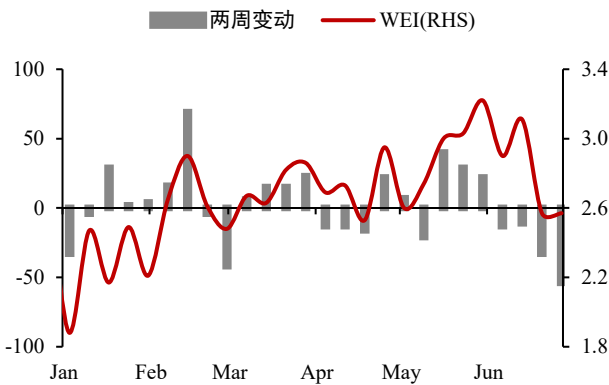
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：2 年期利率和 FFR 利差 | 单位：%



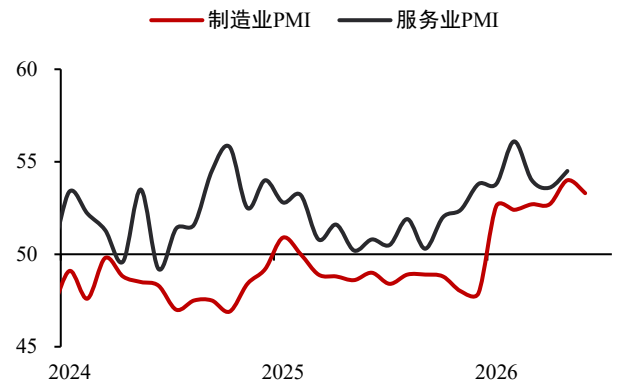
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：增长因子之周度经济指标 | 单位：%WoW



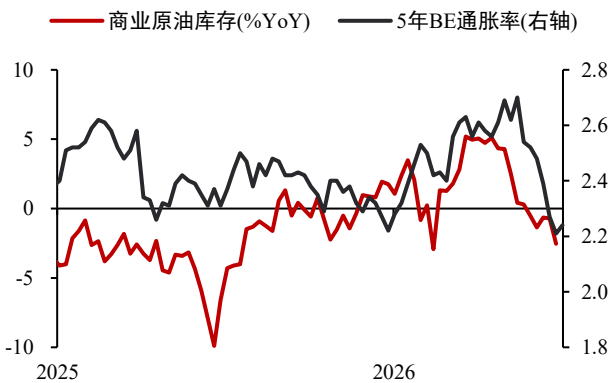
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：增长因子之景气指数 | 单位：%MoM



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

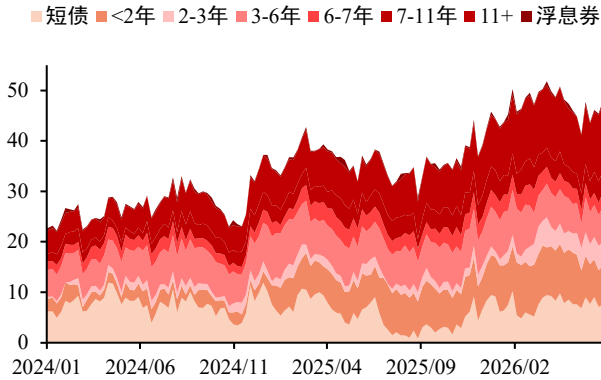
图 8：通胀因子之油价 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

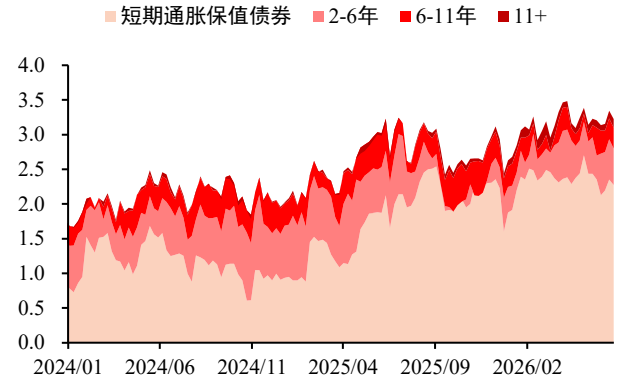
美债市场

图 9：交易商美债持有情况 | 单位：百亿美元



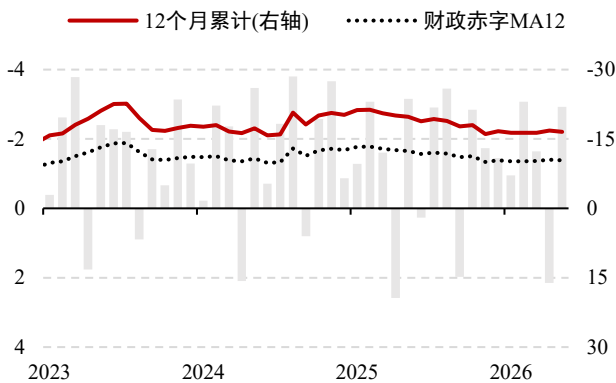
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



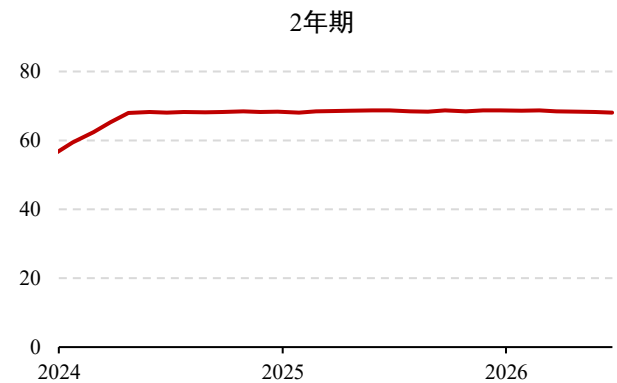
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：美国财政赤字情况 | 单位：千亿美元



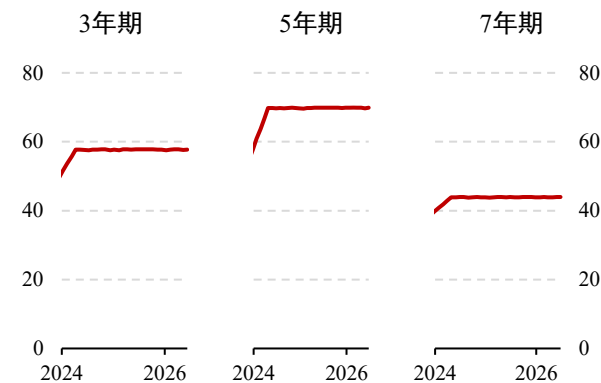
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12：美债发行情况 | 单位：十亿美元



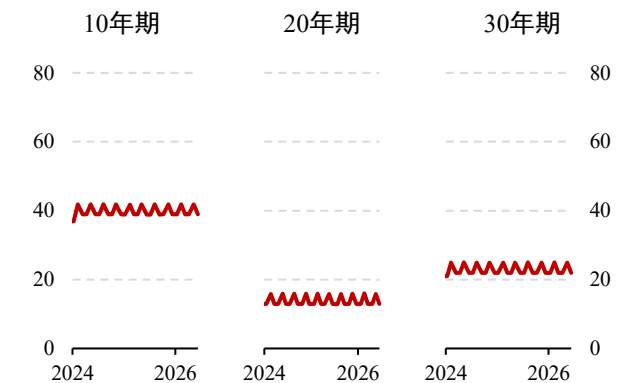
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13：美债发行情况 | 单位：十亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

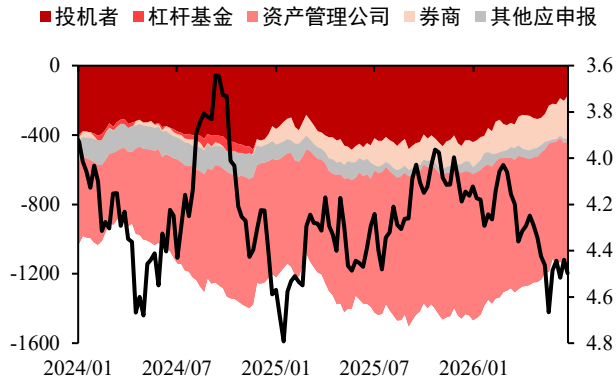
图 14：美债发行情况 | 单位：十亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

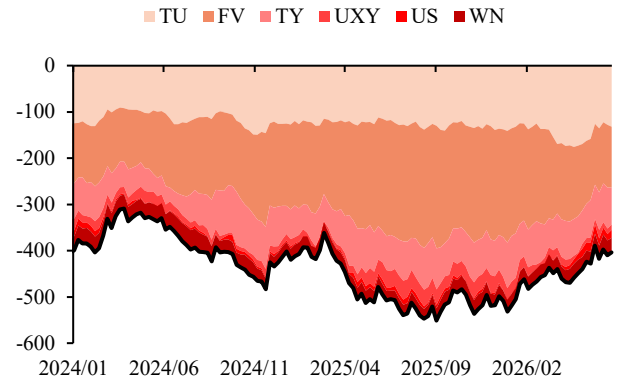
衍生品市场

图 15：美债期货期权投资者类型净持仓 | 单位：万手



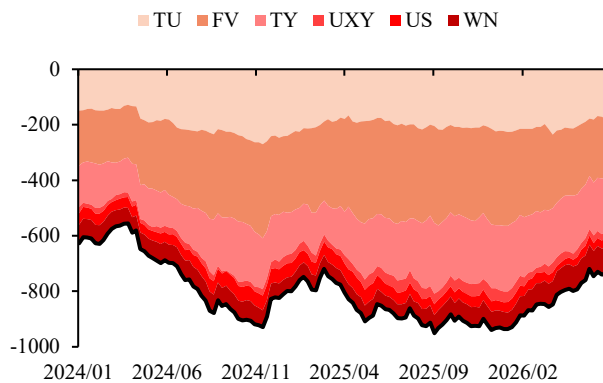
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 16：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



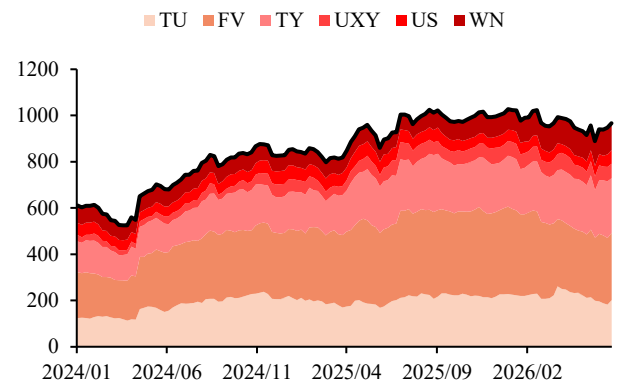
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 17：杠杆基金美债期货净持仓 | 单位：万手



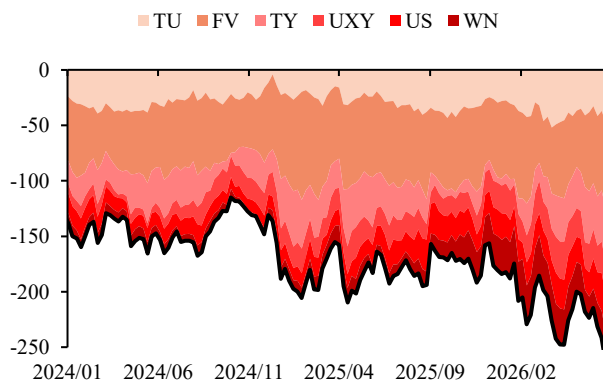
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 18：资产管理公司美债期货净持仓 | 单位：万手



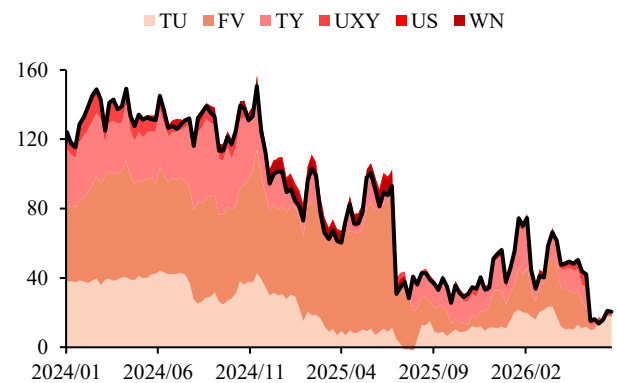
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 19：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

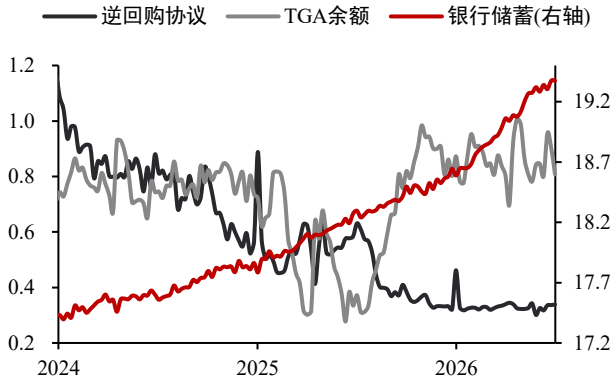
图 20：其他申报者美债期货净持仓 | 单位：万手



数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

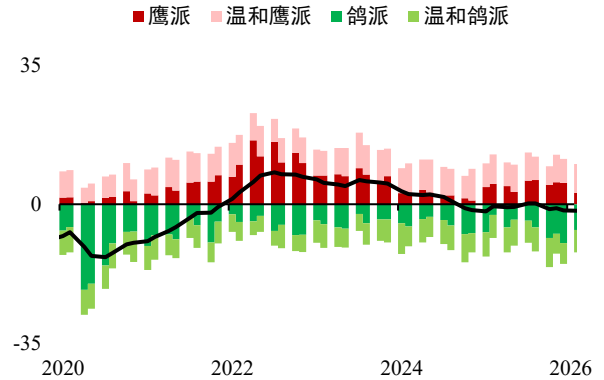
流动性

图 21：流动性指标摘要 | 单位：万亿美元



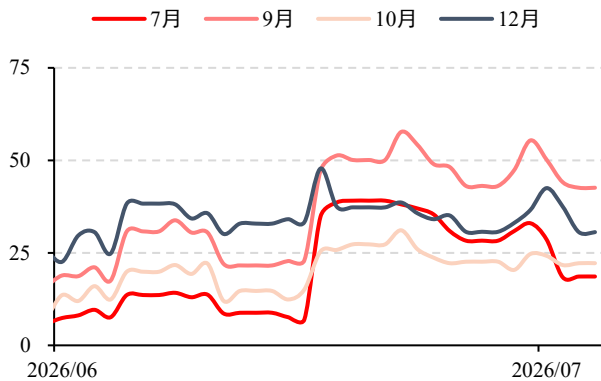
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 22：美联储会议纪要情绪 | 单位：%pct



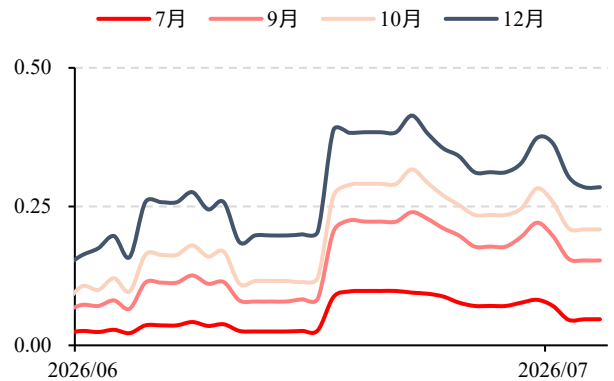
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 23：美联储加息概率 | 单位：%pct



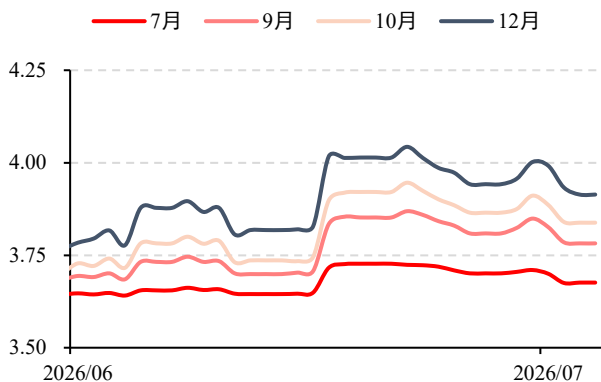
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 24：衍生品市场隐含利率变动 | 单位：%



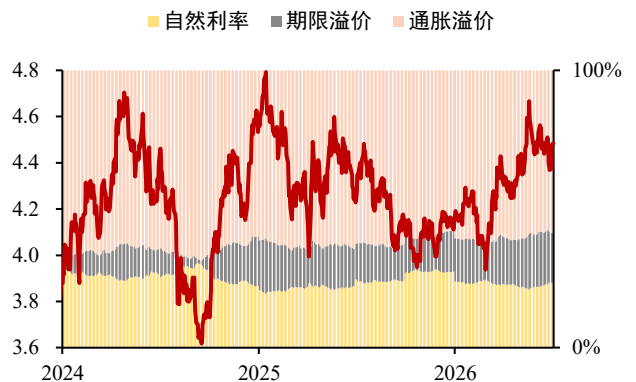
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 25：衍生品市场隐含政策利率 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 26：十年期美债和溢价成分 | 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