

目录

一、热点思考：美债利率在“涨”什么？	5
（一）期限溢价是近期美债利率上行的主要解释	5
（二）期限溢价在“涨”什么？影响期限溢价的三大因素	7
（三）期限溢价上行的持续性？期限溢价存在抬升压力，美债利率仍倾向于高位震荡	9
二、海外大类资产&基本面&重要事件	11
（一）大类资产：特朗普辟谣关税政策，非农新增超预期	11
（二）特朗普 2.0：关税政策的不确定性引起市场波动	16
（三）美联储：官员表态支持放缓降息	16
（四）就业：12 月美国就业数据超预期强劲	17
（五）职位空缺：11 月美国职位空缺率反弹，但雇佣率下行	19
（六）失业金：美国失业金申领人数低于市场预期	21
三、全球宏观日历：关注美国 12 月 CPI	22
风险提示	23

图表目录

图表 1：美债利率的上涨脱离以往降息周期的规律	5
图表 2：美债利率与原油价格	5
图表 3：美国国债利率的拆解	6
图表 4：利率的三大构成	6
图表 5：期限溢价中，实际期限溢价影响更大	6
图表 6：2024 年以来，不同模型的期限溢价均转正	6
图表 7：美国 10 年期国债利率的分解	7
图表 8：10 年期美债利率不同区间的变动	7
图表 9：短期利率预期主要反映货币政策立场	7
图表 10：拆分实际利率，近期上涨来自实际期限溢价	7
图表 11：经济、政策不确定性与期限溢价正相关	8
图表 12：价格敏感型投资者占比与期限溢价	8
图表 13：美国国债市场需求结构	8
图表 14：扩大国债供给导致利率上升	9
图表 15：2023 年美国集中发债导致利率上涨	9
图表 16：美国经济政策的不确定性上升	9
图表 17：外国官方持有美国国债比重下降	10
图表 18：股债相关系数转正削弱金融机构购债需求	10
图表 19：美国长期国债发行规模或将回升	10
图表 20：2025 年，美国国债到期规模上升	10
图表 21：当周，发达市场股指走势分化	11
图表 22：当周，新兴市场股指多数下跌	11
图表 23：当周，美国标普 500 行业多数下跌	11
图表 24：当周，欧元区行业多数上涨	11
图表 25：当周，恒生指数全线下跌	12
图表 26：当周，行业方面多数下跌	12
图表 27：当周，发达国家 10Y 国债收益率全线上行	12
图表 28：当周，美、英、德 10Y 收益率上行	12

图表 29：当周，新兴市场 10Y 国债收益率多数上行	13
图表 30：当周，巴西、土耳其 10Y 收益率走势	13
图表 31：美元指数上涨，其他货币兑美元多数贬值	13
图表 32：当周，欧元兑美元贬值	13
图表 33：当周，主要新兴市场兑美元多数贬值	13
图表 34：当周，美元兑雷亚尔和韩元走势	13
图表 35：当周，人民币兑美元、兑日元贬值	14
图表 36：当周，美元兑人民币升值	14
图表 37：当周，大宗商品走势分化	14
图表 38：当周，WTI 原油、布伦特原油共振上涨	15
图表 39：当周，焦煤、螺纹钢价格下跌	15
图表 40：当周，LME 铜、LME 铝价格上涨	15
图表 41：当周，通胀预期上行 9bp 至 2.43%	15
图表 42：当周，COMEX 金、银价格共振上涨	15
图表 43：当周，10Y 美债实际收益率上行至 2.34%	15
图表 44：特朗普关税政策的不确定性引起市场波动	16
图表 45：市场对美联储政策利率预期（截止 1 月 11 日）	17
图表 46：本周美联储重要官员发声	17
图表 47：12 月美国非农新增就业 25.6 万人，超市场预期强劲	18
图表 48：12 月美国平均时薪环比 0.3%，符合市场预期	18
图表 49：12 月美国失业率回落至 4.1%	19
图表 50：前瞻指标显示美国就业或维持强劲	19
图表 51：失业人口变化结构	19
图表 52：11 月美国职位空缺率反弹至 4.8%	20
图表 53：11 月美国雇佣率、离职率下行（%）	20
图表 54：当周初申领失业金人数（非季调）	21
图表 55：当周持续申领失业金人数（非季调）	21
图表 56：美国失业金申领人数 20.1 万人，低于市场预期（季调）	21
图表 57：全球主要宏观经济数据日历	22

