

美债日债收益率上行，对 A 股影响几何？

2026 年 05 月 24 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 谢立昕

执业证书：S0600525080001

xielx@dwzq.com.cn

相关研究

《美债突破警戒线，港美股如何交易？》

2026-05-21

《美债收益率飙升，港股何去何从？——港股周观点》

2026-05-19

近期美债和日债收益率大幅上行，10Y 和 30Y 日债收益率亦为自 2000 年以来最高水平；30Y 美债收益率一度攀升至 5.18%，创下 2007 年以来新高，CME 甚至预期 2026 年 12 月加息一次，引发了全球资本市场对于流动性的担忧。

■ 美债利率上行对于权益市场的压制在于风险偏好回落和基本面的走弱

美债作为全球资产的宏观锚，传统的定价路径为：美债利率上行→全球流动性收紧→风险资产（权益）走弱。但从历史经验看，利率的上行不必然导致股票市场的调整：长期维度上，美股指数趋势上行，与美债波动的相关性并不高。而中期维度上，确实存在美债收益率上行而美股调整的阶段，但需要满足特定的宏观条件，例如 2021 年 11 月-2023 年 11 月：一方面，美债利率创下阶段性新高，基于传统定价路径市场的担忧导致风险偏好回落，这也是近期美债问题热度上升的导火索。另一方面，美国宏观经济走弱的压制，如 2021 年初虽然美国 CPI 同比从 2021 年 1 月的 1.4% 快速上行至 6 月的 5.3%，但彼时实际利率（Tips）维持在 -1% 左右波动未明显走高，直到 2021 年 11 月美国 PMI 开始走弱，美股才迎来阶段性调整。总体而言，美债利率上行对权益市场的压制在于风险偏好回落和基本面的走弱。

油价上行的不确定性仍是当前美债的核心扰动因素。宏观经济角度，代表美国财政周期的 M2 同比领先代表美国经济周期的工业生产指数约 12 个月；即当前货币政策尚未转向的情境下，美国工业仍处于修复状态，持续的耐用品补库维持美国的经济韧性。因此，即使美债利率持续走高，但若实际利率（Tips）并未大幅上行，亦不需过度担忧。风险偏好角度，市场担忧霍尔木兹海峡持续封锁导致的原油供需缺口进一步扩大，进而抬升通胀预期，美联储转向加息。对于美伊冲突而言，仍具有较大不确定性，若冲突加剧导致的原油价格进一步抬升，仍需要考虑风险偏好回落对于权益市场的压制。

■ 美债利率上行，A 股风格偏价值，但可以配置产业趋势、红利和逆周期调节方向

对于 A 股而言，美债利率上行压力从两方面传导。其一，宏观经济角度：美债利率影响企业融资成本，压制美国作为需求端的经济活力，进而导致中国出口端承压拖累，直至 2023 年 7 月中国当月出口同比触底回升。其二，资金面角度：美债利率上行抬升美元指数，人民币汇率承压，资本流通受到压制。上一轮美联储加息期间，美元兑离岸人民币从 6.3 快速上升至 2022 年 10 月的 7.37；而中国银行结汇增速自 2021 年 11 月的 28.36% 快速下行至 2023 年 9 月的 -17.44%。另外，2023 年 8 月开始北向资金连续 6 个月大幅流出，合计约 2200 亿。成长风格对微观资金变动更加敏感，因此美债利率上行期间，A 股的价值风格明显占优。

但若美债利率上行空间有限，则可以伺机寻找结构性的进攻机会。我们以 2022 年 11 月-2023 年 11 月为例（实际利率上行，国内经济弱修复）：

（1）产业趋势：2022 年 11 月 ChatGPT 正式上线，AI 大模型不断迭代，传媒、计算机表现靠前；而同时算力需求激增，英伟达业绩高增长推动 CPO 产业爆发。（2）红利风格：由于实际利率的大幅走高，投资者偏好稳定现金流资产，以非银、石化、银行为主的红利风格持续跑出超额。

