

内容目录

1. 预期实际利率 $E(RIR)$	7
1.1. 联邦基金期货模型 (FF Model)	7
1.2. 泰勒规则 (Taylor rule)	9
2. 预期通货膨胀 $E(\pi)$	12
3. 通胀风险溢价 TP_IRP.....	15
3.1. 特朗普政策对通胀的冲击	15
3.2. 特朗普政策的节奏与力度	17
4. 实际风险溢价 TP_RRP.....	20
4.1. 财政前景	20
4.2. 美债供需因素	24
4.2.1. 美债供给.....	26
4.2.2. 美债需求.....	28
5. 9月以来美债四因子的演绎.....	31
6. 风险提示	33

用户731016383于2024-12-05日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

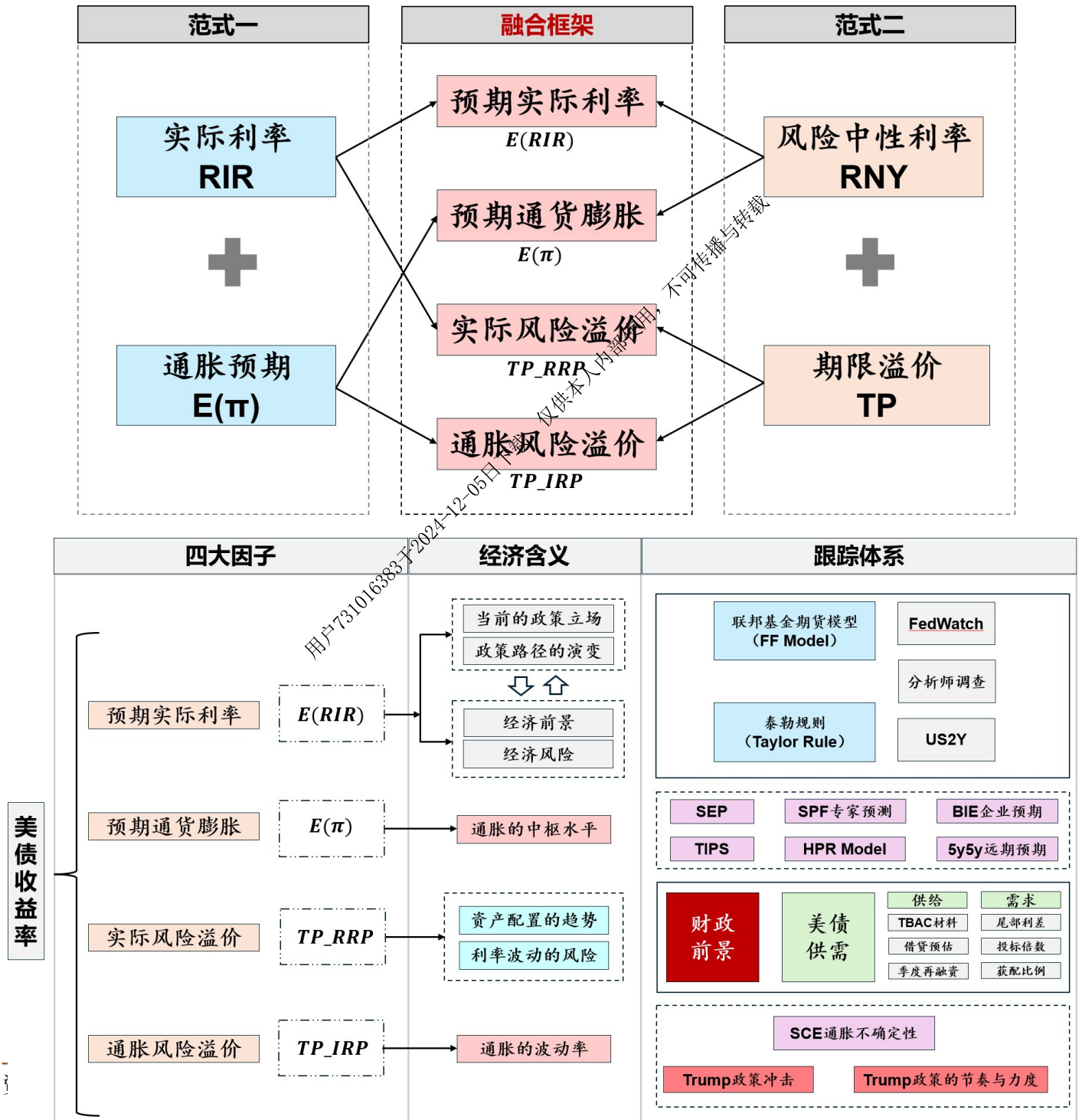
图表目录

图 1: 美债收益率分析框架	6
图 2: 9 月中旬以来以部分重要时点为定价日期的联邦基金期货隐含未来 FOMC 会议后政策利率	8
图 3: 联邦基金期货 (FF) 合约隐含的未来 24 个月各月日均有效联邦基金利率 (EFFR) (2024/12-2026/11, 周度观测)	8
图 4: 远月联邦基金期货 (FF) 合约的成交量相比近月显著较小, 其反映的市场预期可能代表性有限	8
图 5: 不同参数与变量选择下泰勒规则对 24Q4 FFR 的估计	9
图 6: 三种泰勒规则的 FFR 估计 v.s 实际 FFR	9
图 7: 不同情景下简单泰勒规则对政策利率的指引	11
图 8: SPF 专家通胀预期	13
图 9: BIE 企业通胀预期	13
图 10: TIPS 隐含通胀预期	14
图 11: HPR 通胀预期期限结构	14
图 12: 5y5y 远期通胀预期	14
图 13: NY Fed SCE 通胀不确定性	15
图 14: 驱逐非法移民对美国通胀的冲击 (130 万 / 830 万)	16
图 15: 普遍加征 10% 关税对美国通胀的冲击 (他国反制与否)	16
图 16: 向中国加征 60% 关税对美国通胀的冲击 (中国反制与否)	16
图 17: 削弱美联储独立性对美国冲击的影响 (.....)	16
图 18: 特朗普三项政策对美国通胀的合并冲击	16
图 19: Polymarket 上部分可能影响通胀的特朗普议题胜率情况	17
图 20: Kalshi 上部分可能影响通胀的特朗普议题胜率情况	18
图 21: 美国 2023 财年财政支出结构	20
图 22: 美国 2023 财年财政支出细分结构	20
图 23: CRFB 所设想的 7000 亿美元的潜在赤字削减方案	21
图 24: 已过期的拨款授权合计约 5160 亿美元 (2024 财年)	22
图 25: Tax foundation 测算特朗普减税与关税政策的合并赤字影响: -5.995 万亿美元	23
图 26: Penn Wharton Budget Model 测算特朗普减税政策的潜在赤字影响: -5.833 万亿美元	23
图 27: 美国联邦政府未偿债务的分布及持有结构	24

