



10月通胀走弱，利率继续下行

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

✉ caishao.li@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

尽管美联储官员继续表示 1 次的通胀回落还不能确立通胀改善的信心，但是 10 月美国通胀数据的超预期下行驱动市场对美联储的定价进一步从“加息见顶”转向“降息可能”，长端利率继续回落。下周美联储公布 11 月议息会议纪要文件适逢感恩节，关注短期货币市场的波动可能。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。11 月中旬 10 年期美债收益率转向继续回落 22.4bp，其中期限溢价回落 3.66bp，同时通胀溢价回落 9.98bp。收益率曲线层面，和两周前相比，2 年期美债收益率上涨 5.0bp，30 年期美债收益率继续回落 18.0bp。美国 11 月通胀大幅低于预期，叠加油价显著回落带来的通胀预期下行，继续引导美债利率回落，10 月的技术性冲高空间仍处在修复阶段，收益率曲线继续保持一定陡峭化状态。

美债市场变动。11 月 13 日，美国 10 月预算赤字 666 亿美元，略高于预期的 650 亿美元；同时，截至 10 月底所有未偿债务的加权平均利率为 3.05%，是 2010 年以来的最高水平，较 2022 年同期增加 87 个基点。10 月末美债发行略有拉长，3 年 475.1 亿美元、10 年 397.3 亿美元、30 年 239.1 亿美元。在 10 月赤字回落至 666 亿美元的带动下，12 个月累计赤字降至 1.67 万亿美元。

衍生品市场结构。美债期货净空头持仓继续创出新高，截止 11 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增加至 457.2 万手，显示出利率市场空头进一步拥挤特征。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 12.7 万手，通胀回落背景下市场对年内美联储货币政策继续维持“按兵不动”的定价。

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 15 日转为回落，两周环比降低 819.2 亿美元，与此同时一度创出新高的美联储逆回购工具 11 月 8 日单周降低 550.1 亿美元，短期需要警惕市场的流动性风险。3) 经济：截止 11 月 11 日美联储周度经济指标再次回升至 2.35 的水平（环比+0.52），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: 全球主要经济体通胀热力图 单位: STD.....	4
图 2: 美国 10 月 CPI 变动热力图 单位: STD.....	5
图 3: 美国核心通胀预期维持相对低位 单位: %YOY.....	5
图 4: 美债收益率曲线扁平 单位: %.....	6
图 5: 2 年期利率和 FFR 利差扩大 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: 通胀因子之库回升 单位: %YOY.....	6
图 9: 通胀因子之油价回落 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

11月14日美国劳工统计局发布数据显示，美国10月未季调CPI同比升3.2%，为今年7月以来新低，预期升3.3%，前值升3.7%；季调后CPI环比持平，为去年7月以来新低，预期升0.1%，前值升0.4%。

图1：全球主要经济体通胀热力图 | 单位：STD

	2022												2023	
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
美国	2.8	2.5	2.2	1.9	1.9	1.7	1.2	1.1	0.7	0.2	0.3	0.6	0.6	0.3
中国	0.4	-0.1	-0.5	-0.4	-0.1	-0.9	-1.2	-1.6	-1.5	-1.7	-1.9	-1.6	-1.7	-1.8
欧元区	3.3	3.6	3.4	3.0	2.7	2.7	2.0	2.1	1.7	1.4	1.3	1.3	0.9	0.3
日本	1.8	2.3	2.4	2.5	2.8	2.0	1.9	2.1	1.9	2.0	2.0	1.9	1.8	-
德国	3.1	3.2	3.2	2.9	3.2	3.2	2.6	2.5	1.9	2.1	2.0	1.9	1.2	0.8
法国	2.5	2.8	2.8	2.7	2.7	2.9	2.5	2.7	2.2	1.8	1.7	2.0	2.0	1.5
英国	2.7	3.1	3.0	2.9	2.7	2.8	2.7	2.2	2.2	1.9	1.5	1.4	1.4	0.6
加拿大	2.8	2.8	2.7	2.4	2.2	1.8	1.3	1.2	0.6	0.4	0.6	1.0	0.9	-
韩国	2.4	2.5	2.0	2.0	2.1	1.9	1.5	1.1	0.9	0.4	0.1	0.9	1.1	1.2
巴西	0.5	0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.6	-0.8	-0.9	-1.2	-0.8	-0.6	-0.3	-0.5
俄罗斯	1.7	1.5	1.3	1.3	1.2	1.0	-0.9	-1.2	-1.2	-1.0	-0.7	-0.9	-0.3	-0.1
印尼	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.6	0.3	0.0	-0.2	-0.4	-0.7	-0.6	-1.1	-0.9
马来西亚	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1	0.9	0.8	0.5	0.2	0.0	0.0	-0.1	-
泰国	2.3	2.1	1.9	2.1	1.6	1.0	0.6	0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.4	-0.7	-1.0
越南	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	-0.3
印度	-0.1	-0.3	-0.5	-0.5	-0.2	-0.2	-0.4	-0.6	-0.8	-0.4	0.2	0.0	-0.7	-
Ave	1.8	1.8	1.6	1.5	1.5	1.3	0.9	0.7	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.0

