

# 美联储加息暂停，利率进入到调整的左侧

## 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

从负债端来看，美联储连续两次议息会议暂停加息释放了强化的加息周期阶段性见顶预期，利率上行预期减弱；从资产端来看，11月初从领先经济周期的采购经理人指数到滞后经济周期的非农就业报告均呈现出阶段性走弱的状态，叠加美国季度再融资报告释放低于预期的融资规模，为利率的阶段性调整提供了经济基础。

## 核心观点

### ■ 市场分析

**美债利率回顾。**11月初10年期美债收益率转向大幅回落41.7bp，其中期限溢价回落0.79bp，同时通胀溢价回落9.28bp。收益率曲线层面，和两周前相比，2年期美债收益率回落24.0bp，30年期美债收益率回落32.0bp。美国最近公布经济数据的走弱，以及美联储11月货币政策阶段性进入到了“加息见顶”阶段，驱动美债利率出现回落，修正10月技术性冲高的空间，收益率曲线仍保持一定陡峭化状态。

**美债市场变动。**11月1日，美国财政部公布了新季度发债计划，规模1120亿美元，环比增加90亿美元，市场预期1140亿美元。2年和5年增加30亿美元，3年和7年增加20亿美元和10亿美元，10年和30年增发速度放缓，20年保持不变。10月末美债发行短期化，2年503.3亿美元、5年517.9亿美元、7年377.5亿美元。虽然9月美国财政录得1709.8亿美元的赤字，但是12个月累计赤字降至1.70万亿美元，赤字略有回落。

**衍生品市场结构。**美债期货净空头持仓仍维持历史高位附近，截止10月31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439.8万手，显示出利率市场空头相对拥挤特征。我们注意到，同期联邦基金利率期货市场的净空头持仓转向回落至15.4万手，在美联储11月按兵不动情况下，利率转弱，风险关注流动性压力。

**美元流动性和美国经济。**1) 货币：11月2日美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%-5.5%的水平不变，两次会议均未加息，强调金融环境收紧可能影响经济；我们继续维持美联储基准利率短期接近顶部的判断。2) 财政：季度再融资低预期，美国财政TGA存款余额截止11月1日继续回升，两周环比增加606.1亿美元，与此同时一度创出新高的美联储逆回购工具10月25日单周降低501.6亿美元，仍需继续关注阶段性的流动性风险。3) 经济：截止10月28日美联储周度经济指标再次回升至2.23的水平（环比+0.31），显示出经济短期改善延续。

### ■ 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: 美国金融市场面临压力, 但是欧洲的压力似乎更大   单位: 指数点 .....	4
图 2: 美国财政再融资计划   单位: \$B .....	5
图 3: 美国 9 月非农就业低预期 (左: 非政府; 中: 商品生产; 右: 服务生产)   单位: 万人 .....	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: 投机者美债性净持仓   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

---

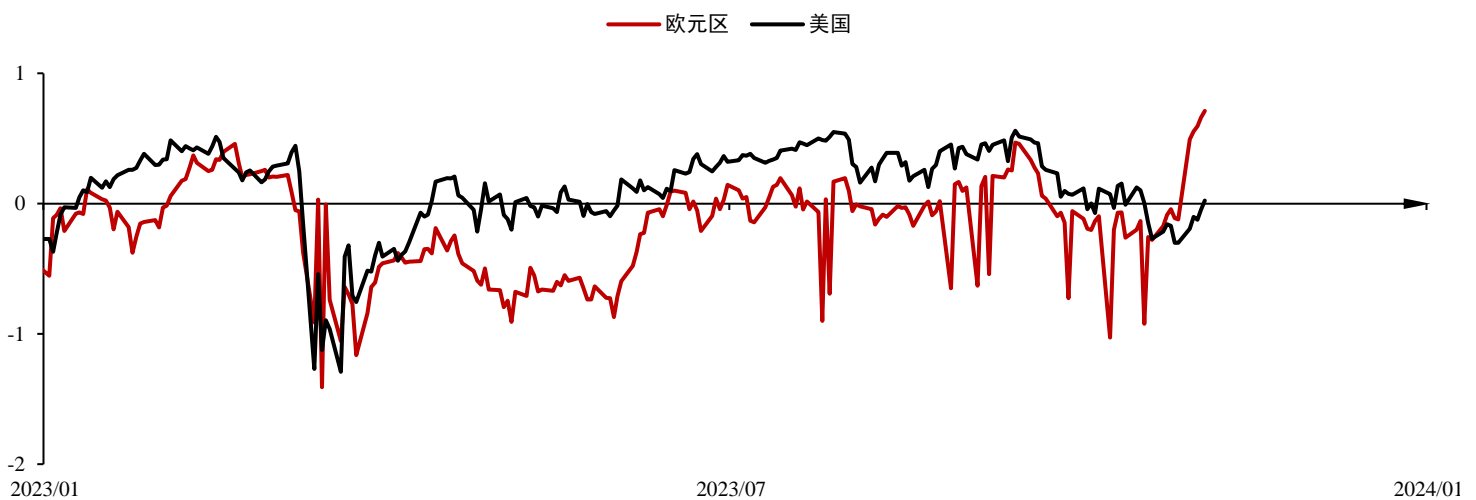
图 28: 油价变动和利率   单位: %.....	10
图 29: 美国薪资增速和通胀   单位: %.....	10
图 30: 美国制造业 PMI   单位: %.....	10

