



货币财政政策双宽、AI 投资驱动下增长动能增强，10 年期美债收益率仍有上行压力

——2026 年美国宏观经济与美债收益率展望

核心观点

- 2026 年，财政与货币政策双宽松叠加 AI 投资热潮持续，美国实际 GDP 增速将从 2025 年的 2.0% 左右加速至 2.3%，且整体呈现前高后低的节奏特征。其中，AI 驱动的企业投资加速将成为增长亮点，消费增速将稳中放缓，净出口对经济增长的下拉作用料小幅减弱，政府投资与消费支出则基本保持稳定。
- 2026 年，抢进口导致的“缓冲效应”逐渐消退，关税成本将更全面地传导至消费端，加之经济韧性对物价形成支撑，通胀仍将面临小幅上行压力，但能源价格下行、居住成本回落、薪资增速位于低位，将令通胀上行压力总体可控，预计 2026 年 CPI 总体运行区间在 2.7%-3.0% 左右。由于关税对通胀推升作用主要会在上半年释放，下半年影响趋弱，叠加上年同期基数“先降后升”，2026 年通胀将“先升后降”，年末 CPI、核心 CPI 同比增速将分别位于 2.8%、2.9%，相比 2025 年年末水平分别抬升 0.1 和 0.3 个百分点。
- 2026 年，经济基本面与通胀均不支持美联储大幅降息，年内将仅有 2 次左右的降息空间，较 2025 年有所收敛。预计降息主要集中在下半年，上半年鲍威尔任期到期之前美联储仍将维持观望，首次降息将在 6 月之后。
- 2026 年，尽管美联储将继续降息，但因经济增长将小幅提速、通胀易上难下，叠加美债供给压力较大，10 年期美债收益率仍有上行压力。预计 2026 年 10 年期美债收益率仍将以 4.0% 为中枢高位震荡运行，年末或处于 4.3% 左右的水平。考虑到特朗普政府政策能见度在 2026 年将有所提升，事件驱动对美债收益率的影响减弱，2026 年美债收益率波动幅度将有所收敛。收益率曲线方面，由于政策利率下行方向明确，2026 年 2 年期美债收益率将有 30-50bp 左右的下行空间，10Y-2Y 期限利差走阔趋势较为确定，年末利差有望走阔至 110bp-130bp 左右的历史平均水平，收益率曲线将明显走陡。

作者

东方金诚 研究发展部

高级副总监 白雪

执行总监 冯琳

时间

2026 年 1 月 30 日



OGCR
东方金诚

货币财政政策双宽、AI 投资驱动下增长动能增强，10 年期美债收益率仍有上行压力

——2026 年美国宏观经济与美债收益率展望

作者

东方金诚 研究发展部

高级副总监 白雪

执行总监 冯琳

时间

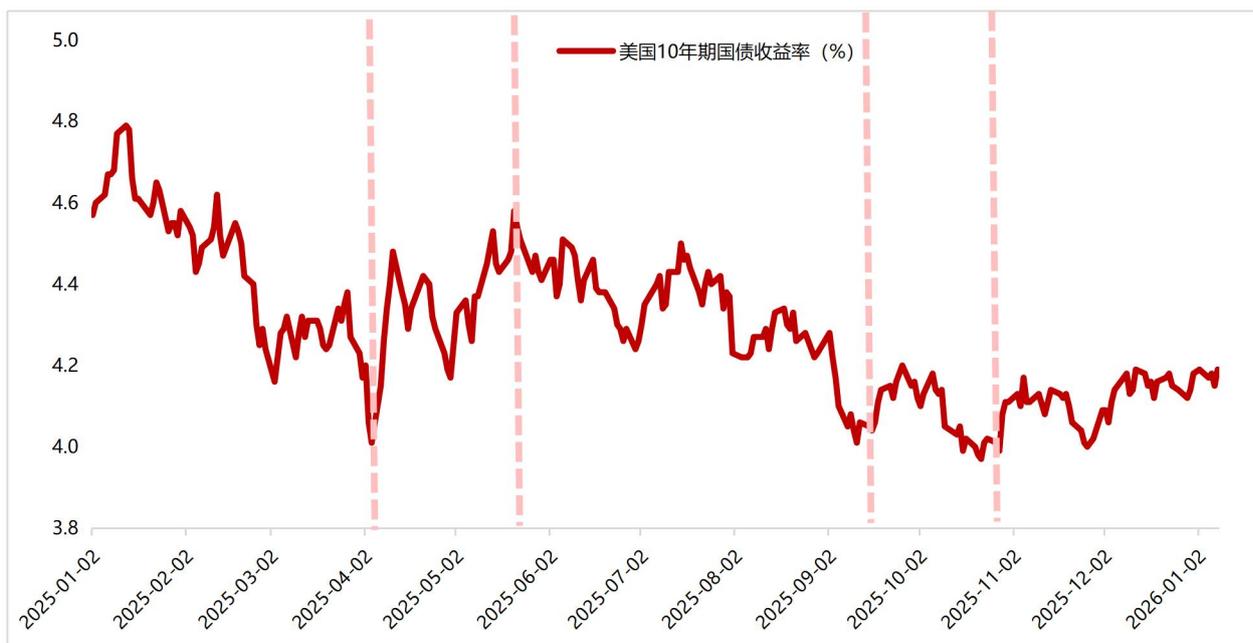
2026 年 1 月 30 日

关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、2025 年美债收益率走势回顾

2025 年受特朗普政府关税与财政政策扰动、再通胀预期升温、美联储货币政策转向等多重因素交织影响，美国 10 年期国债收益率在 3.85%-4.6% 之间宽幅震荡，波动明显加大，整体走势前高后低，年初（1 月 2 日，下同）至年末（12 月 31 日，下同），10 年期美债收益率累计下行 39bp 至 4.18%（图表 1）。由于频繁事件冲击导致阶段性波动加剧，10 年期美债收益率震荡中枢较 2024 年上移 8bp 至 4.29%。从年内走势看，整体可以划分为以下五个阶段：

图表 1 2025 年，10 年期美债收益率波动下行，年末较年初下行 39bp



数据来源：iFinD，东方金诚

1 月初-4 月初：特朗普政府关税政策冲击、衰退预期引发避险情绪大幅升温，10 年期美债收益率整体震荡下行。2025 年年初，随着特朗普即将就任，“特朗普交易”走强，10 年期美债收益率从 1 月初的 4.57% 迅速升高至 1 月 14 日的 4.8%。但随后受特朗普政府陆续宣布将对多个国家和地区大幅加征关税冲击，市场避险情绪升温，加之美国非农、零售等经济数据转

弱推升降息预期，10 年期美债收益率转为下行，至 4 月 4 日——特朗普正式宣布“对等关税”后的两个交易日，10 年期美债收益率下行至 4.01% 的年内低点。

4 月初至 6 月初：美债流动性危机、关税局势缓和、降息预期降温与长期财政担忧再起，10 年期美债收益率震荡中大幅上行。4 月 4 日后，关税局势恶化导致美国国债的传统避险地位遭到质疑，全球大类资产出现抛售潮，投资者被迫卖出长债补充保证金，叠加对冲基金大规模平仓基差交易引发美债流动性危机，10 年期美债收益率在 4 月 4 日-11 日一周内飙升 47bp 至 4.48%。4 月 9 日特朗普宣布暂停征收对等关税 90 天，市场开始纠偏之前的悲观预期，美债抛售压力阶段性缓和，10 年期美债收益率因此震荡回落。5 月起，美债收益率再度上行，主要受两个因素驱动：一是美国开始与主要经济体展开贸易谈判，中美谈判结果超预期向好，推动风险偏好回升；二是 5 月 22 日特朗普减税法案“美丽大法案”在众议院通过，引发市场对美国财政可持续性和美元信用的担忧，推动 10 年期美债收益率进一步走高，6 月 6 日上行至 4.51%。

6 月上旬至 9 月中旬：市场降息预期升温，美债收益率震荡下行。6 月后美国劳动力市场显著走弱，8 月鲍威尔在杰克逊霍尔会议上发表鸽派讲话，指出经济风险平衡发生变化并已要求调整货币政策，同时表示不希望就业市场继续降温，为 9 月降息铺路，市场降息交易情绪持续升温。此后 9 月公布的 8 月非农数据不及预期，以及年度非农就业数据被创纪录得大幅下修，进一步验证劳动力市场走弱，推动 10 年期美债收益率再度下行。截至 9 月 17 日，10 年期美债收益率较 6 月 6 日大幅下行 45bp 至 4.06%。

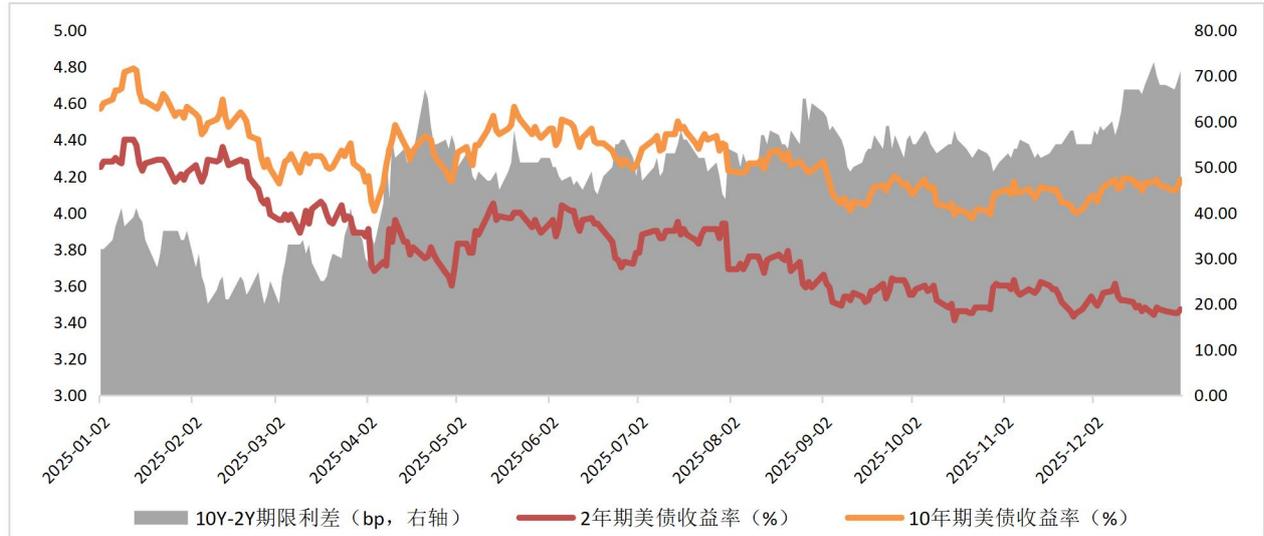
9 月下旬至 10 月下旬：9 月降息落地后，在市场定价利好出尽、政府停摆、贸易摩擦再升温等因素接力影响下，美债收益率先上后下。美联储 9 月如期重启降息，但因市场此前已充分定价，叠加 8 月零售数据环比超预期回升以及部分联储官员的鹰派发声，导致降息落地后美债市场止盈回调；

