下载日志已记录，仅供内部参考

宏观经济研究

宽幅震荡之后，美债何去何从？

长城证券宏观周报（第 1 期）

本周聚焦：宽幅震荡之后，美债何去何从？

美债长端利率上冲后高位震荡，主因实际利率而非通胀预期。3-7 月 10 年期美债名义利率上行 78BP，实际利率上行 75BP，通胀预期仅上行 3BP。8 月以来 10 年期美债名义利率回落 8BP，实际利率回落 13BP，通胀预期上升 5BP。

美伊冲突烈度趋降，美新关税未超去年，通胀预期上行有限。8 月以来美国对伊转向经济制裁，市场预期美伊军事冲突烈度将趋于下降，近期金油共振回落。2 月“对等关税”被裁定违法后，接续的关税税率未超过去年峰值。考虑到关税对美国通胀的影响更接近一次性冲击，这意味着关税对今年美国通胀的影响也将低于去年。

美国实际利率偏离基本面过快上行，沃什态度纠结引发“寒蝉效应”。二季度美国 GDP 同比增速较一季度明显放缓，劳动力市场降温较快，印证美国实际利率上行已偏离美国经济基本面。沃什对加息的纠结与模糊态度和停止前瞻指引、减少与市场沟通的行为导致市场进入信息真空，屡次陷入对美联储可能偏鹰的提前反应。

美国财政部罕见入场，薪资房价或抑制通胀，“不加息+扩表”并非全无可能。美国 7 月能源和超级核心 PCEPI 同比增速均有回落，指向无论是短期通胀扰动还是长期通胀趋势都可能在趋于减弱。8 月中旬以来，美国财政部干预长端美债利率的态度愈发明确，后续可能采取多发短债、减少长端国债供给的操作模式，若仍无法有效降低长端利率，则美联储年底前可能不得不重新启动新一轮长期国债扩表。我们预计，后续美国长期国债利率有望震荡中趋于下行。

全球大类资产表现：美债长短端利率走势分化。美财政部可能动用一般账户资金回购长期美债，长期利率小幅下行；临近 9 月加息预期再度升温，美元指数有所反弹。美国主要股指整体上涨，信息技术板块涨幅较大。美伊冲突烈度震荡趋降，原油价格大幅下跌后小幅回升；金价避险属性与油价下跌有所抵冲，本周小幅反弹。

中国经济高频数据：商品房销售总体仍弱，乘用车有所改善。一线城市商品房成交面积稍有改善，二三线城市持续下降。乘用车销量跌幅收窄。

中国大类资产表现：长端利率稍有上行，股市结构与海外迥异。受美联储加息预期升温外溢性影响，国债利率稍有上行。本周上证综指有所修复，农林牧渔板块领涨，通信板块跌幅较深。迎峰度夏驱动下，煤价同比维持高位。

风险提示：若美伊军事冲突加剧，油价可能快速上涨，导致美联储货币政策紧缩风险上升；若美国新一轮加征关税税率过高，可能推升美国通胀，导致美联储货币政策紧缩风险上升；若美联储决策框架改变，可能改变货币政策对经济的反应模式，导致美联储货币政策变化风险上升；若美国政府对美联储施加干预压力，可能削弱美联储独立性，导致美联储货币政策变化风险上升。

作者



分析师 秦泰
SAC：S1070526080003
邮箱：qintai@cgws.com



分析师 陈冠宇
SAC：S1070526070001
邮箱：chenguanyu@cgws.com

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

本周聚焦：宽幅震荡之后，美债何去何从？ 3
美债长端利率上冲后高位震荡，主因实际利率而非通胀预期 3
美伊冲突烈度趋降，美新关税未超去年，通胀预期上行有限 3
美国实际利率偏离基本面过快上行，沃什态度纠结引发“寒蝉效应” 4
美国财政部罕见入场，薪资房价或抑制通胀，“不加息+扩表”并非全无可能 4
全球大类资产表现：美债长短端利率走势分化 6
中国经济高频数据：商品房销售总体仍弱，乘用车有所改善 7
中国大类资产表现：长端利率稍有上行，股市结构与海外迥异 9
风险提示 10

图表目录

图表 1： 10Y 美债名义利率、实际利率与通胀预期 3
图表 2： 金价与油价 4
图表 3： 美国总进口关税税率（%） 4
图表 4： PCE、核心 PCE 和超级核心 PCE（%） 5
图表 5： 美债收益率及美元指数 6
图表 6： 美国主要股指及行业涨幅（%） 6
图表 7： 伦敦金现及原油价格 7
图表 8： LME 铜有所上行 7
图表 9： CME Fed Watch 对应市场预期未来美联储 FOMC 会后联邦基金加权利率 7
图表 10： 30 大中城市商品房成交面积（与 2014-2019 年同期均值之比，%） 7
图表 11： 乘联会汽车销售情况 8
图表 12： 猪肉及果蔬价格 8
图表 13： 农产品价格同比走势（%） 8
图表 14： 钢材价格同比（%） 8
图表 15： 非金属建材同比（%） 8
图表 16： 国债收益率及人民币汇率 9
图表 17： 中国主要股指及行业涨幅 9
图表 18： 煤炭价格同比（%） 10
图表 19： 国内主要油类价格同比（%） 10

