



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

10月初美国短期支出法案避免了政府关门带来的风险，但是巴以冲突的激化显示出中东风险在拜登访以后并没有减轻，地缘风险和美国对外军费开支的扩张将并存。利率衍生品短端和长端空头的增加暗示着市场流动性风险的继续抬升，仍需继续密切关注风险后的配置机会。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。10月中旬10年期美债收益率继续大幅上涨19.5bp，其中期限溢价回落3.75bp，通胀溢价回升16.2bp。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率回升4.0bp，30年期美债收益率继续上涨20.0bp，本周美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部发表了11月议息会议前最后的讲话，强调再次按兵不动，市场继续定价收益率曲线的陡峭化特征，长端利率继续创下新高（十年期达到5%的高位）。

美债市场变动。美国财政部披露数据显示，2023年美国财政预算赤字扩大至1.7万亿美元，当周美国国债标售需求疲弱。10月美债发行久期拉长，3年期457.9亿美元、10年期349.2亿美元、20年期129.1亿美元、30年期199.7亿美元。9月美国财政录得1710亿美元的赤字，12个月累计赤字降至1.69万亿美元，赤字略有回落。

衍生品市场结构。美债期货净空头持仓继续创出历史新高，截止10月17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增加至446.4万手，显示出利率市场空头特征短期加强。我们注意到，同期联邦基金利率期货市场的净空头持仓也再次回升至27.3万手，在美债供给预期增加的背景下，关注市场流动性压力的回升。

美元流动性和美国经济。1) 货币：美联储加息节奏从2022年每次会议抬升75基点降至2023年9月至少两次会议抬升25基点，市场对美联储加息预期收敛反映了节奏的进一步放缓，维持美联储基准利率短期接近顶部的判断。2) 财政：33万亿美元联邦债务的利息成本大幅上升，同比增23%至8790亿美元，美国财政TGA存款余额截止10月18日继续回升，两周环比大幅增加918.7亿美元，与此同时一度创出新高的美联储逆回购工具10月11日单周降低1026.5亿美元，流动性风险依然值得警惕。3) 经济：截止10月14日美联储周度经济指标小幅回升至2.27的水平（环比+0.6），显示出经济短期改善状态不变。

■ 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	4
美债利率	6
美债市场	7
衍生品市场	8
流动性	9
美国经济	10

图表

图 1: 银行三季度提升对商业地产的信贷标准 单位: %	4
图 2: 银行三季度也提升对工商业贷款的信贷标准 单位: %	5
图 3: 美国财政赤字扩张 单位: \$T	5
图 4: 美债收益率曲线陡峭 单位: %	6
图 5: 2 年期利率和 FFR 利差收窄 单位: %	6
图 6: 美债收益率的三因子 单位: %	6
图 7: 经济增长因子低位继续反弹 单位: %YOY	6
图 8: 通胀因子之库存负增长 单位: %YOY	6
图 9: 通胀因子之油价正增长 单位: %YOY	6
图 10: 美国财政赤字和美债发行变化 单位: 千亿美元/赤字, 十亿美元/各期限国债发行	7
图 11: 美债持有者结构 单位: %	7
图 12: 美债增减持变化 单位: %YOY	7
图 13: 交易商美债持有情况 单位: 百亿美元	7
图 14: 交易商通胀债券持有情况 单位: 百亿美元	7
图 15: 美债期货期权净持仓 单位: 万手	8
图 16: 投机者美债净持仓 单位: 万手	8
图 17: 杠杆基金美债净持仓 单位: 万手	8
图 18: 资产管理公司美债净持仓 单位: 万手	8
图 19: 交易商美债净持仓 单位: 万手	8
图 20: 其他申报者美债净持仓 单位: 万手	8
图 21: 流动性指标摘要 单位: 千亿美元	9
图 22: 美联储会议纪要文本情绪 单位: %	9
图 23: 美联储利率终点预期 单位: %	9
图 24: 美联储加息概率 单位: %	9
图 25: 美联储资产端占比变动 单位: %	9
图 26: 美联储负债端占比变动 单位: %	9
图 27: 美国就业市场和房地产市场 单位: %	10

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

图 28: 油价变动和利率 单位: %.....	10
图 29: 美国薪资增速和通胀 单位: %.....	10
图 30: 美国制造业 PMI 单位: %.....	10

