

利率二象性：美债利率展望

宏观深度

利率受到产出缺口（经济周期）、产出增速（经济动量）的双重影响，具有一阶和二阶双重特性，即所谓“利率二象性”。长期利率可以分解为短期实际利率预期、通胀预期、实际期限溢价、通胀风险溢价。短期实际利率预期和通胀预期主要受产出缺口影响，而实际期限溢价、通胀风险溢价受到产出缺口和产出增速的双重影响。产出缺口决定期限溢价趋势，产出增速通过影响未来经济状态的不确定性、货币政策路径和尾部风险，阶段性影响期限溢价。当产出缺口的正负性接近转换时，市场会重新评估央行未来的政策路径，不仅期限溢价波动会加剧，短期利率预期的修正幅度也会增大。

美国经济周期、经济动量均处于扩张阶段，美债利率或呈现“短端高位震荡、长端陡峭化上行”特征。疫情后，美国经济增速（经济动量）经历了两轮波动，目前处于第二个周期上升阶段。其间经济增速整体高于潜在增速，产出缺口（经济周期）持续扩张。预计 2026—2027 年美国经济增速仍高于潜在增速，通胀预期保持高位，通胀风险溢价或继续上升。美联储加息预期可能反复波动，加之财政赤字短期难以收紧，短期实际利率预期、实际期限溢价或也维持较高水平。当然，受金融市场波动、高物价以及美伊冲突的反复性等因素影响，经济增速可能阶段性回调，带动期限溢价阶段性回落。

美国货币政策改革及财政不确定性或导致实际期限溢价上升。沃什倡导的货币政策框架有助于稳定通胀预期、降低通胀风险溢价；其弱化前瞻指引、缩减资产负债表以及减少央行对长期债券市场干预的政策主张，将提升长期债券市场的风险定价功能，实际期限溢价更可能维持在较高水平。沃什货币政策框架改革无法摆脱经济周期，短期实际利率预期以及通胀预期仍将由经济周期决定。同时，短期内美国财政政策仍存在较大不确定性，在财政纪律尚未重塑背景下，财政风险和债券供需压力仍将支撑实际期限溢价维持较高水平。

疫情后人工智能革命以及去全球化是影响利率的两个重要长期变量。当前，人工智能通过资本深化，带来了劳动生产率的强劲增长，但全要素生产率增速仍比较缓和，这意味着人工智能尚未通过已实现的资本回报率渠道，而主要是通过资本开支影响利率。未来随着技术扩散，人工智能可能加速全要素生产率增长，带来资本回报率上升。不过，长期情况下人工智能是否提高中性利率仍待商榷。人工智能基建完成，叠加市场集中度提升，资本需求可能降低，进而拉低中性利率。去全球化导致通胀预期增加，货币政策受限，实际短期利率预期也随之上升；债券的避险属性减弱，通胀风险溢价、实际期限溢价均上升。

● **风险提示：**利率影响因素较多、机制复杂，本文没有考虑全面。本文侧重于提供一个框架来理解利率，而非预测。

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

相关报告

《从上市公司财报看经济周期位置及估值》2026-05-25

《股票合理估值的微观基础》2026-05-06

《开局之年，周期向何处去》2025-12-29

目 录

1、 引言	3
2、 利率四因子及影响因素	3
3、 不同经济周期阶段的利率因子表现	7
4、 美债利率研判	9
4.1、 美国经济周期、经济动量均处于扩张阶段	9
4.2、 货币及财政政策不确定性风险	12
4.3、 人工智能及去全球化对利率的影响	13
5、 结论	15

图表目录

图 1: 利率因子分解及主要影响因素	4
图 2: 美国短期实际利率预期受产出缺口正负性影响	4
图 3: 美国短期实际利率预期受政策利率影响	4
图 4: 美国通胀预期受产出缺口、供给冲击影响	5
图 5: 疫情前良性供给冲击拉低通胀预期	5
图 6: 美国产出缺口正负性影响实际期限溢价趋势	6
图 7: 美国经济波动影响实际期限溢价波动	6
图 8: 美国产出缺口、供给冲击影响通胀风险溢价趋势	6
图 9: 美国经济波动影响通胀风险溢价波动	6
图 10: 不同经济周期阶段的利率因子表现	7
图 11: 经济周期时钟与利率因子表现	7
图 12: 疫情后美国潜在经济增速上升，同时实际 GDP 同比增速 2.5% 左右	9
图 13: 产出增速整体高于潜在增速，产出缺口持续扩张	9
图 14: 美国经济时钟	10
图 15: 美国经济周期位置	10
图 16: 积极财政政策、人工智能资本开支等提升短期中性利率，货币政策限制性没那么强	10
图 17: 美国政府杠杆率上升支撑美国经济	10
图 18: 美国私人部门信用脉冲改善，经济动量上升	10
图 19: 美国金融条件改善，经济动量上升	10
图 20: 美国产出缺口处于扩张阶段，将保障失业率整体处于低位	11
图 21: 疫情后，劳动力市场结构性因素导致产出缺口和薪资增速背离	11
图 22: 薪资增速领先指标职位空缺/失业人数出现改善苗头	12
图 23: 职位空缺动量随经济动量持续改善	12
图 24: 政策利率盯住产出缺口，美国经济周期处于扩张阶段，加息预期或反复波动	13
图 25: 2026—2027 年美国赤字率或保持高位	13
图 26: 1990 年代以来，美国 ROE 中枢稳定，中性利率却整体下降	14
图 27: 疫情以来，美国劳动生产率增速快于全要素生产率	14
图 28: 疫情后，政策不确定性上升拉动期限利差	15
图 29: 疫情后，全球供应链压力增加拉升美国通胀	15

1、引言

产出缺口、产出增速是经济运行的两个维度。在我们的产出缺口-产出增速框架中，产出缺口（经济周期）侧重中期，产出增速（经济动量）侧重短期。产出增速是产出缺口的领先指标，两者存在错位，产出增速上升并超过潜在增速时，产出缺口才扩张。如果产出增速低于潜在增速，即使产出增速上升，产出缺口也会下降。反之，当产出增速下降时，如果仍高于潜在增速，则产出缺口继续上升；如果低于潜在增速，则产出缺口下降。

产出缺口、产出增速具有不同的经济含义。产出缺口、失业率、通胀等对应，都是一阶变量，产出增速、利润增速、股价增速等都是二阶变量。在分析经济形势及资产价格时，人们经常错误地把不同量纲指标放在一起比较，比如将产出增速和股价放在一起，将产出增速和失业率放在一起，正确的做法是比较产出增速和股价增速、产出缺口和失业率。

长期利率受到产出增速、产出缺口的双重影响，具有一阶和二阶双重特性，我们称之为“利率二象性”。长期利率可以分解为短期实际利率预期、通胀预期、实际期限溢价、通胀风险溢价，产出增速、产出缺口会通过多种渠道对各个利率因子产生不同影响。产出增速、产出缺口存在错位，可以将经济周期分成不同阶段，不同经济周期阶段下，利率各因子的表现也不同。

本文首先将长期利率分解为四因子，并阐述不同因子的影响因素；然后，利用产出缺口-产出增速分析框架，研究不同经济周期阶段的利率四因子表现；最后，结合经济周期、货币政策与财政政策，以及人工智能革命、去全球化等研判美债利率走势。