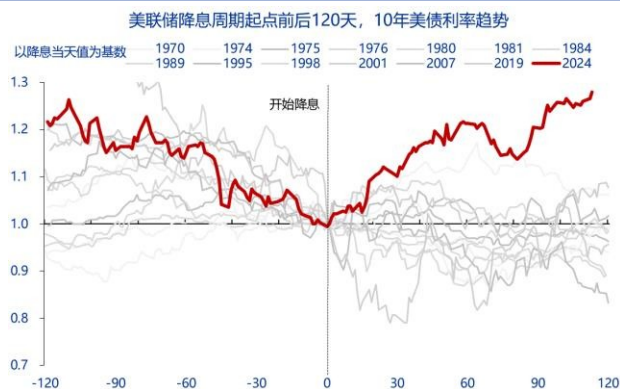
12 月以来，10 年期美债利率大幅冲高，升破 4.7%。此番上涨，期限溢价及其背后的经济政策风险或是美债利率上涨的关键诱因。

一、热点思考：美债利率在“涨”什么？

（一）期限溢价是近期美债利率上行的主要解释

去年四季度以来，美国 10 年期国债利率在多重因素作用下加速上涨，脱离降息周期的一般经验规律，难以用单一原因解释。截至 2025 年 1 月 10 日，10 年期美债收益率已突破 4.7%，创下 2024 年 4 月以来的最高水平。此次上涨已脱离了以往美国降息周期里，长端利率的一般表现规律。10 年期美债利率与原油价格、经济意外指数也出现较大背离，难以单纯用通胀预期抬升或经济韧性解释。

图表 1：美债利率的上涨脱离以往降息周期的规律



资料来源： 、 研究

图表 2：美债利率与原油价格



资料来源：CEIC、 研究

美国十年期名义国债利率可以拆分为短期实际利率预期、通胀预期及期限溢价三部分。期限溢价主要反映未被预期到的风险，是投资者人承担长期国债风险（利率和通胀波动风险更大）而要求的额外补偿（相对于投资短期票据而言）。期限溢价又可分为通胀风险溢价和实际期限溢价两部分，通胀风险溢价是投资者因承担通胀不确定性风险而要求的额外补偿，实际期限溢价衡量的是除通胀外的其他风险，包括实际利率不确定性、经济政策不确定性、国债供需矛盾等。通胀预期衡量的是投资者对未来十年平均通胀率的长期判断。短期实际利率预期衡量的是投资者对未来十年短期实际利率（short-term real interest rates）均值的判断，主要受到货币政策的影响（伯南克，2013）^①，反映投资者对货币政策利率及政策立场的判断，而非对自然利率的判断。通胀预期与实际利率预期二者之和共同构成名义利率的预期。

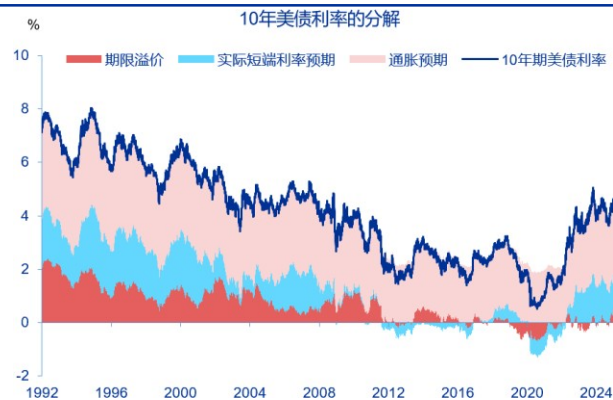
^① https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130301a.htm?utm_source=chatgpt.com