## 重点解读

11月2日，美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，联邦基金利率的目标区间依然为 5.25%-5.50%，这是美联储去年 3 月至今的本轮紧缩周期内首度连续两次会议并未加息。

本次声明新增了“对家庭和企业更为收紧的金融和信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。”

图 1：美国金融市场面临压力，但是欧洲的压力似乎更大 | 单位：指数点



数据来源：Fed 华泰期货研究院

11月1日，美国财政部公布再融资报告，新一季再融资操作债券发行规模提高 90 亿美元至 1120 亿美元，低于市场预期的 1140 亿美元。其中，美国财政部提高除 20 年期以外名义票据、债券的发行规模，将拍卖 480 亿美元三年期国债，400 亿美元的 10 年期美国国债和 240 亿美元的 30 年期美国国债。美国将放慢 10 年、30 年期债券增发速度，20 年期持稳，美国财政部称下一季度有可能再度提高付息债券发行规模。

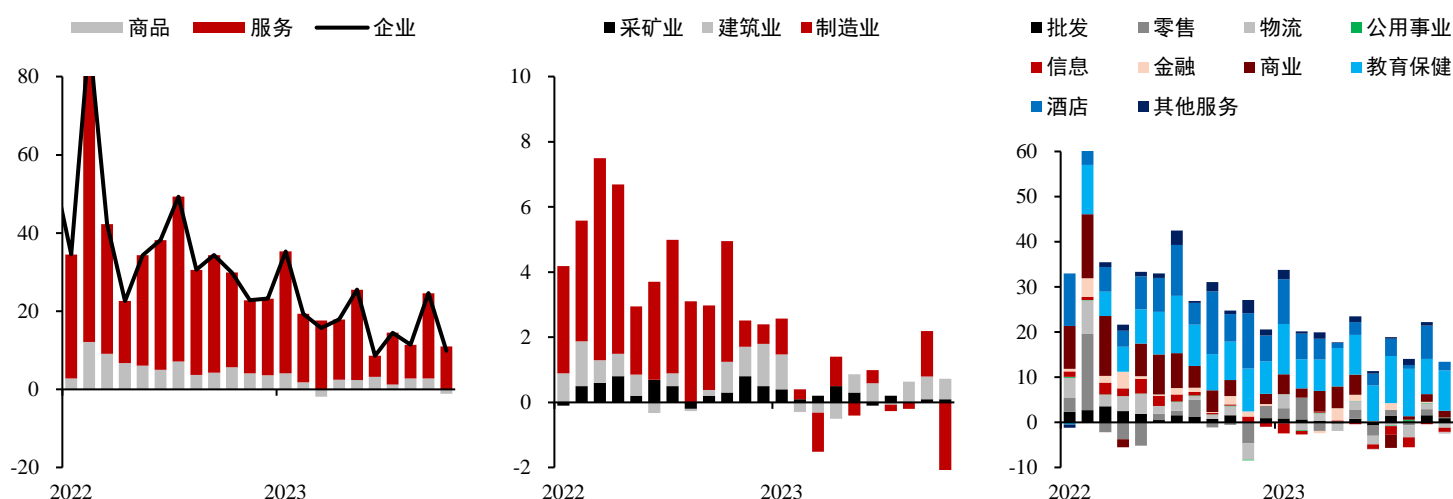
我们认为美联储货币政策进入到了实质性的“加息暂停”阶段，在周末低于预期的非农就业报告（10月新增 15 万，8 月和 9 月总计下修 10.1 万）和回落的景气指数（10 月 ISM 制造业指数回落至 46.7，服务业指数回落至 51.8）带动的经济表现不强影响下，我们认为市场至少进入到了阶段性的“利率见顶”阶段。但除非“紧货币”和“宽财政”的政策组合发生方向性的转变，利率才有可能进入到回落趋势之中。