（3）逆周期调节：一方面耐用品补贴延续，家电、汽车等耐用品消费维持较高增长；另一方面俄乌冲突背景下能源安全战略，提高对于泛能源领域的资本开支。

■ 日债利率上行收缩流动性，对 AH 股影响较弱

过去全球资金借入零息日元投资 A 股、港股、美股等风险资产，或因为日债利率持续上行而导致资金流出。2024 年 3 月日本央行结束 8 年负利率、取消 YCC 时，美股对于全球“负利率时代终结”有所定价；2024

年美元兑日元从 7 月的 161.96 快速下降至 8 月的 141.69，日本外汇储备自 4 月大幅减少 659 亿美元，导致日元的套息交易大量平仓。瑞银集团估计日元套利交易规模高达 5000 亿美元，截至 8 月初摩根大通认为套利平仓交易大约完成了 50%-60%。这一行为，导致全球流动性趋紧，北向资金 6-8 月合计流出约 900 亿（数据仅披露至 2024 年 8 月 16 日），成长股大跌。

由于 2024 年的套利平仓风险大幅出清，2025 年后日债利率持续上行，但对港股等风险资产影响相对有限。而对于 A 股而言，伴随人民币升值，日元兑人民币创下历史新低为 4.256，人民币结汇加速，一定程度上平抑日债上行的压力。虽然 2025 年 Q1-2026 年 Q1 合计 5 个季度，北向流出 237 亿，但持仓市值则提升至 25772 亿（2024 年底为 22057 亿）。整体而言，A 股对于日债利率上行更为脱敏。

■ 若美债利率上行则可增配红利，AI 主线不变但需着重关注业绩兑现

根据前述，日债影响对 A 股影响有限；核心需要关注油价波动对于美债利率的影响。若后续美债利率进一步上行，则当前 A 股配置考虑两个方向：其一是红利，实际利率上行，则稳定现金流资产占优，可适当增配红利；其二是 AI 产业方向，一方面享受 AI 的产业趋势，另一方面 AI 亦是当前扩表的主力。

我们上周《“科技扩表”，这次不一样？》中提到，从广义资产负债表框架来看，过去的经济扩张与收缩主要由政策主导，因此在经济过热或通胀上行时，政府能够通过财政与货币政策收紧有效为市场降温。但当前，扩表的主导力量正从政府部门切换至科技产业部门。科技资产市值上行源于产业进步，并通过更强的正反馈机制自我强化。在“供给创造需求”的科技赛道中，对高利率的敏感度相对较弱。即使悲观情景下后续美联储可能加息，产业趋势本身的高景气与强资本吸引力，使其具备持续获取低成本资金、延续资本开支扩张的能力。因此，以英伟达等为核心的 AI 链仍是当前的核心主线。

但需要注意产业趋势中业绩尚未兑现对于估值的压力。高估值板块的盈利往往在 2-3 年后，远期现金流占比较高；当无风险利率上行时，未来现金流折现价值下降，进而导致估值回落。因此，基于高估值板块的盈利远期化，对折现率弹性更敏感；所以当美债利率上行时，往往低估值板块更受益，完全符合的 A 股的过往经验。因此，对于 AI 方向中，业绩尚未兑现或估值较高的远期科技板块或面临调整压力。

