研究报告

长债收益率、美联储扩表与经济增长的关系：规律、启示与展望

阅读摘要

1997 年以来的历史经验表明，**10 年期美债收益率达到 5%更多意味着金融条件进入较高约束区间，可能导致美国 GDP 滞后放缓，但不必然导致经济衰退。**只有当高收益率最终演变成经济或金融体系的明显压力、而传统降息空间不足时，美联储才会明显扩表。

当前，市场收益率尚未对经济产生显著抑制，资产负债表规模与经济适配程度未显著“偏离”、且银行准备金并未降至稀缺水平。后续若经济延续保持韧性，长端收益率高位可能维持较长时间，美联储没有迫切扩表的必要；若高收益率持续导致经济和就业明显走弱，同时金融市场压力上升，则降息乃至重新扩表的可能性才会提高。

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

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。

长债收益率、美联储扩表与经济增长的关系：规律、启示与展望

一、1997 年以来美债收益率大幅上行、美联储扩表与经济增长关系的规律与启示

1.1997-2025 年间，10 年期美债收益率大致经历了 4 轮不同的大幅上行阶段（见图表 1-2）：

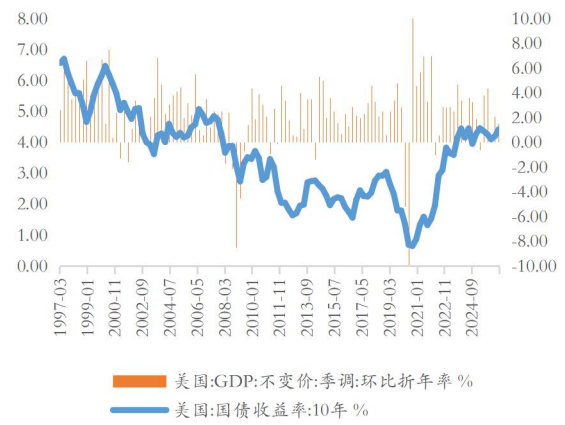
（1）1997 年、2000 年、2006 年美债收益率升破 5%高位后，美国经济均经历由强转弱的变化（亚洲金融危机、科网泡沫、次贷危机），前两次美联储资产负债表变化不大，后一次美联储资产负债表大幅扩张救市（QE）。

（2）2013 年美债收益率冲高后，美国经济延续温和复苏，美联储资产负债表仍处于扩张阶段。

（3）2018 年收益率冲高后，经济于 2019 年逐步放缓，美联储先维持缩表、随后转向扩表。

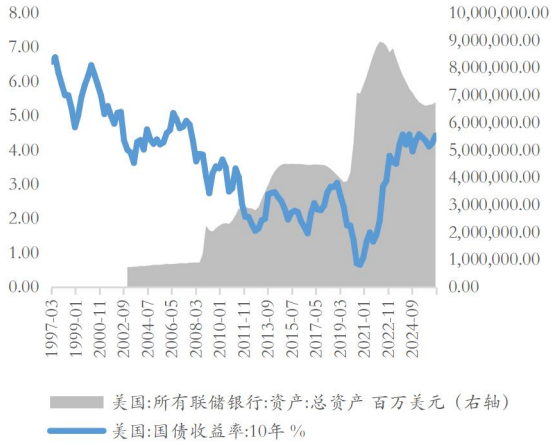
（4）2022—2023 年收益率升至约 5%后，美国经济增速虽有所放缓但仍保持韧性，美联储则继续处于缩表周期。

图表 1：美债收益率 VS 美国 GDP



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：美债收益率 VS 美联储资产负债规模



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 历史经验表明，10 年期美债收益率达到 5%更多意味着金融条件进入较高约束区间：

（1）可能导致美国 GDP 滞后放缓，不必然导致经济衰退。2013 年、2018 年、2022-2023 年美债收益率大幅冲高后，美国未出现经济衰退，其中 2013 年经济延续温和复苏、2018 年滞后一年出现经济增速放缓，2022-2023 年经济总体保持韧性。但是 1997、2000 和 2006 年三轮美债收益率触及 5%以上高点后出现重大金融风险事件，但 1997 年亚洲金融危机主要源于亚洲经济体外币负债、汇率制度和金融体系脆弱性，10Y 高收益率更多通过全球资本流动形成外部压力；2000 年科网泡沫破裂主要源于科技股高估值和投资者预期逆转，高收益率通过提高折现率和收紧金融条件发挥放大作用；2006 年次贷危机则与高收益率的联系最为直接，长债收益率上升、浮动收益率贷款重置和房地产降温加速了次贷违约，但高杠杆、宽松的贷款标准和证券化等结构性问题是根本原

因。由此看，**10 年期收益率高位本身非危机的充分条件，高收益率持续后是否出现经济放缓，需观察是否与资产高估、杠杆积累或金融体系脆弱性形成叠加影响。**

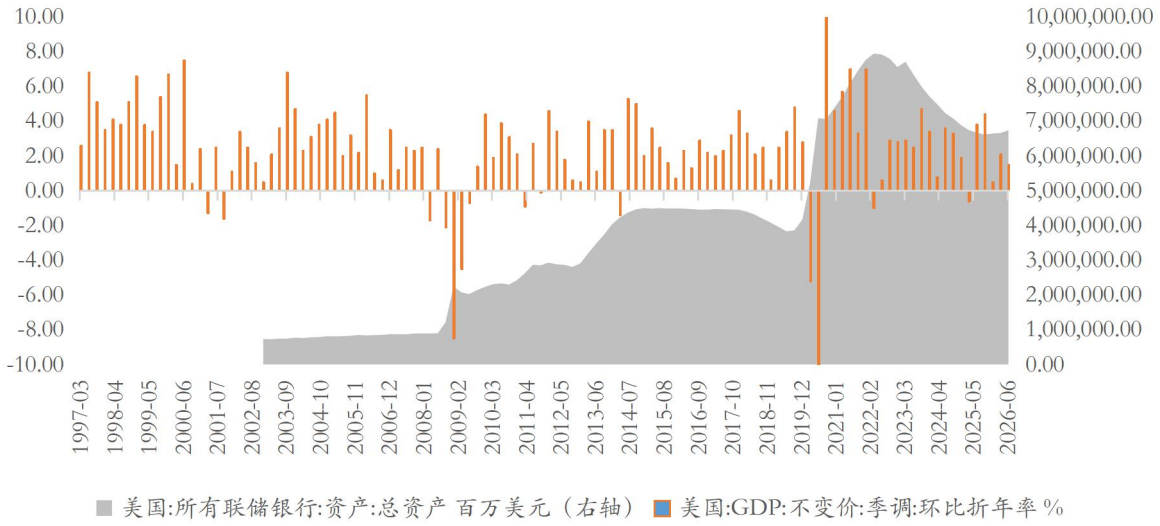
（2）只有当高收益率最终演变成经济或金融体系的明显压力、而传统降息空间不足时，美联储才会明显扩表。美联储仅在 2008、2013 和 2020 年出现大规模扩表，分别对应次贷危机、欧债危机、疫情冲击。历史上“美债收益率高位”本身并不会自动触发美联储扩表，真正推动扩表的是随后出现的金融危机、严重经济冲击或流动性风险；而在单纯经济过热、通胀较高或收益率处于高位的阶段，美联储通常维持或缩减资产负债表（见图表 3-4）。

图表 3：1997 年以来美债收益率大幅走高、GDP 表现及美联储操作回顾

10Y 冲高阶段	10Y 大致高点	之后美国 GDP 表现	之后美联储资产负债表操作（单位：美元）
1997 年	约 6.7%	1998 亚洲爆发金融危机，但主要是外部金融脆弱性危机，美债高收益率不是主要原因	基本稳定，尚处传统“稀缺准备金”框架，资产负债表规模很小，**1997 年底美联储资产负债表规模在 5000 亿左右（5051）**
2000 年	约 6.5%	2000 年科网泡沫破裂，高收益率可能是压制估值和需求的因素之一，但泡沫本身是核心	基本稳定，尚未出现 QE 式扩表
2006 年	约 5.2%	2008 年爆发次贷危机，高收益率与房地产、次贷调整存在更直接联系，**是重要的危机导火索和放大因素**	**2007 年后危机冲击下美联储大幅扩张，2008—09 年进入 QE/危机救助阶段**
2013 年	约 3.0%	GDP 没有出现明显衰退，但经济动能偏弱、失业率居高不下、通胀持续处于低位	美联储继续大幅扩表，QE3 及后续 QE4 仍在推进；资产负债表规模从 2012 年 9 月 2.82 万亿扩张至 **2013 年底 4 万亿**
2018 年	约 3.2%	2018 年经济较强，2019 年明显放缓，9 月隔夜回购利率飙升至 10%	2017—2019 年 QT 导致资产负债表规模下降；2019 年底停止 QT 并重启扩表**至 2020 年 2 季度，资产负债表规模增至约 4.5 万**
2022—23 年	约 5.0%	GDP 经历 2022 年放缓后，2023 年仍保持韧性，未出现预期中的严重衰退	2022 年 6 月开始 QT，资产负债表从约 8.9 万亿美元峰值持续下降

