

全球资本分化加剧，美债收益率上行

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

截至9月26日，美债收益率整体上行，10年期升至4.20%。美联储9月降息25bp，但仍维持缩表，显示其在就业恶化与通胀压力间权衡。TGA存款与逆回购扩张反映短期流动性收紧。中国继续减持美债，持仓降至7307亿美元，并加速增持黄金以优化外储结构，全球央行购金潮延续，去美元化趋势逐步推进。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。截止9月26日，10年期美债收益率两周上升14bp，10年期美债收益率曲线持续上行至4.20%。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率上升了7bp，30年期美债收益率上升9bp。

美债市场变动。实际债券发行来看，9月下旬美债发行久期小幅回升，2年期686.8亿，5年期699亿，7年期439.4亿。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9月24日规模两周环比走高90.4亿美元，同时美联储逆回购工具两周扩张263.5亿美元，流动性缓冲空间短期不确定增加。3) 经济：截止9月20日美联储周度经济指标2.05（两周前为2.32），显示出经济环比短期稳定后有所恶化。

■ 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

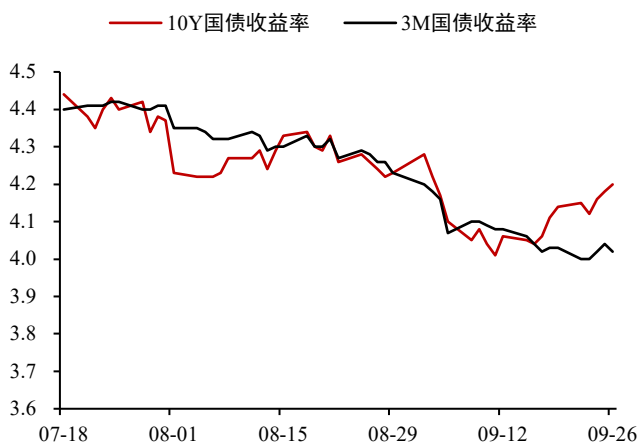
图表

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：美债收益率曲线熊平 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 10：美债期货期权净持仓 单位：万手	5
图 11：投机者美债期货净持仓 单位：万手	5
图 12：杠杆基金美债期货净持仓 单位：万手	6
图 13：资产管理公司美债期货净持仓 单位：万手	6
图 14：交易商美债期货净持仓 单位：万手	6
图 15：其他申报者美债期货净持仓 单位：万手	6
图 16：流动性指标摘要 单位：万亿美元	6
图 17：美联储会议纪要文本情绪 单位：%	6
图 18：美联储资产端占比和占比变动 单位：% PCT	7
图 19：美联储负债端占比和占比变动 单位：% PCT	7
图 20：美国就业市场和房地产市场 单位：%	7
图 21：进口价格和收益率 单位：% YoY, %	7
图 22：美国薪资增速和通胀 单位：% YoY	7
图 23：美国制造业 PMI 单位：% MoM	7

重点解读

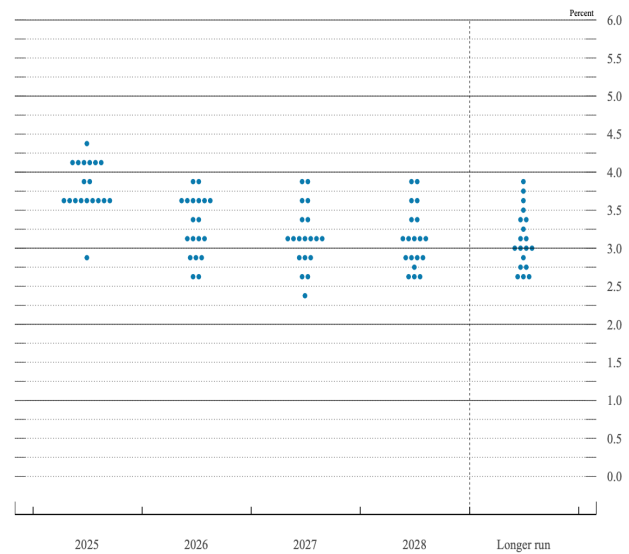
美联储 9 月宣布降息 25 个基点，缓解就业恶化压力，但缩表操作并未停止。美联储面临降息与缩表共存的矛盾。降息和缩表并行，反映了美联储在稳定就业与控制通胀之间的两难处境。随着银行准备金降至 3 万亿美元以下，美联储可能在年底前结束缩表，未来若降息与扩表同步进行，才会对流动性和美债需求形成真正利好。

