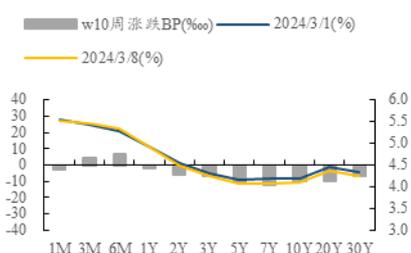




## 美国非农就业降温，失业率意外上行

美债期限结构 (w9 和 w10)



关键期限国债利率 (3月8日)

UST 3M	5.396%
UST 2Y	4.478%
UST 10Y	4.077%
UST 30Y	4.254%

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

- **美国非农就业降温。**美国 2 月新增非农就业人数超预期，在前值下修下实现增长，但有所降温。2 月美国新增非农就业人数达 27.5 万人，高于预期的 19 万人。1 月新增非农下修了 12.4 万人，导致 2 月环比多增 4.6 万人。就业的最大支撑项依然是保健和社会援助，其中医疗保健就业人数占比在七成左右。后续来看，新冠过后流行病明显增多，后遗症及其触发的其他基础疾病对医疗保健的需求仍能支持其保持一定就业规模的扩张。预计未来医疗保健就业能够围绕目前中枢水平小幅震荡。其次的支撑项是住宿餐饮，其中餐饮是主要的增长项，占比超九成。猜测原因可能来自于旅游和出差等的增长，因为与其相关的酒店住宿、航空运输、旅游观光交通、过境和地面客运均出现不同程度的就业增长。
- **美国劳动力供需结构改善。**美国 2 月失业率抬头，劳动力供需结构得到进一步改善，逐渐趋于平衡。2 月美国失业人数大幅增加，失业率提升至 3.9%，超过市场预期 3.7%。实际失业率与自然失业率计算的劳动力缺口回升至-0.52%，去年至今的走势是逐步收敛。美国职位空缺数从去年至今呈缓慢下行趋势，最近也是连续 2 个月回落，1 月已从降至 886.3 万个。1 月职位空缺数与失业人数计算口径得出的劳动力缺口和去年四季度的 3 个月相比是有所放大的，但 2 月在失业人数大幅增加背景下，该缺口大概率会收窄。2 月平均时薪同比小幅回落至 4.28%，环比大幅下降至 0.14%，反映了劳动报酬增长的韧性减弱，就业市场逐步降温。
- **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

报告目录 .....	- 2 -
1. 宏观数据分析.....	- 3 -
1.1 美国非农.....	- 3 -
2. 美债行情跟踪.....	- 8 -
2.1 美债收益率.....	- 8 -
2.1 美债发行.....	- 15 -



## 1. 宏观数据分析

### 1.1 美国非农

美国2月新增非农就业人数超预期，在前值下修下实现增长，但有所降温。失业率抬头，劳动力供需结构得到进一步改善。

2月美国新增非农就业人数达27.5万人，高于预期的19万人。1月新增非农下修了12.4万人，导致2月环比多增4.6万人。其中，私营部门2月新增非农就业人数为22.3万人，高于预期15万人；政府部门则是新增了5.2万人，前值上修使得环比持平。

从私营部门的具体行业分类来看，就业的最大支撑项依然是保健和社会援助。2月新增9.07万人，环比多增4100人，其中医疗保健就业人数占比在七成左右，该行就业在疫情后得到快速修复，中枢出现显著抬升，大概从3万增长到6万。后续来看，一方面，由于医疗行业当前就业水平本身就处于相对高位，行业岗位再度大幅扩充的可能性较小；另一方面，新冠过后流行病明显增多，后遗症及其触发的其他基础疾病对医疗保健的需求仍能支持其保持一定就业规模的扩张。因此，预计未来医疗保健就业能够围绕目前中枢水平小幅震荡。其次的支撑项是住宿餐饮，2月该项新增非农为4.46万人，较前值增加5.83万人，也是环比增长最多的行业。其中餐饮是主要的增长项，占比超九成。猜测原因可能来自于旅游和出差等的增长，因为与其相关的酒店住宿(+5k)、航空运输(+4.3k)、旅游观光交通(+2k)、过境和地面客运(+3.3k)均出现不同程度的就业增长。就业环比增加第二多的行业是运输和仓储，2月新增1.97万人，较前值增加4.86万人。尤其是信使分项，就业人数获得极大的提升，达到4.52万人，可能更多体现的是外卖、快递等行业的复苏。接下来盘点一下非农就业的下拉项。就业人数减少最多的是行政行业，较前值减少2.9万人。其次是教育行业，较前值减少2.55万人。此外，制造业中的非耐用品制造，较1月下滑1.5万人。2月美国ADP新增私营就业季调人数为14万人，环比多增3.3万人。从分项来看，多增部分主要体现在休闲和酒店、金融、信息业和建筑业。与非农数据基本上是一致的。

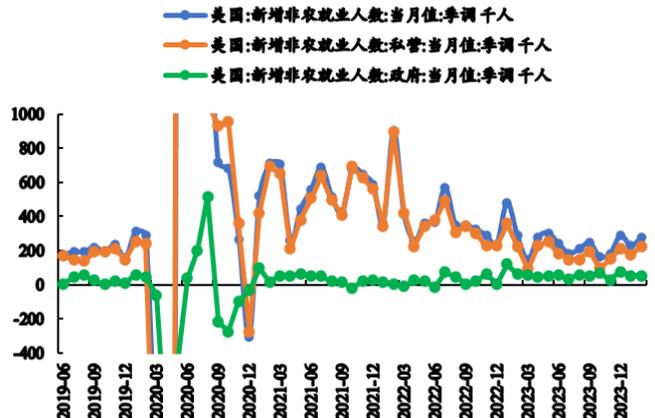
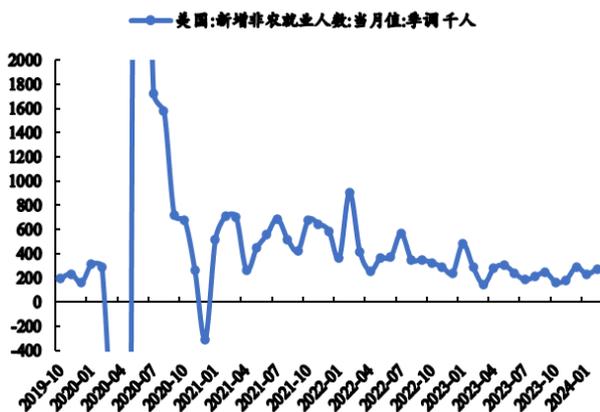
从就业结构来看，2月劳动力市场降温，供需逐渐趋于平衡。2月美国失业人数大幅增加，新增了33.4万的失业人口。虽然非农就业仍实现了超预期增长和环比提升，但由于农业就业人数出现较大滑坡，锐减46万人，使得整体的就业人数减少了18.4万人。计算可知虽然劳动力人数增加15万人，但失业人数远超前者，导致失业率大



幅提升了0.2pct至3.9%，超过市场预期3.7%。实际失业率与自然失业率计算口径的劳动力缺口回升至-0.52%，去年至今的走势是逐步收敛。劳动参与率保持在62.5%的水平未变，计算可知劳动年龄人口增加了24万人。从劳动需求角度看，美国职位空缺数从去年至今呈缓慢下行趋势，最近也是连续2个月回落，1月已从降至886.3万个，职位空缺率也从7%以上的高位降低至5%左右。1月离职人数较上月并未增加，但雇佣数减少了10万人，但劳动年龄人口大幅减少，抵消了职位空缺和雇佣数的减少，使得1月失业人数有所下行，失业率维稳在3.7%。1月职位空缺数与失业人数计算口径得出的劳动力缺口和去年四季度的3个月相比是有所放大的，但2月在失业人数大幅增加背景下，该缺口大概率会收窄。从薪资变化来看，2月平均时薪同比小幅回落0.1pct至4.28%，环比大幅下降0.38pct至0.14%。与1月美国个人可支配收入的下滑趋势一致，反映了劳动报酬增长的韧性减弱，就业市场逐步降温。

图表：美国新增非农就业人数

图表：美国私营和政府部门新增非农就业人数

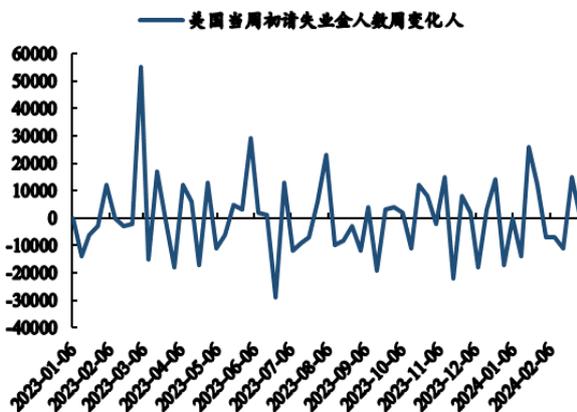


资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国当周初请失业金季调人数周变化

图表：美国当周初请失业金季调人数



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

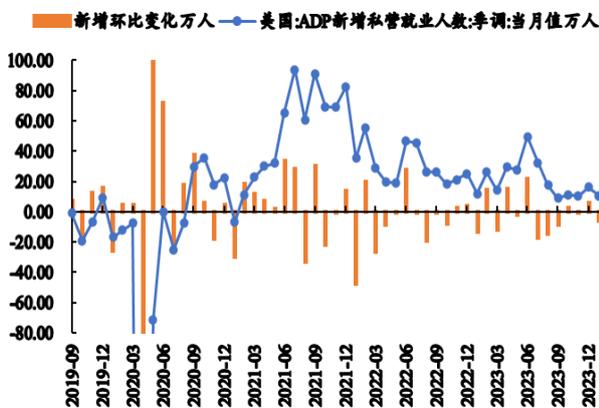
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国新增非农就业人数及分项

当月值(千人)	新增非农就业人数						环比变化					同比变化
	Feb-24	Jan-24	Dec-23	Nov-23	Oct-23	Feb-23	Feb-24	Jan-24	Dec-23	Nov-23	Feb-24	
新增非农	275.0	229.0	290.0	182.0	165.0	287.0	46.0	-61.0	108.0	17.0	-2.0	
私营	223.0	177.0	214.0	152.0	98.0	226.0	46.0	-37.0	62.0	54.0	3.0	
生产	19.0	23.8	33.4	35.5	-9.8	26.1	4.8	9.6	-2.1	45.3	7.1	
采矿和伐木业	0.0	-3.0	3.0	-4.0	-1.0	2.0	3.0	6.0	7.0	3.0	-2.0	
伐木	0.1	-0.7	-0.9	-2.0	-0.1	-0.2	0.8	0.2	1.1	-1.9	0.3	
采矿	0.1	-2.2	4.0	-2.7	-0.8	2.7	2.3	6.2	6.7	-1.9	-2.6	
建筑业	23.0	18.8	18.4	14.5	22.2	25.1	4.2	0.4	3.9	7.7	-2.1	
建筑	4.1	7.1	7.3	1.8	8.5	-0.4	-3.0	-0.2	5.5	6.7	4.5	
重型土木工程	12.5	-1.3	3.2	1.8	1.7	15.4	13.8	-4.5	1.4	0.1	-2.9	
专业贸易承包	6.4	13.0	7.9	10.9	12.0	10.1	6.6	3.1	3.0	-1.1	3.7	
制造业	-4.0	8.0	12.0	25.0	-31.0	-1.0	-2.0	4.0	3.0	56.0	-3.0	
耐用品	2.0	-1.0	19.0	37.0	-33.0	1.0	3.0	0.0	8.0	70.0	1.0	
非耐用品	-6.0	9.0	-7.0	-12.0	2.0	-2.0	-5.0	16.0	5.0	-4.0	-4.0	
服务	204.0	153.0	181.0	116.0	108.0	200.0	51.0	-28.0	65.0	3.0	4.0	
贸易、运输和公用事业	40.0	-15.0	24.0	-45.0	6.0	80.0	55.0	-9.0	69.0	51.0	40.0	
批发	-1.2	-3.3	7.4	6.9	11.9	12.5	2.1	-0.7	0.5	5.0	-3.7	
零售	18.3	15.3	32.5	-43.0	1.1	88.2	3.0	7.2	75.5	44.1	49.9	
运输和仓储	19.7	-28.9	-18.3	-10.5	-8.5	-21.4	48.6	-10.6	7.8	2.0	41.1	
公用事业	3.2	1.9	2.4	1.6	1.5	0.7	1.3	-0.5	0.8	0.1	2.5	
信息咨询	2.0	6.0	13.0	17.0	-26.0	-18.0	4.0	7.0	4.0	43.0	20.0	
电影和录音产业	3.2	8.7	10.9	23.9	-3.8	-5.6	5.5	2.2	3.0	27.7	8.8	
电信	-2.2	-0.6	-0.2	-3.1	-2.8	-1.8	-1.6	-0.4	2.9	-0.3	-0.4	
数据处理主机及相关	0.3	0.4	2.9	1.6	-1.7	-2.5	-0.1	-2.5	1.3	3.3	2.8	
金融活动	1.0	-1.0	6.0	1.0	0.0	1.0	2.0	7.0	5.0	1.0	0.0	
金融与保险	-2.8	-3.9	1.0	-2.2	-3.3	-13.8	1.1	-4.9	3.2	1.1	11.0	
房地产及租赁	3.5	2.7	5.0	6.2	3.5	15.5	0.8	-2.3	-1.2	2.7	-2.0	
专业和商业	8.8	40.7	12.7	9.6	-4.5	8.2	1.9	28.0	3.1	13.1	0.6	
专业技术	15.7	22.6	27.2	19.2	13.9	17.8	6.9	4.6	3.0	3.3	-2.1	
公司和企业管理	3.3	-0.7	1.8	-7.6	-2.2	5.8	4.0	-2.5	9.4	5.4	-2.5	
行政和废物	-10.2	18.8	-16.3	-2.0	-16.2	-15.4	-9.0	35.1	4.3	14.2	5.2	
教育和保健	85.1	106.5	83.6	110.7	76.4	62.6	11.4	22.9	27.1	34.3	22.5	
教育	-5.6	19.9	7.5	4.1	4.4	-1.9	5.5	12.4	3.4	-0.3	3.7	
保健和社会援助	90.7	86.6	76.1	106.6	72.0	64.5	4.1	10.5	30.5	34.6	26.2	
休闲和住宿	57.9	7.6	41.0	9.7	57.8	67.4	50.3	-3.4	31.3	8.1	0.5	
艺术和娱乐	13.3	21.3	21.9	9.4	29.4	22.5	8.0	-0.6	12.5	20.0	0.2	
住宿和餐饮	44.6	-13.7	19.1	0.3	28.4	44.9	58.3	-2.8	18.8	8.1	-0.3	
其他	9.0	8.0	0.0	10.0	-1.0	0.0	1.0	3.0	-1.0	11.0	9.0	
维修和保养	1.7	2.2	2.8	2.8	3.3	4.5	-0.5	-0.6	0.0	-0.5	-2.8	
个人和洗衣	2.1	3.7	-6.5	-0.2	-3.6	-2.4	-1.6	10.2	5.3	3.4	4.5	
会员协会和组织	5.7	2.0	3.6	7.7	-0.5	-1.3	3.7	-1.6	4.1	8.2	7.0	
政府	52.0	52.0	76.0	30.0	67.0	61.0	0.0	4.0	4.0	7.0	9.0	
联邦政府	9.0	12.0	9.0	-1.0	8.0	10.0	-3.0	3.0	10.0	9.0	-1.0	
州政府	5.0	19.0	21.0	8.0	26.0	23.0	4.0	-2.0	13.0	8.0	8.0	
地方政府	38.0	21.0	46.0	23.0	30.0	28.0	17.0	5.0	23.0	7.0	10.0	

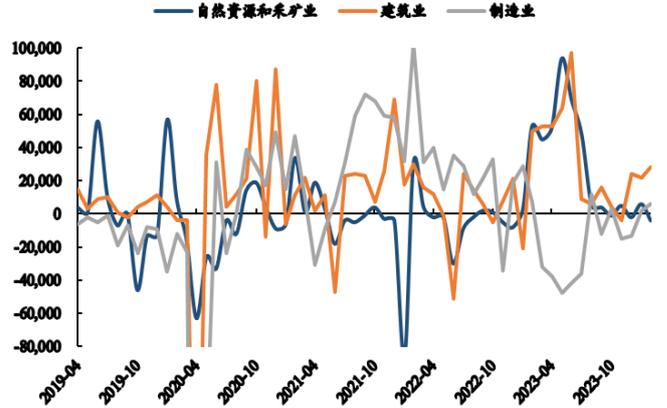
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国ADP新增私营就业人数