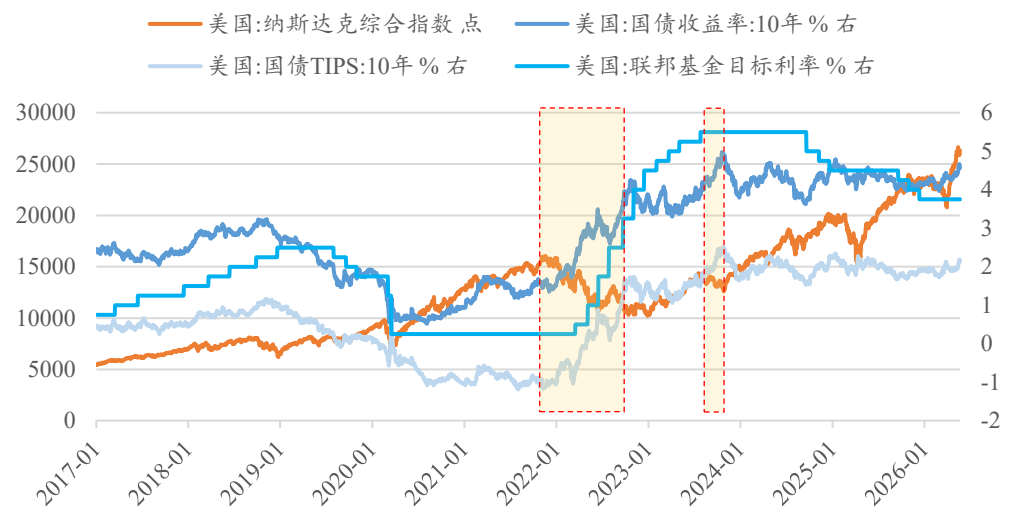
■ 风险提示：国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1：联储预期 2026 年 12 月或降息一次

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL-CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES					
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2026-06-17	0.0%	96.0%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-07-29	0.0%	81.6%	17.8%	0.6%	0.0%	0.0%
2026-09-16	0.0%	60.3%	34.4%	5.1%	0.2%	0.0%
2026-10-28	0.0%	48.3%	39.6%	10.9%	1.1%	0.0%
2026-12-09	0.0%	32.1%	42.5%	20.6%	4.4%	0.4%
2027-01-27	0.0%	26.2%	40.6%	24.6%	7.4%	1.1%
2027-03-17	0.0%	19.6%	37.0%	28.6%	11.7%	2.7%
2027-04-28	0.0%	17.1%	34.7%	29.7%	13.9%	3.9%

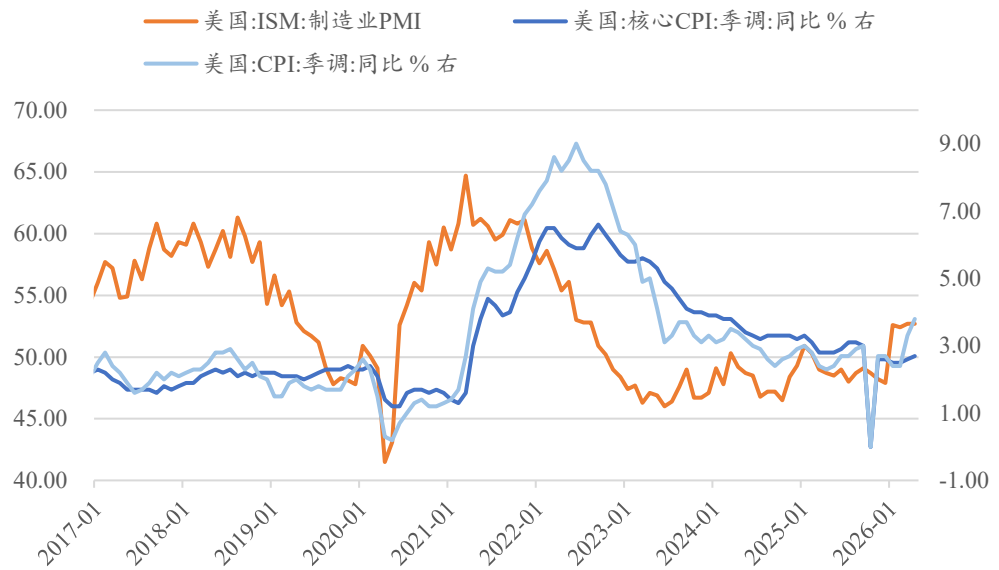
数据来源：CME，WIND，东吴证券研究所（注：时间截至 2026 年 5 月 23 日）

