下载日志已记录，仅供内部参考



# 投资策略专题

## 美债长端利率中枢抬升背后的宏观趋势及策略应对

**期限溢价导致利率中枢抬升。**随着 2022 年鲍威尔大幅加息通胀逐渐稳定，通胀因素逐渐消退，但期限溢价回归。巨量的美债，大量的利息支出，长期的财政赤字，推升了期限溢价，成为长端美债中枢进一步抬升的主要原因。**如果仅将长端利率上行归因于债务问题，可能低估了这一轮利率变化背后的宏观含义。**

**债务问题以外的宏观问题：**未来宏观的中长期趋势

**1、通胀的结构性变革：供给侧因素导致了通胀结构性变革**，从影响因素来看，未来很可能是中长期的。首先是人口老龄化和移民限制政策导致的结构性劳动力市场紧张。新增人口减少以外，婴儿潮时期的劳动力正快速退出。劳动力缺口导致工资通胀驱动通胀中枢保持高位。此外，全球化的逆风、贸易协定的破裂以及关税的重新引入，导致了全球供应链失调，从而使美国本身产生了供给紧缺。

**2、自然利率的攀升：**2008 年次贷危机之后的很长一段时间，自然利率一直处于低位，全球 2020 年全球公共卫生事件后，美国经济增长和生产率表现较此前有所改善。投资扩张：AI 很可能通过“投资—增长—生产率”推升自然利率。全球化逆风以及贸易碎片化，全球“储蓄过剩”（global saving glut）开始逐渐逆转为储蓄收缩。资本逐步回流，**储蓄开始收缩，另一方面 AI 的发展浪潮带来投资的扩张，两者驱动自然利率上行。**最后，结构性财政赤字的长期抬升，更多的财政资源投向资本扩张领域，推动自然利率上行。

**“高名义增长、略高于目标的通胀”模式理论上能让经济达到一种平衡**

在以上宏观趋势的基础上，我们认为**未来美国经济存在一种可能的稳态，即经济逐步适应更高的名义增长、略高于目标的通胀中枢以及更高的利率中枢，而不再回到 2010—2019 年“低通胀、低增长、低利率”的宏观环境。**全球储蓄收缩、投资需求扩张及 AI 驱动的生产率提升，共同推高自然利率；人口老龄化、全球化逆转、供应链重构和关税则使通胀中枢较此前有所抬升。二者共同作用，使长端美债利率维持较高中枢，但高利率又会通过收紧金融条件、抑制需求和投资形成自我约束。同时，适度通胀与更高实际增长有助于提升名义 GDP、稀释存量债务压力。因此，“更高名义增长+适度高于目标的通胀+较高的利率中枢”可能构成未来美国经济新的动态均衡。

**中枢再次变化的几个可能**

以下可能的情况会带来中枢的再次变化，但目前还看不到，且难以预测。1、美债需求结构变化导致期限溢价上升；2、财政赤字持续恶化、债务增速长期超过名义 GDP；3、长期通胀预期脱锚。

**稳定中枢之后的交易策略**

**虽然利率中枢会稳定在高位，但仍然给出了小级别波段交易机会。**例如从 2023 年以来出现规律性的小级别周期波动。事后来看，市场很多预期变化都是行情中的残差波动，未能构成趋势方向。在这样的背景中，市场很多预期变化都是行情中的残差波动，未能构成趋势方向，**利率难以出现有效的突破，将在震荡区间中运行。**

此外还有其他适合震荡市的动态策略可以供参考，投资者可以根据自己头寸的具体情况适当选择。

**风险提示：**地缘冲突的不确定性；美国通胀超预期；美国经济超预期走弱；历史经验可能失效。

**作者**

**分析师 杨柳**
执业证书编号：S0680524010002
邮箱：yangliu3@gszq.com

**分析师 张智尧**
执业证书编号：S0680526070003
邮箱：zhangzhiyao@gszq.com

**相关研究**

1、《投资策略：技术分析系列：市场进入震荡休整期，关注前低区域的支撑》 2026-09-07

2、《投资策略：库存周期的广度、传导与投资信号》 2026-09-07

3、《海外市场：关注 AI 及硬件催化——2026 年 9 月港股金股推荐》 2026-09-02

下载日志已记录，仅供内部参考



## 内容目录

美债长端利率中枢抬升背后的宏观趋势 ..... 3
1980s 以来 长端利率中枢的几次变动 ..... 4
更高的长端利率中枢对应了未来中期的宏观新趋势 ..... 6
期限溢价抬升导致中枢抬升 ..... 6
债务问题以外的宏观背景 ..... 6
1、通胀的结构性变革 ..... 6
2、自然利率攀升 ..... 8
“高名义增长、略高于目标的通胀”的模式能让经济达到平衡 ..... 10
中枢再次变化的几个可能 ..... 13
稳定中枢之后的交易策略 ..... 14
几次短周期因素导致的利率变化 ..... 14
交易策略 ..... 14
风险提示 ..... 16

## 图表目录

图表 1: 美债长端利率的拆分框架 ..... 3
图表 2: 1980s 以来长端利率中枢的几次变动 ..... 4
图表 3: 自然利率的变动 ..... 5
图表 4: 通胀因素回归 ..... 5
图表 5: 美国通胀中枢长期稳定 breakeven rate = 名义利率 – 通胀 tips ..... 6
图表 6: CBO 美国人口预测 ..... 7
图表 7: 2022 年以来劳动成本有所放大 ..... 7
图表 8: 2018 年之后美国进出口金额占 GDP 比重呈下行趋势，且中枢降低 ..... 8
图表 9: 2008 年次贷危机之后的很长一段时间，自然利率处于低位 ..... 8
图表 10: 美国劳动生产率中枢有所抬升 ..... 9
图表 11: AI 相关投资正逐步成为美国 GDP 增长的关键支撑 ..... 9
图表 12: 美国科技巨头（云服务厂商）资本支出增速维持高位 ..... 9
图表 13: 储蓄收缩叠加投资扩张导致均衡利率攀升 ..... 10
图表 14: 国债占 GDP 比例中枢抬升 ..... 10
图表 15: “高名义增长、略高于目标的通胀”的模式能让经济达到平衡 ..... 12
图表 16: 几次短周期因素导致的利率变化 ..... 14
图表 17: 长端美债利率的压力与支撑区域 ..... 15
图表 18: 实例——布林带策略 ..... 15