图 28: 美国未偿国债持有结构.....	24
图 29: 美债持有结构（主要持有人）.....	25
图 30: 美债持有结构（外国持有人）.....	25
图 31: 美债净供给与公众持有净债务的决定公式（2022 财年示意）.....	25
图 32: TBAC 对财政部季度再融资规模的建议（2024/10/30）.....	26
图 33: 美债借款预估（2024/10/28）.....	27
图 34: 2024M8-10 的实际拍卖规模及 2024M11-2025M 的预期拍卖规模.....	27
图 35: T-Notes 与 T-Bonds 的拍卖尾部利差（price tail）.....	28
图 36: T-Notes 与 T-Bonds 的拍卖投标倍数（bid/cover ratio）.....	28
图 37: 美债拍卖获配比例：Primary Dealer.....	29
图 38: 美债拍卖获配比例：Direct Bidder.....	29
图 39: 美债拍卖获配比例：Indirect Bidder.....	29
图 40: 美债期货（非商业）净持仓.....	30
图 41: 美债期货净持仓分布：所有品种.....	30
图 42: 美债期货净持仓分布：2Y Note.....	30
图 43: 美债期货净持仓分布：5Y Note.....	30
图 44: 美债期货净持仓分布：10Y Note.....	30
图 45: 美债期货净持仓分布：Ultra Long Bond.....	30
图 46: 3M、2Y、10Y 美债收益率走势（09/02-11/29）.....	31
图 47: DKW 模型下的预期实际利率变化（US10Y, 09/03-10/31）.....	32
图 48: DKW 模型下的预期通货膨胀变化（09/03-10/31）.....	32
图 49: DKW 模型下的实际风险溢价变化（09/03-10/31）.....	32
图 50: DKW 模型下的通胀风险溢价变化（09/03-10/31）.....	32
图 51: ACM 模型下风险中性利率和期限溢价的变化（09/03-11/29）.....	32
表 1: 美联储参考的五条简单货币政策规则.....	10
表 2: Polymarket 及 Kalshi 网站上与美国通胀前景较为相关的博弈点.....	18

在美债札记的第一篇《美债收益率：框架及展望》中，我们提出了一个分析美债收益率的框架，这一框架融合了“实际利率+通胀预期”以及“风险中性利率+期限溢价”两大分析范式。在该框架下，名义美债收益率取决于①预期实际利率 $E(RIR)$ 、②通胀预期 $E(\pi)$ 、③实际风险溢价 TP_IRP 、④通胀风险溢价 TP_RRP 四大因子，理解这四因子是理解美债收益率运行和判断其未来走势的重要基础。本篇报告是美债札记的第二篇，我们进一步讨论如何对美债四因子进行细分跟踪。

图 1：美债收益率分析框架



1. 预期实际利率 E (RIR)

E (RIR) 主要反映美债市场参与者对于短期实际利率 (real short-term interest rate) 的预期路径，其进一步依赖于美联储货币政策的路径，我们可以从金融市场预期、美联储立场以及美国经济前景三方面出发进行分析。对 E (RIR) 和 E (π) 的讨论是风险中性的 (risk-neutral)，不考虑任何“风险”成分或预期外的因素，因此它们共同构成了美债利率的运行中枢，而非短暂的波动。

在跟踪 E (RIR) 变化时，我们可以重点观测金融场所反映出的预期变化，并根据 FOMC 会议以及各项经济数据进行动态修正。金融市场中的诸多工具可以反映市场的降息/加息预期，如联邦基金期货模型、CME FedWatch、彭博分析师调查、2 年期美债收益率、泰勒规则模型 (基于预测数据) 等，我们建议重点关注 联邦基金期货与泰勒规则 给出的政策利率指引。

1.1. 联邦基金期货模型 (FF Model)

CME FedWatch 基于联邦基金期货 (Federal Funds Futures, 简称 FF 或 FFF) 计算了美联储在特定 FOMC 会议上的降息/加息概率，而彭博 WIRP 功能中同样包含基于 FF 定价的调息概率预测。但由于技术上的细微差异，CME FedWatch 有时会受到 FF 市场短期交易波动的影响而出现偏误，因此我们更建议关注彭博 WIRP 中的 FF 模型以及 FF 合约价格本身所隐含的预期。根据芝商所官网的合约说明，30 天联邦基金期货的报价公式如下：

$$\text{合约规模} = 4167 \text{美元} * \text{合约 IMM 指数}$$

$$\text{合约 IMM 指数} = 100 - R$$

$$R = \text{合约月份联邦基金每日隔夜利率的算术平均值}$$

由此可见，FF 的价格反映的是市场对期货合约月份内日均有效联邦基金利率 (Effective Federal Funds Rate · EFFR) 水平的预期。例如，如果 30Day FF 的报价为 97.75，则代表合约月份联邦基金每日隔夜利率的算术平均值为 2.25%，根据这一利率就可以求得对应 FOMC 会议后的隐含政策利率，进一步，加息的无条件概率则可以如下计算得出 (假设单次降息/加息 25bp)：

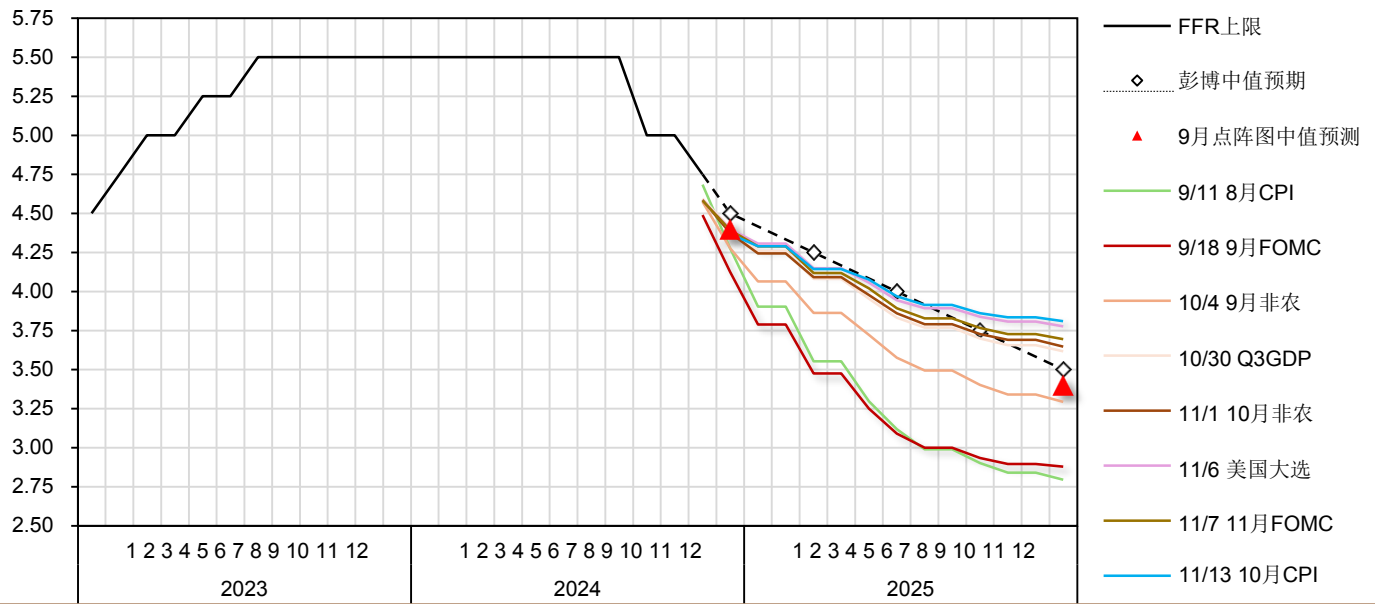
$$P(\text{加息}) = [FFER(\text{月底}) - FFER(\text{月初})] / 25 \text{个基点}$$