图2：美债和纳指的相对表现



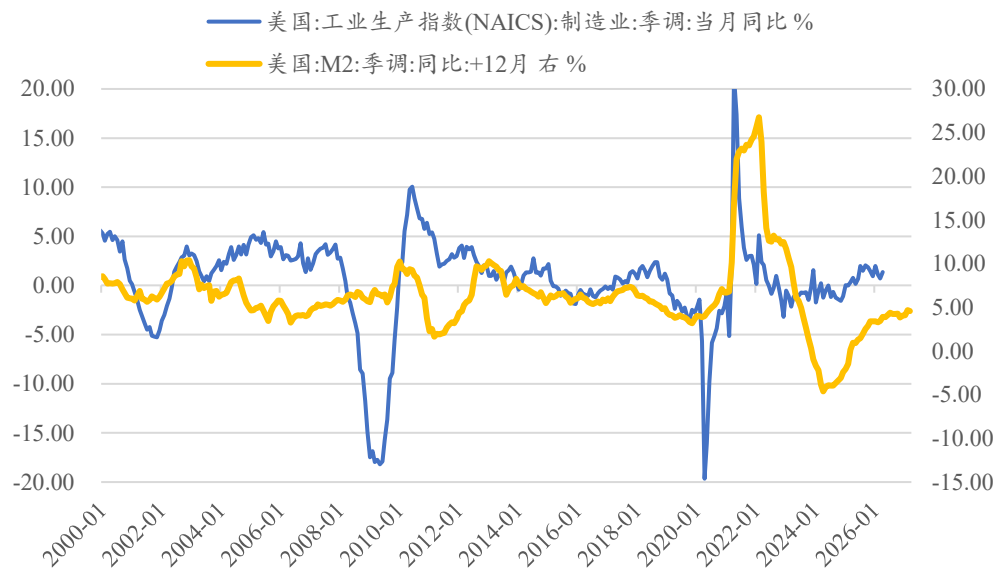
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图3：2021年11月美国制造业 PMI 开始回落



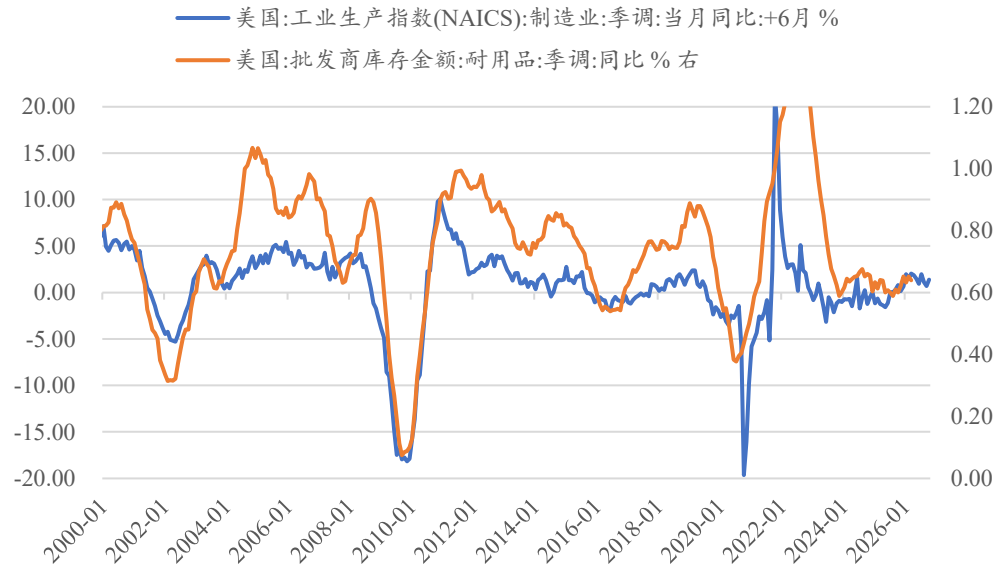
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图4：美国的 M2 同比领先工业生产指数约 12 个月