重点解读

美联储本周发布半年度金融稳定性报告。本次报告重点关注了四个领域的风险，包括：资产估值，企业和家庭借款，金融部门杠杆率，资金风险。

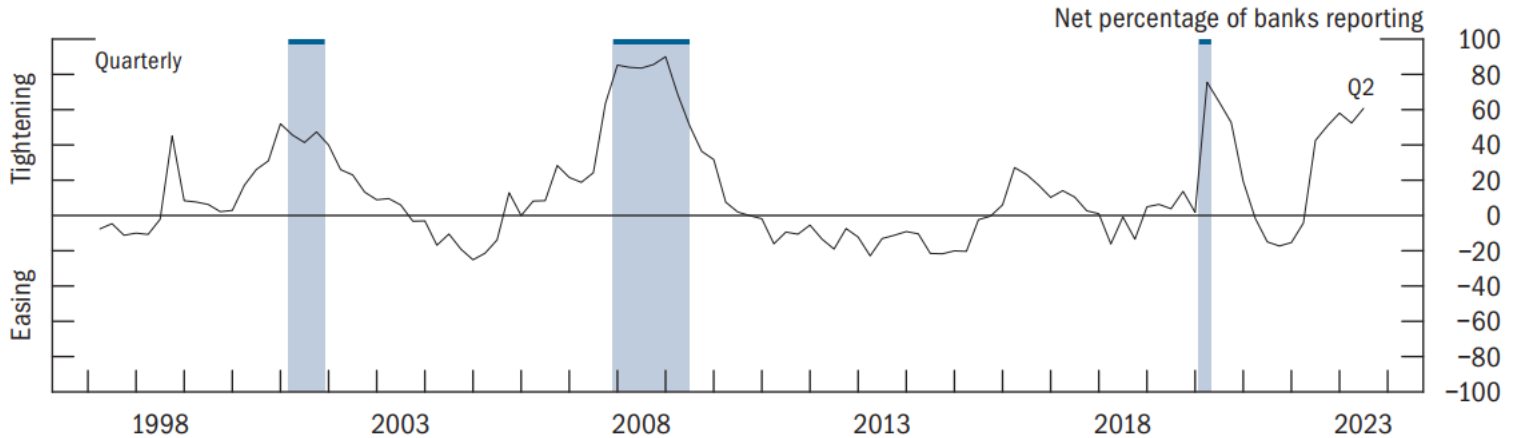
资产估值。报告提到，股价上涨速度快于预期收益。住宅和商业地产价格仍然居高不下。

企业和家庭借款。美联储表示，家庭债务相对于 GDP 处于“适度水平”，并且集中在优质借款人身上。

金融部门杠杆率。报告指出，银行体系保持稳健和弹性，基于风险的资本比率保持在接近过去十年的平均水平。然而，高利率压低了期限较长的固定利率资产的公允价值。此外，最大型的对冲基金的杠杆率仍然处于高位。

资金风险。大多数美国银行的资金稳定，流动资产水平较高。但其中一些银行仍面临资金压力，反映出客户们对保险不能覆盖到的存款和其他因素的担忧。

图 1：银行三季度提升对商业地产的信贷标准 | 单位：%



数据来源：Fed 华泰期货研究院

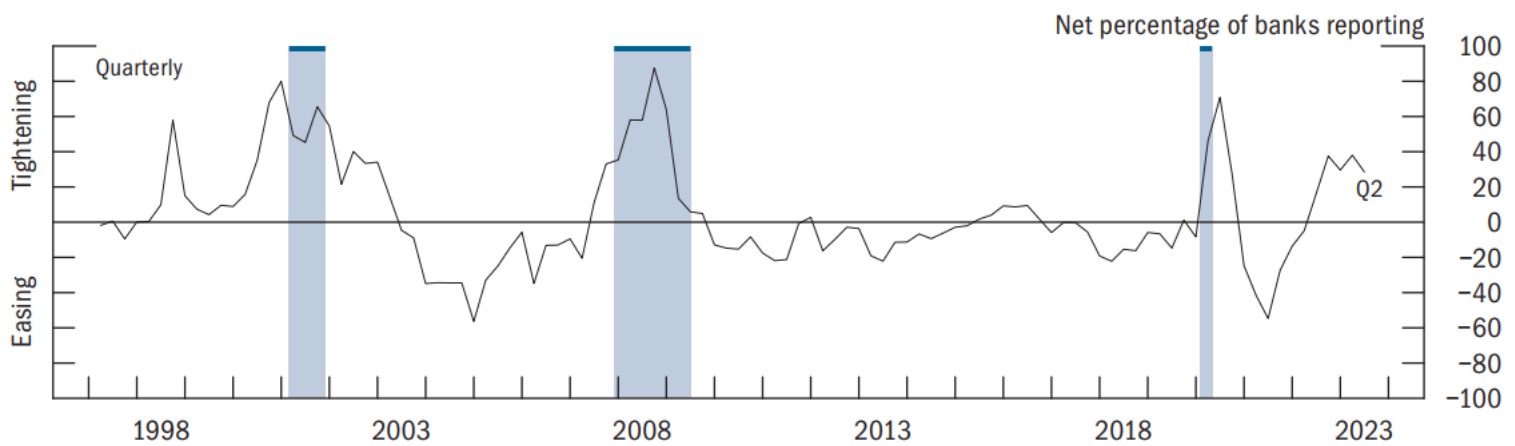
10月19日美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部发表讲话，其表示“近几个月来的数据显示，美联储在实现最大化就业和稳定物价这两个双重使命方面正在取得进展”。