数据来源：Wind 华泰期货研究院

美国10月核心CPI较上月的4.1%小幅放缓至4%，也低于预期的4.1%，但仍高于美联储的2%的目标水平，环比增速由0.3%放缓至0.2%，低于预期的0.3%。分项来看：

食品分项环比0.3%，略高于前值0.2%，与12个月均值持平；同比3.3%，低于前值3.7%。

能源分项环比-2.5%，低于前值1.5%和12个月均值-0.4%，其中能源商品分项环比大幅转负，对应10月油价大跌，能源服务分项环比依然为正；能源分项同比-4.5%，低于前值-0.5%。

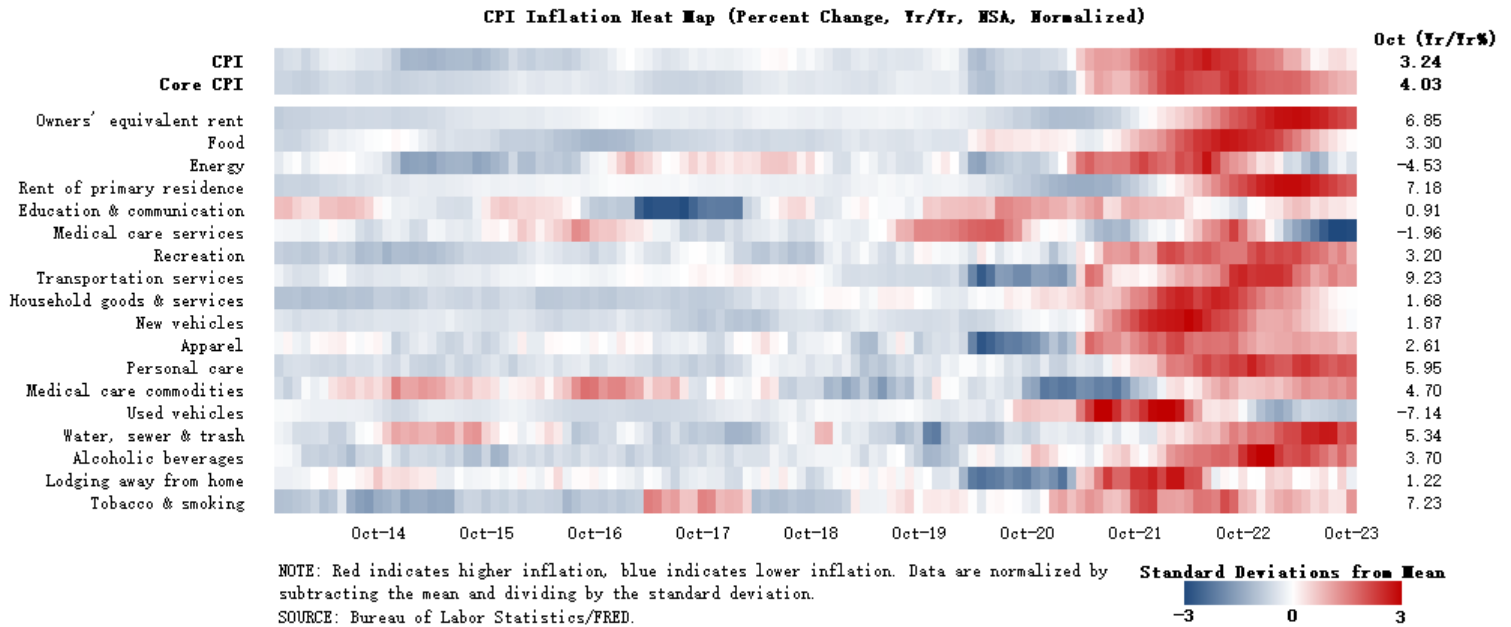
核心商品分项环比-0.1%，已连续5个月为负，且低于12个月均值0.0%，反映出核心商品仍处在通缩状态；同比0.1%，略高于前值0.0%。