同时，美国政府时隔 7 年再度停摆，加剧市场对美国长期财政可持续性的担忧，进一步推升美债收益率。随后，9 月 ADP 新增就业弱于预期，劳动力市场走弱的交易逻辑再起，叠加特朗普威胁对华加征 100% 关税导致避险情绪升温，共同推动美债收益率下行。截至 10 月 28 日，10 年期美债收益率较 9 月 17 日下行 7bp 至 3.99%。

10 月底至 12 月底：美债市场震荡，10 年期美债收益率整体呈现“N”型走势。10 月美联储议息会议虽如期降息并宣布自 12 月起停止缩表，但鲍威尔对 12 月降息态度偏鹰，且会议纪要显示美联储内部分歧较大，市场降息预期回落，导致美债收益率上行。不过，随后沃勒等美联储官员发表鸽派言论，市场降息预期再度回升，推动美债收益率回落。12 月日本央行行长鹰派发言以及日央行加息落地，导致套息交易逆转，美债遭遇抛售，推动美债收益率再度上行。截至 12 月 31 日，10 年期美债收益率较 10 月 28 日上行 19bp 至 4.18%。

收益率曲线方面，2025 年短端利率充分定价降息幅度，但长端利率下行幅度受限，美债收益率曲线因此走陡。短端利率方面，2 年期美债收益率锚定政策利率。2025 年美联储累计降息 3 次共 75bp，与此对应，年初至年末 2 年期美债收益率累计下行 78bp，充分定价了政策利率的下调。长端利率方面，尽管美联储货币政策仍处宽松周期，但年初以来的关税政策及其不确定性引发的长期通胀预期回升、赤字扩张导致的美国财政可持续性担忧，以及年底海外央行鹰派转向引发的美债市场流动性收紧等因素，共同制约长端利率下行空间。在短端利率下行顺畅、长端下行受阻的结构性分化下，2025 年美债 10Y-2Y 期限利差大幅走阔。截至 12 月 31 日，10Y-2Y 期限利差较 1 月 2 日累计上行 39bp 至 71bp。其中，3 月 14 日至 4 月 21 日期间 10Y-2Y 期限利差走阔最为迅速，上行幅度达 20bp，这主要源于“关税风暴”导致的通胀预期快速上升和美债“安全资产”属性受到质疑，对长端美债的影响更大。

图表 2 2025 年美债收益率曲线呈现陡峭化趋势（单位：%）



数据来源：iFinD，东方金诚

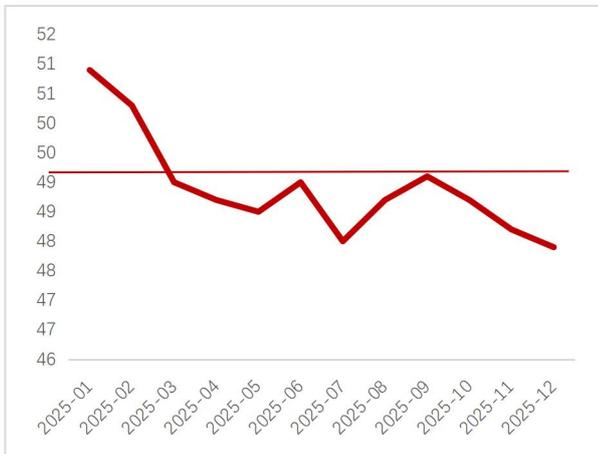
二、2026 年美国宏观经济展望

回顾 2025 年，在关税政策、高利率以及政府停摆扰动下，美国经济总体展现出韧性与结构性分化并存的特征，整体走势前低后高：GDP 环比增速从一季度的萎缩 0.6% 强劲反弹至三季度的增长 4.4%，同比增速从一季度的 2.0% 稳步上升至三季度的 2.3%，估计全年实际 GDP 同比增速在 2.0% 左右，市场普遍担忧的“滞胀”局面并未出现。这一增长韧性主要源于两个方面：一是以 AI 产业链驱动的资本开支热潮有效提振了国内投资，对冲了高利率对总投资的抑制效应；二是由 AI 浪潮推动的薪资增长以及股市上行，强化了居民部门的财富效应，对国内消费、尤其是高收入人群消费起到支撑作用。

不过，在总体保持韧性的同时，2025 年美国经济增长也呈现出明显的结构性分化特征。在 AI 浪潮带动科技行业资本开支高涨的同时，受高关税、移民政策收紧等影响，制造业、房地产等更广泛的传统行业面临成本上升与政策不确定性造成的下行压力（图表 3），就业出现萎缩趋势。消费端也同样呈现强烈的分化特征：科技股牛市支撑起高收入群体的消费，而非高收入群体的消费能力被通胀和实际收入停滞所侵蚀。美国银行基于内部数据的研究显示，美国高收入与低收入家庭消费动能正加速分化，前者消费支出增速逼近

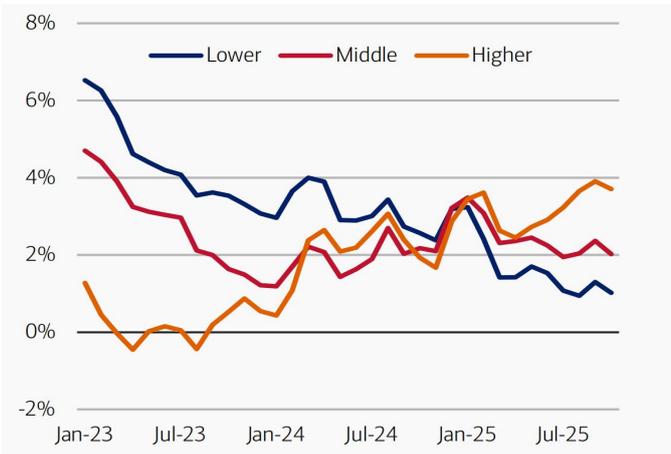
3%，后者支出增速已跌至不足 1%（图表 4）。这表明，尽管美国总体经济数据强劲，但增长来源较为狭窄，增长结构具有较高的脆弱性。

图表 3 2025 年 ISM 制造业 PMI 持续下滑至萎缩区间



数据来源：iFinD, 东方金诚整理

图表 4 美国低收入与高收入家庭支出增速出现明显分化



数据来源：美国银行研究所《2025 年 11 月消费者观察报告》

2026 年，在财政与货币政策双宽松以及 AI 投资热潮持续背景下，预计美国实际 GDP 增速将从 2025 年的 2.0% 加速至 2.3% 左右，年内走势整体将呈现前高后低特征。其中，AI 驱动的企业投资加速仍将是主要增长亮点，居民消费作为美国经济压舱石，增速料稳中放缓，政府投资与消费支出增速则将保持稳定。此外，随着关税政策对进口的抑制效应进一步显现，2026 年净出口对美国经济增长的贡献料由负转正。

（一）2026 年，美国整体私人投资有望进一步加速，将成为拉动经济增长的主要引擎。

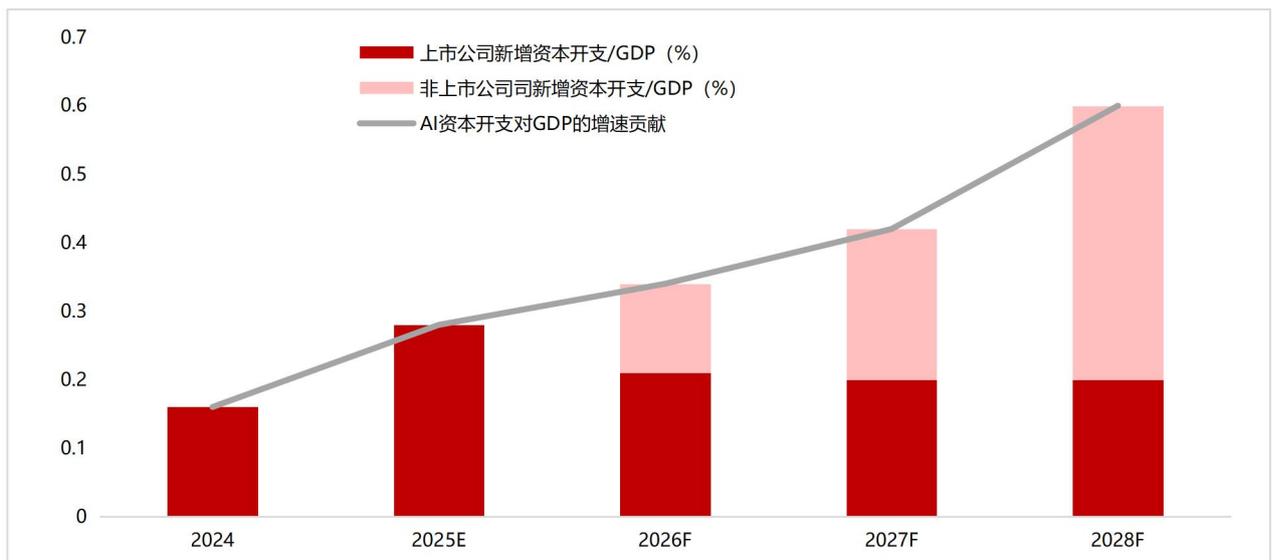
1、非住宅投资

2026 年，AI 资本开支有望持续高增并继续支撑美国非住宅投资。2025 年美国掀起 AI 投资热潮，科技巨头大规模投资于算力和基础设施，资本支出屡创新的纪录。根据 FactSet 一致预期，2025 年以美国四家上市云厂（亚马逊 AWS、微软 Azure、谷歌 Cloud、Meta）为代表的 AI 巨头资本开支在 3800 亿美元左右，同比增幅高达 68.3%。考虑到目前 AI 在提高生产力方面还处于