数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

图表 4：美联储资产负债规模 VS 美国 GDP（只有当高收益率最终演变成经济或金融体系的明显压力、而传统降息空间不足时，美联储才会明显扩表）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、当前较高收益率尚未对美国经济活动和金融市场产生显著抑制，资产负债表规模与经济适配程度未显著“偏离”

1. 较高收益率尚未对经济产生显著抑制作用。

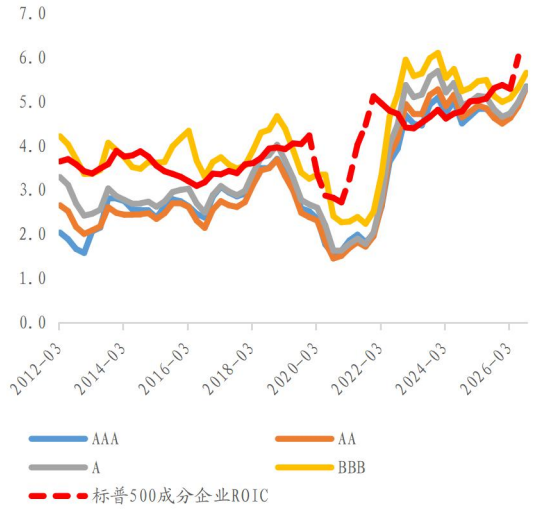
目前较高的长债收益率尚未对私人部门经济活动产生显著抑制的作用。企业端看，至 2026 年三季度，投资级企业债的成本在 5%左右（BBB 级为 5.66%，A 级至 AAA 级的为 5.31%-5.35%），低于标普 500 成分企业的 ROIC（投入资本回报率，6.02%，披露至二季度）；个人端看，15、30 年房贷收益率升至 6.2%、6.9%的较高位，与 Zillow 租金收益率 6.3%基本持平。企业、个人端的成本与收益相近，收益率对经济既没有大幅刺激，也没有显著抑制作用。

2. 金融市场整体处于紧平衡状态。

目前美联储的资产负债表虽然绝对规模为疫情前的 1.6

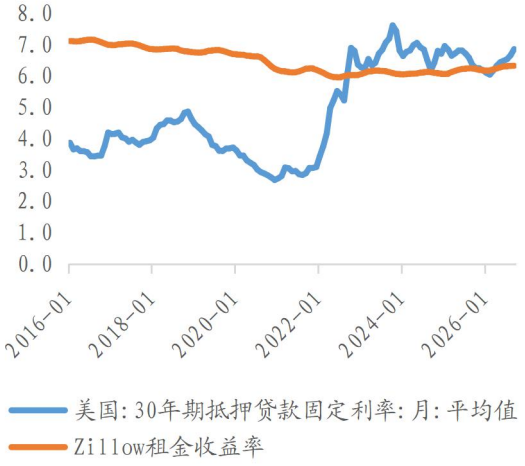
倍，但由于前期 QT（量化紧缩）时逆回购起到“缓冲垫”作用，流通中现金、准备金相对稳定，具体地：（1）流通中现金为 2.5 万亿美元，约占美国现价 GDP 的 7.6%、约等于 2015 年水平。进一步考虑到国际美元需求，流通中美元占全球现价 GDP 的比例约等于 2020 年水平。（2）准备金占银行业总资产的 11.6%，虽然有所下降，但总体仍在 11-13%的充足（ample）范围内，未跌入稀缺（scarce）区间，较 2019 年 9 月“钱荒”时不足 9%的准备金率仍有较大距离（见图表 5-6）。

图表 5：目前标普 500 成分企业 ROIC（企业投资收益）大于投资级企业债收益率（企业举债成本）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：目前 Zillow 租金收益率（即 Zillow 全美租金均值*12/全美房屋均价，个人购房收益）略低于 30 年期抵押贷款收益率（个人购房成本）



