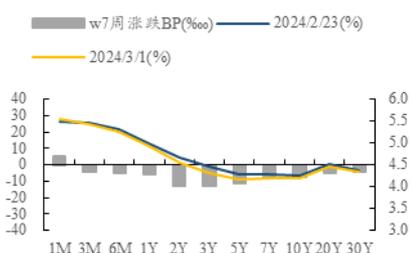




美国经济数据走弱，美债收益率下行

美债期限结构



关键期限国债利率 (3月1日)

UST 3M	5.365%
UST 2Y	4.533%
UST 10Y	4.186%
UST 30Y	4.331%

数据来源: Wind

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

- **经济数据走弱，美债有所上涨。**今年第九周 (2.26-3.1) 美债收益率整体下行，一周的变化表现为先上后下，其中短端利率涨跌互现，中端利率大幅下行在 10bp 左右，长端利率小幅下行在 5bp 左右。各期限国债收益率构成的美债期限结构曲线变陡。周三公布美国去年四季度 GDP 季调环比折年率，由 3.3% 下修至 3.2%，小幅低于预期，但并未对市场造成较大影响。月底受资产配置再平衡交易影响，美债小幅走高。周四公布的 PCE 物价指数同比下行，环比涨幅也在市场预期之内。此外，个人消费支出在薪资报酬放缓作用下出现较为明显的下滑，初请失业金人数也有所增长，劳动力市场终于不再强劲，降温迹象显著。在收入支撑力量的减弱下，伴随着超储的持续消耗和利率高压，消费必将迅速趋弱。这是去年三四季度至今以来，重要经济数据首次支持经济放缓，为今年降息做铺垫。周五 ISM 公布了 2 月制造业 PMI，显示制造业修复速度放慢，产出水平有所下行，预示着今年一季度经济增长速度大概率会下行。受此影响，美债收益率下行，2 年期和 3 年期债券利率下行幅度在 10bp 及以上，美元指数下降至 103.89。截至 3 月 1 日收盘，国债 2Y 下行 13bp，收于 4.54%；国债 10Y 下行 7bp，收于 4.19%。
- **期限利差和信用利差走阔。**今年第九周 (2.26-3.1) 美债期限利差较上周有所走阔，倒挂情况和上周相比加深和缓解情况同存，中美 10Y 国债收益率利差倒挂程度小幅缓解，美国信用利差小幅走阔。
- **风险提示：**美国经济韧性超预期，地缘政治风险，美国财政债务压力凸显，金融部门流动性风险。



报告目录

1. 美债行情跟踪.....	- 3 -
1.1 美债收益率.....	- 3 -
1.2 美债发行.....	- 9 -



1. 美债行情跟踪

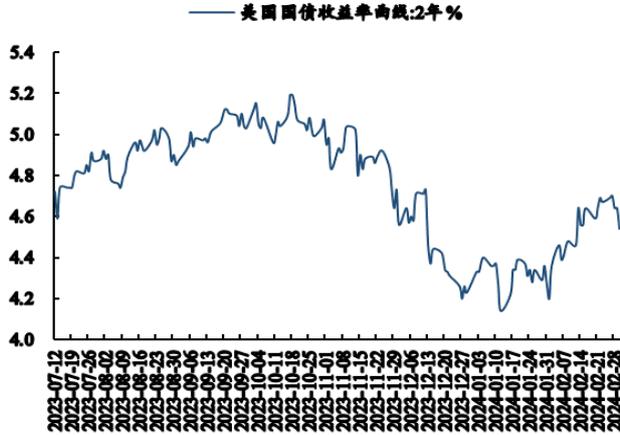
1.1 美债收益率

今年第九周（2.26-3.1）美债收益率整体下行，一周的变化表现为先上后下，其中短端利率涨跌互现，中端利率大幅下行在 10bp 左右，长端利率小幅下行在 5bp 左右。各期限国债收益率构成的美债期限结构曲线变陡。周三公布美国去年四季度 GDP 季调环比折年率，由 3.3% 下修至 3.2%，小幅低于预期，但并未对市场造成较大影响。月底受资产配置再平衡交易影响，美债小幅走高。周四公布的 PCE 物价指数同比下行，环比涨幅也在市场预期之内。此外，个人消费支出在薪资报酬放缓作用下出现较为明显的下滑，初请失业金人数也有所增长，劳动力市场终于不再强劲，降温迹象显著。在收入支撑力量的减弱下，伴随着超储的持续消耗和利率高压，消费必将迅速趋弱。这是去年三四季度至今以来，重要经济数据首次支持经济放缓，为今年降息做铺垫。周五 ISM 公布了 2 月制造业 PMI，显示制造业修复速度放慢，产出水平有所下行，预示着今年一季度经济增长速度大概率会下行。受此影响，美债收益率下行，2 年期和 3 年期债券利率下行幅度在 10bp 及以上，美元指数下降至 103.89。截至 3 月 1 日收盘，国债 1M 收益率较上周上行 5bp 至 5.54%；国债 3M、6M、1Y、2Y、3Y、5Y、7Y、10Y、20Y、30Y 收益率较上周分别下行 4bp、5bp、6bp、13bp、13bp、11bp、8bp、7bp、5bp、4bp 分别至 5.42%、5.27%、4.94%、4.54%、4.32%、4.17%、4.2%、4.19%、4.46% 和 4.33%。