早期收获阶段，我们预计 2026 年美国 AI 资本开支的强劲势头还将持续。

其中，2026 年美国上市科技巨头 AI 资本开支仍将高增，非上市公司 AI 资本开支有望显著提速。根据 2025 年三季度财报，2026 年四家上市云厂资本开支预计在 5700 亿美元左右，同比增速仍在 50% 附近的高位，但与 2025 年相比有所放缓。同时，2026 年开年 xAI 等非上市 AI 初创企业融资出现井喷，这将带动非上市公司 AI 资本开支增速显著加快至 60%-70%。总体上看，2026 年美国 AI 资本开支同比增速有望达到 57% 左右，对经济增长的拉动率将进一步上升至 0.3-0.4 个百分点。此外，由于大型科技企业与传统行业数字化转型需求旺盛，2026 年 AI 投资热潮还将进一步向电力、基建、芯片制造、软件研发等产业扩展，相关领域资本开支也有望加速。

图表 5 2026 年 AI 资本开支对 GDP 增长的拉动率将进一步上升

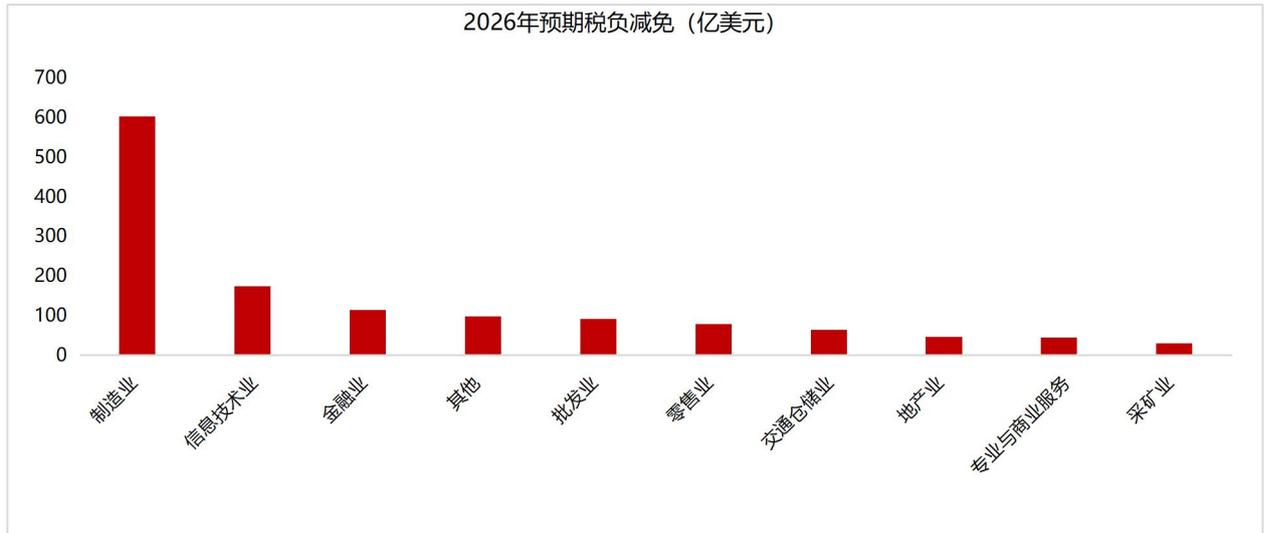


数据来源：各公司财报，美联储，东方金诚整理

2026 年美国 AI 相关领域以外的投资需求也有望得到提振。其一，2026 年关税政策的不确定性将有所降低，企业因政策不确定性而延迟投资的情况将得到缓解。其二，《大而美法案》调整了美国国内商业投资的税收政策，包括投资加速折旧、研发费用抵扣、利息费用抵扣限额、扩大特定行业税收优惠范围等。据 Tax Foundation 计算，2026 年税收优惠政策将为美国企业减少

约 1370 亿美元税负，这有助于改善企业当期现金流，提高企业投资弹性。其三，特朗普政府的“制造业回流”政策仍将持续发力，各类产业政策红利将进一步释放，有望推动芯片、能源、交运设备等行业产能扩张。

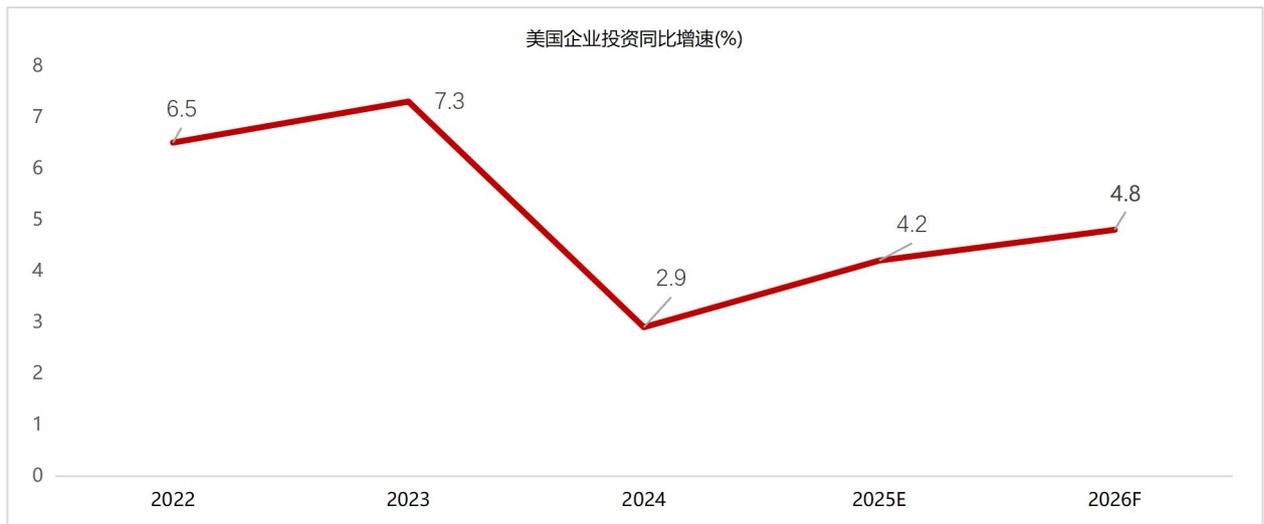
图表 6 2026 年美国制造业预计将获得超过 600 亿美元的税负减免



数据来源：Tax Foundation, 东方金诚整理

总体来看，预计 2026 年美国非住宅投资增速将从 2025 年的 4.2% 左右加速至 4.8% 左右，对经济增长的拉动作用将进一步增强。

图表 7 2026 年美国非住宅投资增长有望加速



数据来源：iFinD, 东方金诚预测

2、住宅投资

2026 年美国住宅投资有望止跌企稳，对经济增长的拖累效应将明显缓和。

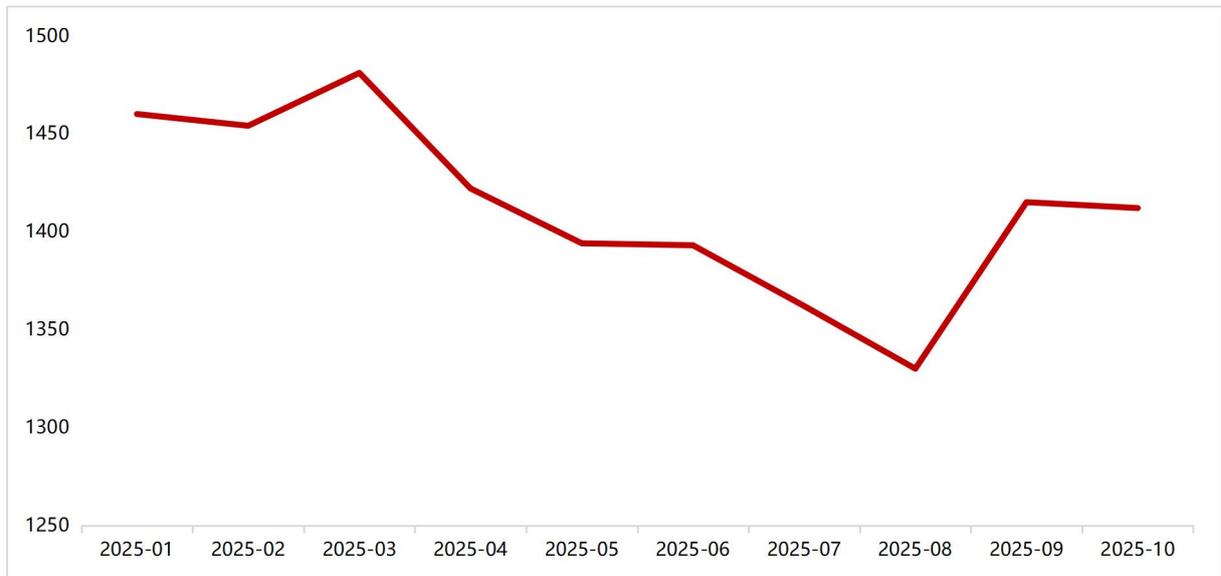
2025 年前三季度，美国住宅投资连续下滑，拖累 GDP 增长。不过，2025 年 9 月美联储重启降息，预计 2026 年降息将延续，这将带动美国 30 年期抵押贷款利率从 2025 年年末的 6.1% 进一步下降至 5.6% 左右，从而缓解高利率引发的“锁定效应”，鼓励持有高息房贷的房主出售房产、释放存量房源，并通过降低首次购房者的置业成本，释放购房需求。与此同时，特朗普政府推动房利美、房地美增持 2000 亿美元抵押贷款债券的举措，与美联储降息形成政策共振，进一步激活住房市场交易。可以看到，2025 年下半年以来，美国房屋购买指数、成屋销售等数据已呈现企稳回升势头。从供需基本面来看，房贷利率下行后的需求释放将提振房企补库存意愿，带动住宅开工与营建许可回升。由此，2026 年美国住宅投资有望在房屋销售和新开工回暖带动下止跌企稳，对经济的拖累效应将明显缓和。