下载日志已记录，仅供内部参考



# 美债长端利率中枢抬升背后的宏观趋势

近期美债长端利率持续处于高位，巨额财政赤字、政府债务快速攀升以及国债供给压力成为市场反复讨论的主题。

但如果仅将长端利率上行归因于债务问题，可能低估了这一轮利率变化背后的宏观含义。长端利率中枢的抬升，除了财政与债务方面导致期限溢价的上升以外，还暗含了美国宏观经济的结构性趋势。

美国或正在从过去“低通胀、低利率、低名义增长”的宏观环境，逐步走向“更高通胀、更高名义增长和自然利率”的新稳态。而对于交易策略而言，如何应对利率中枢抬升的长端美债，本文在之后也给出了回答。

*图表1：美债长端利率的拆分框架*

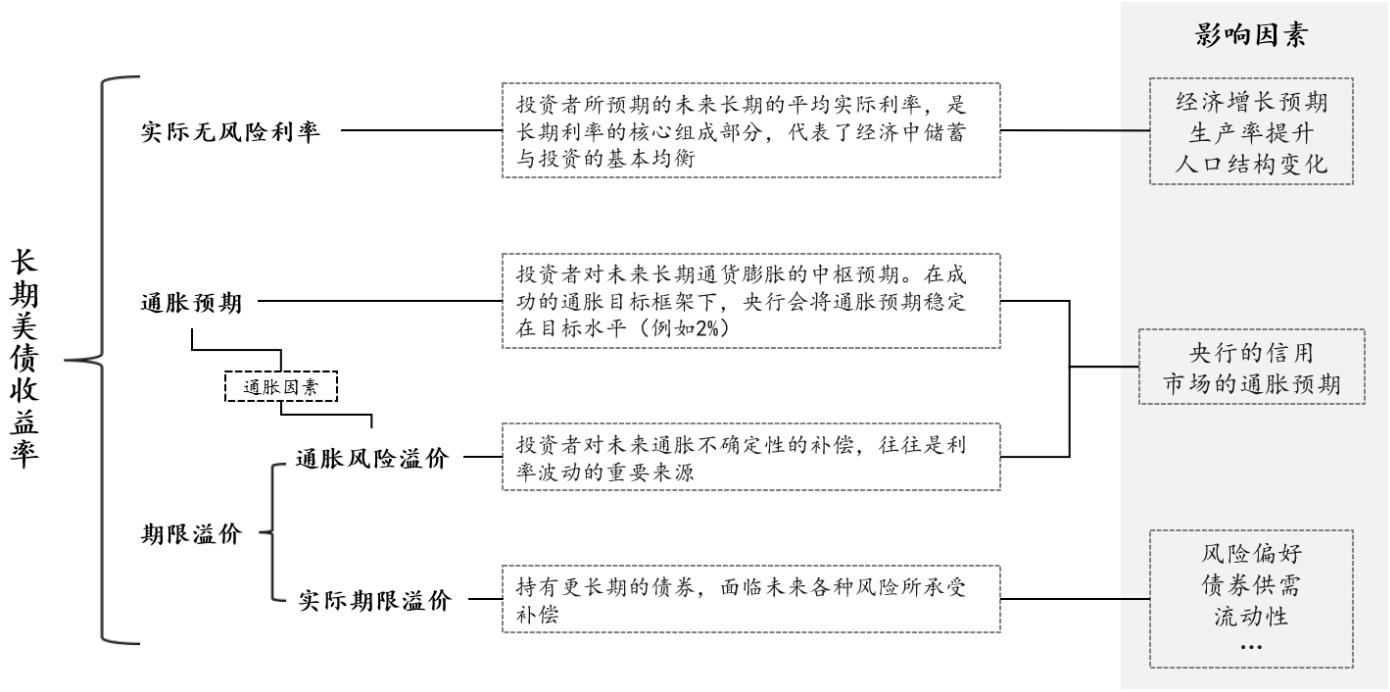
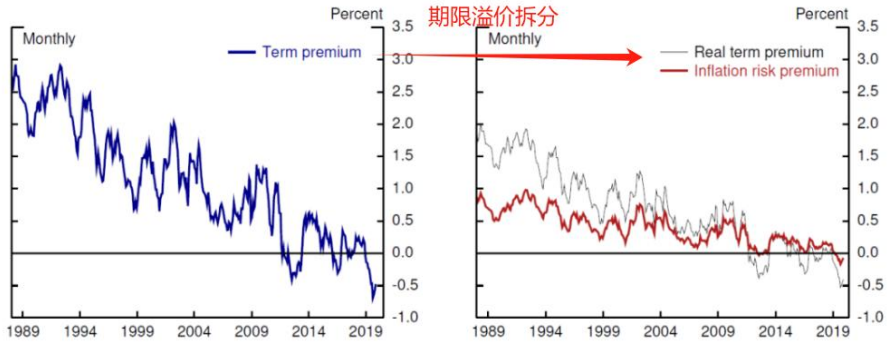



Figure 4: Term Premium Decomposition




Note: Decomposition of the 10-year zero-coupon U.S. Treasury yield based on the model presented in Kim, Walsh, and Wei (2019).

Source: Federal Reserve Bank of New York; Federal Reserve Bank of Philadelphia, Survey of Professional Forecasters; Wolters Kluwer Legal and Regulatory Solutions U.S., Blue Chip Financial Forecasts; Board staff calculations.

