



## 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

美联储 12 月议息会议释放进一步“鸽派”的利率预期。从节奏上而言，虽然 12 月美联储按兵不动，但是释放其开始考虑“降息”的选项，加速了市场对于未来货币政策更快转向的预期，同时也隐含了 12 月初以来美联储的决策模型中“风险”的增加——在 TGA 账户补充完成之后，ONRRP 账户继续快速回落显示出市场的潜在流动性压力，提醒关注。

## 核心观点

## ■ 市场分析

**美债利率回顾。**12 月中旬 10 年期美债收益率继续回落 41.5bp，其中期限溢价回落 7.51bp，同时通胀溢价回落 2.57bp。收益率曲线层面，和两周前相比，2 年期美债收益率回落 12.0bp，30 年期美债收益率继续回落 40.0bp。美联储 12 月议息会议上释放相对鸽派的利率预期，虽然其后多位官员再次转向鹰派的基调。预计未来的利率在回落过程中将受到美国经济数据预期差的更多波动影响。

**美债市场变动。**美国财政部发布的全球资产报告显示，中国持有的美国国债规模已经降至 8000 亿美元之下，中国持有美国国债已经呈现逐步下降的趋势。12 月中旬美债发行久期略有拉长，3 年 495.5 亿美元、10 年 368.8 亿美元、30 年 209.3 亿美元。在 11 月赤字增加至 3140 亿美元的带动下，12 个月累计赤字小幅回升至 1.74 万亿美元。

**衍生品市场结构。**美债期货净空头持仓继续维持相对稳定，截止 12 月 12 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 425.8 万手，显示出利率市场空头短期不再增加。我们注意到，同期联邦基金利率期货市场的净空头持仓回落至 14.5 万手，短期继续关注市场对美联储明年更快降息的定价。

**美元流动性和美国经济。**1) 货币：12 月 14 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，会议声明中增加“any”暗示加息周期结束，但 SEP 展望中调降 2024 年 GDP 预期 0.1%，调降核心 PCE 预期 0.2%。2) 财政：季度再融资低预期，美国财政 TGA 存款余额截止 12 月 13 日小幅回落，两周环比下降 807 亿美元，同时美联储逆回购工具 12 月 6 日单周继续降低 676.9 亿美元，需要密切警惕短期市场的流动性风险可能。3) 经济：截止 12 月 9 日美联储周度经济指标回升至 2.39 的水平（环比 +0.64），显示出经济短期改善延续甚至有所加速。

## ■ 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: 美联储 12 月 SEP 展望   单位: % .....	4
图 2: 美联储利率点阵图对比   单位: 指数点 .....	5
图 3: GDPNOW FORECASTING   单位: % .....	5
图 4: 美债收益率曲线回落   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

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

北京时间 2023 年 12 月 14 日凌晨 3 点，美联储公布 12 月利率决议。美联储 12 月维持利率 5.25%-5.50%，再次按兵不动。会议声明中增加“any”暗示加息周期结束，但 SEP 展望中调降 2024 年 GDP 预期 0.1%，调降核心 PCE 预期 0.2%。

图 1：美联储 12 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值					集中趋势					范围				
	2023	2024	2025	2026	长期	2023	2024	2025	2026	长期	2023	2024	2025	2026	长期
实际 GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
9 月预测	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
失业率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
9 月预测	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
PCE	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
9 月预测	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
核心 PCE	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		3.2-3.7	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
9 月预测	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
加息路径															
利率	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
9 月预测	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8

