

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 杨童舒

大选结束，美债利率将怎么走？

阅读摘要

9月18日至11月7日，十年期美债利率从3.70%上升到4.31%；此期间内美债名义利率上行的61BP中，40BP来源于实际利率的上涨（占比66%），21BP来源于通胀预期的上升（占比34%）。在主导美债上升的因素中，特朗普交易为美债利率变动主线（同时推升实际利率中枢及通胀预期），降息交易对美债利率影响有限。

往后看，影响未来美债利率中枢变化的因素主要是美联储货币政策、特朗普政府政策对美国增长及通胀的影响。2024年内，“四边形”模型指向美联储12月降息25BP，对美债利率影响有限，预期十年期美债利率在4.5%以内波动，趋势性超过4.5%概率较小。2025年美联储预计延续降息将引导短端利率缓步下行，长端利率仍有支撑，收益率曲线加速陡峭化。更长期看，特朗普政策（如减税永久化、放松监管等）推高实际利率或仍是抬升美债利率中枢的主因，美债利率供需冲击对利率的影响预计有限。持续观察特朗普2.0政策落地节奏及效果。

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

大选结束，美债利率将怎么走？

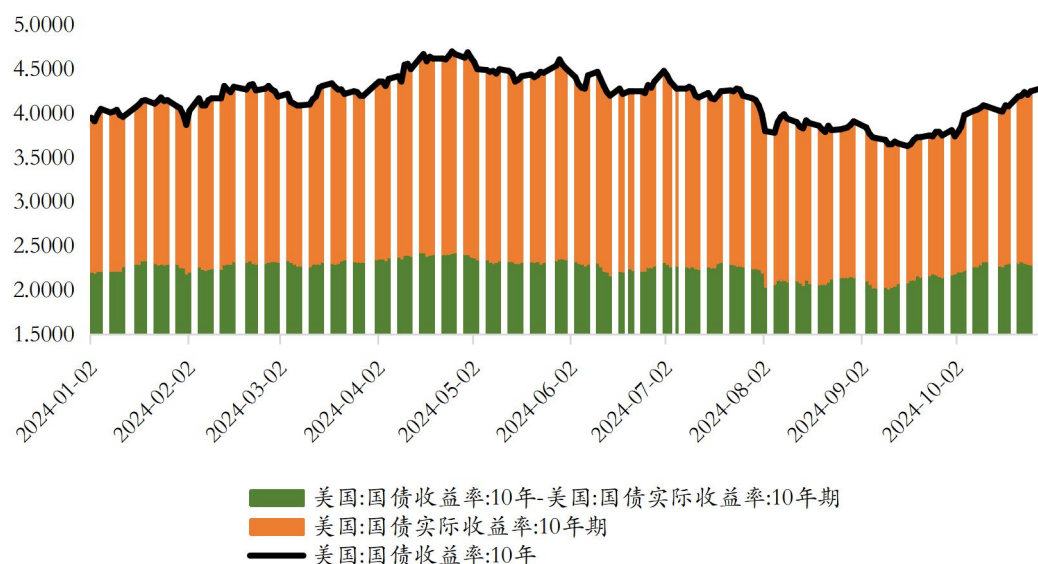
一、特朗普交易为近期美债利率变动主线，降息交易对美债利率影响有限

（一）“特朗普交易”主导美债利率上升

美联储 9 月 18 日开启降息周期以来，十年期美债利率出现超预期的不降反升走势。究其原因，“特朗普胜选”为交易主线，从数据上看，十年期美债利率与特朗普胜率表现出较强的正相关性。降息交易带来短时扰动。