今年第九周（2.26-3.1）美债期限利差较上周有所走阔，倒挂情况和上周相比加深和缓解情况同存。截至 3 月 1 日收盘，国债 5Y-3Y、10Y-2Y、10Y-3Y、10Y-7Y 期限利差倒挂程度分别缓解 2bp、6bp、6bp、1bp 至 -15bp、-35bp、-13bp、-1bp；国债 10Y-3M、10Y-1Y 期限利差倒挂程度分别加深 3bp、1bp 至 -123bp、-75bp；国债 10Y-5Y 期限利差由倒挂 2bp 转为正常，利差为 2bp；国债 30Y-10Y 利差走阔 3bp 至 14bp。今年第九周（2.26-3.1）中美 10Y 国债收益率利差倒挂程度小幅缓解。截至 3 月 1 日收盘，中美 10Y 国债利差为 -182.25bp，与上周相比倒挂程度缓解了 7.86bp。今年第九周（2.26-3.1）美国信用利差小幅走阔。截至 2 月 29 日，企业债收益率上行，国债收益率有所下行，导致穆迪 Baa 级信用利差上行 6bp 至 155bp。截至 3 月 1 日收盘，美国 TED 利差指数也有所增长，由 0.15% 攀升至 0.17%。

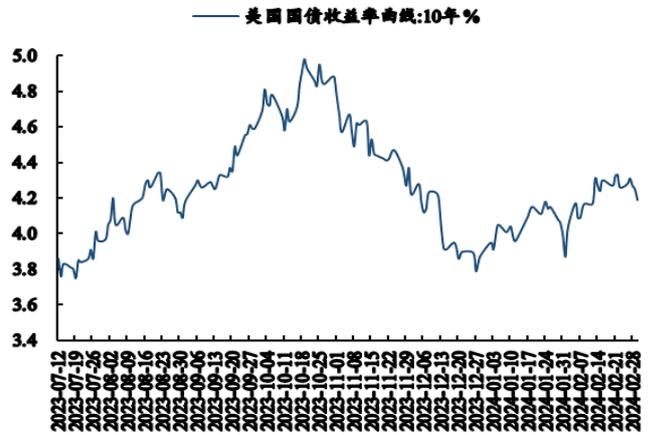


图表：美债收益率2Y



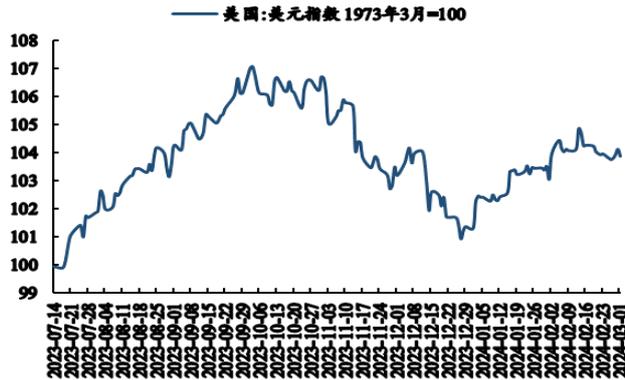
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美债收益率10Y



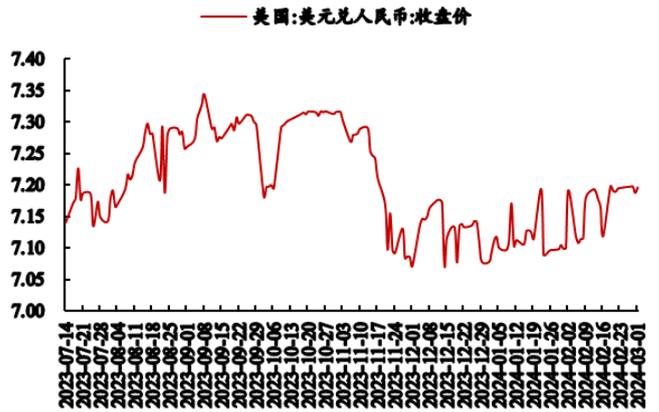
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美元指数



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美元兑人民币汇率



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：十年期美债一周（0226-0301）盘中走势



资料来源：Wind，南京证券研究所

图表：本周美国国债收益率及周涨跌

美国国债收益率			
期限	2024/2/23(%)	2024/3/1(%)	w7周涨跌BP(‰)
1M	5.49	5.54	5
3M	5.46	5.42	-4
6M	5.32	5.27	-5
1Y	5	4.94	-6
2Y	4.67	4.54	-13
3Y	4.45	4.32	-13
5Y	4.28	4.17	-11
7Y	4.28	4.2	-8
10Y	4.26	4.19	-7
20Y	4.51	4.46	-5
30Y	4.37	4.33	-4

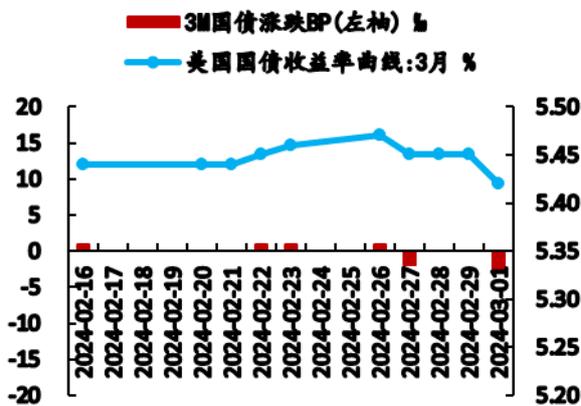
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表：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	2024/2/23(‰)	2024/3/1(‰)	w7周涨跌BP(‰)
5Y-3Y	-17	-15	2
10Y-3M	-120	-123	-3
10Y-1Y	-74	-75	-1
10Y-2Y	-41	-35	6
10Y-3Y	-19	-13	6
10Y-5Y	-2	2	4
10Y-7Y	-2	-1	1
30Y-10Y	11	14	3

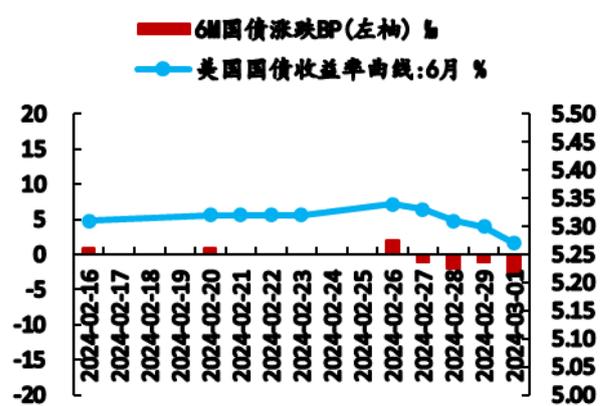
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表：美国3M国债收益率周变化



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

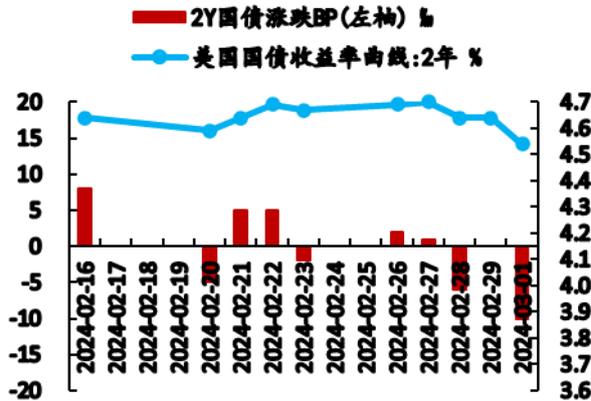
图表：美国6M国债收益率周变化



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

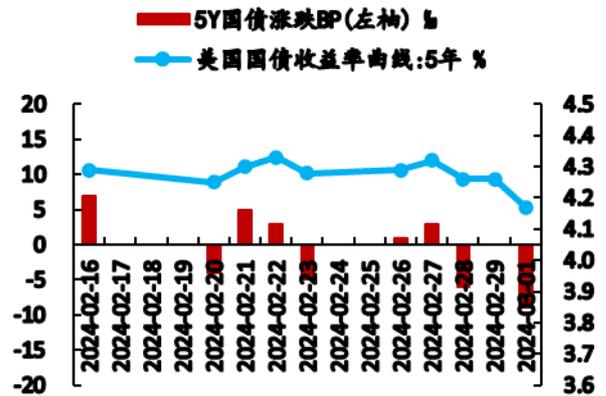


图表：美国2Y国债收益率周变化



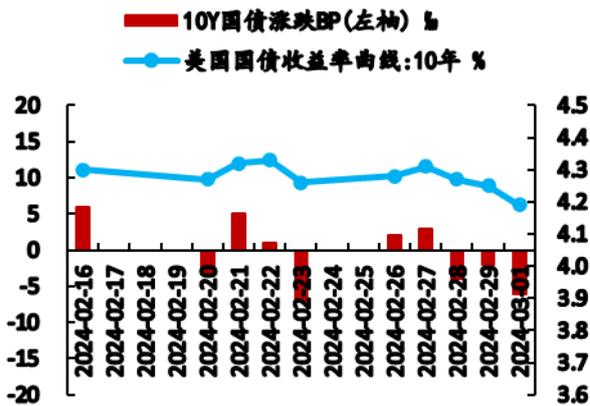
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国5Y国债收益率周变化