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

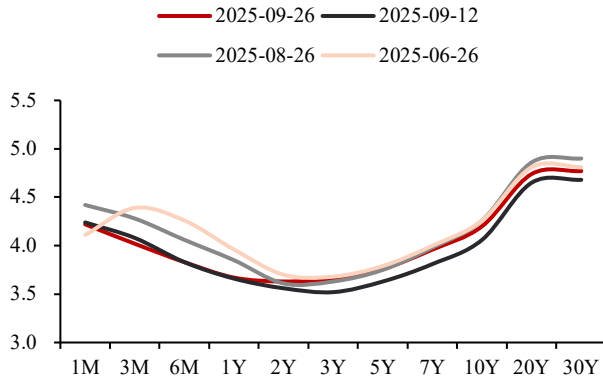
中国减持，日英增持，美债海外持仓分化。中国在 2025 年自 2 月以来累计减持美债超 500 亿美元，持仓降至 7307 亿美元，且减持资金部分用于增持黄金，以分散美元资产风险。与此形成对比的是，日本和英国近期大幅增持美债，7 月分别增持 38 亿美元和 413 亿美元，成为美债主要接盘力量，显示出各国在美债风险认知和政策约束下的分化。

美债市场仍具深度与流动性。尽管美债总规模已突破 37 万亿美元，占美国 GDP 的比重超过 120%，但其中超七成由美国国内消化，海外投资者持有比例约 25%。目前美债市场仍具备全球最深厚的流动性和美元储备货币的地位，这使得在短期内，美债仍难以被其他资产完全替代。

全球央行去美元化与增持黄金趋势。伴随地缘政治风险上升与美国冻结俄罗斯外汇储备的前车之鉴，全球央行购金潮持续升温。2025 年我国黄金储备连续增加，自 2022 年以来各国央行黄金净购买量激增。这一趋势表明，全球在逐步降低对美债和美元资产的依赖，提升外储安全性和多元化。

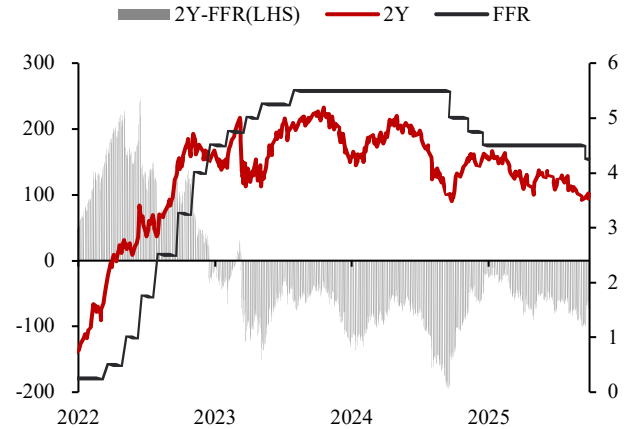
美债利率

图 3：美债收益率曲线 | 单位：%



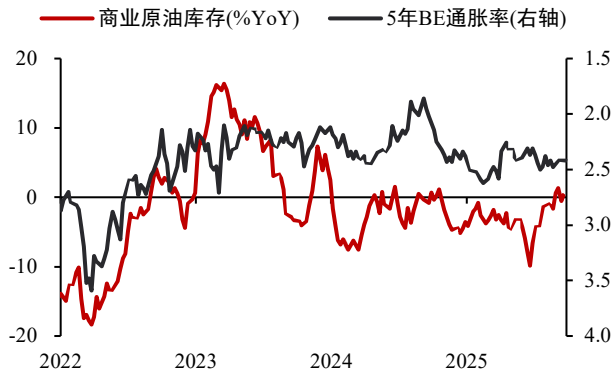
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：2 年期利率和 FFR 利差收敛 | 单位：%



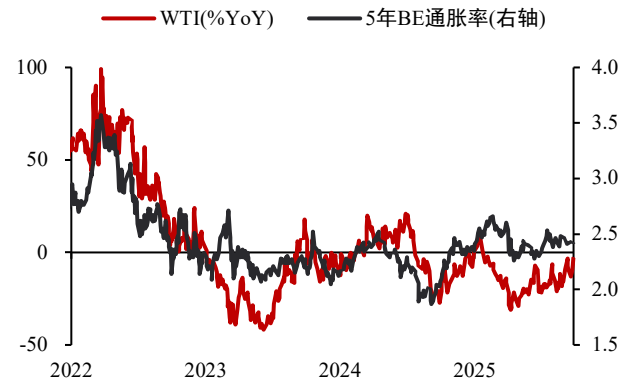
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：通胀因子之库存 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