图表 3：美国国债利率的拆解



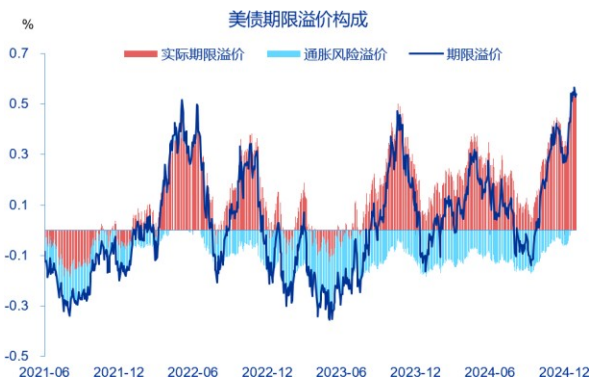
资料来源：美联储、安联保险、研究

图表 4：利率的三大构成



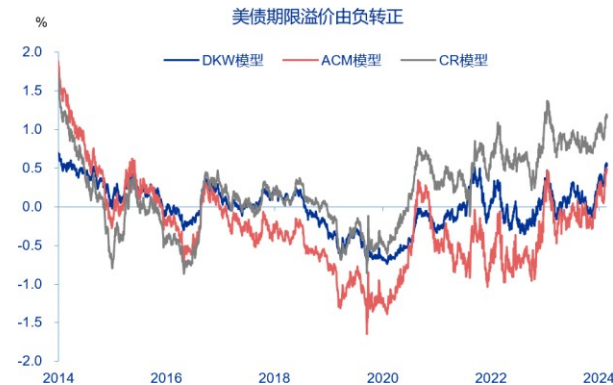
资料来源：美联储、研究

图表 5：期限溢价中，实际期限溢价影响更大



资料来源：美联储、研究

图表 6：2024 年以来，不同模型的期限溢价均转正



资料来源：美联储、CEIC、研究

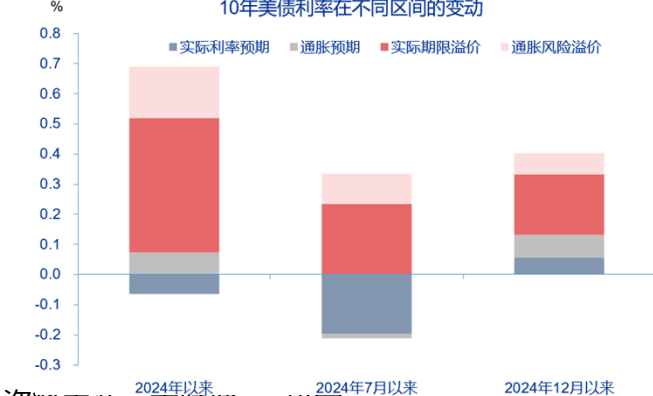
期限溢价上升是 12 月以来美债利率上涨的主因，各驱动因素按贡献排序是：期限溢价上涨>通胀预期抬升>降息预期压缩。2024 年 12 月，10 年期美债利率各成分当中，利率中的预期部分小幅上升，风险部分大幅抬升。通胀预期上升了 7.4BP 至 2.8%，表明长期通胀预期仍稳定；实际利率预期上升 5.7BP 至 1.29%，反映降息预期有所压缩；期限溢价上升了 27BP，其中实际期限溢价上升 20BP，通胀风险溢价上升 7BP，表明美国经济、利率、通胀的不确定性明显提高。综合来看，此轮美国国债利率的上升或是通胀预期、降息预期收窄等因素共振的结果，但影响最大的是经济的风险及不确定性等因素扩大。拆分 10 年期国债实际利率来看当中，上涨的主要驱动利率也为实际期限溢价。

图表 7：美国 10 年期国债利率的分解



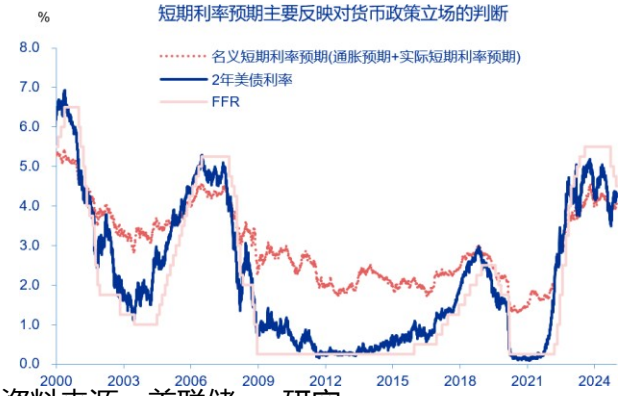
资料来源：美联储、研究

图表 8：10 年期美债利率不同区间的变动



资料来源：美联储、研究

图表 9：短期利率预期主要反映货币政策立场



资料来源：美联储、研究

图表 10：拆分实际利率，近期上涨来自实际期限溢价



资料来源：美联储、研究

（二）期限溢价在“涨”什么？影响期限溢价的三大因素

经济的不确定性上升会推升期限溢价。期限溢价与经济、政策等不确定性正相关，当投资者预期持有长期国债的风险更高时，要求的回报率也会提高，带动期限溢价上升。持有长期国债的主要风险来源于通胀的意外波动、利率的不确定性等。金融危机后至 2021 年前，随着货币政策放宽，通胀风险缓解，债券持有人愿意接受较少的通胀风险补偿，一度将期限溢价压低至 0 以下。但 2021 年以来，经济当中的地缘、政策等不确定性因素重新上涨。进入 2024 年四季度，随着特朗普再次胜选，MOVE 指数反映的不确定性再次大幅提升。

图表 11：经济、政策不确定性与期限溢价正相关



资料来源：Bloomberg，研究

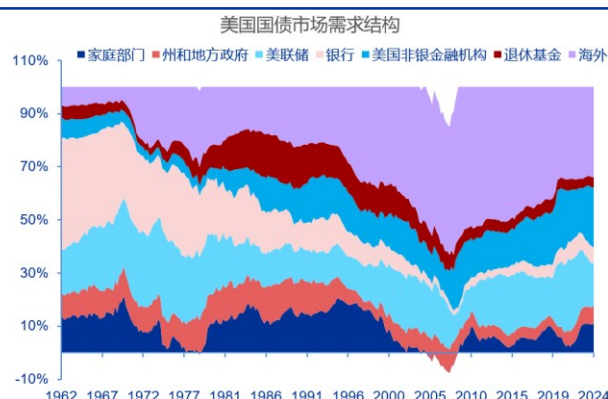
国债市场价格敏感型投资者占比提高，将推升期限溢价。价格敏感型投资者指美国国债市场当中，除美联储、保险、养老和海外官方机构外的私人部门参与者，主要包括共同基金、对冲基金等。此类投资者对债券收益率变动高度敏感，其需求主要受风险收益预期驱动。2008年后，海外官方购买美国国债的需求持续萎缩，2022年，美联储转向缩表，共同驱使价格敏感型投资者占比上升。这部分投资者对债券供给的增加要求更高的风险补偿，推动期限溢价上升。

图表 12：价格敏感型投资者占比与期限溢价



资料来源：美联储、CEIC、研究

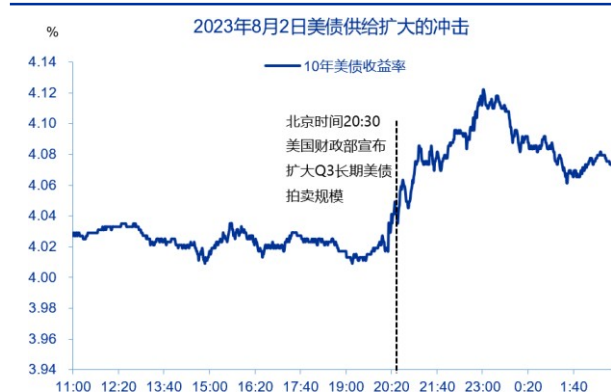
图表 13：美国国债市场需求结构



资料来源：CEIC、研究

国债供给量的提高也会阶段性推升期限溢价。疫情之前，美国国债供给端的压力较低，尤其是在 QE 政策下，美联储通过购债减少了市场上的国债供给压力。但在疫情后，供给端的风险在部分时期有所增加。典型的案例是 2023 年下半年，供给冲击引发美国国债利率上涨。2023 年 6 月，美国债务上限危机顺利解决后，由于现金余额所剩无几，财政部迅速通过发债补充现金，短期内国债供给压力集中上升，导致期限溢价出现上涨。