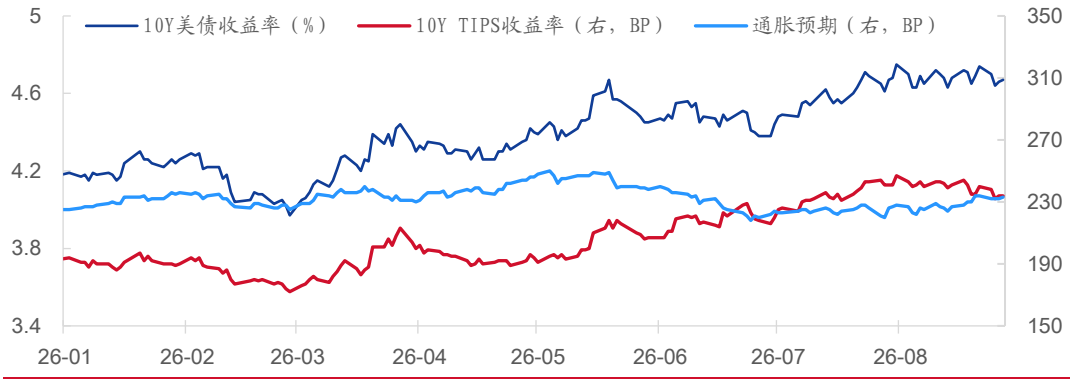
下载日志已记录，仅供内部参考

本周聚焦：宽幅震荡之后，美债何去何从？

美债长端利率上冲后高位震荡，主因实际利率而非通胀预期

年内美债利率上冲后宽幅震荡，主要驱动因素是实际利率。今年 3-7 月，长端美债利率走出了一轮较大幅度的上行，从 2 月 27 日 10 年期美债名义利率年内低点 3.97%，到 7 月 31 日年内高点 4.75%，名义利率上升达 78BP，同期代表实际利率的 10 年期 TIPS 国债利率上升 75BP 到 2.47%，隐含通胀预期仅上升了 3BP 到 2.28%，即这一轮长端美债利率上行的主要驱动因素是实际利率上升而非通胀预期扩大。8 月以来，长端美债利率宽幅震荡回落，到 8 月 27 日 10 年期名义利率较 7 月 31 日高点回落 8BP，在这一阶段，实际利率回落达 13BP，通胀预期则是上升了 5BP。

图表1：10Y 美债名义利率、实际利率与通胀预期



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

在通胀预期没有大幅抬升的背景下，美国实际利率 3 月以来为何大幅上行？8 月又为何有所回落？后续通胀预期和实际利率如何演变？我们认为，关键在于以下几个方面。

美伊冲突烈度趋降，美新关税未超去年，通胀预期上行有限

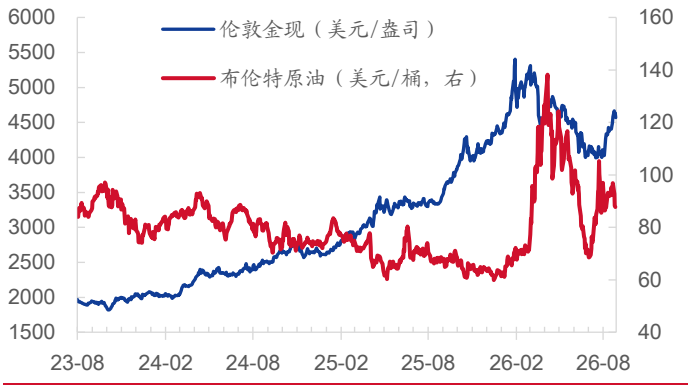
油价狂飙短期扰动通胀，美伊冲突或将趋于缓和。2 月美以开展对伊朗军事打击以来，美伊冲突在激化与缓和中不断徘徊，霍尔木兹海峡通航受阻，3-5 月油价狂飙，带动美国 CPI 同比上行，5 月一度达到 4.2%的同比增速，但在剧烈通胀扰动下美国通胀预期却保持了相对稳定，3-5 月 TIPS 隐含的通胀预期并未大幅上升，说明市场倾向于认为阶段性的通胀上行是能源的短期扰动，而非长期通胀趋势性抬升。8 月以来，金价、油价表现出同向波动的特征。近两周，特朗普宣布对伊朗采取"针对任何国家实施过的最严厉经济行动"、美国财政部长贝森特发表关于经济制裁行动讲话，市场由此预期美伊军事冲突烈度将趋于下降，因而近期金油共振回落。