鲍威尔没有排除年底之前再度加息的可能性。其称，（如果有）更多证据表明经济增长持续高于趋势水平，或者劳动力市场的紧张状况不再缓解，这可能会导致通胀进展的恶化风险上升，并可能导致货币政策进一步收紧。另外，考虑到不确定性和风险，以及已经取得的进展，美联储正在谨慎行事。美联储将根据收到的数据总量、不断变化

的前景和风险平衡，来决定额外政策紧缩的程度以及政策保持限制性的时长。

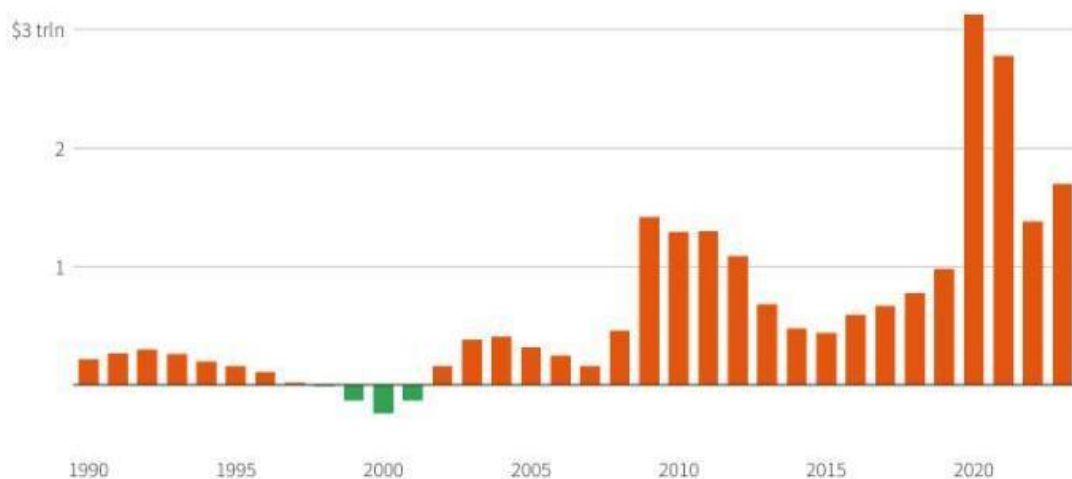
10月20日，美国财政部发布了9月30日截止的2023财年收入与支出报告。数据显示，2023财年美国政府的预算赤字增加了约3200亿美元，或同比增长23%。其前值2022财年的赤字为1.38万亿美元，当时占GDP的比例为5.4%。与2022财年相比收入的降幅远超支出的降幅，美国联邦政府的财政预算赤字扩大至1.7万亿美元，为有纪录以来最三大缺口。

