



通胀回落降低加息紧迫性，利率维持高位震荡

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

美债利率短期仍保持在前期加息预期释放后调整阶段。一方面，从经济数据角度，6月CPI和PPI随着油价的回落而降低，削弱了加息的紧迫性；另一方面，从市场的角度，7月份以来美股科技板块的调整加剧，提升了市场对于利率品的对冲需求。展望未来，我们认为7月份美联储货币政策落地实质性进展的可能性仍较低，需要重点关注的依然是8月央行年会上是否会给出进一步的指引。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止7月17日，十年期美债收益率近两周在新任美联储主席在听证会上相对鹰派的预期后略有上浮，收益率升至4.55%。曲线和两周前相比，两年期美债收益率走低了1bps，30年期美债收益率上升了12bps，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，7月中上旬美债发行强度回落，3年期发行578亿美元、10年期发行389.2亿美元、30年期发行219.5亿美元。从美债供给的角度来看，美国6月财政收支赤字回落至1203.1亿美元，短期供给压力有所缓和，但12个月累计赤字再次回升至1.80万亿美元（5月为1.66万亿美元）。

衍生品市场结构。美债期货净空头持仓延续回落，截止7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小幅下降至410.1万手，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42.30万手，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，会议声明为2007年以来最短的FOMC声明；会议纪要显示官员们普遍认为，如果今年通胀持续处于高位，就需要进一步提高利率；7月国会听证会上美联储主席沃什表示AI驱动的投资正在推高价格，但未必传导至通胀，美联储对高通胀“零容忍”，将致力于压制价格增长。2) 财政：美国财政TGA存款余额截止7月15日规模两周环比下降1240.2亿美元，同时美联储逆回购工具两周也下降11.87亿美元，短期内我们需要关注的是美国货币市场的流动性压力是否会缓和。

■ 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: 美国薪资通胀并不高 单位: %YOY.....	3
图 2: 美国截尾通胀保持低位 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

美国通胀全面降温

美国劳工统计局 6 月 14 日公布数据显示：

6 月 CPI 同比上涨 3.5%，低于市场预期的 3.8%，较前值 4.2% 明显回落；

6 月核心 CPI 同比升 2.6%，同样低于预期的 2.8% 及前值 2.9%。

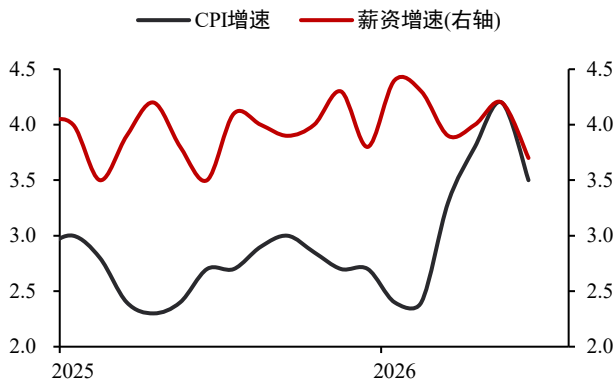
随着美伊战争带来的能源冲击最严峻阶段逐步消退，油价在 6 月出现明显回落，汽油价格下降直接为消费者带来切实缓解。数据显示，能源价格当月降幅为 2022 年 8 月以来最大。