核心服务分项环比0.3%，低于前值0.6%和12个月均值0.4%，其中住宅分项环比0.3%

是过去 26 个月最低，同比也从 9 月的 7.2% 大幅回落至 6.7%。

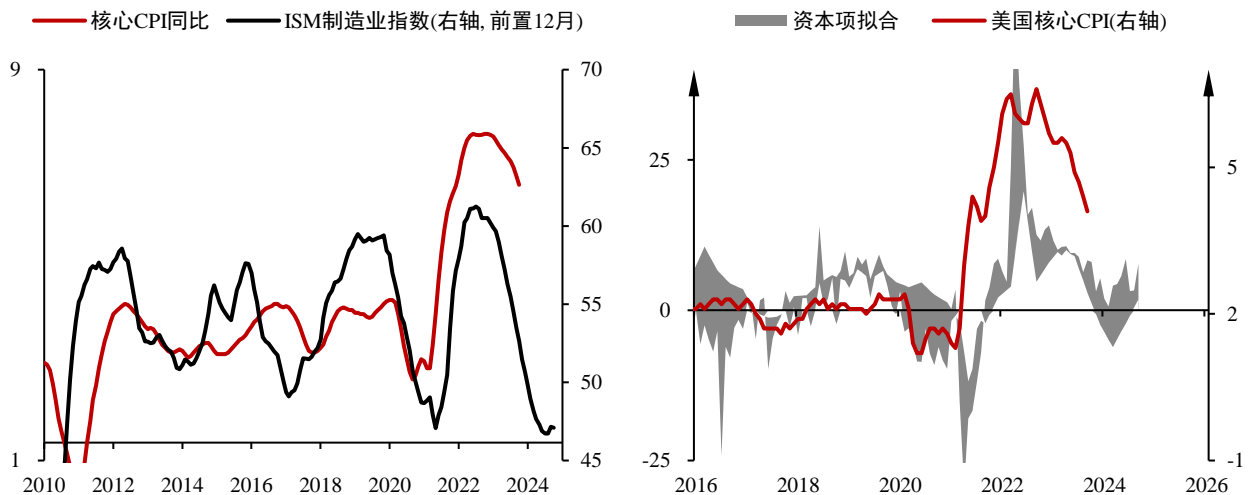
整体看，美国 10 月 CPI 明显回落主因能源价格下跌和住宅分项加速回落，在剔除能源和住宅分项后的 CPI 环比为 0.10%，略高于 9 月的 0.06%。