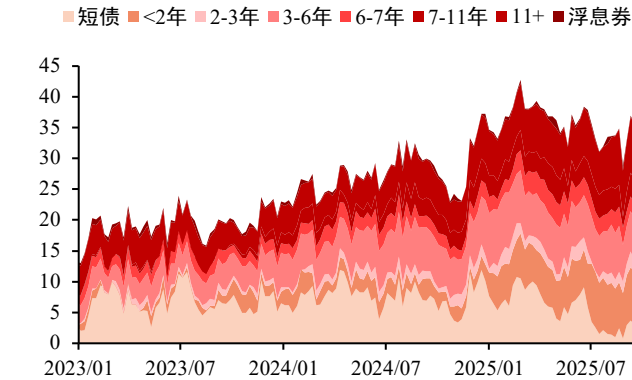
图 6：通胀因子之油价 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

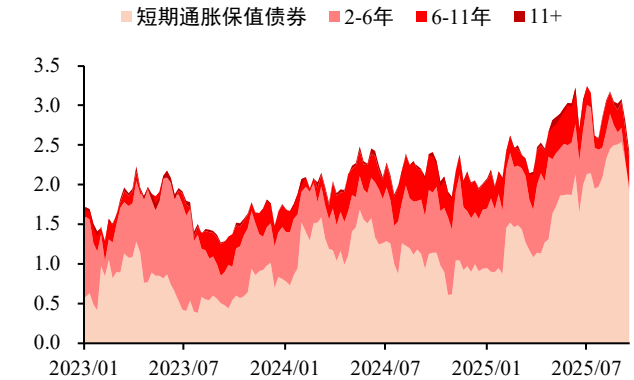
美债市场

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

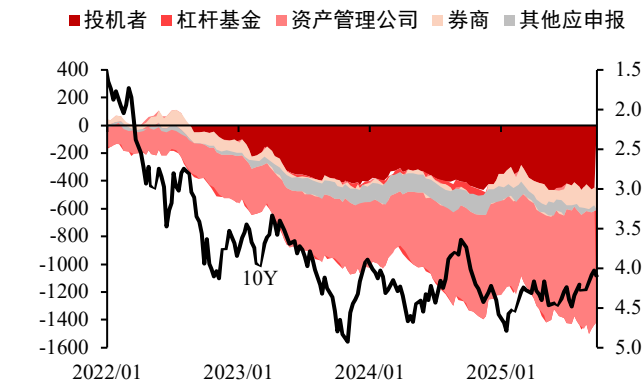
图 8：交易商通胀债券持有情况 | 单位：百亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

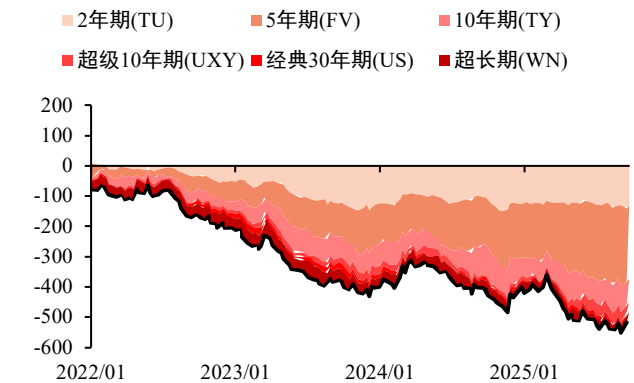
衍生品市场

图 9：美债期货期权净持仓 | 单位：万手



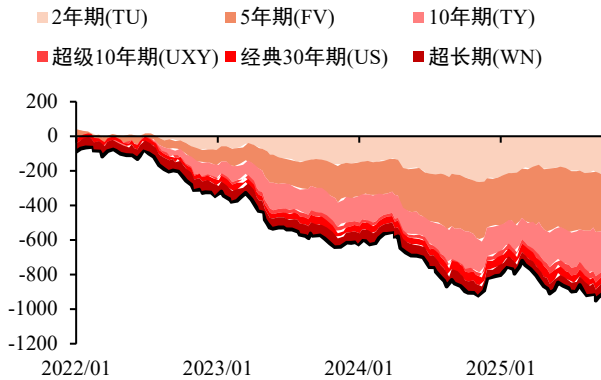
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 10：投机者美债期货净持仓 | 单位：万手



