

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



中國工商銀行（亞洲）

東南亞研究中心

李盧霞 吳起睿 張潤鋒

美債利率還會繼續走強嗎？

閱讀摘要

7月中下旬以來美債利率超預期上行，尤以長端利率為甚，10年期美債利率創2007年以來新高。綜合分析顯示，實際利率上行是本輪美債利率超預期上行的主因。短期內，美國經濟仍有一定韌性、美聯儲延續鷹派預期管理、美國財政部加大發債規模等，仍掣肘美債利率趨勢回落路徑，但在市場共識加息已近尾聲、高利率滯後負面效應逐步顯現背景下，美債利率繼續趨勢性破前高的概率較小，2024年之後料逐步進入下行通道。具體而言：

供需視角看，供給端美債超預期增發預計將在下半年對利率構成階段性支撐，長端利率在四季度面臨的衝擊較大；需求端因海外需求較為穩定、美聯儲縮表後期或趨審慎，短期內對美債利率影響有限。步入2024年，美債供給料逐步回落，相應美債利率支撐力度減弱。

通脹視角看，短期內經濟增長仍有韌性支撐，通脹降溫進程或在四季度有所反復、進而擾動市場11月加息預期，下半年美債利率下行仍有阻力，伴隨數據及政策預期擾動，存在時點性向上跳升可能性，但因實際利率已遠高於中性利率，後續伴隨市場預期轉向降息，美債利率中樞預將隨之趨降。

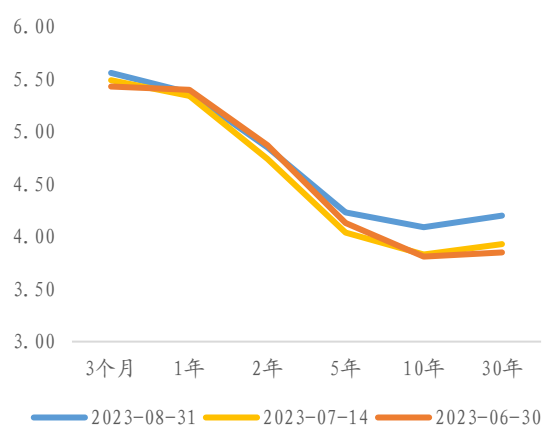
但2024年恰逢美國大選，參考以往經驗，寬財政提振經濟表現背景下政府可能會相機增加美債供給，預計也會對美債利率下行形成一定掣肘，但料不會實質性影響美債利率中樞下行的趨向。

美債利率還會繼續走強嗎？

一、近期長端美債利率快速走升，10 年期美債利率創 2007 年以來新高

7 月中下旬以來美債利率大幅上行、長端利率漲幅高於短端（見圖表 1）。具體看：3 個月、1 年期美債利率較 7 月中下旬上行幅度在 10BP 以內，2 年、5 年利率上行 10-20BP，10 年、30 年利率上行 25-30BP¹。其中，10 年期美債利率在 2022 年 10 月（通脹粘性超預期）、2023 年 3 月（就業數據超預期）後曾兩次突破 4.0%，這一輪上行中 10 年期美債利率於 8 月 22 日盤中一度觸及 4.35% 高點。整體而言，2022 年四季度以來，10 年期美債利率總體在 4.0% 附近呈“W”型震盪走勢（見圖表 2）。