图 2: 美国财政再融资计划 | 单位: \$B

	<u>2-Year</u>	<u>3-Year</u>	<u>5-Year</u>	<u>7-Year</u>	<u>10-Year</u>	<u>20-Year</u>	<u>30-Year</u>	<u>FRN</u>
Aug-23	45	42	46	36	38	16	23	24
Sep-23	48	44	49	37	35	13	20	24
Oct-23	51	46	52	38	35	13	20	26
Nov-23	54	48	55	39	40	16	24	26
Dec-23	57	50	58	40	37	13	21	26
Jan-24	60	52	61	41	37	13	21	28

数据来源: US Treasury 华泰期货研究院

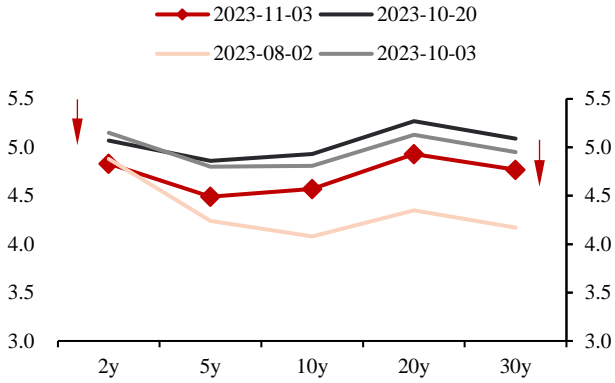
图 3: 美国 9 月非农就业低预期 (左: 非政府; 中: 商品生产; 右: 服务生产) | 单位: 万人



数据来源: iFind 华泰期货研究院

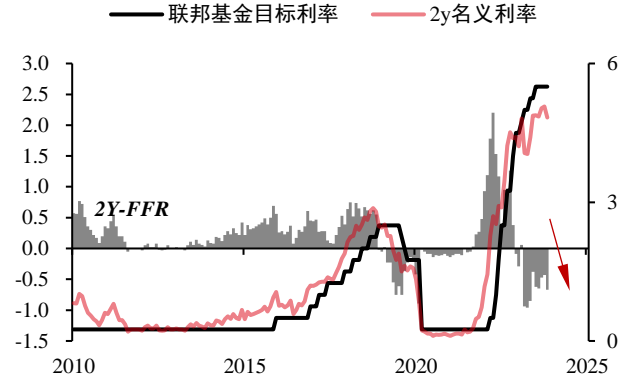
## 美债利率

图4：美债收益率曲线陡峭 | 单位：%



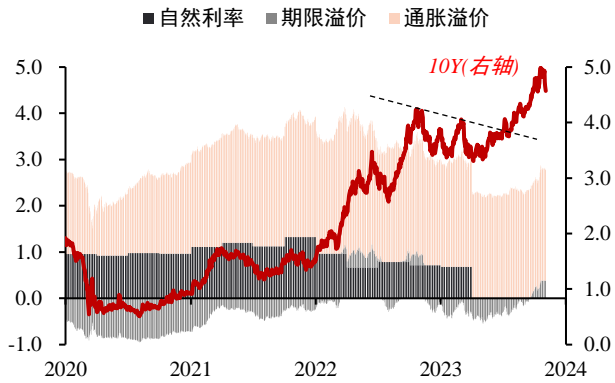
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5：2年期利率和 FFR 利差收窄 | 单位：%