图 2：美国 10 月 CPI 变动热力图 | 单位：STD



数据来源：Fred 华泰期货研究院

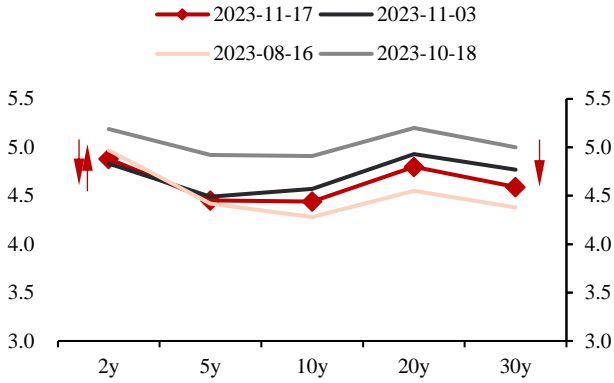
图 3：美国核心通胀预期维持相对低位 | 单位：%YOY



数据来源：iFind 华泰期货研究院

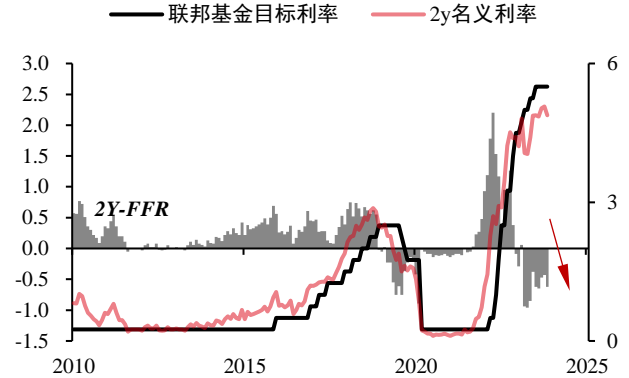
美债利率

图4：美债收益率曲线扁平 | 单位：%



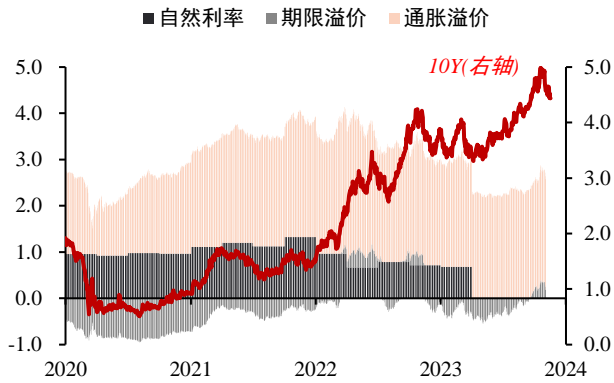
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5：2年期利率和 FFR 利差扩大 | 单位：%



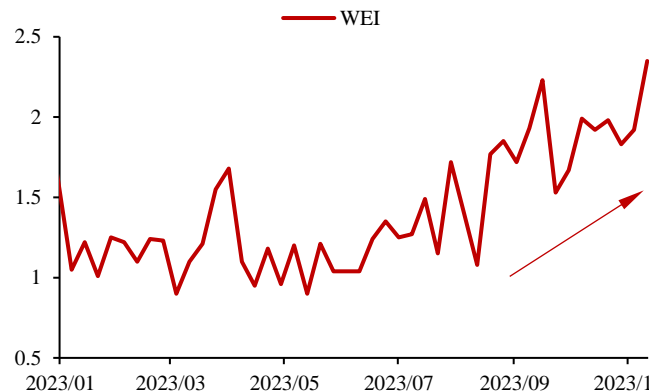
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6：美债收益率的三因子 | 单位：%



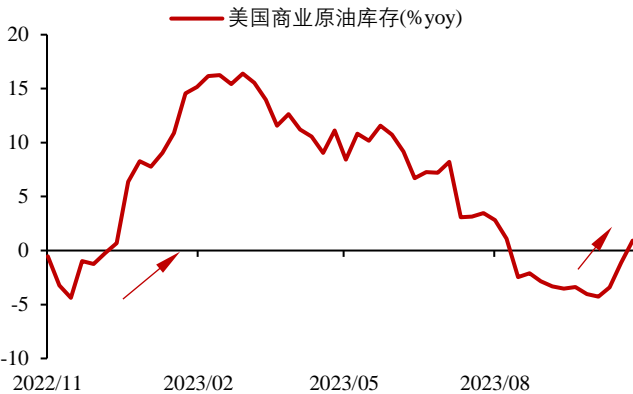
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7：经济增长因子低位继续反弹 | 单位：%YOY



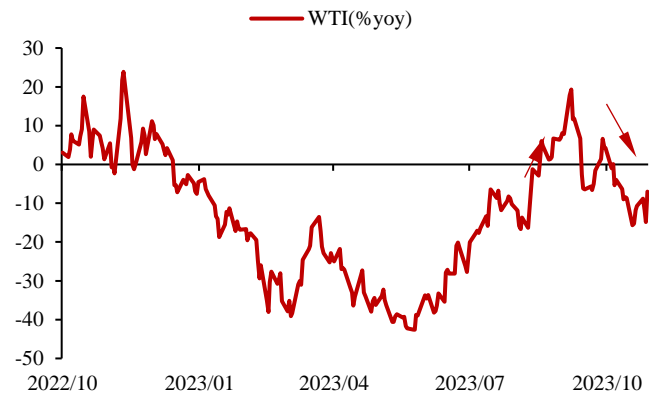
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8：通胀因子之库回升 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

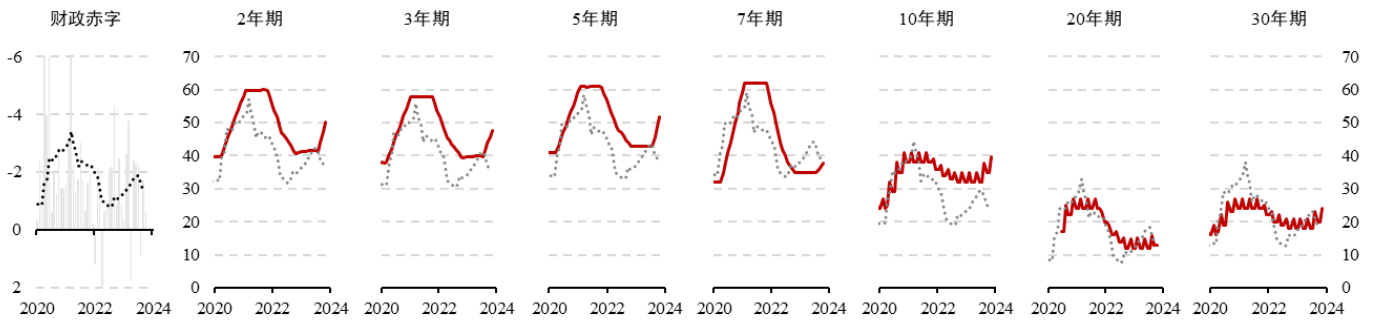
图9：通胀因子之油价回落 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