圖表 1：中短端利率上行有限，長端利率抬升明顯



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 2：十年期美債利率第三次突破 4.0%



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

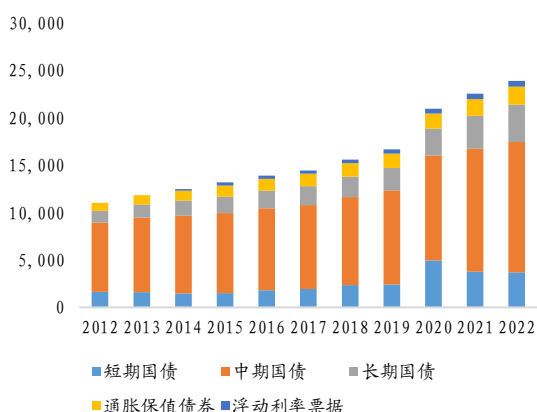
¹ 截至 2023 年 8 月 31 日。

二、近期美債利率為何超預期快速走升，後續走勢怎麼看

（一）供需視角：財政困境引起的美債供給擴張形成一定衝擊、需求端整體較穩定，短期內美債利率下行仍有阻力

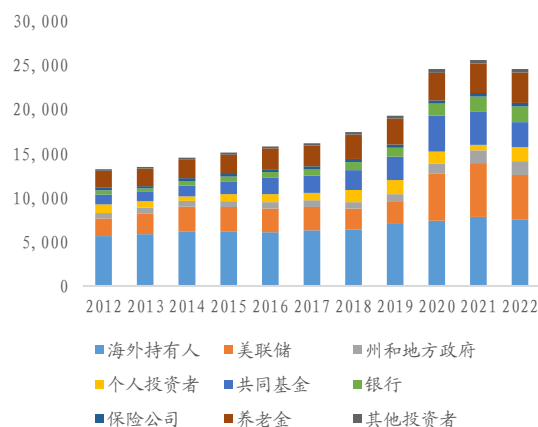
1. 當前美債市場供需格局：中期美債占比過半，海外投資者及貨幣當局為主要持有人。截至 2023 年一季度末，美債存量 24.4 萬億美元、占美國公共債務的 77.5%。供給方面，截至 2023 年二季度末，中期美債占美債總額的 55.2%，而短期美債、長期美債占比均不足 20%（見圖表 3）；需求方面，海外持有人²及美聯儲為美債主要持有人，截至 2023 年一季度，二者持有美債占比 50.2%（見圖表 4）。

圖表 3：中短期國庫券在美國美債中占比逾七成



數據來源：SIFMA、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 4：海外持有人、美聯儲為美債主要持有人



數據來源：SIFMA、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

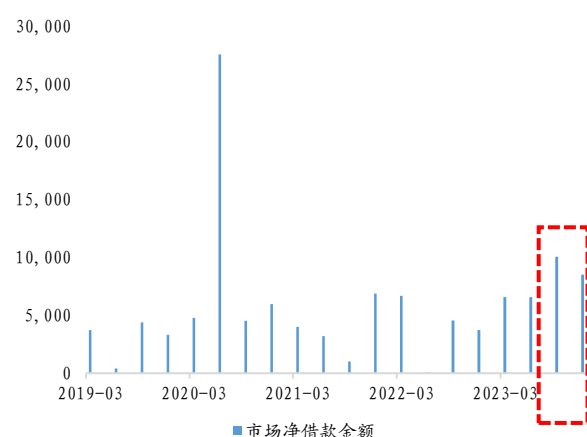
2. 美債超預期增發形成的供給衝擊預計將在三季度體現、四季度壓力最大，掣肘美債利率下行路徑。

下半年美債淨發行量擴張明顯，預計四季度將迎來較大

² 指海外央行及海外機構投資者。

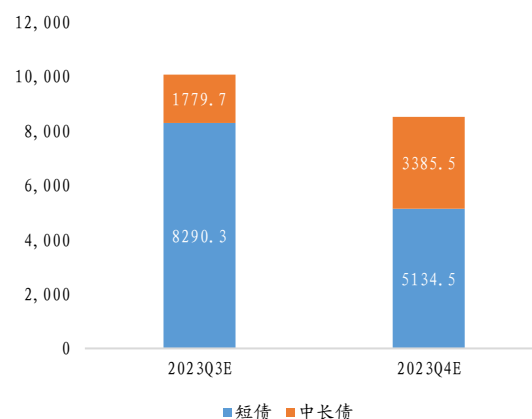
的長債發行潮。總量上，美國財政部三、四季度美債擬淨發行金額大超預期³，為疫情後美債發行量最高的兩個季度（見圖表 5）。期限上，四季度中長債淨發行量⁴接近翻倍、占比自第三季度的 18%驟升至 40%，屆時或對中長端美債利率形成較強支撐（見圖表 6）。

圖表 5：從總量上看，三、四季度將為 2020 二季度以來美債發行量最高的兩個季度（億美元）



數據來源：美國財政部、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 6：從期限結構上看，三季度發行債務以短債為主，四季度長債發行量將大增（億美元）



數據來源：美國財政部、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

超預期增發美債為今年美國在赤字約束下謀求財政空間的權宜之計，明年起衝擊料減弱。一方面，上半年美國財政收入同比減 14.2%、支出同比增 15.0%，赤字較去年擴大。收入端，個稅標準扣除額上浮程度高於薪資升幅⁵，削弱政府個人所得稅收入（見圖表 7）。支出端，醫療、社保等剛性負擔為主、債務利息壓力日甚，均令政府支出難以削減。另一方面，年初至今 TGA 餘額消耗較快、年中一度僅剩 228.9 億美元，增發美債成為財政無法提供盈餘時補充 TGA 餘額的唯