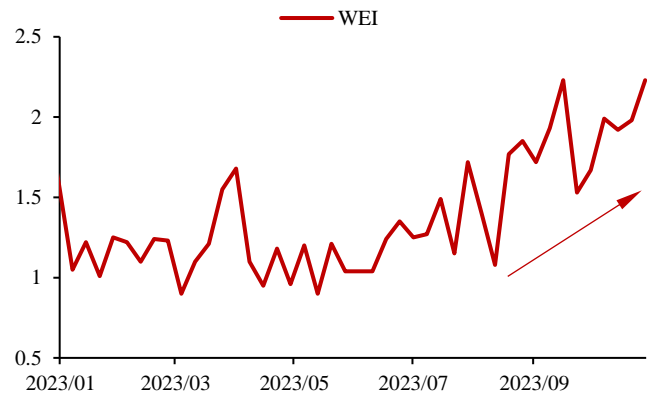
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6：美债收益率的三因子 | 单位：%



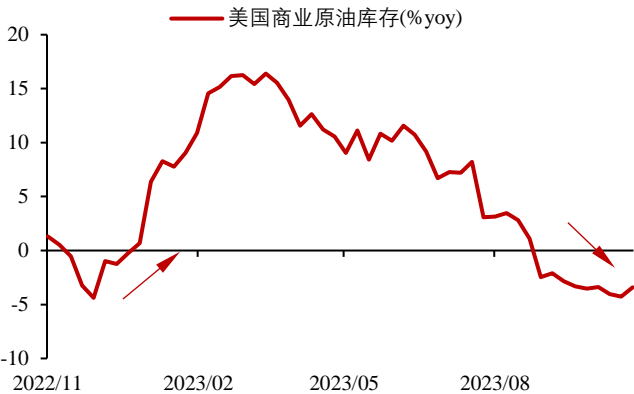
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7：经济增长因子低位继续反弹 | 单位：%YOY



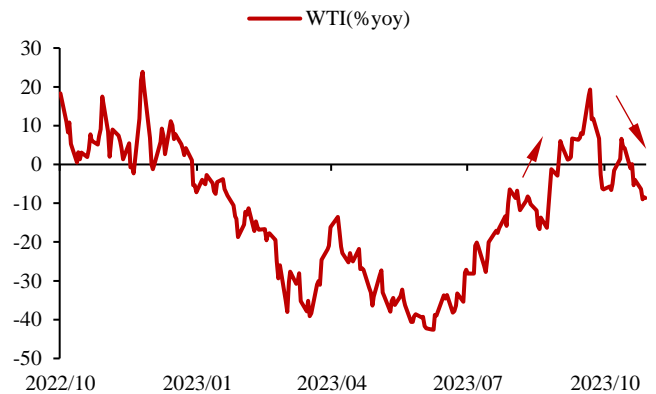
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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

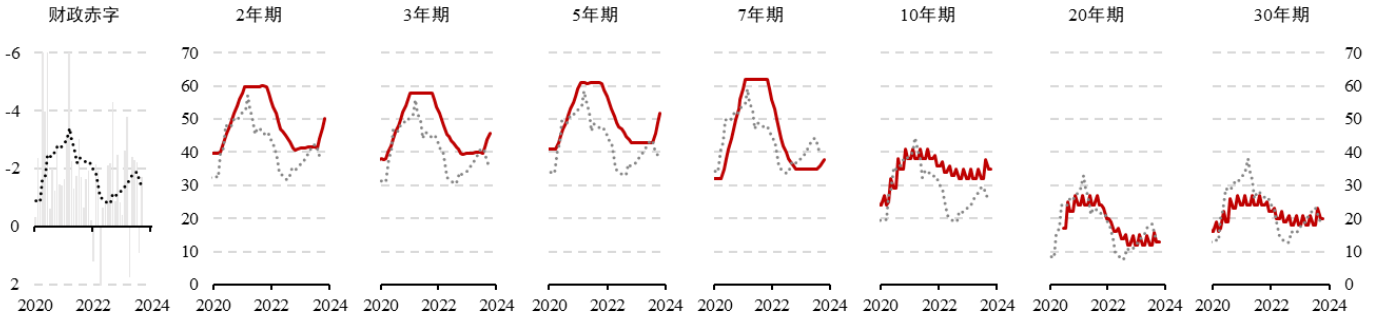
图9：通胀因子之油价正增长 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

