



## 国际数据跟踪（1.1-1.7）：降息预期有所落空，美债开始上行

美债期限结构



关键期限国债利率（1月5日）

UST 3M	5.388%
UST 2Y	4.393%
UST 10Y	4.051%
UST 30Y	4.206%

研究员	徐静雅
投资咨询证书号	S0620518010002
联系方式	025-58519178
邮箱	jyxu@njzq.com.cn
研究助理	曹世祺
联系方式	025-58519166
邮箱	csq@njzq.com.cn

### ● 摘要

- **美债走势：**本周美债收益率整体上行。在11月底和12月上旬，在市场对美联储明年迅速大幅降息的激进预期的作用下，美债收益率出现大幅回落，由4.5%左右的位置降至3.8%附近，下行超60多个bp。在12月下旬，随着一系列经济数据的发布，显示出劳动力市场仍较为紧张，工资稳定增长，消费韧性十足，消费支出增速并未出现较大下滑，反而有所提升，服务业景气度也在持续稳步上行，地产端成屋销售环比改善，房价仍保持坚挺。经济数据验证了美国四季度经济表现并不差，市场意识到当前的降息预期过于超前，对美联储降息的押注开始降温，CME的美联储观察工具显示，维持当前利率的概率由11.5%升至21%，降息25bp概率由73.4%降至69.55%。美债收益率在超前预期下已作出反应，继续下行空间不足，提前反应的下行幅度得到回调和修正，因此美债收益率出现上行。本周二，两年期和十年期国债分别上行10bp和7bp。周四公布的12月ADP新增私营就业人数超预期增长，叠加12月Markit服务业PMI环比增长且高于预期。周五又受到12月美国非农数据超预期增长的影响，使得降息预期有一定落空，美债继续上行。但后续随着ISM服务业分项数据的公布，显示服务业就业PMI较大幅下降，降息25bp和50bp的概率和周四相比有小幅上调，但仍低于周一至周三的水平，非农数据还是整体推升美债收益率上行。截至1月5日收盘，2Y国债上行17bp，收于4.4%；10Y国债上行17bp，收于4.05%。
- **风险提示：**美国经济韧性增长超预期，美联储超预期降息，美国通胀超预期反弹，地缘政治风险。



## 报告目录

1	国际数据跟踪.....	- 3 -
	1.1 美债行情梳理.....	- 3 -
	1.2 美债发行情况.....	- 9 -



## 1 国际数据跟踪

### 1.1 美债行情梳理

本周美债收益率整体上行。在 11 月底和 12 月上旬，在市场对美联储明年迅速大幅降息的激进预期的作用下，美债收益率出现大幅回落，由 4.5% 左右的位置降至 3.8% 附近，下行超 60 多个 bp。在 12 月下旬，随着一系列经济数据的发布，显示出劳动力市场仍较为紧张，工资稳定增长，消费韧性十足，消费支出增速并未出现较大下滑，反而有所提升，服务业景气度也在持续稳步上行，地产端成屋销售环比改善，房价仍保持坚挺。经济数据验证了美国四季度经济表现并不差，市场意识到当前的降息预期过于超前，对美联储降息的押注开始降温，CME 的美联储观察工具显示，维持当前利率的概率由 11.5% 升至 21%，降息 25bp 概率由 73.4% 降至 69.55%。美债收益率在超前预期下已作出反应，继续下行空间不足，提前反应的下行幅度得到回调和修正，因此美债收益率出现上行。本周二，两年期和十年期国债分别上行 10bp 和 7bp，盘中一度跳涨接近 5bp。美元指数大涨超 0.9pct，从 101.322% 升至 102.246%。

周三公布的 11 月非农部门职位空缺数不及预期，显示劳动力需求下降，美债收益率有所下行。美联储于美东时间下午两点公布 12 月 FOMC 会议纪要，与会官员们并未讨论何时开始降息，指出“若通胀延续下行趋势，愿意在 2024 年降息”，并保留了“一旦通胀上行就加息”的言论。美债闻声下跌，收益率迅速向上反弹，收盘时十年期美债小幅上行，美元指数走高。市场对美联储降息预期继续降温，CME 显示和 2023 年 12 月 29 日相比，2024 年 1 月 3 日，维持当前利率的概率提升 17.5pct 至 29%，降息 25bp 和 50bp 的概率分别下降 8.7pct 和 8.8pct 至 64.7% 和 6.3%。