*资料来源：Fed，国盛证券研究所绘制*

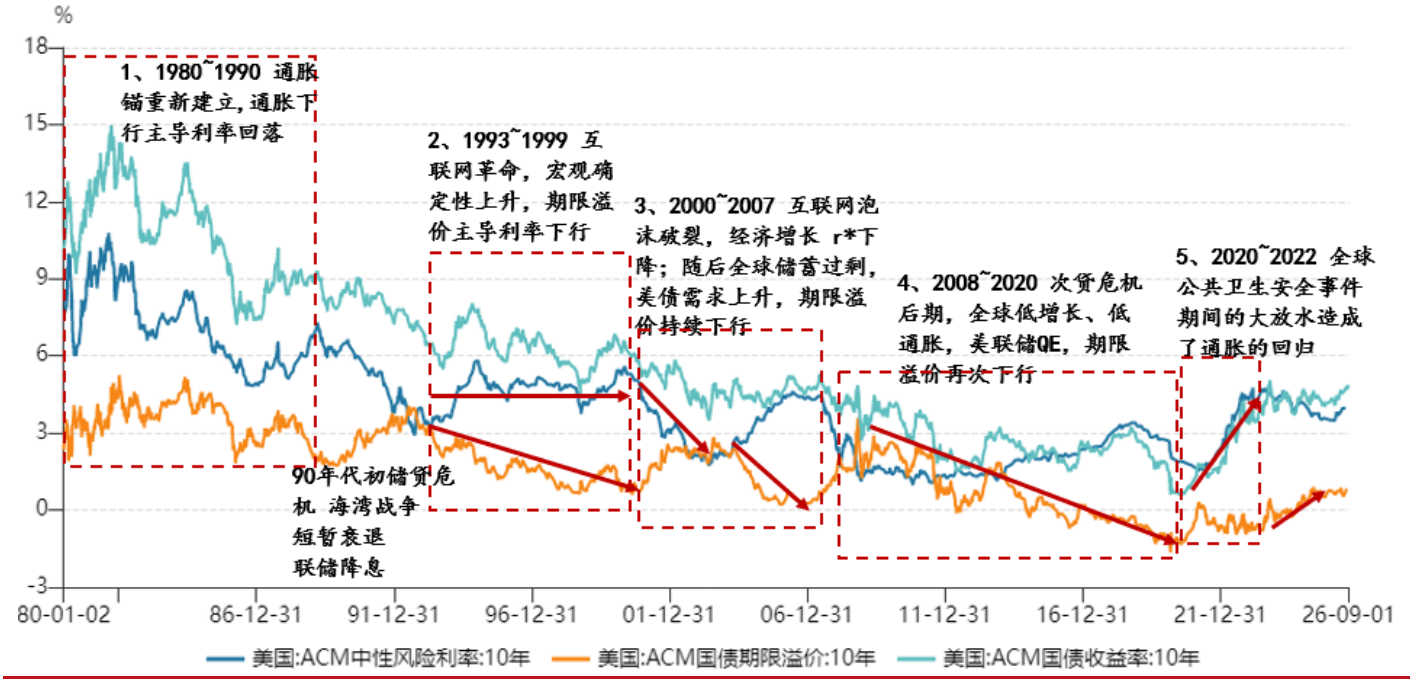
下载日志已记录，仅供内部参考



# 1980s 以来 长端利率中枢的几次变动

首先简单回顾 1980s 以来长端利率中枢的几次变动。

*图表2：1980s 以来长端利率中枢的几次变动*




*资料来源：wind，国盛证券研究所*

1、第一阶段 1980s~1990s：通胀锚重新建立

80 年代初期第二次石油危机导致了严重的高通胀，工资价格螺旋上升，长期通胀预期极高。美联储主席沃尔克采取强硬的抗通胀政策，此时利率中枢处于极高值。

而后随着抗通胀效果的显现，人们逐渐相信美联储会将通胀控制在稳定范围，通胀从“没有锚”变成“有锚”。这一阶段主要是通胀因素占据主导。

此外小插曲，90 年代初期美国经济出现短暂衰退，宏观背景是储贷危机、海湾战争，随后联储降息，实际无风险利率下行。

2、1993 年~1999 年：互联网革命，宏观确定性上升

互联网革命带动生产效率提升，使得实际利率上升，经济整体度过了高增长、低通胀的黄金期。期间自然利率 r*不断上升。

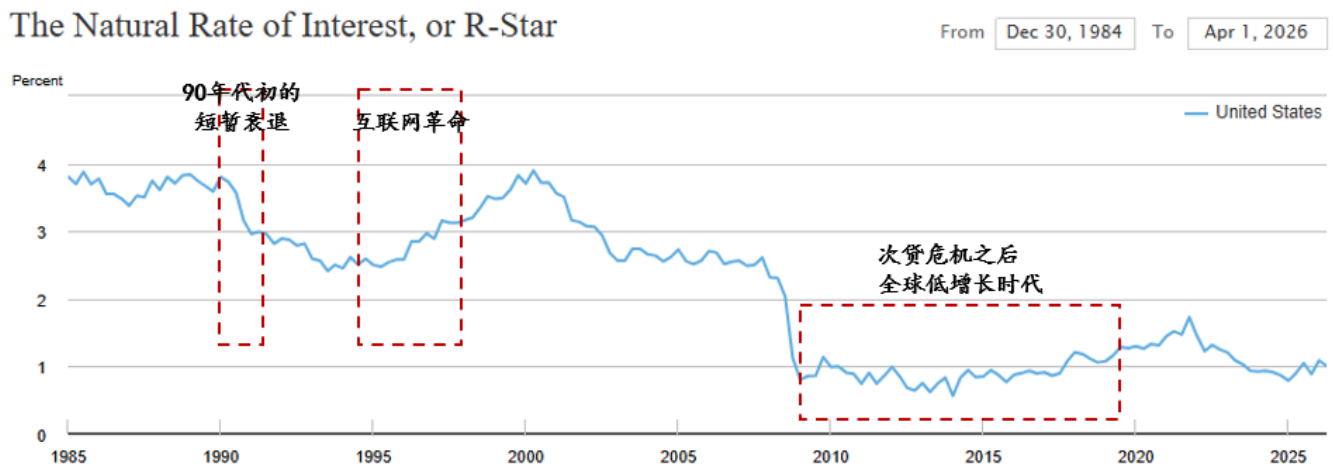
此外，由于经济增长前景变得清晰，宏观的不确定性下降，未来的风险偏好上升，所要求的溢价下降，期限溢价驱动利率继续下行（ACM 数据表现明显）。

直到互联网危机。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表3：自然利率的变动




资料来源：纽约联储，国盛证券研究所

3、2000 年~2007 年：大缓和（great moderation）

首先互联网泡沫破裂，经济衰退、Fed 降息，增长开始降低，自然利率 r*降低。

随后到 2004 年，联储进入加息周期，但全球储蓄过剩(global saving glut)，美国国债成为全球“安全资产”，期限溢价持续下降。

4、2008 年~2020 年：全球低利率时代

2008 年金融危机后，全球经济长期处于低增长、低通胀、低自然利率（r*）环境，美债长端利率中枢持续维持低位。

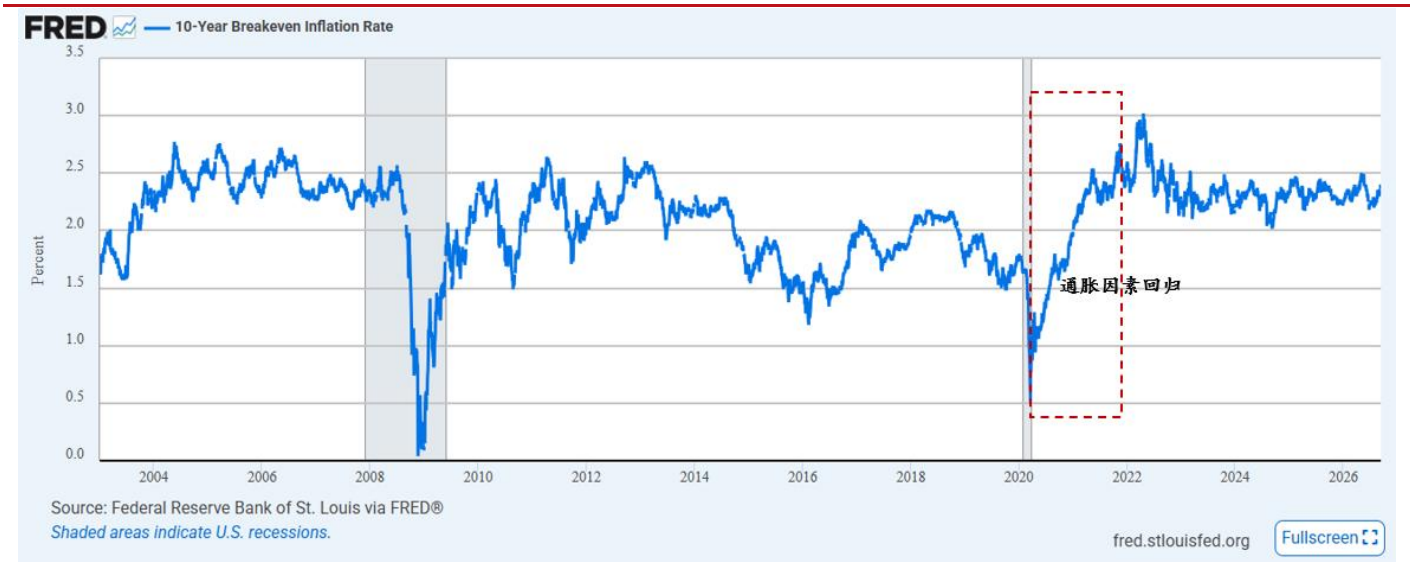
潜在增速下降、生产率放缓及人口老龄化压低经济的自然利率水平；同时，全球储蓄过剩、投资需求不足进一步压低实际利率。

危机后美联储多轮 QE 持续购买长期资产，显著压低期限溢价；叠加全球宽松政策及部分经济体负利率，美债作为核心安全资产的需求旺盛，期限溢价长期处于低位甚至为负。多重因素共同推动美债长端利率形成低位中枢。

5、2020 年~2022 年：通胀回归

全球公共卫生安全事件期间的财政大放水，以及美联储的误判造成了通胀的大幅攀升。

图表4：通胀因素回归




资料来源：Fred，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 更高的长端利率中枢对应了未来中期的宏观新趋势

## 期限溢价抬升导致中枢抬升

随着 2022 年鲍威尔大幅加息通胀逐渐稳定，通胀因素消退，但期限溢价回归。巨量的美债，大量的利息支出，长期的财政赤字，特朗普政府进一步财政扩张，一系列问题涌现，推升了期限溢价，成为长端美债中枢进一步抬升的主要原因。

美债问题的严重性市场上已经有很多讨论，本文不过多赘述。

## 债务问题以外的宏观背景

**如果仅将长端利率上行归因于债务问题，可能低估了这一轮利率变化背后的宏观含义。**长端利率中枢的抬升，除了财政方面期限溢价的上升以外，还暗含了美国宏观经济正在经历一轮结构性变化。

### 1、通胀的结构性变革

我们观察到，虽然鲍威尔大力抗通胀使得 CPI 同比从高位回落。但通胀盈亏平衡利率代表的**通胀中枢预期从 2023 年以来稳定在高位。这背后体现了通胀的结构性变革，而非周期性问题**。

*图表5：美国通胀中枢长期稳定 breakeven rate = 名义利率 – 通胀 tips*




*资料来源：Fed，国盛证券研究所*

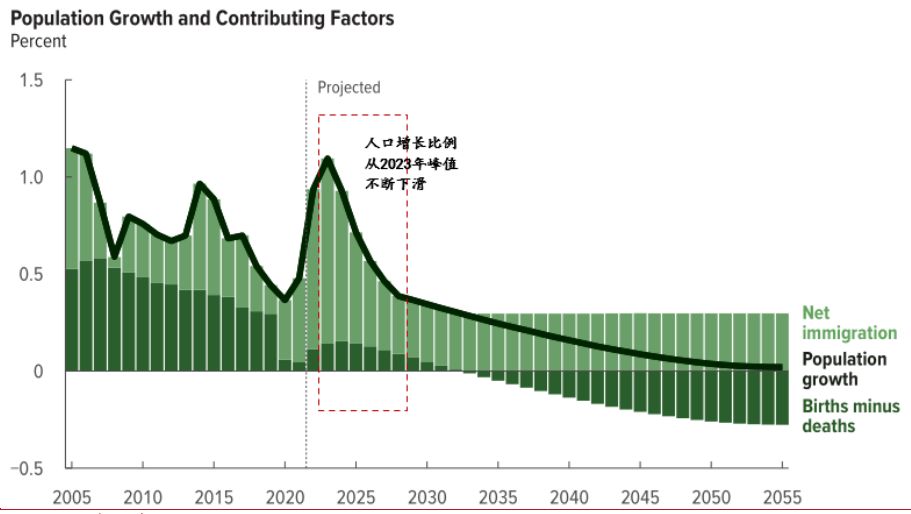
**供给侧因素导致了这种结构性变革，从影响因素来看，未来很可能是中长期的。**

**首先是人口老龄化和移民限制政策导致的结构性劳动力市场紧张。**
国会预算办公室 CBO 人口展望研究，美国未来人口增长率将大幅下滑，人口增长率将从 2023 年的约 1%逐步下滑至 2035 年不超过 0.5%，并在此后到 2055 年期间不断呈下降趋势，最终降至 0 附近。未来净移民将成为人口增长的重要来源。如果没有移民，美国人口将从 2033 年开始减少，重要原因是生育率过低。
另外就是特朗普的移民限制政策，以及逆全球化浪潮背景下美国移民政策很可能保持偏紧的趋势。并且除了美国以外，人口增长缓慢已经成为全球性问题。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表6：CBO 美国人口预测

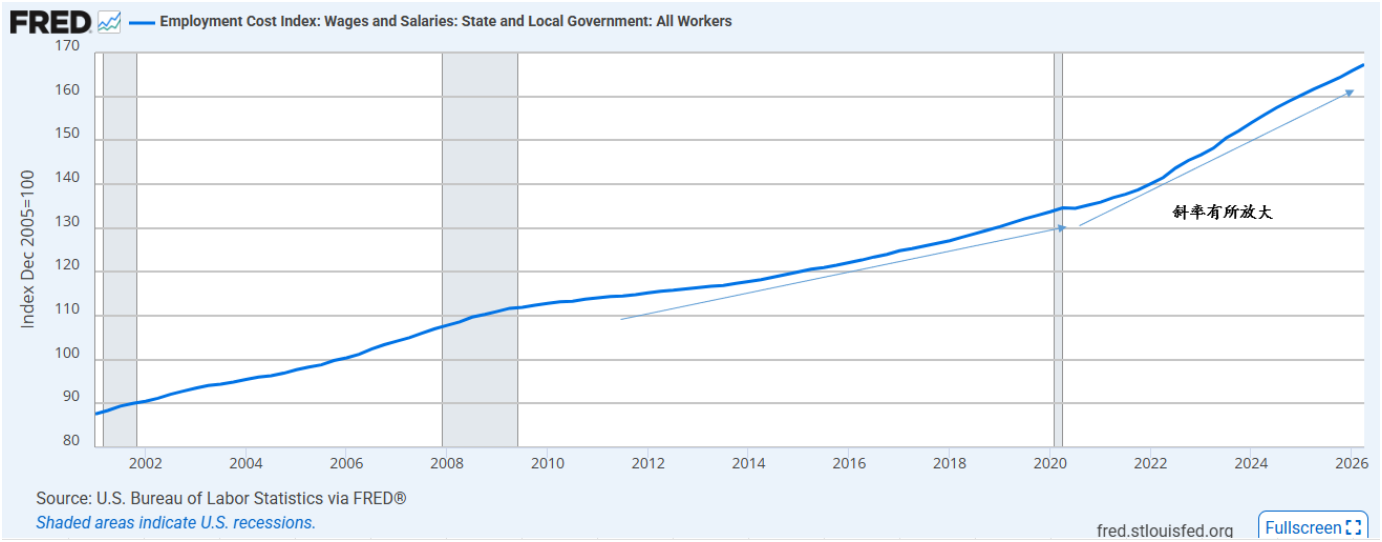



资料来源：CBO，国盛证券研究所

**新增人口减少以外，退出劳动力市场的人数保持高位。**
美国婴儿潮高峰期（1946 年至 1964 年出生）的人口正陆续达到传统的 65 岁退休年龄，从而快速退出劳动力市场，该效应大概会持续到 2029 年前后。

**劳动力缺口导致工资通胀驱动通胀中枢保持高位。**
加拿大独立研究机构 BCA 也有研究认为高工资增速是美国高通胀的重要原因，美联储不得不隐形抬高通胀目标。（来源：《Fed Moves Inflation Goalposts To 3 Percent》）

图表7：2022 年以来劳动成本有所放大




资料来源：Fed，国盛证券研究所

**全球化的逆风、贸易协定的破裂以及关税的重新引入，导致了全球供应链失调，从而使美国本身产生了供给紧缺。**贸易壁垒上升、供应链本土化与“去风险”趋势，使全球生产要素和中间品跨境配置效率下降，同时企业为提高供应链韧性而增加冗余产能和本土投资，推升生产与运营成本。对于美国而言，过去通过全球分工获得的低成本商品和中间品供给受到一定削弱，制造业回流虽然有助于增强供应链安全，但短期内也会带来更高的生产成本。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：2018 年之后美国进出口金额占 GDP 比重呈下行趋势，且中枢降低

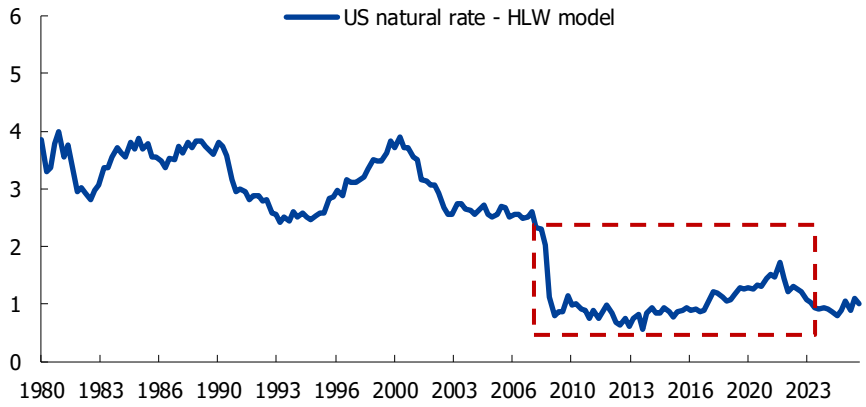



资料来源：wind，国盛证券研究所

## 2、自然利率攀升

**2008 年次贷危机之后的很长一段时间，自然利率一直处于低位**。这主要是由于次贷危机冲击，以及美联储的压低政策利率和大规模 QE 政策。美国潜在生产率增长长期处于低位。

图表9：2008 年次贷危机之后的很长一段时间，自然利率处于低位




资料来源：纽约联储，国盛证券研究所

2023 年之后关于美国自然利率可能重新上行的讨论明显增加。

自然利率是在经济处于潜在产出、就业充分、通胀稳定时，与经济相匹配的短期真实利率，是衡量货币政策松紧程度的重要基准，但由于无法直接观测，只能通过模型进行估计。其长期水平本质上取决于经济中的储蓄与投资平衡。

**公共卫生安全事件后，美国经济增长和生产率表现较此前有所改善**，2019 年四季度以来美国劳动生产率中枢相对 2011—2019 年有所抬升；与此同时，AI 等新一轮技术创新正在改变市场对未来生产率和潜在增长的预期。美联储官员近年来也多次指出，如果 AI 能够形成持续的生产率提升，将提高企业投资回报和投资需求，并进而推高长期中性利率。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表10：美国劳动生产率中枢有所抬升

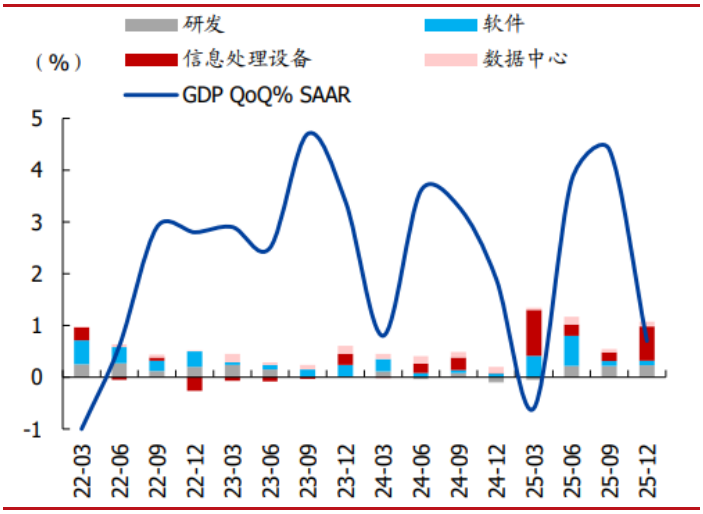



资料来源：wind，国盛证券研究所

**投资扩张：AI 很可能通过“投资—增长—生产率”推升自然利率。**

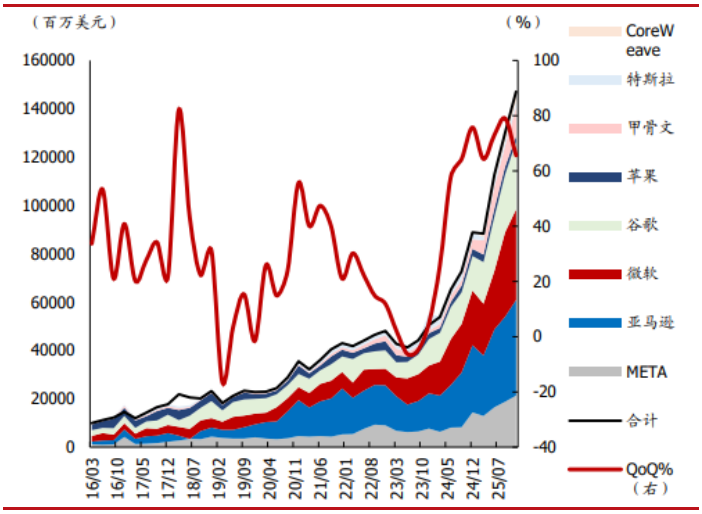
与人工智能相关的持续创新浪潮以及 2020 年全球公共卫生事件后其他形式资本深化的推动下，从投资端驱动自然利率增长。当企业预期 AI 能够持续提高劳动生产率和资本回报率时，投资需求曲线将向右移动，经济需要更高的实际利率才能重新实现储蓄与投资的均衡，从而推动自然利率上升。

图表11：AI 相关投资正逐步成为美国 GDP 增长的关键支撑




资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所宏观组

图表12：美国科技巨头（云服务厂商）资本支出增速维持高位




资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所宏观组

全球化逆风以及贸易碎片化，**全球“储蓄过剩”（global saving glut）开始逐渐逆转为储蓄收缩**。

2000 年代以来，中国等新兴经济体高储蓄率以及全球金融危机后的避险需求，形成了典型的“全球储蓄过剩”，大量资金通过国际资本市场配置至美国国债等安全资产，压低了全球自然利率和美债长期收益率。

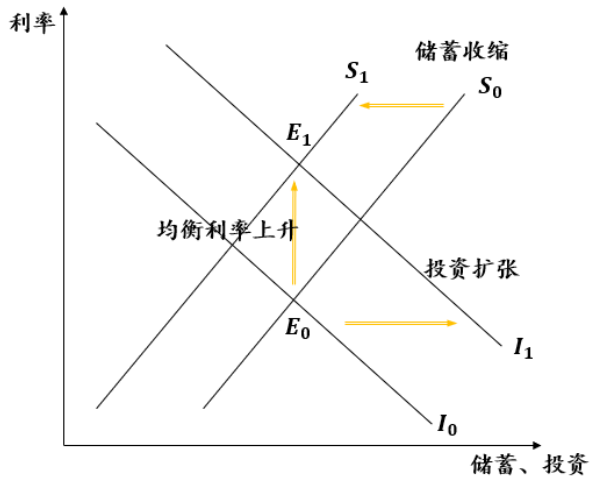
而近年来逆全球化和地缘政治碎片化削弱全球储蓄向美国的再配置，这体现在黄金资产的崛起。另一方面，人口老龄化、财政赤字扩张以及绿色转型、国防支出和 AI 等新技术投资，使全球资金需求明显上升，全球储蓄—投资缺口重新扩大。在这一背景下，美国作为全球最大的资本吸收国，既面临持续扩大的财政融资需求，又需要与 AI 基础设施等高回报私人投资争夺全球资本，导致美债供给增加的同时，边际资金需求也在上升。

根据古典利率决定理论，均衡利率由储蓄和投资决定。**当资本逐步回流，储蓄开始收缩，另一方面 AI 的发展浪潮带来投资的扩张，两者驱动自然利率上行。**

下载日志已记录，仅供内部参考



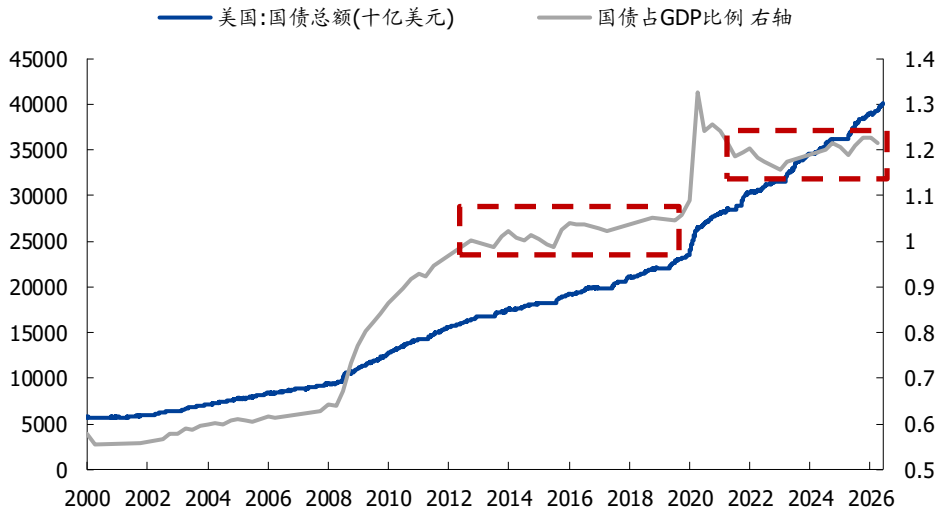
图表13：储蓄收缩叠加投资扩张导致均衡利率攀升




资料来源：国盛证券研究所绘制

**最后，结构性财政赤字的长期抬升也是美国自然利率中枢上行的重要因素。**
近年来美国财政赤字率持续处于较高水平，且在各种支出刚性以及两党政治周期等因素作用下，未来主动压降赤字的空间和意愿均相对有限。
财政扩张本身会通过增加总需求、提高政府融资需求而推高实际利率，但其对自然利率的影响取决于财政支出的结构：单纯增加转移支付和政府消费，主要形成短期需求刺激，对经济潜在供给能力的改善有限，其对自然利率的持续推升作用相对较弱。
而如果财政资源更多投向基础设施、制造业、能源、科技等生产性领域，则能够通过提高资本形成、生产率和潜在增长率，扩大经济中的投资机会和资本需求，从而更持久地抬升自然利率。当前美国财政政策正在体现出这一结构变化，例如特朗普的 OBBBA 中减税政策增加企业的投资能力、制造业振兴的政策倾向从而增加相关投资。

图表14：国债占 GDP 比例中枢抬升




资料来源：wind，国盛证券研究所

## “高名义增长、略高于目标的通胀”的模式能让经济达到平衡

在以上宏观趋势的基础上，我们认为**未来美国经济存在一种可能的稳态，即经济逐步适应更高的名义增长、略高于目标的通胀中枢以及更高的利率中枢，而不再回到 2010—2019 年“低通胀、低增长、低利率”的宏观环境。**

下载日志已记录，仅供内部参考



**更高的自然利率以及更高的通胀中枢构成了这种稳定状态的核心。**

首先是更高的自然利率。**全球储蓄收缩、投资需求扩张以及生产率改善共同推动储蓄—投资平衡发生变化，使自然利率存在结构性上行压力。**其中，AI 驱动的资本开支尤其值得关注：数据中心、半导体、电力基础设施等投资在短期内直接扩大经济需求和资本需求，而随着 AI 逐步从资本投入转化为生产率提升，又能够提高潜在经济增速和资本回报率。因此，投资扩张并非简单的短期需求刺激，而可能形成“投资扩张→名义经济增长→生产率提升→潜在增长改善→自然利率上升”的传导链条。

其次**通胀中枢也可能较过去有所抬升，可能会处于一个略高于通胀目标的水平。**人口老龄化带来的劳动力供给约束、全球化逆转、供应链重构以及关税重新引入等因素，会提高部分商品和服务的长期成本，并使通胀更难回到之前极低水平。
另外要注意的是，这些因素与自然利率上行因素之间**存在一定的对冲关系**：供给约束一方面推高通胀，另一方面压制实际经济增长；而投资扩张、生产率改善则一方面推高自然利率，另一方面通过扩大生产能力缓解供给约束。最终，**两条路径共同作用的结果可能并不是通胀失控，而是形成“略高于过去的通胀中枢+更高的实际利率+更高的名义 GDP 增长”的新组合。**

**以上两条路径造成的结果就是使得长端利率处于更高中枢的状态。**

在这一框架下，**更高的长端利率本身又会形成重要的“自我抑制机制”。**当 10 年期、30 年期美债收益率持续处于较高水平时，抵押贷款、企业融资和资产估值等金融条件趋于收紧，从而抑制居民消费和企业投资，并最终对经济增长和通胀形成反向约束。因此，利率上升并不会无限制地持续，而是在达到一定水平后，通过压制总需求、降低通胀预期和减少私人投资，使经济重新向均衡状态回归。
并且政策层面来看，较高的长端利率会影响到美国的金融稳定，从而带来更大的危害，这无论是美联储或是特朗普政府都不愿看到的，从而**政策本身也会对极端利率形成压制作用。**

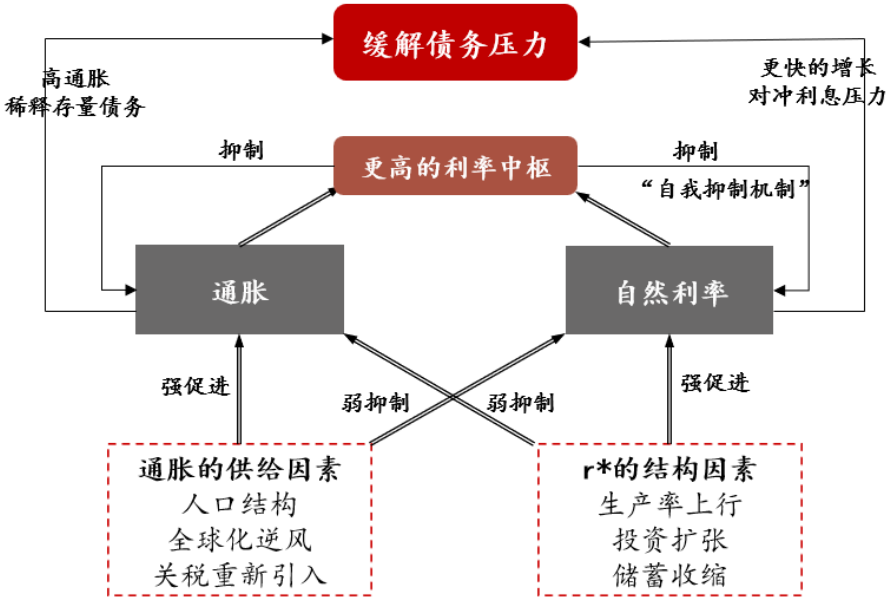
**最后，从债务可持续性角度看，这种宏观组合也可能形成一定程度的自我平衡机制。**适度高于目标的通胀能够通过提高名义 GDP 和降低债务实际价值，缓解存量债务负担；与此同时，如果生产率提升和资本深化能够推动实际经济增长，则更高的实际增长叠加适度通胀，可以使名义 GDP 增速长期高于政府债务增速，从而推动 Debt/GDP 逐步下降，部分对冲较高利率带来的利息支出压力。也就是说，美国并不一定需要通过重新回到超低利率环境来解决高债务问题，“更高名义增长+适度通胀+较高但并非无限制的利率中枢”本身也可能构成一种新的债务—增长平衡。

以上多种因素相互作用能够保持稳态，这种稳态是未来中长期宏观的一种可能情景。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表15：“高名义增长、略高于目标的通胀”的模式能让经济达到平衡




资料来源：国盛证券研究所绘制

下载日志已记录，仅供内部参考



# 中枢再次变化的几个可能

未来利率中枢很可能会保持高位稳定，但进一步考虑极端情况下哪些情景的发生可能导致中枢再次突破。目前都很难看到，未来难以预测，但若发生，我们要保持警惕。

**1、期限溢价再次发生结构性变化**

除美国财政赤字和国债供给之外，未来期限溢价的重要变量之一，可能是美债需求者结构及全球资本配置格局的变化。

2022 年俄乌冲突以来，全球地缘政治环境明显恶化，各国对于金融资产安全性、外汇储备安全以及金融制裁风险的关注度提升，部分国家开始推进外汇储备和资产配置多元化，这意味着传统上由海外官方部门承担的美债需求可能面临边际变化。如果海外官方部门持续降低美债配置，或者私人投资者要求更高的风险补偿，则期限溢价可能出现结构性上升，推动长端利率中枢进一步抬升。

目前来看，美国在全球金融体系、经济规模和军事安全体系中的核心地位仍然较强，美债作为全球最重要的安全资产和储备资产的地位尚未发生根本改变，因此暂时还难以看到美债需求出现足以改变长期均衡的剧烈结构性迁移。

**2、财政状况持续性恶化**

当前美国财政赤字率虽然处于历史较高水平，但从阶段性来看，其占 GDP 的比例尚未出现持续失控式上升，财政扩张更多表现为高位稳定，因此暂时不构成重新定义利率中枢的充分条件。真正需要警惕的是未来财政赤字进入新的上升阶段，例如利息支出快速增加、财政支出刚性进一步增强，或者政策持续推出大规模减税和支出计划，使政府债务增速长期明显超过名义 GDP 增速。在这种情况下，市场可能开始要求更高的期限溢价来吸收不断增加的国债供给。

不过，财政政策具有较强的政治属性，未来政策路径存在较大不可预测性，因此目前更适合将其视为潜在的尾部风险，而非基准情景。

**3、长期通胀预期发生“脱锚”**

经过 2021—2022 年的通胀冲击，目前这一风险可控：2022 年以来美联储通过快速加息和持续强调 2%通胀目标，有效强化了市场对美联储抗通胀能力和通胀目标可信度的认识，长期通胀预期并未出现持续失控。因此，未来真正需要观察的并不是短期 CPI 是否阶段性走高，而是长期通胀预期是否脱离了美联储的掌控，以及这种偏离是否形成自我强化。一旦通胀预期发生脱锚，意味着当前“适度高通胀+较高利率”的均衡被打破，长端利率可能进入新的上行阶段。



下载日志已记录，仅供内部参考



## 稳定中枢之后的交易策略

虽然利率中枢会稳定在高位，但仍然给出了小级别波段交易机会。例如从 2023 年以来出现规律性的小级别周期波动。

### 几次短周期因素导致的利率变化

*图表16：几次短周期因素导致的利率变化*




| 序号 | 时间区间 | 影响因素 |
|---|---|---|
| 1 | 2023-10~2023-12 | 通胀数据回落，Fed沟通不如此前预期鹰派，加息周期达到终点 |
| 2 | 2023-12~2024-04 | 经济并没有衰退，增长仍然有韧性，通胀重新偏高，降息预期重新调整 |
| 3 | 2024-04~2024-09 | 就业市场降温，衰退风险上升，Fed降息重新定价 |
| 4 | 2024-09~2025-01 | 进入降息周期，但长端利率反而上涨。衰退风险不大，市场不再认为Fed需要快速降息。11月美国大选以后，市场开始交易特朗普政策，例如减税、关税等，推升期限溢价 |
| 5 | 2025-01~2025-04 | 关税政策逐渐成为核心变量，通胀和衰退风险上升 |
| 6 | 2025-05~2025-10 | 萨姆规则被触发，重新定价降息。 |
| 7 | 2026-03~今天 | 中东冲突爆发，通胀担忧升温，另外美国债务和赤字问题再次被市场讨论 |

*资料来源：wind，证券时报，光明网，国家金融与发展实验室 NIFD，经济日报，国盛证券研究所*

**事后来看，市场很多预期变化都是行情中的残差波动，未能构成趋势方向。**

### 交易策略

以上我们可以得出结论，长端利率中枢稳定在高位，但会有小级别波段交易机会，整体呈现为高位的横盘震荡区间。在这样的背景中，市场很多预期变化都是行情中的残差波动，未能构成趋势方向，利率难以出现有效的突破，将在震荡区间中运行。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表17：长端美债利率的压力与支撑区域




资料来源：wind，国盛证券研究所

此外还有其他适合震荡市的动态策略可以供参考，包括布林带、分位数及波动率等指标动态识别利率的相对高低位置从而进行动态调整。

这类策略的优势在于能够在利率中枢或市场波动率发生变化时及时调整交易阈值，从而提升策略对市场环境变化的适应性。缺点是相对复杂，有时会产生虚假信号。

投资者可以根据自己头寸的具体情况适当选择。

图表18：实例——布林带策略




资料来源：wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 风险提示

地缘冲突的不确定性：中东局势反复扰动大宗商品价格，抬升通胀预期，放大市场波动。
美国通胀超预期：多重因素或带动通胀反弹，延缓美联储降息进程，收紧流动性环境。
美国经济超预期走弱：就业与内需持续走弱将加深衰退担忧，压制风险资产表现。
历史经验可能失效：宏观范式、政策逻辑与市场结构发生结构性变化，过往周期复盘规律可能失效。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

**国盛证券研究所**

**北京**
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

**上海**
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

**南昌**
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

**深圳**
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com