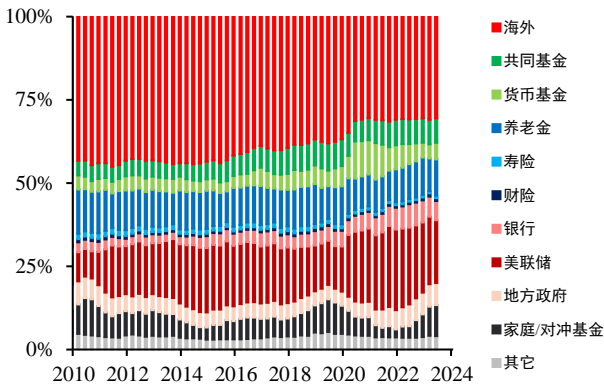
## 美债市场

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



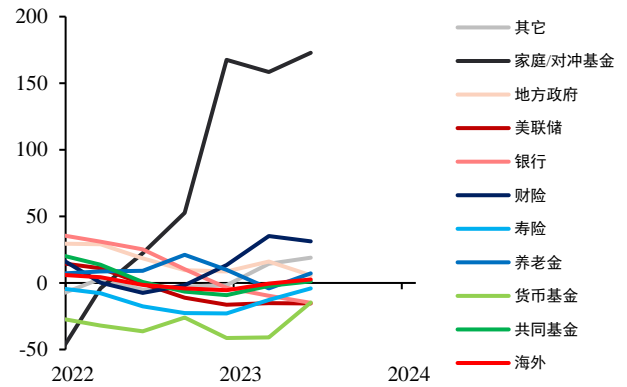
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 美债持有者结构 | 单位: %



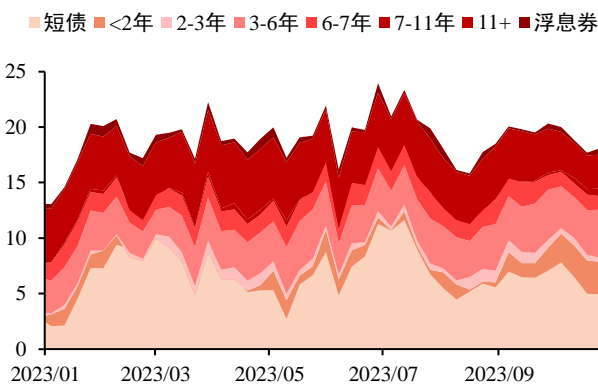
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 美债增减持变化 | 单位: %YOY



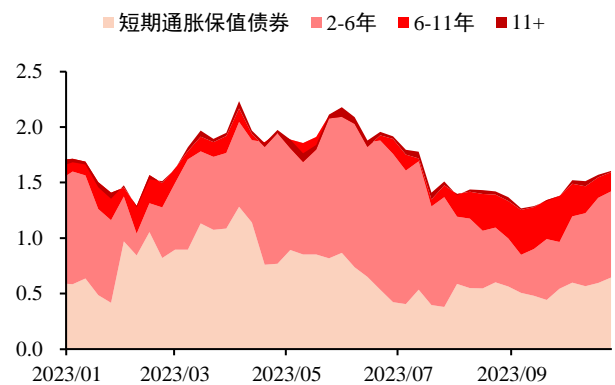
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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

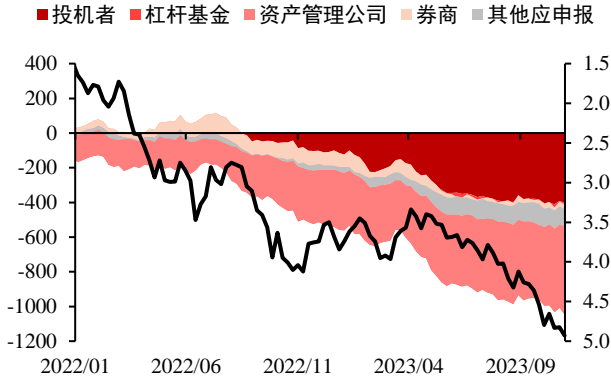
图 14: 交易商通胀债券持有情况 | 单位: 百亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