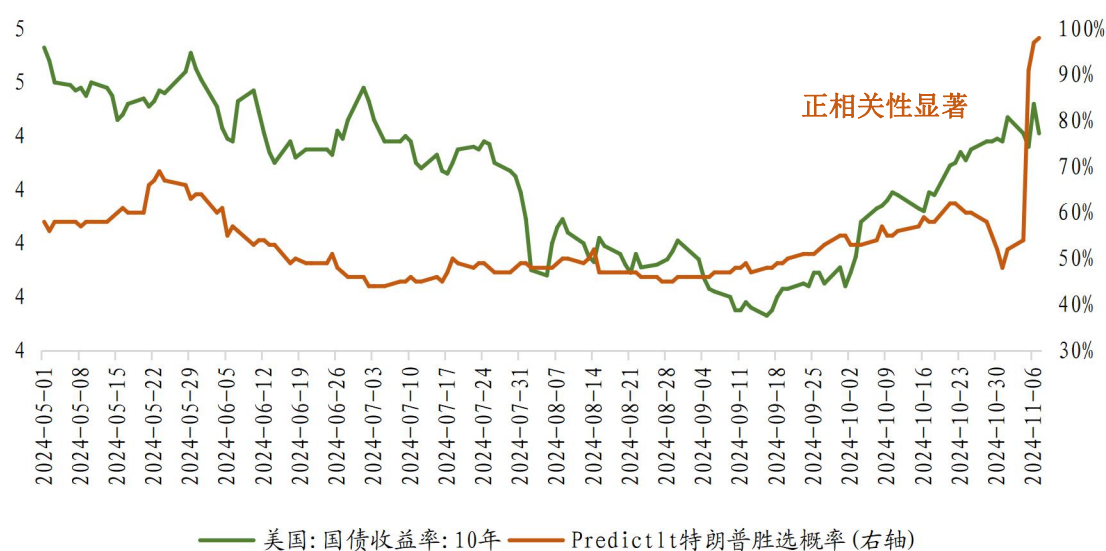
9 月 18 日至 11 月 7 日，美债利率从 3.70% 上升到 4.31%（幅度 61BP），十年与两年期限利率倒挂结束、呈现出期限利差波动走阔的特征。“特朗普交易”对美债利率的推升有两重影响：（1）推升实际利率中枢（主要影响），美债名义利率上行 61BP 中，40BP 来源于实际利率的上涨，占比 66%；（2）推升通胀预期（次要影响），大约 21BP（占比 34%）。美国大选临近的最后两周，“特朗普交易”虽出现短时波动，但总体维持活跃，十年期美债利率在特朗普胜选前一度触及高点 4.479%。往后看，虽然特朗普已经胜选，但其政策兑现情况的不确定性仍高，“特朗普交易”仍有发酵空间，有关减税和增加政府支出的政策主张倾向于刺激短期增长，关税、地缘等因素对大宗商品价格、通胀的影响短期或有不确定性，一段时间内，预计实际利率上涨仍是美债利率上行的主因。

图表 1：十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 2：十年期美债利率与特朗普胜选概率



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）美联储议息会议如期降息 25BP，会后美债利率基本持平

9月议息会议（FOMC）后美债利率微降，市场对鲍威尔“抗击通胀”的说辞持观望态度¹。11月美联储降息25BP，目前联邦基金利率为：4.50%-4.75%。基于FedWatch观测，预估12月至2025年末美联储还有约75BP的降息空间、2026年继续降息概率偏低，降息终点或在3.75%-4.00%区间。除此之外，鲍威尔发言表示对“再通胀”担忧上升，声明删除了“对通胀正在可持续地朝着目标迈进更有信心”措辞²。会议之后，2年期美债利率、10年期美债利率基本保持稳定，分别微降1BP、2BP至4.206%、4.339%³。此次降息预期此前已被市场充分计入，交易定价显示市场对美联储“抗击通胀”的政策效果持观望态度。

图表 3：美联储观察（FedWatch）定价分布

	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18	0.00%	0.00%	0.00%	67.82%	32.18%
2025/1/29	0.00%	0.00%	8.44%	91.56%	0.00%
2025/3/19	0.00%	0.00%	74.44%	25.56%	0.00%
2025/5/7	0.00%	9.69%	90.31%	0.00%	0.00%
2025/6/18	0.00%	66.57%	33.43%	0.00%	0.00%
2025/7/30	0.00%	93.44%	6.56%	0.00%	0.00%
2025/9/17	18.96%	81.04%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/10/29	26.44%	73.56%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/12/10	41.20%	58.80%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：CME、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