2、利率四因子及影响因素

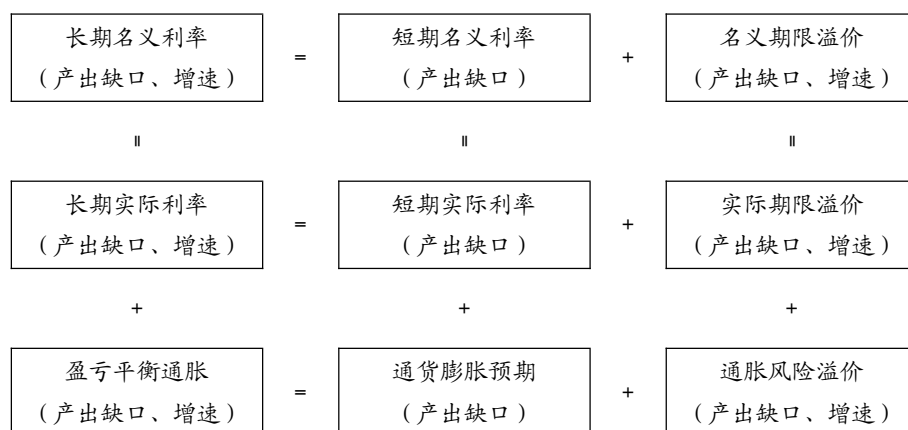
长期利率可以分解为短期实际利率预期（expected average future real short rate）、通胀预期（expected inflation）、实际期限溢价（real term premium）、通胀风险溢价（inflation risk premium），其中短期实际利率预期、通胀预期组成短期利率预期，实际期限溢价、通胀风险溢价组成名义期限溢价，短期实际利率预期、实际期限溢价组成长期实际利率，通胀预期、通胀风险溢价组成盈亏平衡通胀。

利率因子分解可表示为：

$$i = E(r) + E(\pi) + RTP + IRP = E(r) + E(\pi) + \alpha \text{Cov}(f, r) + \beta \text{Cov}(f, \pi)$$

其中， i 、 $E(r)$ 、 $E(\pi)$ 、 RTP 、 IRP 分别表示长期名义利率、短期实际利率预期、通胀预期、实际期限溢价、通胀风险溢价； f 为各种风险因子，包括经济增长、流动性、货币政策、财政政策等风险，本文以经济增长风险为基准，兼顾分析其他风险； α 、 β 为系数，正负值不固定，即实际期限溢价、通胀风险溢价既可以是正的，也可以是负的。

图 1： 利率因子分解及主要影响因素



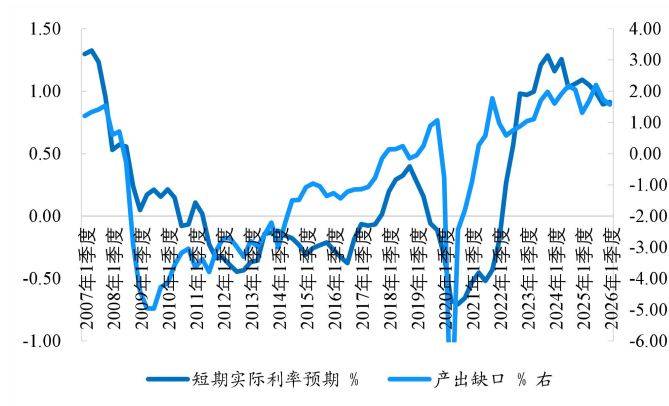
资料来源：诚通证券研究所

短期实际利率预期主要受产出缺口影响。长期而言，短期实际利率预期受技术进步速度、劳动力增速、储蓄率等结构性因素影响。短期内自然利率变化不大，短期实际利率预期主要由货币政策决定，而货币政策则受产出缺口而非产出增速的影响。

经济复苏初期，即使产出增速较高，但如果产出缺口还未转正，此时不应收紧货币政策，短期实际利率预期继续处于低位。当产出缺口转正或接近转正，货币政策收紧预期增强，短期实际利率预期上升。

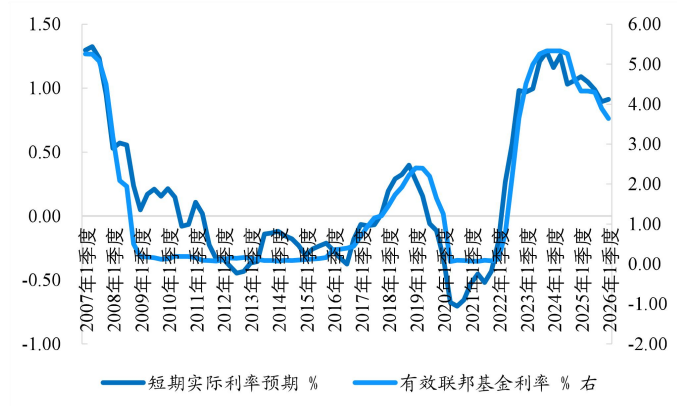
经济扩张末端，产出增速下降，但仍高于潜在经济增速时，产出缺口会继续上升、失业率继续下降，货币政策不应宽松，短期实际利率预期仍处于高位。当经济衰退，产出增速低于潜在增速时，产出缺口下降、失业率开始上升，此时货币政策停止收紧并出现宽松预期，短期实际利率预期下降。

图 2： 美国短期实际利率预期受产出缺口正负性影响



资料来源：Wind, Fed, 诚通证券研究所

图 3： 美国短期实际利率预期受政策利率影响



资料来源：Wind, Fed, 诚通证券研究所

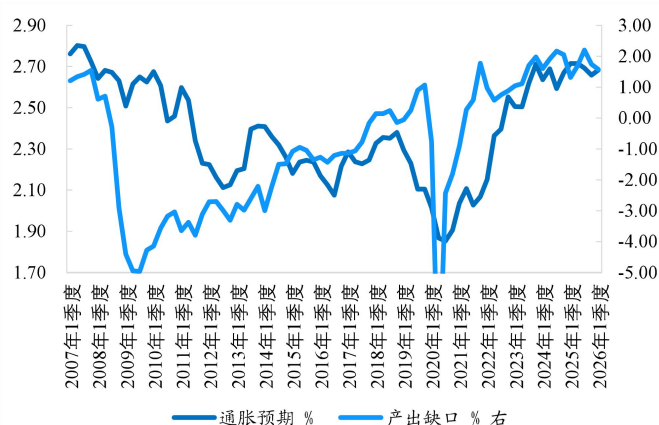
通胀预期主要受产出缺口及供给冲击影响。产出缺口和产出增速存在错位，不管产出增速上升还是下降，只要产出增速高于潜在增速，产出缺口就会上升，进而

使通胀预期上行。反之，产出缺口下降时，通胀预期回落。

良性供给冲击可以拉低通胀预期。比如，疫情前，虽然美国负的产出缺口持续收窄，但是海外正面供给冲击下，通胀预期仍下降，此时影响美国通胀预期的是全球产出缺口。负面供给冲击则会导致通胀预期上升，比如疫情后的美国通胀预期。为了将供给冲击也纳入我们的产出缺口-产出增速框架，可以将负面供给冲击理解为潜在产出受到负面冲击，进而使产出缺口扩大，通胀预期上升。反之亦然。

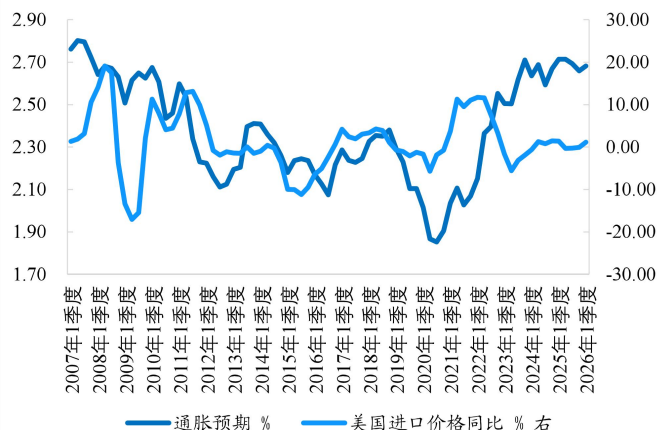
此外，如果央行以实现 2% 通胀率为目标，并增强央行信誉，有助于通胀预期朝着 2% 移动。

图 4： 美国通胀预期受产出缺口、供给冲击影响



资料来源：Wind, Fed, 诚通证券研究所

图 5： 疫情前良性供给冲击拉低通胀预期

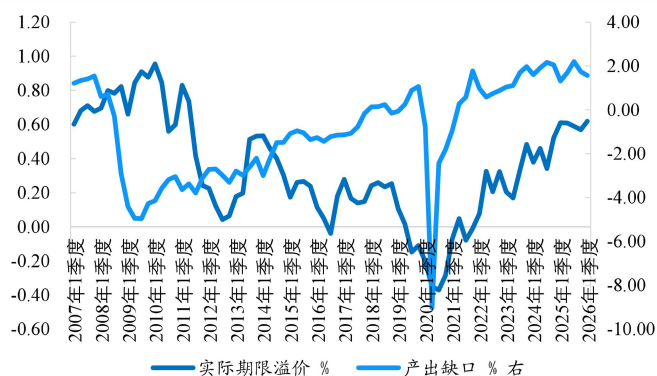


资料来源：Wind, Fed, 诚通证券研究所

实际期限溢价，也就是实际风险溢价，是通胀风险之外的风险溢价，主要受经济状态和政策不确定性影响。当遭受供给冲击时，货币政策的逆周期性减弱，实际期限溢价为正且增加。当遭受需求冲击时，即使实际利率和经济增速正相关，但由于担心货币和财政政策的不确定性以及流动性风险、尾部风险等，实际期限溢价也常常为正。当政策预期、流动性预期稳定，实际期限溢价会逐渐下降，并可能降为负值。

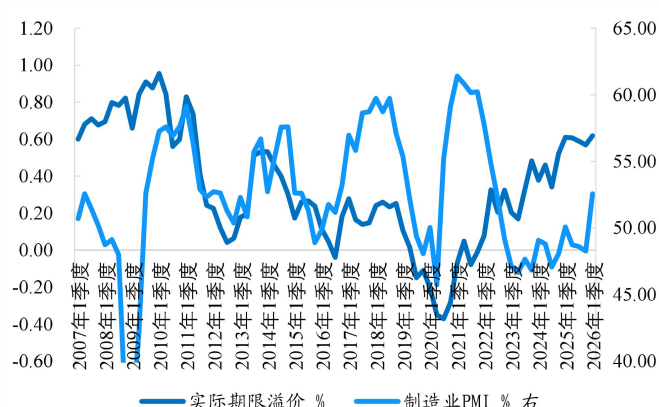
需求冲击下，产出缺口为负时，不管产出增速如何波动，货币宽松预期仍会压制实际期限溢价。此时，如果经济增速上升，政策不确定性、尾部风险、避险需求也会随之有所变化，实际期限溢价暂时上升，随着经济增速回落，实际期限溢价将再次下降。但是当产出缺口即将转正时，政策不确定性、尾部风险加大，实际期限溢价可能根本性反转，大幅上升。反之，当正的产出缺口回落即将转负时，货币宽松得到确认，无流动性风险下，实际期限溢价可能大幅下降。

图 6： 美国产出缺口正负性影响实际期限溢价趋势



资料来源：Wind, Fed, 诚通证券研究所

图 7： 美国经济波动影响实际期限溢价波动



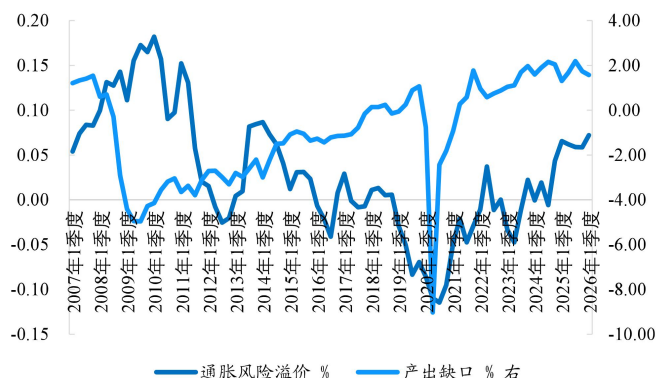
资料来源：Wind, Fed, 诚通证券研究所

通胀风险溢价主要受经济状态、政策不确定性及供给冲击影响。当遭受需求冲击时，经济增速和通胀正相关，债券是安全资产，但由于政策风险、尾部风险等，通胀风险溢价也往往为正。稳定的货币政策和财政政策预期有助于通胀风险溢价下降，有时甚至为负。需求冲击下，产出缺口为负时，通胀低迷加之债券避险需求较强，通胀风险溢价较低。此时，如果经济增速上升，经济状态及政策不确定性波动，通胀风险溢价将暂时上升，此后，随着经济增速回落而下降。当产出缺口为正，通胀不确定性增强，加上避险资产需求减弱，通胀风险溢价可能大幅上升。

当遭受供给冲击时，经济增速和通胀负相关，债券是风险资产，通胀风险溢价为正且比较高。疫情前美国负的产出缺口不断收窄，经济持续复苏，但由于全球化带来的良性供给冲击，加之央行信誉增强，通胀风险溢价持续下跌。而疫情后由于去全球化，加之财政扩张、产出缺口为正，通胀风险溢价则上升。

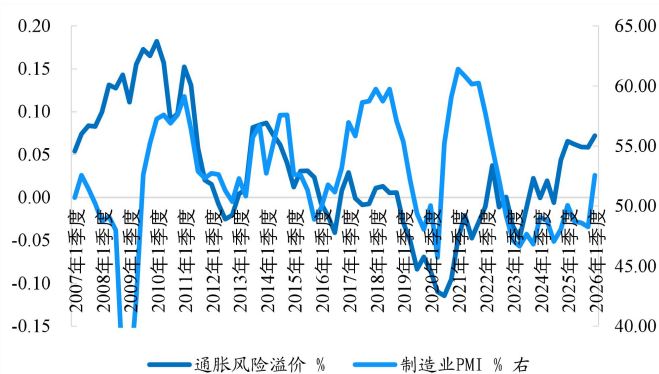
整体上，短期实际利率预期和通胀预期主要受产出缺口影响，而实际期限溢价、通胀风险溢价受到产出缺口和产出增速的双重影响。产出缺口决定了期限溢价趋势，产出增速通过影响未来经济状态的不确定性、货币政策路径和尾部风险，间接影响期限溢价。当产出缺口的正负性接近转换时，不仅期限溢价波动会加剧，短期利率预期的修正幅度也会增大，因为市场会重新评估央行未来的政策路径。但由于期限溢价叠加了政策风险、流动性风险和尾部风险，其波动幅度通常比预期因子更大。