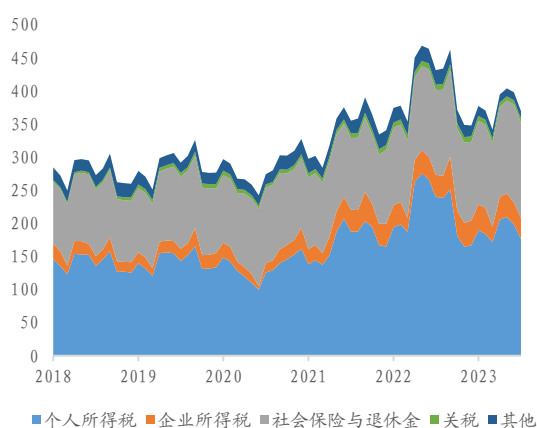
³ 三季度 10,070 億美元（原計劃為 7,330 億美元），四季度募資計劃為 8,520 億美元。

⁴ 包括 Note、Bond、TIPS、FRN。

⁵ 美國國稅局根據通脹水平將 2023 年個稅的標準扣除額提高了 7%，但 2023 年上半年非農薪資平均漲幅為 4.42%。

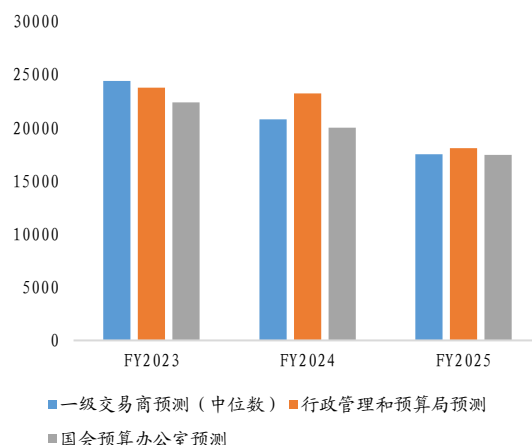
一途徑。不過明年個稅扣除額上浮程度料不及今年、改善財政收入，疊加美聯儲降息概率增大料緩解財政支出中的利息負擔，政策層及市場參與者均預計 2024 財年起債務發行量將逐步回落（見圖表 8）。綜上，美債增發將於今年三、四季度形成一定供給衝擊、其中四季度長債壓力最大，2024 年起衝擊料減弱。相應地，美債利率（尤其是長端利率）年內受供給因素的支撐下行動力不足，明年起支撐力度減弱。

圖表 7：個人所得稅下滑為今年以來財政收入減少的重要動因（6 個月移動平均）



數據來源：CEIC、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 8：行政管理和預算局、國會預算辦公室、一級交易商均預計 2024、2025 財年美債淨發行量將回落（億美元）



數據來源：美國財政部、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

3. 海外美債需求整體較穩定，美聯儲減持美債步伐料難超預期，短期內對美債利率影響或有限。

(1) 海外美債需求整體料較為穩定。日央行邊際收緊但力度未及預期。日本央行於 7 月末微調 YCC 框架，略微放寬長端利率上浮空間⁶。一方面日本為最大的美債持有國，占美債海外持有人份額的 14.6%，國內利率抬升或加速資金回流

⁶ 將原嚴格的 0.5% 的長債利率上限修改為 0.5% 的利率（政策目標）上限與 1.0% 的購債（政策操作）上限組合。

日本、削弱美債需求、推高美債利率⁷（見圖表 9）。另一方面超寬鬆貨幣政策的邊際收緊令日元作為全球融資貨幣的功能遭到削弱，相應也發揮一定推高美債利率的作用⁸。但日央行在政策決議後大幅增持 10 年期國債⁹（見圖表 10）表明其對利率上升速度及幅度的容忍程度低於市場預期、對 0.5%-1%的“相機區間”控制較嚴，因此日本下半年復蘇斜率超預期抬升、工資持續穩定增長加速貨幣政策正常化的概率不大¹⁰，相對對美債利率擾動料也不大。中國近年美元外債占比有所下降¹¹，但東歐地緣衝突、“友岸外包”等因素強化美歐供應鏈、貿易聯繫背景下，歐洲持有美債規模攀升，總體看短期內美債海外需求總量料較為穩定，需求端對美債利率擾動效應相應較小。

⁷ 事實上，在 2021 年日央行將 10 年期國債利率波動範圍從±0.2%放寬至±0.25%之後，日本持有的美國美債規模便未再明顯擴張、2022 年起開始下降。

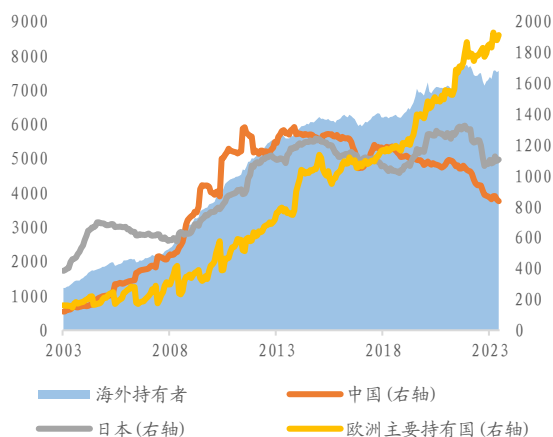
⁸ 7 月末至 8 月初，英國、德國等發達國家十年期國債利率也出現一定抬升。

⁹ 7 月下旬、8 月上旬分別增持了 2.1 萬億、1.5 萬億日元的 10 年期國債。

¹⁰ 後續來自日本貨幣政策的超預期干擾力度或有限，11 月公佈三季度 GDP 初值及屆時的通脹、薪資數據或為重要觀察點。

¹¹ 根據國家外匯管理局數據，2016 年末，中國本幣外債在全口徑外債餘額中的占比為 34%，外幣債務中美元債務占 82%；2023 年 3 月末，本幣外債提升至 45%，外幣債務中美元債務占 85%，故美元債務在我國外債中的比例自 54%下降至 47%。

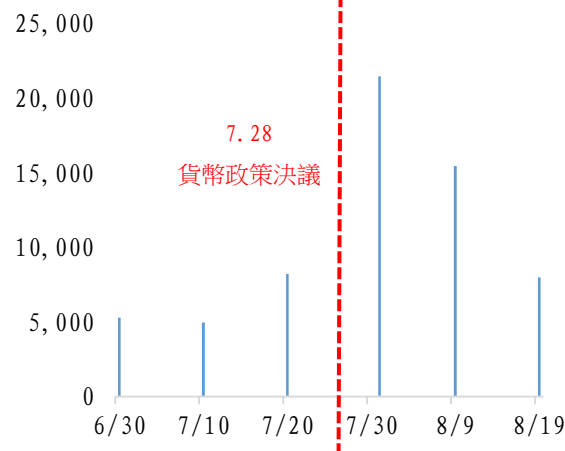
圖表 9：2022 年起日本投資者持有的美債規模開始下降



數據來源：CEIC、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

注：歐洲主要持有國包括英國、比利時、盧森堡、愛爾蘭、瑞士

圖表 10：7 月 28 日貨幣決議後，日央行對 10 年期美債增持力度反而加大（億日元）



數據來源：日本央行、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

（2）美聯儲減持美債步伐料難加快。根據歷史經驗，上一輪縮表開啟約 5 個季度後經濟出現明顯降溫（2017 年 10 月美聯儲開啟縮表，2018 年四季度美國消費及投資增速大幅下滑、GDP 環比折年率自 2.9% 跌至 0.7%），與本輪縮表至今時長相近。目前一方面超額儲蓄預計在三季度耗盡¹²疊加消費貸款拖欠率回升至近疫情前水平令消費動能緩步衰減、高利率持續掣肘企業投資及房地產交投、期限倒掛及存款負增已持續近一年令銀行業承壓，均反映美國經濟增長韌性逐步減弱；另一方面，抗通脹取得階段性成效，但利率高企背景下，持債浮虧、商業地產隱患、存款搬家等因素增大中小銀行風險隱患，下半年美聯儲政策天平在抗通脹與防風險之間或逐漸向後者傾斜。因此，即使未來縮表步伐不放緩¹³，也較

¹² 參見我們前期的報告《美國經濟復蘇的非線性式退潮》。

¹³ 聖路易斯聯儲於 8 月 23 日指出，美聯儲需要評估未來放緩甚至暫停 QT 的時間點，以避免準

難出現預期外的加速。

(3) 惠譽調降美國評級對信心影響有限。8月1日，惠譽評級根據逐步攀升的赤字和債務水平、財政和債務治理能力的下降將美國長期外幣發行人違約評級從AAA下調至AA+。不過此次為針對特定債務的長期外幣發行人違約評級，程度較2011年標普針對美國國家信用評級下調輕，且金融危機後至本輪加息前美國經濟增長率均值（g）與利率均值（r）相當¹⁴，長期債務可持續性暫未動搖。市場對該事件反應亦較平淡，當日、當周10年期美債上行幅度均僅為0.08%。除非年末財政數據印證本年度財政赤字大幅抬升且屆時政策層未有財政整頓意向，否則本次下調評級對需求端信心影響有限。

綜上，海外央行持債情況、美聯儲縮表進程、評級下調等因素料難以對美債需求、進而對美債利率造成明顯下行衝擊。

(二) 通脹視角：通脹預期降溫下，實際利率走升是近期推升美債利率上行的主因

根據費雪公式：名義利率=實際利率+通貨膨脹率，美債利率（名義，下同）變化，受實際利率和通脹預期的複合影響，但不同時期的主導因素存在差異。通常而言，加息後期，

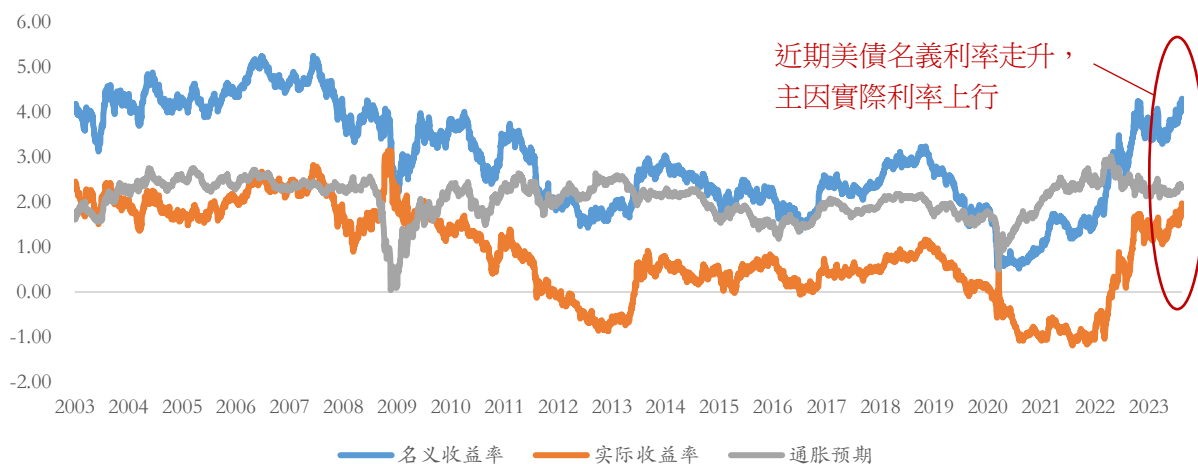
備金不足造成的壓力 (<https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2023/08/23/the-mechanics-of-fed-balance-sheet-normalization>)。

¹⁴ 2010年至2021年美國各季度GDP同比增長率均值為2.15%，與同期十年期美債均值2.20%大致相當。

伴隨加息控通脹目標即將達成，實際利率上行往往是美債利率走升的主因。

以 10 年期美債利率走勢為例：2009 年（通脹預期）次貸危機後期，通脹預期止跌反彈，是美債利率上行的主因；2013 年（實際利率）美聯儲宣佈開始退出 QE，流動性“相對收緊”帶動實際利率扭負轉正，主導美債利率上行；2020 年（通脹預期）新冠疫情爆發後，全球通脹預期急升率先帶動美債利率上行，隨後 2022 年美聯儲啟動加息、實際利率上行接替推動美債利率繼續走升。而時至 2023 年 8 月（實際利率），美國通脹預期相對走穩，實際利率再次上行，推升美債利率創 2007 年以來高位（見圖表 11）。

圖表 11：2003 年以來 10 年期美債利率走勢變化（%）



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

1. 實際利率：推升本輪美債利率上行的主因。實際利率是經濟達到潛在產出水平時的“中性利率”，反映經濟增長預期和政策利率預期¹⁵。目前，10 年期美債實際利率自 2009

¹⁵ 經濟增長預期越高、政策利率越高，則實際利率越高，呈同向變動。

年以來首次升破 2%關口，一方面美國經濟表現好於預期，近期公佈的多項指標反映經濟增長韌性超預期，年內美國經濟大概率不會衰退；另一方面美聯儲貨幣政策超預期鷹派，美聯儲本輪緊縮進程創近 40 年之最，鮑威爾在 Jackson Hole 全球央行年會釋放中性偏鷹信號。

2. 通脹預期：本輪美債利率上行與通脹預期關聯偏弱。 通脹預期是美債利率中對通脹不確定性的補償。美聯儲啟動加息進程後，美國通脹預期自 2022 年 6 月觸頂後波動回落，目前處於與 2022 年初相近水平，整體偏平穩運行。2023 年 7 月美國 CPI 同比增速 3.2%、弱於預期，雖然 PPI 同比增 0.8%出現超預期回升，但短期對通脹預期的總體擾動不大。

3. 綜合來看，後續美國經濟表現是影響美債利率走勢的關鍵因素。 2008 年、2013 年實際利率兩次急升，後續美債利率走勢相反（下降 VS 上升），造成差異的根源，在於兩個時期美國經濟表現存在巨大不同（衰退 VS 復蘇）。2008 年美國爆發次貸危機，初期恐慌情緒蔓延令實際利率急升突破 3%關口，但隨後經濟承壓和寬鬆政策拖累實際利率急跌¹⁶，加之通脹預期受經濟下行影響快速回落，最終美債利率下行。而 2013 年美國經濟企穩，實際利率上升後平穩運行，通脹預期亦相對平穩，最終美債利率上行。參照過往經驗，後續美國經濟表現，是判斷美債利率走勢的關鍵因素。

¹⁶ 實際上，2020 年疫情爆發初期包括美債在內的金融資產也遭到全盤拋售，美債實際利率再次出現過恐慌情緒蔓延下急漲急跌的情形（見圖表 11）。

（三）總體預判：2023 下半年長端美債利率高位震盪概率較大，2024 年料逐漸步入下行通道

2023 下半年美債利率下行仍有阻力。供需視角看，下半年的美債供給擴張、尤其是四季度長債大幅擴容可能對美債利率形成階段性上行衝擊。通脹視角看，美國經濟增速或在三季度進一步走升、但四季度回落¹⁷；美聯儲緊縮政策已接近尾聲，經濟增長和政策利率預期雙重影響下，實際利率高點或在三季度。此外，美國通脹在四季度存在反復的可能性¹⁸。受美債供給擴張、實際利率韌性和通脹預期粘性疊加影響，下半年美債利率回落路徑料受阻。伴隨數據及政策預期擾動，不排除時點性向上跳升的可能，但在市場共識美聯儲加息已近尾聲、加息滯後負面效應逐步顯現的背景，再考慮到美聯儲鷹派預期管理的影響，後續美債利率趨勢上行空間很小。

2024 年美債利率或逐漸進入下行通道。目前美國實際利率突破 2%¹⁹，遠高於經濟達到潛在產出水平的中性利率 0.6%²⁰，過高的實際借貸成本對經濟的掣肘料加劇，疊加超額儲蓄耗盡對消費的支撐減弱等因素，美國經濟在 2024 年繼續維持韌性的難度增大。疊加通脹有望持續降溫，預計美聯儲或在 2024 年中至下半年啟動降息，同步帶動美債利率中樞趨降。

另需考慮的一點是，2024 年美國將進行總統大選。歷史

¹⁷ 參見我們前期的報告《美國經濟復蘇的非線性式退潮》。

¹⁸ 參見我們前期的報告《下半年通脹如何影響美聯儲決策》。

¹⁹ 遠高於疫前水平（2015-2019 年均值為 0.5%）、與次貸危機前水平相近（2003-2007 年均值為 2.1%）。

²⁰ 數據來源於紐約聯儲 HLW 模型測算結果。

規律顯示，美國大選年政府往往有較強意願提振經濟表現、爭取更多選民支持。當前，美國經濟內生動能趨弱，配合選舉出臺積極財政政策的可能性較大，屆時美債供給相機增加或會對美債利率下行帶來階段性掣肘，但料不會實質性影響美債利率中樞下行的趨向。



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

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**