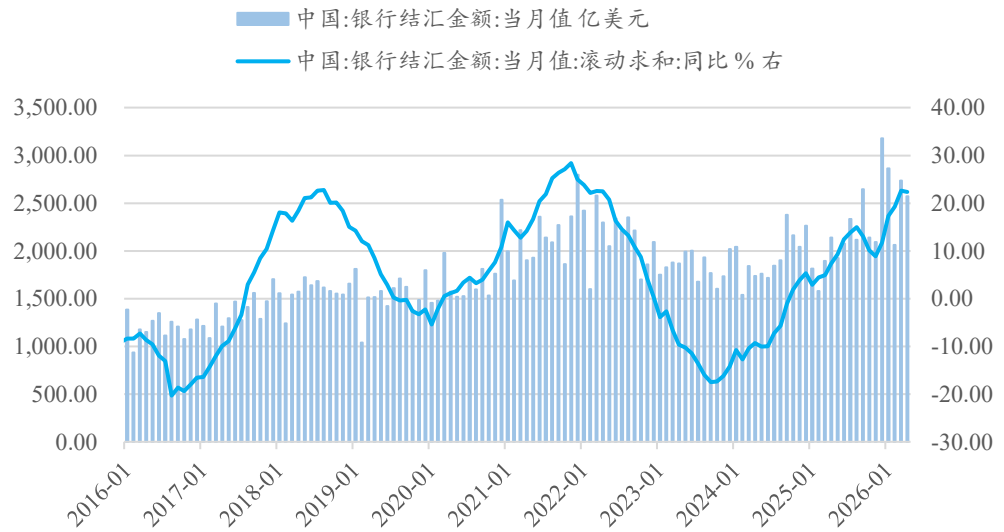
数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：+12月为M2前置12个月）

图5：美国的工业生产指数领先美国库存周期约 6 个月



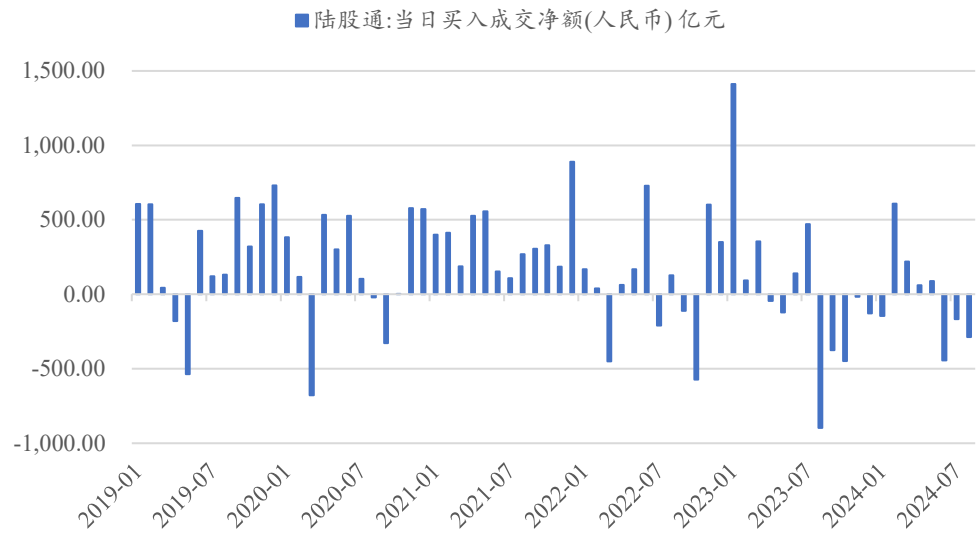
数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：+6 月为工业生产指数前置 6 个月）