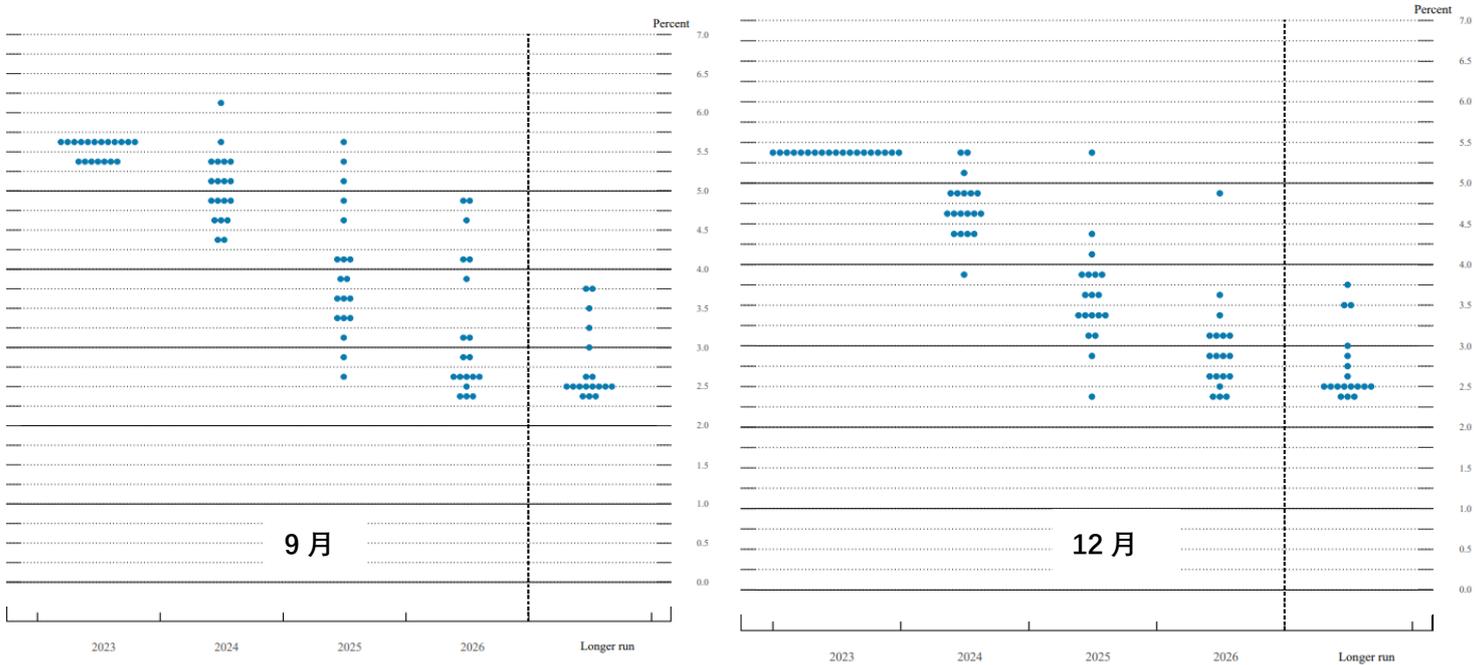
数据来源：FED 华泰期货研究院

美联储 FOMC 会后如市场所料，宣布 12 月保持利率不变，会议声明与 11 月相比，对货币政策收紧增加了“any”的表述，暗示本轮加息周期结束。本周公布的 11 月核心 CPI+4%、核心 PPI+2% 显示出通胀回落的压力，美联储将继续观察当前限制性货币政策对于经济和金融条件影响。

美联储在经济展望中调降了对未来经济增长预期（2023 年从 9 月的 2.1% 提升至 2.6%；但 2024 年从 9 月的 1.5% 调降至 1.4%），并将 2024 年降息的次数从此前的 2 次调增至 3 次。美联储在调降经济和通胀增速的情况下，同步调降了利率预期，释放了较为鸽派的政策预期，市场增加了美国经济“软着陆”的预期定价，2024 年市场交易的政策利率有 131BP 的降息空间。

随着美联储加息周期的结束，市场继续交易美联储的“降息”。当加息的选项拿掉之后，2024 年的宏观市场将在“降息”和“不降”之间更显著的摇摆，前者对应着流动性压力的增加和经济“衰退”风险的到来，而后者更可能体现出了高利率周期的尾部，通胀的韧性和政策的两难。我们认为随着美联储结束加息周期，市场的交易逻辑将继续从“好的”经济数据增加流动性压力转向“差的”经济数据增加“降息”的流动性改善中。关注长端美债利率回落为国内宏观政策预期提供的宽松空间。