"对等关税"被叫停后，美新增关税未超去年峰值。今年 2 月 20 日，美最高法院裁决特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）征收大规模关税的行为违法，导致特朗普政府 2025 年加征的"对等关税"、"芬太尼关税"等大规模关税措施失效。裁决当日特朗普签署行政令，实施新的"122 关税"，并在 150 天到期后实施"301 关税"，意图实现关税征收的"无缝衔接"。"122 关税"采取一致的 10%税率、"301 关税"税率在 10%-12.5%之间，近期中国商务部对有关美国政府考虑对自中国进口商品额外加征

下载日志已记录，仅供内部参考

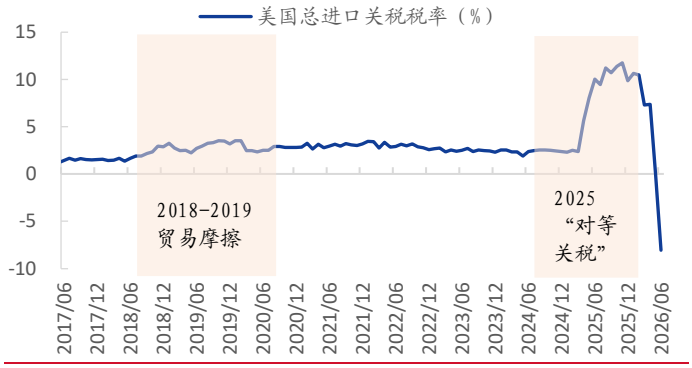
7.5%关税一事进行回应，即便此项关税落地，两项关税相加后，对华关税率也未超过此前双边磋商中承诺的，20%的替代性关税上限。再叠加要退回去年征收的“对等关税”、“芬太尼关税”，总体上今年美国关税力度不会超过去年峰值。由于关税是对进口商品额外收取的一次性费用，关税对美国通胀的影响更接近一次性冲击，不高于去年峰值的关税率也就意味着关税对今年美国通胀的影响也将低于去年。

图表2：金价与油价



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

图表3：美国总进口关税税率（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

油价飙升时通胀预期较稳、近期金油共振回落、关税力度不及去年等多重因素支撑下，美国长期通胀预期在这一轮利率上行和随后的宽幅震荡阶段都保持了相对稳定，仅有小幅上行。

美国实际利率偏离基本面过快上行，沃什态度纠结引发“寒蝉效应”

本轮美国实际利率上行的背后，并没有坚实的经济基本面向好的支撑。理论上，实际利率应当与经济基本面同向运动，在经济增长向好、就业趋于充分的时期，实际利率应当上行，但今年二季度以来美国经济基本面难言向好。一方面，二季度美国 GDP 同比增速较一季度明显放缓，在算力数据中心建设所需大量设备进口的影响下净出口贡献大幅回落；另一方面，美国劳动力市场近几个月降温较快，主要表现在劳动参与率持续走低，同时薪资增速持续走弱，指向更多劳动力退出就业市场，新增非农就业人数连续下修也是印证。二季度以来美国实际利率大幅上行，已偏离美国经济基本面。

推动实际利率上行的是对美联储紧缩的预期和政策不确定性，这两者都来自于沃什在加息问题上的纠结与模糊态度。7 月议息会议中沃什并未拿出实际行动推动紧缩政策，也未表述其抗通胀的明确计划。为什么沃什会给市场造成偏鹰的印象，我们认为这一方面与鲍威尔卸任前表态偏松引起市场反响不好有关，另一方面也可能与沃什希望营造保持美联储独立性“人设”有关。目前为止，沃什上任后组建的五个委员会对货币政策框架的研究还没有清晰结论，其停止前瞻指引、减少与市场沟通的态度又导致市场对美联储政策的预期运行在信息真空中，在信息真空环境下市场可能倾向于过度紧张，屡次陷入对美联储可能偏鹰的提前反应。

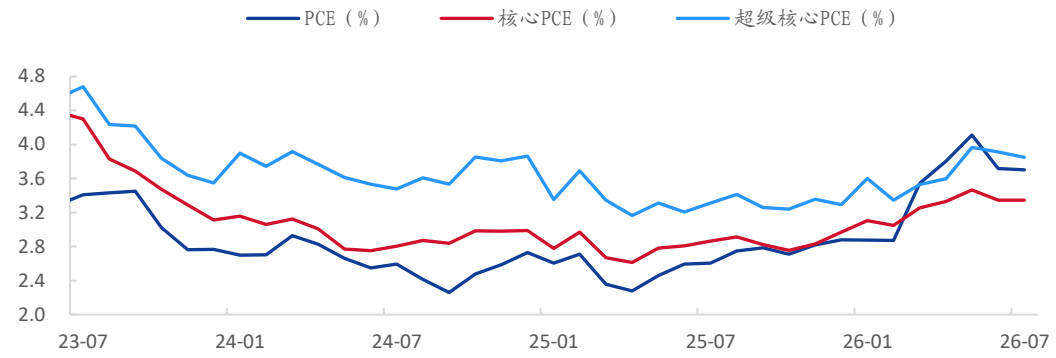
美国财政部罕见入场，薪资房价或抑制通胀，“不加息+扩表”并非全无可能

美国 7 月能源和超级核心 PCEPI 同比增速均有回落。本周公布的 7 月 PCEPI 同比增速与上月持平在 3.7%，符合市场预期，核心 PCEPI 同比增速也与上月持平。尽管当前 PCEPI