图 8： 美国产出缺口、供给冲击影响通胀风险溢价趋势



资料来源：Wind, Fed, 诚通证券研究所

图 9： 美国经济波动影响通胀风险溢价波动

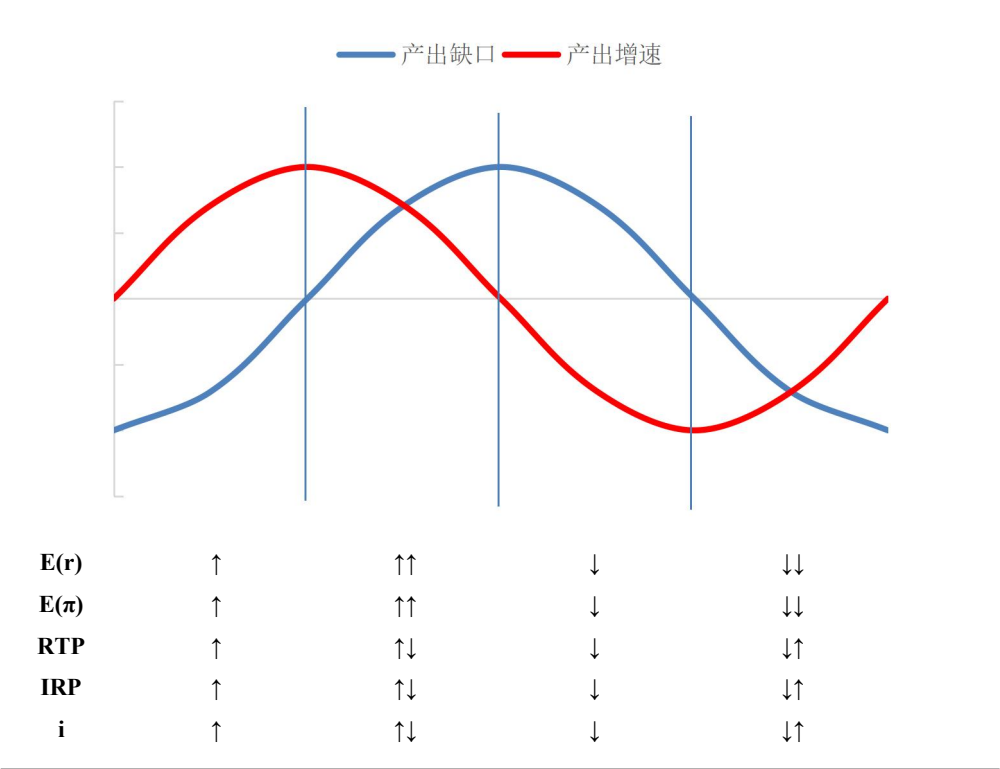


资料来源：Wind, Fed, 诚通证券研究所

3、不同经济周期阶段的利率因子表现

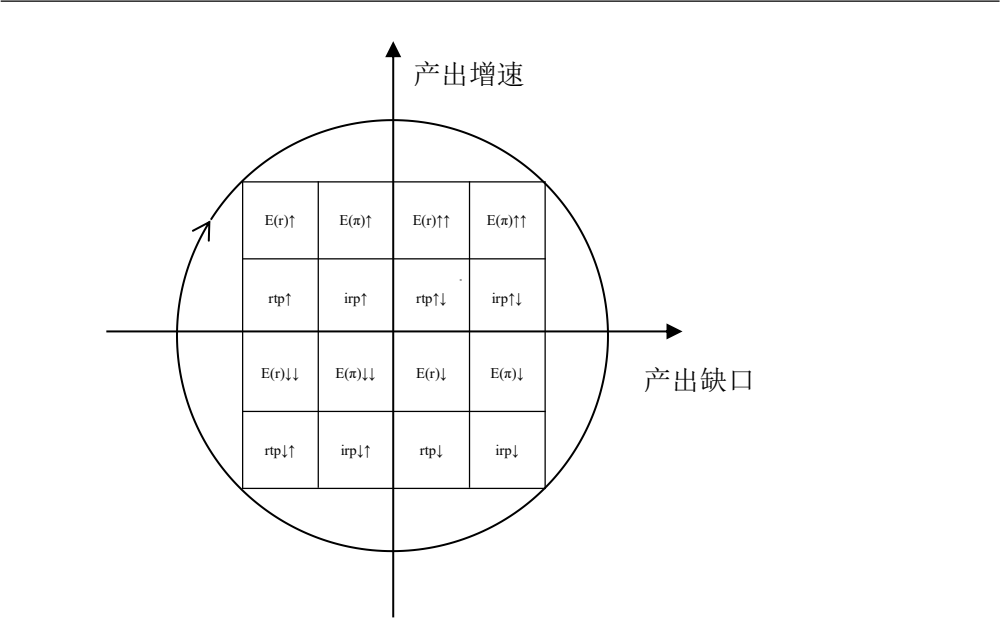
在不同的经济周期阶段，利率四因子表现不同。短期实际利率预期、通胀预期主要受到产出缺口的直接影响，实际期限溢价、通胀风险溢价受到产出缺口、产出增速的交互作用影响。

图 10：不同经济周期阶段的利率因子表现



资料来源：诚通证券研究所

图 11：经济周期时钟与利率因子表现



资料来源：诚通证券研究所

经济复苏阶段，产出增速上升并超过潜在增速，产出缺口开始回升，失业率逐渐下降。初期产出缺口仍为负，通胀预期、通胀风险溢价随产出增速上升但幅度不大。此时货币政策仍需保持宽松，短期实际利率预期、实际期限溢价也均处于低位。当产出缺口转正或接近转正时，通胀预期上升，货币政策退出宽松，拉升短期实际利率预期。由于经济状态不确定性、政策不确定性及尾部风险加大，实际期限溢价、通胀风险溢价大幅度回升。最终，长期利率上升。

经济繁荣阶段，产出增速仍高于潜在增速，产出缺口转正并继续扩张。此时通胀风险较大，货币政策持续收紧，短期实际利率预期、通胀预期、实际期限溢价、通胀风险溢价继续上升。随着劳动力、资金成本上升，加上资本边际效应递减，经济进入扩张末端，产出增速开始下滑，实际期限溢价、通胀风险溢价逐渐下降。但由于产出缺口仍为正，短期实际利率预期、通胀预期仍保持高位。最终，长期利率出现拐点，先上后下。

如果产出缺口扩大，是因为负面供给冲击导致潜在产出下降，债券的风险资产属性增强，通胀预期和通胀风险溢价都将大幅上升。由于货币政策处于两难境地，短期实际利率预期将处于观望状态。若货币政策抑制通胀，则短期实际利率预期上升。若货币政策稳增长，则短期实际利率预期下降。供给冲击下，政策不确定性、尾部风险、流动性风险加大，实际期限溢价将大幅上升。最终，长期利率快速上升。

经济衰退阶段，产出增速下降至低于潜在增速，产出缺口开始收窄，失业率逐渐上升。初期产出缺口仍为正，通胀预期、通胀风险溢价随产出增速小幅下降。此时货币政策仍保持收紧，短期实际利率预期、实际期限溢价均保持高位。当产出缺口转负或接近转负时，通胀预期减弱，货币政策不再收紧，甚至开始宽松，短期实际利率预期下降。随着衰退逐渐被市场定价，货币政策路径趋于明确，如果金融体系没有发生系统性风险，尾部风险和流动性风险也会逐步缓解，期限溢价回落。最终，长期利率下降。

经济萧条阶段，产出增速持续低于潜在增速，产出缺口转负并继续下降。此时通缩风险较大、货币政策持续宽松，短期实际利率预期、通胀预期、实际期限溢价、通胀风险溢价继续下降。随着劳动力、资金成本下降，加上市场出清后留下高效率企业，经济进入衰退末端，经济增速开始上升，实际期限溢价、通胀风险溢价逐渐上升。但由于产出缺口仍为负，短期实际利率预期、通胀预期仍保持低位。最终，长期利率出现拐点，先下后上。

如果产出缺口下降，是因为良性供给冲击导致潜在产出上升，那么通胀预期和通胀风险溢价将回落。虽然潜在经济增速、实际经济增速上升，但由于货币政策宽松空间打开，短期实际利率预期保持平稳或温和上升。同时，政策不确定性下降，实际期限溢价回落。最终，长期利率回落，但中枢或高于良性供给冲击发生前。

以上四个阶段不是严格按顺序依次发生的，产出缺口是个慢变量，是中期视角，产出增速是快变量，是短期视角。在产出缺口上升或下降的过程中，产出增速可能出现几次周期性的波动。需求冲击下，产出增速通常领先产出缺口变化，两者存在一定错位；供给冲击则通过改变潜在产出，使产出缺口和产出增速的关系更加复杂。现实经济中，需求冲击和供给冲击往往同时存在，但这并不影响利用产出缺口-产出增速框架分析利率走势。该框架能够同时刻画经济周期、经济动量以及政策不确定性，因此能够较好地解释利率在不同经济阶段的变化规律。

4、美债利率研判

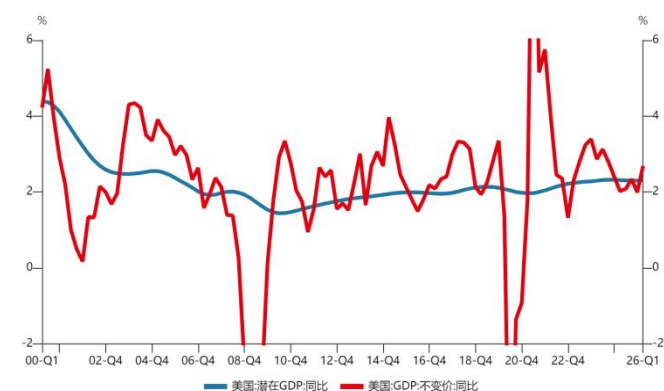
短期内，产出缺口（经济周期）与产出增速（经济动量）的交互变化，是驱动美债利率波动的核心因素。货币政策及财政政策范式改革，在影响期限溢价的同时，也会通过经济周期影响短期利率预期。长期来看，疫情后人工智能快速发展以及去全球化不仅通过自然利率渠道影响短期利率预期，也会影响期限溢价。预计 2026—2027 年美国的经济周期仍处于扩张阶段，通胀粘性较强，美联储加息预期或反复波动，加上财政约束短期难以收紧，美债市场将整体呈现“短端高位震荡、长端陡峭化上行”的特征，10 年期美债收益率中枢或维持在较高水平。

4.1、美国经济周期、经济动量均处于扩张阶段

疫情后美国经济韧性，实际 GDP 同比增速均值 2.5%，既有结构性因素，也有周期性因素，即长期趋势有所上升的同时，经济波动进一步高于长期趋势。

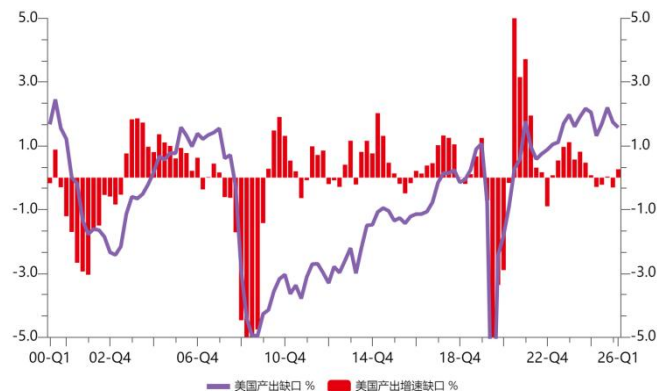
结构性因素方面，美国劳动生产率改善，潜在经济增速上升，并在近两年达到 2.3% 左右。周期性因素方面，政府加杠杆、AI 产业链扩大资本开支，产出缺口长期为正，美国经济周期被拉长。疫情后，美国经济增速（经济动量）经历了两轮波动，即两轮短周期。其间经济增速整体高于潜在增速，产出缺口持续扩张。疫情后美国赤字率基本在 6% 以上，高于疫情前的 4% 左右。政府支出除了直接效应，还有乘数效应，通过转移支付、金融市场、雇佣、信心等渠道，拉动消费和投资支出。积极财政政策下，短期中性利率高于长期中性利率，政策利率的限制性没有那么强。

图 12： 疫情后美国潜在经济增速上升，同时实际 GDP 同比增速 2.5% 左右



资料来源：Wind，诚通证券研究所

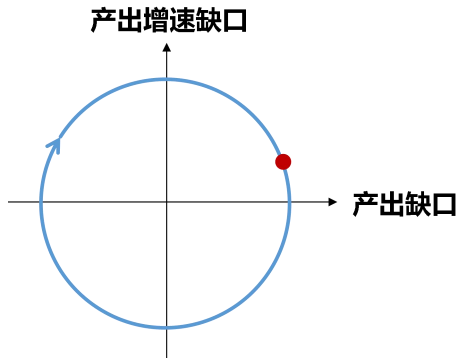
图 13： 产出增速整体高于潜在增速，产出缺口持续扩张



资料来源：Wind，诚通证券研究所

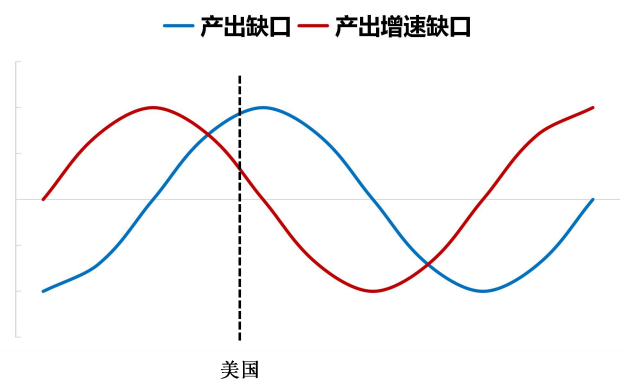
当前，美国经济周期、经济动量处于扩张阶段。从金融条件、制造业 PMI、信用脉冲等数据来看，目前美国经济动量处于疫情后第二个周期上升阶段。美国政府减税、加大支出，叠加前期美联储预防性降息，金融条件持续改善，以及 AI 产业链加大资本开支，预计 2026—2027 年美国的经济增速约为 2.5%，略高于潜在经济增速，产出缺口继续扩大，美国经济仍处于扩张阶段。

图 14: 美国经济时钟



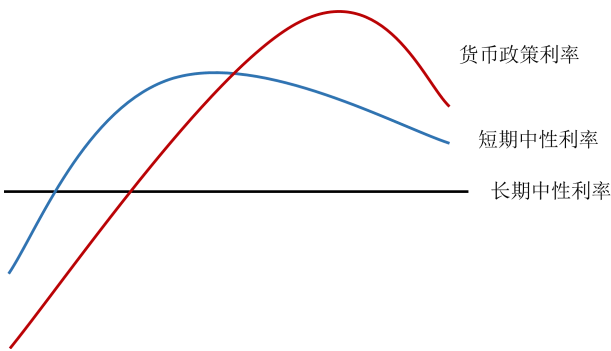
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 15: 美国经济周期位置



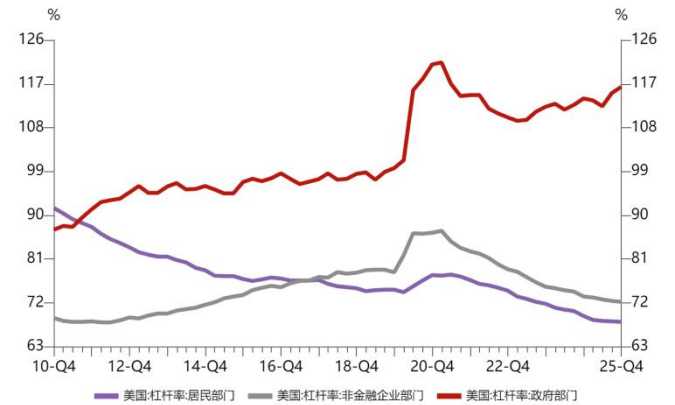
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 16: 积极财政政策、人工智能资本开支等提升短期中性利率，货币政策限制性没那么强



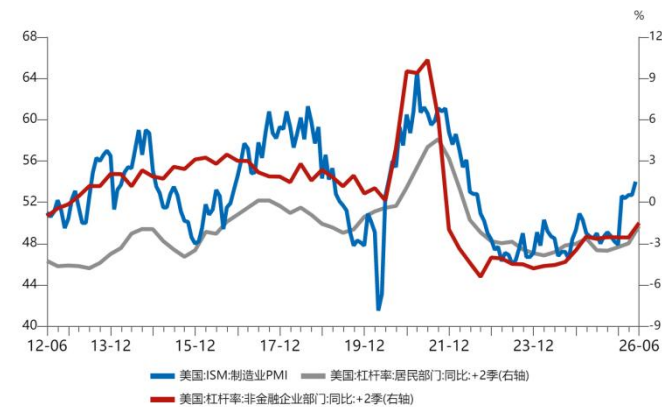
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 17: 美国政府杠杆率上升支撑美国经济



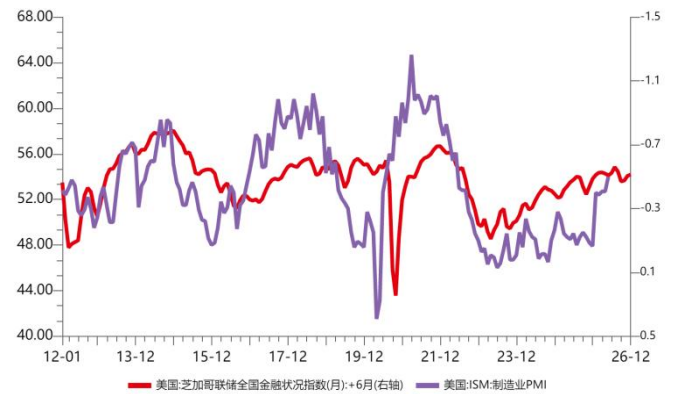
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 18: 美国私人部门信用脉冲改善，经济动量上升



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 19: 美国金融条件改善，经济动量上升

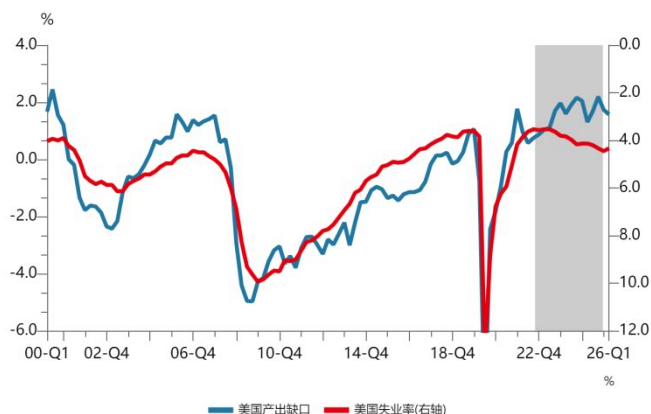


资料来源: Wind, 诚通证券研究所

6 月，美国 CPI、核心 CPI 同比增速分别下降至 3.5%、2.6%，环比增速分别为 -0.3%、0，低于市场预期。通胀降温，年内美联储加息预期减弱。其中，核心服务通胀的回落，则反映出经济周期和劳动力市场一定程度的分化。2022 年年中以来，美国产出缺口继续扩张，但劳动力市场并不是很紧张，劳动力需求缺口等指标继续下降，薪资增速持续下滑，进而拖累核心通胀。其原因至少有两方面。一方面，移民阶段性增加以及劳动力配置效率改善，劳动力供给增速上升。另一方面，劳动生产率提升、部分扩张行业所需就业相对较少，加上前期“劳动力囤积”，出现“无就业增长”现象。这些局面出现一些改变。当前，美国移民政策持续收紧，劳动参与率趋稳，劳动力供给增速难以大幅上升。同时，劳动力需求动量指标已经随着经济动量改善，如果经济继续扩张，就业改善广度扩散，劳动力需求缺口也将上升，这有助于稳定薪资增速，使周期性通胀保持粘性。

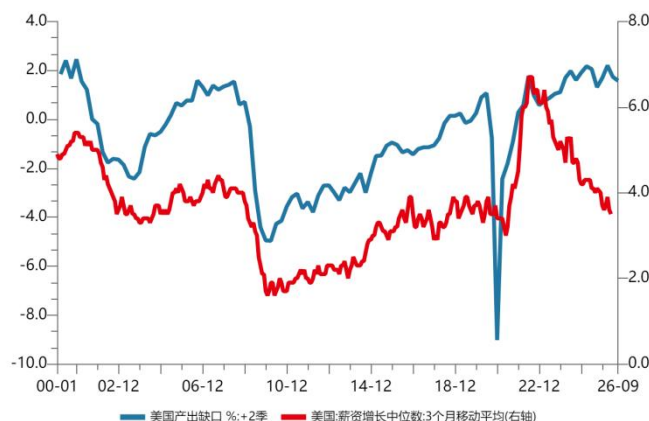
总之，预计 2026—2027 年美国经济增长仍高于潜在增速，产出缺口继续扩张，通胀预期、通胀风险溢价将保持高位。市场对美联储维持限制性货币政策的预期较强，短期实际利率预期保持较高水平。与此同时，财政赤字较难大幅削减以及政策路径的不确定性，共同支撑实际期限溢价。当然，受金融市场波动、高物价以及美伊冲突的反复性等因素影响，经济增速可能阶段性回调。不过，由于经济周期仍处于扩张阶段，短期利率预期或保持平稳，期限溢价小幅下降但仍较高。

图 20： 美国产出缺口处于扩张阶段，将保障失业率整体处于低位



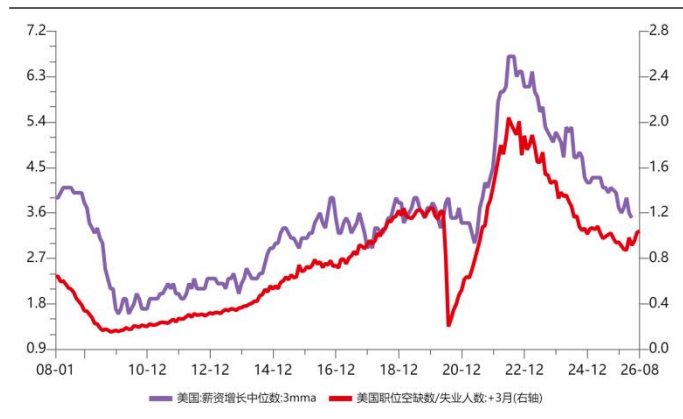
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 21： 疫情后，劳动力市场结构性因素导致产出缺口和薪资增速背离



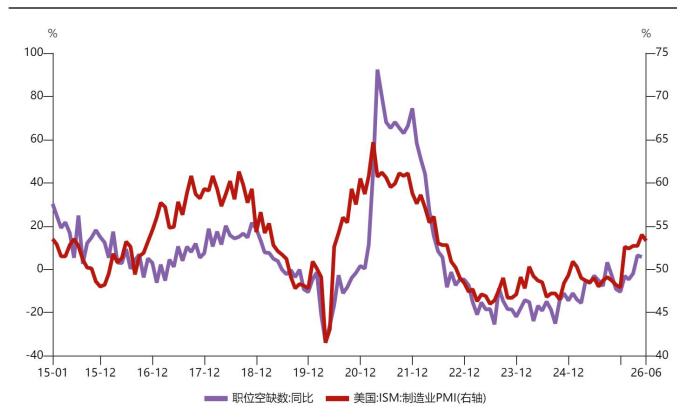
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 22: 薪资增速领先指标职位空缺/失业人数出现改善苗头



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 23: 职位空缺动量随经济动量持续改善



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

4.2、货币及财政政策不确定性风险

未来货币政策和财政政策范式改革带来的不确定性,也将成为影响美债利率的重要结构性因素。

其一, 沃什主张抑制通胀。这会抬高未来政策利率路径, 推升短期实际利率预期。如果政策可信度提高, 长期通胀预期和通胀风险溢价反而可能下降。对实际期限溢价的影响并不确定。一方面, 更高的政策不确定性、尾部风险可能推升实际期限溢价; 另一方面, 如果政策规则更加清晰、央行抗通胀信誉增强, 则实际期限溢价可能下降。

其二, 沃什主张减少前瞻指引。这意味着市场更难预测未来政策路径, 未来真实利率路径的不确定性增加, 实际期限溢价存在上升压力。

其三, 沃什主张缩减美联储资产负债表。沃什主张缩短美联储持有债券的平均期限, 通过长期国债到期后不续作的方式, 逐步压降资产负债表久期, 从而减少美联储对长期国债和企业债券定价的直接影响, 这将增加实际期限溢价上行压力。即使缩表尚未实施, 只要市场形成美联储持续缩表或减少长期债券持有的预期, 长期债券供需结构和久期风险重新配置就可能提前反映在实际期限溢价之中, 推动长期利率上升。

需要指出的是, 缩减资产负债表属于货币政策操作框架调整, 并不意味着政策利率将同步提高。沃什并未对未来政策利率设定固定立场, 而是强调政策利率应根据经济周期和通胀形势灵活调整。因此, 未来短期实际利率预期仍主要取决于经济周期、通胀走势。

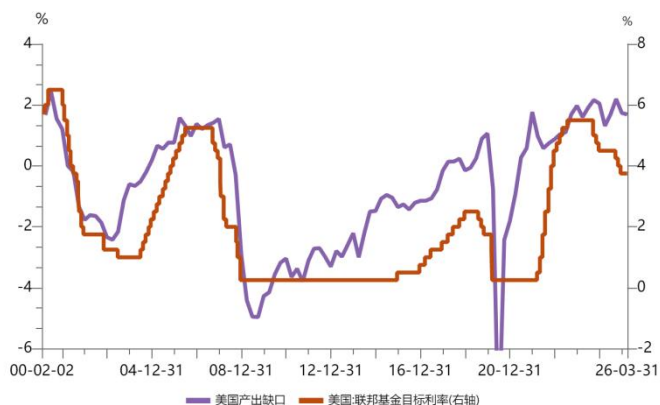
疫情之后, 财政政策是影响美债利率的另一重要因素。截至 2026 年 6 月, 美国联邦政府债务总额约为 39 万亿美元, 较疫情前 2019 年末的 23 万亿美元增长了约 70%, 2025 年利息支出高达 1.2 万亿美元。沃什长期批评美联储通过大规模资产购买压低长期国债收益率, 认为央行不应长期干预长期债券定价, 而应由市场根据财政可持续性、通胀风险以及久期风险形成真实的长期利率水平。这一理念与其缩减资产负债表、缩短美联储持有债券久期的政策主张是一致的。

如果美国财政赤字持续扩大, 长期国债供给增加, 同时财政可持续性风险上升, 投资者将要求更高的期限风险补偿, 推动实际期限溢价上升; 反之, 若财政纪律得

到重塑，市场预期未来债券供给减少、财政可持续性改善，则实际期限溢价有望下降。在特朗普政府减税、加大政府支出背景下，预计短期内美国无法缩减财政赤字，实际期限溢价将保持高位。从更长期来看，如果长期利率持续维持高位，债务融资成本不断上升，市场可能重新关注美国财政的可持续性，并逐步形成财政整顿或财政收缩的预期，从而压低实际期限溢价，带动长期利率中枢下降。

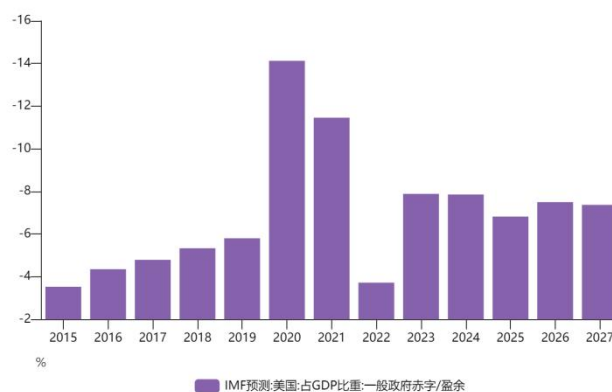
因此，沃什倡导的货币政策框架有助于稳定通胀预期、降低通胀风险溢价；其弱化前瞻指引、缩减资产负债表以及减少央行对长期债券市场干预的政策主张，将提升长期债券市场的风险定价功能，实际期限溢价更可能维持在较高水平。需要指出的是，沃什货币政策框架改革无法摆脱经济周期，短期实际利率预期以及通胀预期仍将由经济周期决定。同时，短期内美国财政政策仍存在较大的不确定性，在财政纪律尚未重塑的背景下，财政风险和债券供需压力仍将支撑实际期限溢价维持在较高水平。

图 24： 政策利率盯住产出缺口，美国经济周期处于扩张阶段，加息预期或反复波动



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 25： 2026—2027 年美国赤字率或保持高位



资料来源：Wind，诚通证券研究所

4.3、人工智能及去全球化对利率的影响

疫情后，人工智能革命和去全球化成为影响全球经济运行的两大长期变量。两者不仅改变了潜在经济增速、通胀形成机制和货币政策环境，也深刻地改变了美债利率的运行中枢和波动特征。

人工智能对利率的影响比较复杂，可以从四个层面来理解。

第一，短期来看，人工智能相关资本开支大幅增加，将拉升实际期限溢价，也会通过经济周期、货币政策在一定程度上拉升短期实际利率预期、通胀预期以及通胀风险溢价。这是疫情后美债利率中枢高于疫情前的重要原因之一。

第二，中期来看，人工智能可以提高全要素生产率、降低单位劳动成本、改善供给效率，进而缓解通胀压力，为降息创造空间，美联储政策利率有望从较高程度的限制性逐步调整至较低程度的限制性，以实现经济增长与价格稳定之间的平衡。

第三，长期来看，一般认为人工智能提高技术进步速度、资本回报率，资本需求增加，进而提高中性利率，拉升短期实际利率预期。虽然，人工智能增加有效供

给可以促使经济扩张阶段的通胀降温，但是在产出等于潜在水平、通胀稳定时的均衡状态下，由于实际中性利率提升，名义中性利率中枢仍会提高。

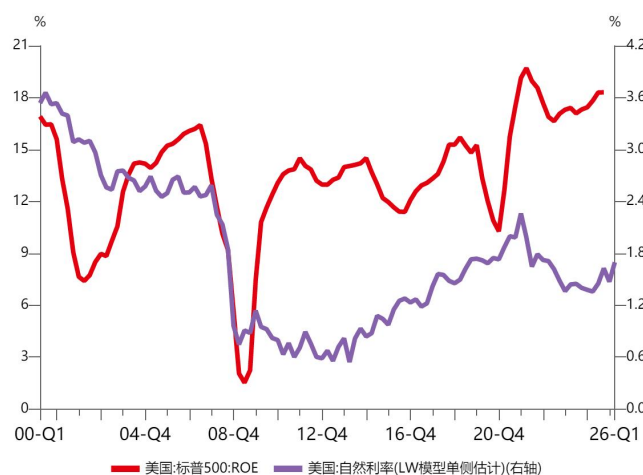
第四，实际上，长期情况下人工智能是否提高中性利率仍待商榷。人工智能短期增加资本需求，但长期而言仍不确定。1990 年代以来的信息技术革命，虽然也带来了技术进步速度以及资本回报率提升，但是由于其轻资产及垄断特征，对资本需求减弱，加上全球储蓄过剩、美债需求增加等原因，中性利率反而整体下降。人工智能基建完成，叠加市场集中度提升，资本需求可能降低，进而拉低中性利率。

目前，市场主要关注点仍在第一层面。人工智能通过资本深化，带来了劳动生产率的强劲增长，而全要素生产率增速相对缓和，这意味着人工智能不是主要通过已实现的资本回报率渠道，而是通过资本开支影响利率。这与 1990 年代科技繁荣早期高度相似，未来随着技术扩散，人工智能可能加速全要素生产率增长，带来资本回报率上升。

疫情后，地缘政治冲突风险上升，叠加产业链安全考虑，去全球化加剧。去全球化带来的负面供给冲击下，通胀预期增强，同时，经济增速和通胀负相关，债券属于风险资产，通胀风险溢价上升。去全球化导致未来经济增长以及货币财政政策的不确定性增加，流动性风险、尾部风险加剧，从而使实际期限溢价也上升。去全球化对中性利率以及短期实际利率预期的影响不明确，短期内会通过增加本国的资本开支拉升短期中性利率，长期内则会导致资源配置效率下降，拉低资本回报率。

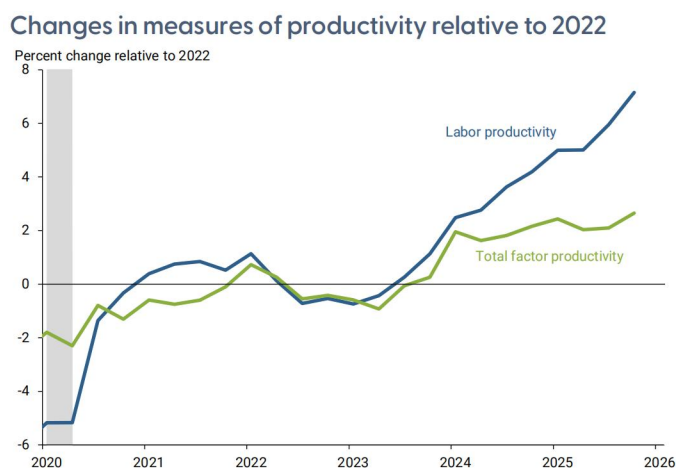
整体上，疫情后，去全球化带来了负面供给冲击，而人工智能革命主要体现在资本开支阶段，尚未完全显现供给改善效应。这导致了通胀预期增加，货币政策受限，实际短期利率预期也随之上升。与此同时，债券的避险属性减弱、风险属性增强，通胀风险溢价、实际期限溢价均上升。

图 26: 1990 年代以来，美国 ROE 中枢稳定，中性利率却整体下降



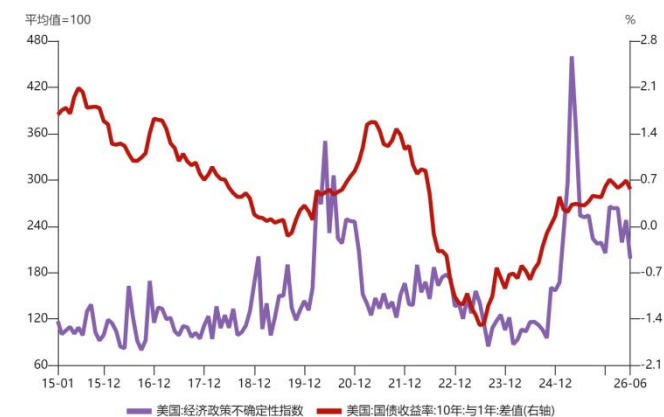
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 27: 疫情以来，美国劳动生产率增速快于全要素生产率



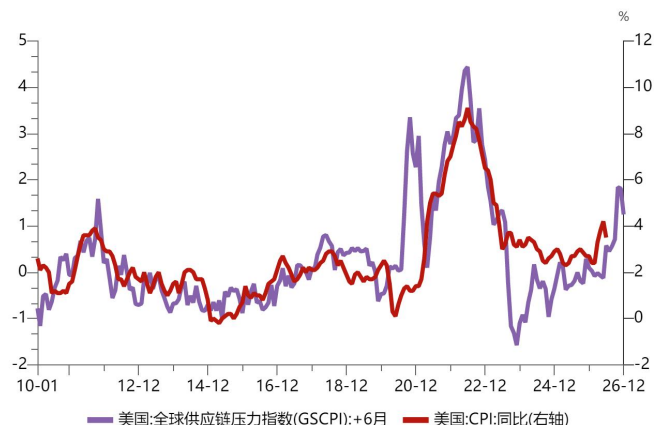
资料来源：Abdelrahman 和 Foerster（2026），诚通证券研究所

图 28: 疫情后, 政策不确定性上升拉动期限利差



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 29: 疫情后, 全球供应链压力增加拉升美国通胀



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

5、 结论

综合前文分析, 本文得出以下结论。

一是利率受到产出缺口、产出增速的双重影响, 具有一阶和二阶双重特性, 即所谓“利率二象性”。长期利率可以分解为短期实际利率预期、通胀预期、实际期限溢价、通胀风险溢价。短期实际利率预期和通胀预期主要受产出缺口影响, 而实际期限溢价、通胀风险溢价受到产出缺口和产出增速的双重影响。产出缺口决定了期限溢价趋势, 产出增速通过影响未来经济状态的不确定性、货币政策路径和尾部风险, 阶段性影响期限溢价。当产出缺口的正负性接近转换时, 市场会重新评估央行未来的政策路径, 不仅期限溢价波动会加剧, 短期利率预期的修正幅度也会增大。但由于期限溢价叠加了政策风险、流动性风险和尾部风险等, 其波动幅度通常比预期因子更大。

二是美国经济周期、经济动量均处于扩张阶段, 美债利率或呈现“短端高位震荡、长端陡峭化上行”的特征。疫情后, 美国经济增速经历了两轮波动, 即两轮短周期, 目前处于第二个短周期上升阶段。其间经济增速整体高于潜在增速, 产出缺口持续扩张。美国政府减税、加大支出, 美联储预防性降息, 叠加 AI 等产业链加大资本开支, 预计 2026-2027 年美国经济增长仍高于潜在增速, 通胀预期保持高位, 通胀风险溢价或继续上升。美联储加息预期可能反复波动, 加之财政赤字仍较高, 短期实际利率预期、实际期限溢价或也维持较高水平。当然, 受金融市场波动、高物价以及美伊冲突的反复性等因素影响, 经济增速可能阶段性回调, 带动期限溢价暂时回落。

三是美国货币政策改革及财政不确定性或导致实际期限溢价上升。沃什倡导的货币政策框架有助于稳定通胀预期、降低通胀风险溢价; 其弱化前瞻指引、持续缩减资产负债表以及减少央行对长期债券市场干预的政策主张, 将提升长期债券市场的风险定价功能, 实际期限溢价更可能维持在较高水平。沃什货币政策框架改革无法摆脱经济周期, 短期实际利率预期以及通胀预期仍将由经济周期决定。同时, 短期内美国财政政策仍存在较大的不确定性, 在财政纪律尚未重塑的背景下, 财政风险和债券供需压力仍将支撑实际期限溢价维持较高水平。长期来看, 利率持续维持高位, 可能引起债务持续性的讨论, 届时可能产生财政收缩预期, 进而压低实际期限溢价。

四是疫情后人工智能革命以及去全球化是影响利率的两个重要长期变量。当前，人工智能通过资本深化，带来了劳动生产率的强劲增长，但全要素生产率增速仍比较缓和，这意味着人工智能尚未通过已实现的资本回报率渠道，而主要是通过资本开支影响利率。未来随着技术扩散，人工智能可能加速全要素生产率增长，带来资本回报率上升。不过，长期情况下人工智能是否提高中性利率仍待商榷。人工智能基建完成，叠加市场集中度提升，资本需求可能降低，进而拉低中性利率。去全球化导致通胀预期增加，货币政策受限，实际短期利率预期也随之上升；债券的避险属性减弱，通胀风险溢价、实际期限溢价均上升。

最后，利率决定理论有很多，各因子影响因素复杂，学界对利率因子，特别是实际期限溢价、通胀风险溢价的影响机制并无定论。当然，正是这些未解之谜推动着经济学理论前进。

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>