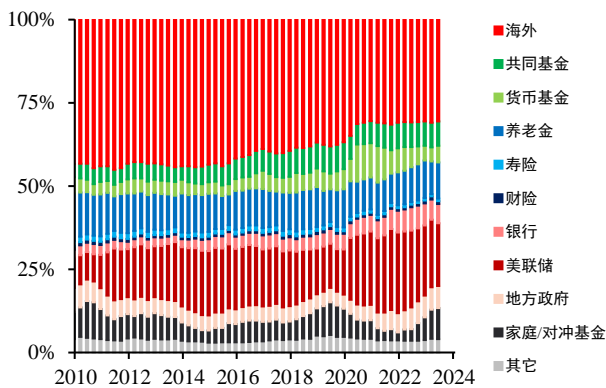
美债市场

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



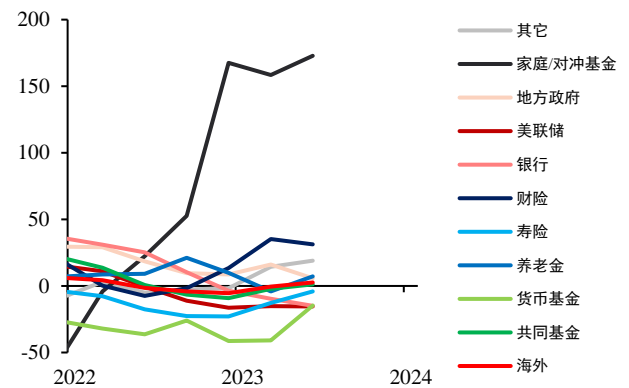
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 美债持有者结构 | 单位: %



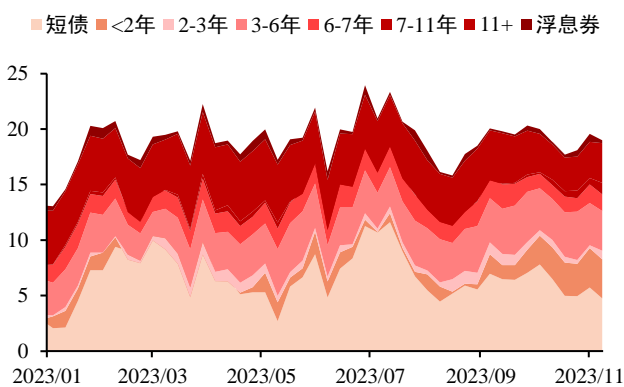
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 美债增减持变化 | 单位: %YOY



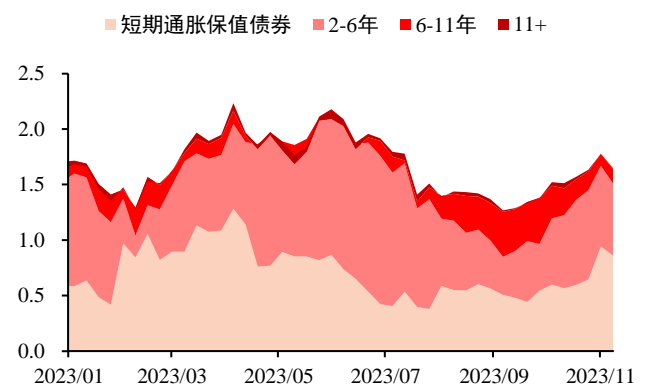
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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