下载日志已记录，仅供内部参考

仍显著高于 2%的目标，但从主要分项来看，前期推动通胀上行的能源项同比增速继续下降，排除能源和房租的服务项（即超级核心通胀）同比增速连续两个月回落，指向无论是短期通胀扰动还是长期通胀趋势都可能在趋于减弱。且由于 PCEPI 权重随月度销售额更新，在通胀较高时期 PCEPI 可能高于 CPI，6-7 月 CPI 同比已经连续两个月下行，核心 CPI 已降至 2.5%，预计后续 PCEPI 也将波动回落。

图表4：PCE、核心 PCE 和超级核心 PCE（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

美国财政部罕见扩大长期国债回购，传递压低长期实际利率的明确意图。8 月中旬以来，先是美国财政部宣布扩大长期国债回购规模、贝森特公开表态，再是美国财政部高级官员透露，美国财政部或将动用规模接近 1 万亿美元的一般账户为扩大国债回购计划提供资金，美国财政部干预长端美债利率的态度愈发明确。当前美伊冲突和油价通胀前景不明，AI 算力数据中心建设支出高增，但存在多重通胀影响，劳动力市场短期迅速转冷，美联储主席换届决策模式亦存在巨大模糊空间，多重不确定性叠加，迫使美国财政部罕见出手，先后干预汇率（日元）和利率曲线，其背后的逻辑和政策目标值得给予充分重视。

美国财政部“扭转操作”若无法压低长端美债利率，则美联储可能不得不重新启动扩表。当前美国真实经济表现可以总结为通胀持续走低、劳动力市场快速降温、薪资传导不畅、房地产涨价乏力，这些都指向未来美国通胀和劳动力市场这两大美联储决策盯住的目标大概率都无法支持沃什采取紧缩实践。在此情形下，美国财政部就必须明确其压低长端实际利率以使其接近真实经济表现的态度，为此，美国财政部可能会采取多发短债、减少长端国债供给的操作模式，若这种操作模式仍无法有效降低长端利率，则美联储年底前可能不得不重新启动新一轮长期国债扩表。我们预计，后续美国长期国债利率有望震荡中趋于下行。

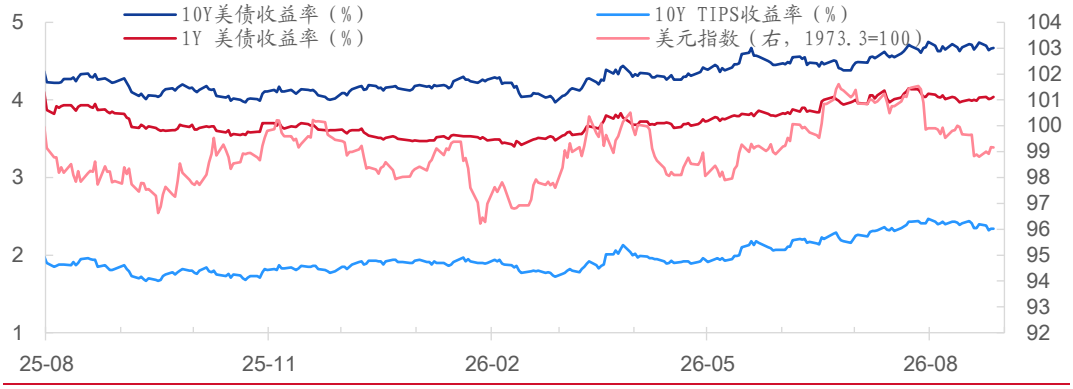


下载日志已记录，仅供内部参考

全球大类资产表现：美债长短端利率走势分化

美财政部可能动用一般账户资金回购长期美债，长期利率小幅下行；临近 9 月加息预期再度升温，美元指数有所反弹。截至周四（8 月 27 日），1 年美债收益率较前周四上行 5BP 至 4.04%，10 年美债及 10 年 TIPS 收益率分别较前周四下行 2BP、1BP 至 4.67%、2.34%，美元指数上行至 99.16。

