

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜
吴起睿 张润锋

怎么看美债利率后续走势?

阅读摘要

2024 年初以来随着降息预期不断推迟, 十年期美债利率出现超预期的不降反升走势。十年期美债利率年初至今(截至 5 月 31 日)从 3.88% 上升到 4.51%(幅度 63BP), 十年与两年期限利率倒挂小幅修复。我们的研究认为:

(1) 从资产定价视角看, 实际利率上涨与美联储鹰派预期管理是推升美债利率上行的主要原因, 物价指数虽有反复但十年期通胀基本保持稳定, 风险溢价影响有所钝化; (2) 美债一级市场的供需变动从数量关系上对美债利率的影响有限, 但超预期的“信息冲击”(news shock) 会带来美债利率的即时波动。

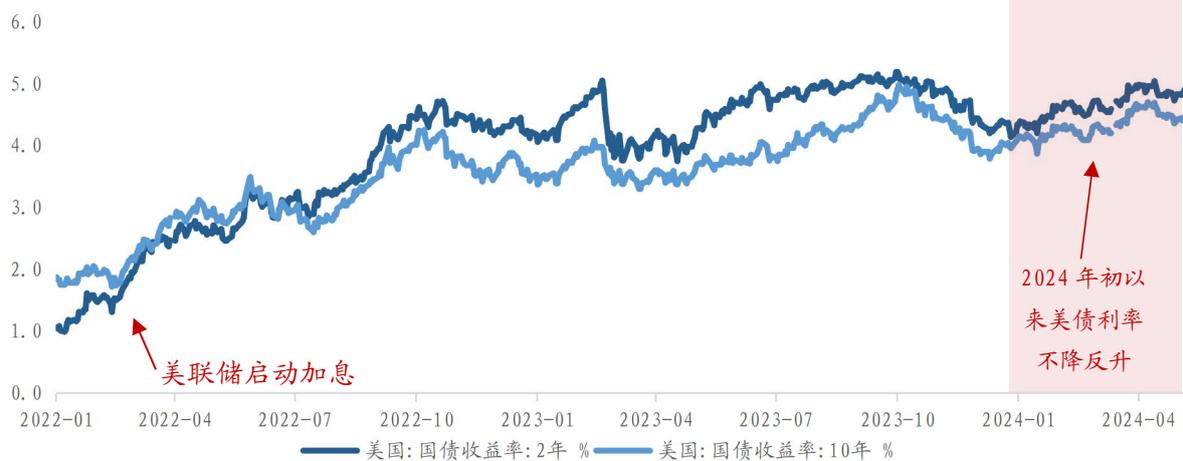
往后看, 随着美联储降息开启(预期为 2024 年 9 月或更晚), 十年期国债利率将逐渐下行。预计两年(即至 2026 年)的通胀预期在 2.2%-2.4% 区间, 十年通胀预期在 2.0%-2.5% 区间。我们的基准预测显示, 2024 年底在多因素作用下, 十年期美债利率预期在 4.0%-4.5% 区间波动, 2025-2026 美债利率预计进一步下行至 3.5%-4.3% 区间。

怎么看美债利率后续走势？

一、2024 年初以来美债利率不降反升，主要由实际利率推动

2024 年初随着降息预期不断推迟，十年期美债利率出现超预期的不降反升走势，年初至今（截至 5 月 31 日）从 3.88% 上升到 4.51%（幅度 63BP），十年与两年期限利率倒挂小幅修复。（1）从资产定价视角看，实际利率上行与美联储的鹰派预期管理是推升美债利率上行的主要原因，物价指数虽有反复但十年期通胀基本保持稳定，风险溢价影响有所钝化。（2）美债一级市场的供需变动从数量关系上对美债利率的影响有限，但超预期的“信息冲击”（news shock）会带来美债利率的即时波动（见图表 1）。

图表 1：2 年、10 年期美债利率走势



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（一）实际利率上行与美联储鹰派管理是年初以来美债利率上行的主要原因

年初至今，美债名义利率上行 63BP，其中 44BP 来源于实际利率的上涨，占比近 70%。实际利率推升十年期美债名义利率的规律自 2022 年初以来一直持续：该段时间内，十年期的通胀预期基本保持稳定在 2.3% 左右，绝大部分的上涨动能均来源于实际利率上行。

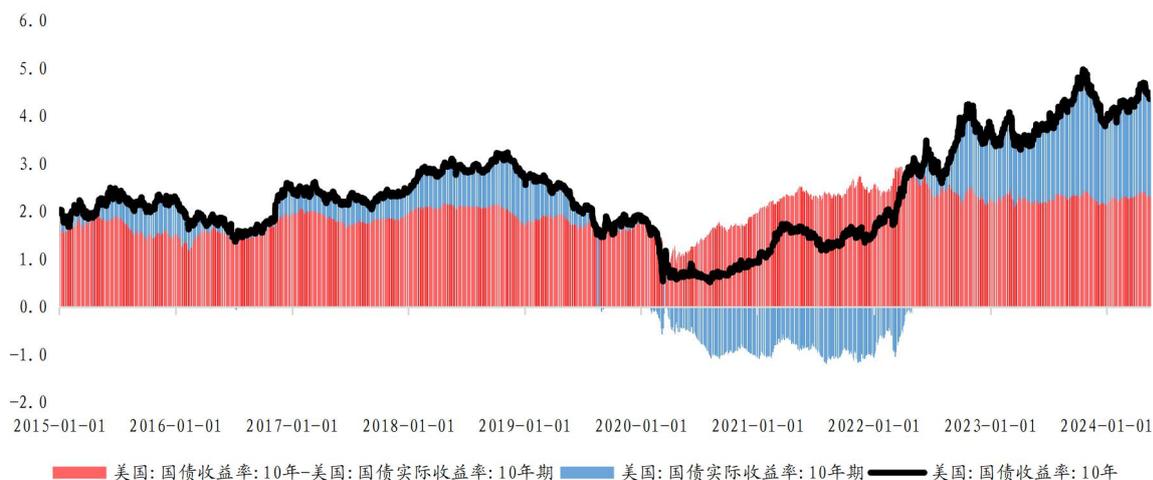
实际利率持续上行，前期公布的美国经济数据呈现超预期韧性是主要推升因素。按照一般规律，美债实际利率与经济表现呈同向变动关系（见图表 3）。2024 年初以来，作为美国核心增长动能的零售表现略有降温但仍具韧性¹、耐用品投资超预期²、就业市场仍然紧张³，持续推升美债实际利率上行。虽然 1 季度美国 GDP 增速放缓至 1.3%（2023 年 Q4：3.4%），但市场对美国长期经济前景整体保持乐观。美联储“鹰声嘹亮”是美债利率上行的另一重要原因。今年以来，美联储鹰派预期管理之下，市场降息预期不断推迟。特别是 4 月中旬，纽约联储主席威廉姆斯、亚特兰大联储主席博斯蒂克提及加息的可能性后，十年期美债利率最高冲破 4.7% 关口。

¹ 1-4 月零售销售环比增速分别为-1.1%、0.7%、0.6%、0%。

² 1-4 月耐用品新增订单环比分别为-3.8%、1.2%、0.8%、0.7%。

³ 截至 2024 年 4 月美国就业市场仍存在约 150 万的供需缺口。

图表 2：十年期美债利率的上升主要由实际利率推动



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 3：十年期美债实际利率与 GDP 增速相关性强



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）年初以来十年期通胀预期相对稳定，对美债利率上行的拉动有限

年初至今，美债名义利率上行 63BP，其中 19BP 来源于通胀预期上涨，占比约 30%。十年期通胀预期总体较为稳定、仅有小幅上行。2024 年 1-3 月，美国 CPI 同比增速上升（1 月：3.1%，2 月：3.2%，3 月：3.5%），不仅仍远高于美联储 2% 的通胀目标，且出现二次抬头迹象。4

月 CPI 同比增速虽略放缓至 3.4%，但短期内能否延续降温尚需更多月份数据佐证。同期，十年期美债利率隐含的通胀预期仅从年初的不足 2.16% 略升至 5 月末的 2.35% 左右。

避险情绪对美债利率的影响逐渐钝化。2024 年上半年乌克兰危机、巴以冲突复杂形势延续。但美债利率受影响较小，例如：5 月 11 日俄乌双方在乌克兰第二大城市哈尔科夫交锋，当日十年期美债收益率仅下降 2BP；5 月 19 日伊朗总统坠机身亡，十年期美债收益率反升 2BP（按照一般规律，避险情绪升温、美债利率下降）。