$$P(\text{不加息}) = 1 - P(\text{加息})$$

彭博 WIRP 功能中给出了未来 18 次 FOMC 会议后的隐含政策利率和调息概率 (图 1 · 降息时点利率)。同时，我们也可以通过 FF 合约本身来观察未来更长时间窗口的月内日均 EFFR，以更连续、更长期的视角观察市场对于美联储的调息预期 (图 2 · 月内日均利率)。不过，由于远月 FF 合约的成交量相比近月而言显著较小，其反映的市场预期可能代表性也较为有限。

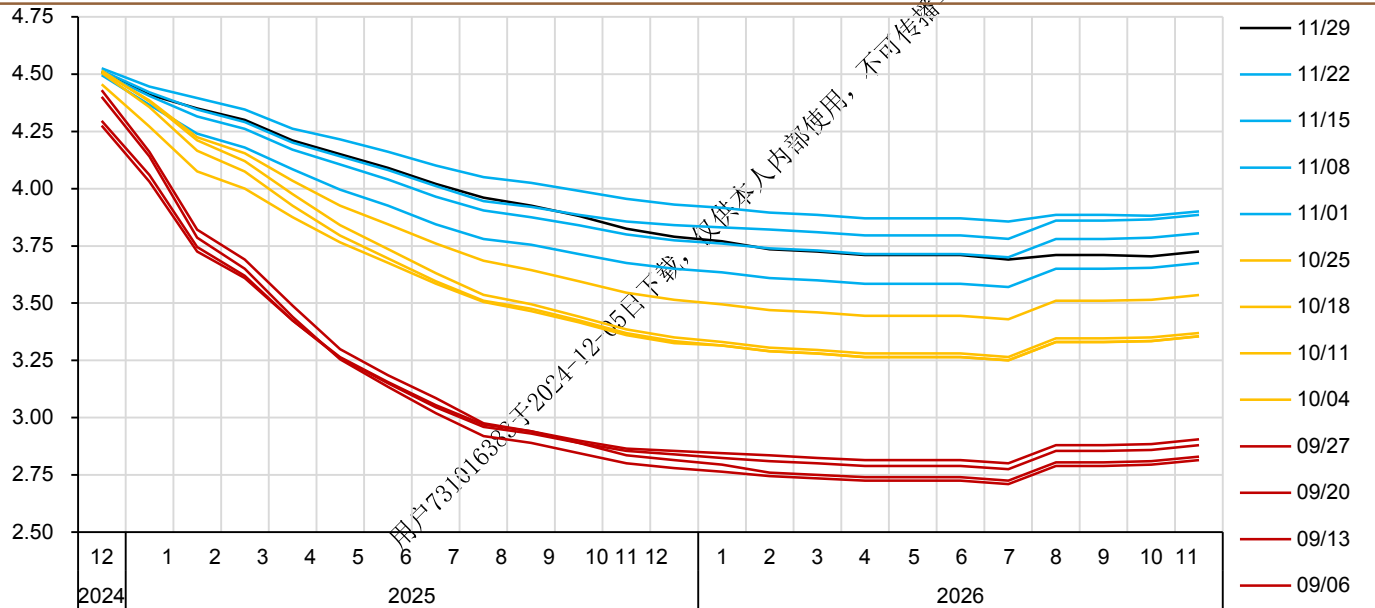
截至 11/29，假设单次降息 25bp，根据未来各月 FF 合约的隐含信息，到 2025 年 6 月 FFR 将降至 4.09%，对应累计降息 66bp/2.64 次；到 2025 年 12 月 FFR 将继续降至 3.79%，对应累计降息 96bp/3.84 次。

图 2：9月中旬以来以部分重要时点为定价日期的联邦基金期货隐含未来 FOMC 会议后政策利率



资料来源：Bloomberg， 所；单位为%；彭博分析师预测截至 11/22

图 3：联邦基金期货 (FF) 合约隐含的未来 24 个月各月日均有效联邦基金利率 (EFFR) (2024/12-2026/11 · 周度观测)



资料来源：Bloomberg， 所；单位为%

图 4：远月联邦基金期货 (FF) 合约的成交量相比近月显著较小，其反映的市场预期可能代表性有限

年	月	代码	11/25	11/22	11/15	11/8	11/1	10/25	10/18	10/11	10/4	9/27	9/20	9/13	9/6
2024	12	FFZ4	112,446	218,280	149,695	226,825	189,248	127,157	123,020	153,856	195,756	101,059	171,414	165,081	131,555
	1	FFF5	180,310	601,465	795,442	559,565	424,383	323,754	257,455	537,401	473,895	260,004	401,348	289,925	275,580
	2	FFG5	88,614	416,795	506,222	413,895	282,428	233,543	219,634	380,134	335,323	206,367	276,183	214,272	205,175
	3	FFH5	16,507	111,580	68,921	78,369	46,253	28,079	31,938	58,946	61,202	40,599	61,204	45,929	49,273
	4	FFJ5	29,877	149,549	229,551	201,818	153,231	92,336	105,479	160,418	185,422	104,858	150,874	121,123	111,007
	5	FFK5	15,401	91,322	115,558	116,158	96,676	48,342	54,191	89,221	93,891	58,773	83,563	80,480	49,108
	6	FFM5	5,099	23,810	28,030	21,535	19,550	14,795	13,342	20,435	24,393	18,914	23,077	23,074	18,831
	7	FFN5	12,039	63,490	65,185	49,442	36,246	26,040	20,562	36,882	45,788	20,594	38,323	38,899	25,213
	8	FFQ5	8,368	39,486	30,663	29,832	20,751	12,701	11,558	18,374	24,758	12,485	20,229	19,316	12,609
	9	FFU5	1,919	7,553	8,460	9,293	7,647	4,106	3,741	5,025	5,851	2,579	3,954	2,333	3,562
	10	FFV5	3,912	12,636	14,182	20,100	10,619	3,482	3,864	4,631	4,761	2,926	2,005	2,354	2,562
	2025	1	FFF6	925	4,553	3,995	3,976	2,468	1,214	862	903	1,220	615	542	615
2		FFZ5	82	1,051	1,154	779	230	235	144	327	810	475	364	63	19
3		FFF6	118	514	951	130	54	105	6	18	66	178	26	19	170
4		FFG6	71	188	136	221		85	2	1	1	4	2	37	33
5		FFH6			1	5			2			2			
6		FFJ6				1			1						24
7		FFK6													
8		FFM6													
9		FFN6													
10		FFQ6													
11		FFU6													
12		FFV6					1								

资料来源：Bloomberg， 所；单位为百万美元

1.2. 泰勒规则 (Taylor rule)

除联邦基金期货交易员所形成的市场预期外，分析师或其他专业预测者也会定期对联邦基金利率做出预测，我们可以将市场或官方的预期值带入泰勒规则 (Taylor rule) 中得出其隐含的政策利率。我们此处所指的“泰勒规则”并非 1993 年的原始版本，Bermanke 和 Yellen 将原始泰勒规则的替代规则称为“修正泰勒规则” (modified Taylor rules)，我们在此处将这些变体统一简称为“泰勒规则”。

为何要重视泰勒规则的指引？因为其形式简洁且对应美联储的两大政策目标——充分就业和物价稳定。泰勒规则提供了一个清晰透明的框架，通过一个简单的公式描述了通胀缺口、产出缺口和联邦基金利率之间的关系，这直接对应于美联储的两大政策目标，即充分就业和物价稳定。同时，泰勒规则依靠通货膨胀、产出缺口等经济数据来决定如何调整政策利率，减少了主观判断对政策决策的影响，这与美联储追求基于数据的决策过程相一致。泰勒规则的一般公式为：

$$\hat{FR}_t = \rho FFR_{t-1} + (1 - \rho)[(r^* + \pi^*)_t + 1.5(\pi_t - \pi^*)_t + \beta \min\{gap_t, \theta\}]$$

其中， FFR 表示有效联邦基金利率， π^* 为通胀目标， r^* 为自然利率， gap_t 为产出缺口， ρ 为利率平滑参数（描述政策利率的惯性）， β 为产出缺口权重。当 $\rho = 0$ 、 $\beta = 0.5$ 、产出缺口取失业率与自然失业率之差时，该一般式转为经典的泰勒规则（1993）。

针对泰勒规则中诸多的参数选择，亚特兰大联储量化经济研究中心 (Center for Quantitative Economic Research) 提供了一个可视化的泰勒规则实用程序 (Taylor Rule Utility)¹，允许选择通用式中的各种参数与变量并生成各种变体的泰勒规则估计。

图 5：不同参数与变量选择下泰勒规则对 24Q4 FFR 的估计

图 6：三种泰勒规则的 FFR 估计 v.s 实际 FFR



	Alternative 1	Alternative 2	Alternative 3
Inflation Target Measures:	2PercentInflation	2PercentInflation	2PercentInflation
Natural Real Interest Rate Measures:	RstarFOMCMedian	RstarFOMCMedian	LWRstar1side
Resource Gap Measures:	U3gapFOMC	U3gapFOMC	CBOGDPgap
Inflation Measures:	CorePCEInflation	CorePCEInflation	CorePCEInflation
Weight on Gap:	0.5	1	0.5
Interest Rate Smoothing:	0	0	0

资料来源：Atlanta Fed，所；横向为不同产出缺口估计选择、纵向为不同自然利率估计选择

资料来源：Atlanta Fed，所

由上述分析可见，运用多种变体的“泰勒规则”需要考虑多个参数与变量的具体设置，不同设定自然也会产生差异化的结果。美联储货币政策报告显示，美

¹ <https://www.atlantafed.org/cqer/research/taylor-rule>

联储主要参考包括 93 原始版本 Taylor rule、平衡方法 Balanced-approach rule、短缺平衡方法 Balanced approach(shortfalls) rule、调整泰勒 Adjusted Taylor rule、以及一阶差分 First-difference rule 在内的五条简单货币政策规则。

表 1：美联储参考的五条简单货币政策规则

Taylor (1993) rule	$R_t^{T93} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + (u_t^{LR} - u_t)$
Balanced-approach rule	$R_t^{BA} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + 2(u_t^{LR} - u_t)$
Balanced approach(shortfalls) rule	$R_t^{BAS} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + 2\min\{(u_t^{LR} - u_t), 0\}$
Adjusted Taylor (1993) rule	$R_t^{T93adj} = \max\{R_t^{T93} - Z_t, ELB\}$
First-difference rule	$R_t^{FD} = R_{t-1} + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + (u_t^{LR} - u_t) - (u_{t-4}^{LR} - u_{t-4})$

资料来源：Fed， 所

需要注意的是，简单政策规则具有明显的局限性，美联储不会机械遵循规则。作为货币政策审议的一部分，美联储会定期参考各种简单利率规则的规定，但并不会机械地遵循任何特定规则的规定，正如 Taylor 于 1993 的文章中所指出的，“机械地遵循政策规则来实施货币政策……是不切实际的”，我们更应将货币政策规则视作制定和评估货币政策立场的一种较为合适的基准。此外，简单政策规则也没有考虑其他类型的货币政策工具，例如数量型的资产负债表政策。泰勒规则使政策利率以固定系数对当前的通胀和经济活动缺口作出响应，但现实中的货币政策需要对更多信息作出反应。在实践中，美联储在确定适当的政策利率水平时会考虑各种来源的数据（如金融条件、金融创新、通胀与产出预期、劳动力市场结构的变化以及海外经济动向等等），而不仅仅是当前的通货膨胀和失业率，仅关注两维度经济变量的货币政策规则很可能会落后于经济现实。

遵循规则（rule）还是相机抉择（discretion）？不同美联储主席的风格也有差异，相较于 Bernanke 和 Yellen 更偏模型驱动、重视政策透明度的决策风格，Powell 则更像是 Greenspan，偏向数据驱动、重视政策弹性，这本质上是由美联储所面临的经济现实所决定的。在本节中，我们运用泰勒规则是为了建立一个可量化可追踪的“坐标系”，无需过多纠结于其隐含政策利率的具体点位。

基于上述，我们考虑如下版本的简单泰勒规则：

以核心 PCE 通胀衡量通胀缺口，以失业率缺口衡量产出缺口(奥肯定律)

$$\text{设定 } \rho = 0 \cdot \beta = 0.5 \cdot \pi^* = 2\% \cdot r^* = 1.22\% \cdot u^* = 4.2\%$$

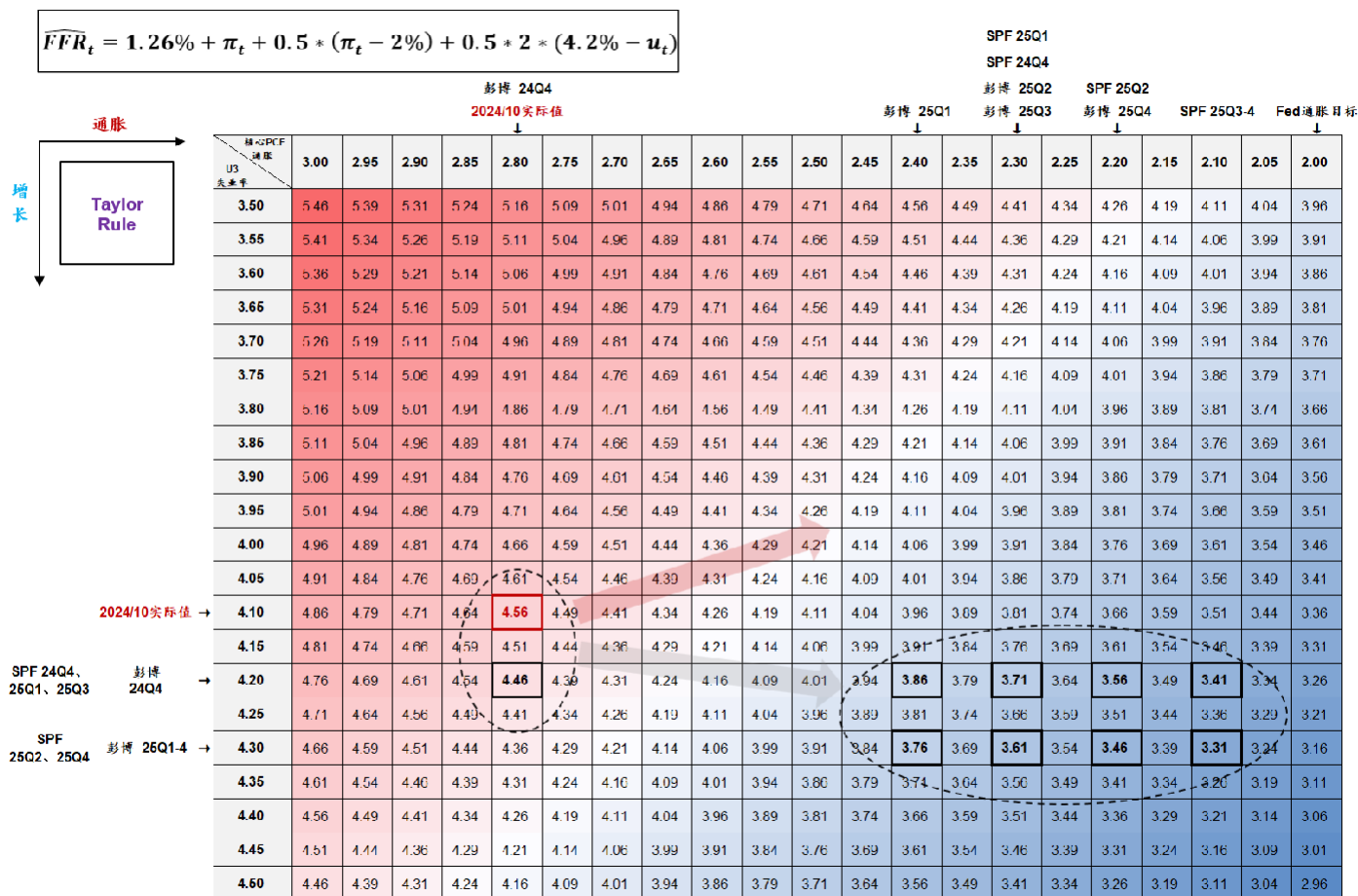
$$\Rightarrow \hat{FR}_t = 1.26\% + \pi_t + 0.5 * (\pi_t - 2\%) + 0.5 * 2 * (4.2\% - u_t)$$

其中， $r_t^* = 1.26\%$ 为截至 2024Q3 美国自然利率的 LW 估计， $u_t^* = 4.2\%$ 为

美联储 9 月 FOMC SEP 对长期自然失业率的中值预测。

根据上述泰勒规则，我们就可以分析不同情景下简单泰勒规则所隐含的政策利率，特别地，我们还可以将彭博一致预期和 SPF 专家预测带入其中，以获得对应的隐含政策利率。

图 7：不同情景下简单泰勒规则对政策利率的指引



资料来源：Fed, Philly Fed, NY Fed, Bloomberg, 所；SPF 专家预测截至 24Q4；彭博分析师预测截至 11/22；加粗单元格为预测数据的交集指引，灰色箭头表示彭博分析师和 SPF 预测的利率演进方向，红色箭头表示特朗普政策可能生成的利率演进方向。

当前 FFR 为 4.75%，按照上述简单泰勒规则的指引，假设单次降息 25bp：

- 1) 到 25Q2，彭博分析师预测下 FFR 降至 3.61%，对应降息 114bp/4.56 次；SPF 专家预测下 FFR 降至 3.46%，对应降息 129bp/5.16 次。
- 2) 到 25Q4，彭博分析师预测下 FFR 降至 3.46%，对应降息 129bp/5.16 次；SPF 专家预测下 FFR 降至 3.31%，对应降息 144bp/5.46 次。

我们所采用的简单版本的泰勒规则暗示，美联储 2025 年的降息或将主要集中在上半年，下半年的降息预期届时可能被显著压缩。在图 7 中，按照市场和 SPF 的预测，政策利率倾向于向泰勒矩阵的右下方演进，即更高的失业率+更低的通胀→更低的政策利率。然而我们认为，如果考虑到特朗普政策对于美国经济的影响，货币政策可能呈现偏离市场预期的图景，即通胀回落放缓甚至再通胀+劳务供给收缩支撑失业率→政策利率的下行空间被压缩。

2. 预期通货膨胀 $E(\pi)$

预期通货膨胀 $E(\pi)$ 的调整通常较为缓慢，其本身是一个慢变量，不足以在短期大幅度影响美债利率，这其实也是此前我们在关注 $E(RIR)$ 时选择退一步去跟踪名义政策利率预期的原因。Bernanke 在演讲中也特别说明了这一点，即由于通货膨胀调整缓慢，对名义短期利率的控制通常意味着在短中期对实际短期利率的控制。而从长期来看，实际利率主要由非货币因素决定，这又与经济基本面密切相关。

不过，预期通货膨胀仍然是值得关注的一个重要因子，因为它是构成美债收益率的主体成分，与 $E(RIR)$ 共同决定了美债的中枢，也是美联储判断通胀走势并确定政策立场的重要参考。例如，在 DKW Model 下，对于 2024 年 10 月 31 日 4.3% 水平的 10 年期美债名义收益率而言， $E(RIR) = 1.26\%$ 、 $E(\pi) = 2.72\%$ ，两者合计为 3.99%，占比超过九成，共同构成了美债收益率的主体。

通胀预期有着众多衡量指标，我们已在美债札记的第一篇中初步讨论过。简单总结回顾，常见的预期通货膨胀指标可以分为以下三类：

1) 基于调查数据的通胀预期：如纽约联储消费者预期调查 (SCE)、亚特兰大联储商业通胀预期 (BIE)、费城联储专业预测员调查 (SPF)、密歇根大学消费者预期调查 (Surveys of Consumers)、蓝筹调查 (Blue Chip survey)、利文斯顿调查 (Livingston Survey) 以及美联储官方发布的经济预测摘要 (SEP) 等；

2) 基于市场交易的通胀预期：如通胀保值债券 (TIPS) 与通胀互换掉期 (ILS) 交易中隐含的通胀预期；

3) 基于模型的通胀预期：如亚特兰大联储发布的通胀预期模型 (HPR Model)、美联储发布的共同通胀预期指数 (CIE) 以及各种期限结构模型的估计 (如 ACM、DKW 等模型)。

亚特兰大联储主席 Bostic 曾于 2019 年的演讲《Ruminations on Inflation》中指出，若比较三种不同的调查指标 (专业预测者、家庭和企业预期) 以及基于市场的通胀补偿指标 (TIPS IC) 的通胀预测表现，专业预测者和企业的调查预期往往比家庭或市场的预测更加准确。不过，这并不代表 SPF 和 BIE 之外的指标没有应用意义，例如基于市场的通胀预期可以更高频地对市场的通胀预期进行观察，亚特兰大联储的 HPR Model 还可以用来观察通胀预期的期限结构。

综合几种常见的通胀预期指标，我们可以在美联储 SEP 的基准认知下（反映美联储官员的预期），重点跟踪通胀的 SPF 专家预测、BIE 企业预期、TIPS 通胀补偿、HPR 期限结构这四类指标，同时关注 Powell 在 11 月 FOMC 发布会上重点提及的“5x5”通胀预期（即 5y5y 远期通胀预期）。

上述指标的最新结果如下：

①SEP：美联储 9 月 SEP 显示，FOMC 对 2024 年 PCE 通胀的预测中值为 2.3%，2025 年为 2.1%，2026 年、2027 年及更长期的预测中值为 2%；2024 年核心 PCE 通胀的预测中值为 2.6%，2025 年为 2.2%，2026 年、2027 年的预测中值为 2%；

②专家预测：截至 24Q4，SPF 专业预测员对美国 5 年 CPI、5 年 PCE、10 年 CPI、10 年 PCE 的通胀预期分别为 2.4%、2.2%、2.23%、2.1%；

③企业预测：截至 24Q4，以企业单位成本的变动衡量通货膨胀，BIE 企业对 1 年通胀的预期为 2.22%；截至 24Q3，对 5-10 年通胀的预期为 2.67%；

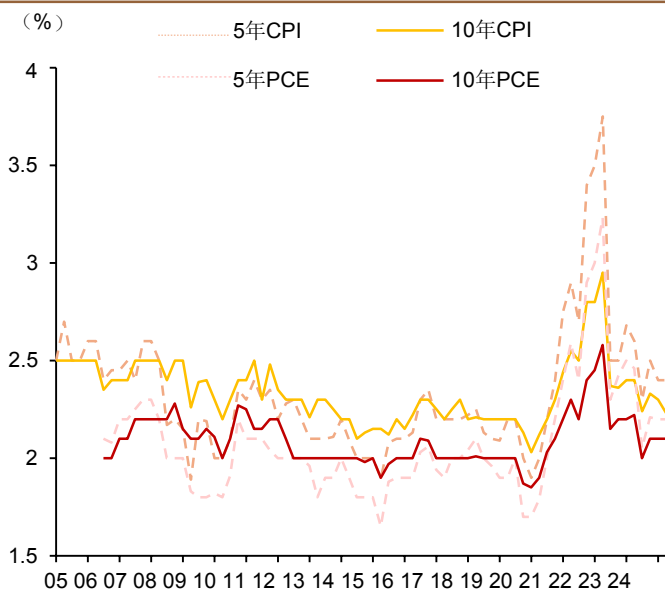
④市场预测：截至 2024/11/29，在不考虑 TIPS 流动性溢价的情况下，10 年期 TIPS 所隐含的通胀预期为 2.27%；

⑤期限结构：截至 2024M11，通胀预期的期限结构显示，2 年、10 年和 30 年期的通胀预期分别为 2.39%、2.32%、2.45%，呈两头高、中间低的“√”型状态，但相对去年同期已整体被压平。

⑥5y5y：截至 2024/11/29，基于通胀掉期（ILS）的通胀预期显示 5y5y 远期通胀预期为 2.45%；基于 TIPS 的通胀预期显示 5y5y 远期通胀预期为 2.19%，远期长期通胀预期并未明显脱锚上行。

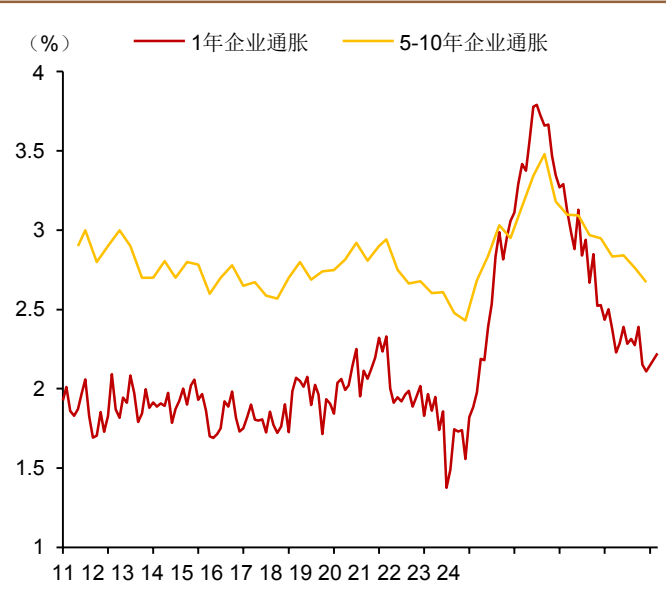
综合上述结果，对未来美国广义通胀的预期处在[2%·2.67%]区间内，最小值和最大值分别由美联储 9 月 SEP 和 BIE 企业 5-10 年通胀预期贡献。

图 8：SPF 专家通胀预期



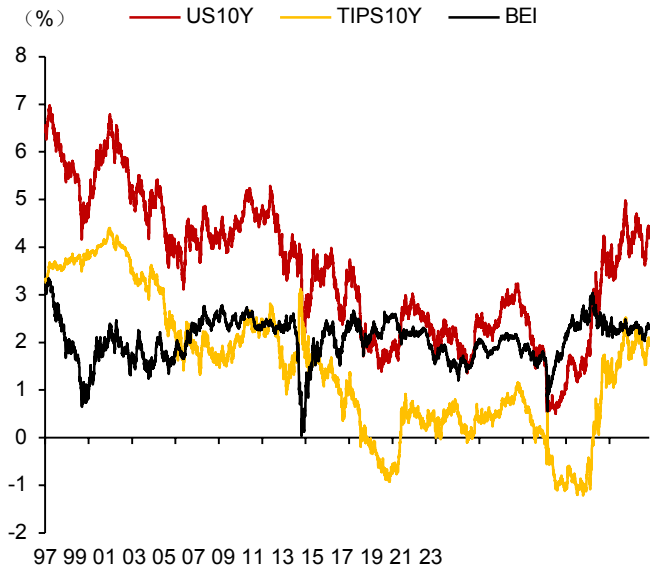
资料来源：Bloomberg, Philly Fed, 所

图 9：BIE 企业通胀预期



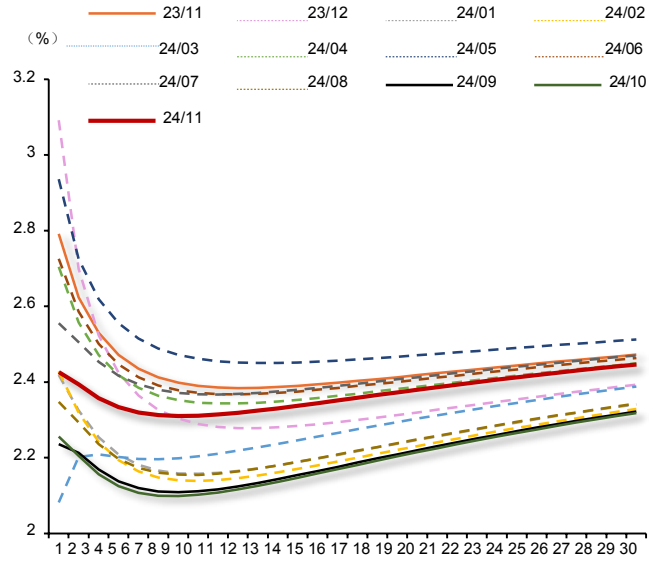
资料来源：Bloomberg, Atlanta Fed, 所

图 10 : TIPS 隐含通胀预期



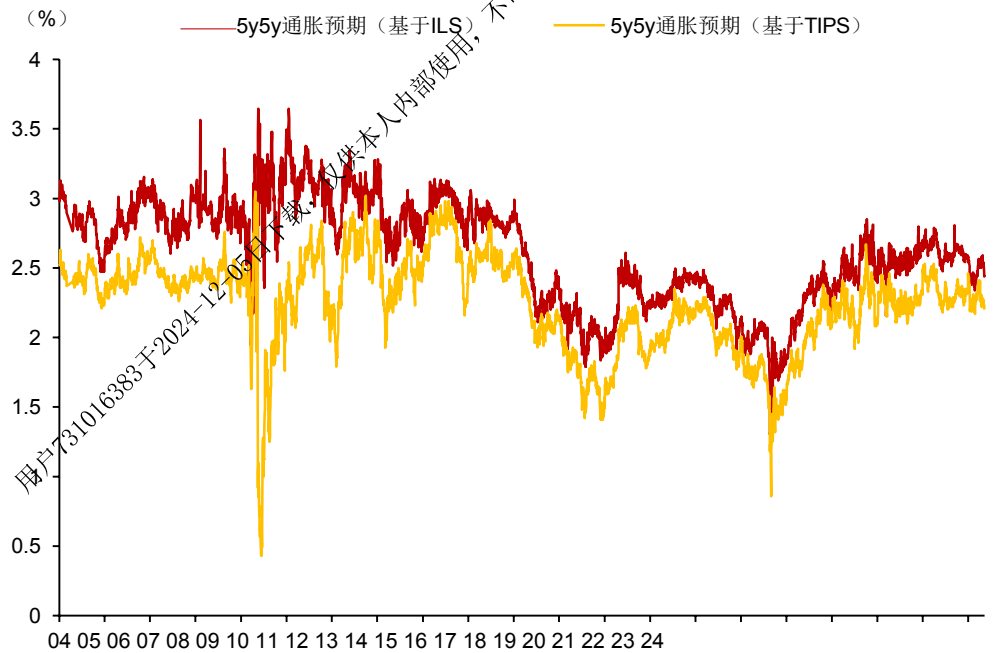
资料来源: Bloomberg, 所

图 11 : HPR 通胀预期期限结构



资料来源: Cleveland Fed, 所; 横轴为债券期限

图 12 : 5y5y 远期通胀预期

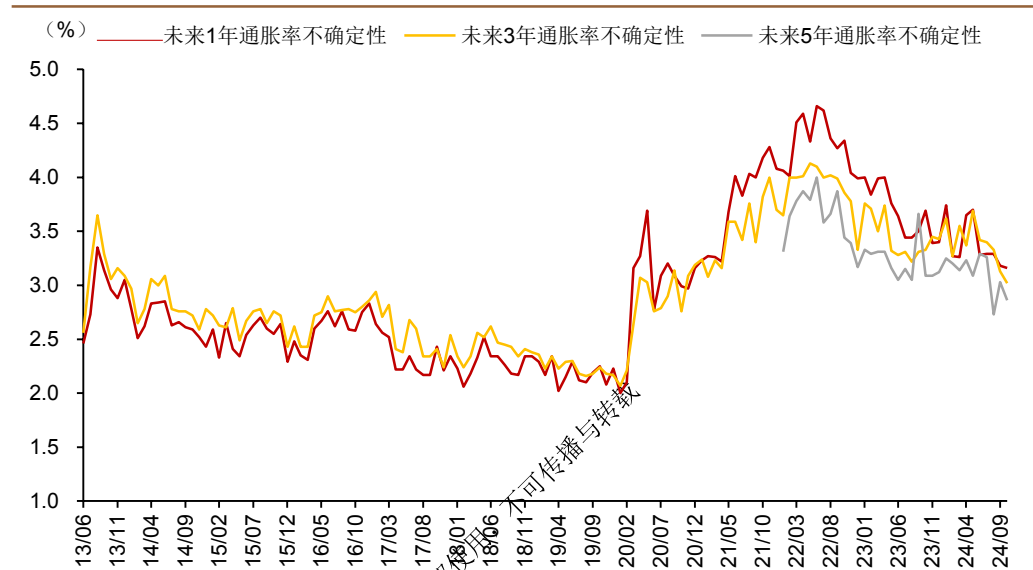


资料来源: Bloomberg, 所

3. 通胀风险溢价 TP_IRP

在通胀预期被基本锚定的前提下，通胀风险或通胀的隐含波动率是推升美债收益率期限溢价更重要的因素。从数据层面看，通胀波动风险可以通过纽约联储的 SCE 中的通胀不确定性 (Inflation Uncertainty) 调查进行月度跟踪。截至 2024 年 10 月，SCE 未来 1、3、5 年通胀率不确定性分别录得 3.16%、3.02%、2.86%。

图 13：NY Fed SCE 通胀不确定性



资料来源：Bloomberg，

我们认为，站在当前时点，二次通胀风险是未来通胀风险溢价上行最关键的潜在推动力，“二次通胀叙事”一部分源自顽固的通胀黏性，另一部分则来自于特朗普部分具有再通胀色彩的政策计划，后者可能在美国去通胀的“最后一公里”削弱其物价稳定性，推升通胀风险溢价。

3.1. 特朗普政策对通胀的冲击

PIIE 工作论文²使用 G-Cubed 宏观模型探讨了特朗普三项政策设想对国际经济的潜在影响，包括驱逐非法移民、加征关税和削弱美联储独立性。

首先独立来看三项政策：

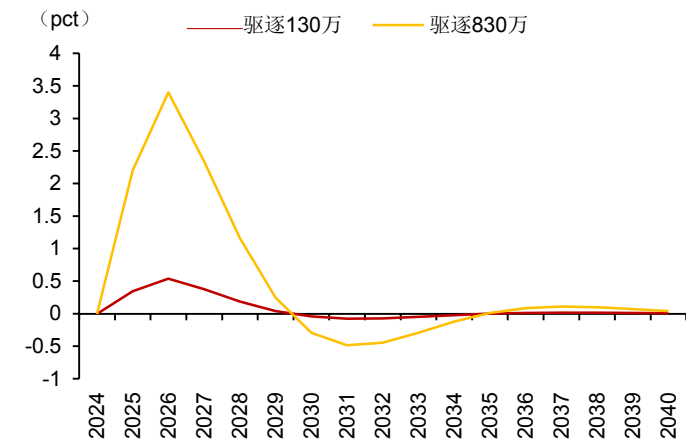
1) 驱逐非法移民：若驱逐 130 万非法移民，2025 年美国通胀将比基准情形高 0.35pct；若驱逐 830 万非法移民，2025 年美国通胀将比基准情形高 2.21pct。

2) 加征关税：①在普遍加征 10%情形下：若贸易伙伴采取反制措施，2025 年美国通胀将比基准情形高 1.34pct；若贸易伙伴不采取反制措施，2025 年美国通胀将比基准情形高 0.64pct。②而在向中国加征 60%情形下：若中国采取反制措施，2025 年美国通胀将比基准情形高 0.71pct；若中国不采取反制措施，2025 年美国通胀将比基准情形高 0.39pct。

3) 削弱美联储独立性：若美联储独立性遭到削弱，2025 年美国通胀将比基准情形高 2.8pct。

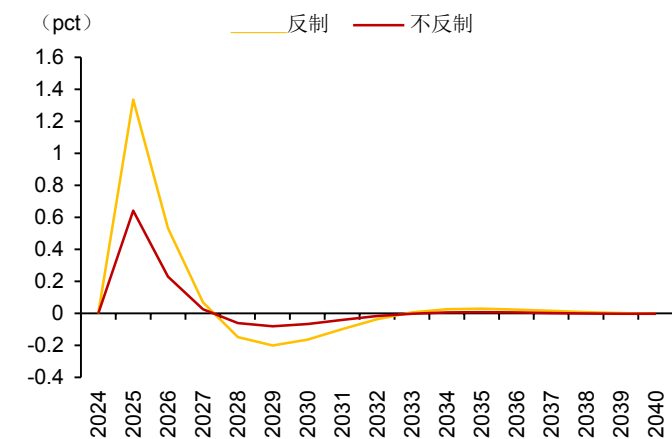
² <https://www.piie.com/publications/working-papers/2024/international-economic-implications-second-trump-presidency>

图 14：驱逐非法移民对美国通胀的冲击 (130 万 / 830 万)

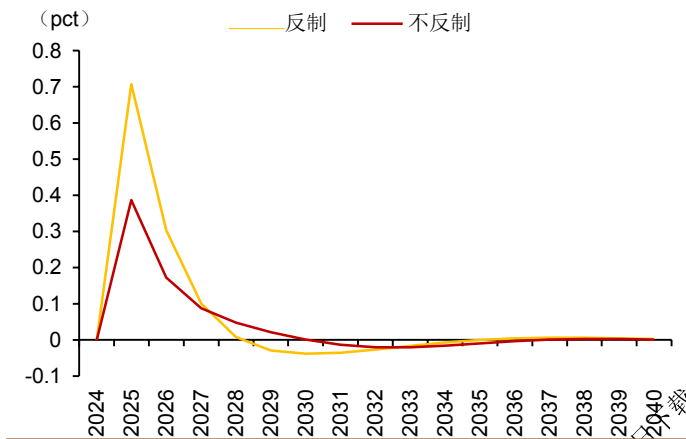


资料来源：PIIE, 所；结果以偏离论文基准情形的百分点表示，下同

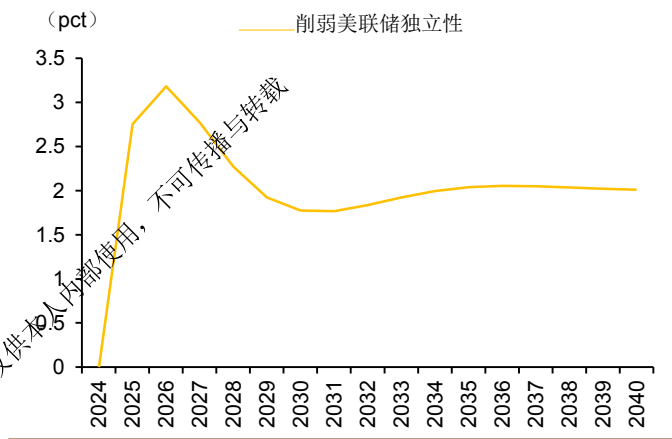
图 15：普遍加征 10% 关税对美国通胀的冲击 (他国反制与否)



资料来源：PIIE, 所



资料来源：PIIE, 所

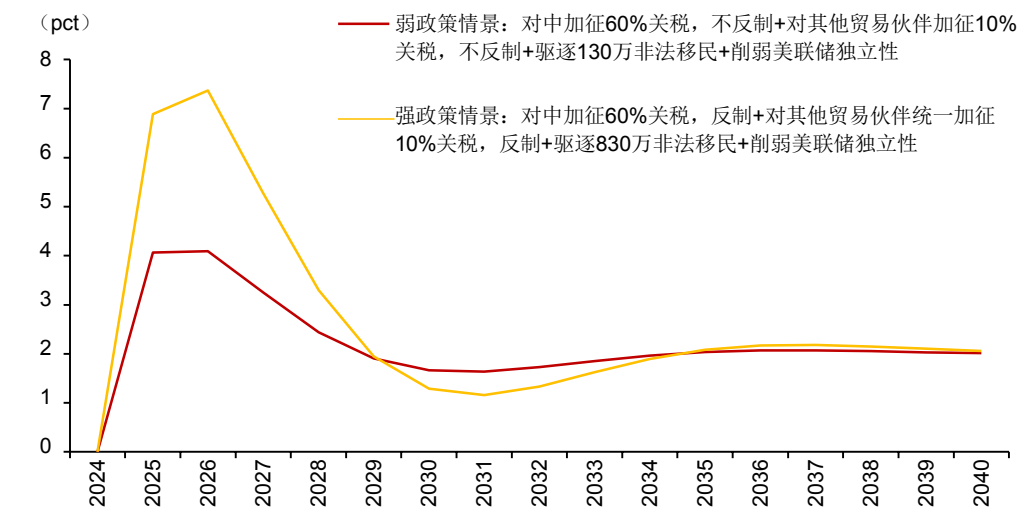


资料来源：PIIE, 所

其次，我们也可以观察三项政策的合并影响：

- 1) 强政策情景下，2025 年美国通胀将比基准情形高 6.89pct；
- 2) 弱政策情景下，2025 年美国通胀将比基准情形高 4.07pct；

图 18：特朗普三项政策对美国通胀的合并冲击



资料来源：PIIE, 所

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/255240144211012012>