图表 8 美国房屋购买指数、成屋销售自 2025 年下半年以来稳步回升



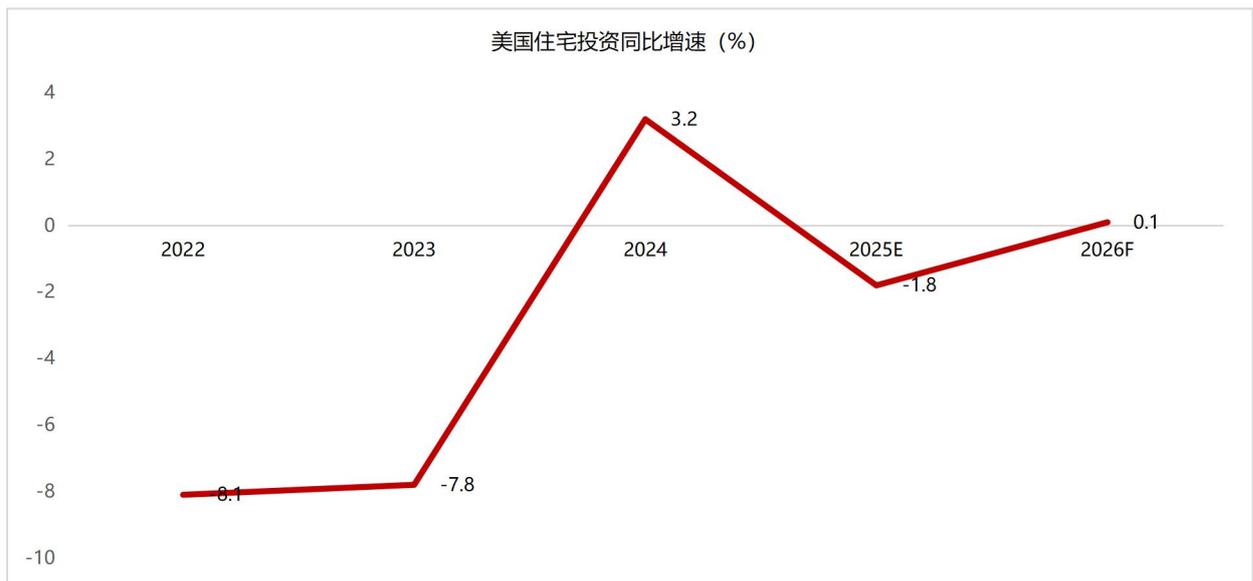
数据来源: iFinD, 东方金诚整理

图表 9 美国新屋营建许可自 2025 年 9 月降息以来开始回升



数据来源: iFinD, 东方金诚整理

图表 10 2026 年美国住宅投资有望止跌企稳



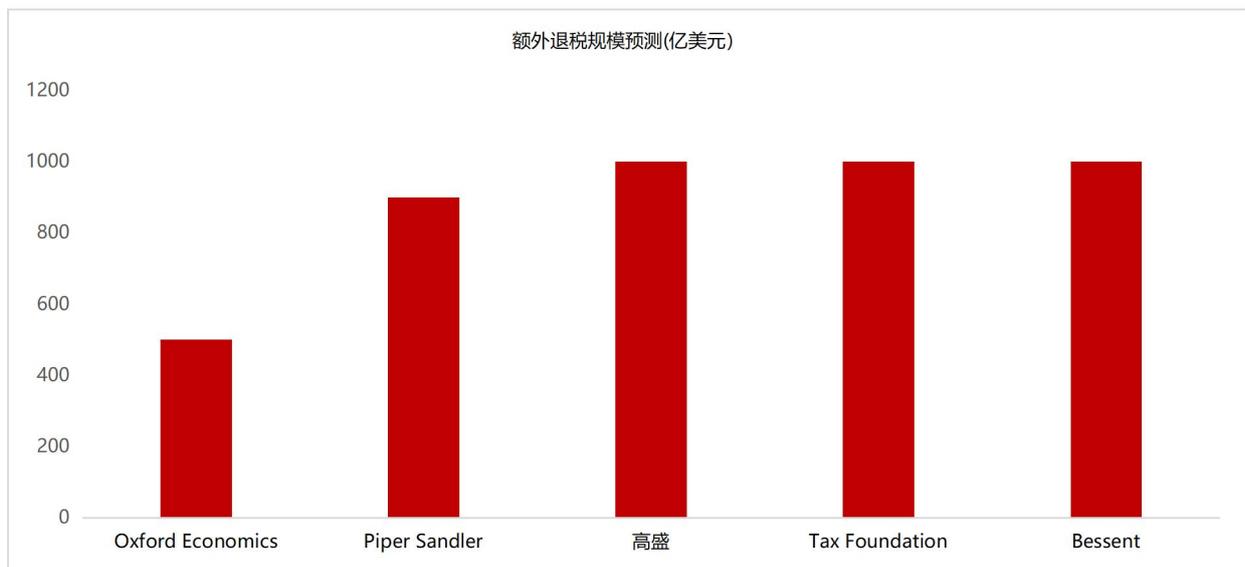
数据来源: iFinD, 东方金诚整理

(二) 2026 年, 美国居民消费支出将延续稳健增长, 但多重压力下消费增长动能或边际减弱, 预计实际消费支出增速将小幅放缓。

2026 年, 减税政策将增加居民可支配收入, 为消费韧性提供一次性支撑。《大而美法案》中的个人所得税减免政策将在 2026 年全面落地, 包括取消个

人免税额（临时性老年人扣除除外）、减税税率优惠的延长与提高、标准扣除额的延长与提高、取消个人免税额、子女税收抵免额的延长与提高对特定州税和地方税个人扣除的限制，以及小费免税、加班费免税、汽车贷款利息免税等。根据各大机构预测，上述税收优惠政策将为美国家庭释放约 500-1000 亿美元的可支配收入，这将直接提振居民部门的即时消费能力，对餐饮、零售等消费领域形成短期拉动。

图表 11 各机构对《大而美法案》中个人额外退税规模的预测在 500-1000 美元左右



数据来源：各机构网站, 东方金诚整理

此外，2026 年美联储还将继续降息，这将降低居民贷款利率。目前美国信用卡利率定价通常采取银行最优惠利率加点的形式，因此受政策利率影响较大。美国汽车贷款利率、抵押贷款利率则多采取固定利率形式，其利率水平通常与中长期国债利率更为相关，但也受到基准利率水平影响。目前美国信用卡利率、汽车贷款利率均处于历史较高水平，对消费存在一定抑制作用。预计 2026 年美联储继续降息将带动居民贷款利率下行，这有助于降低消费成本，提振居民加杠杆消费意愿。不过，考虑到贷款利率的调整可能存在滞后，以及银行收紧了次级信用卡和车贷的审批标准，这意味着，降息对于 2026 年美国居民消费意愿的提振作用可能相对有限。

此外，2026 年 AI 热潮带来的财富效应将继续支撑高收入人群的消费能力。美国收入最高的前 20% 家庭持有全美 87% 的股票与共同基金资产，预计在美国货币、财政双宽松政策支持下，2026 年 AI 热潮延续将继续支撑美国资产价格，美股仍有继续上涨动能，叠加房地产价格仍将高位徘徊，财富效应下高收入群体消费意愿仍将保持强劲。

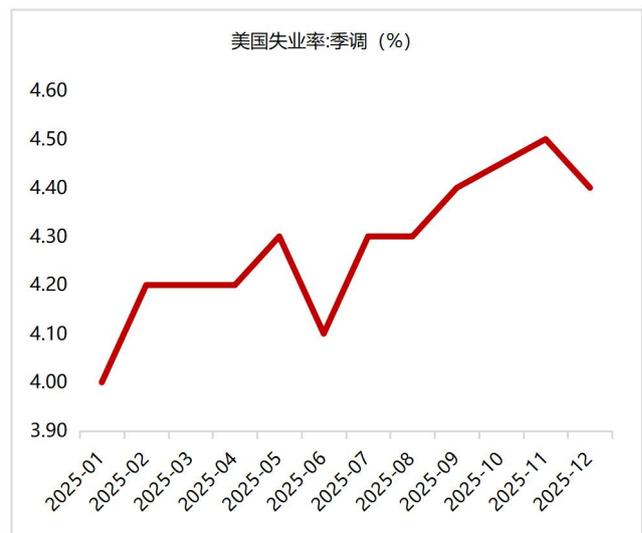
不过，2026 年美国居民消费增长动能面临多重压力，或导致个人消费支出增速放缓。其中，劳动力市场继续降温、薪资上涨乏力，将成为制约消费增速的首要因素。2025 年以来美国劳动力市场持续走弱：2025 年 5 月起，非农新增就业人数明显下行，全年新增非农就业移动平均值仅 4.87 万人，大幅低于 2024 年的 16.8 万人；失业率从年初的 4.0% 反弹至年末的 4.4%；职位空缺等领先指标也提示就业持续下行压力较大。从结构上看，当前美国新增非农就业岗位主要集中在教育和保健服务、休闲酒店业等两大低薪服务业，这类低薪酬行业岗位议价能力弱，即便就业数据有增量，也难以推动薪资上行。可以看到，具有薪资指向性意义的亚特兰大薪资指数在 2025 年呈现明显的下滑趋势，美国实际个人消费支出增速也呈现出同步下滑迹象，预计这一趋势在 2026 年还将延续。