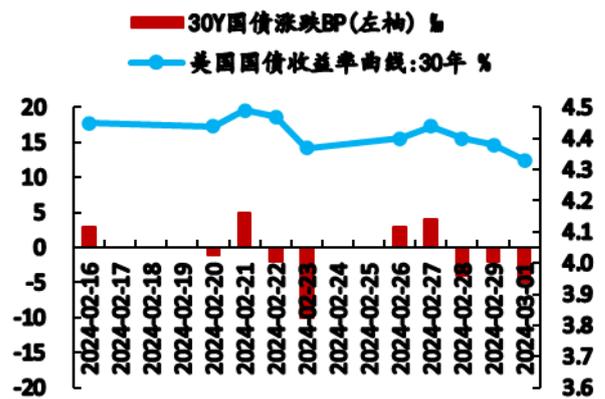
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国10Y国债收益率周变化



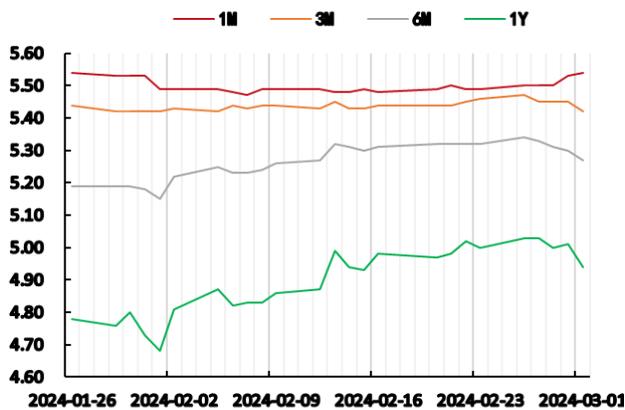
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国30Y国债收益率周变化



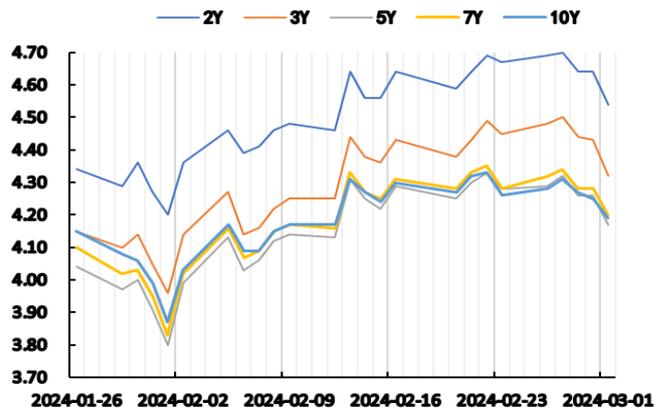
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：短端利率周走势(%)



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

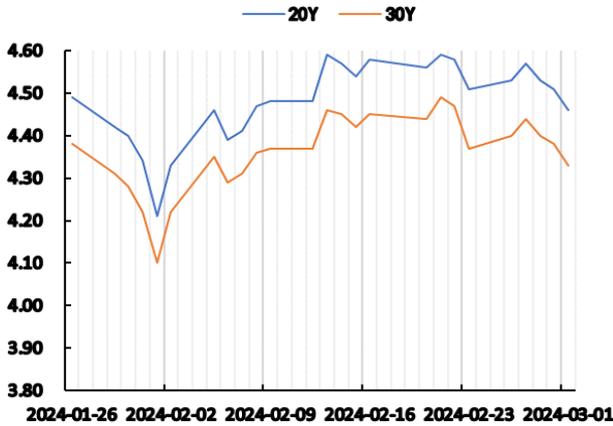
图表：中端利率周走势(%)



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

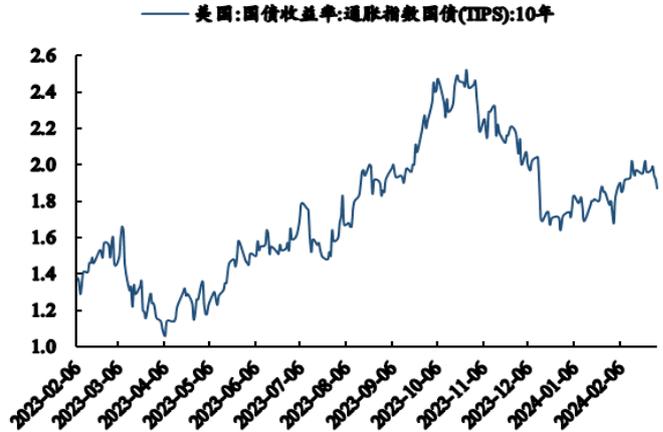


图表：长端利率周走势（%）



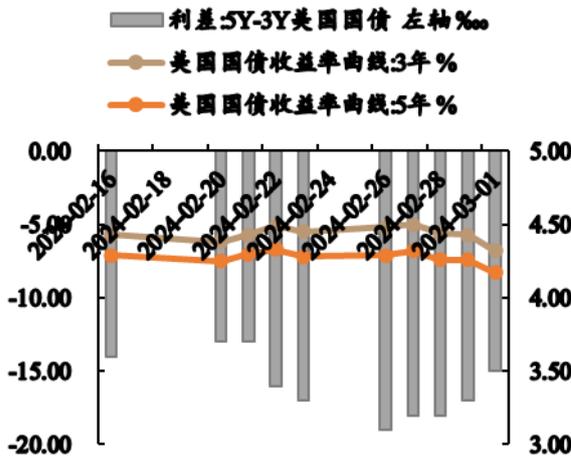
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：十年期通胀保值国债收益率