图2：银行三季度也提升对工商业贷款的信贷标准 | 单位：%



数据来源：Fed 华泰期货研究院

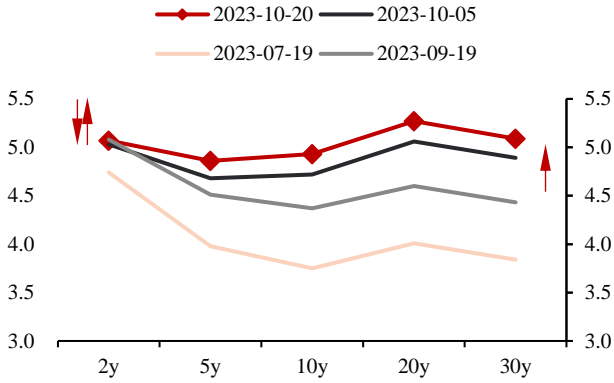
图3：美国财政赤字扩张 | 单位：\$T



数据来源：US Treasury 华泰期货研究院

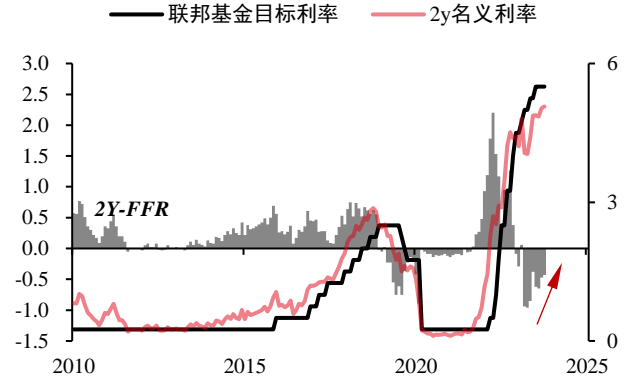
美债利率

图4：美债收益率曲线陡峭 | 单位：%



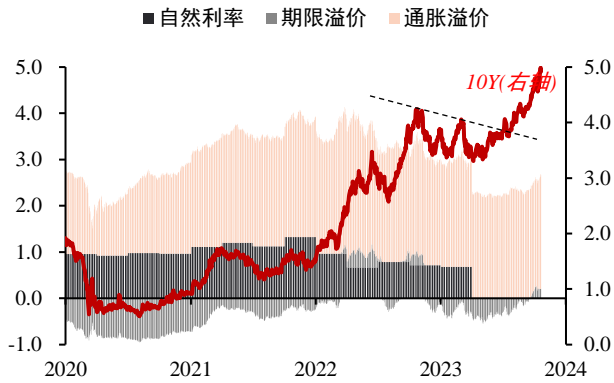
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5：2年期利率和 FFR 利差收窄 | 单位：%



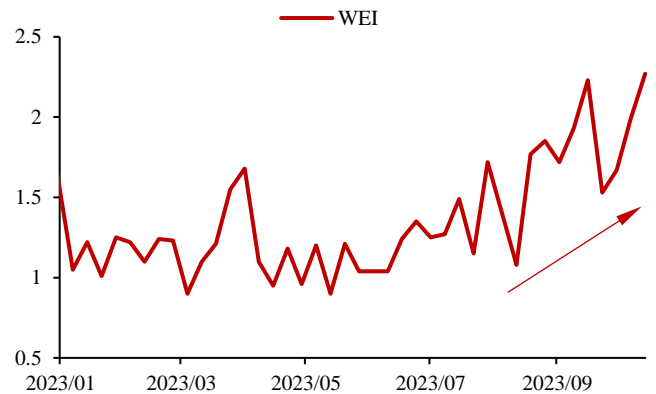
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6：美债收益率的三因子 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7：经济增长因子低位继续反弹 | 单位：%YOY



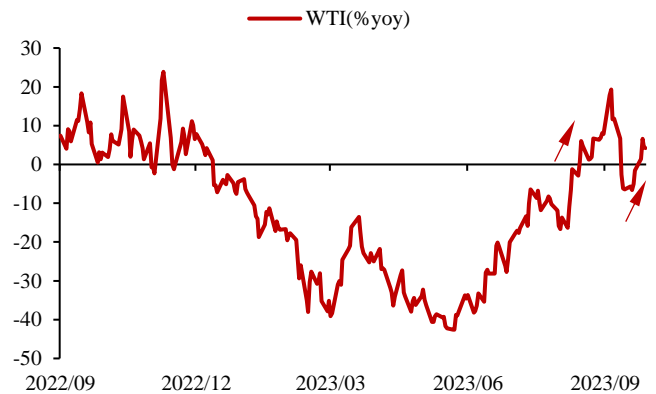
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8：通胀因子之库存负增长 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

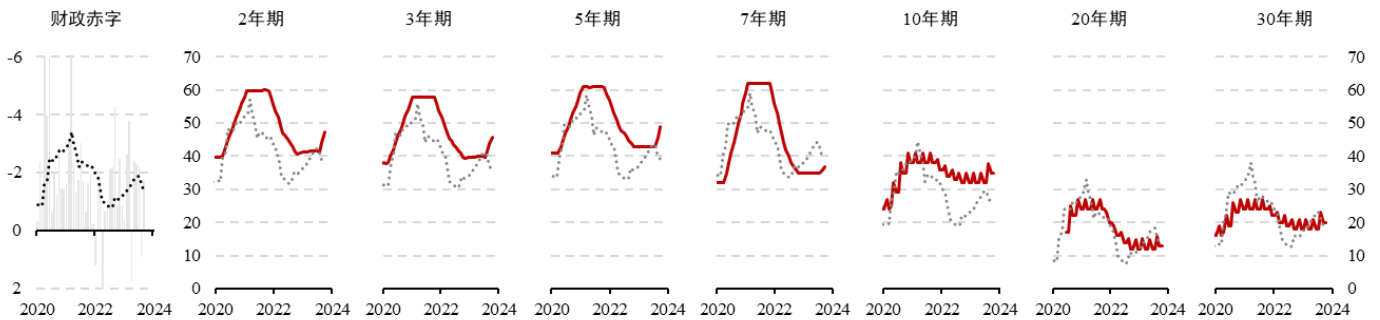
图9：通胀因子之油价正增长 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

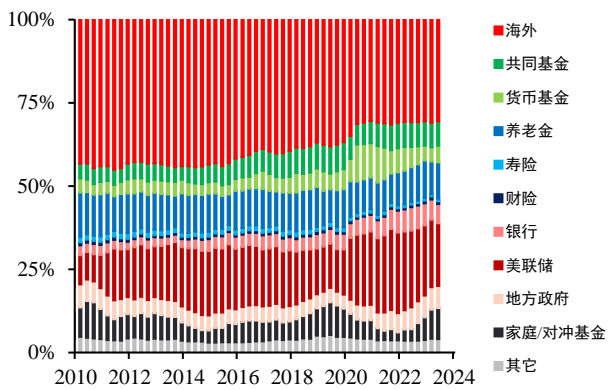
美债市场

图 10: 美国财政赤字和美债发行变化 | 单位: 千亿美元/赤字, 十亿美元/各期限国债发行



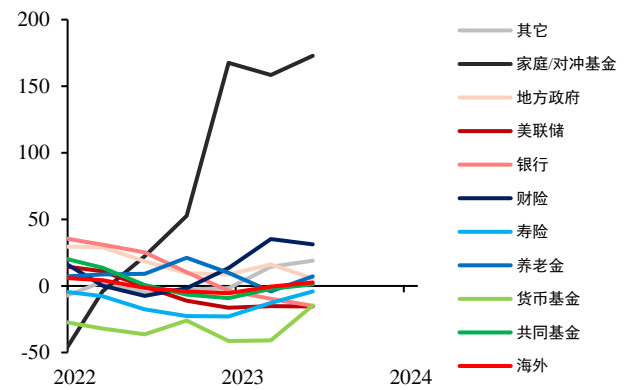
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 美债持有者结构 | 单位: %



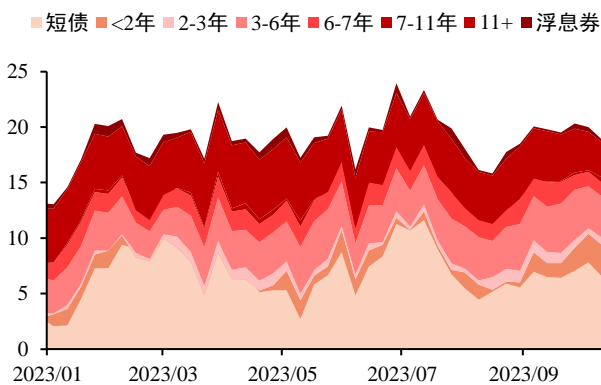
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 美债增减持变化 | 单位: %YOY



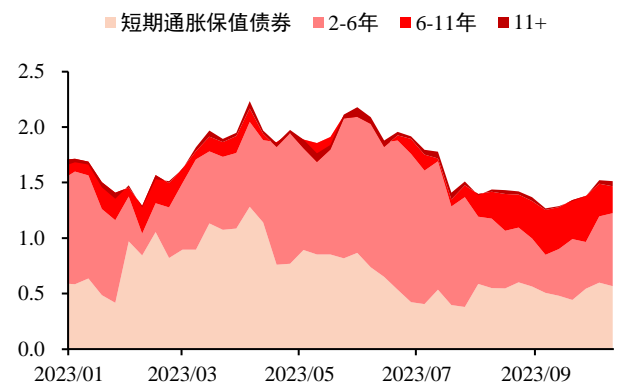
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: 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

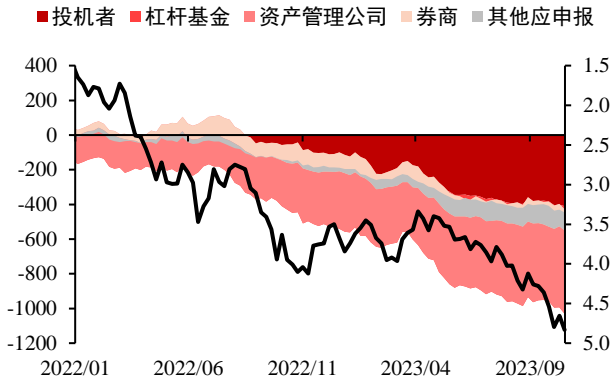
图 14: 交易商通胀债券持有情况 | 单位: 百亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

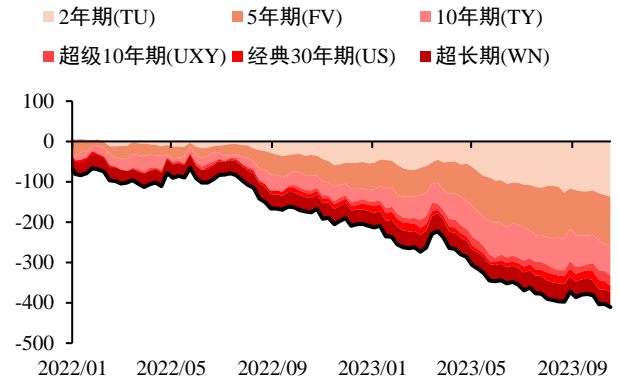
衍生品市场

图 15: 美债期货期权净持仓 | 单位: 万手



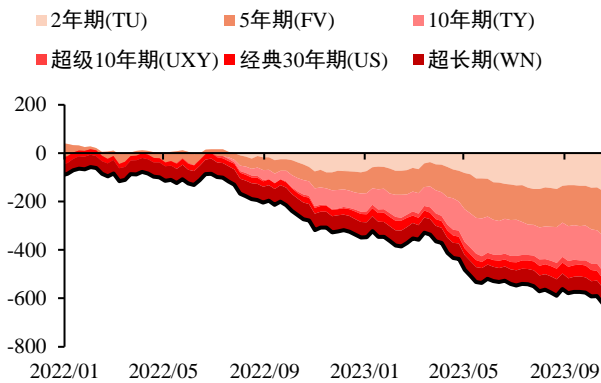
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 16: 投机者美债净持仓 | 单位: 万手



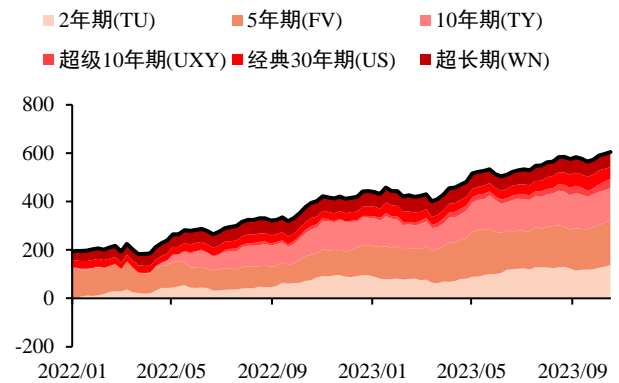
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 17: 杠杆基金美债净持仓 | 单位: 万手



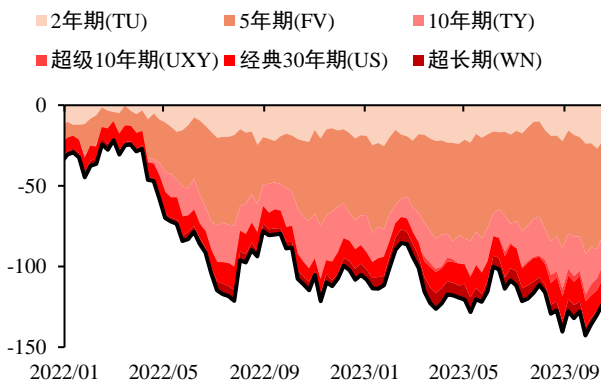
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 18: 资产管理公司美债净持仓 | 单位: 万手



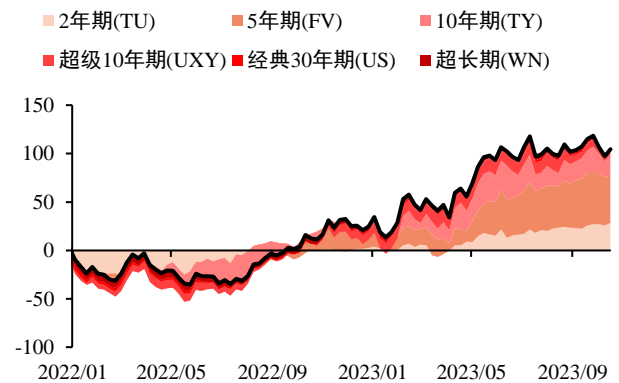
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