周四公布的 12 月 ADP 新增私营就业人数超预期增长，12 月 30 日当周初请失业金人数有所减少，且低于预期，结合职位空缺数的减少，一方面说明就业形势较好，劳动力实现供需匹配，趋向均衡，另一方面印证了美国经济韧性的超预期。叠加 12 月 Markit 服务业 PMI 环比增长且高于预期，验证服务业对经济的支撑仍较强，美债收益率再度上行，降息 25bp 和 50bp 的概率分别下降至 62.26% 和 3.97%。

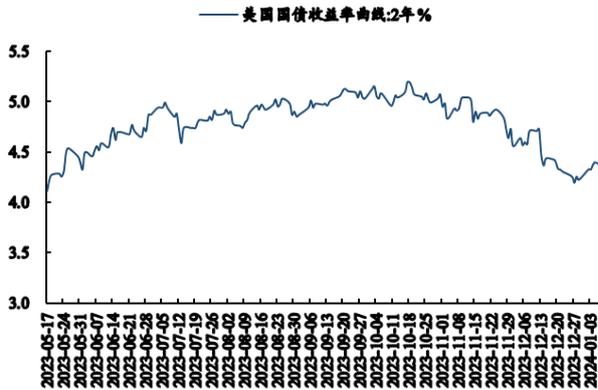
周五受到 12 月美国非农数据超预期增长的影响，劳动力市场仍旧紧张，使得降息预期有一定落空，但后续随着 ISM 服务业分项数据的公布，显示服务业就业 PMI 较大幅下降，降息 25bp 和 50bp 的概率分别达到 64.02% 和 4.09%，和周四相比有微幅



上调，但仍低于周一至周三的水平，但非农数据还是整体推升美债收益率上行。

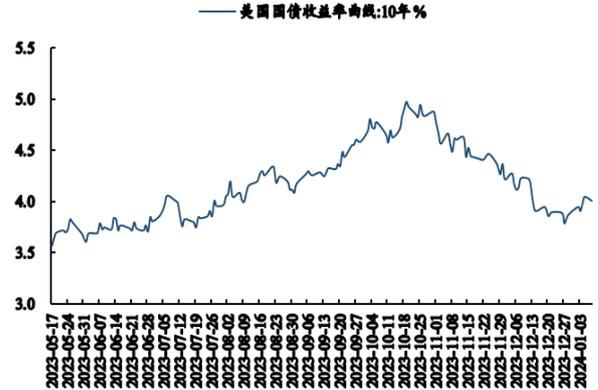
截至1月5日收盘，2Y国债上行17bp，收于4.4%；10Y国债上行17bp，收于4.05%。

图表1：美债收益率2Y



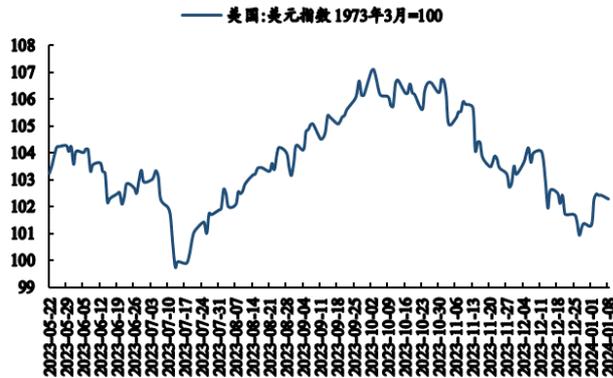
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表2：美债收益率10Y



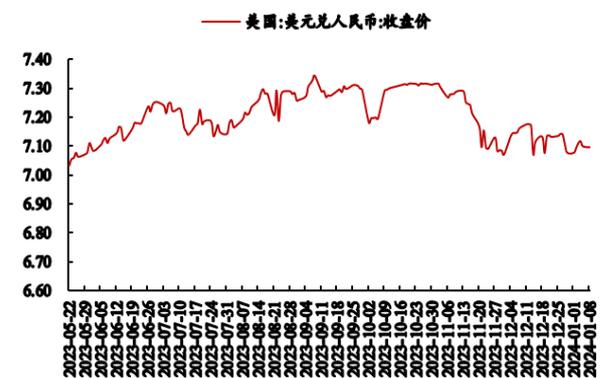
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表3：美元指数