¹ 10月初，市场对美联储11月的降息预期短暂转向0BP、不降息押注推升美债利率上行，不过随后降息预期重回-25BP、对美债利率影响渐退。

² 对就业市场的判断从“已经放慢”改为“今年早些时候以来大体缓和”。

³ 行情截至北京时间2024年11月8日上午10点，与声明发布的凌晨3点对比。

二、2024 年内十年期美债利率预计在 4.5% 内波动、趋势性超过 4.5% 概率较小，2025 年美债收益率曲线加速陡峭化，更长期看美债利率中枢大概率抬升

往后看，影响未来美债利率中枢变化的因素包括美联储货币政策、财政扩张力度、以及可能的地缘形势变动。2024 年内预期十年期美债利率在 4.5% 以内波动、趋势性超过 4.5% 概率较小，2025 年预期美债利率曲线逐渐陡峭化，更长期看在特朗普政策推动下美债利率中枢大概率抬升。

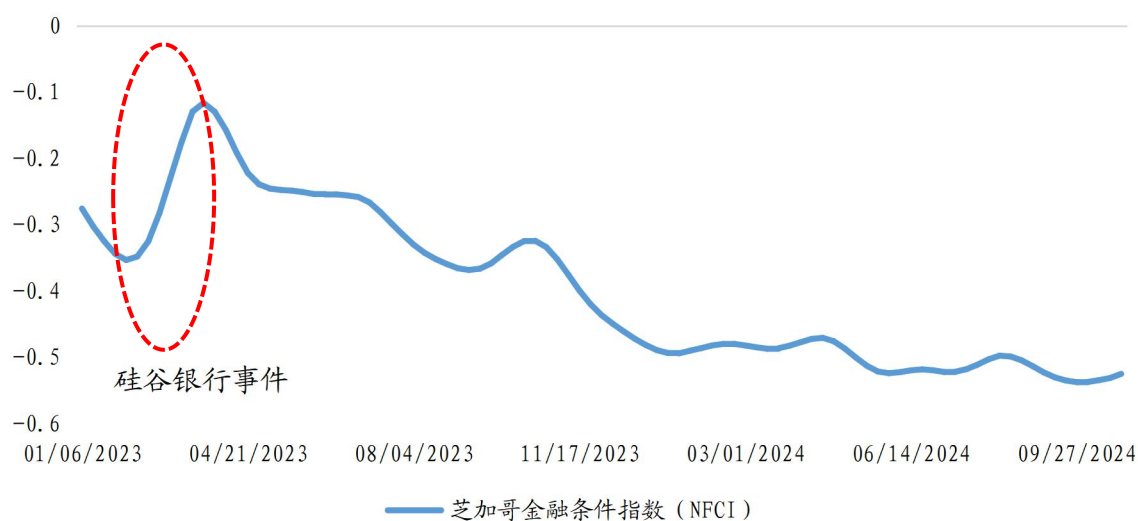
（一）2024 年内：“四边形”模型指向 12 月降息 25BP，年内对美债利率影响有限，十年期美债利率预计在 4.5% 以内波动、趋势性超过 4.5% 概率较小

依据 11 月议息会议鲍威尔讲话，我们研判 12 月美联储大概率仍将降息 25BP。从“四边形”模型来看：（1）美国经济韧性仍存：三季度 GDP 增长在强劲的私人消费推动下录得 2.8% 的环比折年率、前 9 个月非农就业月均增长 18.8 万人；（2）通胀有反弹迹象：8、9 月核心 CPI 同比回升（均为 3.3%，7 月：3.2%），核心 PCE 环比回升（9 月：0.25%，8 月：0.16%）；（3）金融条件处于较为宽松状态：10 月末存款准备金占商业银行总资产比率为 13.7%、略低于年初的 14.9% 但仍在“充裕”⁴ 范围内；芝加哥金融条件指数 -0.52 略低于 1 月初的 -0.49、美元流

⁴ 根据纽约联储，准备金占商业银行总资产比率处在 12%-13% 以上为充裕（abundant），8%-10% 以下则为缺乏（scarce），在此之间一般认为是适度充裕（ample）。