（三）美债供需对十年期美债利率影响有限，但超预期的“信息冲击”（news shock）会带来即时波动

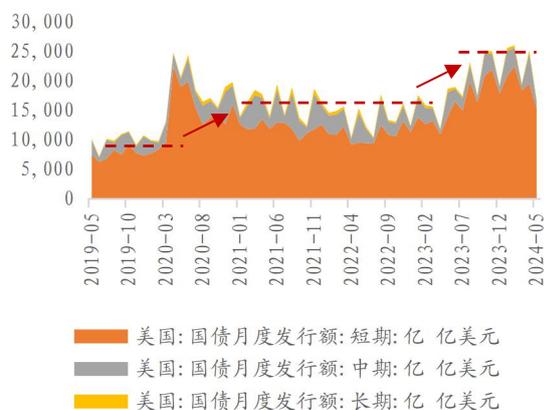
美债一级市场发行、拍卖情况与美债利率相关性较弱（见图表 6），仅在供需出现超预期“信息冲击”（news shock）时会对利率造成明显冲击。例如，2023 年 10 月，美国财政部的借贷计划远超市场预期，长端债券供给激增，进而 30 年期国债拍卖低迷，长期美债利率大幅升高。

2024 年 1-5 月，美国国债发行额 11.3 万亿美元、创记录高位。为避免 2023 年 10 月债券发行超预期对市场冲击的重演，本次美国财政部有意降低发债久期⁴，以减少对利率敏感型投资者的影响。总体来看，**2024 年上半年美债需求仍显疲弱**，特别是中期、长期限美债竞拍倍数下

⁴ 即增加短期债券发行，减少中期、长期债券发行。

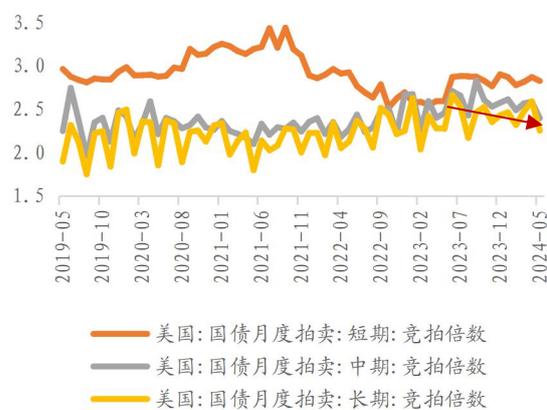
行，中长端美债利率受到一定向上支撑，但是支撑力量有限。

图表 4：美债发行规模



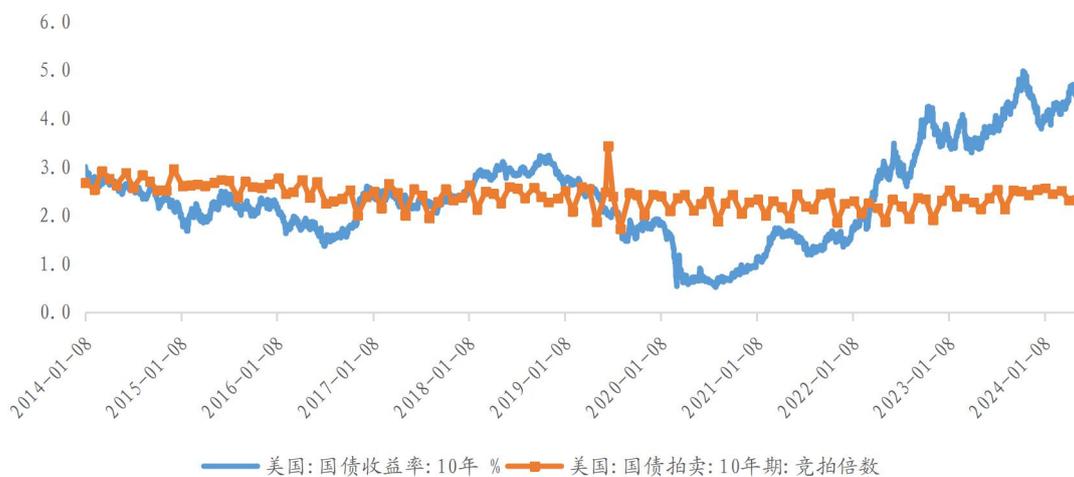
数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 5：美债竞拍倍数



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 6：十年期美债利率与美债供需相关性弱



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

二、十年期美债利率或在 2024 年 9 月左右开始下行，2024 年底预期在 4.0%-4.5% 区间波动，2025-2026 年利率中枢预计进一步下行至 3.5%-4.3% 区间

往后看，十年期美债利率走势的主要影响因素包括：

(1) 通货膨胀预期：预计两年（即到 2026 年）通胀预期

在 2.2%-2.4% 区间、十年通胀预期在 2.0%-2.5% 区间；（2）短期内，美联储降息时点是主要影响因素：目前预期美联储首次降息时点在 2024 年 9 月或更晚，一旦降息预期明确十年期国债利率预将开始趋势下行；（3）更长期内，实际利率是美债名义利率走势的重要影响因素。我们的预测显示，2024 年底在多因素作用下，十年期美债利率预期在 4.0%-4.5% 区间波动，2025-2026 预计进一步下行至 3.5%-4.3% 区间。

图表 7：十年期美债收益率预测



数据来源：费城联储、克利夫兰联储、美国国会预算办公室（CBO）、Macrobond、Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（一）美联储 2026 年底实现 2% 通胀目标的难度较大，十年通胀预期预计在 2.0%-2.5% 区间

美国通胀数据波动性较大，难以抑制的趋势逐渐明显。我们认为美联储“通胀的锚在 2%”的政策目标在 2026 年底实现的难度很大。目前影响通胀走势的主要因素来源于

核心通胀（或“超级核心通胀”）的波动，两年（2026年）通胀预期约为2.2%-2.4%，十年通胀预期约为2.0%-2.5%，距美联储锚定值2%仍有距离。

首先，核心通胀料缓步降温，其中非住房核心服务粘性较强，住房服务与核心商品通胀下行趋势较明显⁵。（1）非住房核心服务：受劳动力市场影响较大，短期料仍具有一定黏性。非农薪资同比增速与其相关性较强（领先约1年，见图表8）。目前非农薪资增速为3.9%，仅回落至一年前（4.7%）的84%。往后看，因劳动力市场供需紧张程度放缓仍需时日，推测未来非住房核心服务仍具备一定粘性。

（2）住房服务：受房价影响较大，短期或延续缓慢下行态势。从经验角度看，Zillow房价指数同比增速领先住房服务通胀约1-1.5年（见图表9）。Zillow房价指数同比增速自2021年年中起逐步下跌，2023年7月触底。依循前述历史经验，2024年下半年住房服务通胀仍有一定下行概率。从供需角度看，一方面，2023年住房低库存、住宅资本支出增长偏慢的情形预计在降息催化下缓解；另一方面，降息对住房需求预计有所提振、但面临着薪资收入及财政补贴下滑、房价高企⁶等不利因素的掣肘，综合供需两端因素看，住房通胀下行斜率预将以较为平缓的路径向疫情前均值⁷收敛。

⁵ 截至2023年3月的最新数据显示，非住房核心服务、住房服务、核心商品在CPI篮子中权重分别为24.8%、36.2%、18.7%，三者合计约占80%。

⁶ 目前美国Zillow房价指数已超过2022年的前高，且较疫情前高出45.0%。

⁷ 即2019年1-12月住房服务同比增速均值3.4%。

(3) 核心商品通胀受机动车影响较大⁸，预期延续下行。超额储蓄逐步耗尽、薪资增速逐步下行制约耐用品销售，年初以来机动车零售表现渐现疲软迹象⁹。往后看，未来两年核心商品价格反弹预计有限，料延续目前下跌态势。

图表 8：非农薪资同比增速领先非住房核心服务同比增速约 1 年，相关性超 60%



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 9：Zillow 房屋价格指数增速领先住所同比增速约 1 年，相关性超 70%



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

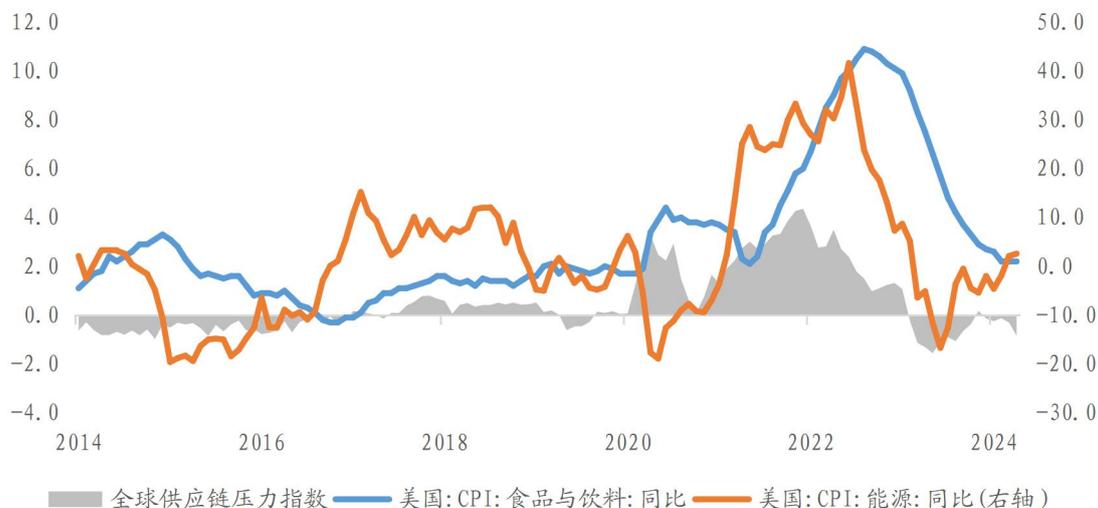
其次，食品及能源价格料呈温和上涨态势。目前供应链压力自疫情冲击中恢复，纽约联储全球供应链压力指数自 2023 年 2 月起保持在 0 以下的低位，部分缓解食品及能源价格压力。但往后看，地缘形势复杂演绎、全球制造业景气趋势回升预计仍对能源价格有支撑，并同步影响¹⁰食品价格；同时，根据 WMO（世界气象组织）预测，拉尼娜现象回归概率较大、潜在抬升全球农作物价格。

⁸ 机动车约占核心商品权重的 1/3，且机动车价格波动相对较大。

⁹ 2024 年 4 月美国零售销售较去年末增长了 0.3%，但其中机动车销售减少了 1.1%。

¹⁰ 食品、能源价格呈现正相关性。

图表 10：随着供应压力减轻，食品、能源价格上涨料转温和



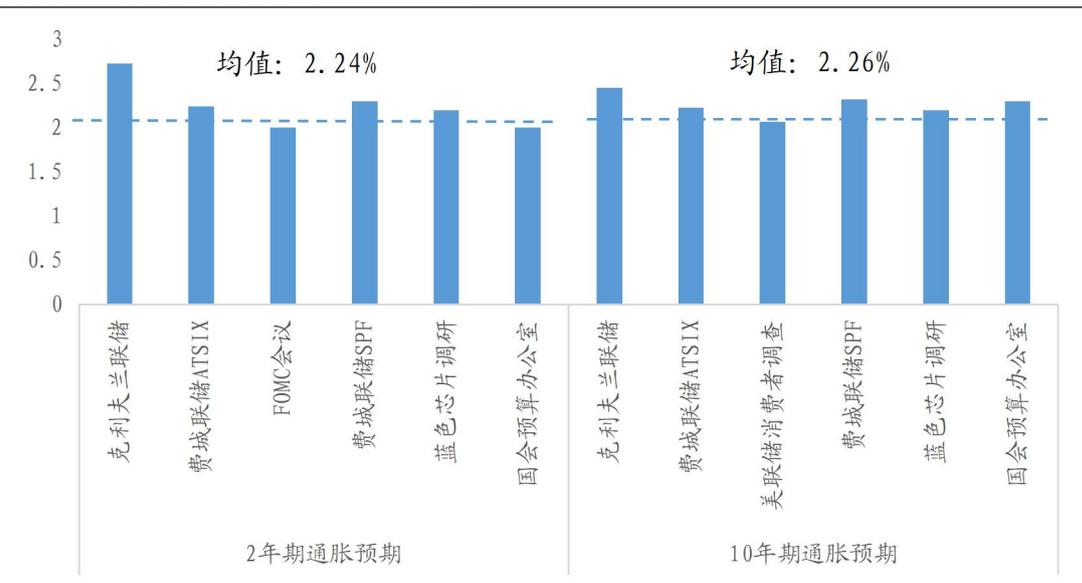
数据来源：WIND、纽约联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

对于十年期的通货膨胀预期，市场预测值基本落在 2.0%-2.5% 区间，均值为 2.26%。其中，最高值 2.5% 是由克利夫兰联储给出的，最低值 2% 是由 Blue Chip Survey 给出的。当然，也有研究¹¹认为，从利率期限结构角度来看（term structure），通胀预期的最低点出现在十年，超过十年的通胀预期会持续上升。对于两年期的通货膨胀预期，机构预测值基本落在 2.0%-2.7% 区间，均值为 2.24%。相关机构包括：克利夫兰联储、费城联储 SPF、ARUOBA、国会预算办公室 CBO、Blue Chip Survey¹² 等。其中，最高数值是由克利夫兰联储给出的（2.7%），最低值是 FOMC 公布的经济预测报告（Summary of Economic Projections, SEP）给出的（2%）。

¹¹ 克利夫兰联储使用美债利率、通胀、通胀掉期等数据估测了未来 1 至 30 年的通胀预期。结果显示，通胀预期从 1 年到 10 年呈现下行趋势，从 10 年到 30 年有所上行。

¹² Blue chip survey 由 Wolters Kluwer 每月发布，该调查对美国顶尖商业经济学家进行了民意调查，收集了他们对美国经济增长、通货膨胀、利率以及未来商业活动的其他一系列关键指标的预测。

图表 11：两年期与十年期通货膨胀预测



数据来源：WIND、纽约联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）降息预期是影响年内美债利率走势的最重要因素，年底前或在 4.0%-4.5% 区间

美国通胀数据的波动不仅推升了未来的通胀预期，同时也令美联储降息预期被推迟在 9 月或者更晚开始。目前美联储观察 FedWatch 9 月降息的概率围绕 50% 上下波动。关于降息幅度，12 月 FedWatch 定价的概率分布结果显示，全年累计降息 39.1BP。综合最新的通胀、经济增长、劳动市场数据、以及货币市场定价隐含信心，基于我们的美联储货币政策决策“四边形模型”，我们调升 2024 年内降息一次、额度 25BP 的可能性。

对于市场目前出现的加息可能性的讨论，美联储官员态度存在明显分歧。5 月初鲍威尔讲话中提到加息可能性非常低，但 5 月 28 日明州联储主席卡什卡利在讲话中重提“根据数据，不完全排除有年内加息的可能”。从货币

市场定价信号来看，交易员对加息可能性持开放态度¹³：美联储观察（FedWatch）显示年内加息 25BP 的可能性约在 0.4%左右。我们认为，2024 年内加息的可能性很低，美联储官员态度更多在于引导市场预期。

图表 12：美联储观察（FedWatch）定价分布



数据来源：WIND、纽约联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

综合判断，十年期美债利率在 2024 年 6 月-9 月之间围绕 4.5%水平震荡，从 9 月开始将呈缓慢下行趋势，短期内（2024 年底）可能会保持在 4.0%-4.5%的区间范围之内。

（三）实际利率下行是较长时间内影响美债利率走势的主要因素，预计 2025-2026 年下行至 3.5%-4.3%区间

解构来看，长期推动美债利率下行的主要因素来源于实际利率的下行。回溯美国 1980 年以来的加息周期，存在 4 次利率平台期¹⁴，其中有两次后续实现经济软着陆（即

¹³ 不排除交易数据有算法交易（Algorithmic trading）带来的扰动。

¹⁴ 即从美联储最后一次加息至开始降息之间。

1995 年及 2018 年加息周期)，根据美联储 DKW 模型¹⁵，本轮加息周期中美债利率结构与 1995 年加息周期更近¹⁶（如图表 13）。参考 1995 年开启降息后情景，实际利率在阶段性下行后，受利于信息技术应用对经济全要素生产率抬升的影响¹⁷，又回升至 2.7%-3.5% 范围波动，中枢略低于利率平台期（即 1995 年 2 月至 1995 年 7 月，见图表 14）。因此类似地，未来实际利率或也略低于本轮利率平台期间，结合本轮人工智能技术（AI）带动经济全要素生产率抬升时间或更滞后¹⁸，预计相应对实际利率的支撑略弱于 1995 年。也即本轮利率平台期后，实际利率将从目前水平（略高于 2%）以较为平缓的速度回落，但显著高于疫情前水平（0.4%，2010-2019 年），预计 2025-2026 年在 1.5%-2.0% 区间，相应的美债利率中枢也将进入高于疫情前常态的新阶段。

¹⁵ DKW 模型将名义美债利率拆分为四个部分，即预期的实际短期利率、预期通胀率、实际期限溢价和通胀风险溢价。预期的实际短期利率主要反映市场对未来资产回报的看法，取决于未来经济增长及政策预期；预期通胀率反映投资者对未来物价水平的预估；期限溢价包含了实际期限溢价和通胀风险溢价，其中实际期限溢价主要反映了未来经济前景、债券供需变化等因素给实际利率带来的不确定性，通胀风险溢价是投资者对未来通胀不符合预期的不确定性的补偿。

¹⁶ 当前实际利率（实际短期利率+实际期限溢价）在美债名义利率中占比约 40%，1995 年实际利率亦占名义利率的相当比例（49.7%）。而 2018 年实际利率对名义利率贡献较小。

¹⁷ 九十年代中期，信息技术的相关创新在美国逐步投入生产并进入市场。根据旧金山联储测算，1996 年一季度至 1997 年四季度全要素生产率约为 2.0%，远高于前两年的 0.2%。

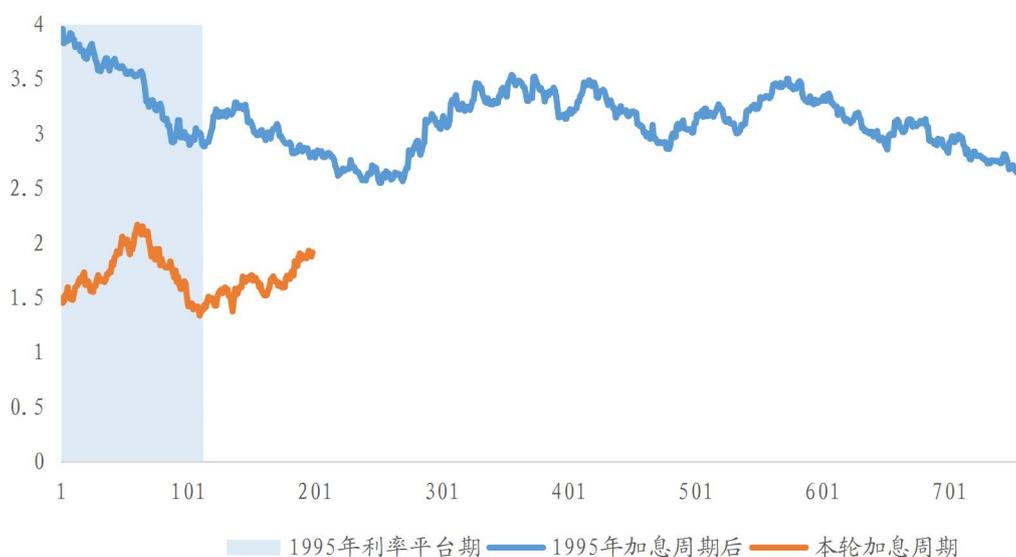
¹⁸ 虽然没有一个明确的统一年份，但多数分析和预测集中在 2030 年左右，作为 AI 可能显著提升经济全要素生产率的一个重要时间节点。

图表 13：1995 年、2018 年利率高位时期中与当前利率高位时期各因子贡献率

	实际利率 ¹⁹	通胀预期	通胀风险溢价
1995. 2. 1-1995. 7. 6	49. 7%	47. 3%	3. 0%
2018. 12. 20-2019. 8. 1	12. 7%	93. 4%	-6. 1%
2023. 7. 27-2024. 4. 30	39. 1%	63. 6%	-2. 7%

数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 14：1995 年加息周期与本轮加息周期实际利率对比（%，横轴为距离最后一次加息天数）



数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

¹⁹ 因 90 年代 TIPS 收益率数据不可得（TIPS 收益率数据自 2003 年始），此处采用美联储 DKW 模型历史数据中实际短期利率、实际期限溢价两者的总和为实际利率的估计值。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**