图表 12 2025 年美国非农新增就业大幅下降



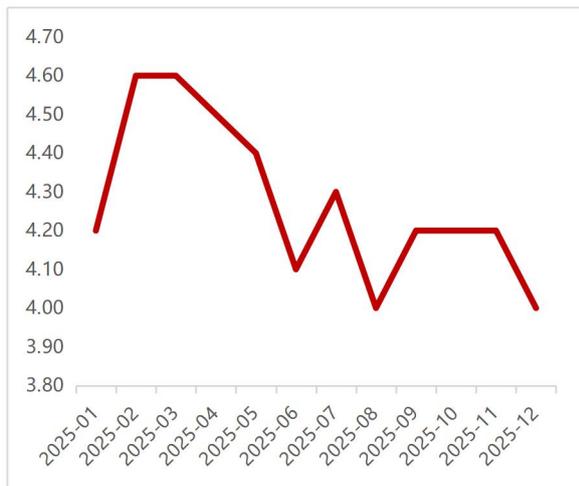
数据来源: iFinD, 东方金诚整理

图表 13 2025 年美国非农失业率攀升



数据来源: iFinD, 东方金诚整理

图表 14 美国亚特兰大薪资指数持续下滑



数据来源: FRED, 东方金诚整理

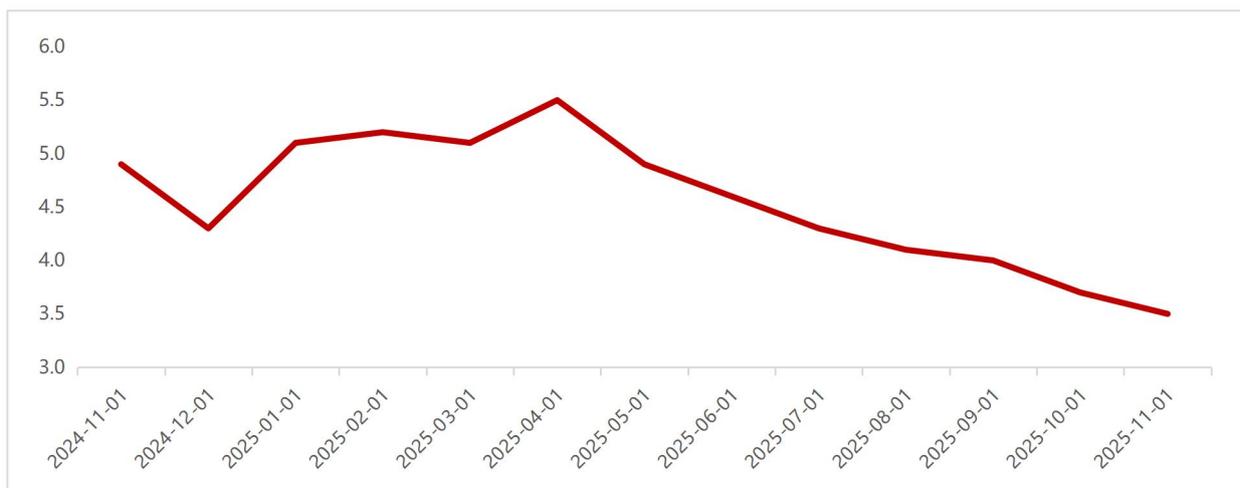
图表 15 美国实际消费支出增速同样下滑



数据来源: iFinD, 东方金诚整理

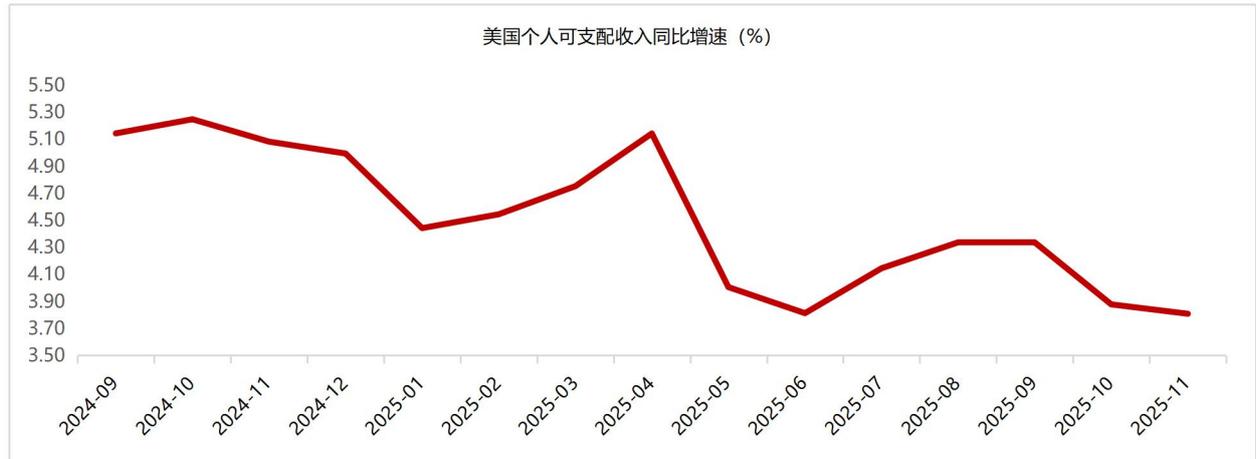
美国个人储蓄率持续低迷削弱消费缓冲能力，家庭债务高企进一步挤压居民消费增长潜力。2025 年美国个人储蓄率震荡下行，11 月降至 3.5%，创三年多来最低水平。在薪资增长乏力、《大而美法案》削减部分关键社会福利背景下，预计 2026 年美国家庭储蓄缓冲还将持续消耗，这将约束后续消费扩张空间，尤其对耐用品等非必需消费的制约将更为明显。与此同时，截至 2025 年末，美国家庭总债务逼近 18.6 万亿美元，家庭偿债压力加大，可支配收入被持续挤压，将进一步限制居民消费增长潜力。

图表 16 美国个人储蓄率持续下行 (%)



数据来源: FRED, 东方金诚

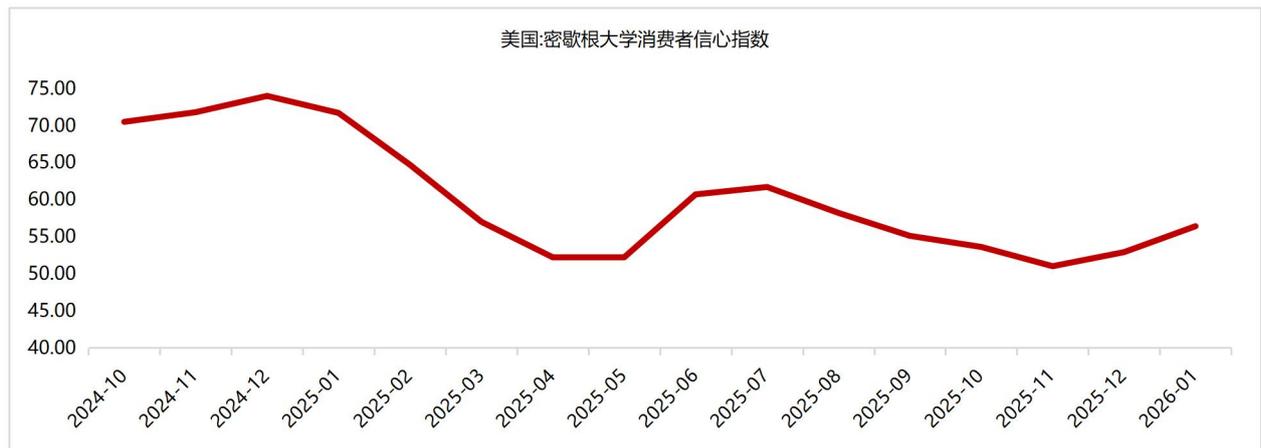
图表 17 2025 年以来美国个人可支配收入增速下滑 (%)



数据来源: iFinD, 东方金诚

消费者信心低迷加剧消费谨慎情绪。2025 年, 密歇根大学消费者信心指数呈现震荡下行态势, 12 月录得 52.9, 大幅低于 2024 年同期的 74.0, 全年整体处于历史低位区间, 当前经济状况指数与预期指数也均显著低于上年同期水平。2025 年美国消费者信心下滑主要源于对物价、就业及收入前景的负面预期。在通胀高企、就业偏下行的背景下, 预计 2026 年这种负面预期仍将延续, 这可能会促使家庭延迟大额消费决策, 制约消费增长动能。

图表 19 2025 年以来美国消费者信心指数整体下滑



数据来源: iFinD, 东方金诚整理

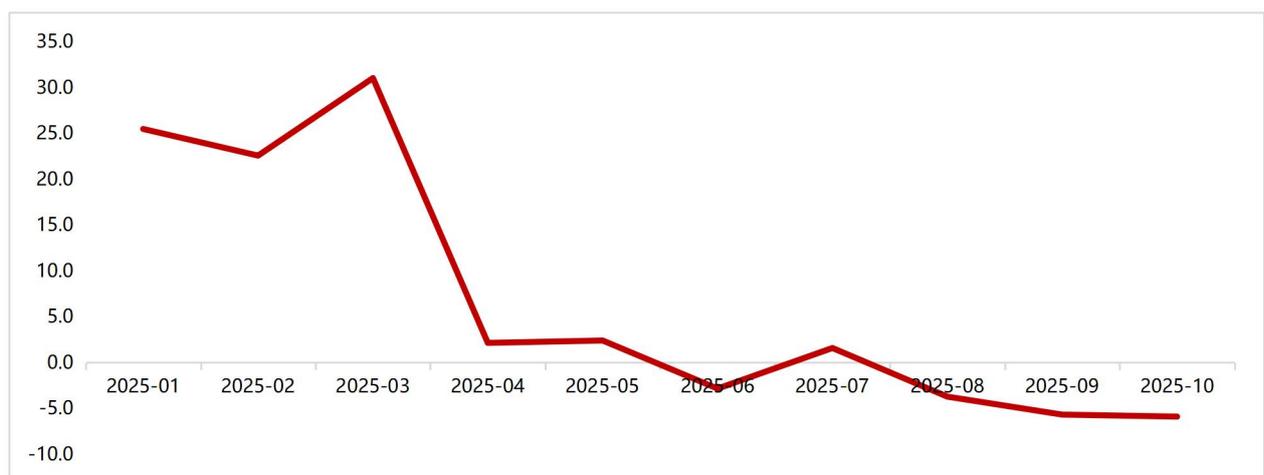
综合来看, 2026 年, 减税政策、降息以及资产价格上涨带来的财富效应将支撑美国消费韧性, 但劳动力市场继续降温造成的薪资增长乏力, 家庭储

蓄率低迷而债务高企，以及消费者信心下滑等因素将拖累消费增长，预计 2026 年美国个人消费支出增速将在 2.2% 左右，较 2025 年放缓约 0.4 个百分点，对 GDP 增长的拉动率约为 1.4 个百分点。2026 年消费结构上整体仍将延续“K 型分化”特征：高收入群体受益于薪资结构稳健与财富效应，消费增长仍将强劲，但低收入人群消费或因财务压力而持续走弱。