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表4：美元兑人民币汇率



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

本周美债收益率较大幅上行，短端利率涨跌不一，幅度较小，但中长端利率上行幅度较大，均在15bp以上。截至1月5日收盘，国债1M、6M收益率较上周分别下行6bp和2bp，国债3M、1Y、2Y、3Y、5Y、7Y、10Y、20Y、30Y收益率较上周分别上行7bp、5bp、17bp、16bp、18bp、16bp、17bp、17bp、18bp。期限利差倒挂情况和上周相比小幅缓解。截至1月5日，国债5Y-3Y、10Y-3M、10Y-1Y、10Y-3Y期限利差倒挂程度较上周分别缓解2bp、10bp、12bp、1bp至-15bp、-142bp、-79bp、-12bp；



国债 10Y-2Y 期限利差维持不变，仍为-35bp 的倒挂状态；国债 10Y-5Y 利差收窄 1bp 至 3bp；国债 10Y-7Y、30Y-10Y 利差均走阔 1bp 分别至 1bp 和 16bp。本周中美 10Y 国债收益率利差倒挂程度有所加大，1 月 5 日中美 10Y 国债利差为-153.25bp，与上周的-132.47bp 相比倒挂程度加深了 20.78bp，主要是因为降息预期有所落空后美债收益率上行推动的。

图表 5：本周美国国债收益率及周涨跌

美国国债收益率			
期限	2023/12/29(%)	2024/1/5(%)	周涨跌BP(‰)
1M	5.6	5.54	-6
3M	5.4	5.47	7
6M	5.26	5.24	-2
1Y	4.79	4.84	5
2Y	4.23	4.4	17
3Y	4.01	4.17	16
5Y	3.84	4.02	18
7Y	3.88	4.04	16
10Y	3.88	4.05	17
20Y	4.2	4.37	17
30Y	4.03	4.21	18

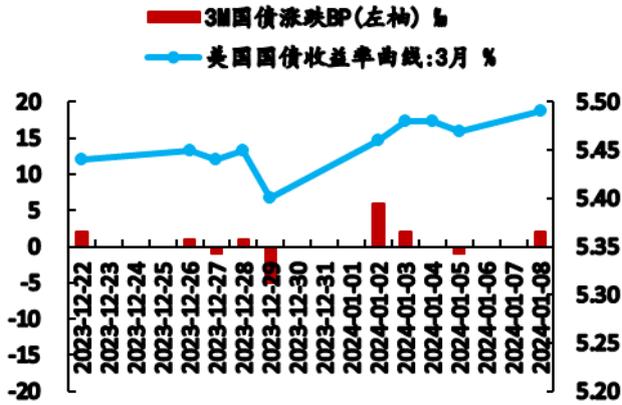
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表 6：本周美国国债收益率期限利差及周涨跌

美国国债期限利差(‰)			
期限差	2023/12/29(‰)	2024/1/5(‰)	周涨跌BP(‰)
5Y-3Y	-17	-15	2
10Y-3M	-152	-142	10
10Y-1Y	-91	-79	12
10Y-2Y	-35	-35	0
10Y-3Y	-13	-12	1
10Y-5Y	4	3	-1
10Y-7Y	0	1	1
30Y-10Y	15	16	1

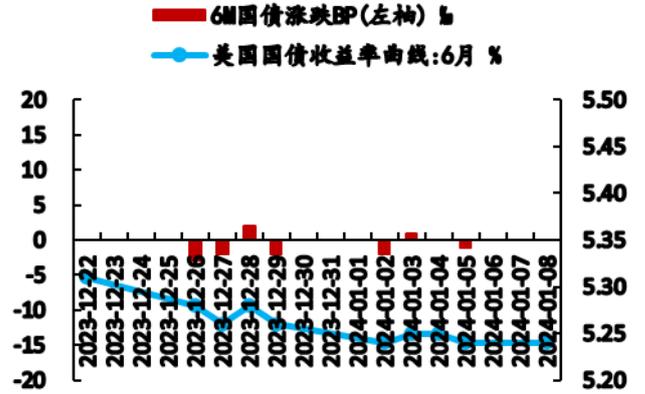
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表7：美国国债收益率周变化



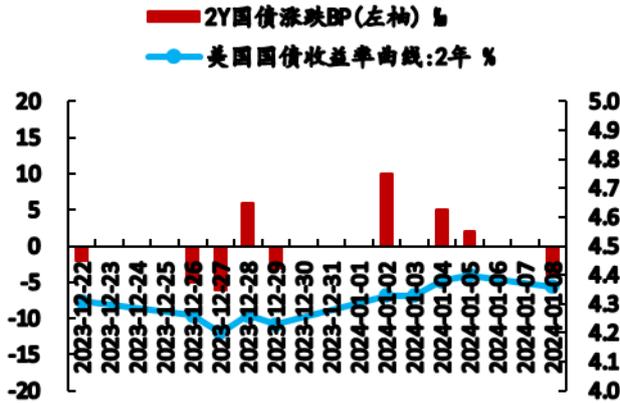
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表8：美国国债收益率周变化



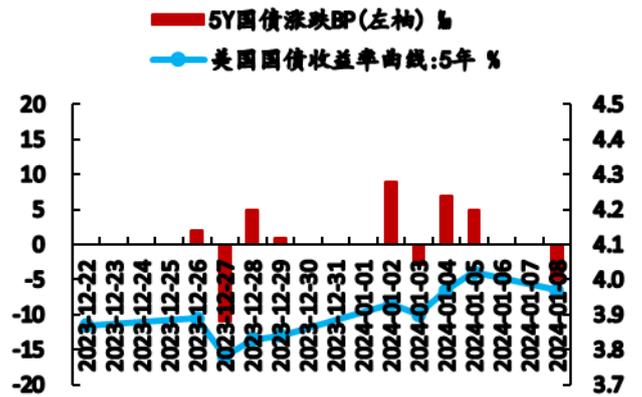
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表9：美国国债收益率周变化



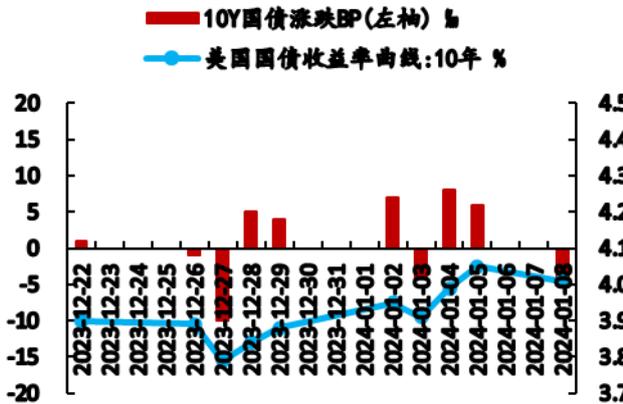
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表10：美国国债收益率周变化



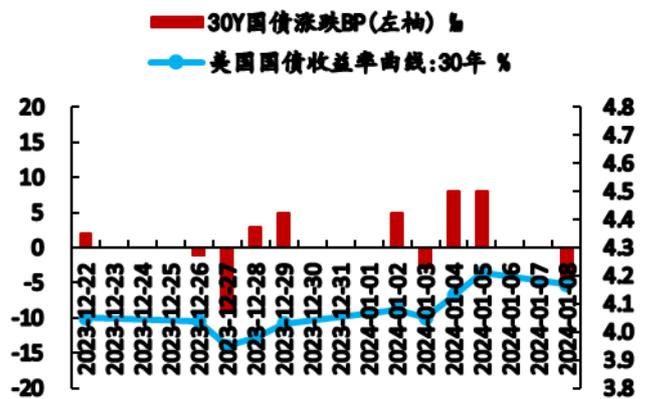
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表11：美国国债收益率周变化



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

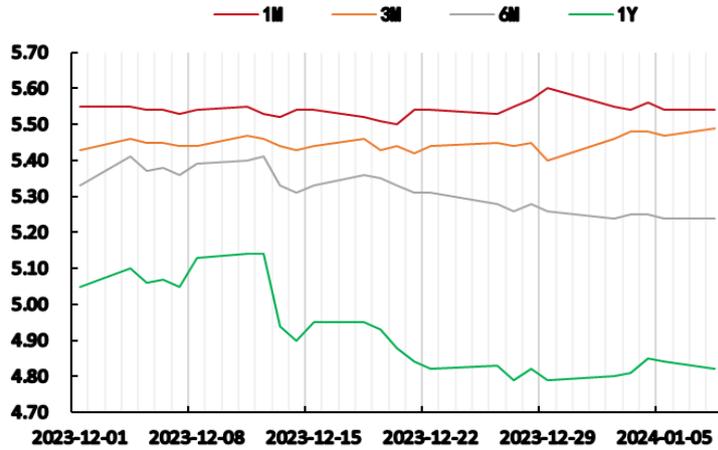
图表12：美国国债收益率周变化



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

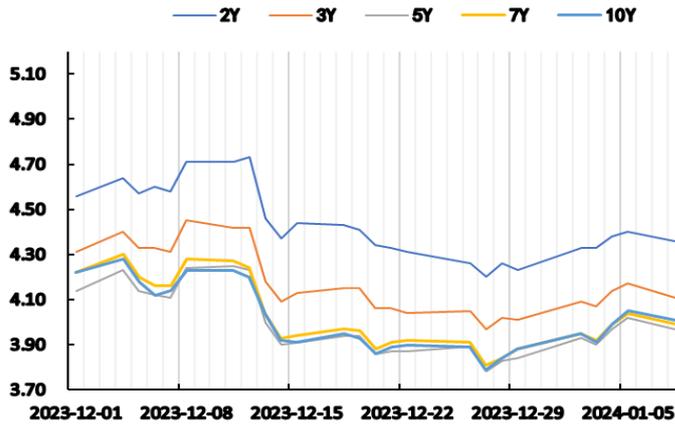


图表 13: 短端利率 (%)



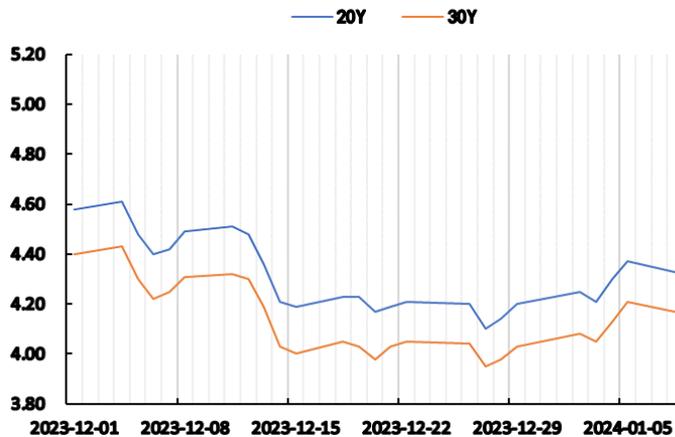
资料来源: 同花顺 iFinD, 南京证券研究所

图表 14: 中端利率 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 南京证券研究所

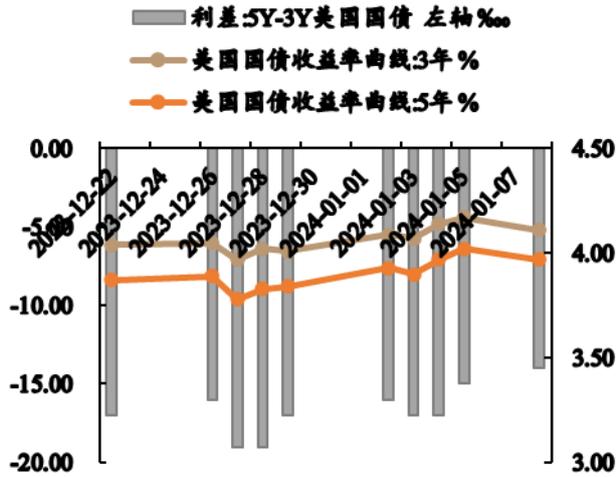
图表 15: 长端利率 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 南京证券研究所

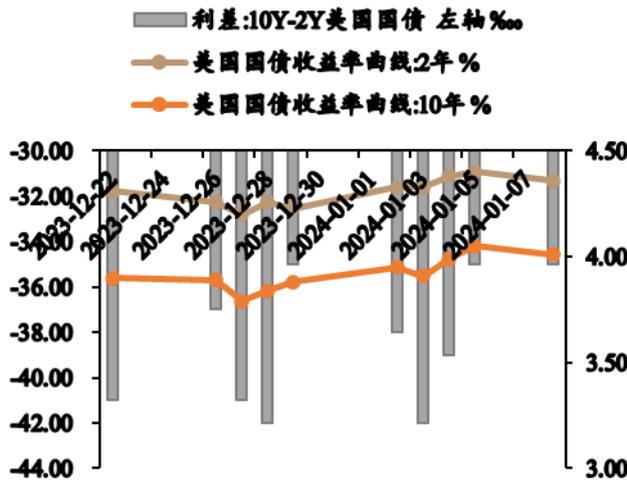


图表16: 5Y-3Y期限利差周变化



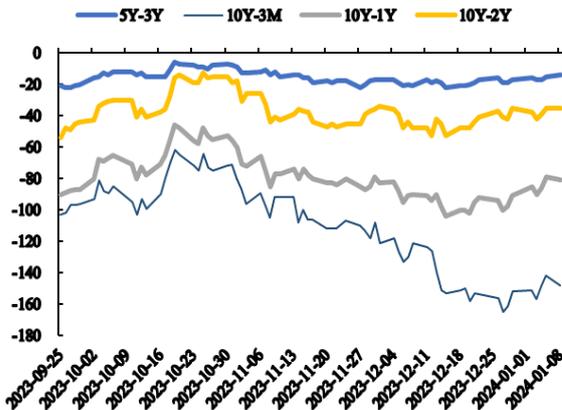
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表18: 10Y-2Y期限利差周变化



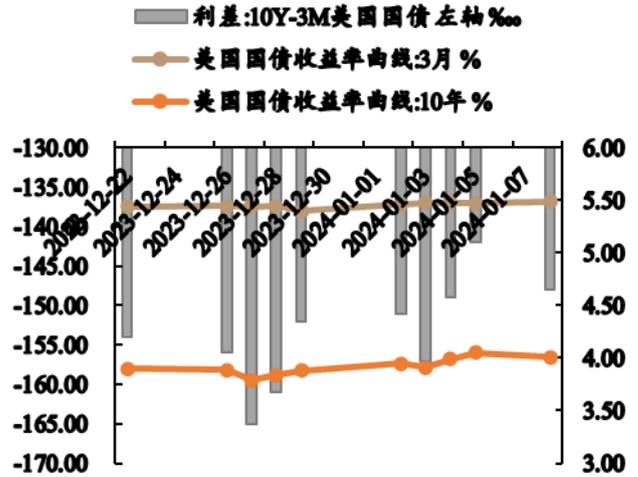
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表20: 国债期限利差倒挂情况



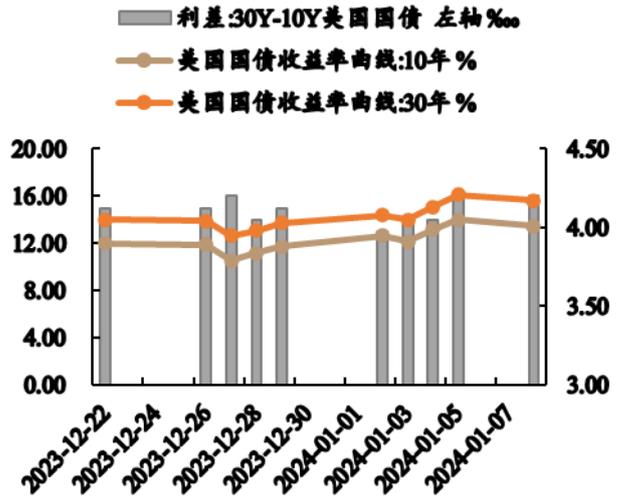
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表17: 10Y-3M期限利差周变化