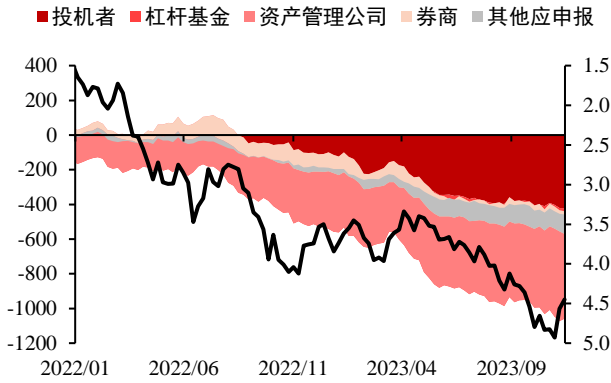
图 14: 交易商通胀债券持有情况 | 单位: 百亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

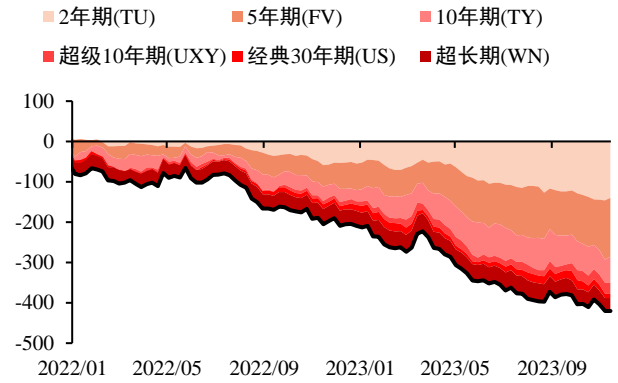
衍生品市场

图 15: 美债期货期权净持仓 | 单位: 万手



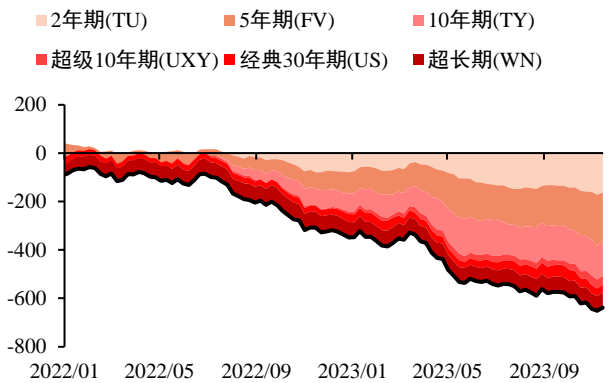
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 16: 投机者美债净持仓 | 单位: 万手



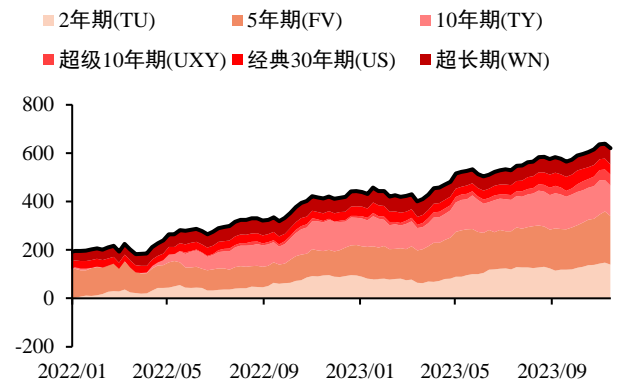
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 17: 杠杆基金美债净持仓 | 单位: 万手



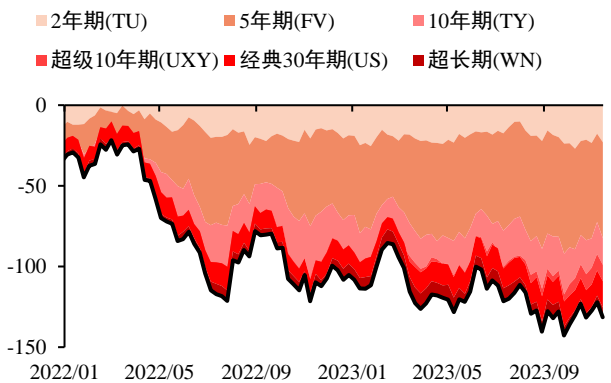
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 18: 资产管理公司美债净持仓 | 单位: 万手



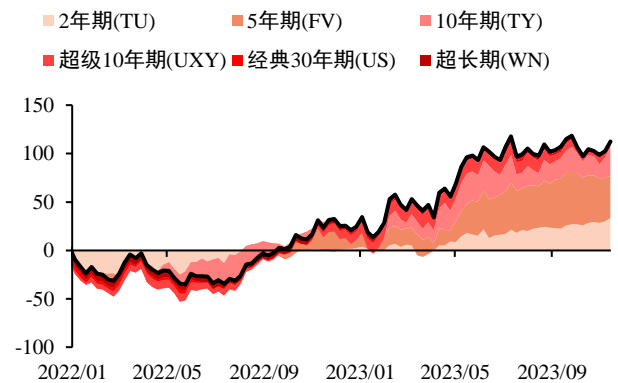
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