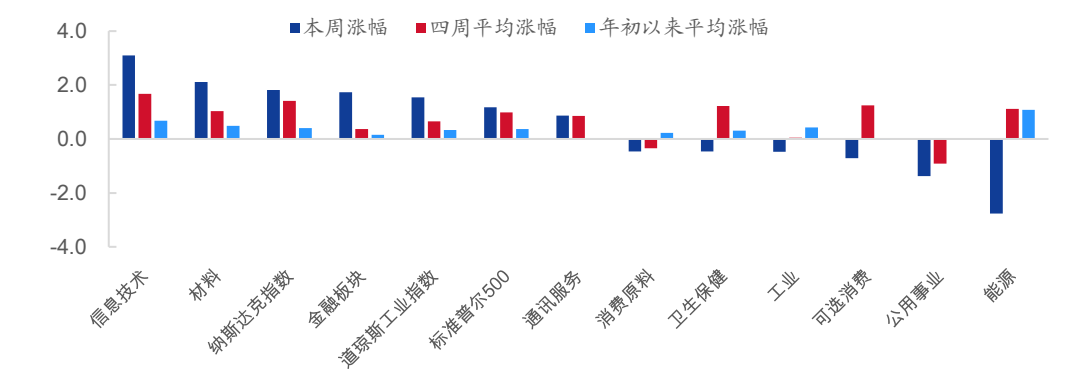
图表5：美债收益率及美元指数



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

美国主要股指整体上涨，信息技术板块涨幅较大。截至周四（8 月 27 日），本周美国纳斯达克指数、道琼斯工业指数、标普 500 指数分别上涨 1.82%、1.54%、1.18%，信息技术板块涨幅最大达到 3.09%，能源行业跌幅最大达到-2.76%。

图表6：美国主要股指及行业涨幅（%）

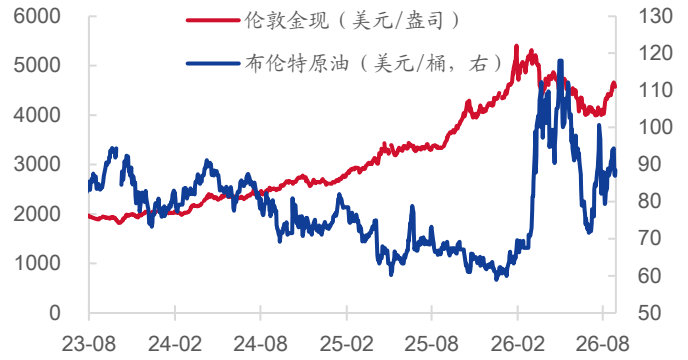


资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院 注：本周涨幅基期为上周四。

美伊冲突烈度震荡趋降，原油价格大幅下跌后小幅回升；金价避险属性与油价下跌有所抵冲，本周小幅反弹。截至周五（8 月 28 日）的一周内，布伦特原油下跌 5.6%至 88.5 美元/桶；截至周四（8 月 27 日）的一周内，伦敦金上涨 1.9%至 4568.95 美元/盎司，LME 铜上涨 2.3%至 14490 美元/吨。

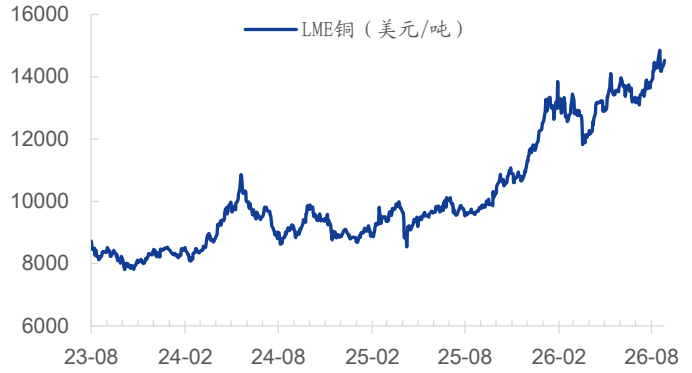
下载日志已记录，仅供内部参考

图表7：伦敦金现及原油价格



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

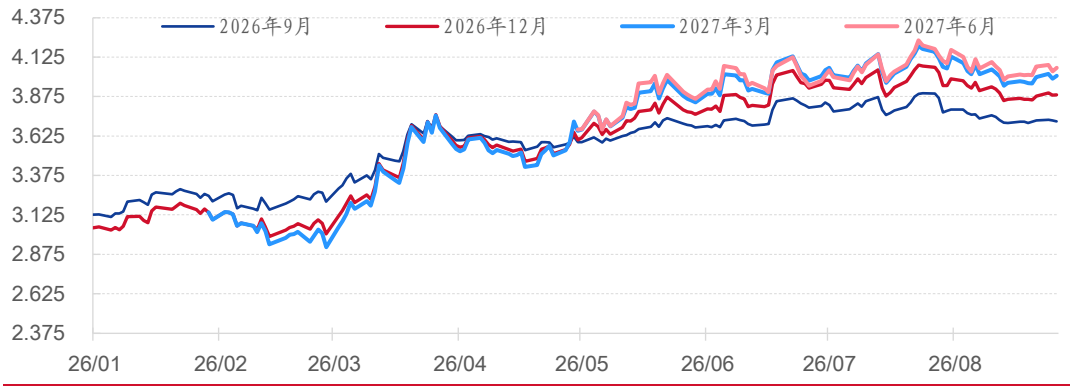
图表8：LME 铜有所上行



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

美联储 9 月会议临近，市场加息预期稍有升温。截至周三（8 月 26 日），Fed Watch 对应市场预期今年 9 月美联储 FOMC 会后联邦基金加权利率为 3.72%，较前周三略高 0.9BP。