（三）随着关税政策对进口的抑制效应进一步显现，2026 年净出口对美国经济增长的下拉作用料小幅减弱。

2026 年高关税影响将全面显现，美国进口将出现负增长。根据世界贸易组织（WTO）于 2025 年 10 月发布的最新《全球贸易展望与统计》，2026 年美国平均进口关税税率将达到 19.5%。尽管不排除特朗普政府实施一定程度关税豁免的可能，但 2026 年总体进口关税税率仍将较 2025 年显著提高，加之 2025 年美国加征关税过程反复多变，全球贸易前置效应明显，导致进口贸易商库存大量累积，2026 年将进入去库存过程，预计 2026 年美国进口将出现负增长。实际上，在 2025 年 8 月关税水平全面上调后，美国商品进口额同比就已出现连续负增。据 WTO 预测，2026 年美国商品进口量将同比下降 2.3%，考虑到高关税带来的进口价格上涨，预计进口额将同比下降 0.7% 左右。

图表 20 美国商品金额进口同比增速明显下滑（%）



数据来源：iFinD, 东方金诚整理

我们判断，在进口负增长带动下，2026 年美国贸易逆差有望收窄，净出口对经济增长的下拉作用将相应减弱。不过，考虑到 2026 年全球经济增速将延续低位、全球贸易料将放缓，也会导致美国出口贸易承压。根据国际货币基金组织（IMF）2026 年 1 月的最新预测，2026 年全球 GDP 增速将为 3.3%，与 2025 年持平，且经济前景面临的风险偏向下行。同时，WTO 在 10 月的报告中预测 2026 年全球出口贸易量同比增速将降至 0.5%，较 2025 年的 2.4% 显著放缓。因此，预计 2026 年美国贸易逆差仍将维持较高水平，净出口的改善幅度将有限，仅为推动经济增长加速的一个较为微弱的边际积极因素。

（四）2026 年美国政府投资与消费支出对经济增长的拉动作用将与 2025 年基本持平。

特朗普政府推出的《大而美法案》增加了美国政府在国防与边境安全方面的支出，其中未来十年国防支出增加了 1500 亿美元，按照国防部预算将在 2026 年执行的增量约为 1133 亿美元，将用于舰艇建造、导弹防御系统等；未来十年用于边境安全的支出增加了超 1000 亿美元，用于边境墙建设等。国防和边境安全方面政府支出的增加，不仅会带动相关基础设施投资，还将通过产业链拉动相关制造业需求，成为政府投资的核心增长动力。与之相对的是，美国政府消费支出将受到明显抑制。《大而美法案》为压缩财政赤字，大幅削减了政府非国防领域的支出，特别是医疗、福利补助等支出，未来十年削减总额约 1.2 万亿美元，平均每年削减额度在 1200 亿美元左右。因此，2026 年政府国防支出增长规模很可能不足以完全抵消非国防领域支出的大幅削减，这将压制政府投资与消费增速。

不过，2025 年政府停摆导致的低基数效应将在统计层面推高政府投资与消费增速。2025 年 10 月至 11 月长达 43 天的联邦政府停摆，导致当期政府支出异常萎缩，形成了一个极低的比较基数：据国会预算办公室测算，此次停摆拖累 2025 年联邦消费支出增速仅为 0.3%，较正常年份低 4-5 个百分点。同时，原本计划在 2025 年支出的大量预算，包括停摆期间延迟的薪酬发放、设

备、物资与服务采购等将形成延递需求，并在 2026 年集中兑现，从而在一定程度上对冲整体政府消费支出的下行压力。总体来看，预计 2026 年美国政府投资与消费支出增速仍将保持在 1.2%-1.3% 左右，对经济增长的拉动力将维持在 0.2-0.3 个百分点，与 2025 年基本持平。

三、2026 年美国通胀展望

（一）2026 年，由于关税成本将更加全面地传导至终端消费，加之财政与货币政策宽松将支撑消费与投资韧性，美国通胀面临上行压力。

2025 年关税政策不确定性推动企业“抢进口”，进而形成库存缓冲，一定程度上缓和了关税税率上升对美国物价体系的扰动。但随着“抢进口”形成的库存已基本耗尽，缓冲效应逐渐消退，2026 年关税成本将通过进口商品涨价以及企业向消费者转嫁成本压力等路径，更加全面地传导至消费端。可以看到，自 2025 年 8 月关税水平全面上调后，进口商品成本上涨已开始向 CPI 逐渐传导，商品价格增速明显抬升，成为 CPI 回升的主要推动项。

图表 21 2025 年二季度起商品通胀显著上行



数据来源：iFinD, 东方金诚整理

根据美联储的相关研究以及历史经验，关税对于美国通胀的推升主要集中在前 8-9 个月，后续边际影响会逐步减弱。这意味着以 2025 年 8 月作为真

正的征税起点，关税对美国通胀的推升作用将于 2026 年年中达到峰值；中间投入品的通胀效应持续时间更长，但在 4 个季度之后也会逐渐衰减。总体来看，关税成本对消费品价格的拉动效应将在 2026 年上半年集中显现，下半年关税影响将逐步减弱。

与此同时，2026 年美国财政与货币政策宽松将支撑消费与投资韧性，对通胀也会形成一定提振。2026 年减税政策对消费产生的短期刺激，将对通胀形成阶段性提振作用。同时，受 AI 投资热潮、《大而美法案》税收激励、金融环境宽松以及关税政策不确定性减弱等因素驱动，美国企业资本支出扩张将带动半导体、服务器等相关工业品需求上升，进而对工业品价格形成支撑。

（二）居住成本回落、薪资增速放缓、能源和食品价格下行等因素将对冲通胀上行压力，2026 年美国通胀上行风险总体可控

住房租金的领先指标显示 2026 年住房通胀仍将趋于下行。住房租金是美国 CPI 中权重最大（约 35%）的单项，其走势对通胀具有较大影响。而对住房租金具有领先意义的指标——Zillow 等市场租金指数在 2025 年整体下行，同比增速均值仅为 1.03%。考虑到 Zillow 指数领先住房通胀 12-15 个月左右，其下行趋势预示 2026 年住房通胀将出现小幅放缓。

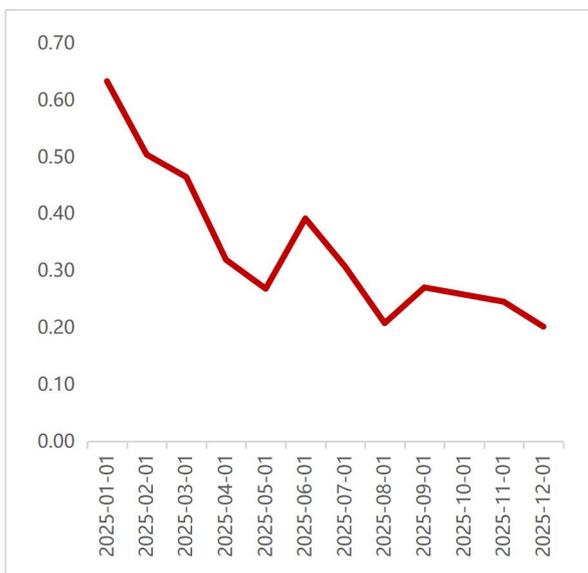
图表 22 2025 年美国住房租金领先指标呈下行趋势



数据来源：FRED，东方金诚整理

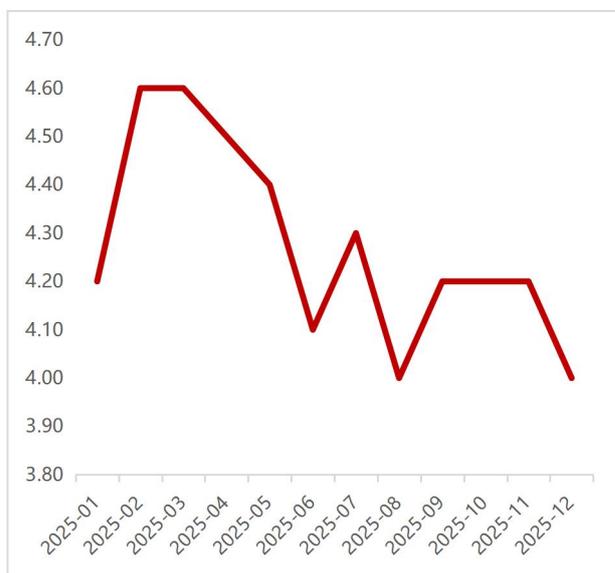
受劳动力市场降温、薪资增速放缓拖累，2026 年核心服务通胀将温和回落。核心服务通胀主要由劳动力成本驱动，劳动力市场的薪资增长对核心服务通胀具有较强的领先性。2025 年以来，对薪资增长具有指向性意义的 LMCI 劳动力市场状况指数和亚特兰大联储薪资增长指数均出现趋势性放缓，表明后续居民薪资增速可能持续回落，这将对核心服务通胀形成压制。背后是 2026 年美国劳动力市场还将继续降温，表现为就业增长放缓、劳动力供需趋于弱平衡，企业招聘需求减弱，裁员率维持低位但薪资涨幅受限。

图表 23 美国 LMCI 劳动力市场状况指数



数据来源：FRED，东方金诚整理

图表 24 美国亚特兰大联储薪资增长指数



数据来源：FRED，东方金诚整理

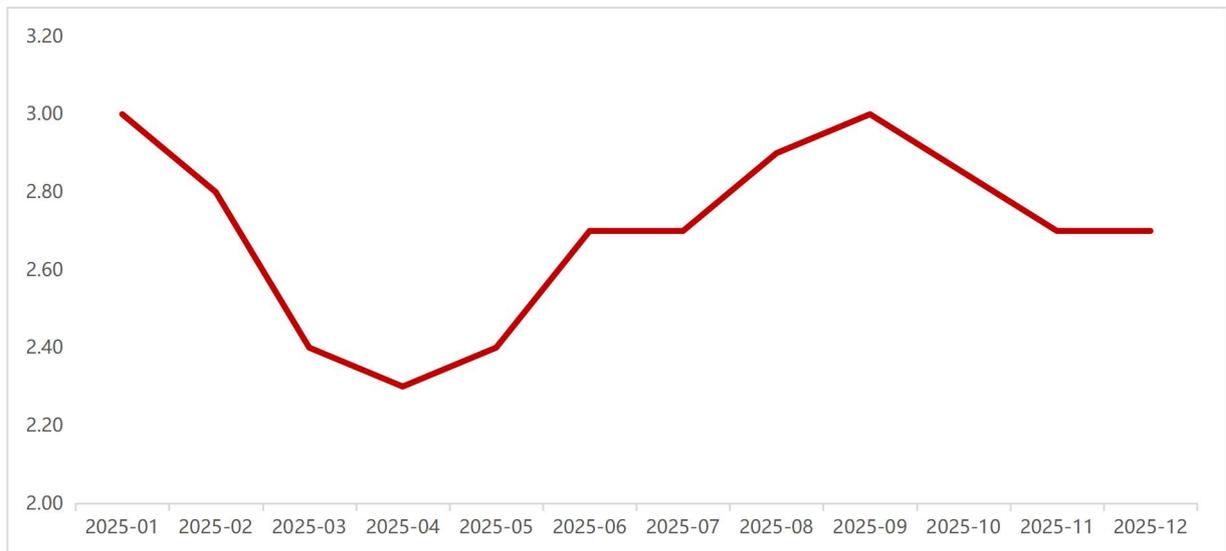
2026 年能源价格仍将继续走低，将对冲部分通胀上行压力。在全球经济延续低速增长、美国页岩油产量维持高位、OPEC 为保持市场份额减产动力不足等因素影响下，预计 2026 年全球原油供给相对于需求仍将偏过剩，国际油价大概率延续下行，从而压低美国能源通胀。据美国能源信息署（EIA）2025 年 12 月 9 日的预测，2026 年 ICE 布伦特原油价格约为 55.8 美元/桶，相比 2026 年 68.2 美元/桶的均价还有 19.3% 左右的跌幅。另外值得一提的是，受全球粮食供应稳定及美国农业生产恢复影响，2026 年美国食品通胀将相对平稳，在整个通胀结构中的作用有限，也有利于缓和通胀上行压力。

（三）预计 2026 年美国核心 CPI 波动中枢将略高于 2025 年，年末 CPI、核心 CPI 同比增速将小幅高于 2025 年末。

2026 年，关税传导效应显现以及消费与设备投资韧性对美国通胀产生的上行扰动将主要体现在核心商品通胀，预计全年 CPI 同比波动区间在 2.7%-3.0%，与 2025 年相当，核心 CPI 同比运行区间在 2.9%-3.2%，中枢将略高于 2025 年（波动区间为 2.6%-3.3%）。

从节奏上看，2026 年通胀走势将总体呈现“前高后低”特征，预计年末 CPI、核心 CPI 同比增速将在 2.8%、2.9% 左右。受财政刺激提振需求、关税传导效应集中显现影响，上半年通胀可能出现阶段性反弹，CPI 同比高点将出现在二季度，达到 3.0% 左右；下半年，伴随关税影响以及减税对居民消费的短期刺激效应减弱，叠加住房通胀的滞后下行，通胀有望边际回落。此外，上年同期基数“先降后升”也将强化 2026 年通胀“先升后降”的走势。预计 2026 年年末 CPI、核心 CPI 同比增速将分别在 2.8%、2.9% 左右，较 2025 年末分别抬升 0.1 和 0.3 个百分点。

图表 25 2025 年通胀基数效应将加剧 2026 年通胀“先升后降”的走势特征



数据来源：iFinD，东方金诚整理

四、2026 年美联储货币政策展望

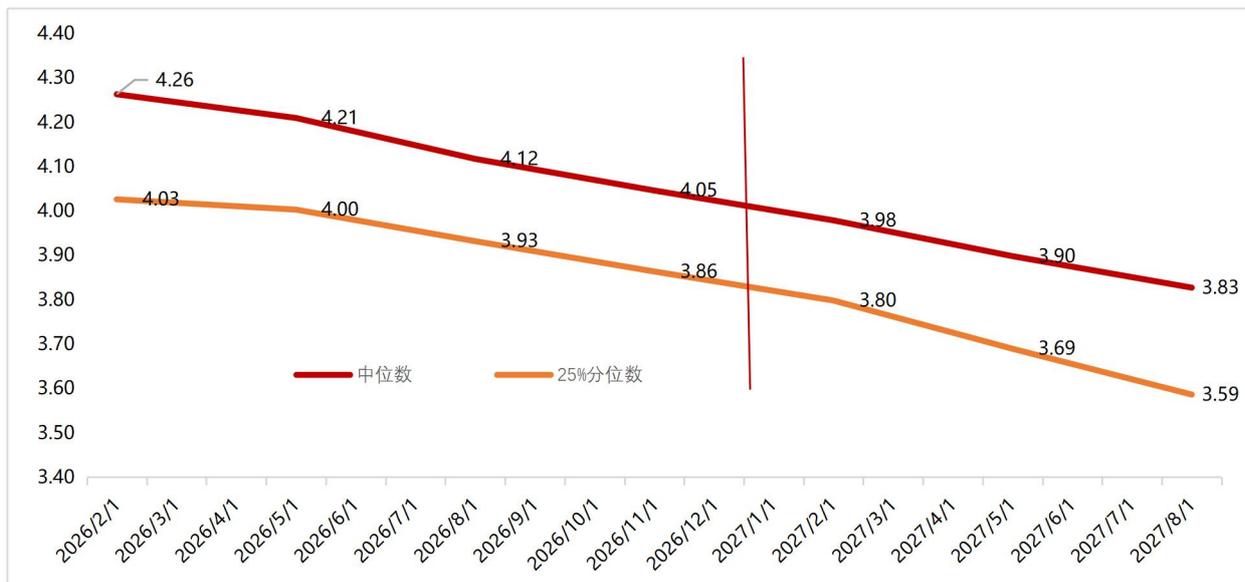
2025 年 9 月，美联储重启降息周期并连续 3 次降息，全年将联邦基金利率下调 75bp 至 3.50%-3.75% 的目标区间。2026 年，美联储仍处于降息周期进程中。但随着美国政策利率逐渐步入中性利率区间，2026 年其对经济和通胀的限制性作用几乎消失，美联储内部的分裂还会加剧。我们判断，2026 年美国劳动力市场与通胀均不支持大幅降息，预计全年仅将降息 2 次，降息幅度较 2025 年有所收敛，且降息主要集中在下半年。

（一）2026 年美国劳动力市场供需双弱形成“低增长平衡”，失业率难以大幅上行，同时通胀易上难下，均不支持大幅降息。

劳动力市场方面，从需求侧看，在消费支出与商业投资保持正增长的预期下，能够避免因经济衰退而引发大规模失业的风险，企业将维持“低解雇”策略；供给侧看，特朗普政府移民政策收紧与人口老龄化导致劳动力增长停滞，2023 年以来劳动参与率持续下滑，这将抵消需求减弱对失业率的推升作用。此外，2026 年货币政策宽松将缓解企业融资压力，也有助于支撑就业稳定。历史规律显示，政策利率走势通常领先就业指标 1 年左右，2025 年 9 月开启的降息有望在 2026 年带动新增就业见底回升。因此，2026 年失业率虽有上行压力，但在劳动力市场供需双弱的“低增长平衡”状态下，上行幅度将较为有限。

通胀方面，2026 年美国通胀水平易上难下，全年 CPI 通胀预计将在接近 3% 的高位运行。根据克利夫兰联储整合的七种主流货币政策模型的测算结果，当前 3.75% 的政策利率水平已低于 25 分位模型预测值，这意味着从政策模型的角度看，2025 年“风险管理式”的提前降息已透支了 2026 年的降息空间。模型表明，从抗击通胀的政策可信度角度看，美联储在 2026 年的降息空间将被通胀粘性压缩。从该模型的预测来看，中位数路径下，2026 年底的合意政策利率仅比 2025 年末水平低约 21 个基点，暗示 2026 年仅需降息一次。

图表 26 克利夫兰联储七种主流货币政策模型对政策利率的测算



数据来源：克利夫兰联储，东方金诚整理

此外，2026 年将美联储降息幅度及路径还将面临美联储主席换届以及美国中期选举这两个重要变量，政治因素对货币政策的干扰或进一步加剧。不过，我们认为，美联储主席换届并不代表美联储将进入“政治性降息”阶段。主要原因是在实际操作中，美联储长期建立的独立性传统、国会授权的双重使命以及市场和国际社会的监督，都将对“政治性降息”构成强大约束。

（二）预计 2026 年全年将有 2 次降息，首次降息将推迟至 6 月左右。

在 2025 年 9-12 月连续 3 次“预防式”降息后，美联储需要时间来评估前期降息的政策效果，包括经济数据，尤其是通胀数据的走势。同时，2026 年上半年失业率仍将稳定在 4.5% 以下，就业压力不足以为上半年降息提供支撑，加之通胀上行压力将主要体现在上半年，这会对上半年降息构成较大制约。这意味着，在 5 月鲍威尔任期结束前，除非就业市场出现大幅恶化、失业率陡升，否则降息的可能性很低。

我们预计，6 月新任美联储主席上任后，大概率会在 6 月会议上实施年内的首次降息。原因在于，下半年伴随财政减税刺激退坡，经济增长动能可

能有所趋缓，更为重要的是，随着关税对于通胀的边际推升作用减弱、上年同期通胀基数抬升，下半年通胀也将开始下行，这就为美联储降息提供了数据支撑。我们也判断，美联储还可能在 9 月中期选举选投票前再度降息，以此既可避免“临近大选调整政策”的争议，又能在大选后为经济增长提供支撑。总体上看，2026 年全年将有 2 次降息。

图表 27 2026 年美联储政策利率走势展望 (%)



数据来源：美联储，东方金诚（虚线为预测部分）

五、2026 年美债收益率走势展望

2026 年，尽管美联储将继续降息，但由于经济增长将小幅提速、通胀水平易上难下，叠加美债供给压力较大，10 年期美债收益率仍有上行压力。预计 2026 年 10 年期美债收益率仍将以 4.0% 左右为中枢高位震荡，较 2025 年中枢下行 9bp，年末或上行至 4.3% 左右，较 2025 年末上行 12bp。收益率曲线方面，2026 年美债 10Y-2Y 期限利差走阔确定性较强。当前 10Y-2Y 期限利差处于历史低位，为后续走阔提供了充足空间，由于政策利率下行方向明确，2026 年年末 2 年期美债收益率将继续下行至 3.0%-3.2% 区间，10 年期美债收益率预计将小幅上行至 4.3% 左右，10Y-2Y 美债期限利差有望从 2025 年末的 71bp 走阔至 110-130bp 左右的历史平均水平，收益率曲线将趋于陡峭化。

（一）2026 年美国经济增长将小幅反弹、通胀依然维持在较高水平，将对 10 年期美债收益率形成上行压力。

得益于货币和财政政策宽松以及 AI 投资浪潮的持续，2026 年美国经济增长有望小幅加速，由此带来的复苏预期将会提升市场风险偏好，部分资金将从相对低收益的美债市场转向股市等风险资产，这将加剧美债抛压。同时，2026 年美国通胀仍将高位运行，且核心通胀中枢将小幅抬升，这将推动投资者要求更高的收益率溢价以对冲通胀风险。此外，尽管 2026 年美联储仍有降息空间，但主要受通胀粘性制约，全年降息幅度料有限，难以通过宽松政策缓解债市压力，且降息节奏或不及预期，可能会阶段性强化美债收益率的上行趋势。可以看到，2026 年 1 月美联储议息会议已明确暂停降息，指引模糊导致市场降息预期收敛。

（二）特朗普政府政策不确定性有望降低，政策风险事件对美债收益率的推升作用或将有所回落。

2025 年特朗普上台后，政策实施密集、不确定性强，如对等关税大超预期、大而美法案的推进一波三折等，加剧美债脆弱性，导致美债期限溢价易涨难跌，上半年美债收益率明显上行。2026 年特朗普政府面临中期选举，当前共和党优势减弱，众议院由民主党把持的可能性增加，“跛脚”总统概率上升，这会影晌特朗普政府后续施政空间。由于当前通胀、经济与就业、民权、医保、移民问题等为选民最关注的议题，预计特朗普政府在 2026 年将更加关注内政，转向国内经济增长与通胀控制等，关税等对外政策的施策密度将有所降低。因此，我们判断，2026 年特朗普政府的政策能见度将有所提升，事件驱动对美债收益率的推升作用相比 2025 年将有所减弱。

（三）2026 年美国财政维持扩张将加剧美债供给压力，但需求端相对稳定，难以形成对供给增量的有力对冲，这也将为 10 年期美债收益率带来上行压力。

从供给端来看，2026 年特朗普政府力推的《大而美法案》(OBBA) 正式生效，该法案将企业税减免政策永久化，并升级为更激进的税收减免，为企业和富人大幅减税，这将带来美国财政前景的进一步恶化。即便加征关税与压缩社会福利开支能够缓解财政压力，但大规模减税与增加国防与安全开支等政策将主导 2026 年宽财政基调，预计 2026 年美国财政赤字率将较 2025 财年进一步抬升，或将突破 6.0%。与此同时，若最高法院裁定特朗普关税政策非法，美国政府可能转向其他法律依据以维持关税政策，但具体实施将更为繁琐，适用范围通常较为有限，也可能迫使美方重新谈判既有贸易协议，这意味着美国财政赤字可能因关税的取消而继续扩大。

图表 28 2026 年美国财政赤字率将较 2025 年小幅攀升至 6.1% 左右

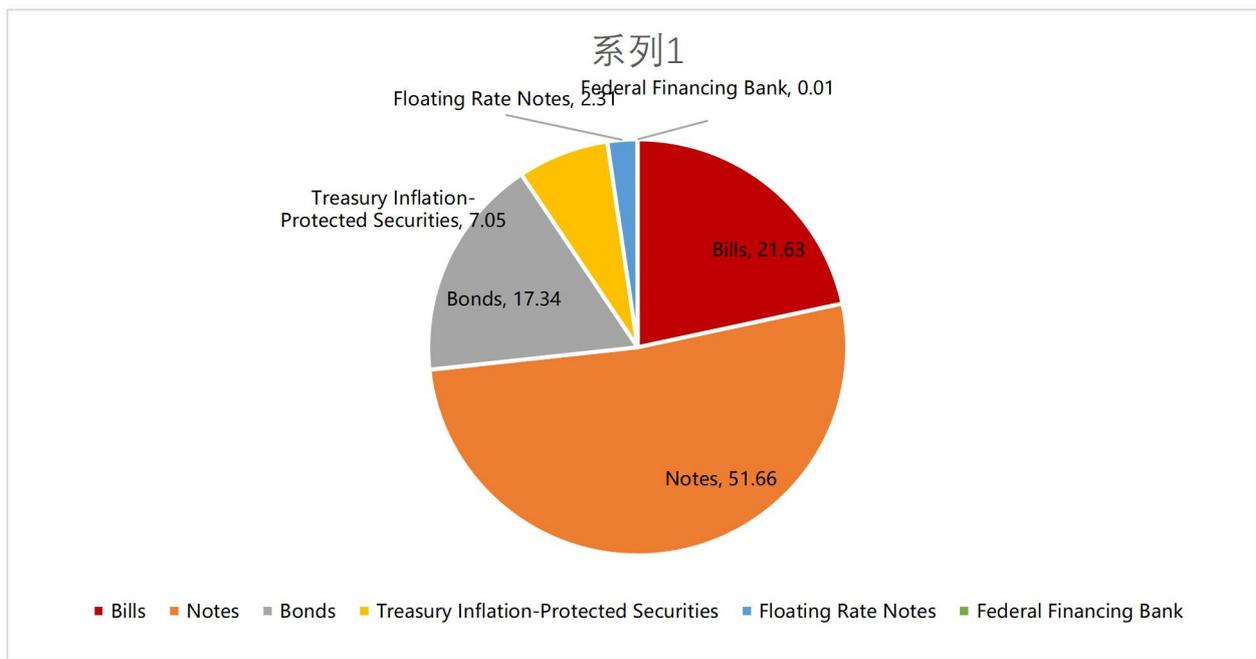


数据来源：国会预算办公室 (CBO)，2025 年以后数据为预测值

2026 年美国财政赤字率的扩大，叠加大量国债集中到期或需再融资，意味着美国财政部将增加美债发行规模。根据美国财政部数据与国会预算办公室 (CBO) 的测算，2026 年约 10 万亿美元国债将集中到期或需要再融资。同时，尽管当前美国财政部暂未大幅提升长期美债拍卖规模，仍依赖短期国库券融资，但短期债务占比持续上升已逼近合理上限——当前国库券在全部未偿债务中的比例已超 21%，高于美国财政部借贷咨询委员会 (TBAC) 提出的短期国债 (国库券) 占比 20% 的合理上限。若持续偏向短端融资，将加剧未

来再融资风险。在此背景下，美国财政部长贝森特已明确表示，财政部正密切关注市场需求变化，考虑逐步增加长期债券发行规模，通过分散到期日降低展期风险，这意味着 2026 年长期美债发行比例有望迎来阶段性提升，10 年期美债的供给压力将明显加大，这将通过供需关系与期限溢价传导，对 10 年期美债收益率形成上行压力。

图表 29 国库券在全部未偿债务中的比例处于 21% 以上的偏高水平



数据来源：美国财政部, 东方金诚计算

在供给显著增加的同时，2026 年美债需求侧难以形成对供给增量的有力对冲，这将导致美债市场供需矛盾凸显，加剧 10 年期美债收益率上行压力。海外投资者方面，考虑到 2026 年美元指数表现虽仍将偏弱，但难以出现 2025 年大幅下跌的状况，预计海外央行购债需求将维持在 2025 年水平，但美元信用受损以及市场对美国财政可持续性的长期担忧将导致海外需求波动加大。国内方面，作为关键需求方的美联储，尽管自 2025 年 12 月结束量化紧缩后，转向以“储备管理购买”为主的新机制，但其资产购买侧重于短期国债，旨在满足银行体系的流动性需求，而非主动支撑中长期国债价格，因此预计难以承接 10 年期美债的供给增量。

**(四) 2026 年美国 10 年期国债收益率总体将呈现“先升后降”的特征，
预计全年运行区间为 3.8%-4.5%。**

2026 年上半年，财政刺激带动经济加速增长，通胀趋于上行，美联储暂停降息，美债供需失衡，以及日本央行加息后资本回流引发的美债抛售压力等，将成为美债收益率上行的核心驱动力，预计 10 年期美债收益率将波动上行。下半年，随着美联储再度启动降息，通胀温和回落，财政刺激效应减退导致经济增长动能放缓，加之中期选举临近引发的不确定性加剧等因素，将共同压制长端收益率，预计 10 年期美债收益率将逐步回落，但年末仍将处于 4.3% 左右的高位，较 2025 年年末水平小幅抬升。

**(五) 2026 年美债 10Y-2Y 期限利差料将走阔，收益率曲线陡峭化趋势
较为确定。**

2026 年美联储降息将直接压低对政策敏感的 2 年期收益率，预计 2 年期美债收益率预计将在 2025 年末 3.47% 的基础上下行 30-50bp 至 3.0%-3.2% 左右；但 10 年期美国收益率作为反映长期经济增长、通胀预期及期限溢价的核心指标，对经济复苏信号更为敏感，因此，2026 年美国经济增长预期改善和通胀上行压力将给 10 年期美债收益率带来直接上行压力，从而强化期限利差走阔动力。此外，2026 年美联储启动 RMP 扩表、主要购买短债以及长期国债供需失衡等因素，也将进一步推升美债期限利差。

综合来看，2026 年 10Y-2Y 美债期限利差走阔具备较强的确定性。截至 2025 年末，10Y-2Y 美债利差收于 71bp，处于近 20 年 15% 历史分位左右，显著低于 120bp 的历史均值水平，为后续走阔提供了充足空间。预计 2026 年年末，2 年期美债收益率将下行至 3.0%-3.2% 的区间，10 年期美债收益率预计将小幅上行至 4.3% 左右，10Y-2Y 美债期限利差有望从 2025 年末的 71bp 逐步走扩至 110bp-130bp 左右的历史平均水平，收益率曲线将明显走陡。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址：北京市丽泽金融商务区平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn