

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 吴起睿 张润锋

美债利率还会继续走强吗？

阅读摘要

7月中下旬以来美债利率超预期上行，尤以长端利率为甚，10年期美债利率创2007年以来新高。综合分析显示，实际利率上行是本轮美债利率超预期上行的主因。短期内，美国经济仍有一定韧性、美联储延续鹰派预期管理、美国财政部加大发债规模等，仍掣肘美债利率趋势回落路径，但在市场共识加息已近尾声、高利率滞后负面效应逐步显现背景下，美债利率继续趋势性破前高的概率较小，2024年之后料逐步进入下行通道。具体而言：

供需视角看，供给端美债超预期增发预计将在下半年对利率构成阶段性支撑、长端利率在四季度面临的冲击较大；需求端因海外需求较为稳定、美联储缩表后期或趋审慎，短期内对美债利率影响有限。步入2024年，美债供给料逐步回落，相应美债利率支撑力度减弱。

通胀视角看，短期内经济增长仍有韧性支撑，通胀降温进程或在四季度有所反复、进而扰动市场11月加息预期，下半年美债利率下行仍有阻力，伴随数据及政策预期扰动，存在时点性向上跳升可能性，但因实际利率已远高于中性利率，后续伴随市场预期转向降息，美债利率中枢预将随之趋降。

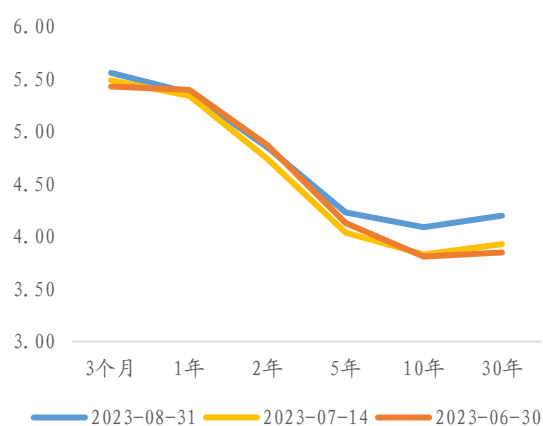
但2024年恰逢美国大选，参考以往经验，宽财政提振经济表现背景下政府可能会相机增加美债供给，预计也会对美债利率下行形成一定掣肘，但料不会实质性影响美债利率中枢下行的趋向。

美债利率还会继续走强吗？

一、近期长端美债利率快速走升，10 年期美债利率创 2007 年以来新高

7 月中下旬以来美债利率大幅上行、长端利率涨幅高于短端（见图表 1）。具体看：3 个月、1 年期美债利率较 7 月中下旬上行幅度在 10BP 以内，2 年、5 年利率上行 10-20BP，10 年、30 年利率上行 25-30BP¹。其中，10 年期美债利率在 2022 年 10 月（通胀粘性超预期）、2023 年 3 月（就业数据超预期）后曾两次突破 4.0%，这一轮上行中 10 年期美债利率于 8 月 22 日盘中一度触及 4.35% 高点。整体而言，2022 年四季度以来，10 年期美债利率总体在 4.0% 附近呈“W”型震荡走势（见图表 2）。

图表 1：中短端利率上行有限，长端利率抬升明显



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：十年期美债利率第三次突破 4.0%



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

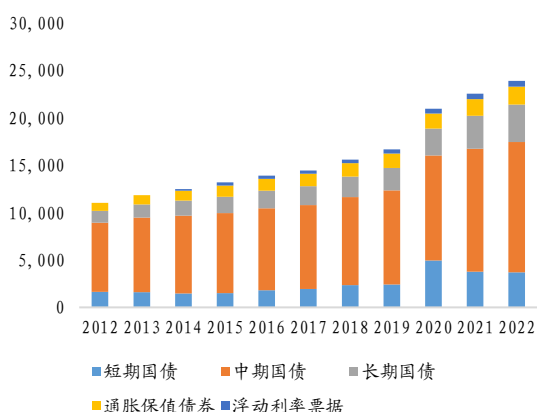
¹ 截至 2023 年 8 月 31 日。

二、近期美债利率为何超预期快速走升，后续走势怎么看

（一）供需视角：财政困境引起的美债供给扩张形成一定冲击、需求端整体较稳定，短期内美债利率下行仍有阻力

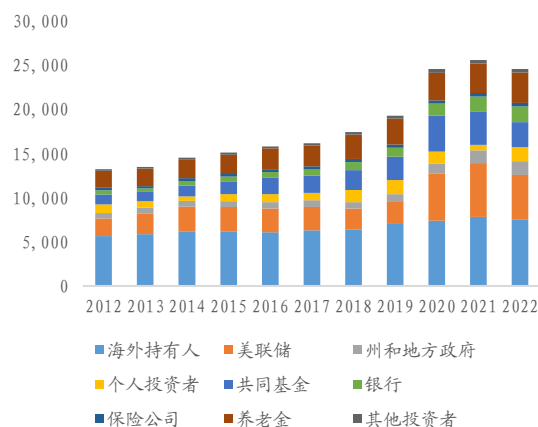
1. 当前美债市场供需格局：中期美债占比过半，海外投资者及货币当局为主要持有人。截至 2023 年一季度末，美债存量 24.4 万亿美元、占美国公共债务的 77.5%。供给方面，截至 2023 年二季度末，中期美债占美债总额的 55.2%，而短期美债、长期美债占比均不足 20%（见图表 3）；需求方面，海外持有人²及美联储为美债主要持有人，截至 2023 年一季度，二者持有美债占比 50.2%（见图表 4）。

图表 3：中短期国库券在美国美债中占比逾七成



数据来源：SIFMA、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：海外持有人、美联储为美债主要持有人



数据来源：SIFMA、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

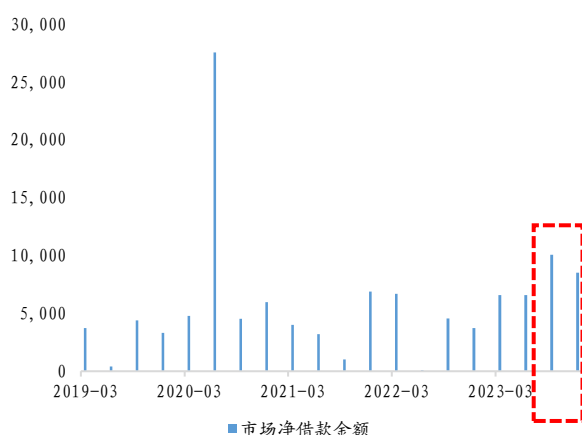
2. 美债超预期增发形成的供给冲击预计将在三季度体现、四季度压力最大，掣肘美债利率下行路径。

下半年美债净发行量扩张明显，预计四季度将迎来较大

² 指海外央行及海外机构投资者。

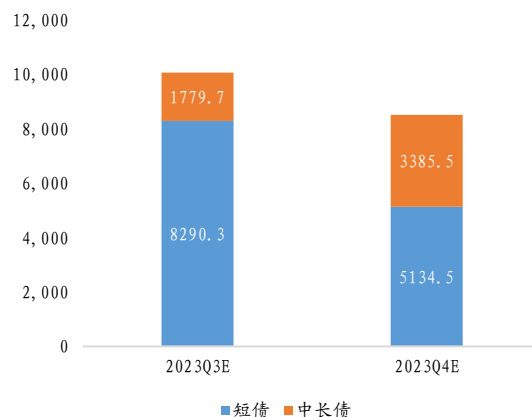
的长债发行潮。总量上，美国财政部三、四季度美债拟净发行金额大超预期³，为疫情后美债发行量最高的两个季度（见图表 5）。期限上，四季度中长债净发行量⁴接近翻倍、占比自第三季度的 18% 骤升至 40%，届时或对中长端美债利率形成较强支撑（见图表 6）。

图表 5：从总量上看，三、四季度将为 2020 二季度以来美债发行量最高的两个季度（亿美元）



数据来源：美国财政部、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：从期限结构上看，三季度发行债务以短债为主，四季度长债发行量将大增（亿美元）



数据来源：美国财政部、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

超预期增发美债为今年美国在赤字约束下谋求财政空间的权宜之计，明年起冲击料减弱。一方面，上半年美国财政收入同比减 14.2%、支出同比增 15.0%，赤字较去年扩大。收入端，个税标准扣除额上浮程度高于薪资升幅⁵，削弱政府个人所得税收入（见图表 7）。支出端，医疗、社保等刚性负担为主、债务利息压力日甚，均令政府支出难以削减。另一方面，年初至今 TGA 余额消耗较快、年中一度仅剩 228.9 亿美元，增发美债成为财政无法提供盈余时补充 TGA 余额的唯

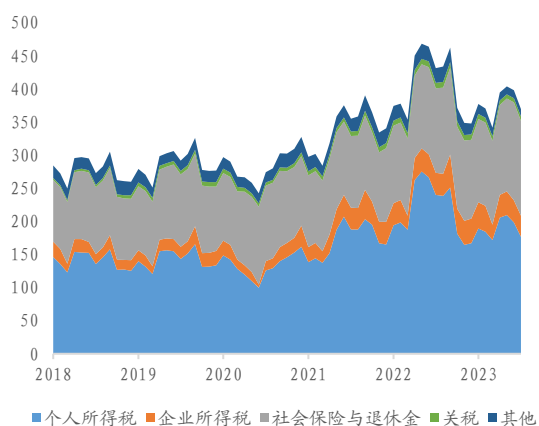
³ 三季度 10,070 亿美元（原计划为 7,330 亿美元），四季度募资计划为 8,520 亿美元。

⁴ 包括 Note、Bond、TIPS、FRN。

⁵ 美国国税局根据通胀水平将 2023 年个税的标准扣除额提高了 7%，但 2023 年上半年非农薪资平均涨幅为 4.42%。

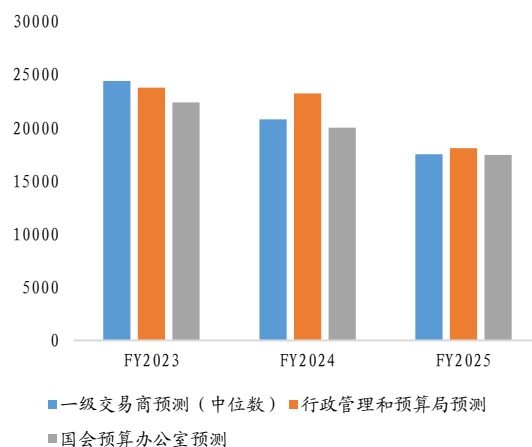
一途径。不过明年个税扣除额上浮程度料不及今年、改善财政收入，叠加美联储降息概率增大料缓解财政支出中的利息负担，政策层及市场参与者均预计 2024 财年起债务发行量将逐步回落（见图表 8）。综上，美债增发将于今年三、四季度形成一定供给冲击、其中四季度长债压力最大，2024 年起冲击料减弱。相应地，美债利率（尤其是长端利率）年内受供给因素的支撑下行动力不足，明年起支撑力度减弱。

图表 7：个人所得税下滑为今年以来财政收入减少的重要动因（6 个月移动平均）



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：行政管理和预算局、国会预算办公室、一级交易商均预计 2024、2025 财年美债净发行量将回落（亿美元）



数据来源：美国财政部、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 海外美债需求整体较稳定，美联储减持美债步伐料难超预期，短期内对美债利率影响或有限。

（1）海外美债需求整体料较为稳定。日央行边际收紧但力度未及预期。日本央行于 7 月末微调 YCC 框架，略微放宽长端利率上浮空间⁶。一方面日本为最大的美债持有国，占美债海外持有人份额的 14.6%，国内利率抬升或加速资金回流

⁶ 将原严格的 0.5% 的长债利率上限修改为 0.5% 的利率（政策目标）上限与 1.0% 的购债（政策操作）上限组合。

日本、削弱美债需求、推高美债利率⁷（见图表 9）。另一方面超宽松货币政策的边际收紧令日元作为全球融资货币的功能遭到削弱，相应也发挥一定推高美债利率的作用⁸。但日央行在政策决议后大幅增持 10 年期国债⁹（见图表 10）表明其对利率上升速度及幅度的容忍程度低于市场预期、对 0.5%-1%的“相机区间”控制较严，因此日本下半年复苏斜率超预期抬升、工资持续稳定增长加速货币政策正常化的概率不大¹⁰，相应对美债利率扰动料也不大。中国近年美元外债占比有所下降¹¹，但东欧地缘冲突、“友岸外包”等因素强化美欧供应链、贸易联系背景下，欧洲持有美债规模攀升，总体看短期内美债海外需求总量料较为稳定，需求端对美债利率扰动效应相应较小。

⁷ 事实上，在 2021 年日央行将 10 年期国债利率波动范围从 $\pm 0.2\%$ 放宽至 $\pm 0.25\%$ 之后，日本持有的美国美债规模便未再明显扩张、2022 年起开始下降。

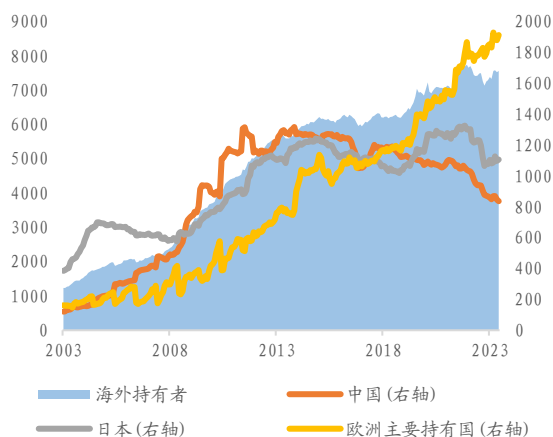
⁸ 7 月末至 8 月初，英国、德国等发达国家十年期国债利率也出现一定抬升。

⁹ 7 月下旬、8 月上旬分别增持了 2.1 万亿、1.5 万亿日元的 10 年期国债。

¹⁰ 后续来自日本货币政策的超预期干扰力度或有限，11 月公布三季度 GDP 初值及届时的通胀、薪资数据或为重要观察点。

¹¹ 根据国家外汇管理局数据，2016 年末，中国本币外债在全口径外债余额中的占比为 34%，外币债务中美元债务占 82%；2023 年 3 月末，本币外债提升至 45%，外币债务中美元债务占 85%，故美元债务在我国外债中的比例自 54% 下降至 47%。

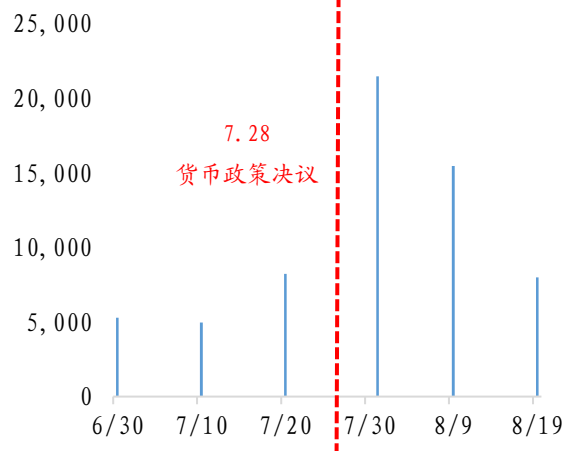
图表 9：2022 年起日本投资者持有的美债规模开始下降



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：欧洲主要持有国包括英国、比利时、卢森堡、爱尔兰、瑞士

图表 10：7 月 28 日货币决议后，日央行对 10 年期美债增持力度反而加大（亿日元）



数据来源：日本央行、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（2）美联储减持美债步伐料难加快。根据历史经验，上一轮缩表开启约 5 个季度后经济出现明显降温（2017 年 10 月美联储开启缩表，2018 年四季度美国消费及投资增速大幅下滑、GDP 环比折年率自 2.9% 跌至 0.7%），与本轮缩表至今时长相近。目前一方面超额储蓄预计在三季度耗尽¹²叠加消费贷款拖欠率回升至近疫情前水平令消费动能缓步衰减、高利率持续掣肘企业投资及房地产交投、期限倒挂及存款负增已持续近一年令银行业承压，均反映美国经济增长韧性逐步减弱；另一方面，抗通胀取得阶段性成效，但利率高企背景下，持债浮亏、商业地产隐患、存款搬家等因素增大中小银行风险隐患，下半年美联储政策天平在抗通胀与防风险之间或逐渐向后者倾斜。因此，即使未来缩表步伐不放缓¹³，也较

¹² 参见我们前期的报告《美国经济复苏的非线性式退潮》。

¹³ 圣路易斯联储于 8 月 23 日指出，美联储需要评估未来放缓甚至暂停 QT 的时间点，以避免准

难出现预期外的加速。

(3) 惠誉调降美国评级对信心影响有限。8月1日，惠誉评级根据逐步攀升的赤字和债务水平、财政和债务治理能力的下降将美国长期外币发行人违约评级从AAA下调至AA+。不过此次为针对特定债务的长期外币发行人违约评级，程度较2011年标普针对美国国家信用评级下调轻，且金融危机后至本轮加息前美国经济增长率均值(g)与利率均值(r)相当¹⁴，长期债务可持续性暂未动摇。市场对该事件反应亦较平淡，当日、当周10年期美债上行幅度均仅为0.08%。除非年末财政数据印证本年度财政赤字大幅抬升且届时政策层未有财政整顿意向，否则本次下调评级对需求端信心影响有限。

综上，海外央行持债情况、美联储缩表进程、评级下调等因素料难以对美债需求、进而对美债利率造成明显下行冲击。

(二) 通胀视角：通胀预期降温下，实际利率走升是近期推升美债利率上行的主因

根据费雪公式：名义利率=实际利率+通货膨胀率，美债利率（名义，下同）变化，受实际利率和通胀预期的复合影响，但不同时期的主导因素存在差异。通常而言，加息后期，

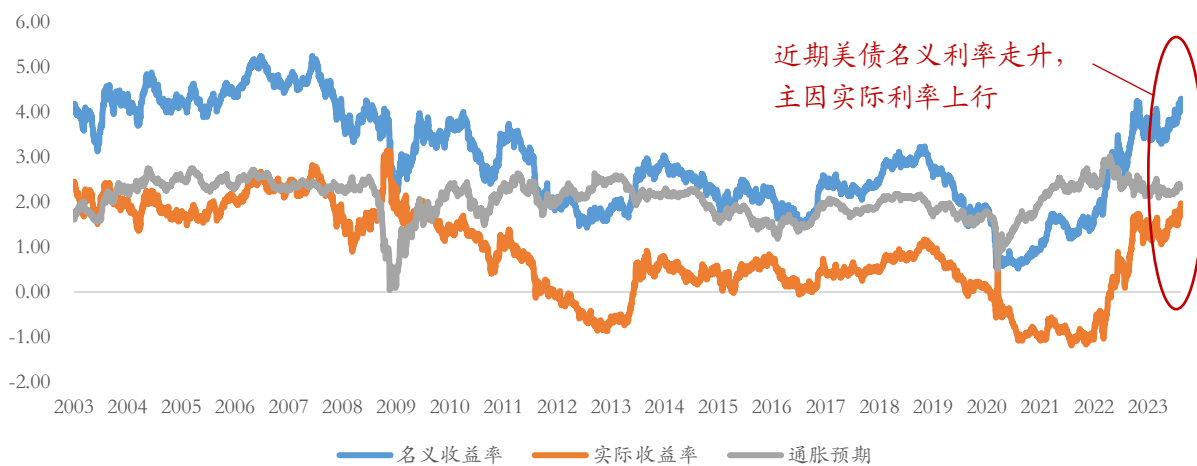
备金不足造成的压力 (<https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2023/08/23/the-mechanics-of-fed-balance-sheet-normalization>)。

¹⁴ 2010年至2021年美国各季度GDP同比增长率均值为2.15%，与同期十年期美债均值2.20%大致相当。

伴随加息控通胀目标即将达成，实际利率上行往往是美债利率走升的主因。

以 10 年期美债利率走势为例：**2009 年（通胀预期）**次贷危机后期，通胀预期止跌反弹，是美债利率上行的主因；**2013 年（实际利率）**美联储宣布开始退出 QE，流动性“相对收紧”带动实际利率扭负转正，主导美债利率上行；**2020 年（通胀预期）**新冠疫情爆发后，全球通胀预期急升率先带动美债利率上行，随后**2022 年**美联储启动加息、实际利率上行接替推动美债利率继续走升。而时至**2023 年 8 月（实际利率）**，美国通胀预期相对走稳，实际利率再次上行，推升美债利率创 2007 年以来高位（见图表 11）。

图表 11：2003 年以来 10 年期美债利率走势变化（%）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

1. 实际利率：推升本轮美债利率上行的主因。实际利率是经济达到潜在产出水平时的“中性利率”，反映经济增长预期和政策利率预期¹⁵。目前，10 年期美债实际利率自 2009 年

¹⁵ 经济增长预期越高、政策利率越高，则实际利率越高，呈同向变动。

以来首次升破 2% 关口，一方面美国经济表现好于预期，近期公布的多项指标反映经济增长韧性超预期，年内美国经济大概率不会衰退；另一方面美联储货币政策超预期鹰派，美联储本轮紧缩进程创近 40 年之最，鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行年会释放中性偏鹰信号。

2. 通胀预期：本轮美债利率上行与通胀预期关联偏弱。通胀预期是美债利率中对通胀不确定性的补偿。美联储启动加息进程后，美国通胀预期自 2022 年 6 月触顶后波动回落，目前处于与 2022 年初相近水平，整体偏平稳运行。2023 年 7 月美国 CPI 同比增速 3.2%、弱于预期，虽然 PPI 同比增 0.8% 出现超预期回升，但短期对通胀预期的总体扰动不大。

3. 综合来看，后续美国经济表现是影响美债利率走势的关键因素。2008 年、2013 年实际利率两次急升，后续美债利率走势相反（下降 VS 上升），造成差异的根源，在于两个时期美国经济表现存在巨大不同（衰退 VS 复苏）。2008 年美国爆发次贷危机，初期恐慌情绪蔓延令实际利率急升突破 3% 关口，但随后经济承压和宽松政策拖累实际利率急跌¹⁶，加之通胀预期受经济下行影响快速回落，最终美债利率下行。而 2013 年美国经济企稳，实际利率上升后平稳运行，通胀预期亦相对平稳，最终美债利率上行。参照过往经验，后续美国经济表现，是判断美债利率走势的关键因素。

¹⁶ 实际上，2020 年疫情爆发初期包括美债在内的金融资产也遭到全盘抛售，美债实际利率再次出现过恐慌情绪蔓延下急涨急跌的情形（见图表 11）。

（三）总体预判：2023 下半年长端美债利率高位震荡概率较大，2024 年料逐渐步入下行通道

2023 下半年美债利率下行仍有阻力。供需视角看，下半年的美债供给扩张、尤其是四季度长债大幅扩容可能对美债利率形成阶段性上行冲击。通胀视角看，美国经济增速或在三季度进一步走升、但四季度回落¹⁷；美联储紧缩政策已接近尾声，经济增长和政策利率预期双重影响下，实际利率高点或在三季度。此外，美国通胀在四季度存在反复的可能性¹⁸。受美债供给扩张、实际利率韧性和通胀预期粘性叠加影响，下半年美债利率回落路径料受阻。伴随数据及政策预期扰动，不排除时点性向上跳升的可能，但在市场共识美联储加息已近尾声、加息滞后负面效应逐步显现的背景，再考虑到美联储鹰派预期管理的影响，后续美债利率趋势上行空间很小。

2024 年美债利率或逐渐进入下行通道。目前美国实际利率突破 2%¹⁹，远高于经济达到潜在产出水平的中性利率 0.6%²⁰，过高的实际借贷成本对经济的掣肘料加剧，叠加超额储蓄耗尽对消费的支撑减弱等因素，美国经济在 2024 年继续维持韧性的难度增大。叠加通胀有望持续降温，预计美联储或在 2024 年中至下半年启动降息，同步带动美债利率中枢趋降。

另需考虑的一点是，2024 年美国将进行总统大选。历史

¹⁷ 参见我们前期的报告《美国经济复苏的非线性式退潮》。

¹⁸ 参见我们前期的报告《下半年通胀如何影响美联储决策》。

¹⁹ 远高于疫前水平（2015-2019 年均值为 0.5%）、与次贷危机前水平相近（2003-2007 年均值为 2.1%）。

²⁰ 数据来源于纽约联储 HLW 模型测算结果。

规律显示，美国大选年政府往往有较强意愿提振经济表现、争取更多选民支持。当前，美国经济内生动能趋弱，配合选举出台积极财政政策的可能性较大，届时美债供给相机增加或会对美债利率下行带来阶段性掣肘，但料不会实质性影响美债利率中枢下行的趋向。



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。**