图表9：CME Fed Watch 对应市场预期未来美联储 FOMC 会后联邦基金加权利率

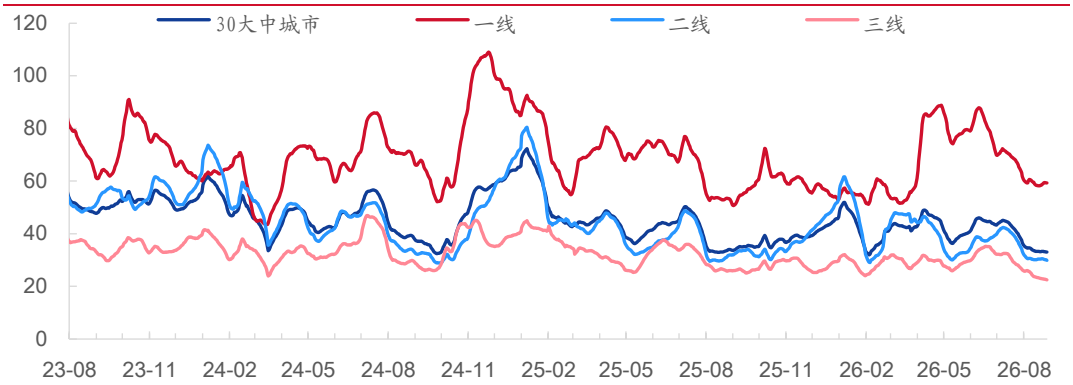


资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

中国经济高频数据：商品房销售总体仍弱，乘用车有所改善

一线城市商品房成交面积稍有改善，二三线城市持续下降。截至周四（8 月 27 日），30 大中城市商品房平均成交面积有所下降，但一线城市平均成交面积有所回升。

图表10：30 大中城市商品房成交面积（与 2014-2019 年同期均值之比，%）



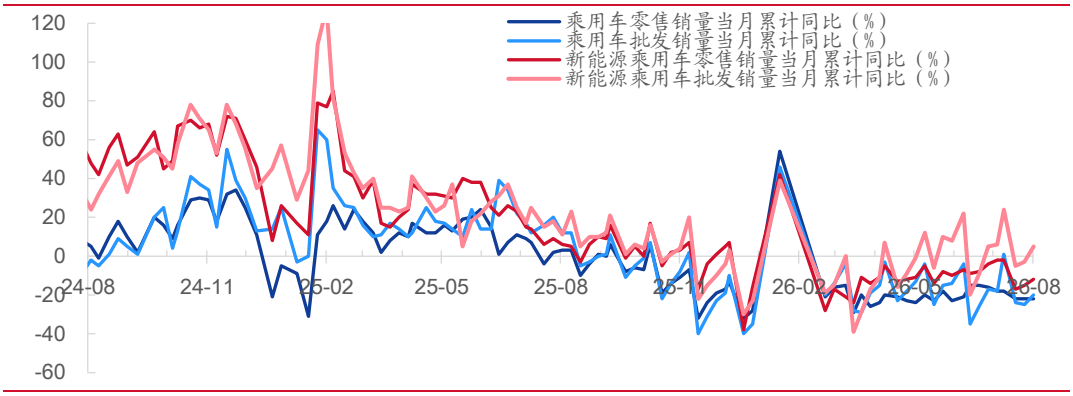
资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

乘用车销量跌幅收窄，新能源批发销量同比转正。截至 8 月 23 日，据乘联会数据，乘用车批发销量累计同比跌幅收窄 5 个百分点至-20%，乘用车零售销量累计同比持平于