在 6 月 15 日公布了 PPI 数据，进一步印证通胀压力短期正在消退：

6 月 PPI 环比下跌 0.3%，为 2020 年 4 月以来最大单月跌幅；

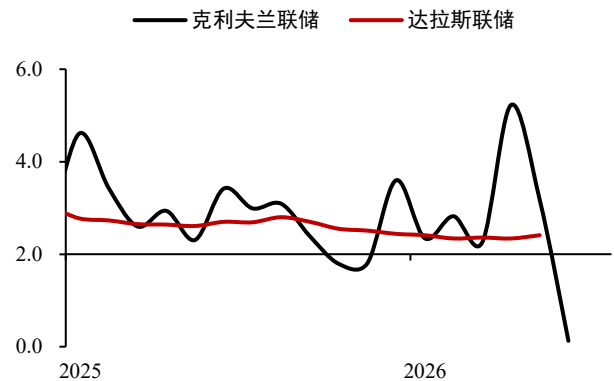
6 月 PPI 同比涨幅收窄至 5.5%，大幅低于市场预期的 6.2%。

图 1：美国薪资通胀并不高 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

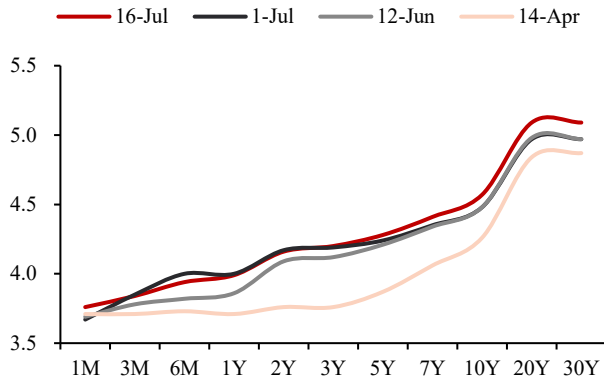
图 2：美国截尾通胀保持低位 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

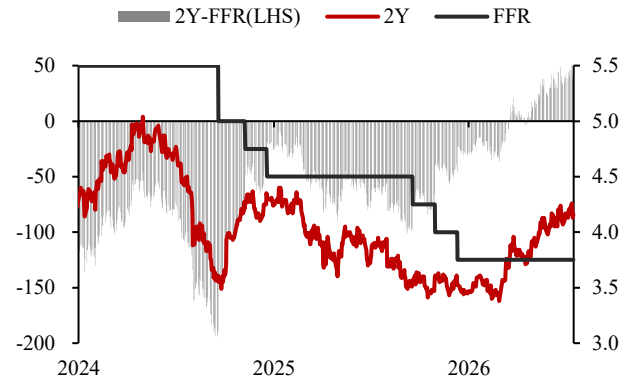
美债利率

图 3：美债收益率走势 | 单位：%



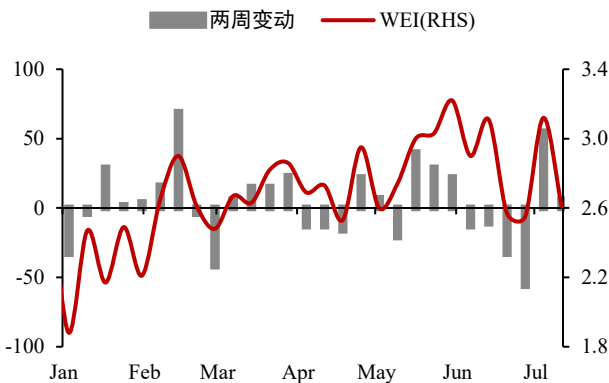
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：2 年期利率和 FFR 利差 | 单位：%



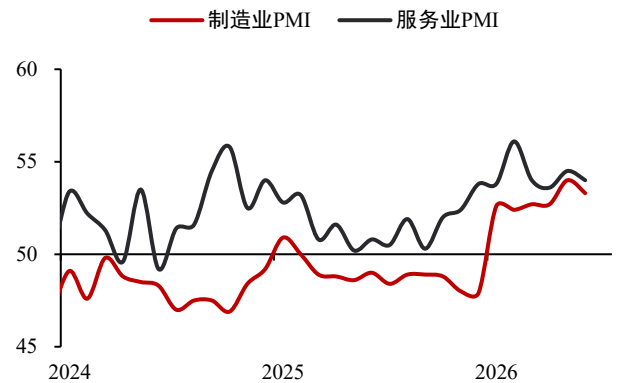
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：增长因子之周度经济指标 | 单位：%WoW



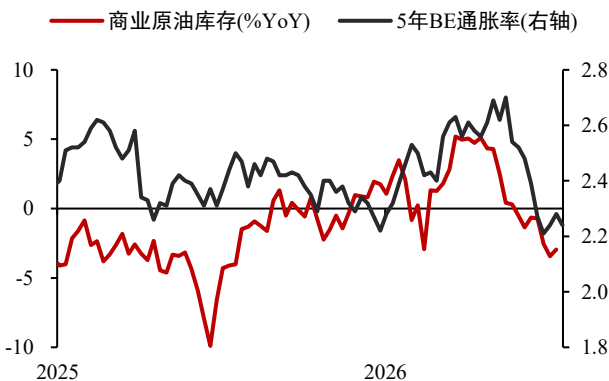
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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

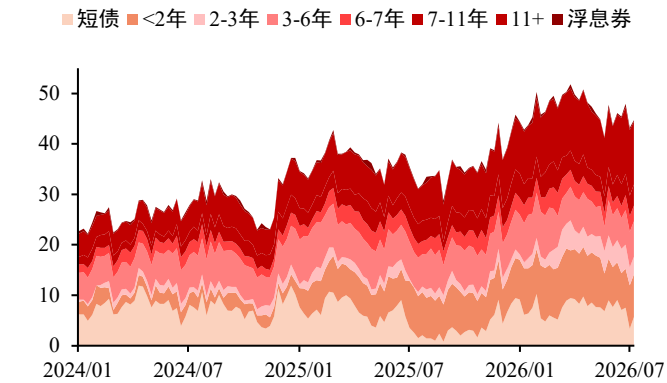
图 8：通胀因子之油价 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

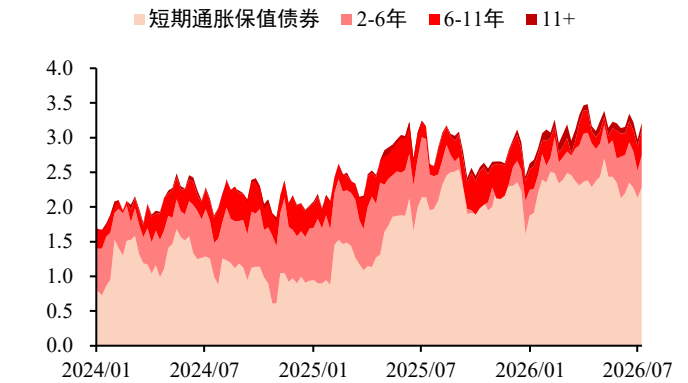
美债市场

图 9：交易商美债持有情况 | 单位：百亿美元



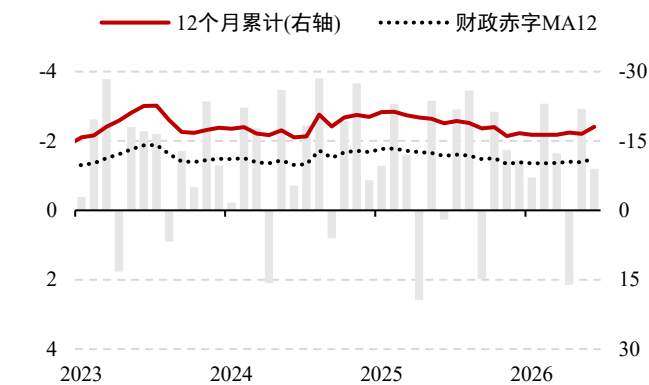
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



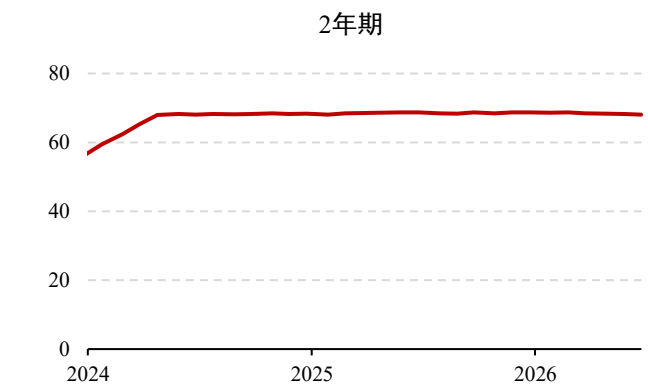
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：美国财政赤字情况 | 单位：千亿美元



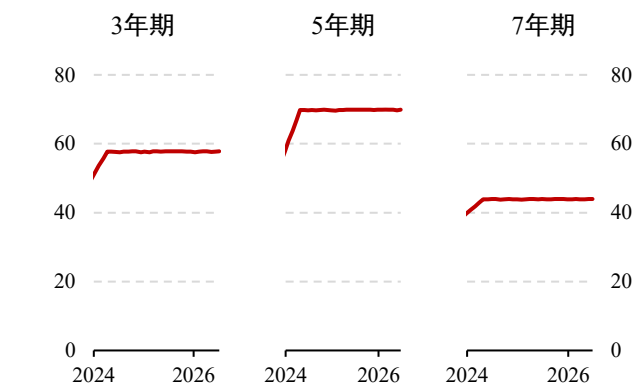
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12：美债发行情况 | 单位：十亿美元



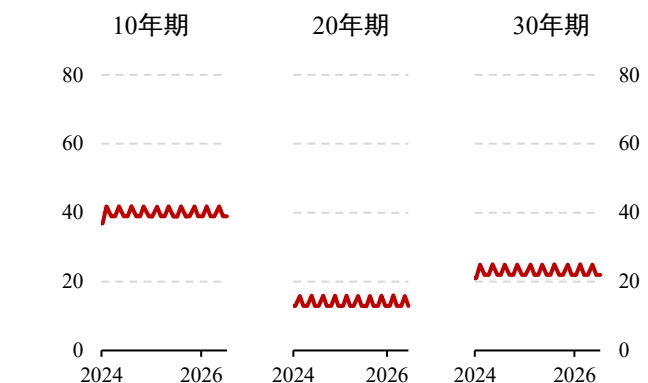
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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

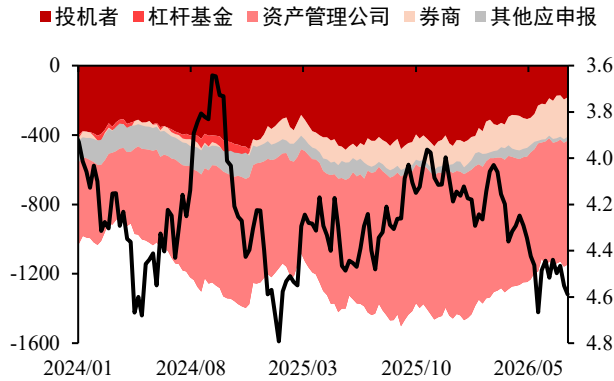
图 14：美债发行情况 | 单位：十亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

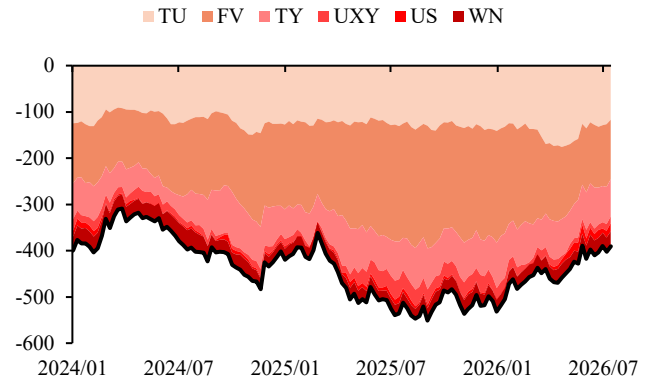
衍生品市场

图 15：美债期货期权投资者类型净持仓 | 单位：万手



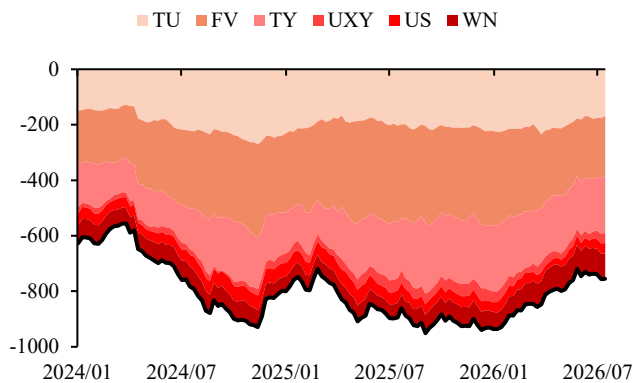
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 16：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



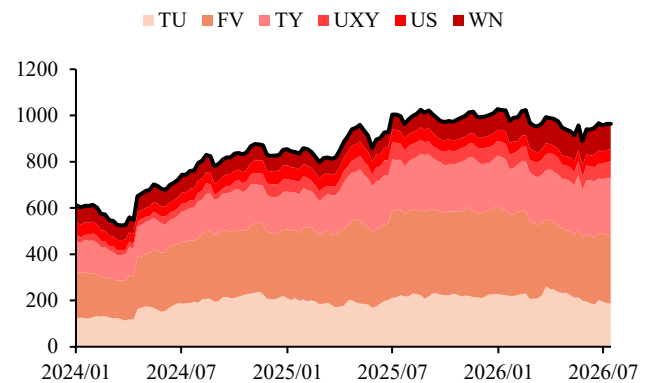
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 17：杠杆基金美债期货净持仓 | 单位：万手



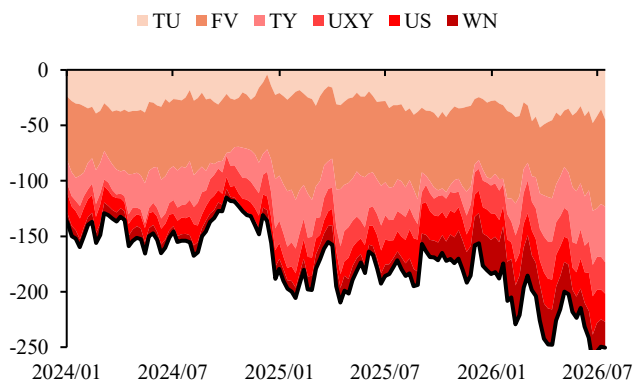
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 18：资产管理公司美债期货净持仓 | 单位：万手



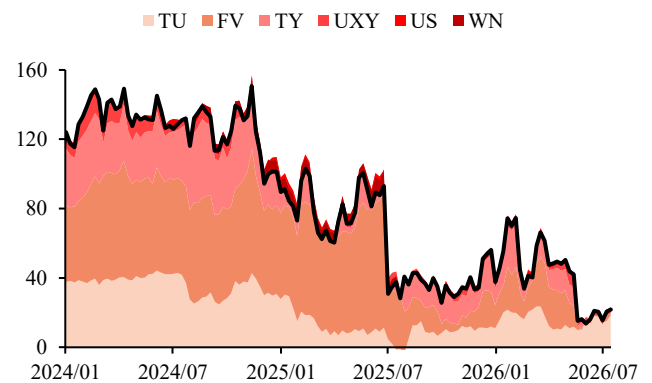
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