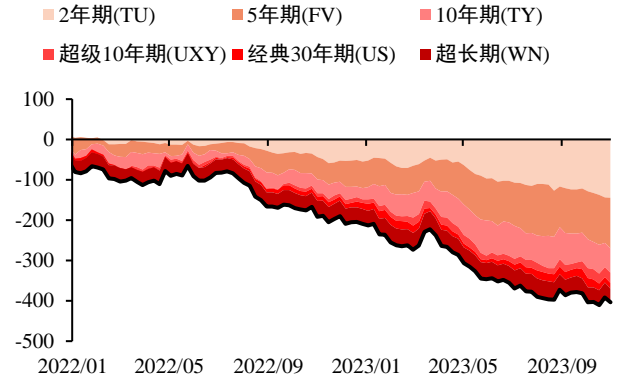
## 衍生品市场

图 15: 美债期货期权净持仓 | 单位: 万手



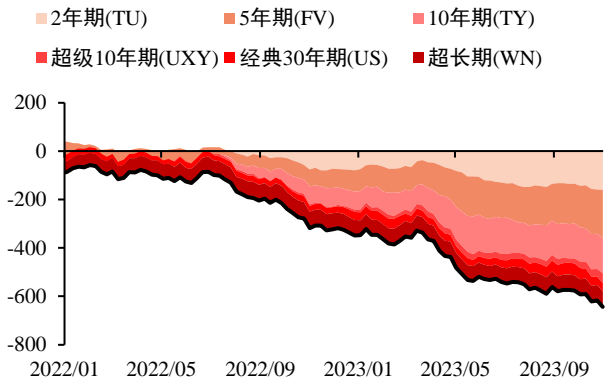
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 16: 投机者美债净持仓 | 单位: 万手



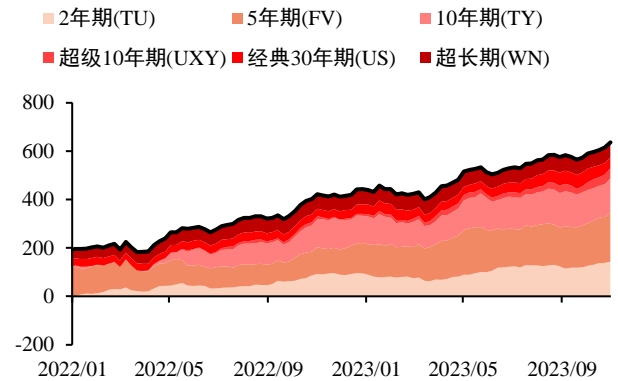
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 17: 杠杆基金美债净持仓 | 单位: 万手



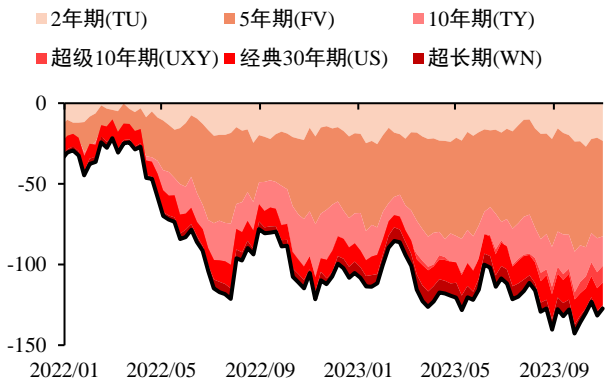
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 18: 资产管理公司美债净持仓 | 单位: 万手



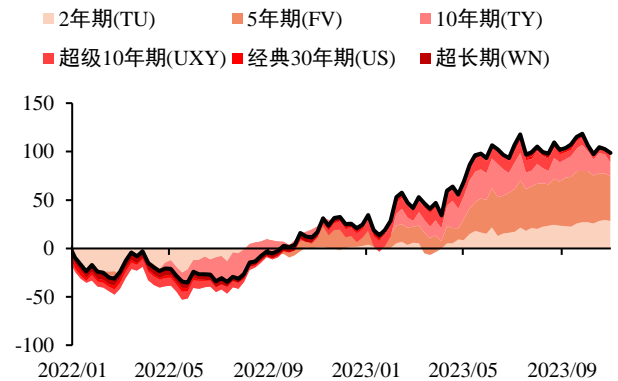
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

