

## 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

## 美债长端利率再定价

### ——实际利率抬升与期限溢价上行

#### 阅读摘要

7月以来，美债长端利率快速上行，10年期上行至接近5%的水平，30年期一度接近5.4%、亦接近2007年高点5.44%，日本、德国、法国、英国长端利率亦明显走高。美国财政部通过扩大长期国债回购、腾挪TGA（财政部账户余额）等方式改善长端流动性，相关措施仅缓解短期摩擦，并未改变美债长端定价逻辑。

从影响美债利率的三因子拆解角度看：**2026年至今实际利率上行仍是10年期美债利率上升的主要贡献项**，美国经济数据韧性表现及货币政策预期转紧构成主要支撑，中性利率（ $r^*$ ）中枢预测有所上修；**进入三季度后，期限溢价的边际贡献明显增强，成为长端利率快速上行的重要因素**，其背后既有美国政府债务突破40万亿美元后市场对财政可持续性的重新关注，市场也担忧巨额存量债务再融资、高利率向财政融资成本传导，以及未来中长期国债供给可能增加等因素。同时，AI基础设施投资正在推动科技企业由现金融资转向债务融资，AI投资逐渐从股票市场的估值问题延伸为债券供给和信用市场问题；全球财政扩张及美联储政策路径模糊化带来的挑战，则进一步抬升了长期风险补偿。

展望后市，**短期美债利率中枢预计约为4.7%-4.8%左右**，实际利率仍将受到美国经济数据韧性和偏鹰政策预期支撑，期限溢价虽维持高位，但前期快速上行已较充分反映财政风险，进一步快速上行空间有限。预计**2027年美联储政策预期转向，10年期美债利率预计先高后低、中枢可能在4.0%-4.5%区间**，财政赤字与国债供给限制下行幅度。更长期看，美国财政扩张和全球财政风险上升可能推动期限溢价中枢抬升，同时AI对生产效率的提升效应若持续显现，也将支撑实际利率走升，从而叠加推动**10年期利率均衡中枢或由过去十几年的2%-3%区间左右上移至3.0%-4.0%新区间**。

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。

# 美债长端利率再定价

## ——实际利率抬升与期限溢价上行

一、近期行情：美债长端利率突破阶段性高点，财政风险成为 7—8 月快速上行的重要推动因素

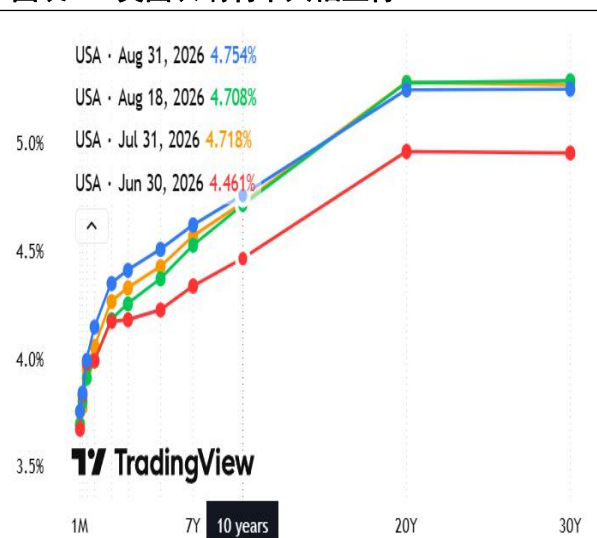
（一）近期行情回顾：7 月以来美债熊陡化明显，同期大部分发达国家长端利率共振上行，财政风险定价特征明显增强、市场供需担忧亦升温

7 月以来，美国国债利率显著抬升，其中长端抬升幅度最为明显，曲线“熊陡化”特征突出（见图表 1）。8 月 18 日，美国联邦政府未偿债务总额达 40.047 万亿美元，历史上首次突破 40 万亿大关，该日 30 年期、10 年期美债利率分别较 6 月末上行 37BP、27BP，远大于 2 年期的 5BP。30 年期美债利率一度突破 5.3% 至 2007 年以来最高水平，10 年期也一度突破 4.8%。同期日本、德国、法国、英国国债利率也同步上行，至 8 月 18 日，四国 10 年期国债利率分别较 6 月末上行 26BP、33BP、47BP、41BP，其中英法德利率曲线陡峭化较为明显，10 年期利率分别创 2008、2008、2011 年以来新高（见图表 2）。与美国 10 年期国债利率相关度也同步上升，英法德与美国长债利率相关性均在 80% 左右。日本由于近期汇率承压、央行加息预期升温，曲线呈现熊平化。