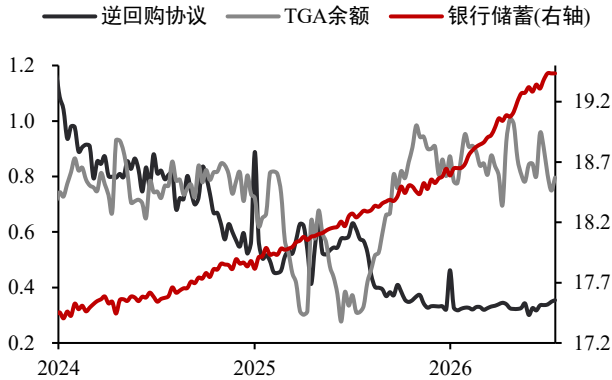
图 20：其他申报者美债期货净持仓 | 单位：万手



数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

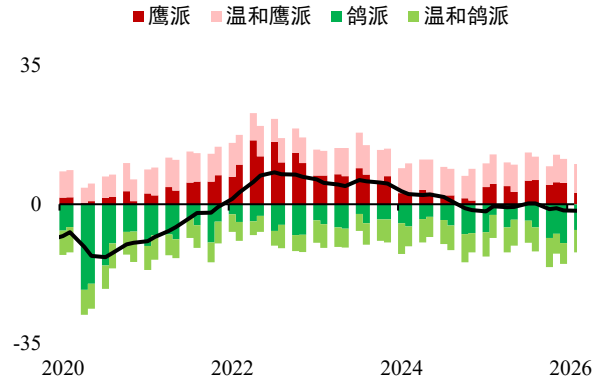
流动性

图 21：流动性指标摘要 | 单位：万亿美元



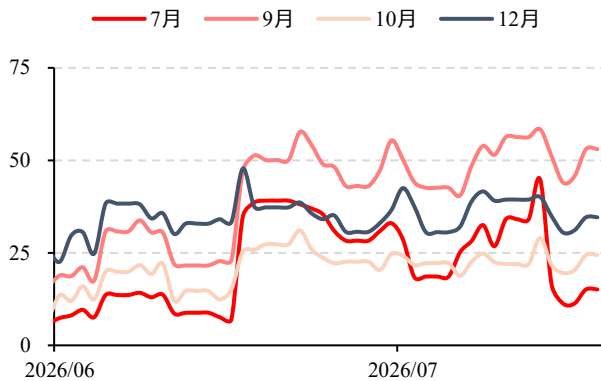
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 22：美联储会议纪要情绪 | 单位：%pct



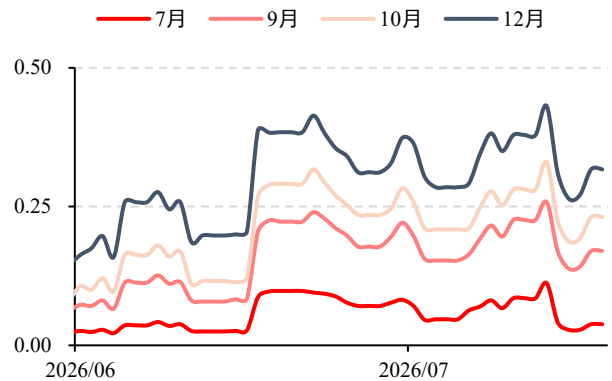
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 23：美联储加息概率 | 单位：%pct



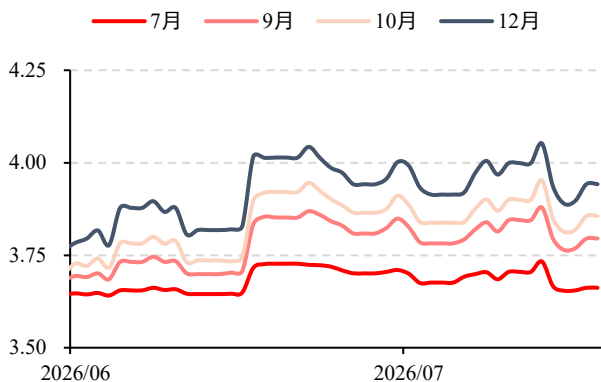
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 24：衍生品市场隐含利率变动 | 单位：%



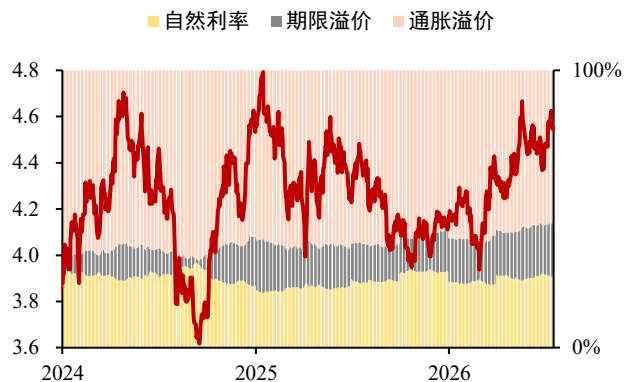
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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