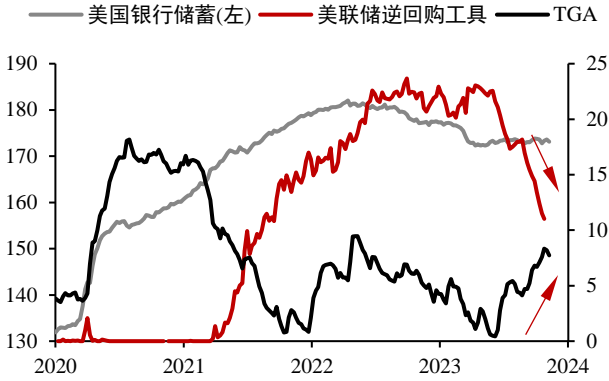
图 20: 其他申报者美债净持仓 | 单位: 万手



数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

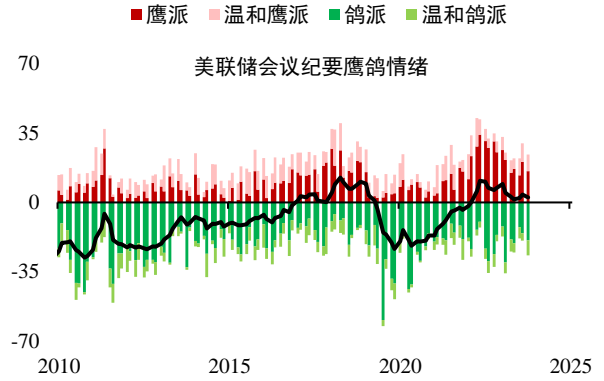
流动性

图 21: 流动性指标摘要 | 单位: 千亿美元



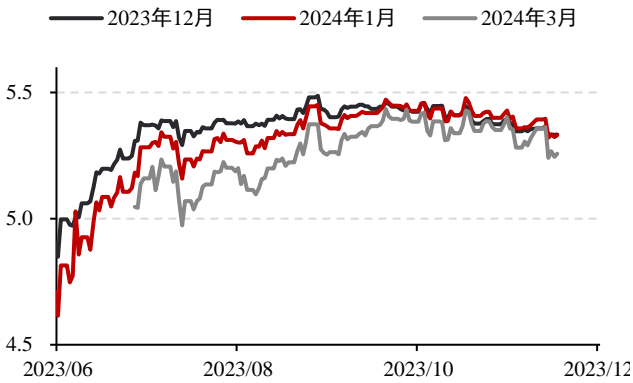
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 22: 美联储会议纪要文本情绪 | 单位: %



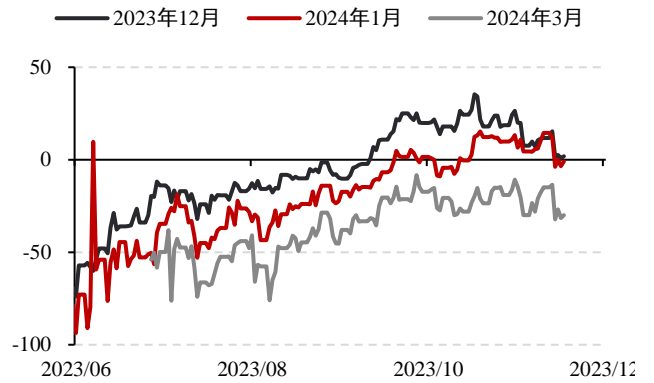
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 23: 美联储利率终点预期 | 单位: %



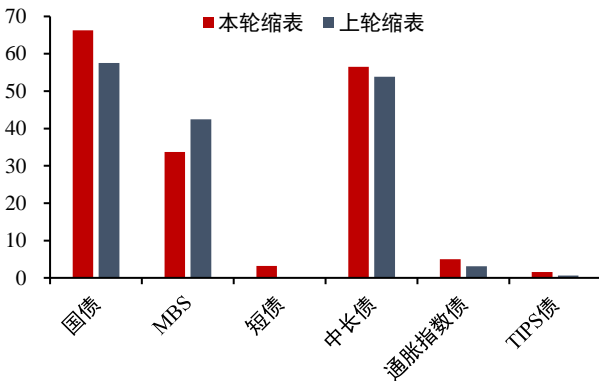
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 24: 美联储加息概率 | 单位: %