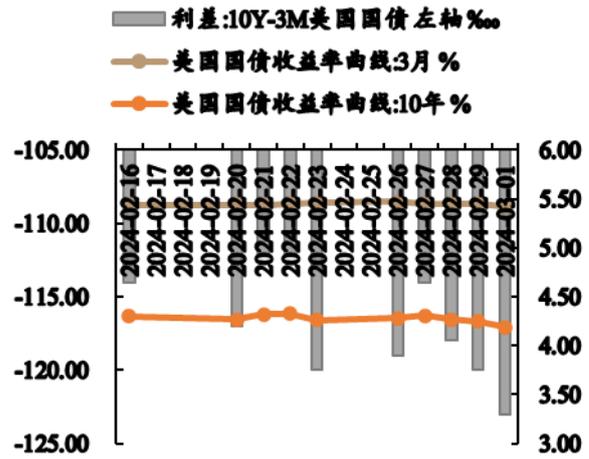
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：5Y-3Y期限利差周变化



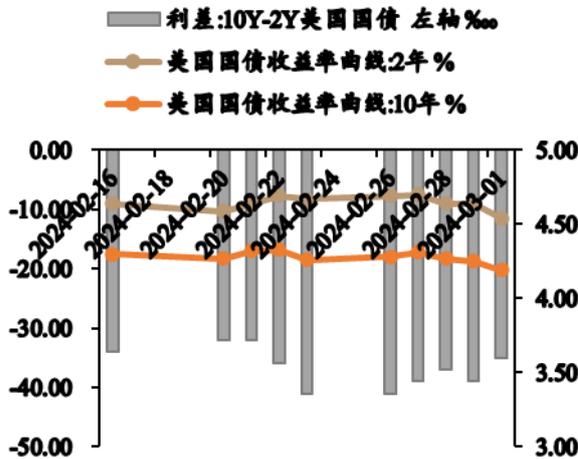
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：10Y-3M期限利差周变化



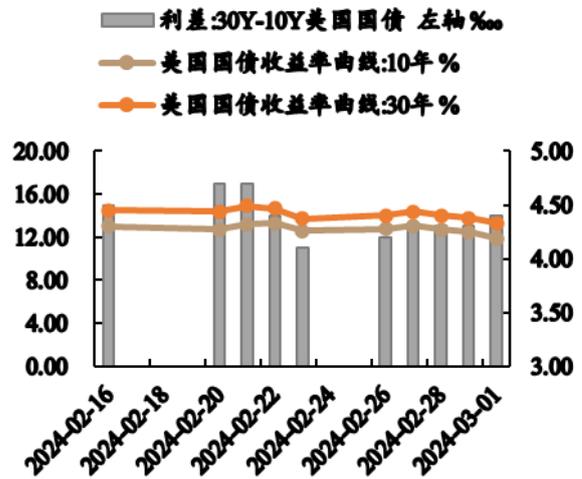
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：10Y-2Y期限利差周变化



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

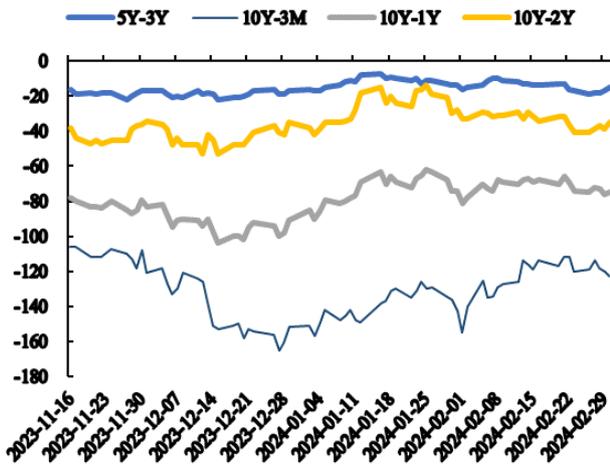
图表：30Y-10Y期限利差周变化



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

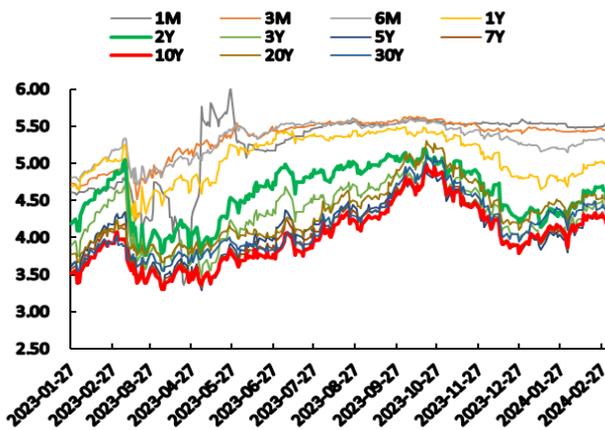


图表：美国国债期限利差倒挂情况



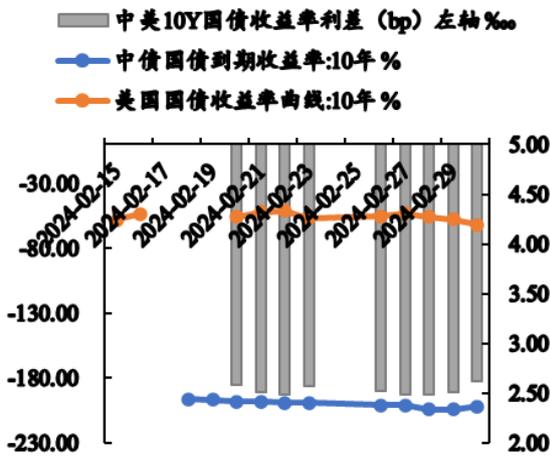
资料来源：同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表：美国各期限国债收益率汇总



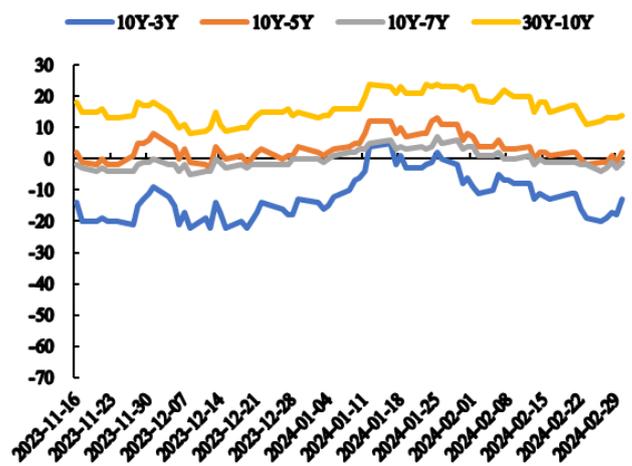
资料来源：同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表：中美10Y国债利差周变化



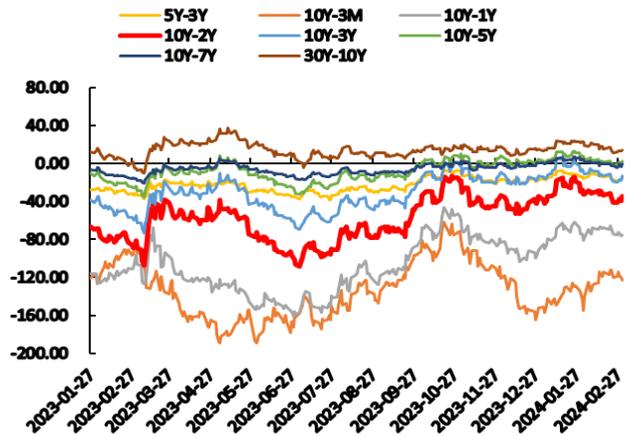
资料来源：同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表：美国国债期限利差



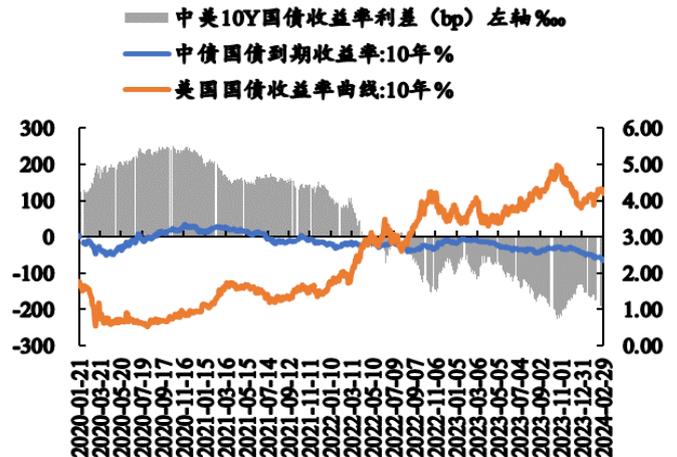
资料来源：同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表：美国国债收益率期限利差汇总



资料来源：同花顺iFinD, 南京证券研究所

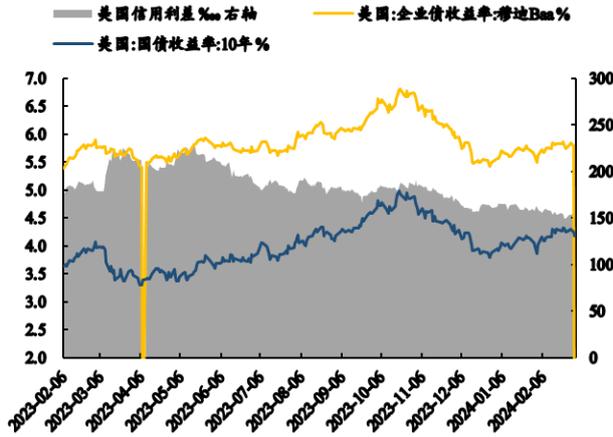
图表：中美10Y国债收益率利差



资料来源：同花顺iFinD, 南京证券研究所

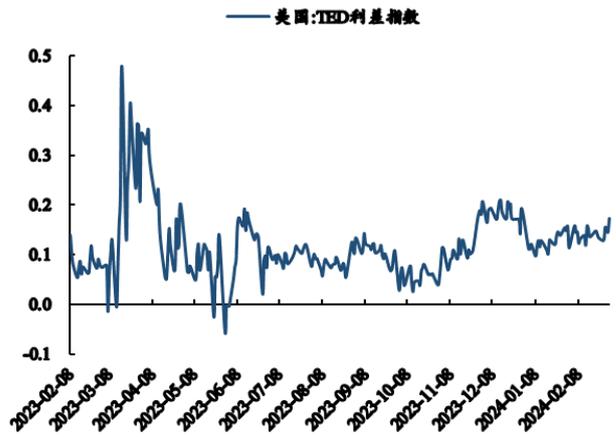


图表：美国信用利差



资料来源：Wind，南京证券研究所

图表：美国TED利差指数



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

1.2 美债发行

本周（week9）美国国债发行金额达 6879.74 亿美元，与上周相比+1243.32 亿美元，环比+22.06%，其中短期债券发行额为 4855.81 亿美元，较上周-500.61 亿美元，周环比-9.35%，与上周预计本周的发行情况相比额外增加了 103.72 亿美元的短债发行量，占本周发行量 70.58%；中期债券发行额为 1763.12 亿美元，较上周+1483.12 亿美元，周环比+529.68%，与上周预计本周的发行情况相比额外增加了 73.12 亿美元的发行量，占本周发行量的 25.63%；长期债券共发行 260.82 亿美元，均为此前成功投标预计在本周发行的产品，占本周发行量的 3.79%。下周预计发行国债 4742.48 亿美元，均为短期债券。

截至 2024 年 2 月 29 日，美国国债总额已达 34.47 万亿美元，周环比+0.41%，年初至今上涨 0.59%，与 2020 年 3 月 30 日相比上涨 37.05%。其中公众持有的政府债务为 27.38 万亿美元，占比 79.43%，周环比+0.51%；政府持有的政府债务为 7.09 万亿美元，占比 20.57%，周环比+0.02%。截至 2 月 27 日当周，CBOT 美债期货持仓量为 153.41 万张，周环比+8.25%；ICE 美元指数期货持仓量为 2.95 万张，周环比-1.37%。

图表：美国各期限国债新增发行量（亿美元）

期限	2/19-2/23	2/26-3/1	周变化	周环比	本周预计发行	下周预计发行
Bill	5356.42	4855.81	-500.61	-9.35%	4752.09	4742.48
Note	280.00	1763.12	1483.12	529.68%	1690.00	0.00
Bond	0.00	260.82	260.82	-	260.82	0.00
国债汇总	5636.42	6879.74	1243.32	22.06%	6702.91	4742.48

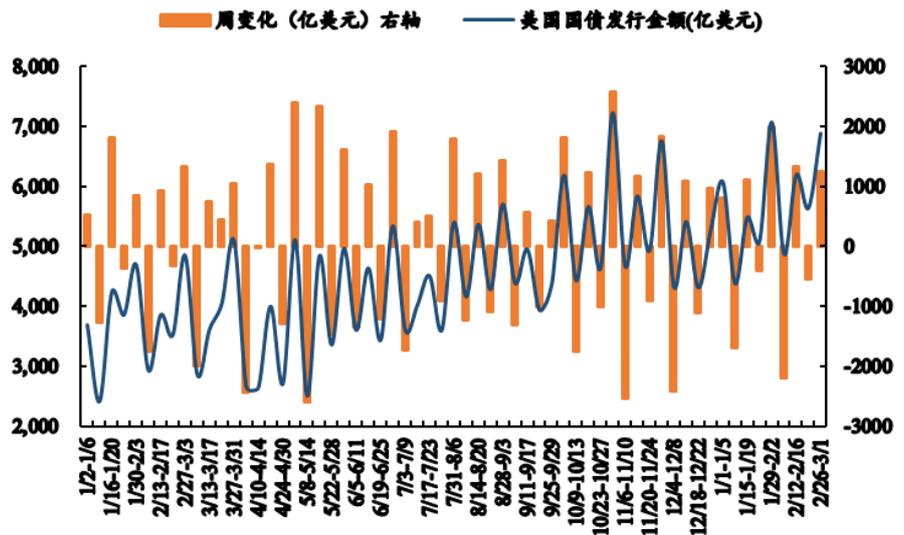
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表：本周美国各期限国债新增发行情况及中长期债券拍卖的全场倍数

周三	周五	债券类型	期限	金额(亿美元)	发行收益率(%)	全场倍数
2024-02-27		Bill	4-Week	954.68	5.395	
		Bill	8-Week	904.45	5.407	
		Bill	17-Week	602.96	5.395	
2024-02-29		Bill	42-Day	800.00	5.397	
		Bill	13-Week	844.98	5.4	
		Bill	26-Week	748.73	5.34	
		Note	2-Year	657.26	4.625	2.43
		Note	7-Year	438.17	4.25	2.51
		Note	5-Year	667.69	4.25	2.35
		Bond	30-Year Tips	93.89	2.125	2.43
		Bond	20-Year	166.92	4.5	2.39

资料来源：同花顺 iFinD，CME，南京证券研究所

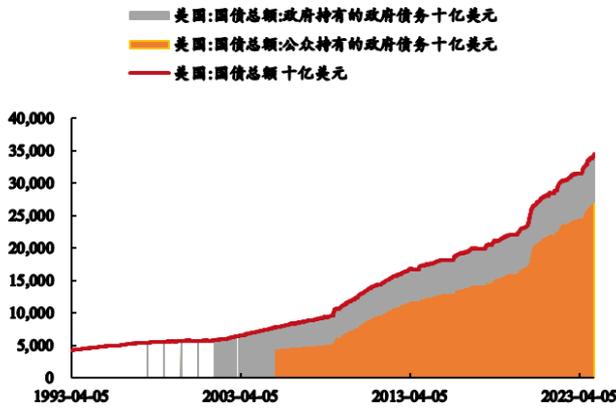
图表：美国国债新增发行金额及变化



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

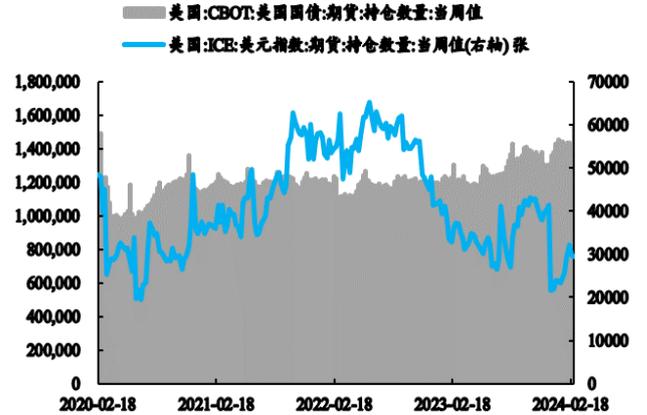


图表：美国国债总额



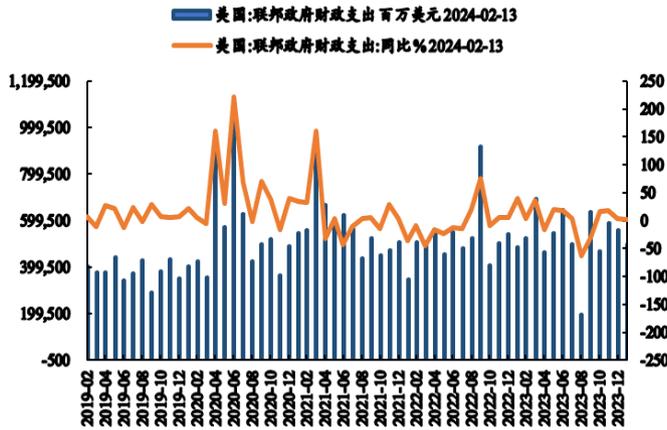
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国国债期货和美元指数期货持仓量



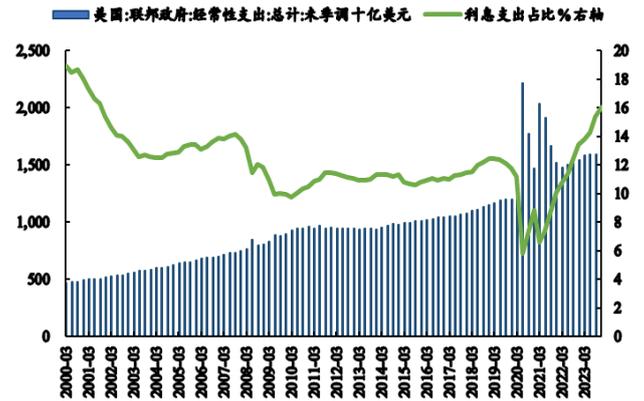
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国联邦政府财政支出及同比



资料来源：Wind，南京证券研究所

图表：美国联邦政府利息支出占比



资料来源：Wind，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。