下载日志已记录，仅供内部参考

-22%，新能源乘用车零售、批发销量累计同比分别上升 3、8 个百分点至-12%、5%。

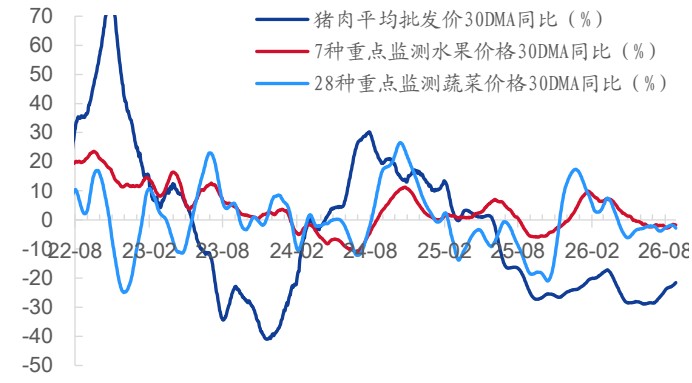
图表11：乘联会汽车销售情况



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

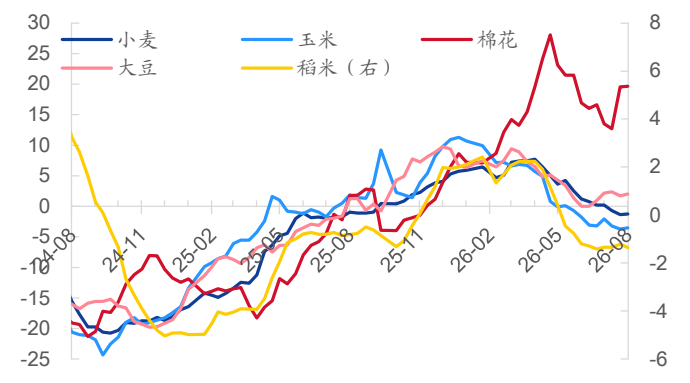
猪肉价格同比跌幅稍有收窄，果蔬价格涨幅基本持平；主要农产品价格同比改善。截至周四（8 月 27 日）的一周内，猪肉、鲜菜 30 天平均价格同比均上升 0.1 个百分点分别至 15.9%、4.5%，鲜果价格同比增速下降 0.1 个百分点至 6.9%。8 月中旬大豆、棉花价格同比有所上行，玉米、小麦价格同比跌幅收窄，稻米价格同比跌幅有所扩大。

图表12：猪肉及果蔬价格



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

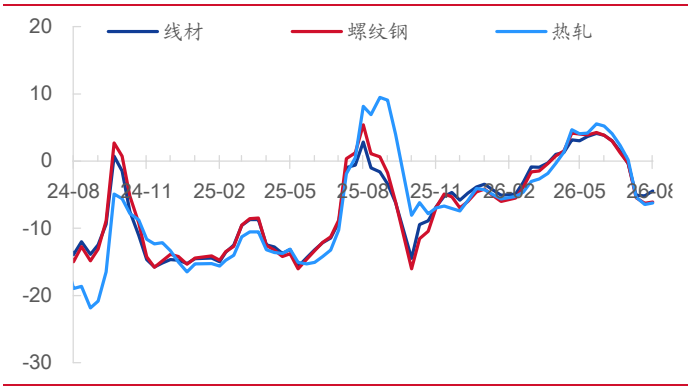
图表13：农产品价格同比走势（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

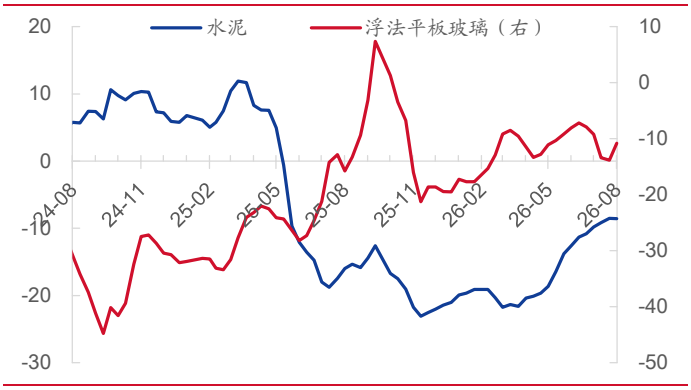
基建房地产投资较弱背景下，钢材价格同比仍处低位。8 月中旬，线材、螺纹钢、热轧价格同比跌幅分别收窄至-4.4%、-6.1%、-6.2%；水泥价格同比跌幅小幅扩大至 8.6%，玻璃价格同比跌幅收窄至-10.8%。

图表14：钢材价格同比（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

图表15：非金属建材同比（%）



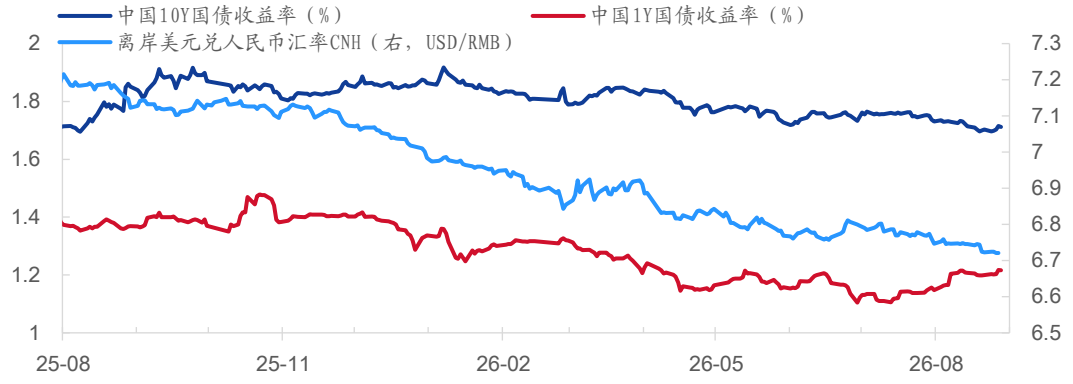
资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

中国大类资产表现：长端利率稍有上行，股市结构与海外迥异

受美联储加息预期升温外溢性影响，国债利率稍有上行。截至周五（8 月 28 日），1 年、10 年国债收益率分别较上周上行约 2BP、1BP 至 1.22%、1.71%，截至周四（8 月 27 日）的一周内，CNH 收盘价略升 0.05%至 6.721。

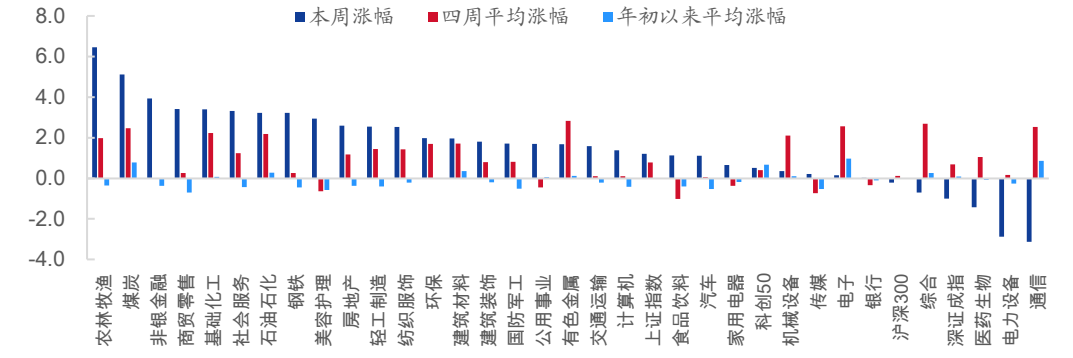
图表16：国债收益率及人民币汇率



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

本周上证综指有所修复，农林牧渔板块领涨，通信板块跌幅较深。截至周五(8 月 28 日)，本周上证指数、科创 50 涨幅分别为 1.20%、0.52%，深证成指、沪深 300 跌幅分别-1.00%、-0.21%，其中农林牧渔领涨，涨幅达到 6.46%，通信行业跌幅较深，达到-3.13%。

图表17：中国主要股指及行业涨幅

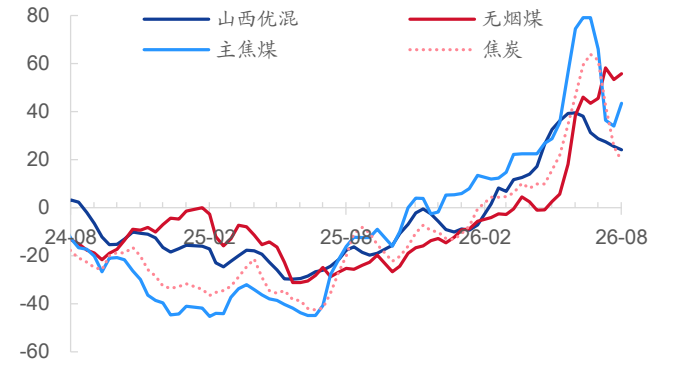


资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

迎峰度夏驱动下，煤价同比维持高位。8 月中旬，混煤、焦炭价格同比涨幅下降至 24.0%、19.5%，而无烟煤、焦煤价格同比涨幅上升至 55.7%、43.4%；液化天然气、汽油、柴油价格同比分别上行至 37.9%、12.2%、13.7%，石蜡价格同比跌幅收窄至-2.8%。

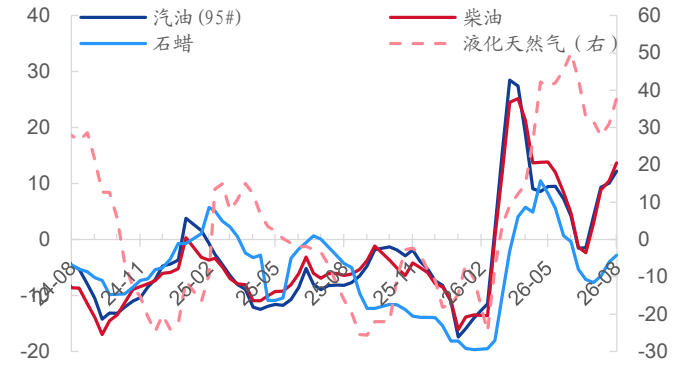
下载日志已记录，仅供内部参考

图表18：煤炭价格同比（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

图表19：国内主要油类价格同比（%）



资料来源：CEIC，长城证券产业金融研究院

风险提示

若美伊军事冲突加剧，油价可能快速上涨，导致美联储货币政策紧缩风险上升；若美国新一轮加征关税税率过高，可能推升美国通胀，导致美联储货币政策紧缩风险上升；若美联储决策框架改变，可能改变货币政策对经济的反应模式，导致美联储货币政策变化风险上升；若美国政府对美联储施加干预压力，可能削弱美联储独立性，导致美联储货币政策变化风险上升。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《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）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES