

已被定价的加息

2026 年 9 月美联储加息对 2 年、10 年、30 年期美债的影响测算

王子秋

报告日期：2026 年 9 月 19 日

数据截至：2026 年 9 月 18 日收盘

核心结论

- 决议本身冲击很小。**9 月 16 日 FOMC 以 12 比 0 加息 25bp 至 3.75%-4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息；但决议当日 2 年、10 年、30 年期美债收益率仅分别变动+7bp、+1bp、-1bp。
- 理论与现实差距悬殊。**若 25bp 全额平行传导，每 100 万美元面值的 10 年期、30 年期多头应分别亏损约 1.88 万、3.51 万美元；实际决议日 10 年期仅亏 760 美元（理论值的 4%），30 年期反而盈利 1,445 美元。
- 价格冲击发生在会前。**8 月 27 日至 9 月 15 日，2 年期收益率上行 47bp（约合 1.9 次加息），10 年期上行 33bp，30 年期上行 17bp；100 万美元面值的 10 年期、30 年期多头在此期间各亏损约 2.5 万美元。
- 增量信息来自点阵图。**18 位参与者中 16 位预计年内再加息，推动曲线熊平：2s10s 利差由 33bp 收窄至 27bp，9 月 18 日进一步收窄至 25bp。
- 长端“不动”是两股力量对冲的结果。**决议日 10 年期实际收益率+6bp、盈亏平衡通胀-5bp，加息的紧缩效应被抗通胀信誉的提升所抵消。
- 评估框架应是“DV01×超预期部分”。**截至 9 月 18 日，市场计入 10 月 28 日再加息的概率约 55%，12 月 9 日前约 90%；若如期落地，直接价格冲击可能同样有限。

一、事件回顾

2026 年 9 月 16 日（美东时间下午 2:00），联邦公开市场委员会（FOMC）以 12 比 0 的投票结果，将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点至 3.75%-4.00%，这是自 2023 年 7 月以来的首次加息。声明指出通胀依然偏高，本次行动有助于通胀更及时地回到 2% 的目标。

表 1 政策工具调整（自 9 月 17 日起生效）

项目	调整后水平
联邦基金目标区间	3.75%-4.00% (+25bp)
准备金余额利率 (IORB)	3.90%
一级信贷利率 (贴现窗口)	4.00%
常备回购便利 (SRF) 利率	4.00%
隔夜逆回购 (ON RRP) 利率	3.75%

资料来源：美联储政策声明及执行说明（2026 年 9 月 16 日）

点阵图的信号比利率决定本身更鹰派：在提交预测的 18 位参与者中，**16 位预计年内还将再加息**，其中 4 位认为可能再加两次（主席沃什自上任以来未提交点位）。对 2027 年的分歧较大：8 位预计继续加息，6 位预计维持不变，4 位预计降息。9 月的经济预测摘要（SEP）将 2026 年末 PCE 通胀预测上调至 3.7%。

从市场定价看，这次加息几乎没有悬念：会前联邦基金期货隐含的加息概率已超过 90%。这决定了本报告的核心问题——一次被充分预期的加息，究竟对美债价格产生了多大影响？

二、数据与方法

2.1 数据来源

收益率数据采用美国财政部每日平价收益率曲线（CMT）的收盘值。该曲线由纽约联储在每个交易日下午 3:30 左右采集的最新发行国债买方报价拟合而成。有效联邦基金利率和 TIPS 实际收益率取自美联储 H.15 统计发布。由于决议在下午 2:00 公布，9 月 15 日收盘代表“会前”，9 月 16 日收盘已包含决议及记者会的主要反应。

2.2 计算对象

为了让测算对应到可交易的实际证券，本报告选取当前在外流通的三只新发国债（on-the-run）：

表 2 三只新发国债

期限	票息	到期日	发行拍卖日	拍卖中标收益率
2 年期	4½%	2028-08-31	2026-08-25	4.204%
10 年期	4½%	2036-08-15	2026-08-12	4.683%
30 年期	5½%	2056-08-15	2026-08-13	5.216%

注：30 年期票息取自财政部拍卖结果公告（CUSIP 912810UW6）；2 年期与 10 年期票息按财政部“不高于中标收益率的最大 1/8%整数倍”规则推定。

2.3 计算方法

结算日统一设为 9 月 17 日（T+1），以 CMT 作为各券收益率，按半年付息、实际/实际计息规则进行全价精确重定价。固定结算日可以剔除持有期票息（carry）的影响，使结果只反映收益率变动本身。久期—凸性近似公式为：

$$\Delta P / P \approx -D_{mod} \times \Delta y + \frac{1}{2} \times C \times (\Delta y)^2$$

表 3 三只新券的风险指标（按 9 月 15 日收盘收益率）

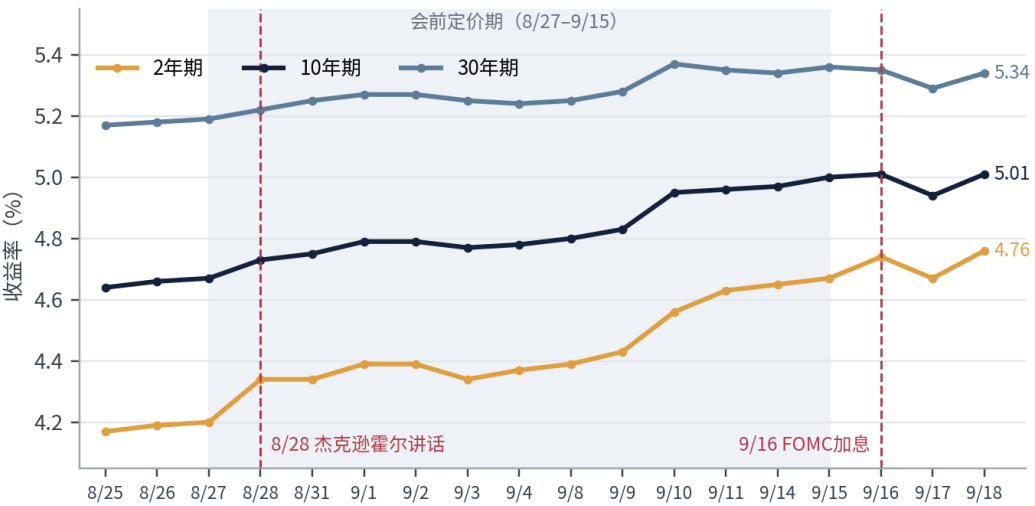
券种	收益率	净价	修正久期	凸性	DV01（每 100 万美元面值）
2 年期	4.67%	98.99	1.85	4.4	\$183
10 年期	5.00%	97.09	7.80	73.5	\$761
30 年期	5.36%	96.51	14.89	333.1	\$1,444

资料来源：美国财政部；作者计算

以 30 年期收益率上行 25bp 为例：久期项为 $-14.89 \times 0.25\% = -3.72\%$ ，凸性项为 $+\frac{1}{2} \times 333 \times 0.0025^2 = +0.10\%$ ，合计 -3.62% ，与精确重定价结果一致。2 年期的凸性贡献仅约 0.001%，可以忽略。

三、收益率变动：会前已走完大半

图 1 2 年、10 年、30 年期美债收益率（2026 年 8 月 25 日–9 月 18 日）



资料来源：美国财政部每日平价收益率曲线（CMT）

表 4 关键日期收益率与期限利差

收盘日	2 年期	10 年期	30 年期	2s10s	2s30s
8/27 (杰克逊霍尔前)	4.20%	4.67%	5.19%	47bp	99bp
9/15 (会前)	4.67%	5.00%	5.36%	33bp	69bp
9/16 (决议日)	4.74%	5.01%	5.35%	27bp	61bp
9/17	4.67%	4.94%	5.29%	27bp	62bp
9/18	4.76%	5.01%	5.34%	25bp	58bp

资料来源：美国财政部

三个阶段的特征非常清晰。**会前定价期 (8/27-9/15)**：沃什在杰克逊霍尔讲话后，市场迅速计入加息预期，2 年期上行 47bp，10 年期上行 33bp，30 年期上行 17bp，曲线显著熊平。**决议日 (9/16)**：2 年期+7bp，10 年期+1bp，30 年期-1bp，只有短端对点阵图作出反应。**决议后 (9/17-9/18)**：9 月 17 日全曲线回落 6-7bp，市场将其归因于沃什重申抗通胀承诺、提振了对政策信誉的信心；9 月 18 日因中东原油供应担忧推高能源价格，收益率再度回升。

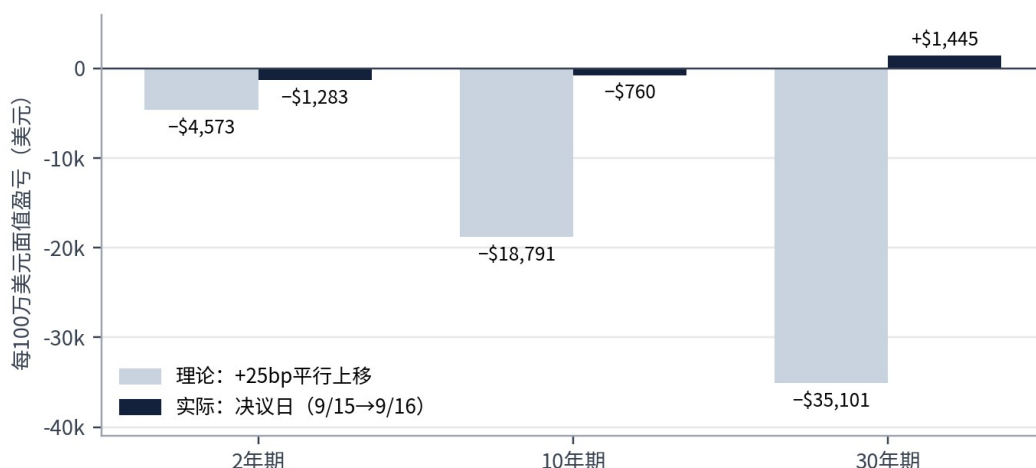
四、价格影响测算

表 5 各时间窗口的价格影响（每 100 万美元面值多头盈亏；下行：收益率变动 | 价格变动）

时间窗口	2 年期	10 年期	30 年期
① 理论：+25bp 平行上移	-\$4,573 +25bp -0.46%	-\$18,791 +25bp -1.93%	-\$35,101 +25bp -3.62%
② 会前定价期 8/27→9/15	-\$8,671 +47bp -0.87%	-\$25,492 +33bp -2.55%	-\$25,014 +17bp -2.52%
③ 决议日 9/15→9/16	-\$1,283 +7bp -0.13%	-\$760 +1bp -0.08%	+\$1,445 -1bp +0.15%
④ 次日 9/16→9/17	+\$1,283 -7bp +0.13%	+\$5,336 -7bp +0.55%	+\$8,739 -6bp +0.90%
⑤ 决议周 9/15→9/18	-\$1,649 +9bp -0.17%	-\$760 +1bp -0.08%	+\$2,894 -2bp +0.30%

注：结算日固定为 9 月 17 日，不含票息收入与融资成本；价格变动按全价计算。资料来源：作者计算

图 2 决议日盈亏：理论与实际（每 100 万美元面值）



资料来源：作者计算

传导率（收益率变动 ÷ 25bp）：决议日 2 年期为 28%、10 年期为 4%、30 年期为 -4%；决议周分别为 36%、4%和 -8%；而在会前定价期，这一比例高达 188%、132%和 68%。换言之，对 10 年期和 30 年期而言，这次加息的“价格代价”几乎全部在会前支付。

五、解读

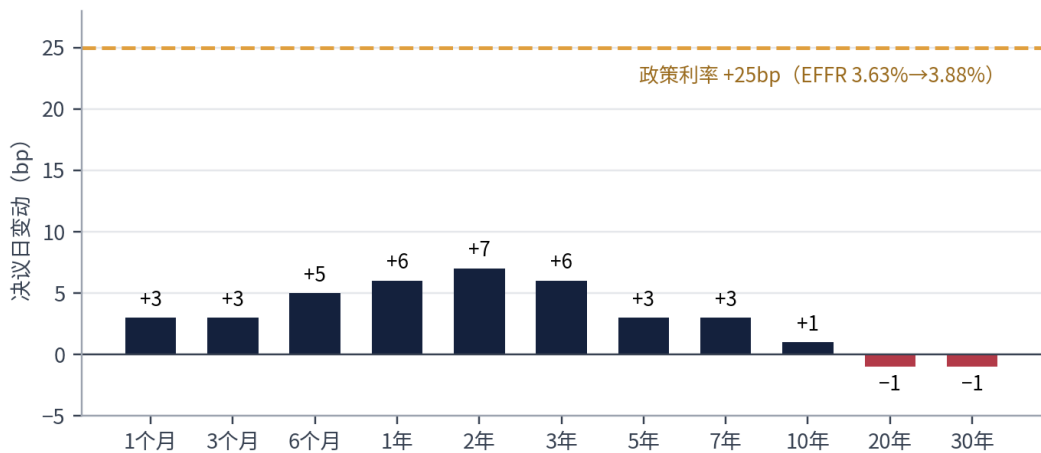
5.1 25bp 在会前已被“用掉”

市场对加息的定价是在约三周内快速完成的。8 月 28 日沃什在杰克逊霍尔讲话后，联邦基金期货隐含的 9 月加息概率从前一日的 35.4%跃升至 57.5%；到会前，这一概率已超过 90%。短端利率也提前到位：9 月 15 日，1 个月期国债收益率已达 3.93%，高于旧目标区间上限 3.75%。2 年期收益率在会前上行 47bp，约合 1.9 次加息——市场定价的是整条加息路径，而不只是这一次。

5.2 决议日的增量信息来自点阵图

决议当日，2 年期收益率上行 7bp，盘中一度触及 4.73%，较会前高出 10bp 以上。图 3 显示了决议日的传导梯度：隔夜利率 100%传导（有效联邦基金利率从 3.63%升至 3.88%），3 个月期国债仅+3bp（早已计价），1-3 年期上行最多（+6 至+7bp），此后逐级递减，20 年和 30 年期反而下行 1bp。曲线呈典型熊平：2s10s 由 33bp 收窄至 27bp，2s30s 由 69bp 收窄至 61bp。

图 3 决议日各期限收益率变动与政策利率变动对比



资料来源：美国财政部；美联储 H.15

5.3 长端“不动”：实际利率与通胀补偿相互对冲

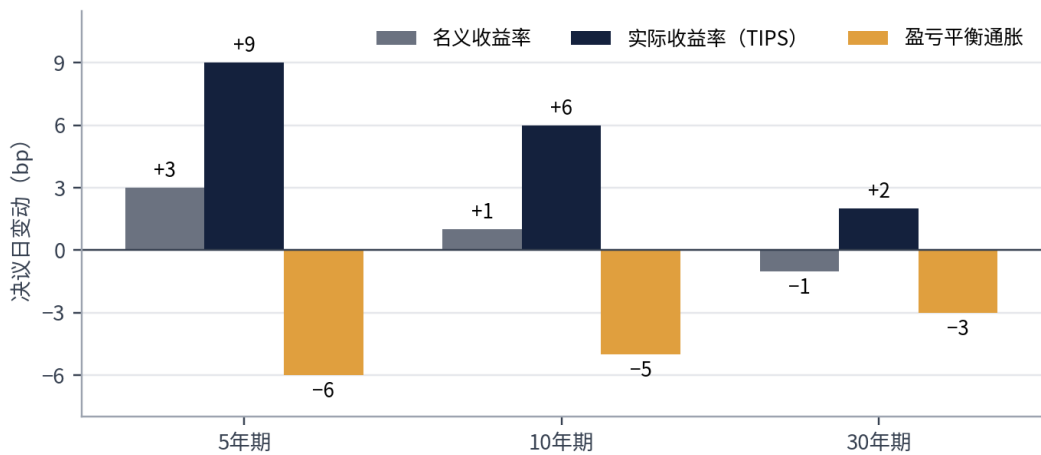
利用 H.15 公布的 TIPS 实际收益率，可以把名义收益率的变动拆解为实际利率和盈亏平衡通胀两部分（名义 ≈ 实际 + 盈亏平衡通胀）：

表 6 决议日收益率变动拆解（9/15→9/16）

期限	名义收益率	TIPS 实际收益率	盈亏平衡通胀
5 年期	4.83%→4.86% (+3bp)	2.42%→2.51% (+9bp)	2.41%→2.35% (-6bp)
10 年期	5.00%→5.01% (+1bp)	2.62%→2.68% (+6bp)	2.38%→2.33% (-5bp)
30 年期	5.36%→5.35% (-1bp)	3.07%→3.09% (+2bp)	2.29%→2.26% (-3bp)

资料来源：美联储 H.15；作者计算

图 4 决议日名义收益率变动拆解



资料来源：美联储 H.15；作者计算

加息推高了实际利率（紧缩效应），但同时强化了市场对美联储抗通胀决心的信任，压低了通胀补偿（信誉效应）。两股力量在长端几乎完全抵消，这是 10 年期和 30 年期收益率在决议日“几乎不动”的根本原因。

5.4 久期决定盈亏

三只券的 DV01 之比约为 1:4.2:7.9。虽然 2 年期对政策最敏感，但在全曲线同向波动的交易日，长端的美元盈亏远大于短端。例如 9 月 17 日，全曲线回落 6-7bp，30 年期每 100 万美元面值盈利 8,739 美元，约为 2 年期（1,283 美元）的 6.8 倍。对组合管理而言，政策事件的风险敞口应以 DV01 而非收益率变动幅度来衡量。

六、展望与关注点

截至 9 月 18 日，市场计入 10 月 28 日 FOMC 再加息的概率约 55%，12 月 9 日前加息的概率约 90%。基于本次经验，我们建议用“DV01 × 超预期部分”评估下一次政策行动的影响：

$$\Delta \text{ 价格} \approx -\text{DV01} \times (\text{实际变动} - \text{已定价变动})$$

若 12 月加息如期落地，直接价格冲击可能同样有限；真正的风险在于点阵图、SEP 或主席表态相对预期的偏离。

需要关注的风险因素

- **通胀与能源价格：**中东局势推动的油价波动（WTI 约每桶 101 美元）仍是通胀预期的主要扰动源。
- **长端期限溢价：**财政供给压力和海外需求变化（特别是日本资金回流，详见姊妹报告《锚的松动》）可能使长端收益率独立于政策利率而上行。
- **政策路径意外：**点阵图显示的年内再加息预期，以及对 2027 年的明显分歧，意味着每次会议都可能带来“超预期”。

表 7 关键日程

日期	事件
10 月 27-28 日	FOMC 会议（市场计入约 55%的加息概率）
10 月 29-30 日	日本央行会议（发布展望报告）
12 月 8-9 日	FOMC 会议（含 SEP 与点阵图；12 月 9 日前加息概率约 90%）
每月	CPI、PCE 通胀数据；10 年期与 30 年期国债拍卖

附录 A 每日收益率数据

表 A1 美债 CMT 收盘收益率（2026 年）

日期	2 年期	10 年期	30 年期
8 月 25 日	4.17%	4.64%	5.17%
8 月 26 日	4.19%	4.66%	5.18%
8 月 27 日	4.20%	4.67%	5.19%

日期	2 年期	10 年期	30 年期
8 月 28 日	4.34%	4.73%	5.22%
8 月 31 日	4.34%	4.75%	5.25%
9 月 01 日	4.39%	4.79%	5.27%
9 月 02 日	4.39%	4.79%	5.27%
9 月 03 日	4.34%	4.77%	5.25%
9 月 04 日	4.37%	4.78%	5.24%
9 月 08 日	4.39%	4.80%	5.25%
9 月 09 日	4.43%	4.83%	5.28%
9 月 10 日	4.56%	4.95%	5.37%
9 月 11 日	4.63%	4.96%	5.35%
9 月 14 日	4.65%	4.97%	5.34%
9 月 15 日	4.67%	5.00%	5.36%
9 月 16 日	4.74%	5.01%	5.35%
9 月 17 日	4.67%	4.94%	5.29%
9 月 18 日	4.76%	5.01%	5.34%

资料来源：美国财政部每日平价收益率曲线

附录 B 方法说明

- 债券定价采用市场惯例：半年复利，首个付息期按实际/实际天数折算。
- 2 年期新券按月末规则付息（2 月末/8 月 31 日）；10 年期与 30 年期于 2 月 15 日/8 月 15 日付息。
- $DV01 = \text{修正久期} \times \text{全价} \times 0.0001$ ，按每 100 万美元面值计。
- 以 CMT 收益率作为各新券收益率的近似；CMT 曲线本身由这些新券的报价拟合，二者差异通常很小。
- 本报告未考虑持有期票息、回购融资成本及交易成本。

资料来源

1. 美联储：FOMC 政策声明及执行说明，2026 年 9 月 16 日。
2. 美联储：H.15 Selected Interest Rates（日度），2026 年 9 月 18 日发布。
3. 美国财政部：Daily Treasury Par Yield Curve Rates，2026 年。
4. TreasuryDirect：30 年期国债拍卖结果（2026 年 8 月 13 日）。
5. 2 年期（8 月 25 日）、10 年期（8 月 12 日）国债拍卖报道：CME Group/Econoday、investingLive、Exante Data。
6. CNBC：美联储议息决议及美债市场报道（2026 年 9 月 16-17 日）；杰克逊霍尔报道（2026 年 8 月 28 日）。
7. Bloomberg：美国 2 年期收益率报道（2026 年 9 月 16 日）。
8. Trading Economics：美国 10 年期国债收益率市场评论（2026 年 9 月 17-18 日）。
9. Bondsavvy：2026 年 9 月美联储点阵图分析。
10. Investrade：Market Review（2026 年 9 月 18 日）。

免责声明

本报告基于公开数据与作者计算，仅供研究与讨论之用，不构成任何投资建议。市场数据可能存在修订；历史表现不代表未来结果。