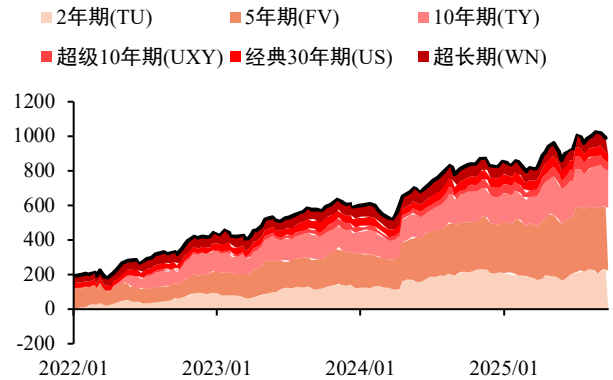
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 11：杠杆基金美债期货净持仓 | 单位：万手



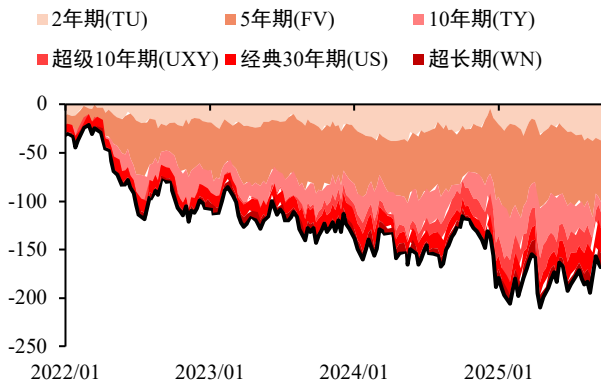
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 12：资产管理公司美债期货净持仓 | 单位：万手



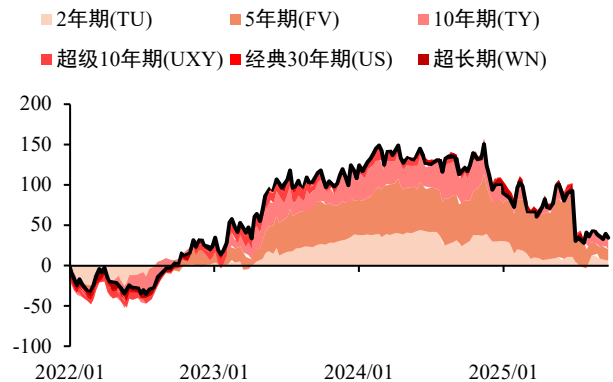
数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

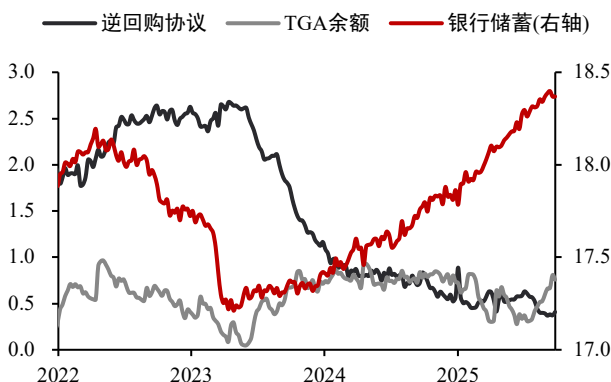
图 14：其他申报者美债期货净持仓 | 单位：万手



数据来源：Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

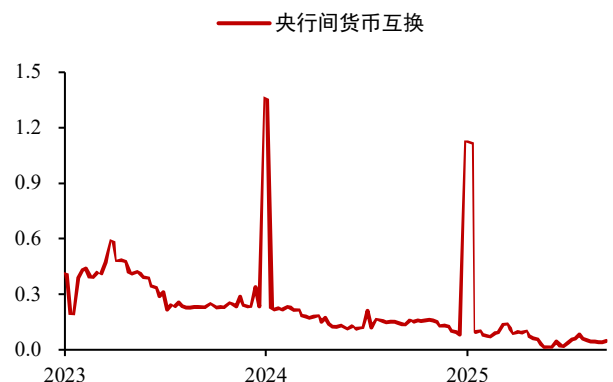
流动性

图 15：流动性指标摘要 | 单位：万亿美元



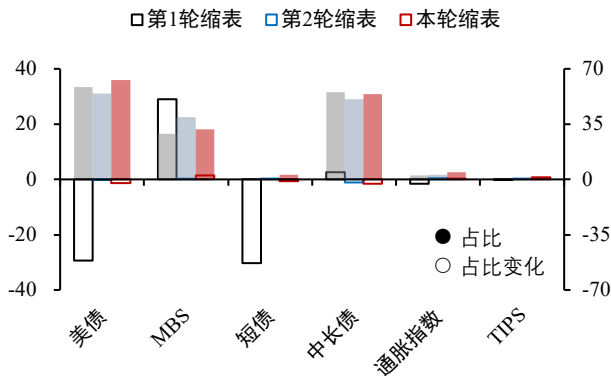
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：美联储会议纪要文本情绪 | 单位：%



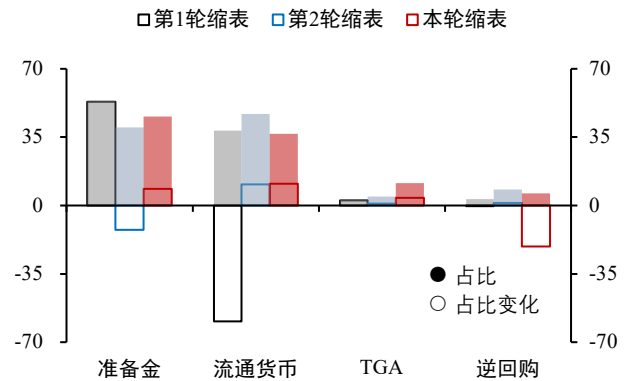
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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

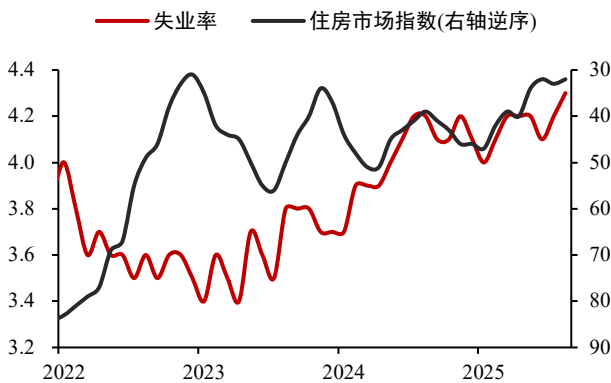
图 18：美联储负债端占比和占比变动 | 单位：%*pct*



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

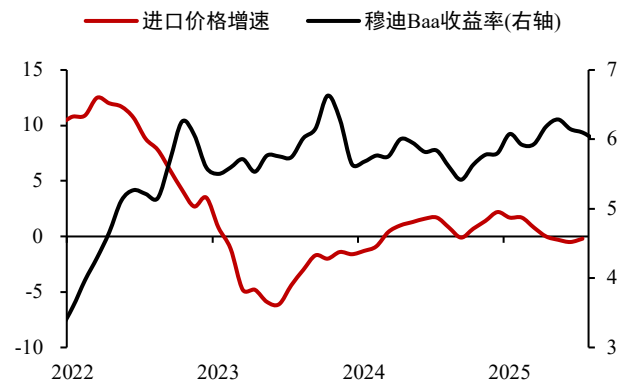
美国经济

图 19：美国就业市场和房地产市场 | 单位：%



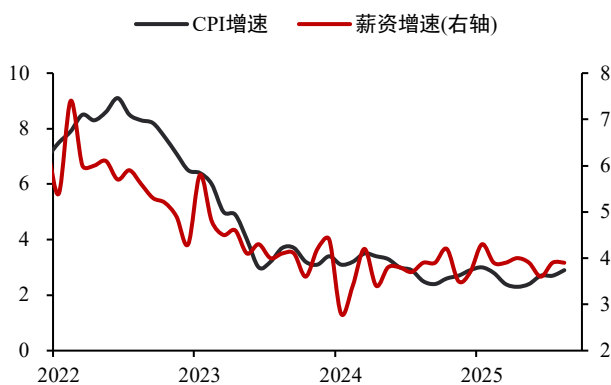
数据来源：iFinD 期货研究院

图 20：进口价格和收益率 | 单位：%*YoY*, %



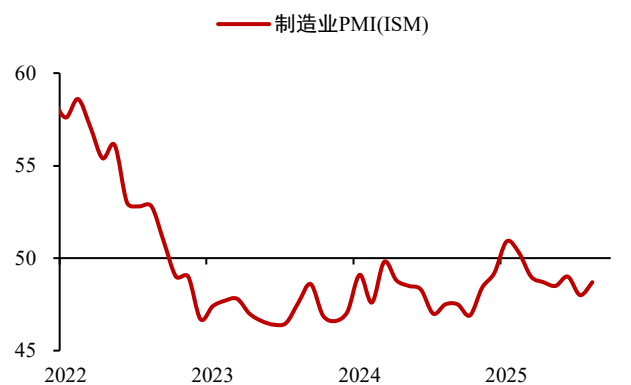
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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