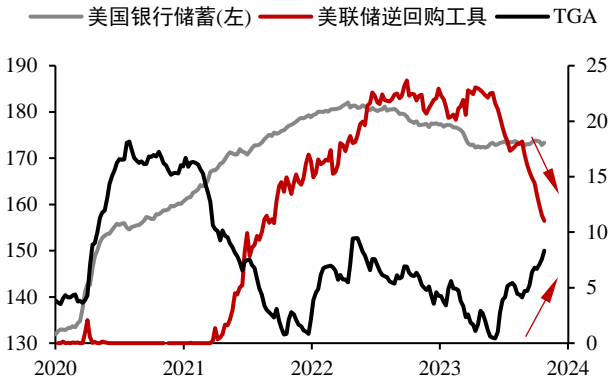


数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院



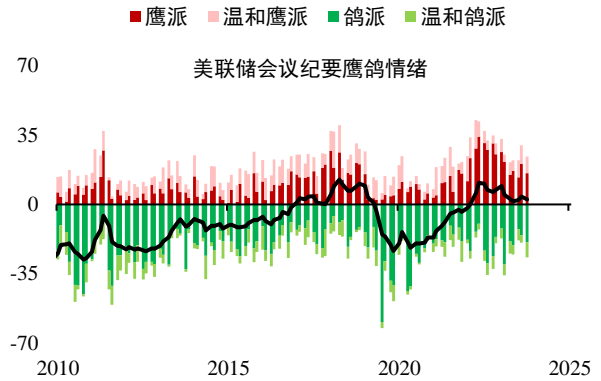
## 流动性

图 21: 流动性指标摘要 | 单位: 千亿美元



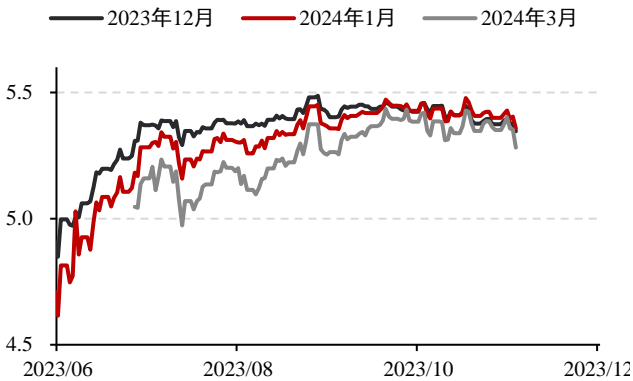
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 22: 美联储会议纪要文本情绪 | 单位: %



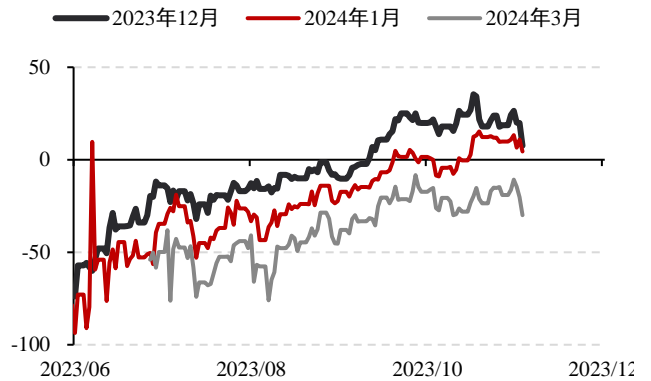
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 23: 美联储利率终点预期 | 单位: %



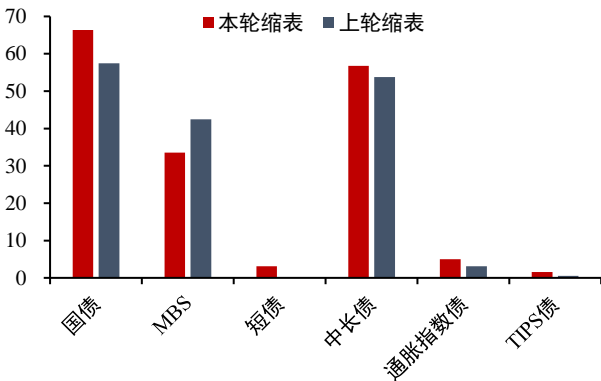
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 24: 美联储加息概率 | 单位: %