本轮债市调整具有两大特点：一是尽管利率大幅上行，衡量美债隐含波动率的 MOVE 指数处于 70-80 附近的较低点，

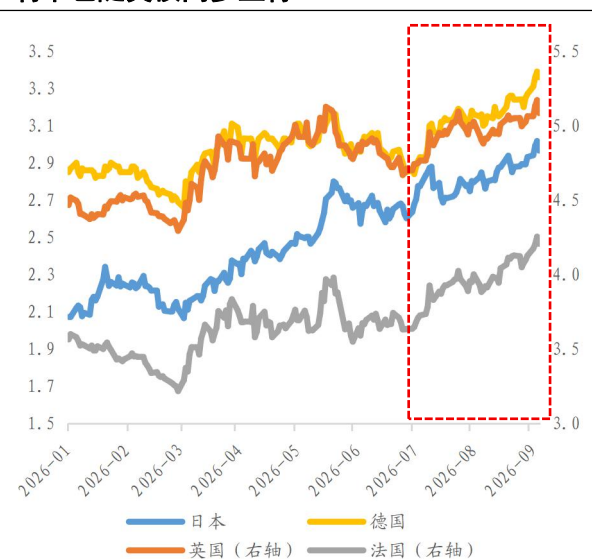
表明本轮调整更接近市场对既有财政风险和长端供需的重新定价，而非突发冲击引发的恐慌性抛售<sup>1</sup>；二是长端利率上行并未伴随美元走强，反而呈现高利率、弱美元、强黄金的组合，表明除经济增长、货币政策因素外，财政可持续性、国债供给等因素对长端利率的影响增强<sup>2</sup>。

图表 1：美国长端利率大幅上行



数据来源：Trading View、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：日本、德国、英国、法国下半年起长端利率也随美债同步上行



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## （二）美国财政部救市：改善长端流动性，缓解债市扰动并缓冲对实体经济的压力，但未改变长端利率定价逻辑

面对长端利率大幅上行，美国财政部推出回购加码、TGA腾挪和前瞻指引等一揽子组合措施，具体地：（1）8月19日贝森特宣布将10-20年及20-30年期流动性支持回购的单次规模上限从20亿美元至少翻倍至40亿美元<sup>3</sup>；（2）或动用

<sup>1</sup> 此前2025年4月对等关税超预期冲击时点，MOVE与利率同步大幅走升。

<sup>2</sup> 此前2024年11-2月“特朗普交易”发酵期为传统的“增长-紧缩”定价，彼时长端利率大幅上行、美元指数上行、黄金回落，反映市场对减税、去监管和“high for longer”利率路径的乐观定价。

<sup>3</sup> 时间点卡在30年期利率创19年新高次日、160亿美元20年期新债标售前夕。

TGA 现金（8 月末余额近 1 万亿美元）作为回购资金来源<sup>4</sup>；

（3）前瞻指引及财政整顿承诺。贝森特称利率飙升至近二十年高位的现象“毫无根据”，且承诺称政府债务占 GDP 比重“大概率已经见顶”；8 月 20 日贝森特进一步表示，回购规模“可能超过每次 40 亿美元”，为后续加码留出空间。

整体看，财政部系列操作并非量化宽松（QE），也非传统的利率曲线控制（YCC），主要目的在于调节市场流动性，通过回购流动性最差的 10-30 年非活跃券<sup>5</sup>，抑制长端利率上行、财政可持续性担忧加剧和市场进一步抛售长债之间形成的“正反馈”，而非系统性压低长端利率。于金融市场而言，缓解长端利率波动，也缓释远端终值占比较大的科技股估值下杀风险。对实体经济而言，避免财政问题演变为金融系统的抵押品流动性危机，确保私人部门成本-收益比合理<sup>6</sup>。不过，该项干预主要作用于短期市场摩擦，并未改变长端美债的定价逻辑。事实上，在 8 月 19 日干预之后，10 年、30 年国债利率曾短暂回落 6BP、9BP，但到 8 月末又回升至干预前水平。

## 二、原因分析：年初至今实际利率上行是主要动因，但

---

<sup>4</sup> 相当于资金从美联储的财政部账户转移至银行准备金账户，不改变美联储资产负债表，且可避免发行新的短债为回购提供资金，但会侵蚀美国政府的现金储备。