图6：美债利率上行期间，中国银行结汇增快速下行至 2023 年 9 月的-17.44%



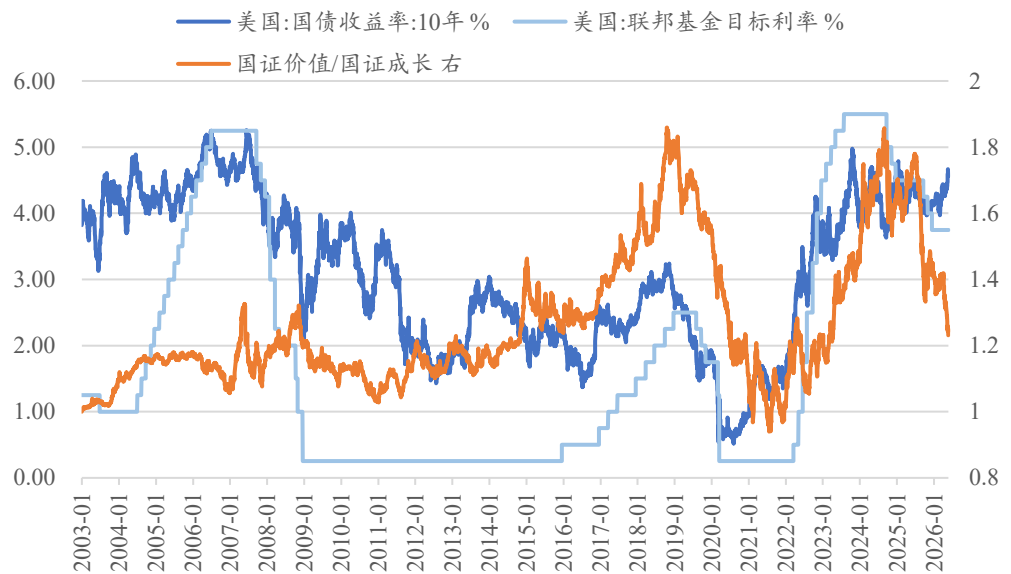
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图7：北向资金在 2023 年-2024 年大幅流出



数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：陆股通数据仅截至 2024 年 8 月 16 日）

图8：美债利率上行，价值风格占优



数据来源：WIND，东吴证券研究所



表1：2023 年 A 股中石化、公用、电力、煤炭的资本开支占比约为 38%

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025Q1	2025H2	2025Q3
石油石化	13.7%	11.1%	15.8%	18.2%	19.3%	12.8%	15.1%	14.4%	13.7%	14.0%	12.3%	11.9%	12.7%
公用事业	11.6%	11.3%	9.5%	7.4%	8.8%	9.6%	8.8%	11.1%	12.7%	14.5%	11.8%	12.4%	12.1%
电力设备	2.5%	2.8%	3.6%	2.9%	3.8%	3.8%	6.4%	7.8%	8.1%	5.7%	7.0%	5.9%	5.7%
通信	7.2%	8.1%	5.8%	5.0%	4.8%	8.1%	9.5%	7.1%	7.4%	6.5%	7.0%	7.1%	7.3%
电子	3.1%	4.4%	4.8%	5.3%	4.6%	5.7%	6.5%	6.1%	5.6%	6.3%	8.6%	8.5%	9.0%
汽车	3.4%	3.8%	3.8%	4.2%	3.7%	2.4%	4.4%	5.5%	4.4%	5.3%	6.7%	7.2%	6.1%
建筑装饰	7.6%	5.9%	9.0%	8.1%	8.6%	11.4%	5.6%	5.4%	6.3%	6.3%	5.5%	6.0%	5.5%
银行	10.6%	13.6%	8.5%	8.8%	6.5%	6.7%	6.1%	5.0%	5.3%	6.7%	5.6%	6.8%	8.2%
基础化工	2.8%	2.2%	2.8%	2.7%	2.8%	3.2%	3.8%	4.9%	4.3%	3.6%	4.8%	4.3%	4.9%
交通运输	5.2%	7.7%	6.9%	7.1%	4.4%	5.1%	5.0%	4.7%	4.8%	5.6%	4.5%	4.6%	4.9%
煤炭	4.1%	3.3%	2.5%	2.5%	2.4%	2.6%	2.4%	3.6%	3.6%	5.9%	3.6%	4.1%	2.7%
有色金属	2.2%	2.1%	2.5%	2.5%	2.7%	2.4%	2.2%	2.8%	3.3%	2.6%	3.1%	3.4%	3.1%
医药生物	1.9%	1.7%	2.3%	2.5%	2.3%	2.7%	3.2%	2.8%	2.5%	2.2%	2.7%	2.3%	2.4%
钢铁	5.6%	2.9%	2.4%	2.0%	2.0%	2.5%	1.6%	2.3%	2.2%	1.6%	1.9%	2.0%	1.5%
非银金融	3.9%	4.5%	3.5%	3.9%	2.8%	2.2%	2.4%	2.1%	2.0%	1.8%	1.5%	1.5%	1.3%
机械设备	2.3%	1.7%	1.7%	2.0%	2.1%	1.6%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.4%
建筑材料	0.7%	1.1%	0.9%	1.0%	1.2%	1.0%	2.2%	1.6%	1.4%	1.1%	1.0%	0.9%	1.0%
房地产	1.9%	2.0%	2.8%	3.6%	4.3%	3.9%	2.7%	1.5%	1.8%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%
农林牧渔	1.2%	1.3%	1.6%	1.3%	2.7%	3.6%	2.0%	1.5%	1.2%	1.0%	1.3%	1.1%	1.2%
环保	1.0%	1.4%	1.8%	1.7%	2.3%	1.7%	1.0%	1.2%	1.2%	0.9%	1.3%	0.9%	0.9%
食品饮料	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	1.2%	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%
计算机	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.1%
家用电器	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%	1.1%
轻工制造	0.8%	0.6%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	1.0%	1.3%	1.1%
国防军工	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
商贸零售	1.7%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.6%	0.4%	0.5%
传媒	1.1%	1.3%	1.2%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
纺织服装	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
社会服务	0.3%	0.4%	0.4%	0.1%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
美容护理	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
综合	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