动性保持宽松；10 月至今⁵美国担保隔夜融资利率（SOFR）的 1 个月、3 个月期限利率持续下行（见图表 5），特朗普胜选当日（11 月 7 日）SOFR 时点性波动至 4.82%⁶，但整体看金融条件仍延续宽松态势；（4）市场担忧美联储独立性：主席鲍威尔、监管副主席巴尔⁷、理事库格勒任期将于 2026 年结束，理事杰弗逊任期将于 2027 年结束，人事调整是否会影响美联储后续政策仍存不确定性。因为大部分降息预期已被计入，据此我们预计年内美债利率将在 4.5% 以内波动、趋势性超过 4.5% 概率较小。

图表 4：金融条件处于较为宽松状态



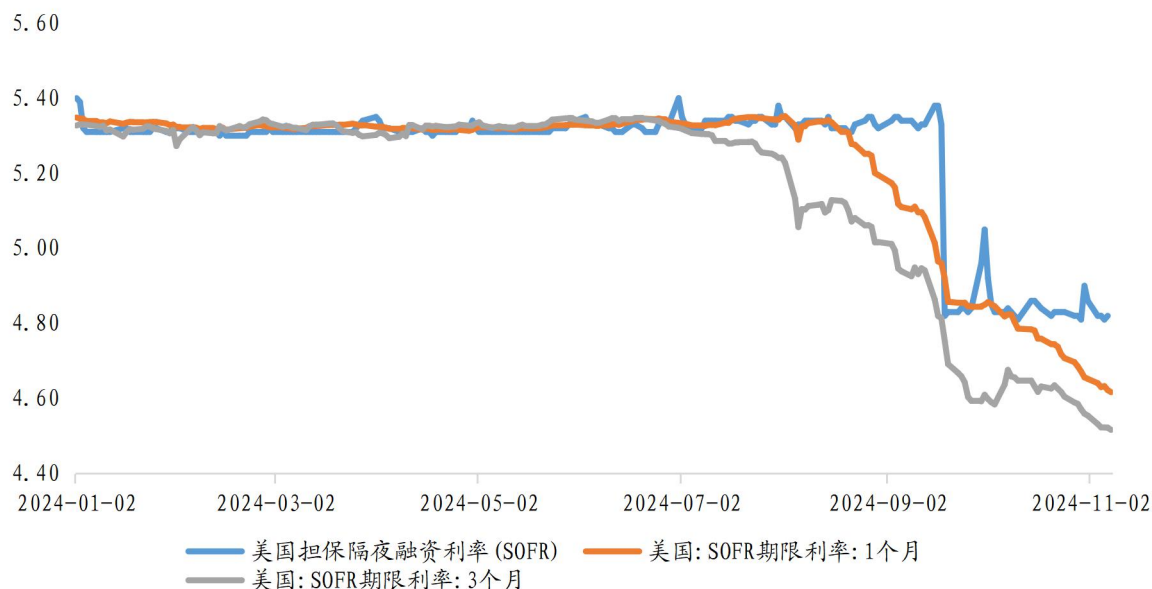
数据来源：芝加哥联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

⁵ SOFR 的 1 个月、3 个月期限利率数据更新至 2024 年 11 月 8 日；SOFR 隔夜最新数据截至 2024 年 11 月 7 日。

⁶ 11 月 6 日为 4.81%。

⁷ 巴尔提出的银行业新规最初方案要求银行将资本金增加 16%，遭到银行业和共和党人抨击。

图表 5：年初至今 SOFR 隔夜、1 个月、3 个月利率走势



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）2025 年展望：预计延续降息将引导短端利率缓步下行，长端利率仍有支撑，收益率曲线加速陡峭化

根据“实际利率+通胀预期+期限溢价”框架⁸，我们预计 2025 年长端美债利率仍有支撑。其中：

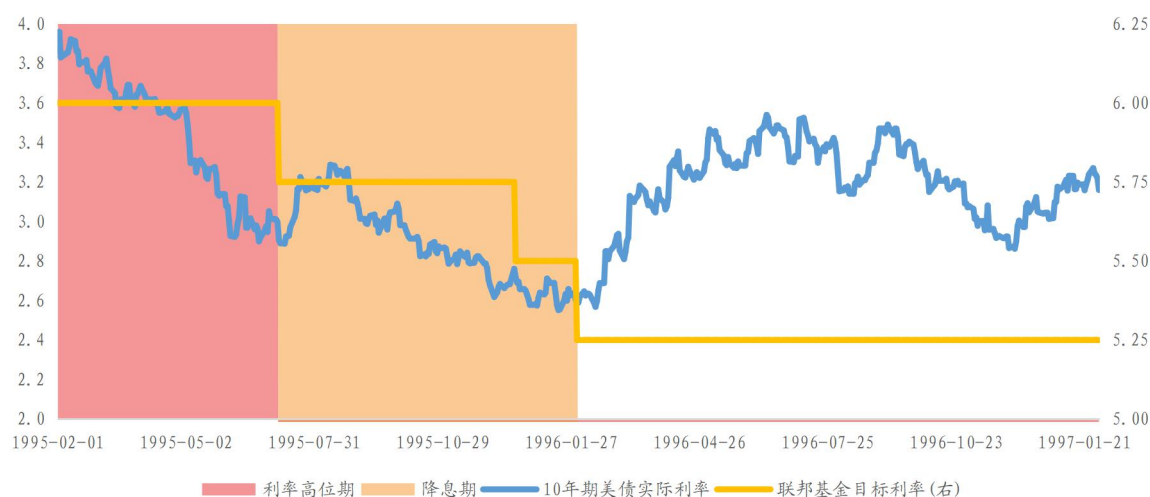
（1）实际利率受美联储降息的下行力量及新政府施政的上行力量共同影响。一方面，市场预计至 2025 年末美联储仍有 75BP 的降息空间，届时对利率水平有一定下行引导，但更多效应体现在短期利率（一年期美债利率），而对长期（十年期美债利率）影响偏弱。另一方面，降息自身对于设备及地产投资的滞后提振效应⁹、特朗普政府对内减税政策扩大企业盈利、居民收入，有利于提振美国经济增长、对实际利率有所支撑。历史上，在 1995 年降

⁸ 详见报告《怎么看美债利率后续走势？》。

⁹ 受 1995 年下半年降息的提振，GDP 中固定资产投资（含企业投资、地产投资）自 1995 年 Q3 起四个季度环比折年率分别为 5.7%、8.0%、10.6%、13.0%。