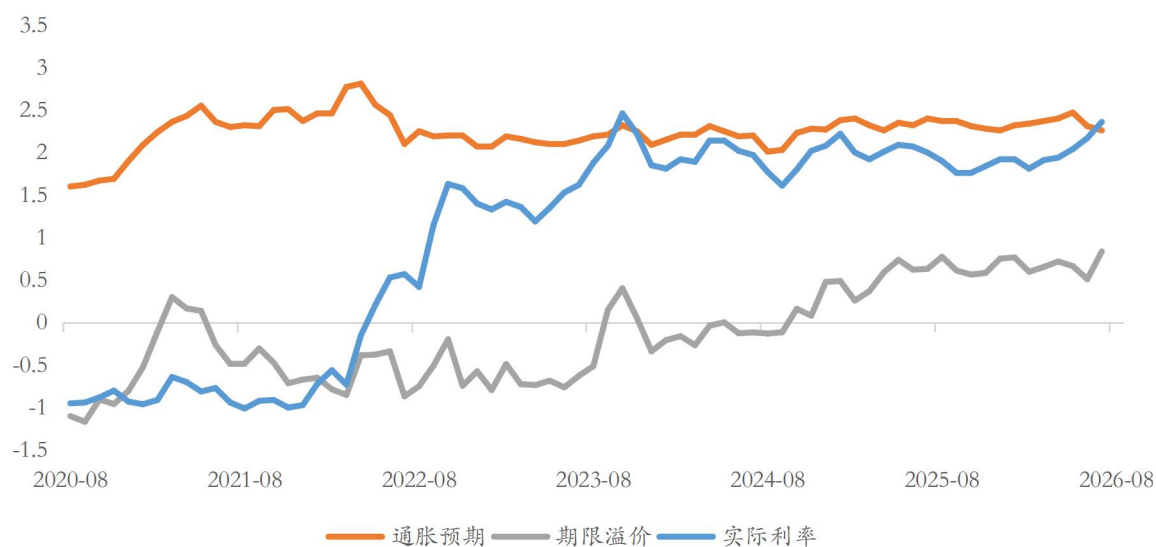
<sup>5</sup> 本轮回购加码的信号意义大于实质供需影响。财政部回购机制于 2024 年 5 月重启（2000—2002 年财政盈余时期曾有实践），初衷即改善非活跃券流动性：以低于面值的价格回购旧券并注销，收窄新券与旧券的利差、释放交易商资产负债表占用。8 月 5 日季度再融资声明已计划全季度回购至多 380 亿美元非活跃券，8 月 19 日的加码是在此基础上对 10—30 年区间的定向强化。

<sup>6</sup> 控制抵押贷款利率与企业再融资成本不高于私人部门利率，如长期按揭贷款利率不高于租金收益率、企业债利率不高于企业 ROIC，见前期报告《多重约束下的韧性与分化——美国 2025 年经济回顾及 2026 年展望》。

### 三季度以来期限溢价贡献显著增强

本次 10 年期美债利率上行主要由实际利率和期限溢价共同抬升，通胀预期影响相对有限。从 2026 年年初至今来看，10 年期美债利率上升的主要贡献来自实际利率，期限溢价是影响长端利率的重要因素；从 2026 年第三季度来看，随着美国财政赤字、国债供给、海外财政扩张以及货币政策不确定性上升，投资者对长期持有美债所要求的风险补偿有所提高，期限溢价对长端利率上行的边际贡献明显增加，成为三季度以来长端利率快速上行的重要因素之一。相比之下，10 年期通胀预期整体仍较为稳定，对利率上行的贡献相对有限（见图表 3）。

图表 3：10 年期美债利率三因子走势变化



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：经济数据韧性及紧缩预期支撑实际利率，2026 年全年来看，10 年期美债利率的上升中实际利率上升为主要贡献项

**经济数据延续呈现韧性。**“K”型经济下，虽然美国消费面临外部成本冲击与内部收入放缓双重约束，储蓄和信贷两大缓冲渠道也在同步弱化（详见前期报告《怎么看美国消费？四重扰动因素分析》），但一方面新增就业不弱、失业率未显著上升，初请失业金人数持续稳定在低位，实际薪资放缓但未显著负增，个人消费能力暂未显著萎缩。另一方面，大型云厂商的 AI 业务表现超预期，微软 Azure、亚马逊 AWS 最新一季收入同比增 43%、37%，AI 资本开支正逐步转化为财务营收；7 月 ISM 制造业 PMI 跳升 2.3 个百分点至 55.6，为 2022 年 5 月以来最高，就业分项为 2025 年初以来首次重回扩张区间。就业总体不弱、增长未明显失速，整体经济韧性仍对实际利率提供支撑。

市场对美国中性利率<sup>7</sup>（ $r^*$ ）中枢的预判有所上修。纽约联储最新估计显示，美国自然实际利率已由 2025 年初的约 1.4% 升至 2026 年第二季度的 1.65%<sup>8</sup>。美联储官员近期已明确讨论 AI 对中性利率的潜在上行影响：Jefferson 认为，如果 AI 带来持续的生产率提升，可能同时提高企业投资需求、降低居民储蓄倾向，从而推高中性实际利率；Cook 则指出，当前 AI 投资已经在高利率环境下明显扩张，短期内可能意味着中性利率高于疫情前。不过，官员们也表示，目前 AI 的影响方向和幅度仍存在较大不确定性。