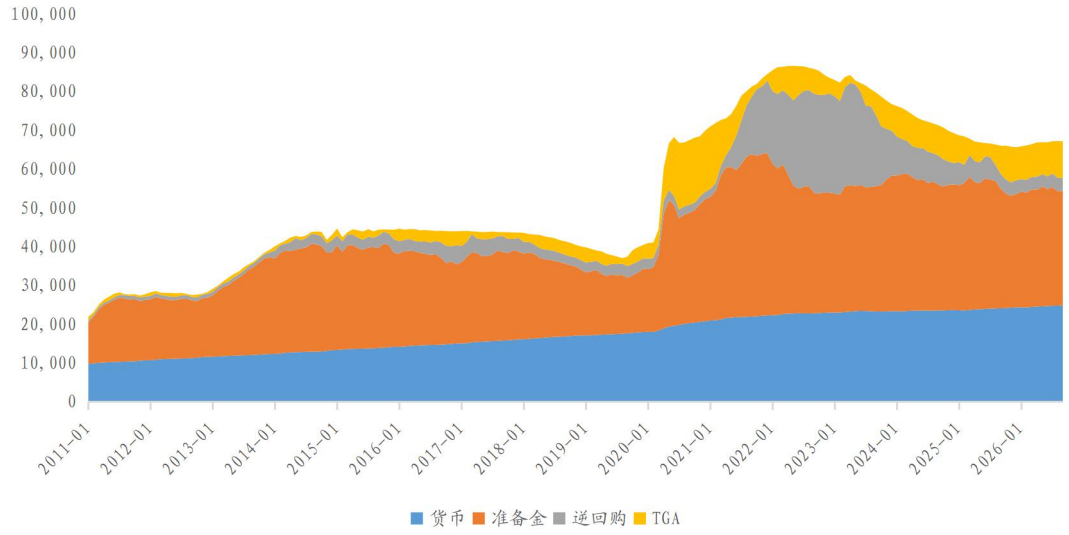
数据来源：WIND、Zillow、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 资产负债表规模与经济适配程度未显著“偏离”。

美联储已于 2025 年 12 月结束缩表，截至 2026 年 9 月资产负债表仍维持在约 6.7 万亿美元以上的较高规模，因此若未来 10 年期美债收益率维持 5%以上，更值得关注的是高

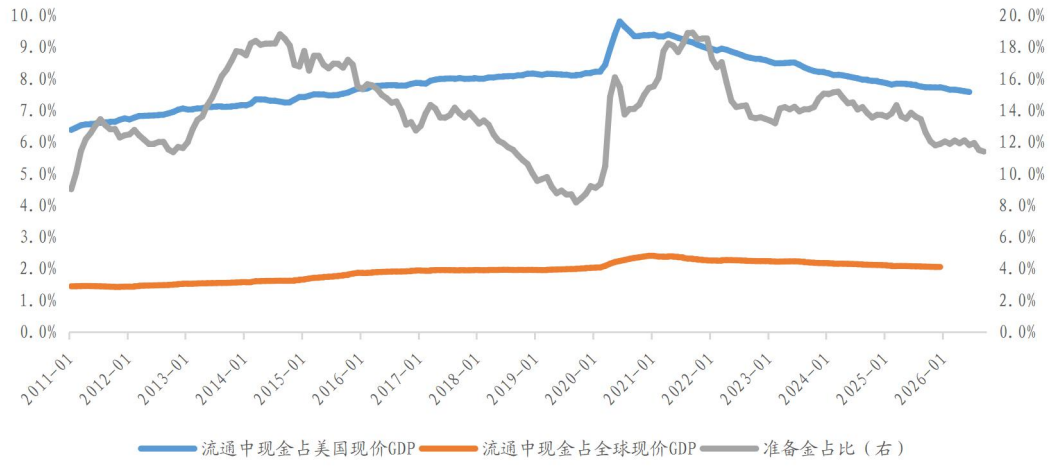
收益率通过融资成本和金融条件收紧对 GDP 的滞后影响：**若经济仍保持韧性，**10 年期美债收益率**高位可能维持较长时间，美联储没有迫切扩表的必要；若高收益率持续导致经济和就业明显走弱，同时金融市场压力上升，则降息乃至重新扩表的可能性将会走升（见图表 7-8）。**

图表 7：美联储资产负债表的负债端中，流通中现金以及银行准备金保持相对稳定，QT 主要缩减逆回购



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：流通中现金占美国现价 GDP、全球现价 GDP 回落至疫情前水平；银行准备金占比回落至 11.5%，但尚未下滑至 2019 年“钱荒”前的水平



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心



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。