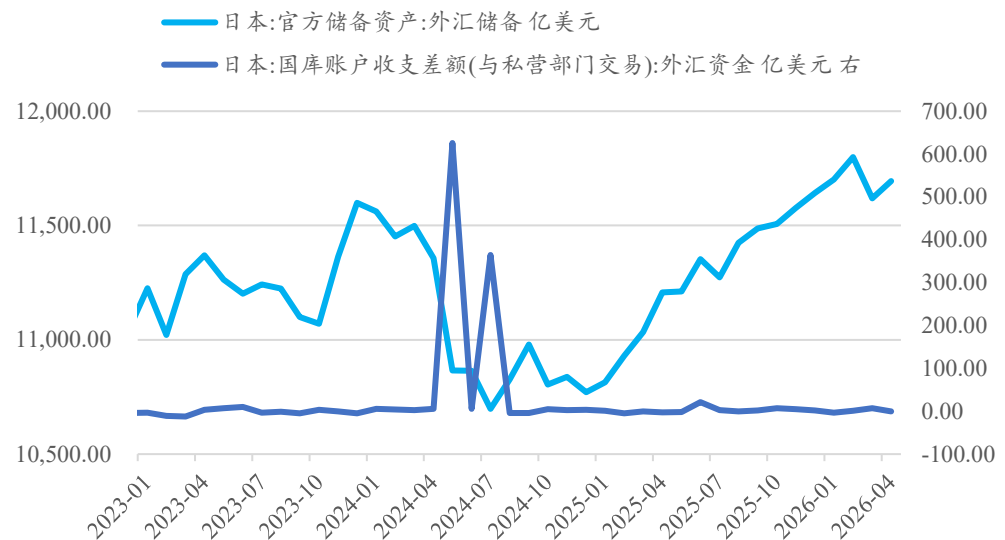
数据来源：WIND，东吴证券研究所（注：资本开支为上市公司报表中在建工程和无形资产的现金支出）