图表 14：扩大国债供给导致利率上升



资料来源：Bloomberg、研究

图表 15：2023 年美国集中发债导致利率上涨

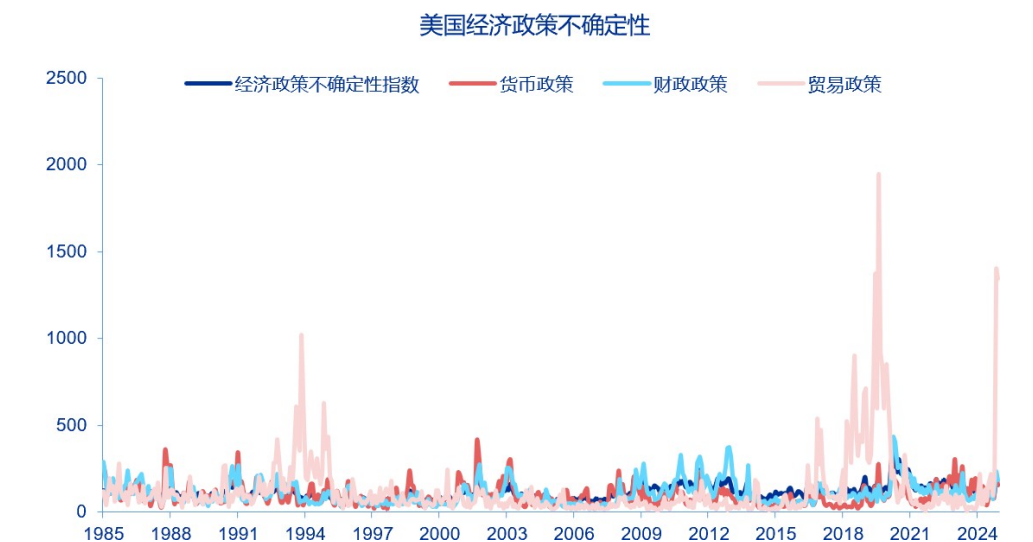


资料来源：CEIC、研究

（三）期限溢价上行的持续性？期限溢价存在抬升压力，美债利率仍倾向于高位震荡

未来美国经济、通胀、利率的不确定性仍可能较高，或支撑期限溢价抬升。2024 年四季度以来，美国货币、财政、贸易政策的不确定性均上升，其中贸易政策的不确定性上升幅度最大。特朗普政府释放的政策信号模糊，各项政策的实施路径、力度仍存在较大不确定性，导致投资者对未来经济增长、通胀路径和货币政策方向的预期分歧加大。总统就职后，随着政策的逐步落地，不确定性或有一定程度缓和，但参考第一任期时期，特朗普整个任期内的美国经济、政策的不确定性或仍较高。

图表 16：美国经济政策的不确定性上升

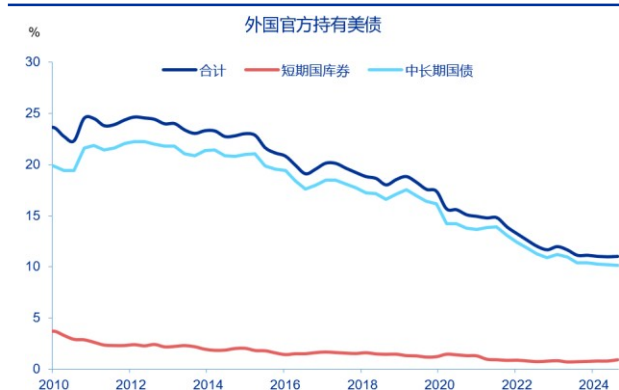


资料来源：，研究

海外官方、美联储等机构的国债需求短期内难以回暖，价格敏感型投资者占比或持续提高。外国官方购债需求延续回落，截至 2024 年 3 季度，外国官方持有美国国债市值占比降至 11%，其中，中长期国债占比为 10%。美联储准备金仍然较为充分，