**货币政策预期偏鹰亦抬升实际利率预期。**基本面呈现韧

<sup>7</sup> 中性利率本质上是“实际利率中的一个特殊水平”，指能让经济处于潜在增速、通胀稳定状态的实际利率水平。

<sup>8</sup> <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar?>

性叠加外部通胀压力，市场对美联储政策利率预期整体偏鹰。2026 年 4 月 FOMC 会议释放偏鹰信号，5 月以来紧缩预期虽有波动但未逆转，市场政策利率预期维持较高水平，对实际利率形成支撑。

## **（二）三季度以来，期限溢价对长端利率上行的贡献明显增强**

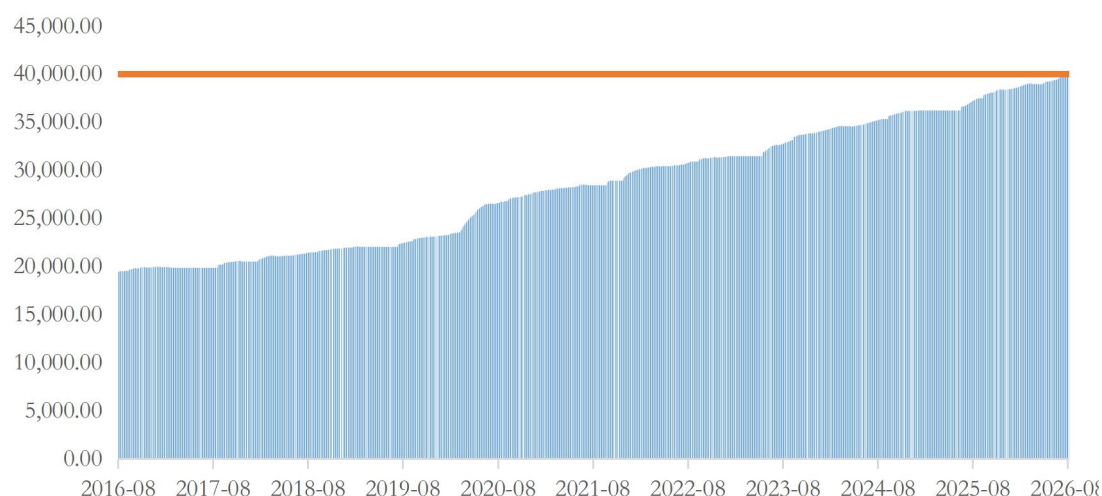
### **1. 美债规模突破 40 万亿美元，成为市场重新关注期限溢价的关键事件节点。**

8 月 18 日，美国联邦政府债务总额正式突破 40 万亿美元（见图表 4），市场关注度和定价权重发生变化：投资者会更加关注美国财政是否仍能维持当前债务扩张路径，以及未来长期国债是否需要提供更高利率才能吸引投资者持有。由此，市场对财政风险的定价权重有所上升：过去投资者更多将美国国债视为全球核心安全资产，对财政风险要求的额外补偿相对有限；随着债务规模突破新的整数关口，长期持有美债所要求的风险补偿抬升。从资产定价角度看，财政风险开始更多体现在期限溢价（Term Premium）的上升当中<sup>9</sup>。

---

<sup>9</sup> 期限溢价本质上是投资者持有长期债券、承担未来利率、通胀和财政等不确定性所要求的额外补偿。

图表 4：8 月 18 日，美国联邦政府债务总额正式突破 40 万亿美元“关口”



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 债券供给问题是期限溢价上升的重要原因，除了公共部门，AI 债务融资压力激增。

（1）美国公共部门：巨额存量债务进入再融资周期，高利率开始向财政融资成本传导。

债务规模：美国国债再融资需求持续走高。从月度到期规模看，2016—2019 年约 0.5-1 万亿美元水平，2024 年后规模明显抬升，2025-2026 年多数月份维持在 2 万亿美元以上，部分月份超过 2.5 万亿美元（见图表 5）。美财政部新发国债滚动置换到期债务，目前发行结构仍以短期为主，2026 年 8 月短期国债发行额接近 2.4 万亿美元（见图表 6）。

但是随着财政融资需求继续扩大，市场开始提前交易未来财政部增加中长期国债发行规模的可能性，从而对长端美债期限溢价形成潜在上行压力。根据美国财政部借款咨询委员会 8 月会议纪要（Treasury Borrowing Advisory

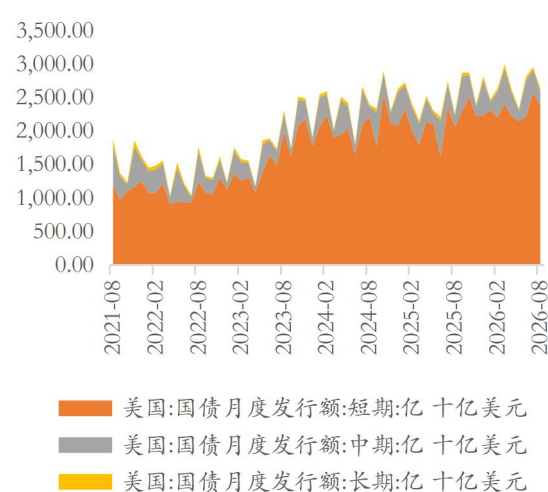
Committee, TBAC)<sup>10</sup>，目前国债发行规模足以满足 2026 财年剩余时间的预期借款需求，但按照当前票息国债拍卖规模和私人持有国库券供给测算，一级交易商<sup>11</sup>预计 2027—2028 财年存在约 1.45 万亿美元的潜在融资缺口，财政部借款咨询委员会认为，2027 财年增加票息债券的发行量可能是合理的，并讨论了财政部需要考虑的对未来指引的潜在调整。

图表 5：美债到期规模处于高位



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：新发美债结构偏向短期国债



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

**融资成本：**美国国债再融资利率持续走高。在长端二级市场利率持续高企的情况下，美国国债供给压力不仅来自新增发行规模，更重要的是巨额存量债务的融资成本正在由过去低息存量债务占主导，逐步向高息新增及再融资债务传导。2026 年 8 月的美债发行已经开始体现这一变化：8 月 12 日美国财政部发行 420 亿美元 10 年期国债，中标利率达到

<sup>10</sup> <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sb0592>

<sup>11</sup> 美国国债一级市场的核心承销和做市机构。它们与财政部定期沟通，参与美国国债拍卖，并在二级市场持续为国债提供报价和流动性。财政部每季度都会通过季度再融资程序与一级交易商沟通融资需求、发行结构、投资者需求以及市场承接能力。

4.683%、创 2007 年以来最高；8 月 13 日发行 250 亿美元 30 年期国债，中标利率达到 5.216%、创 2001 年以来最高。且这一过程可能更进一步形成负向反馈循环：高利率抬升到期债务再融资成本→政府利息支出增加→财政融资需求扩大→市场预期未来国债供给增加→要求更高的风险补偿→长端利率进一步上行。

（2）美国私人部门：AI 融资从“股市问题”转化为“债券供给问题”。

随着云厂商加速对 AI 基础设施的投入，其线性增长的经营现金流（OCF）已无法满足指数级增长的资本支出（CAPEX），摩根士丹利预计四大云厂商（微软、亚马逊、谷歌、Meta）到 2028 年的资本支出存在 1.5 万亿美元的资金缺口<sup>12</sup>。2026 年二季度，四大云厂商自由现金流（FCF，等于 OCF-CAPEX）降至 67.1 亿美元，较 2025 年末的 602.0 亿美元锐减了 88.9%，已接近由正转负的临界点，其中亚马逊前两个季度、谷歌二季度的 FCF 已经转负。为资本开支提供资金支持，云厂商开始从此前现金过剩的状态向主动融资转变<sup>13</sup>，近一年四大云厂商各季表内净筹资额分别为-402.7 亿、268.5 亿、599.4 亿、755.8 亿美元，正加速吸收市场资金（如

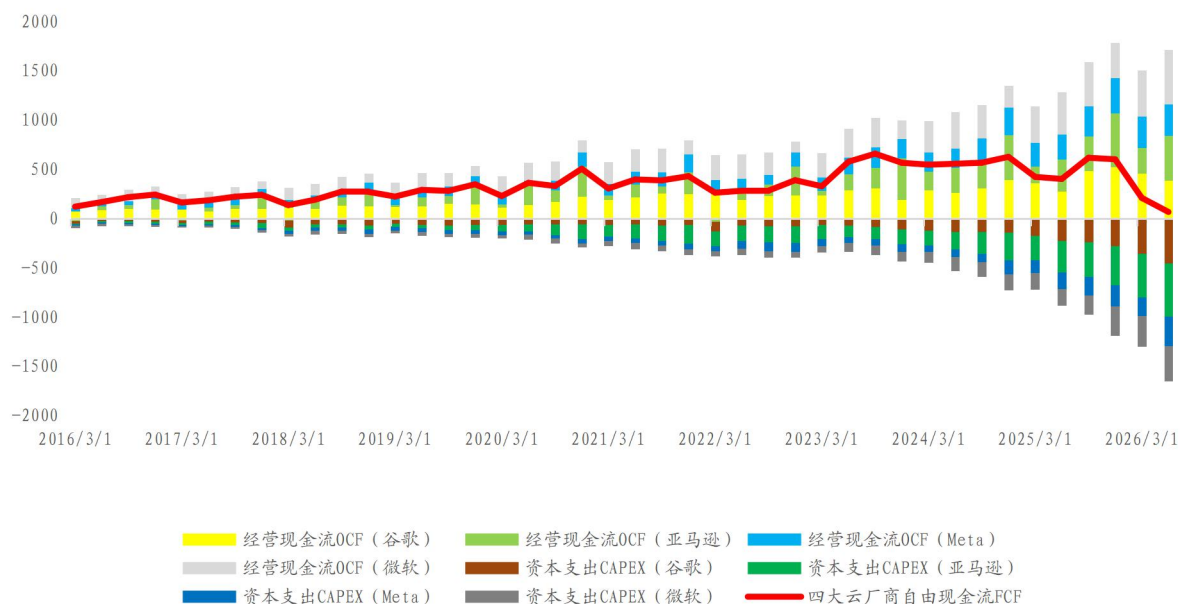
---

<sup>12</sup> 到 2028 年全球数据中心投资约 2.9 万亿美元（不含电力），科技巨头自身经营现金流仅能覆盖约 1.4 万亿美元，留下约 1.5 万亿美元的融资缺口，需由私募信贷（约 8000 亿美元）、公司债（约 2000 亿美元）与证券化产品（约 1500 亿美元）等外部渠道填补。详见链接 <https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/Research-Bridging-Data-Center-Gap.pdf>。

<sup>13</sup> 据路透社统计，2026 年初至 7 月 7 日，亚马逊、Alphabet、Meta、甲骨文合计发债约 1,940 亿美元，已超过 2025 年全年约 1,080 亿美元的水平；AI 相关债务存量 2026 年内预计接近 5,700 亿美元。需求端已现边际疲软迹象，科技巨头发债认购倍数从 2 月的约 5 倍降至 7 月的不足 2 倍。

图表 7)。

**图表 7：由于资本支出增长快于经营现金流，四大云厂商自由现金流在 2026 年上半年大幅收缩，对应的筹资活动现金流由负转正并剧烈膨胀（亿美元）**



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

此外，在循环融资<sup>14</sup>（见图表 8<sup>15</sup>）、明股实债等模式下，大量的表外融资（如 Meta 的 Hyperion 交易<sup>16</sup>）也使得 AI 产业实际债务金额或远高于表内<sup>17</sup>。目前 Nikkei 估算五家科技巨头<sup>18</sup>合计背负 1.65 万亿美元的表外债务<sup>19</sup>（约相当于今年美

<sup>14</sup> 芯片公司、云厂商、大模型公司相互持股、互为上下游客户。

<sup>15</sup> 详见链接 <https://ai-circular-economy.com/>。

<sup>16</sup> 2025 年 10 月，Meta 通过名为 Beignet Investor LLC 的特殊目的实体（SPV），为其位于路易斯安那州的 Hyperion AI 数据中心完成了约 300 亿美元的融资。该 SPV 由 Blue Owl Capital 持股 80%、Meta 持股 20%，并向 PIMCO、BlackRock 等机构发行了约 270 亿美元 A+评级的高级债券。Meta 与 SPV 签订了初始 4 年、可延长至 20 年的回租协议，同时提供了一份高达 280 亿美元的“残值担保”（RVG）。本次交易 Meta 并非以现金出资，而是以其在路易斯安那州的土地和在建数据中心工程作为实物出资入股 SPV。Blue Owl 则以现金出资约 24 亿美元（占 80%）。因此，从现金流角度，Meta 不仅没有付出先进，反而净到手约 30 亿美元现金；其出资完全是实物形式（土地和在建工程），且这部分实物资产的价值（约 6 亿美元）远低于其收回的现金。这正是外界批评该交易为“幽灵融资”的核心——Meta 把一个需要巨额资本支出的数据中心项目转化成了现金流入，同时将数百亿美元的债务和风险留在了表外。

<sup>17</sup> 国际清算银行（BIS）在 2026 年 6 月的年度经济报告中将此类安排称为“影子借贷”（shadow borrowing），并警示“交易条款披露不充分、同一资产被多重质押”的风险。

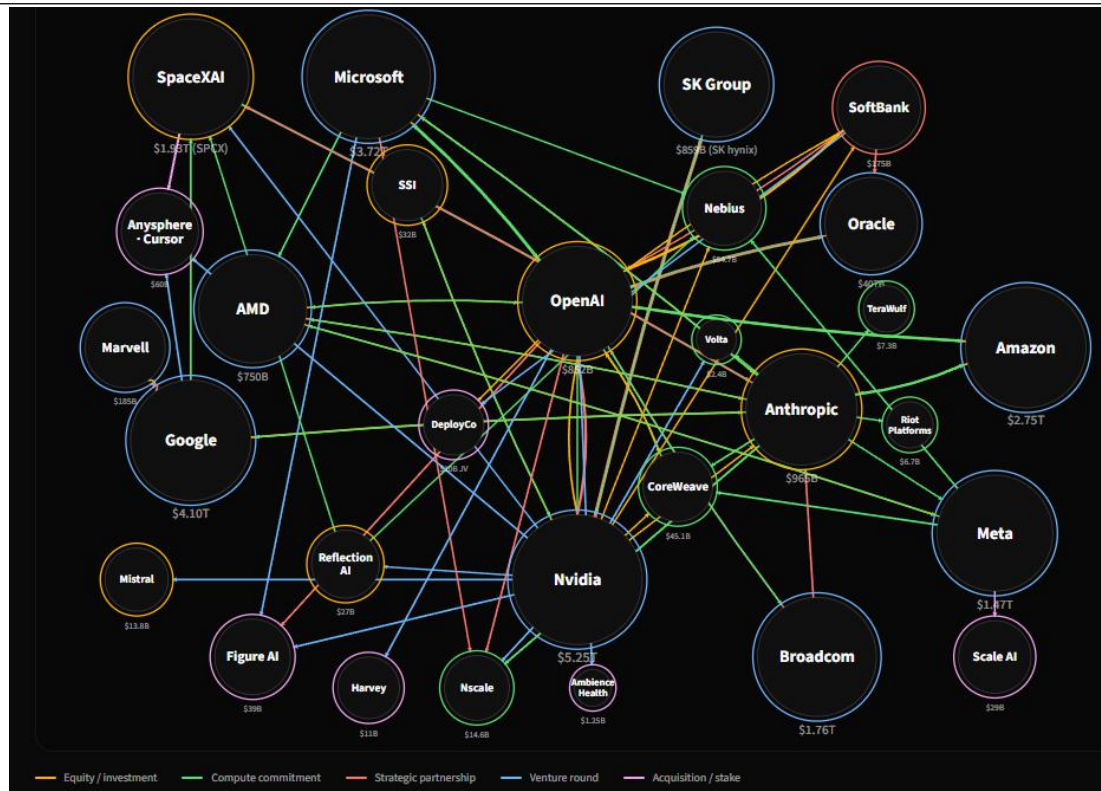
<sup>18</sup> 四家云厂商加上甲骨文。

<sup>19</sup> 详见链接

<https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/Research-Bridging-Data-Center-Gap.pdf>。

国国债边际新增金额<sup>20</sup>)，而 WSJ 口径下这一估测值扩大至约 3 万亿美元<sup>21</sup>。未来若 AI 收入兑现不及预期，而大量回购义务开始履行，表外债务被迫集中回表时，债券供给压力或进一步非线性剧增。对长久期资金而言，高评级、长久期表外信用债<sup>22</sup>与长端美债形成直接竞争，分流了部分原定配置主权债的资金。

图表 8：微软、甲骨文等应用企业，Open AI、Anthropic、SpaceXAI 等模型企业，以及英伟达、博通、AMD 等“卖铲子”企业的控股、投资与采购关系纷繁复杂（数字为该公司市值）



数据来源：Ai-circular、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（3）海外部门：全球财政扩张形成“财政风险共振”。

美国财政压力并非孤立现象，全球主要发达经济体同样

<sup>20</sup> 至 2026 年 8 月末，美国国债 40.18 万亿，较 2025 年 12 月末（38.51 亿）增加了 1.66 万亿美元。

<sup>21</sup> WSJ 的估算包括了九家科技巨头（微软、亚马逊、Alphabet、Meta、Oracle、Nvidia、Broadcom、AMD、SpaceX）合计背负的表外 AI 债务，详见链接 <https://finance.yahoo.com/markets/stocks/articles/alphabet-meta-microsoft-hiding-3-135343885.html>。

<sup>22</sup> 如 Meta Hyperion 项目债为 2049 年到期、A+评级的全额摊还债券，发行定价较同期美债高约 225BP，国际投行、保险、养老金账户是主要买家。

面临财政支出结构性上移。随着地缘政治风险上升，财政政策目标正从过去更加重视财政纪律，转向兼顾财政可持续性、国防安全、产业竞争和社会福利等多重目标，国防、产业投资和社会保障等支出均对长期财政形成新的刚性压力。IMF 预测，全球公共债务将从 2025 年的全球 GDP 约 94% 升至 2029 年的 100%<sup>23</sup>。例如，欧洲在俄乌冲突和战略自主需求背景下，国防支出进入结构性上升阶段，18 个欧盟成员国已启用财政规则豁免机制以增加国防投入<sup>24</sup>；日本则在高债务、老龄化和社会保障压力之外，继续提高国防和产业相关支出等。全球财政扩张意味着长期国债供给和期限风险可能持续处于较高水平，为期限溢价中长期缓慢抬升提供了支撑，但这一影响更多是渐进式的，并不意味着期限溢价会持续快速上行。

3. 美联储政策可信度亦是风险溢价的重要来源，沃什鹰派转向暂时修复信心，但政治压力并未消失。

美联储政策可信度经历了先受损、后尽力修复的过程。8 月 28 日，沃什在杰克逊霍尔全球央行年会上明确重申 2% 的通胀目标，并表示如果未来无法获得“通胀正在回落至 2%”的足够信心，美联储“仍有工作要做”，暗示在通胀持续高于目标、就业市场仍具韧性的情况下，不排除重新加息。相比其上任初期相对模糊的政策表述，此次讲话明显偏鹰，实际上是对此前政策沟通的一次“纠偏”。不过，长端利率并

<sup>23</sup> 数据来源于国际货币基金组织（IMF）2026 年 4 月发布的《Fiscal Monitor》。

<sup>24</sup> 2025 年以来，欧盟先后批准 18 个成员国启动国防支出国家豁免条款，允许相关国家未来四年在国防支出增加方面获得最高相当于 GDP 1.5% 的额外财政空间，从而在不立即削减其他支出或增税的情况下扩大国防投入。

没有因为沃什强化通胀控制承诺而明显下行，反而继续走高。一方面，9月初中东军事摩擦升级、油价上涨，重新强化市场对能源价格向通胀传导的担忧；另一方面，特朗普评价加息“荒谬”、与沃什的鹰派倾向形成公开政策分歧，增加市场对美联储独立性和未来政策路径的担忧。市场对美联储未来通胀控制能力和政策独立性的担忧并未完全消除，要求更高的长期风险补偿。

### （三）通胀预期：地缘形势抬升通胀预期，但对长端利率上行的推动力不明显

此前随着6月美伊签署谅解备忘录进入停火期、油价缓慢回落，但7月初美伊军事摩擦升温反复、航运风险扩大至红海等因素扰动使原已降温的原油价格重新回升，从6月末的约70美元重新上行至100美元上方。油价的不确定性扰动通胀预期，但主要影响短端，对长端扰动相对有限，本质是对短期油价反复的补偿而非长期物价趋势的重估。达拉斯联储根据三种情形假设测算显示，在霍尔木兹海峡关闭一至三个季度的情形下，预计至2026年四季度1年期通胀预期将上升0.01至0.61个百分点不等，但5—10年期预期将仅略微上行（0.04至0.09个百分点）<sup>25</sup>；此外，芯片、存储涨价对耐用消费品价格的抬升效果尚不明显，CPI核心商品分项保持温和，“AI通胀”忧虑尚未明显显现；但也需留意若

---

<sup>25</sup> 详见达拉斯联储论文

<https://www.dallasfed.org/-/media/documents/research/papers/2026/wp2609.pdf>，第23页末段论述。

油价持续高位，或有的二轮传导风险。

### 三、后市展望

目前 10 年期美债利率已接近 5.0% 的高位。展望后市，实际利率将决定美债利率中枢的方向，期限溢价则影响利率偏离基本面趋势的幅度。预计：

#### 1. 2026 年末：高位震荡，中枢约 4.7%-4.8%。

第一，实际利率预计仍将维持高位。数据反映美国经济尚未出现明显走弱迹象，AI 投资和财政支出继续对经济活动形成支撑，对美联储年内政策路径的定价亦偏鹰、对美国中性利率的估计有所上调。

第二，通胀仍是美债利率下行的主要约束。当前核心通胀仍明显高于 2%，而 9 月中东形势反复和能源价格又形成新的上行风险，市场仍忧虑能源价格向通胀的持续传导。

第三，期限溢价仍然偏高，但进一步上行空间有限。财政赤字、国债供给和美联储政策不确定性意味着期限溢价难以迅速回到低位，但 7—8 月快速上升已经较大程度反映了相关担忧，后续更可能表现为高位震荡，而非继续快速抬升。

#### 2. 2027 年：先高后低，但下降幅度有限，预计中枢在 4.0%-4.5% 左右。

第一，美国经济存在降温压力、通胀亦有望继续向 2% 目标回落，美联储大概率重新进入降息周期，政策利率下行将带动实际利率预期和 10Y 美债利率回落。

第二，美国财政赤字和国债供给规模仍处于较高水平，叠加 AI 基础设施投资带来的企业融资需求，以及全球主要经济体长期利率中枢同步抬升，将使期限溢价维持在相对高位，对 10 年期美债利率下行形成约束。

**3. 更长期：长期均衡中枢可能已经从过去十几年的 2%-3% 左右，向 3.0%—4.0% 区间移动。**

美国财政赤字、国债供给和全球财政扩张意味着期限溢价的长期中枢可能较疫情前有所抬升；随着 AI 投资逐步转化为生产率提升，进而提升潜在增长率，实际利率中枢也可能维持在较高位置。因此，长期 10 年期美债利率中枢可能较过去十几年的 2%-3% 左右有所上移至 3.0%-4.0% 区间。



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。**