



## 降息预期下，关注 12 月非农数据

## 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，2 年期美债市场定价加速对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。

## 核心观点

## ■ 市场分析

**美债利率回顾。**12 月下旬 10 年期美债收益率继续回落 3.19bp，其中期限溢价回落 1.62bp，同时通胀溢价回落 5.11bp。收益率曲线层面，和两周前相比，2 年期美债收益率回落 14.0bp，30 年期美债收益率维持稳定+0.0bp。在美联储 12 月议息会议上释放相对鸽派的利率预期后，虽然其后多位官员再次转向鹰派的基调，但是短端（2 年期）利率的回落已经显示出市场继续定价美联储进入到降息环境。

**美债市场变动。**美国财政部年末 7 年期国债发行中标收益率报 3.859%，为 6 月以来最低；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维持回落，2 年 562.8 亿美元、5 年 578.2 亿美元、7 年 397.4 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 26 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保持在 441.8 万手，显示出利率市场空头短期相对稳定。我们注意到，同期联邦基金利率期货市场的净空头持仓大幅回落至 9.76 万手，短期继续关注市场对美联储 2024 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 27 日维持稳定，两周环比回升 729.6 亿美元，同时美联储逆回购工具 12 月 20 日单周继续降低 441.8 亿美元，继续留意短期市场的流动性风险可能。3) 经济：截止 12 月 23 日美联储周度经济指标回升至 2.92 的水平（环比 +0.93），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: 美国截止 11 月通胀热图   单位: STD .....                    | 4  |
| 图 2: 美联储 NOWCASTING 指标和金价对比   单位: %, 美元/盎司 .....      | 5  |
| 图 3: 截止 11 月结尾的通胀数据继续回落至 4%   单位: % .....             | 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

---

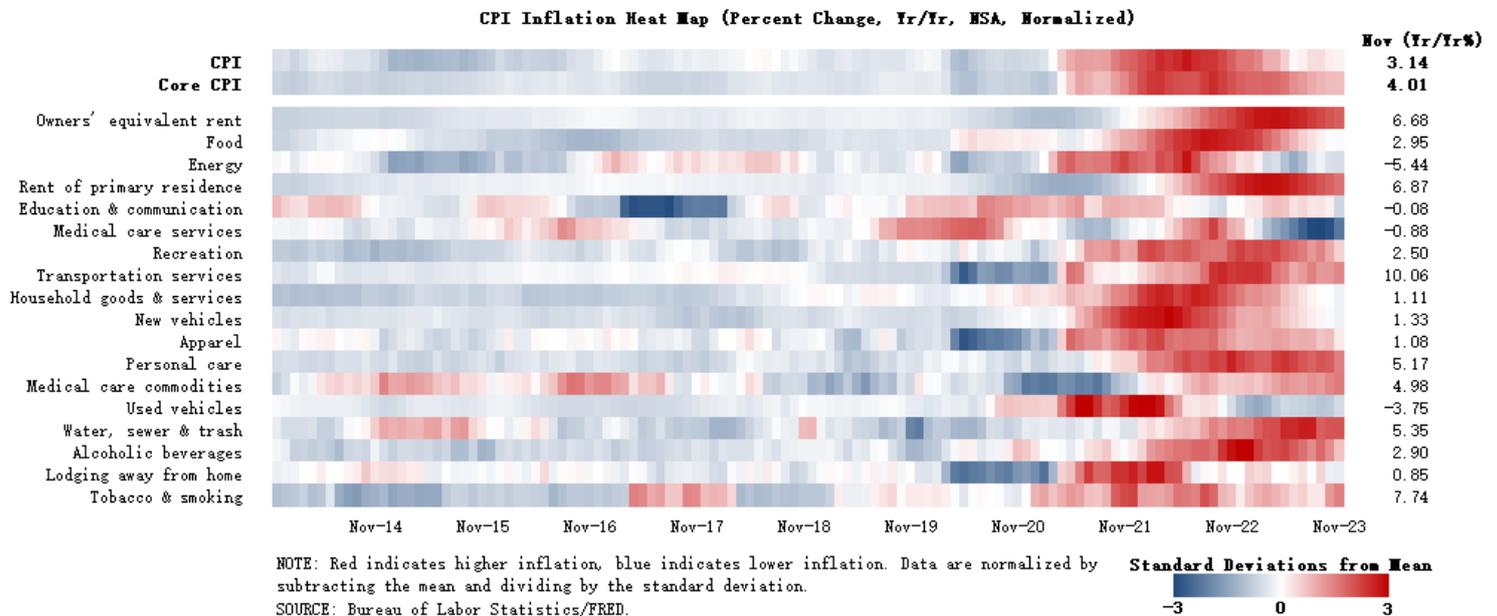
|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 28: 油价变动和利率   单位: %.....   | 10 |
| 图 29: 美国薪资增速和通胀   单位: %..... | 10 |
| 图 30: 美国制造业 PMI   单位: %..... | 10 |

## 重点解读

关注美国通胀。

11 月通胀超预期下行。数据显示，美联储剔除食物和能源后的 11 月核心 PCE 物价指数同比增速回落至 3.2%，前值为 3.5%，不及市场预期的 3.3%，为 2021 年 4 月以来的最低水平；环比增长 0.1%，同样不及预期的 0.2%。其中，商品通胀已连续六个月负增长，而不包括住房在内的服务业通胀增速连续第二个月上涨 0.1%，为 2021 年 3 月以来的最低水平。

图 1：美国截止 11 月通胀热图 | 单位：STD



数据来源：FRED 华泰期货研究院

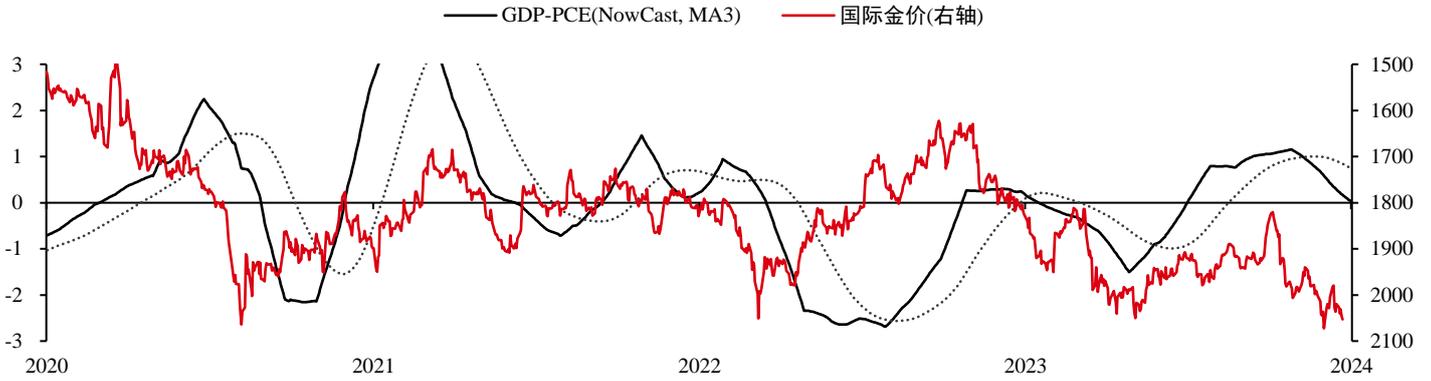
市场警告通胀回归风险。美国前财政部长萨默斯（Lawrence Summers）表示，市场迅速转向美联储宽松政策的预期，投资者可能低估了通胀风险——“我认为仍然存在市场很可能低估的风险：通胀方面取得的进展不像人们希望的那样大，美联储政策宽松的空间也不像人们希望的那样大。”而美银认为 2024 年的两大通胀在于：

风险 1：美联储结束紧缩的时间过早，通胀卷土重来。美国金融条件处于 2022 年 5 月以来最宽松的状况下，宽松的金融条件可能会引发通胀再次上升，迫使美联储再次转鹰，对美股而言无异于抛下一颗核弹。

风险 2：过度乐观，相信经济能恢复到疫情前。经济数据和利率显示的是后疫情时代的

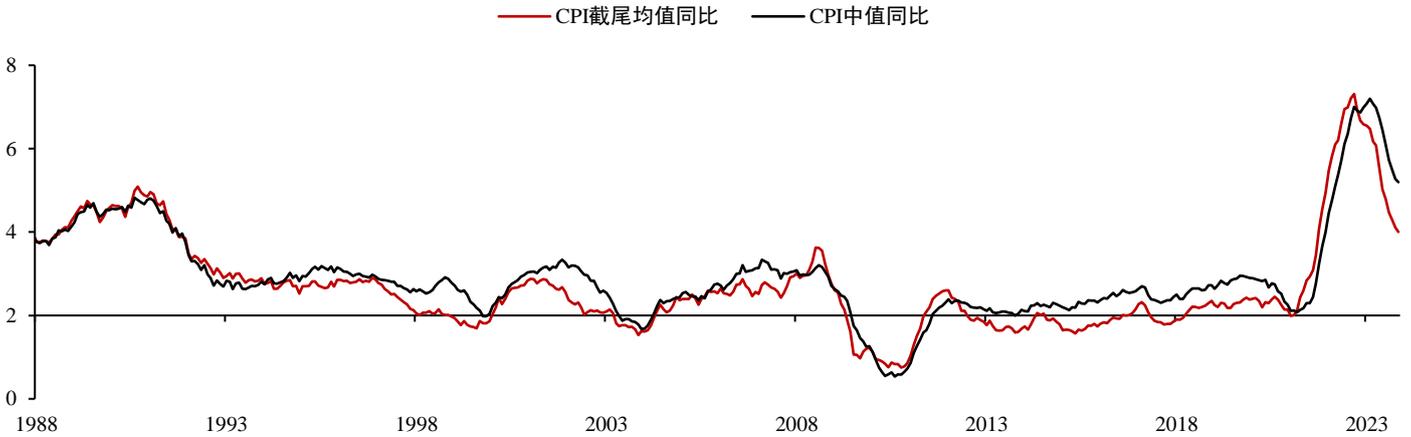
景观，但部分市场却在定价美国已经回到了疫情前的日子。过于乐观的预期本身就是一种风险。

图 2：美联储 NOWCASTING 指标和金价对比 | 单位：%，美元/盎司



数据来源：FED 华泰期货研究院

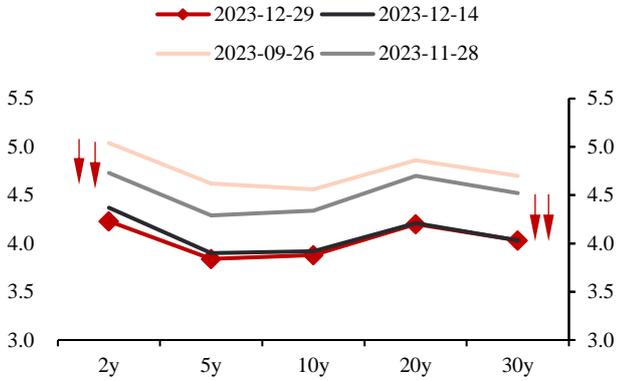
图 3：截止 11 月结尾的通胀数据继续回落至 4% | 单位：%



数据来源：克利夫兰联储 华泰期货研究院

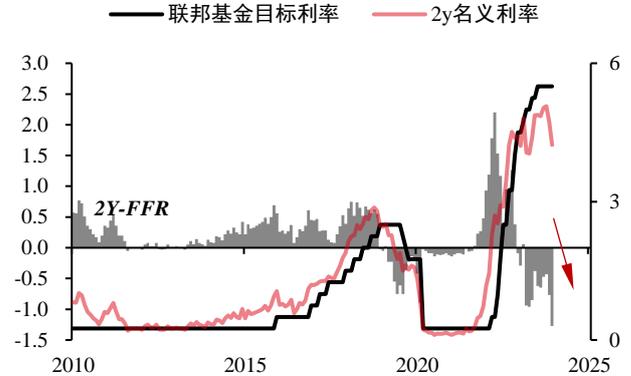
## 美债利率

图4：美债收益率曲线陡峭 | 单位：%



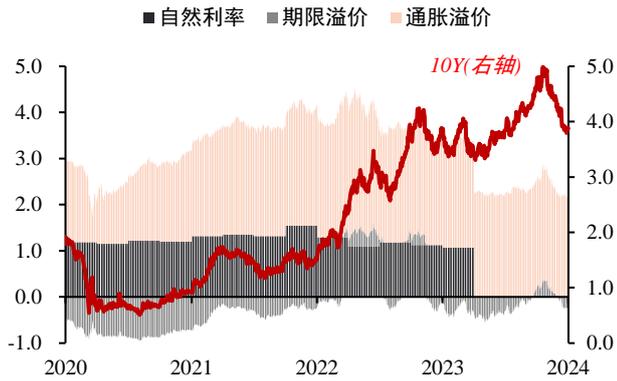
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5：2年期利率和 FFR 利差扩大 | 单位：%



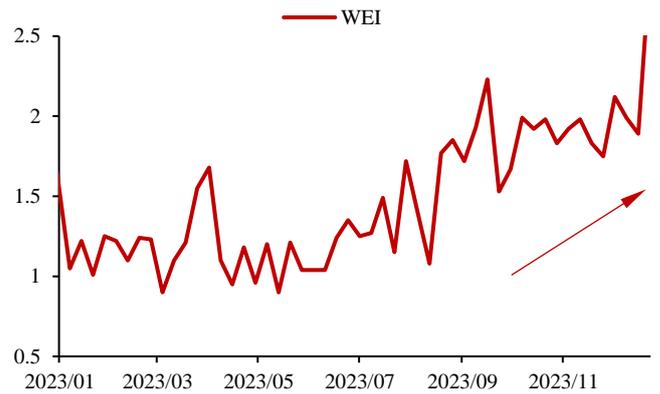
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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



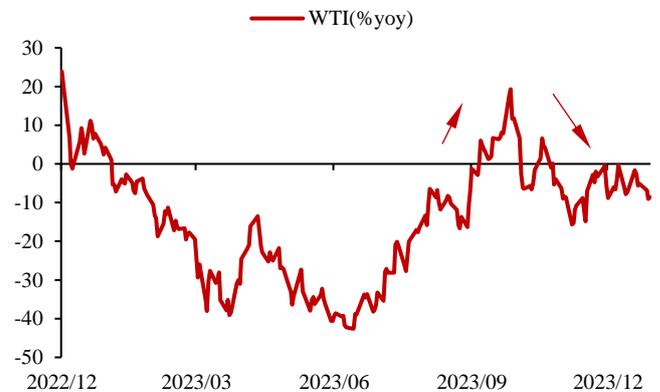
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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

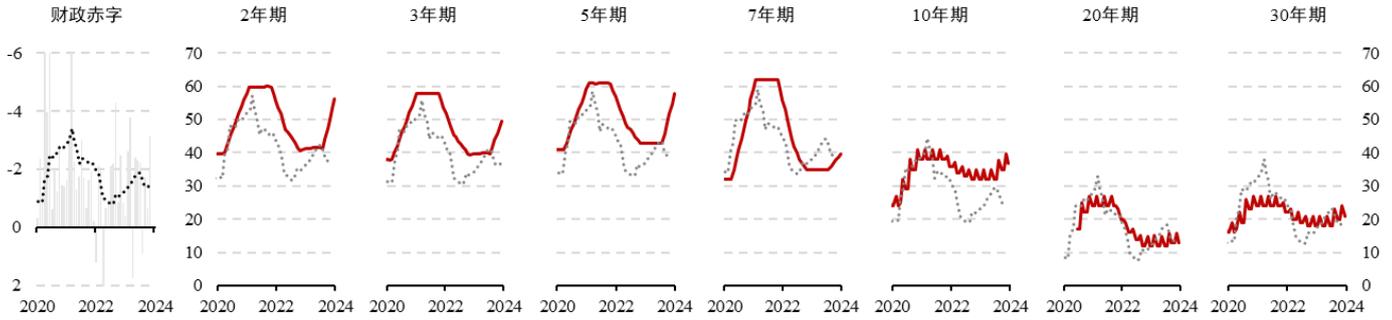
图9：通胀因子之油价回落 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

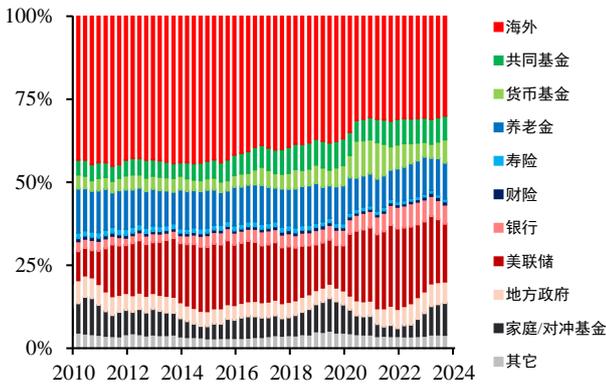
## 美债市场

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



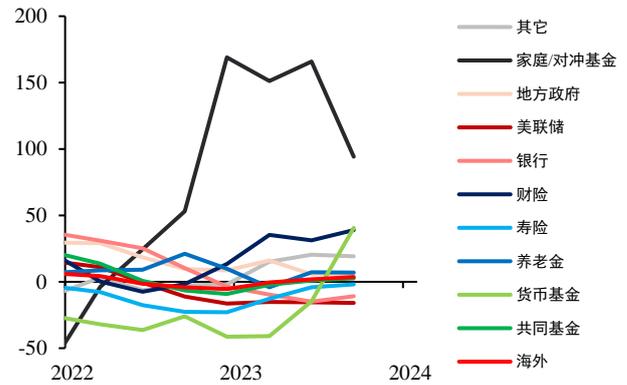
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 美债持有者结构 | 单位: %



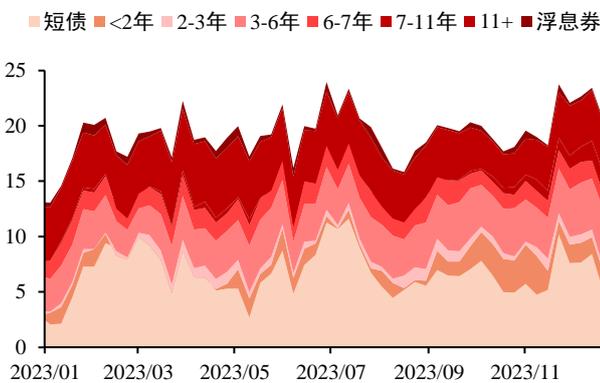
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 美债增减持变化 | 单位: %YOY



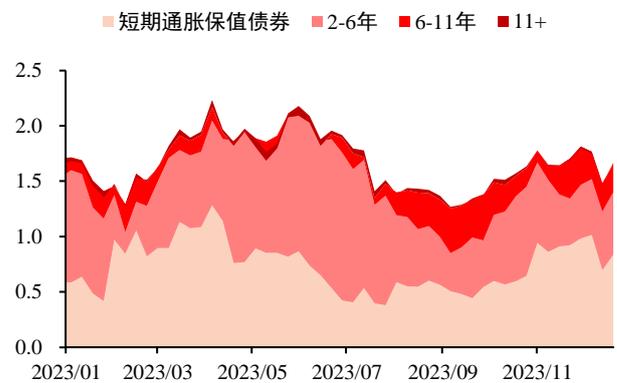
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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

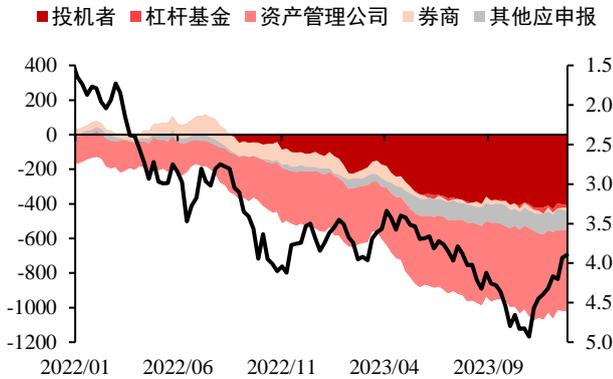
图 14: 交易商通胀债券持有情况 | 单位: 百亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

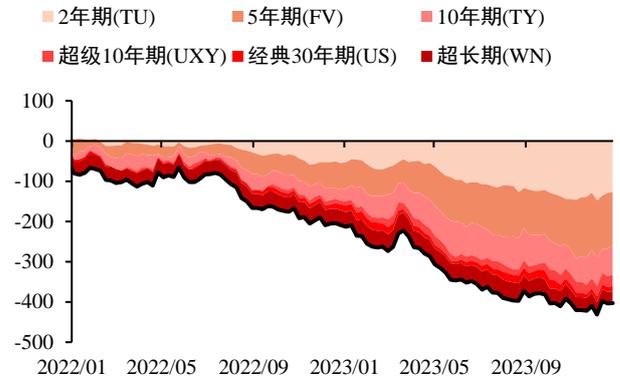
## 衍生品市场

图 15: 美债期货期权净持仓 | 单位: 万手



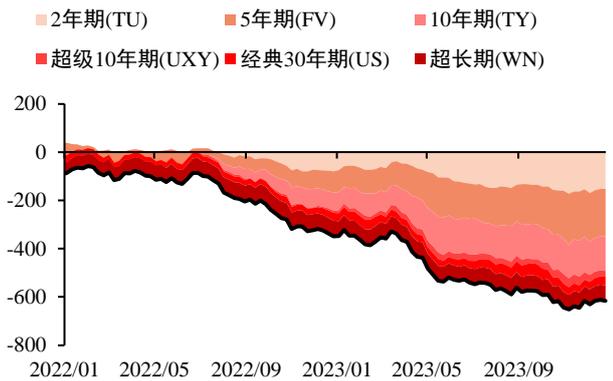
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 16: 投机者美债净持仓 | 单位: 万手



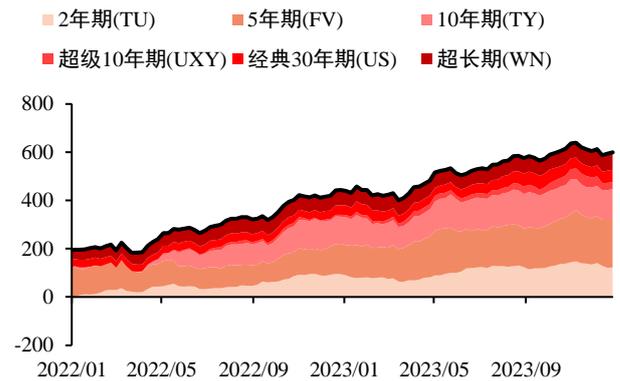
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 17: 杠杆基金美债净持仓 | 单位: 万手



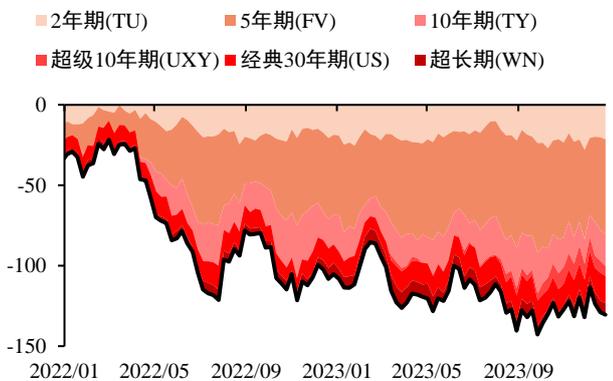
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 18: 资产管理公司美债净持仓 | 单位: 万手



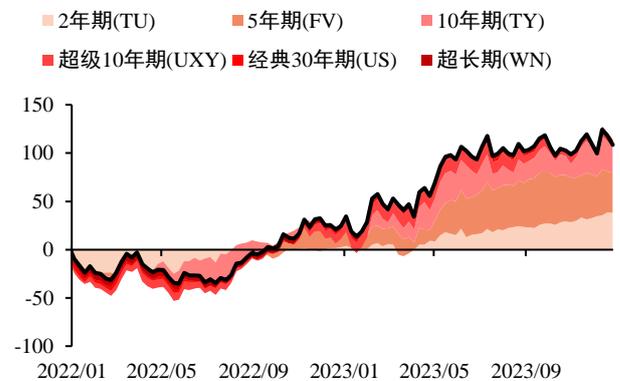
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

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

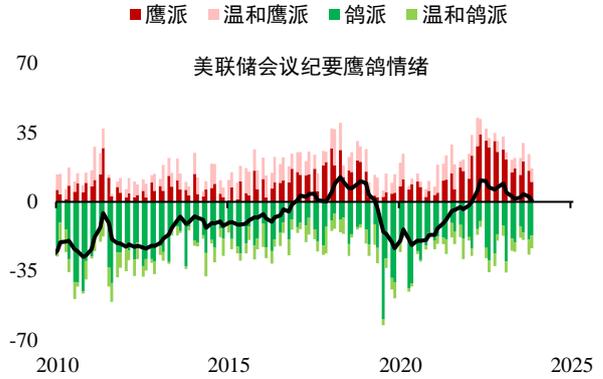
## 流动性

图 21: 流动性指标摘要 | 单位: 千亿美元



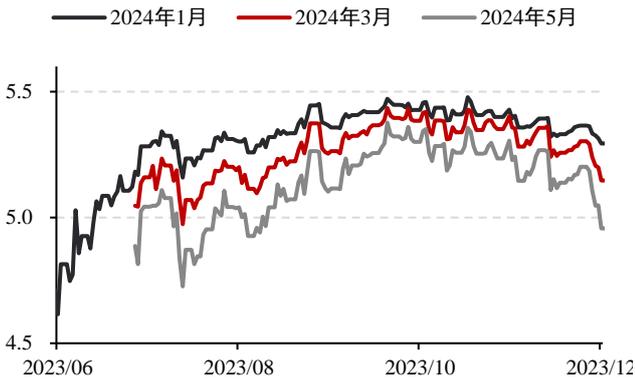
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 22: 美联储会议纪要文本情绪 | 单位: %



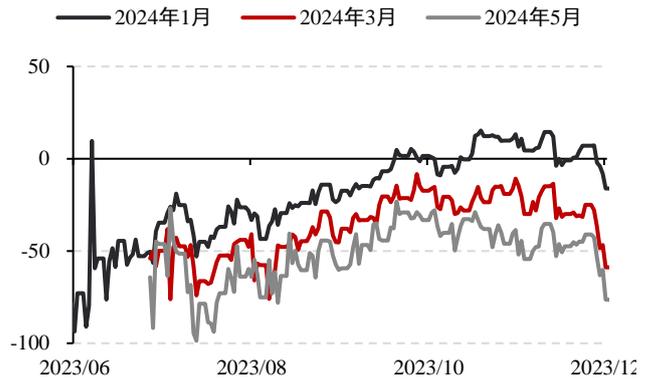
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 23: 美联储利率终点预期 | 单位: %



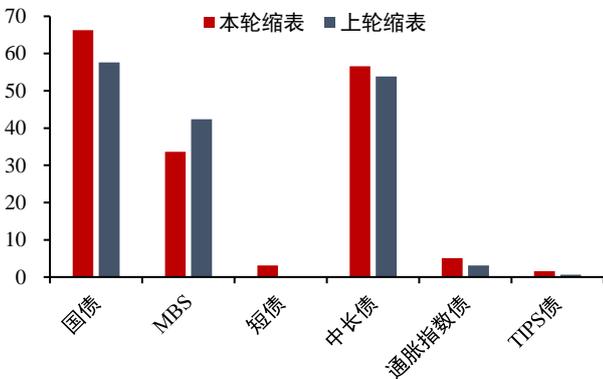
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 24: 美联储加息概率 | 单位: %



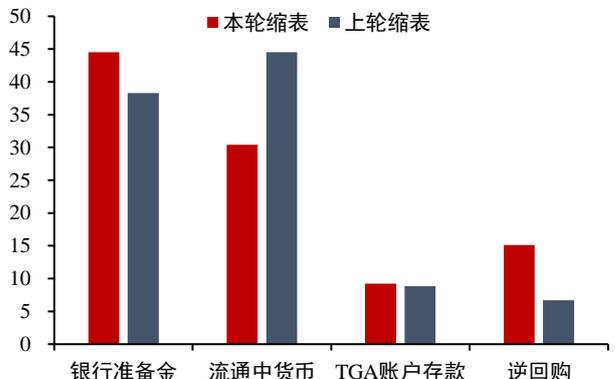
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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: %



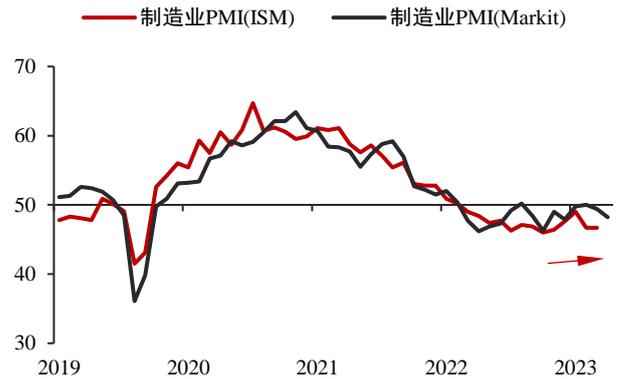
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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