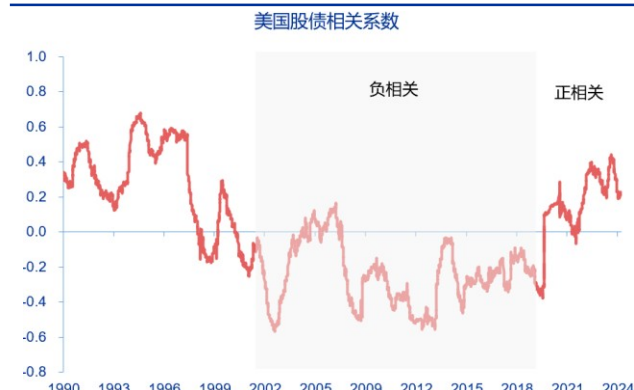
美联储 12 月例会下调了隔夜逆回购利率，或缓和流动性紧张，延长美联储缩表。2020 年以来，高通胀的环境导致美国股债相关性转正，债券的风险对冲能力降低，反而可能在权益下跌时放大投资组合损失，削弱了养老金、保险等金融机构的购债需求。

图表 17：外国官方持有美国国债比重下降



资料来源：CEIC、研究

图表 18：股债相关系数转正削弱金融机构购债需求

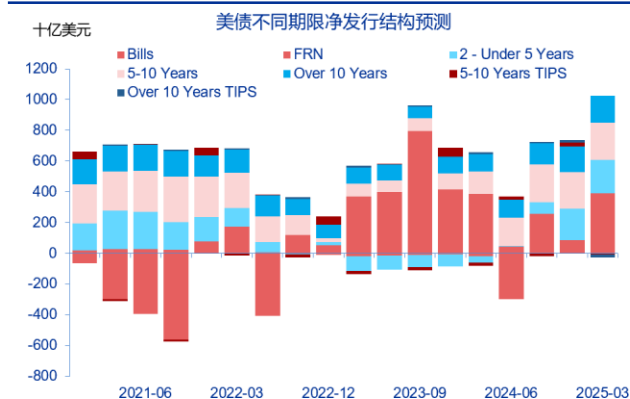


资料来源：Bloomberg、研究

国债供给端仍然存在扰动。从总量层面看，2025 年，美国中长期国债迎来到期高峰，每季度到期规模约为 6450 亿美元，美国高赤字的财政前景或使得国债供给保持高位。从期限结构层面看，美国财政部国债净发行久期正逐步正常化，回归到以中长期国债为主的结构，未来中长期国债发行规模或仍较高。若今年债务上限问题解决时间较晚，可能再次导致中长期国债发行集中在下半年，形成新一轮供给冲击。

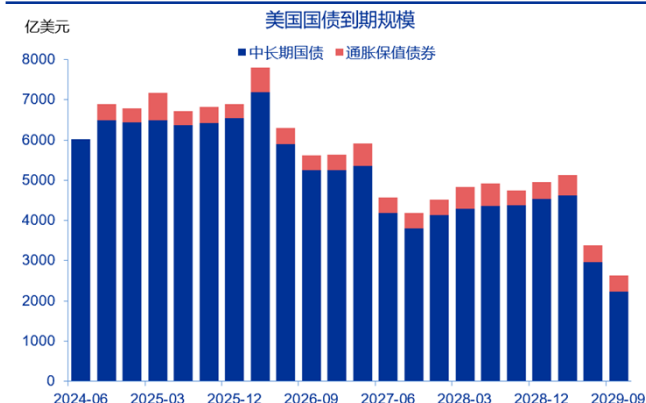
短期而言，特朗普上任初期，多项政策的不确定性及经济的韧性或使美债利率仍然倾向于高位震荡。但在政策推行过程中，随着不确定性的落地，利率或震荡走弱，偏离基本面的高利率难以持续。关税政策落地生效之后，经济数据的走弱，也可能将会成为推动美债收益率调头向下的重要力量。

图表 19：美国长期国债发行规模或将回升



资料来源：美国财政部、研究

图表 20：2025 年，美国国债到期规模上升



资料来源：Bloomberg、研究

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/995034203302012040>