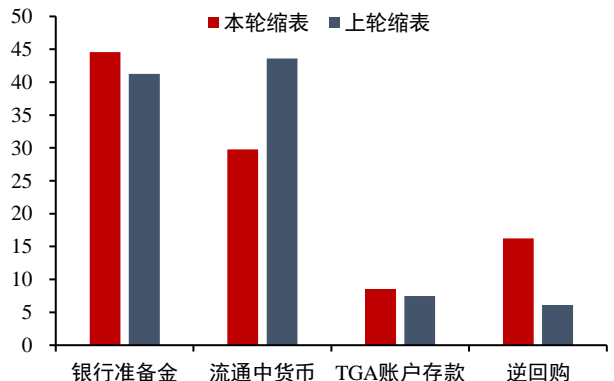
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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

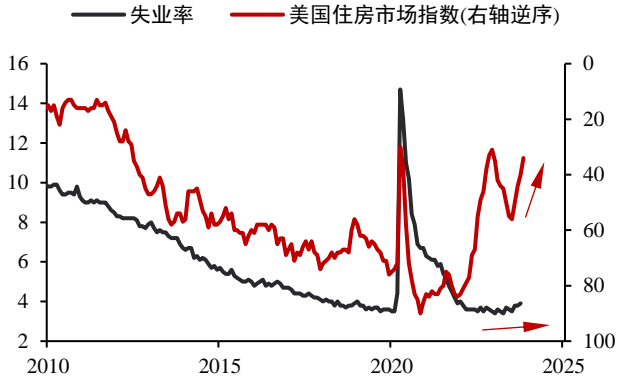
图 26: 美联储负债端占比变动 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

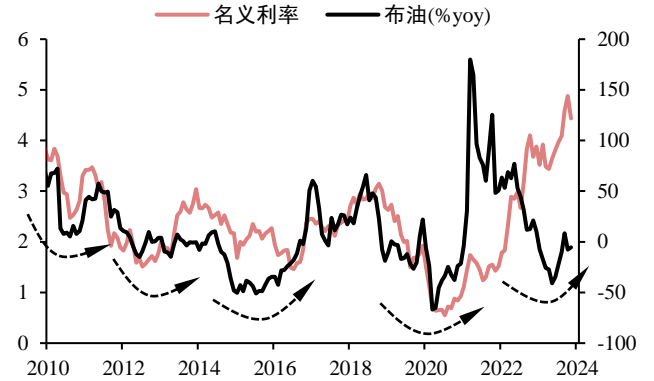
美国经济

图 27: 美国就业市场和房地产市场 | 单位: %



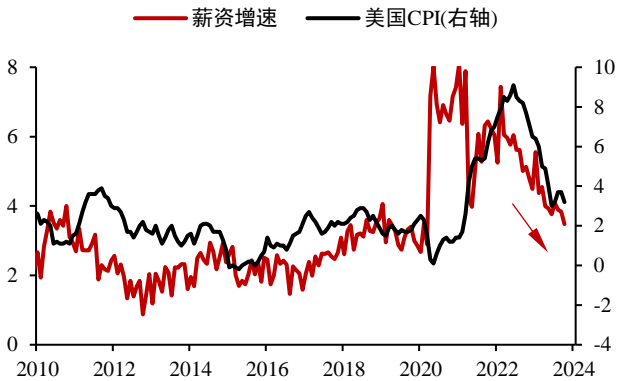
数据来源: Wind 期货研究院

图 28: 油价变动和利率 | 单位: %



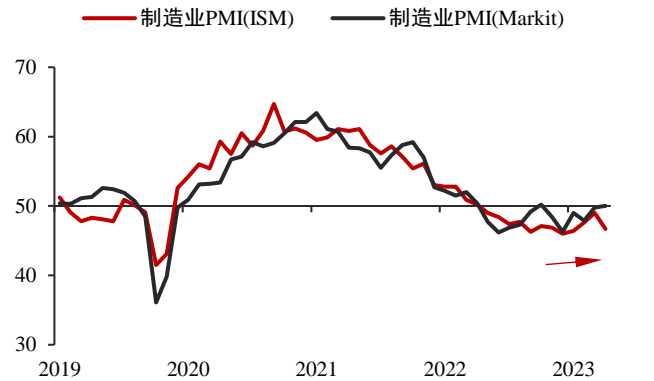
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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