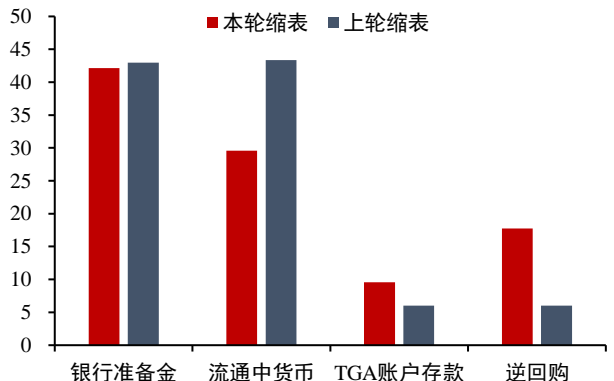
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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

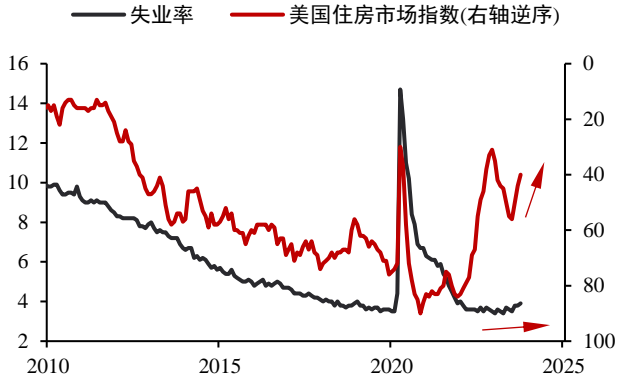
图 26: 美联储负债端占比变动 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

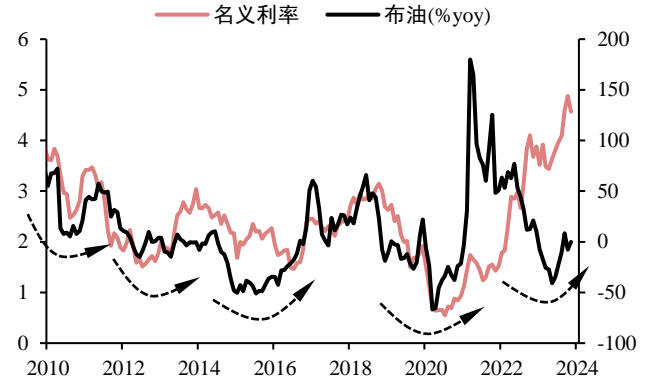
## 美国经济

图 27: 美国就业市场和房地产市场 | 单位: %



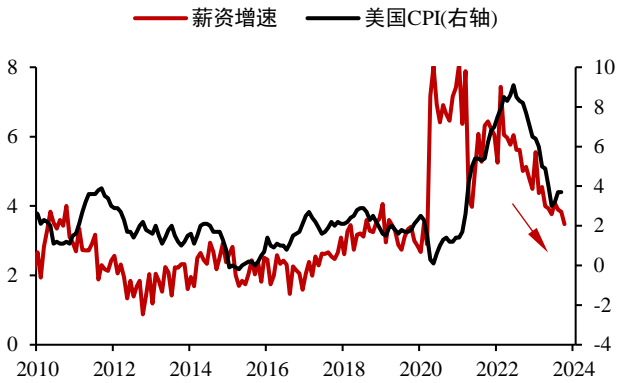
数据来源: Wind 期货研究院

图 28: 油价变动和利率 | 单位: %



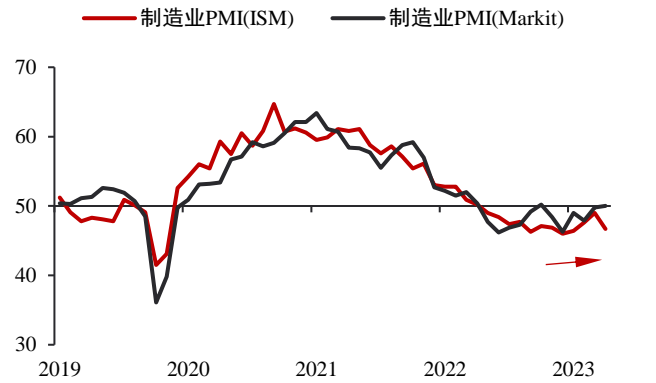
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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](http://www.htfc.com)