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

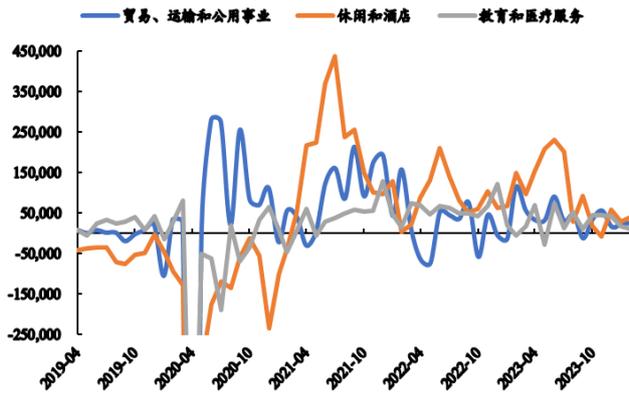
图表：美国ADP新增私营就业人数分类



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

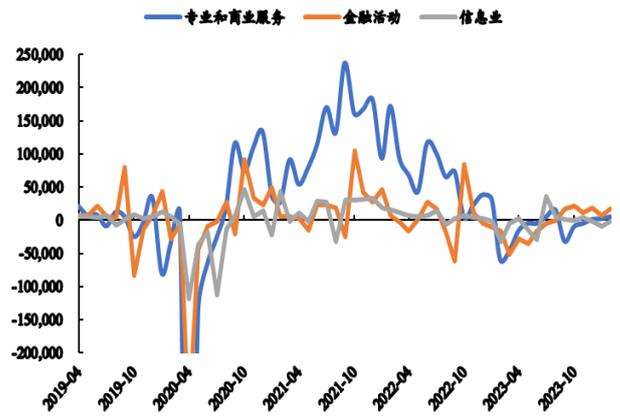


图表：美国ADP新增私营就业人数分类



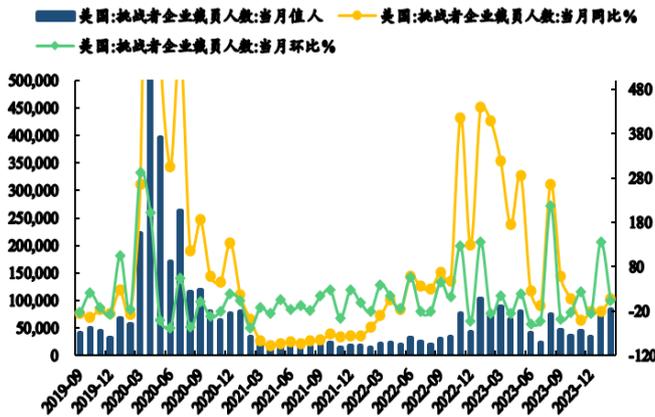
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国ADP新增私营就业人数分类



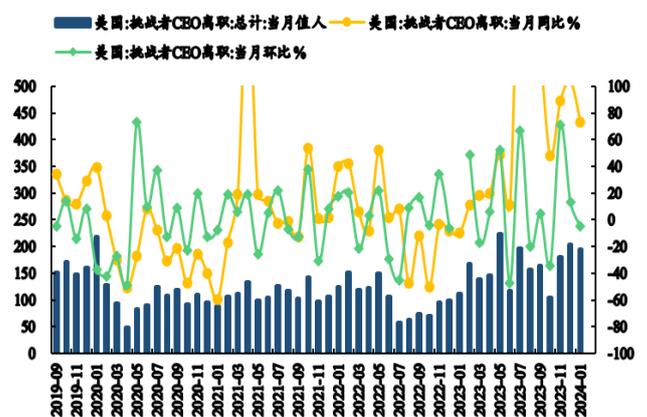
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国挑战者企业裁员人数及增速



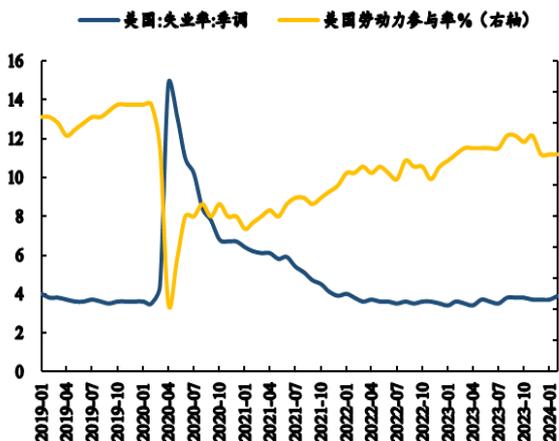
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国挑战者CEO离职人数及增速



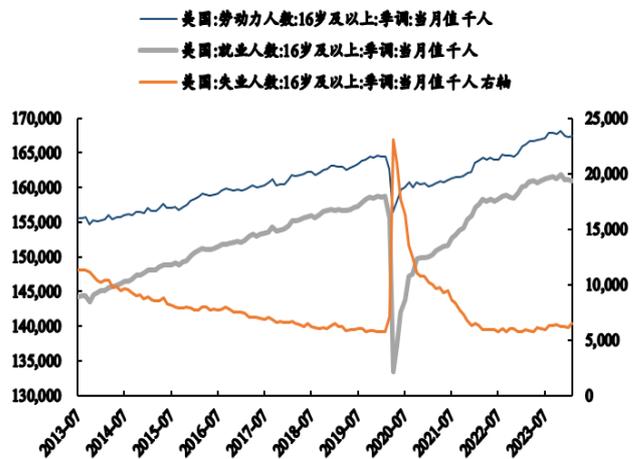
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国1月失业率和劳动参与率维稳



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

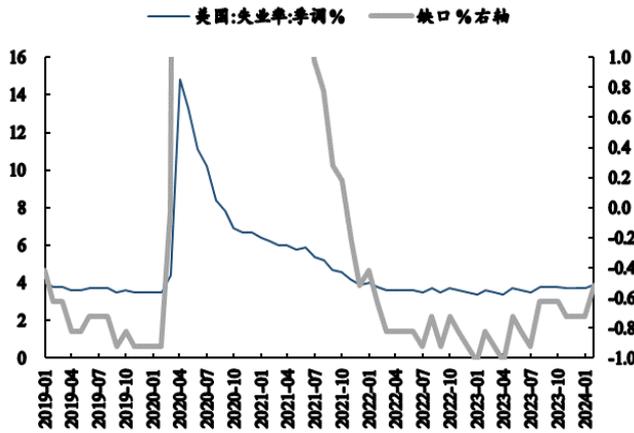
图表：美国劳动力人数、就业人数和失业人数



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

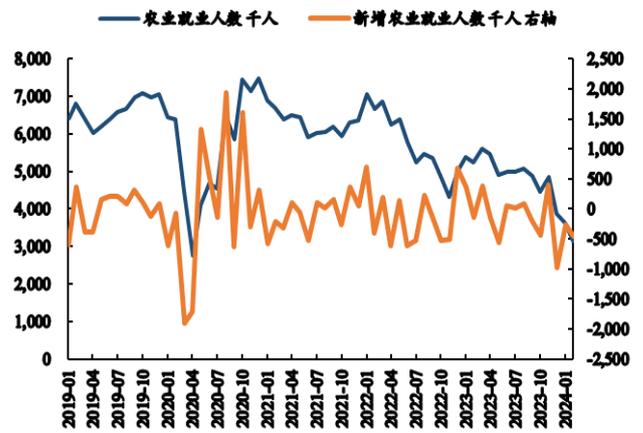


图表：美国实际失业率和自然失业率的劳动力缺口



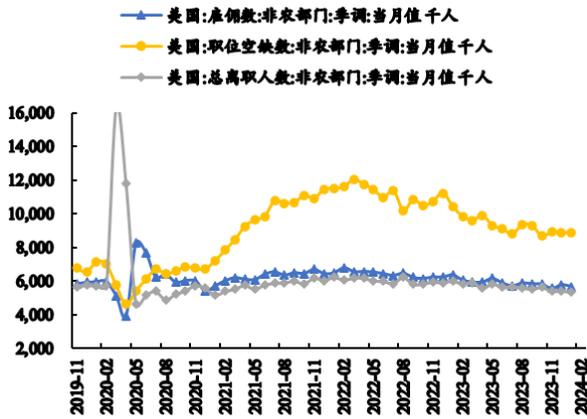
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国农业就业人数及变化



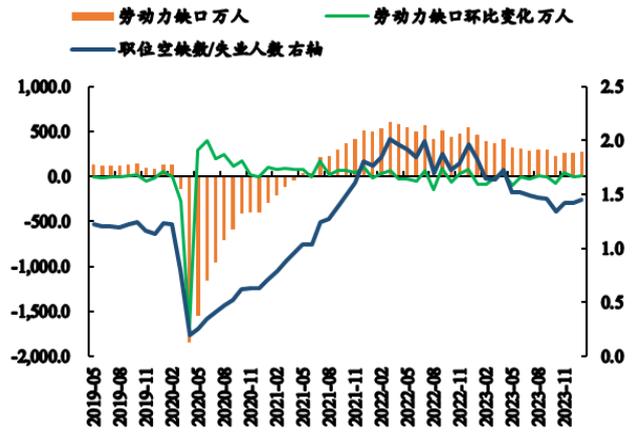
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国去年12月非农部门职位空缺数有所增加



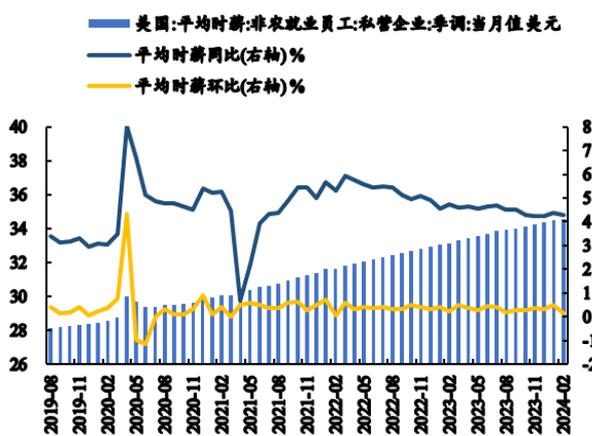
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国劳动力缺口四季度三个月呈小幅扩大走势



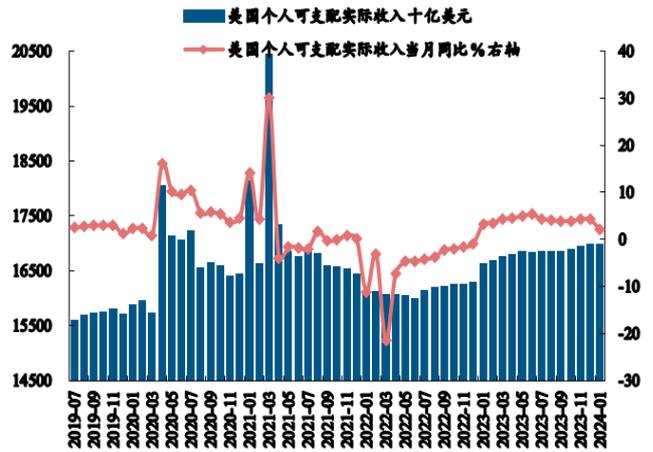
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国平均时薪增速韧性抬升



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国实际个人可支配收入及同比



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所



## 2. 美债行情跟踪

### 2.1 美债收益率

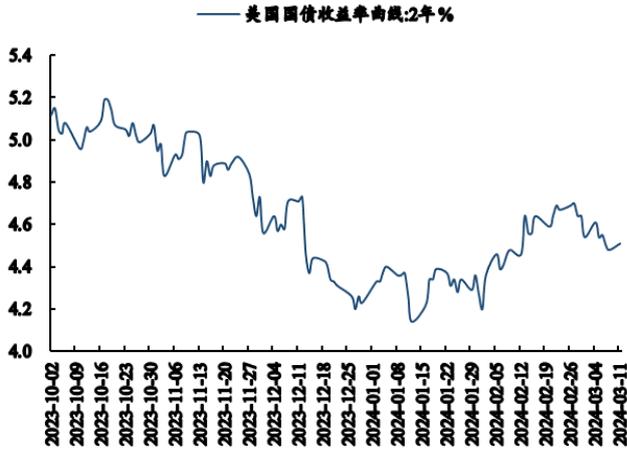
第十周（3.4-3.8）美债收益率持续下行，一周的变化表现为周一小幅上行，而后转为下行，其中短端利率涨跌互现，中长端利率大幅下行 10bp 左右。各期限国债收益率构成的美债期限结构曲线继续走陡。周一债市在第九周上涨基础上向下回调，而后周二各期限美债集体上涨。主要是受到当日公布的 2 月美国服务业 PMI 不及预期、景气度扩张速度放缓的影响。而且分项数据显示物价和就业同步走弱，预示劳动力市场将持续降温。对降息预期起到一定的提振。而周三公布的 1 月职位空缺数继续缩减，周四公布的失业率抬升 0.2pct 至 3.9%，进一步增强了市场对美联储年中降息的信心，截至 3 月 8 日，CME 显示 6 月降息 25bp 概率为 57.44%，6 月和 7 月降息概率分别为 73.34% 和 91.52%。美债收益率持续下行，美元指数则连续 4 个交易日走弱。截至 3 月 8 日收盘，国债 3M、6M 收益率较上周分别上行 4bp、8bp 至 5.46%、5.34%；国债 1M、1Y、2Y、3Y、5Y、7Y、10Y、20Y、30Y 收益率较上周分别下行 3bp、2bp、6bp、7bp、11bp、12bp、10bp、10bp、7bp 分别至 5.51%、4.92%、4.48%、4.25%、4.06%、4.08%、4.09%、4.36% 和 4.26%。

第十周（3.4-3.8）美债期限利差较上周走阔，倒挂情况和上周相比大幅加深。截至 3 月 8 日收盘，国债 5Y-3Y、10Y-3M、10Y-1Y、10Y-2Y、10Y-3Y 期限利差倒挂程度分别加深 3bp、15bp、10bp、6bp、3bp 至 -18bp、-138bp、-85bp、-41bp、-16bp；国债 10Y-7Y 期限利差由倒挂 1bp 转为正常利差 1bp；国债 10Y-5Y 期限利差未变，仍为 2bp；国债 30Y-10Y 利差走阔 2bp 至 16bp。第十周（3.4-3.8）中美 10Y 国债收益率利差倒挂程度小幅缓解。截至 3 月 8 日收盘，中美 10Y 国债利差为 -180.75bp，与上周相比倒挂程度缓解了 1.5bp，主要是我国 10 年期国债收益率在央行降准和定向降息的政策作用下大幅，下行幅度超过了 10 年期美债。第十周（3.4-3.8）美国信用利差小幅走阔。截至 3 月 8 日，穆迪 Baa 级企业债收益率下行 8bp，10 年期国债收益率下行 10bp，推动信用利差上行 2bp 至 159bp。截至 3 月 8 日收盘，美国 TED 利差指数有所下降，由 0.17 回落至 0.12，恢复到了今年 1 月上旬的平均水平。10 年期国债收益率和有效联邦基金利率之间的利差也仍处于倒挂状态，-120bp 至 -100bp 区间内波动。随着近两



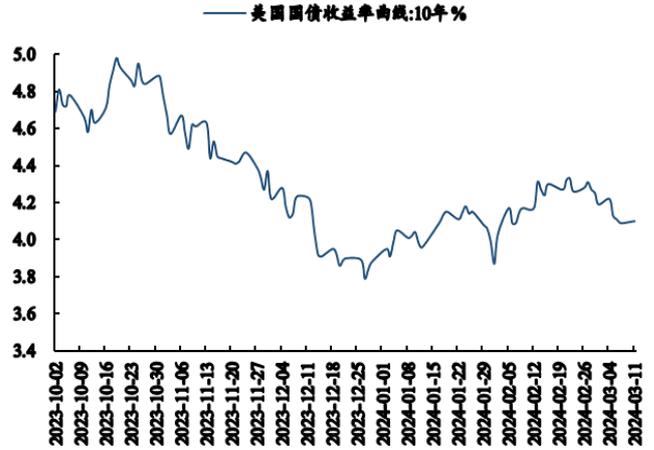
周美债利率下行，利差倒挂程度也有所加深。截至3月8日，10Y国债-EFFR利差为-124bp，较第九周加深了10bp。

图表：美债收益率2Y



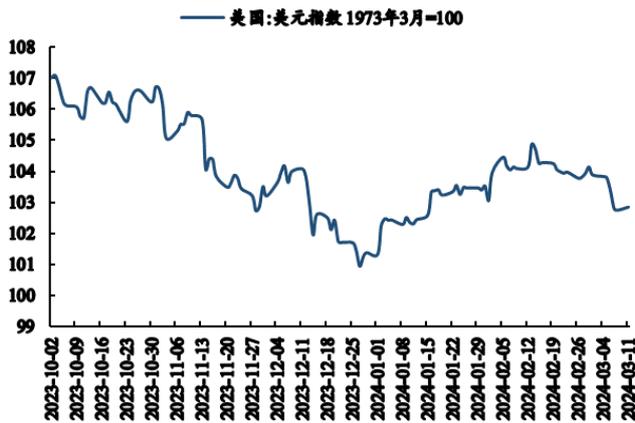
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美债收益率10Y



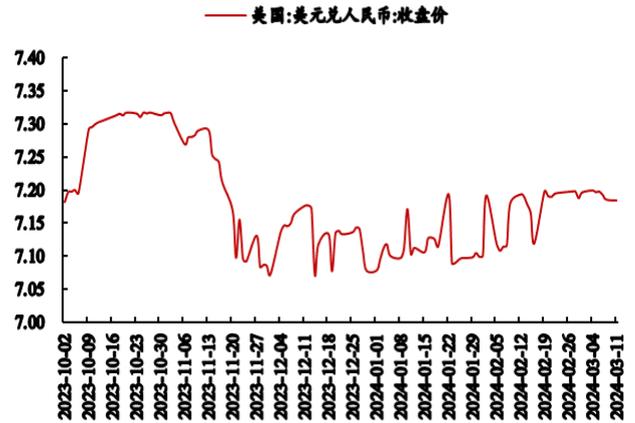
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

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（3.4-3.8）盘中走势



资料来源：Wind，南京证券研究所

图表：6月降息概率变化

6月概率 (%)		利率 (BPS)				降息概率
		450-475	475-500	500-525	525-550	
周一	2月12日	6.83	43.53	41.85	7.79	92.21
周二	2月13日	1.51	20.18	52.1	26.21	73.79
周三	2月14日	2.21	25.66	53.84	18.26	81.71
周四	2月15日	2.21	25.67	53.74	18.37	81.62
周五	2月16日	1.48	19.13	55.31	24.08	75.92
周一	2月19日					
周二	2月20日	1.5	21.74	53.88	22.87	77.12
周三	2月21日	1.01	19.06	52.86	27.07	72.93
周四	2月22日	0.51	14.33	52.01	33.15	66.85
周五	2月23日	0.35	12.89	52.31	34.46	65.55
周一	2月26日	0.12	7.04	53.83	39.01	60.99
周二	2月27日	0.14	8.05	49.73	42.07	57.92
周三	2月28日	0.34	10.19	52.68	36.8	63.21
周四	2月29日	0.33	10.16	52.81	36.7	63.3
周五	3月1日	0.59	16.59	56.84	25.98	74.02
周一	3月4日	0.21	11.41	52.69	35.69	64.31
周二	3月5日	0.43	12.77	59.23	27.57	72.43
周三	3月6日	0.48	13.73	55.16	30.62	69.37
周四	3月7日	0.59	16.53	57.09	25.78	74.21
周五	3月8日	0.54	15.36	57.44	26.65	73.34
周一	3月11日	0.2	11.9	59.6	28.4	71.7
周二	3月12日	0.3	12.3	59.4	28	72

资料来源：CME，南京证券研究所

图表：7月降息概率变化

7月概率 (%)		利率 (BPS)					降息概率
		425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	
周一	2月12日	5.5	36.41	42.18	14.4	1.51	98.49
周二	2月13日	0.94	13.09	39.97	36.05	9.96	90.05
周三	2月14日	1.51	18.21	44.88	29.59	5.82	94.19
周四	2月15日	1.56	18.7	45.4	28.89	5.46	94.55
周五	2月16日	0.91	12.42	41.56	35.95	9.15	90.84
周一	2月19日						
周二	2月20日	0.99	14.89	43	33.38	7.75	92.26
周三	2月21日	0.62	12.2	40.02	36.87	10.29	89.71
周四	2月22日	0.28	8.22	35.36	41.49	14.65	85.35
周五	2月23日	0.2	7.61	35.7	41.98	14.52	85.49
周一	2月26日	0.07	3.84	32.18	45.87	18.05	81.96
周二	2月27日	0.08	4.39	30.45	45.62	19.47	80.54
周三	2月28日	0.2	6.24	35.66	43.16	14.74	85.26
周四	2月29日	0.19	6.02	34.84	43.48	15.46	84.53
周五	3月1日	0.41	11.5	44.04	35.79	8.26	91.74
周一	3月4日	0.12	6.69	35.3	42.85	15.04	84.96
周二	3月5日	0.26	7.83	40.61	40.25	11.05	88.95
周三	3月6日	0.29	8.42	38.56	40.46	12.27	87.73
周四	3月7日	0.38	10.81	42.52	37.03	9.26	90.74
周五	3月8日	0.37	10.65	44.06	36.44	8.47	91.52
周一	3月11日	0.1	7.7	42.4	39.6	10.2	89.8
周二	3月12日	0.2	7.8	41.5	39.9	10.6	89.4

资料来源：CME，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	2024/3/1(%)	2024/3/8(%)	w10周涨跌BP(‰)
1M	5.54	5.51	-3
3M	5.42	5.46	4
6M	5.27	5.34	7
1Y	4.94	4.92	-2
2Y	4.54	4.48	-6
3Y	4.32	4.25	-7
5Y	4.17	4.06	-11
7Y	4.2	4.08	-12
10Y	4.19	4.09	-10
20Y	4.46	4.36	-10
30Y	4.33	4.26	-7

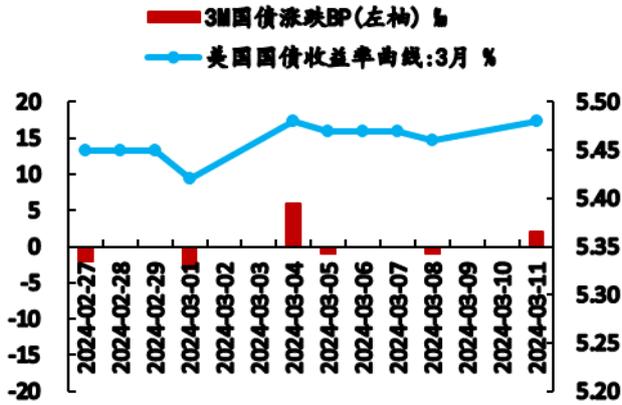
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

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	2024/3/1(‰)	2024/3/8(‰)	w10周涨跌BP(‰)
5Y-3Y	-15	-18	-3
10Y-3M	-123	-138	-15
10Y-1Y	-75	-85	-10
10Y-2Y	-35	-41	-6
10Y-3Y	-13	-16	-3
10Y-5Y	2	2	0
10Y-7Y	-1	1	2
30Y-10Y	14	16	2

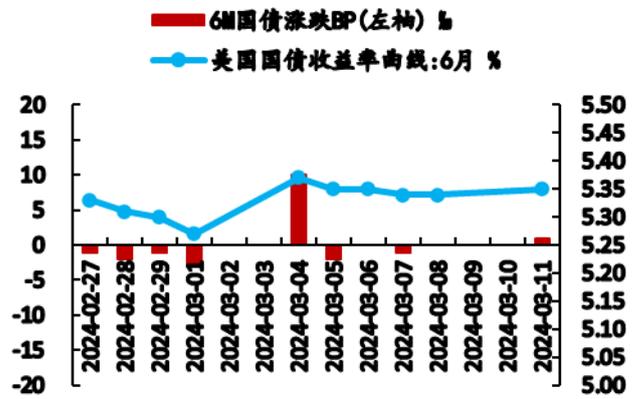
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表：美国3M国债收益率周变化



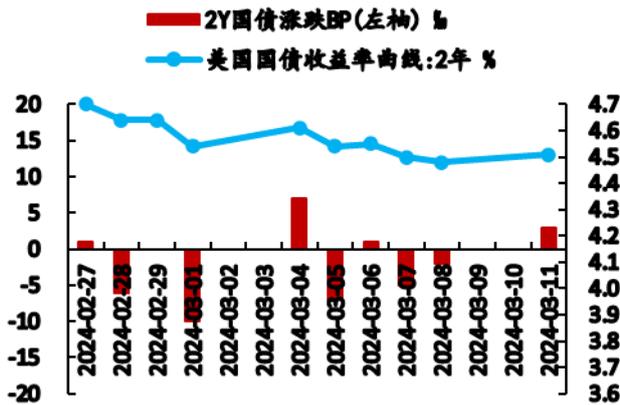
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

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



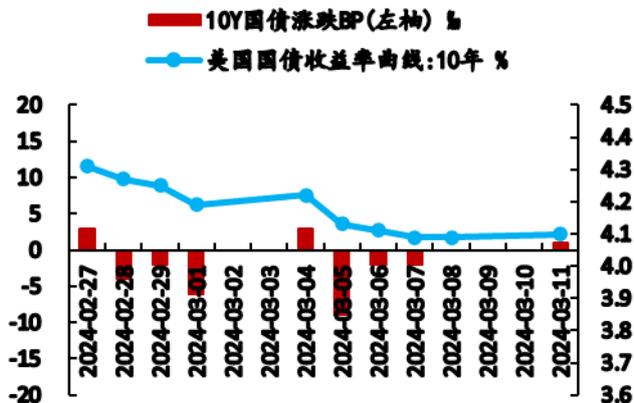
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国5Y国债收益率周变化



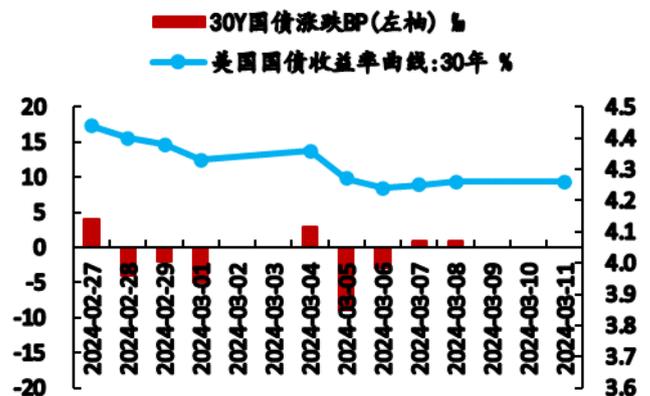
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

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

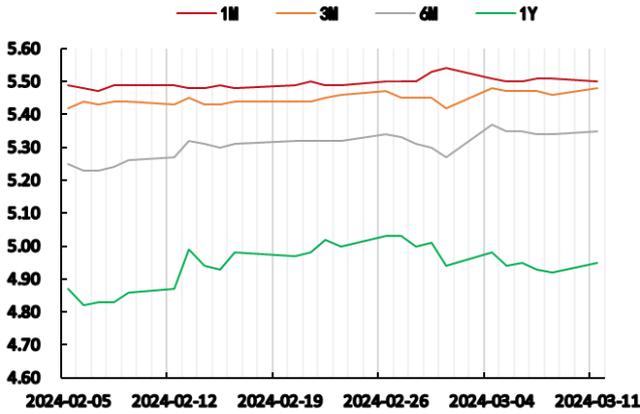
图表：美国30Y国债收益率周变化



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

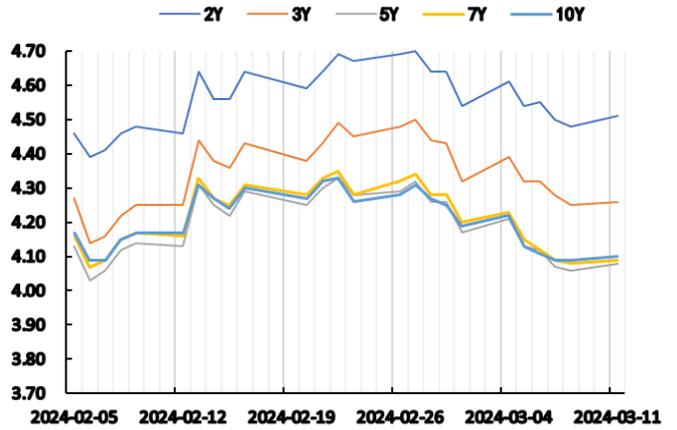


图表：短端利率周走势（%）



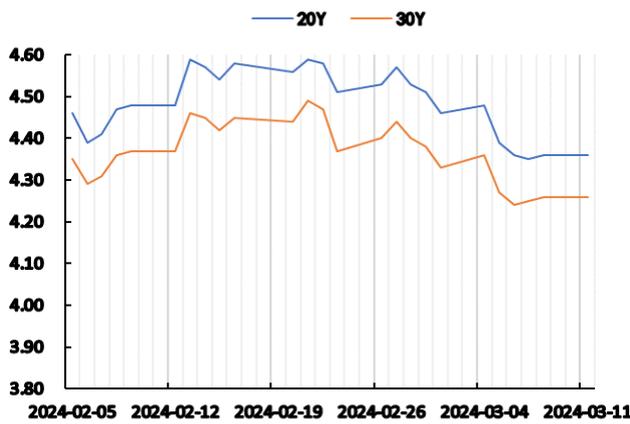
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：中端利率周走势（%）



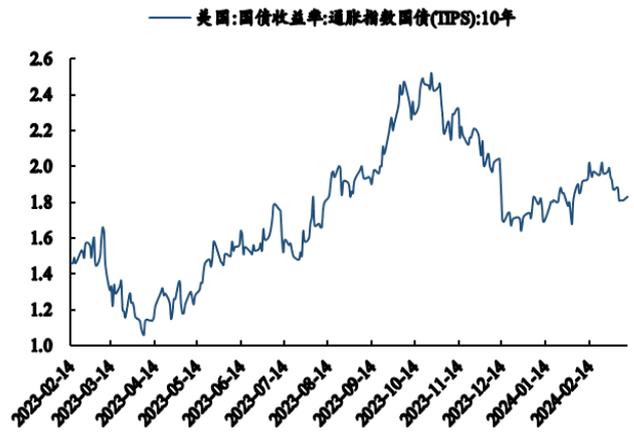
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：长端利率周走势（%）



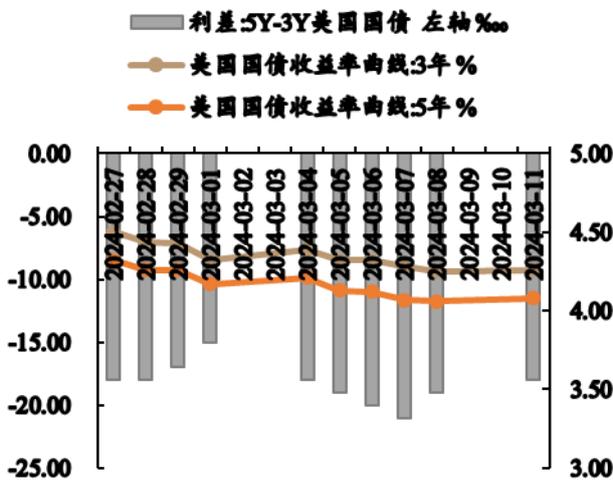
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：十年期通胀保值国债收益率



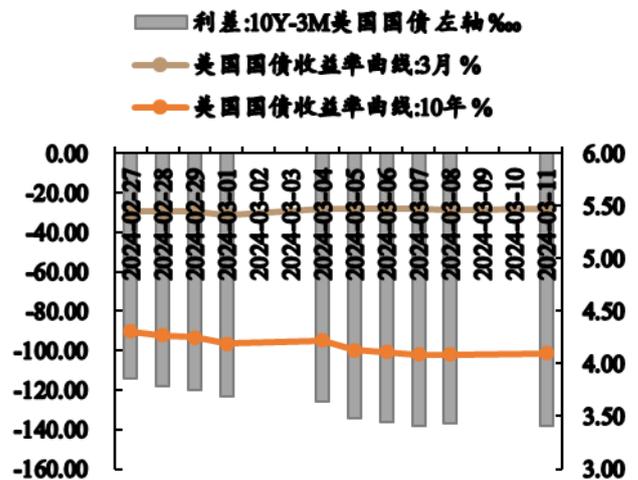
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

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

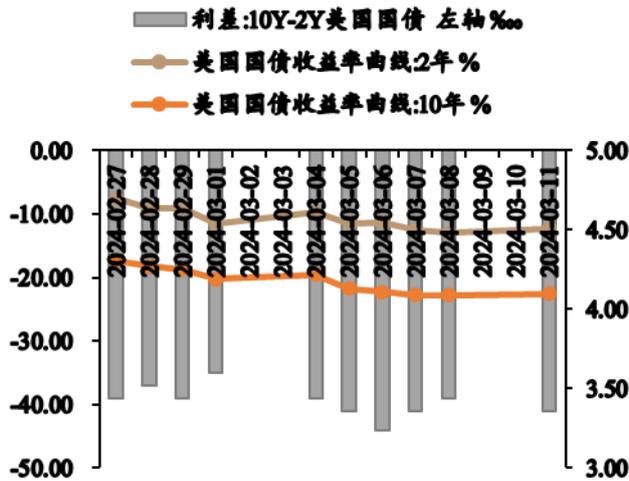
图表：10Y-3M期限利差周变化



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

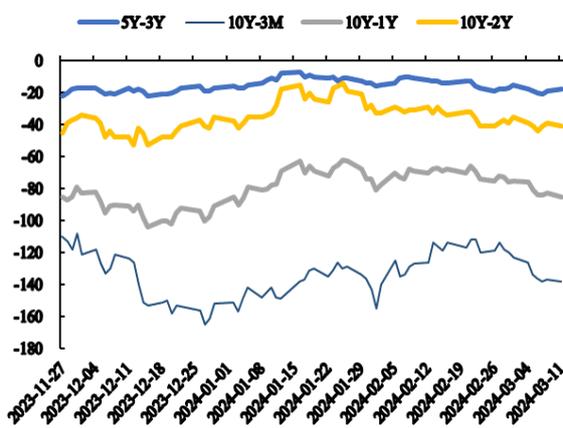


图表：10Y-2Y期限利差周变化



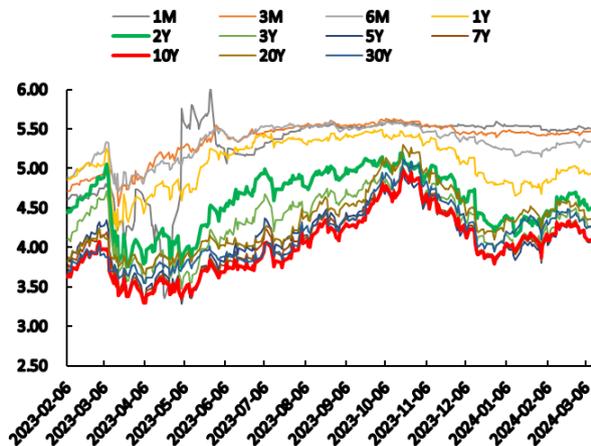
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国国债期限利差倒挂情况



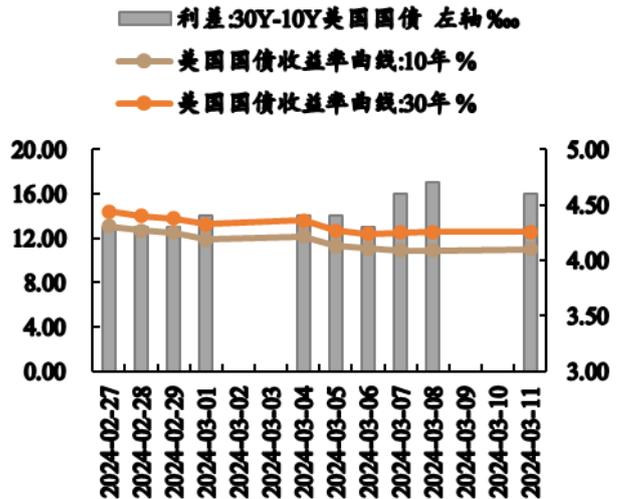
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国各期限国债收益率汇总



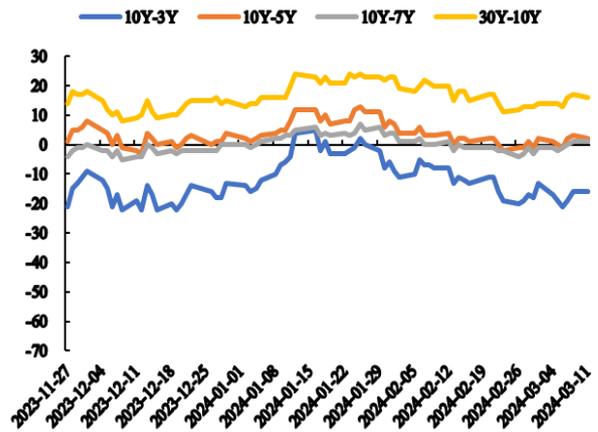
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：30Y-10Y期限利差周变化



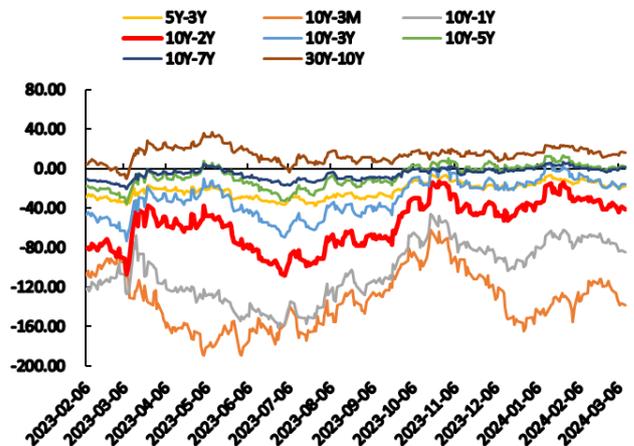
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国国债期限利差



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

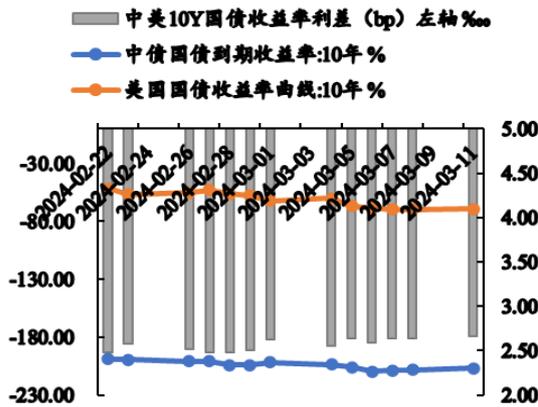
图表：美国国债收益率期限利差汇总



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

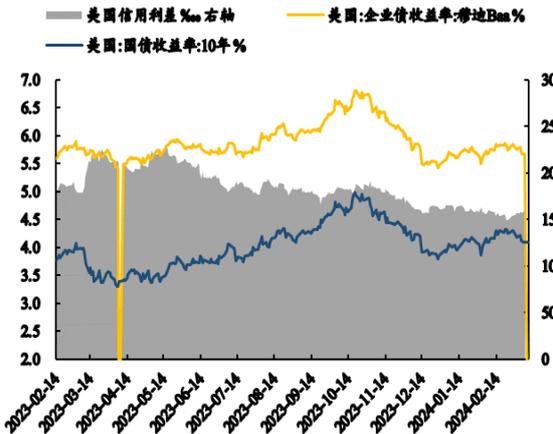


图表：中美10Y国债利差周变化



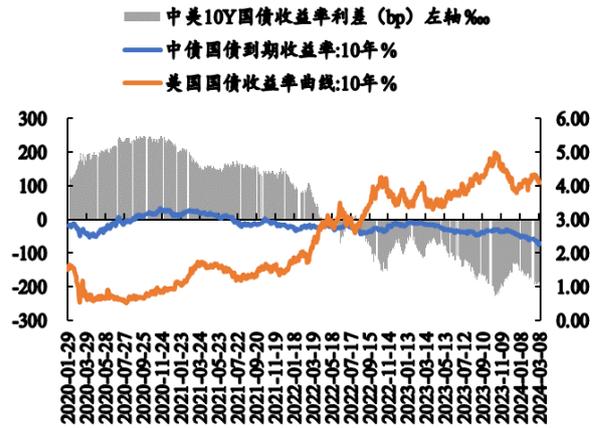
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国信用利差



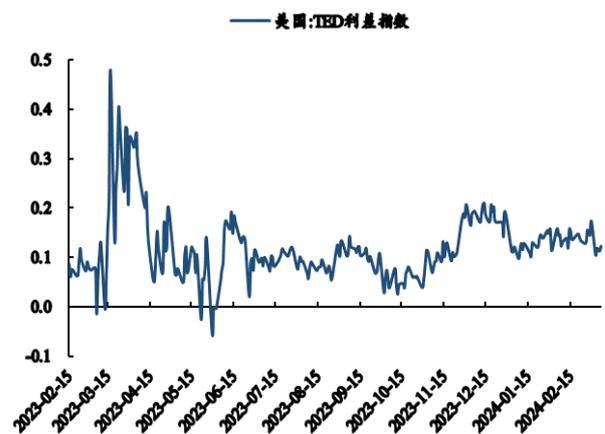
资料来源：Wind，南京证券研究所

图表：中美10Y国债收益率利差



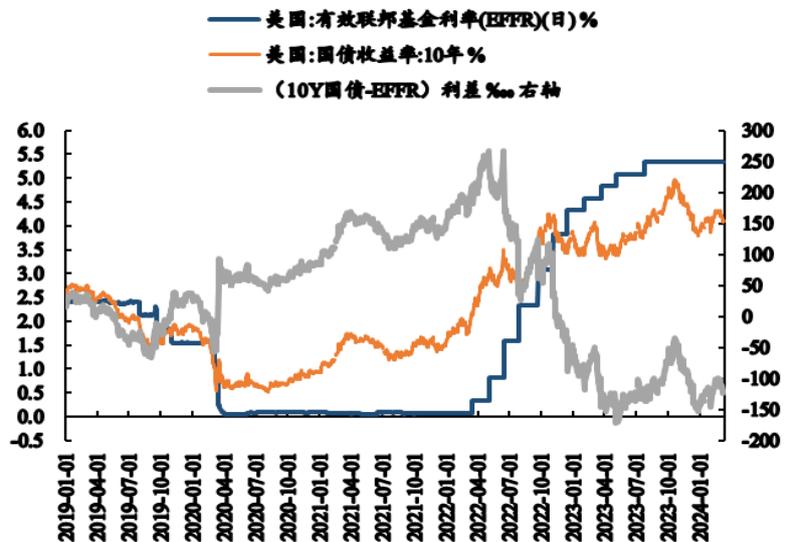
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：美国TED利差指数



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表：（10Y美债-EFFR）利差



资料来源：Wind，南京证券研究所



## 2.1 美债发行

第十周（3.4-3.8）美国国债发行金额达 4748.35 亿美元，与上周相比-2131.39 亿美元，环比-30.98%，均为短期债券，与上周预计本周的发行情况相比额外增加了 5.87 亿美元的短债发行量；下周预计发行国债 3466.25 亿美元，其中短期债券发行量为 2296.26 亿美元，中期债券发行额为 950 亿美元，包括 560 亿美元的 3 年期中债和 390 亿美元的 10 年期中债，此外还有 220 亿美元的 30 年期长债。3 年期中债已于 3 月 11 日拍卖，全场倍数为 2.6。10 年期中债和 30 年期长债分别于第十一周的周二和周三进行投标，后续及时关注拍卖情况。

2 月美国国债总发行量为 2.6 万亿美元，其中短债共发行 2.24 亿美元，中债共发行 3074.1 亿美元，长债共发行 529.1 亿美元，占比分别为 86%、12%和 2%。美债净发行额为 3105.1 亿美元，其中短债、中债和长债分别净融入 2309.9 亿美元、266.1 亿美元和 529.1 亿美元，占比分别为 74%、9%和 17%。高利率环境下，政府发行的债券多为短期债券，中长债占比级小，中期债券由于到期兑付额度较大，导致净融入资金较小。

截至 2024 年 3 月 8 日，美国国债总额已达 34.47 万亿美元，周环比+0.21%，年初至今上涨 0.39%，与 2020 年 3 月 30 日相比上涨 36.16%。其中公众持有的政府债务为 27.41 万亿美元，占比 79.53%，周环比+0.11%；政府持有的政府债务为 7.05 万亿美元，占比 20.47%，周环比+0.58%。截至 3 月 5 日当周，CBOT 美债期货持仓量为 149.24 万张，周环比-2.72%；ICE 美元指数期货持仓量为 2.85 万张，周环比-3.72%。

图表：第十周美国各期限国债新增发行量汇总（亿美元）

期限	2/26-3/1	3/4-3/8	周变化	周环比	本周预计发行	下周预计发行
Bill	4855.81	4748.35	-107.45	-2.21%	4742.48	2296.25
Note	1763.12	0.00	-1763.12	-	0.00	950.00
Bond	260.82	0.00	-260.82	-	0.00	220.00
国债汇总	6879.74	4748.35	-2131.39	-30.98%	4742.48	3466.25

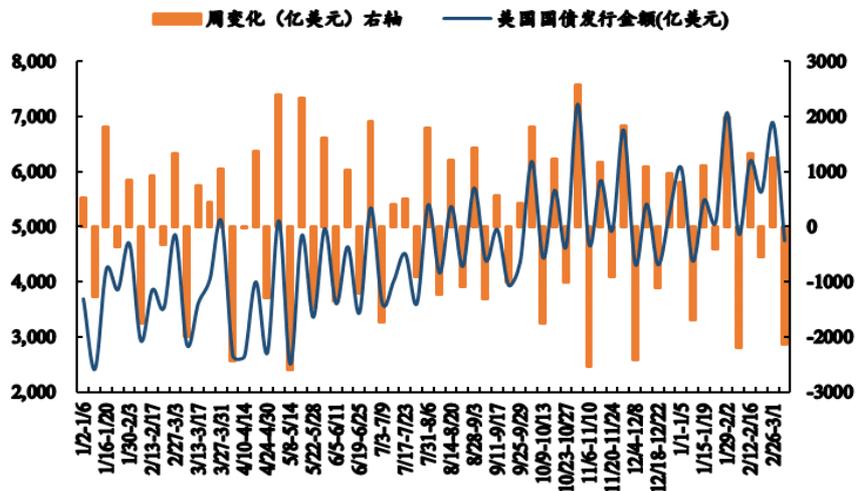
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表：第十周美国各期限国债新增发行具体情况

周二	周四	债券类型	期限	金额(亿美元)	发行收益率(%)
2024-03-05		Bill	4-Week	950.97	5.381
		Bill	8-Week	900.91	5.403
		Bill	17-Week	600.61	5.391
	2024-03-07	Bill	42-Day	800.00	5.392
		Bill	26-Week	702.76	5.313
		Bill	13-Week	793.11	5.384

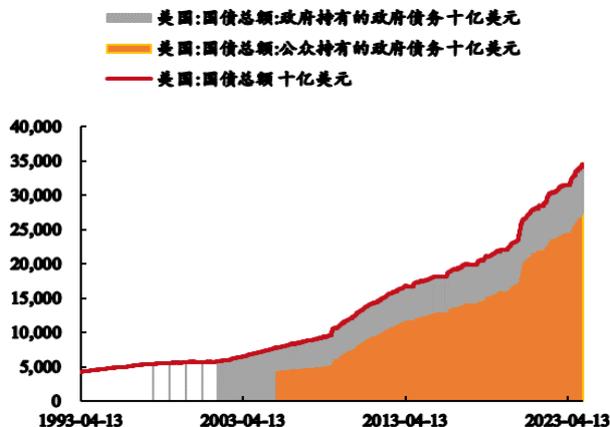
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表：美国国债每周新增发行金额及变化



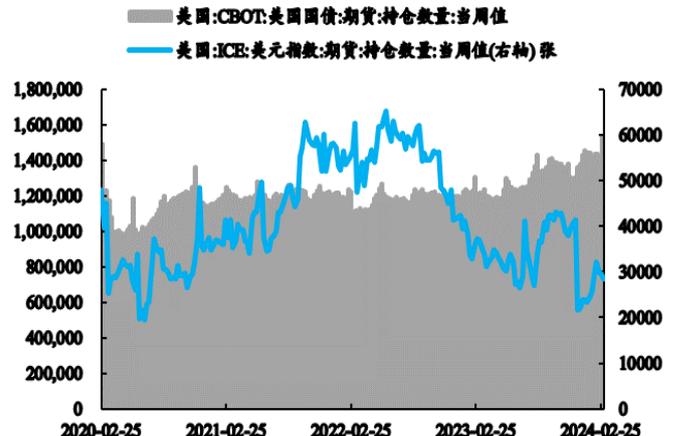
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表：美国国债总额



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

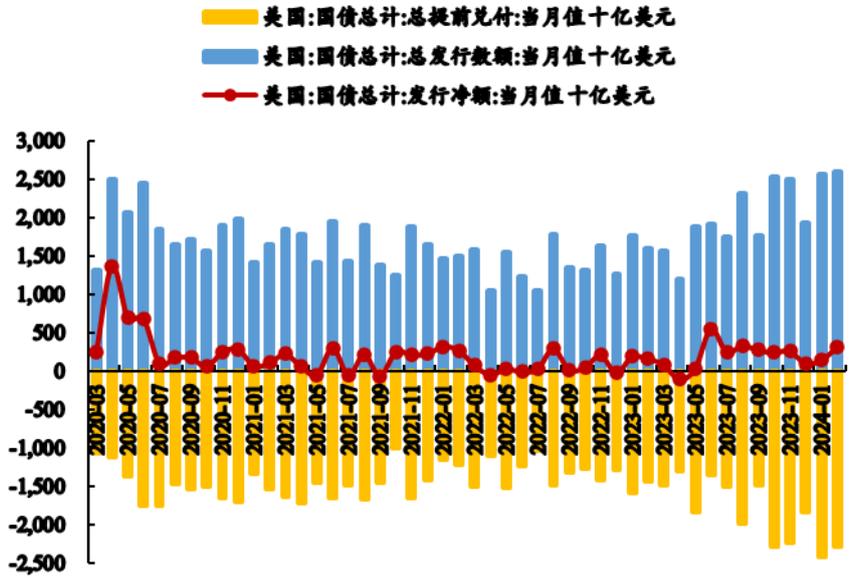
图表：美国国债期货和美元指数期货持仓量



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

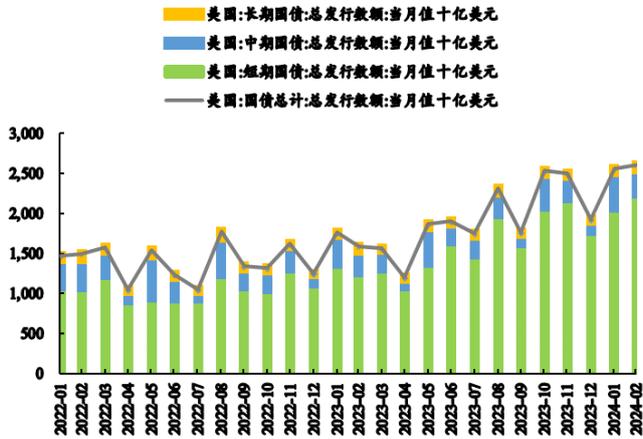


图表：美债每月新增总发行、总兑付和净发行金额



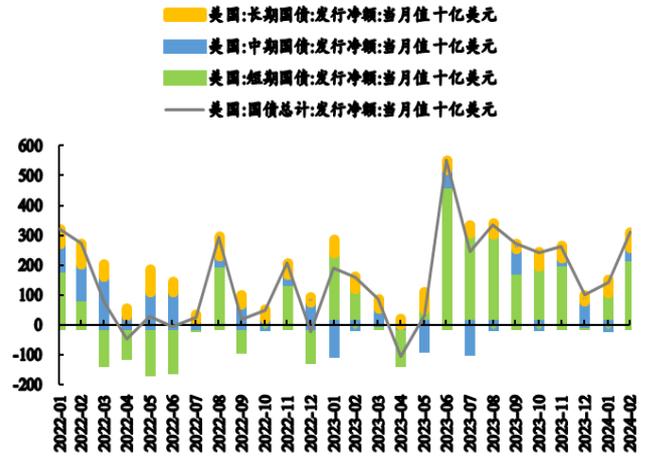
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表：美债每月新增总发行额



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表：美债每月新增净发行额



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。