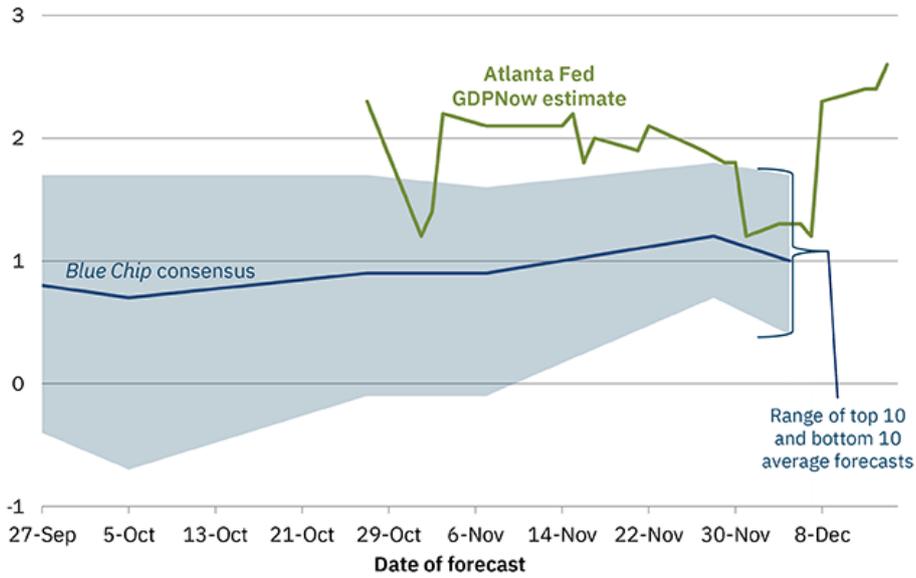
图 2：美联储利率点阵图对比 | 单位：指数点



数据来源：FED 华泰期货研究院

图 3：GDPNOW FORECASTING | 单位：%

Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2023: Q4  
Quarterly percent change (SAAR)

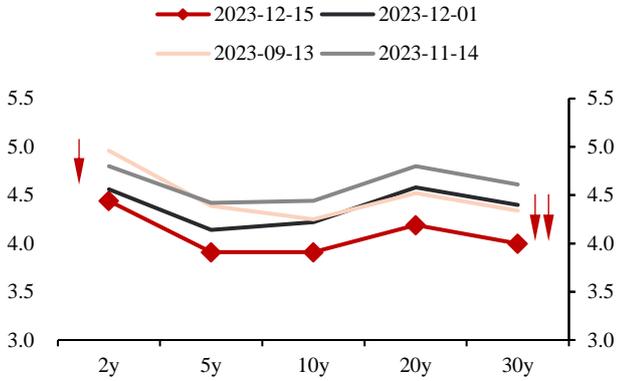


Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts  
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

数据来源：Atlanta Fed 华泰期货研究院

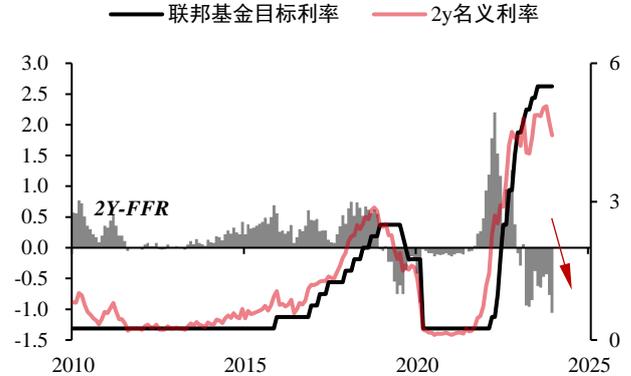
## 美债利率

图4：美债收益率曲线回落 | 单位：%



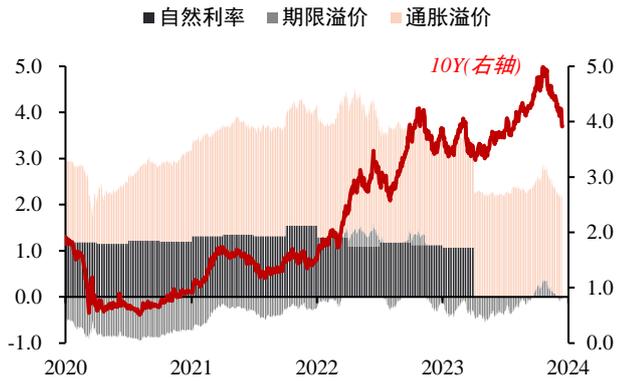
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5：2年期利率和 FFR 利差扩大 | 单位：%



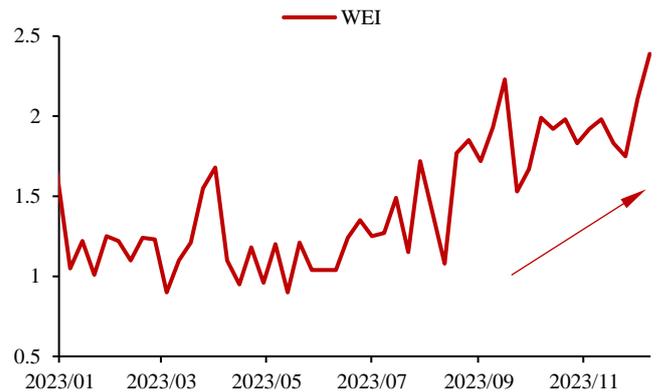
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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



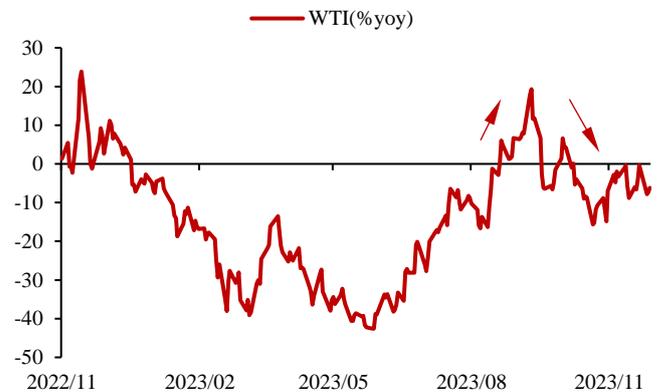
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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

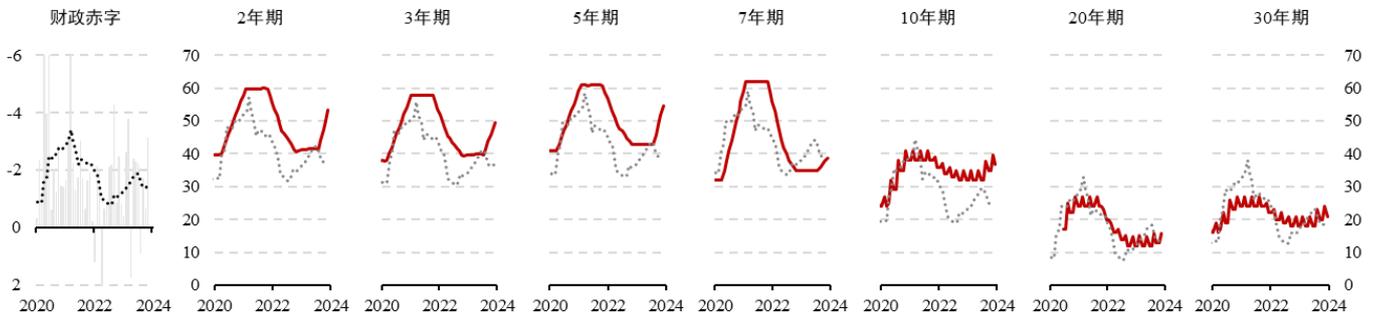
图9：通胀因子之油价回落 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

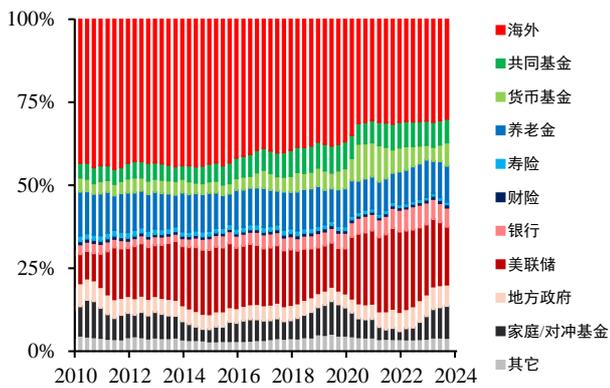
## 美债市场

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



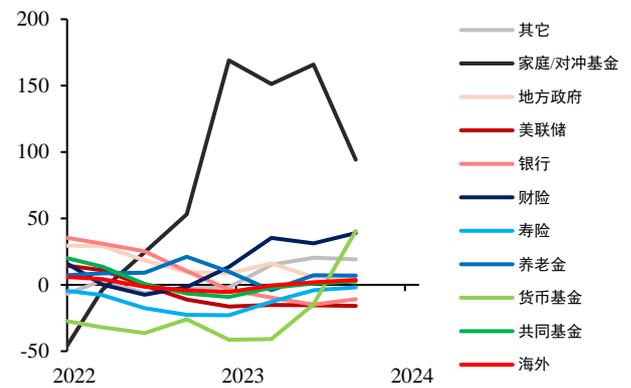
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 美债持有者结构 | 单位: %



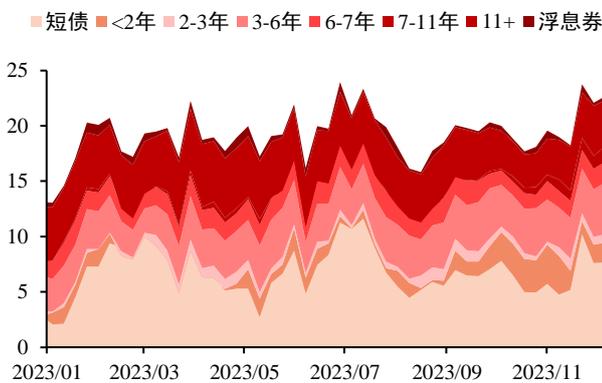
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 美债增减持变化 | 单位: %YOY



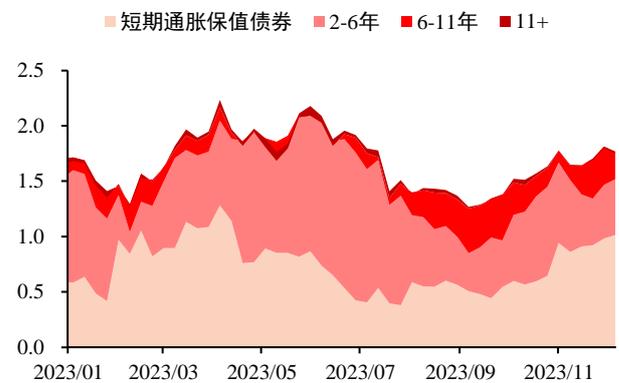
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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

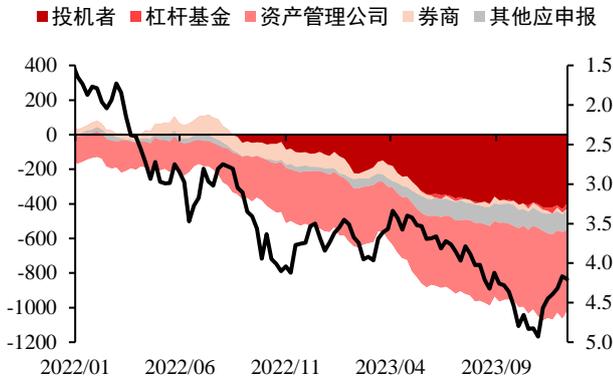
图 14: 交易商通胀债券持有情况 | 单位: 百亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

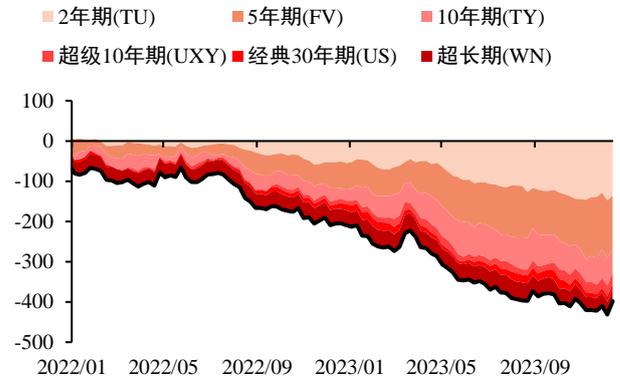
## 衍生品市场

图 15: 美债期货期权净持仓 | 单位: 万手



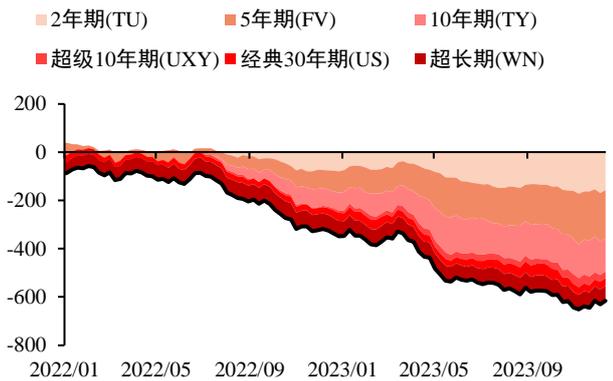
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 16: 投机者美债净持仓 | 单位: 万手



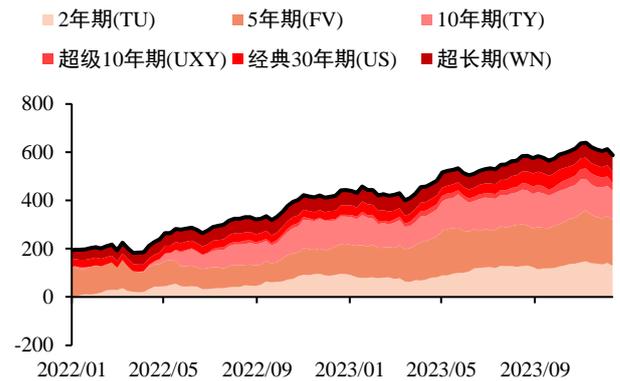
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 17: 杠杆基金美债净持仓 | 单位: 万手



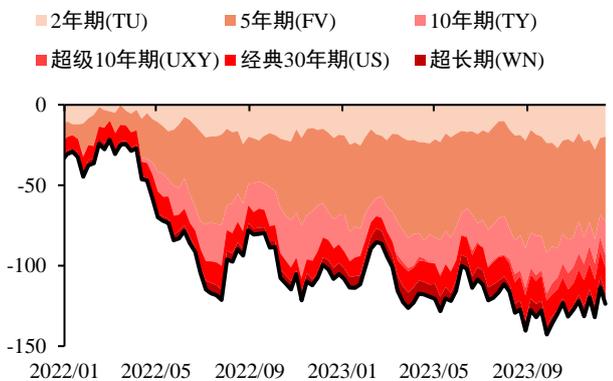
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 18: 资产管理公司美债净持仓 | 单位: 万手



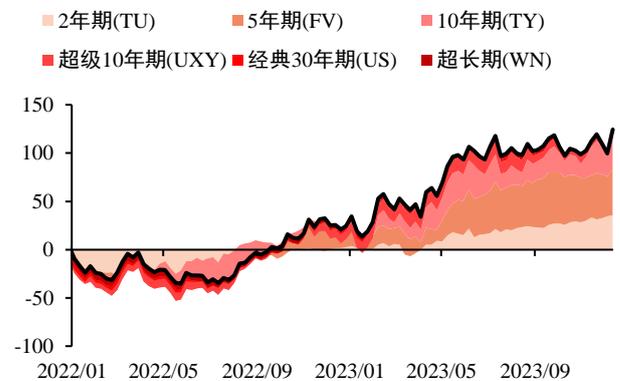
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

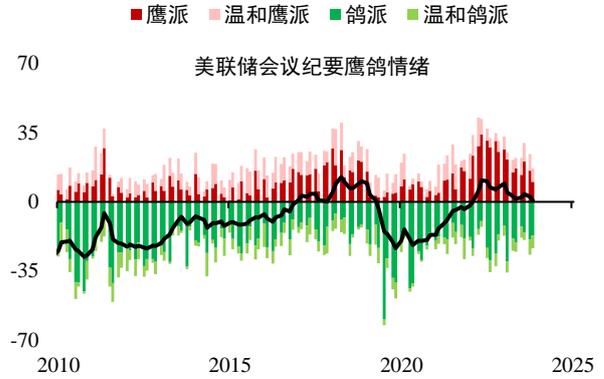
## 流动性

图 21: 流动性指标摘要 | 单位: 千亿美元



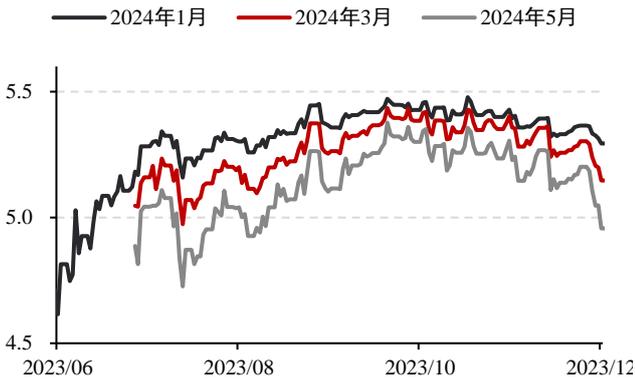
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 22: 美联储会议纪要文本情绪 | 单位: %



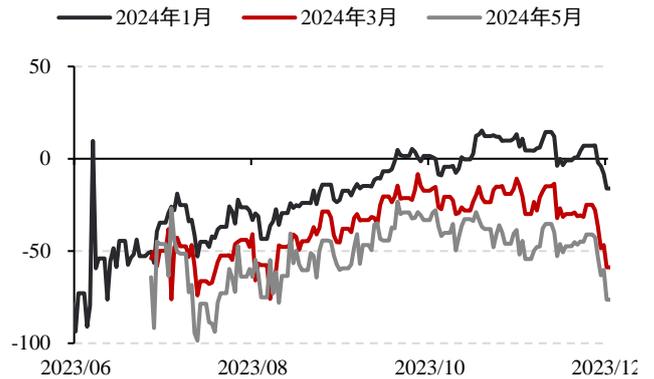
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 23: 美联储利率终点预期 | 单位: %



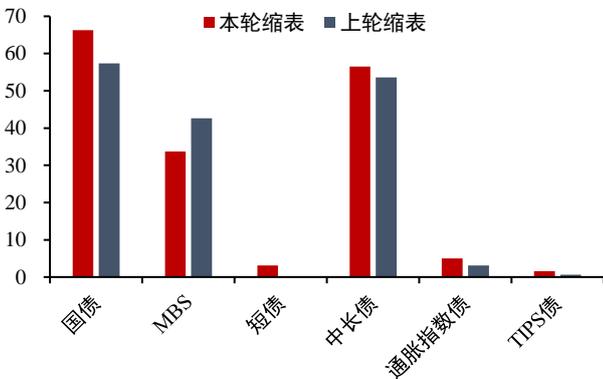
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 24: 美联储加息概率 | 单位: %



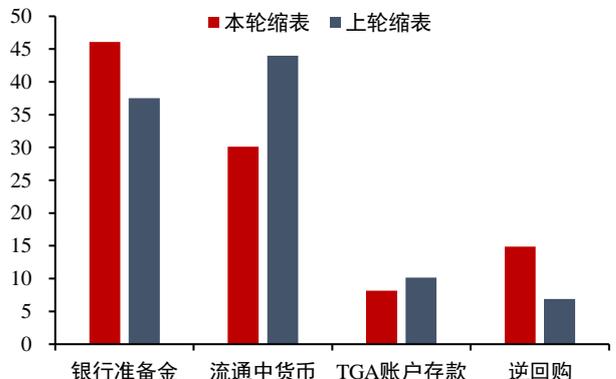
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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: %



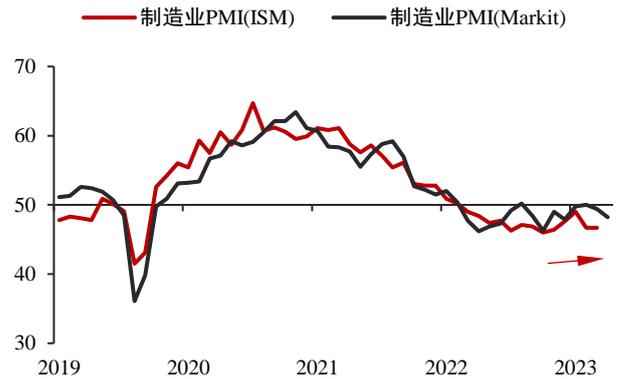
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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