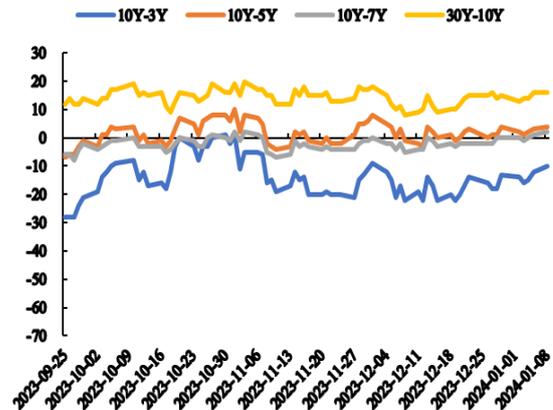
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表19: 30Y-10Y期限利差周变化



资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

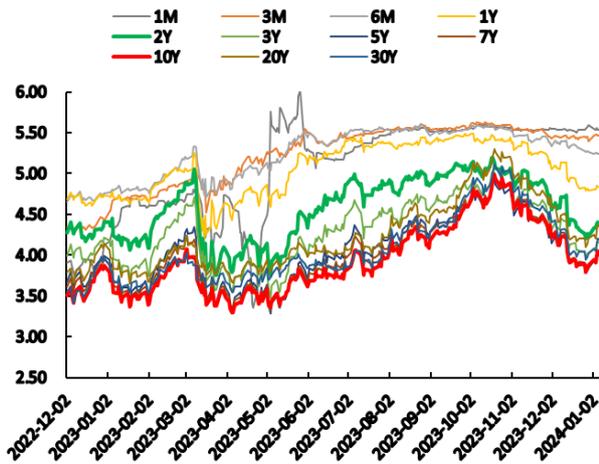
图表21: 国债期限利差



资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

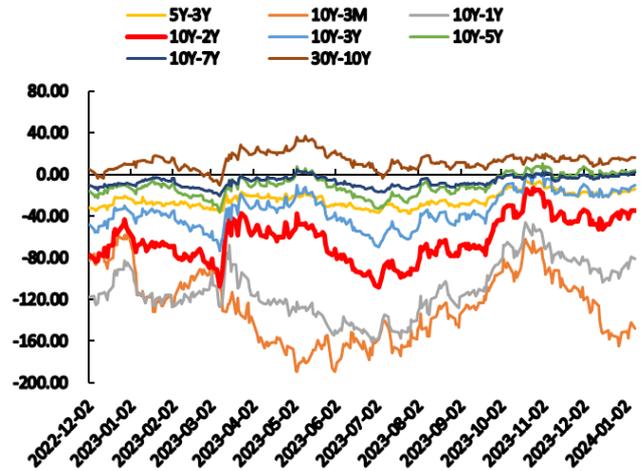


图表22: 美国国债各期限收益率



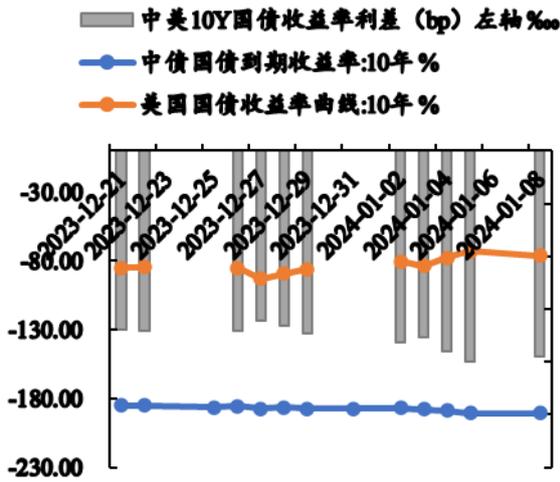
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表23: 美国国债收益率期限利差



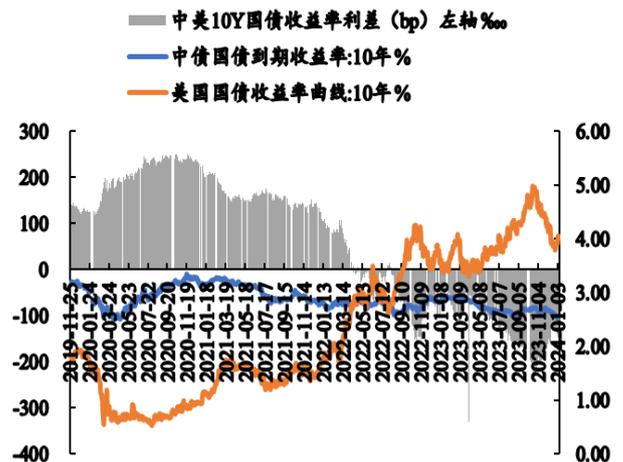
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表24: 中美10Y国债利差周变化