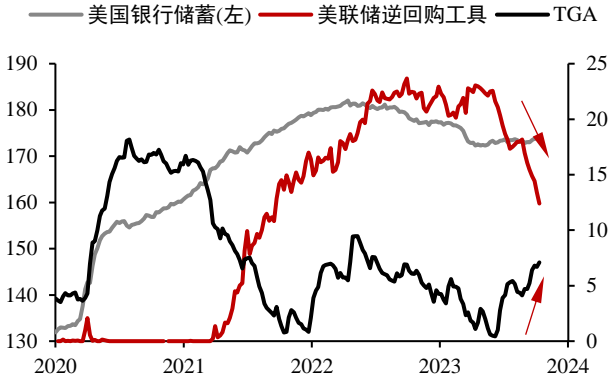
图 20: 其他申报者美债净持仓 | 单位: 万手



数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

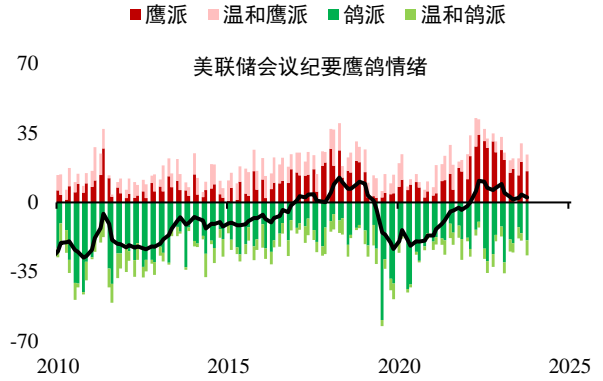
流动性

图 21: 流动性指标摘要 | 单位: 千亿美元



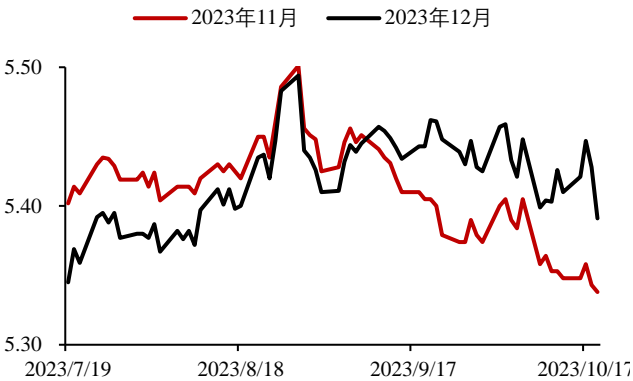
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 22: 美联储会议纪要文本情绪 | 单位: %



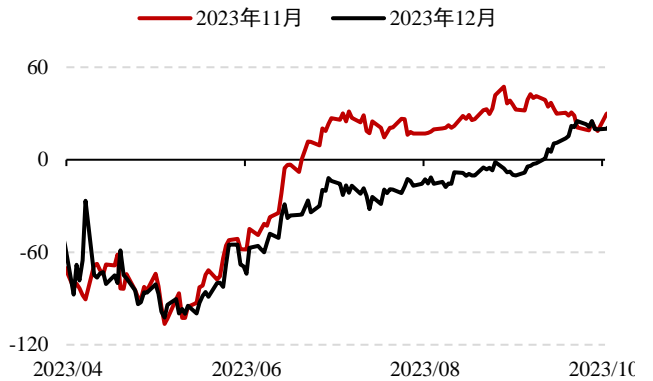
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 23: 美联储利率终点预期 | 单位: %



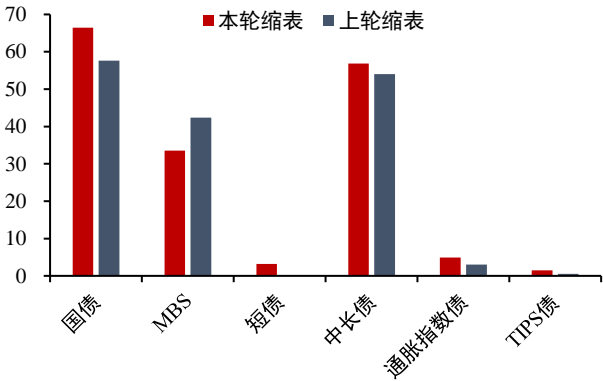
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 24: 美联储加息概率 | 单位: %



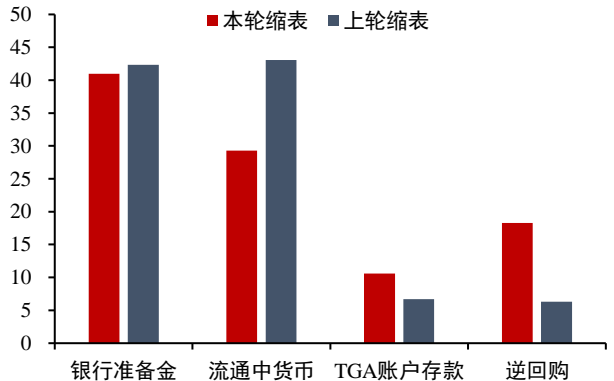
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 25: 美联储资产端占比变动 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

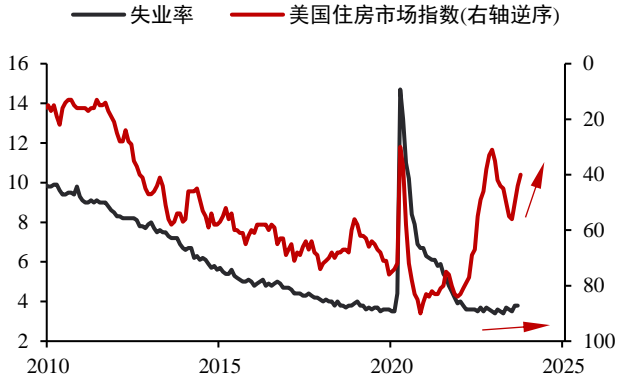
图 26: 美联储负债端占比变动 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

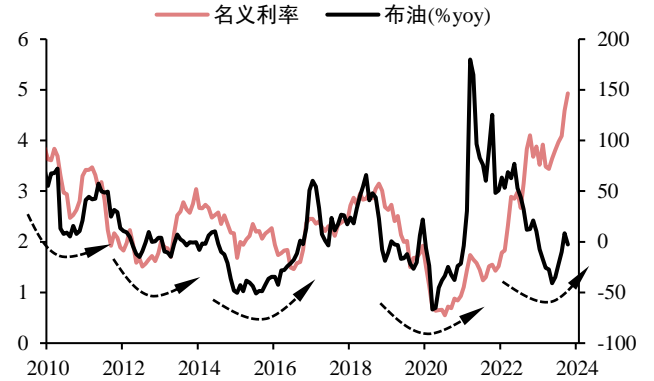
美国经济

图 27：美国就业市场和房地产市场 | 单位：%



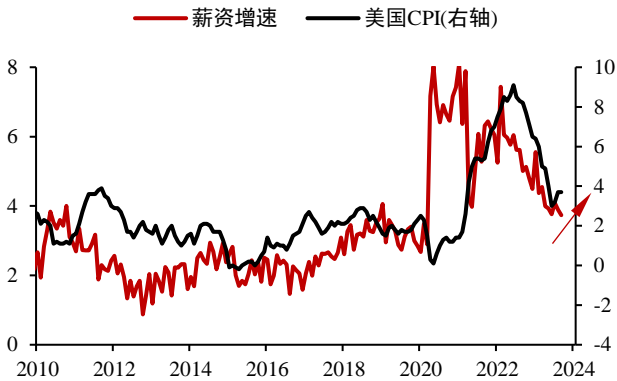
数据来源：Wind 期货研究院

图 28：油价变动和利率 | 单位：%



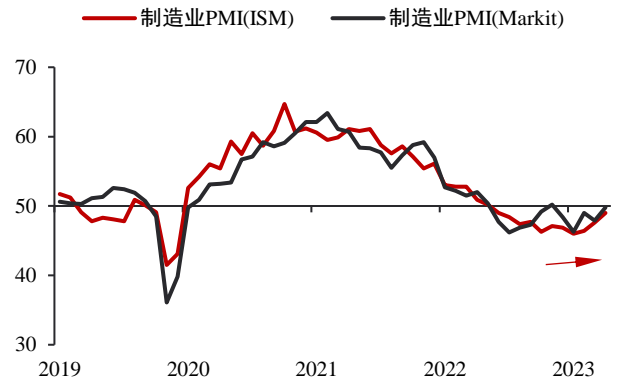
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 29：美国薪资增速和通胀 | 单位：%



数据来源：Wind 期货研究院

图 30：美国制造业 PMI | 单位：%



数据来源：Wind 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力。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