表2：美债利率上行期间，A股各行业表现

证券代码	证券简称	区间涨跌幅	区间自最低价的最大涨幅
		2022年11月1日-2023年10月31日 %	2022年11月1日-2023年10月31日 %
801760.SI	传媒(申万)	32.74	92.58
801110.SI	家用电器(申万)	19.91	32.16
801790.SI	非银金融(申万)	18.83	40.19
801770.SI	通信(申万)	18.70	62.05
801120.SI	食品饮料(申万)	15.09	41.14
801130.SI	纺织服装(申万)	12.76	23.02
801960.SI	石油石化(申万)	10.26	25.58
801780.SI	银行(申万)	9.33	28.24
801880.SI	汽车(申万)	8.03	20.87
801140.SI	轻工制造(申万)	7.84	28.87
801750.SI	计算机(申万)	6.63	51.06
801080.SI	电子(申万)	6.27	12.54
000001.SH	上证指数	4.33	18.03
801720.SI	建筑装饰(申万)	3.32	5.84
801040.SI	钢铁(申万)	2.71	7.40
000300.SH	沪深300	1.82	4.12
801160.SI	公用事业(申万)	1.22	4.55
801890.SI	机械设备(申万)	0.17	6.23
801150.SI	医药生物(申万)	-0.94	11.45
801710.SI	建筑材料(申万)	-1.85	5.30
801970.SI	环保(申万)	-2.64	7.50
801230.SI	综合(申万)	-3.50	8.44
801210.SI	社会服务(申万)	-5.88	6.24
801050.SI	有色金属(申万)	-6.61	6.75
801170.SI	交通运输(申万)	-6.69	6.27
801180.SI	房地产(申万)	-7.26	3.76
801950.SI	煤炭(申万)	-7.27	16.91
801030.SI	基础化工(申万)	-8.11	7.45
801010.SI	农林牧渔(申万)	-8.39	9.35
801980.SI	美容护理(申万)	-13.51	5.04
801740.SI	国防军工(申万)	-14.72	5.98
801200.SI	商贸零售(申万)	-14.90	5.93
801730.SI	电力设备(申万)	-25.11	7.43

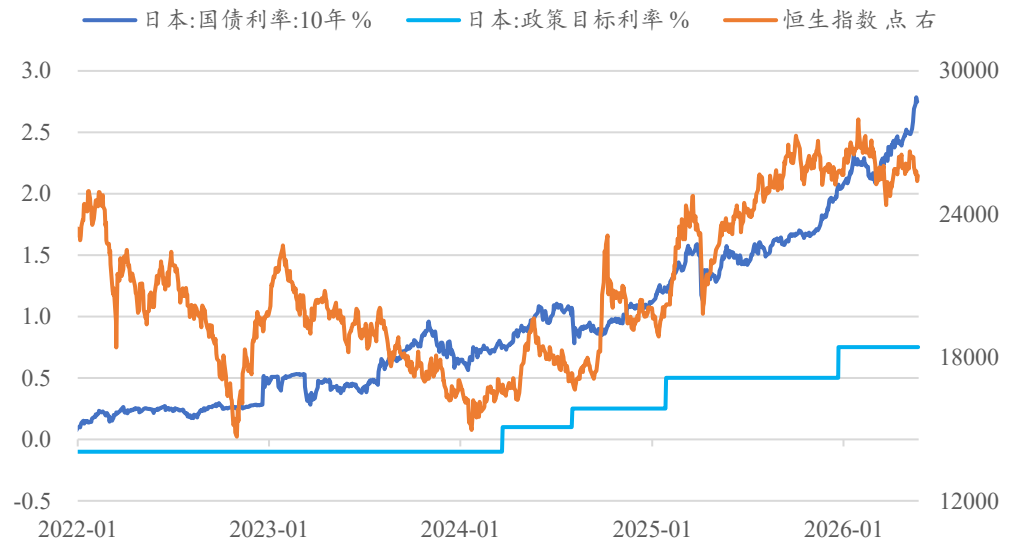
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图9：日债上行，对港股影响有限



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图10：日债上行，2025年后对港股影响有限



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图11：美债收益率上行，高估值受到压制



数据来源：WIND，东吴证券研究所

免责及评级说明部分



免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>