资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表25: 中美10Y国债收益率利差



资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

## 1.2 美债发行情况

本周美国国债发行金额达 6068.81 亿美元, 与上周相比+804 亿美元, 环比+15.27%, 其中短期债券发行额为 4388.81 亿美元, 较上周-416 亿美元, 周环比-8.66%, 占本周发行总额之比为 72.32%; 中期债券发行额为 1550 亿美元, 较上周+1090 亿美元, 周环比+236.96%, 占比 25.54%; 长期债券发行额达 130 亿美元, 占比 2.14%。下周预计发行国债 5401.33 亿美元, 其中短期债券 4301.33 亿美元, 中期债券 890 亿美元, 长期债券 210 亿美元。截至 2024 年 1 月 5 日, 美国国债总额已达 34.01 万亿



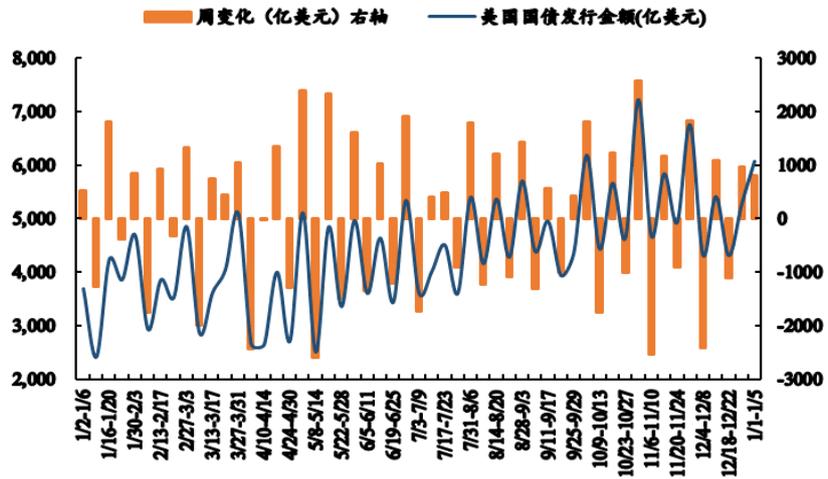
美元，周环比+0.28%，其中公众持有的政府债务为 26.98 万亿美元，占比 79.32%，周环比+0.31%；政府持有的政府债务为 7.03 万亿美元，占比 20.68%，周环比+0.2%。截至 2024 年 1 月 2 日，美国 CBOT 国债期货持仓量达 142.77 万张，周环比+3.51%；美国 ICE 美元指数期货持仓量达 2.39 万张，周环比+8.52%。

图表 26：美国各期限国债新增发行量（亿美元）

期限	12/25-12/29	1/1-1/5	周变化	周环比	本周预计发行	下周预计发行
Bill	4804.80	4388.81	-416.00	-8.66%	2130.00	4301.33
Note	460.00	1550.00	1090.00	236.96%	0.00	890.00
Bond	0.00	130.00	130.00	-	0.00	210.00
国债汇总	5264.81	6068.81	804.00	15.27%	2130.00	5401.33

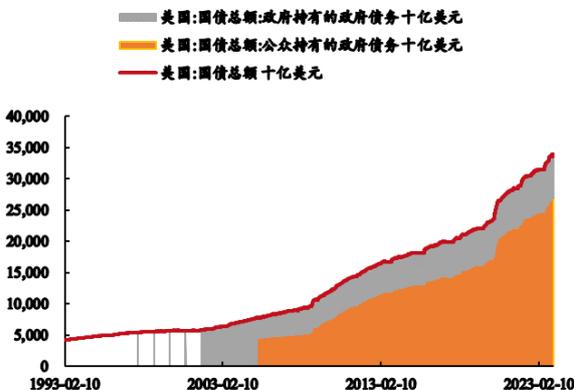
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表 27：美国国债新增发行金额



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表 28：美国国债总额



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表 29：美国国债期货和美元指数期货持仓量



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

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、评估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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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“南京证券研究所”，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。