息周期中，实际利率在阶段性下行后，受益于降息对信息技术应用对经济全要素生产率抬升影响又有所回升（见图表 6）。

图表 6：1995 年降息期间实际利率略有回落，但此后又开始回升

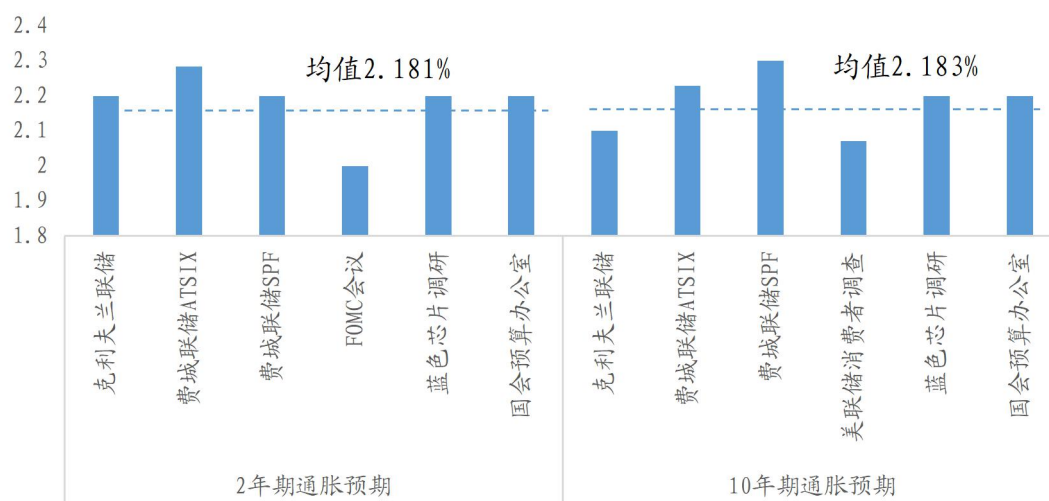


数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（2）通胀预期预计有所抬升。市场普遍认为特朗普政府减税、驱逐非法移民、加关税等政策主张将在未来数年抬升通胀中枢，通胀收敛至 2% 目标难度加大。目前，对于两年期的通胀预期，机构预测值基本落在 2.0%-2.3% 区间，均值为 **2.181%**。其中，最高数值由费城联储 ATSI 给出（2.3%），最低值由 FOMC 公布的经济预测报告给出（2%）。十年期的通货膨胀预期略高于两年期，市场预测值基本落在 2.1%-2.3% 区间、均值为 **2.183%**。其中最高值 2.3% 由费城联储 SPF 给出，最低值 2.1% 由美联储消费者调查给出（见图表 7）。由于数据时效性，大部分预测主要反映降息交易，未充分反映“特朗普交易”。因此与我

们之前报告《怎么看美债利率后续走势？》相比，通胀预期有所下行，我们预计到年末机构通胀预期估计值会回升。

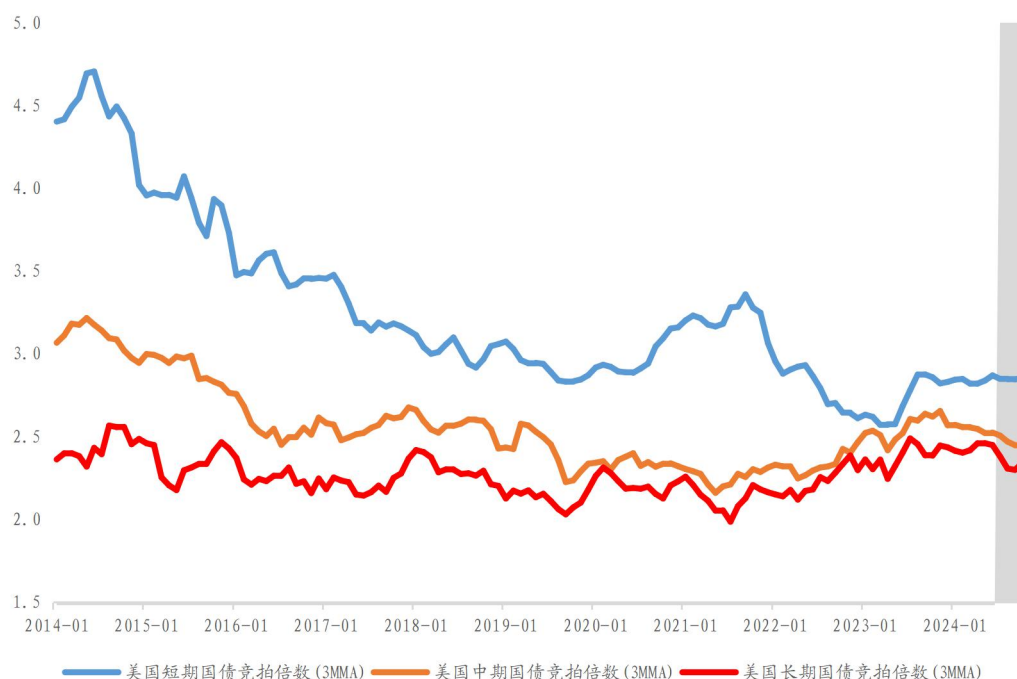
图表 7：两年期与十年期通货膨胀预测



数据来源：克利夫兰联储（2024 年 10 月）、费城联储 ATSIX（2024 年 10 月）、费城联储 SPF（2024 年 8 月）、FOMC 会议（2024 年 9 月）、美联储消费者调查（2024 年 9 月）、蓝色芯片调研（2023 年 12 月）、美国国会预算办公室（2024 年 6 月）、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（3）美债收益率曲线正常化，期限溢价上升。主要推动因素包括：①相较于长端利率，短端利率对货币政策更为敏感，预计 2025 年延续降息将引导短端利率缓步下行；②经济增速及十年通胀预期上升支撑长债利率；此外，不确定性环境下，交易员的风险厌恶情绪升温等也将推高期限溢价。2024 年下半年以来数据显示，短债需求较为强劲，中长端需求略疲软。短债竞拍倍数持续稳定在 2.85 倍附近，中、长债竞拍倍数分别自 2.52、2.45 略下滑至 2.44、2.34（见图表 8）。延续降息、通胀中枢抬升的担忧、投资者需求不均衡共同推动收益率曲线走陡。

图表 8：2024 年短期国债竞拍倍数保持稳定、中长期竞拍倍数略下行



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（三）更长期展望：特朗普 2.0 政策带来的潜在经济增长将抬升美债利率中枢，基准情形下美债供需冲击的影响或有限

根据美国联邦预算委员会（CRFB）¹⁰估算，特朗普的政策在未来 10 年将增加美国国债约 7.8 万亿美元，并且将赤字水平抬升至 5.8 万亿美元（2024 财年赤字为 1.8 万亿美元¹¹）。我们认为发债带来的经济增长（积极财政）对实际利率中枢的抬升为主要影响。特别地，在 2024 年大选共和党主导两院的背景下，若后续成功推动 2017 年减税政策永久化¹²，进一步放松金融、技术等重点领域监

¹⁰ 联邦预算委员会（Committee for a Responsible Federal Budget）为美国非营利的公共政策研究机构，成立于 1981 年，主要研究领域包括美国联邦预算、联邦医疗保险制度等。

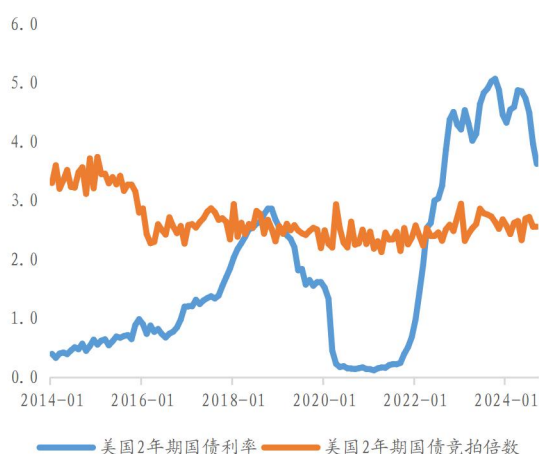
¹¹ 详见美国国会预算办公室月度审查，链接为 <https://www.cbo.gov/publication/60730/html>。

¹² 特朗普政府于 2017 年实施《减税与就业法案》，其中部分减税措施将于 2025 年到期。特朗普计划将个人

管等，有利于持续推动美国经济增长、对长端实际利率中枢的抬升或更加明显。

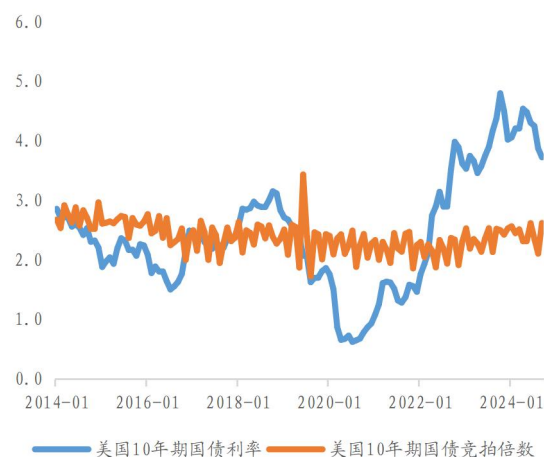
历史数据看，美债一级市场发行、拍卖情况与美债利率相关性较弱。美债发行仅在供需出现超预期消息冲击时会对利率造成明显冲击（见图表 9、10）。因此，基准情形下，预计大幅度财政扩张带来的美债供给增加对美债利率的影响有限¹³，持续跟踪后续不确定性环境中美债投资者需求期限结构的变化轨迹。

图表 9：2 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

图表 10：10 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

所得税减税等措施永久化。

¹³ 相关研究请参考中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心报告《怎么看美债利率后续走势？》。



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。