

供给冲击与主权风险重估：

近期发达国家国债市场分析与展望

核心观点

- 随着财政成为债券定价的核心变量，发达国家国债作为绝对无风险资产的底层逻辑开始松动，主权风险面临重估。
- 受制于通胀预期和财政扩张，美债利率短期或维持高位震荡，中期关注通胀冲击与增长放缓的交替。
- 英债收益率短期预计继续偏高波动，长债对政治不确定性、能源价格和财政纪律信号更敏感。中期来看，整体市场情绪仍较为脆弱。
- 由于通胀粘性、央行正常化预期和财政压力持续存在，日本将持续处于真实中性利率重估的过程中。

摘要

发达经济体主权风险重估

随着财政主导成为债券定价的核心变量，发达国家主权风险面临重估。市场根据各国的政治稳定性、财政纪律定力以及经济内生增长动能，重新为其定价，成为近期主要债券市场持续动荡、期限利差走阔的深层原因。

美债：通胀冲击、增长压制与AI投资

短端受制于美联储动向，年内降息预期消解。长端期限溢价与通胀预期及供需失衡有关。美债不再是无条件的避险资产，其避险属性取决于冲击的实质。如果冲击来自需求走弱，美债仍可避险；但如果冲击来自油价、能源、财政供给或供应链，美债可能和风险资产一起承压。AI已经成为利率分析变量。AI相关的数据中心和芯片投资仍在快速增长；这种投资对总需求的贡献，可能意味着当前中性利率高于疫情前水平。

英债：定价政治不确定性与财政信用

政治不确定性是近年来引发英债市场无序动荡的主要动因，财政信用与政策可信度成为关键定价因素。当前斯塔默的首相地位面临着党内强烈的挑战。市场担忧左翼倾向领导人上台引发大规模赤字扩张，形成债务螺旋。此外中东冲突导致的全球能源价格暴涨。高通胀触发了指数化关联的养老金和福利支出的大幅攀升，也导致财政压力上升。

日债：市场接管国债市场定价权

随着日央行货币政策正常化的推进，日债市场寻找新的定价锚。基准利率抬升的同时，投资者也寻求更高的期限溢价作为风险补偿。此外，日本政府新预算引发了市场对日本公共财政持续恶化和通胀失控的恐慌，也推高了长端国债利率。

宏观经济

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-56135177

SAC 编号:S1440510120015

SFC 编号:BEO134

刘天宇

liutianyu@csc.com.cn

010-56135236

SAC 编号:S1440524010003

发布日期：2026年05月27日

目录

一、发达经济体国债市场共振	1
二、美债：通胀冲击、增长压制与 AI 投资	2
三、英债：政治不确定性与财政信用风险定价	5
四、日债：市场结构剧变下的真实中性利率重估	6
五、美英日国债市场展望	7
风险分析	8

图目录

图 1:年初以来主要发达经济体 10Y 国债收益率（%）	1
图 2:美伊战争以来主要经济体 10Y 国债收益率变化（bp）	1
图 3: 各国通胀率（同比，%）	2
图 4: 美日欧英政府总债务率（%GDP，2026-2027 为预测值）	2
图 5: 美国:国债拍卖竞拍倍数:2 年	3
图 6: 美国:国债拍卖竞拍倍数:10 年	3
图 7: 当前美国就业形势平稳（人）	3
图 8: 美国 GDP 增速低于预期（%）	3
图 9:外国投资者、联储持有美国国债比例（%）	4
图 10: 美国财政部季度净融资规模（十亿美元）	4
图 11: 英国国债利率走势（%）	5
图 12:英国财政支出结构	6
图 13:英国政府债务率（占 GDP 比例）在欧洲偏高	6
图 14: 美日利差与日元汇率走势分化	7
图 15:日本政府债务率预计再度上升	7

表目录

表 1: AI 资本开支对美债利率的影响	4
----------------------	---

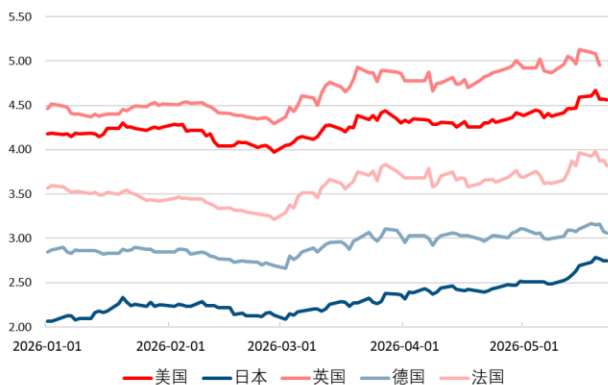
一、发达经济体国债市场共振

发达经济体近期国债收益率趋势性上行。截至 5 月 27 日，10Y 美债利率仍在 4.5% 以上，30Y 美债在 5% 以上。10Y 日债收益率 5 月下旬约 2.70%，过去一个月上行约 22bp、较去年同期上行约 120bp；10Y 英债收益率接近 4.9%，30Y 利率仍在 5.6% 左右。

从共性角度来看，本轮发达经济体国债收益率共振上行的原因包括：

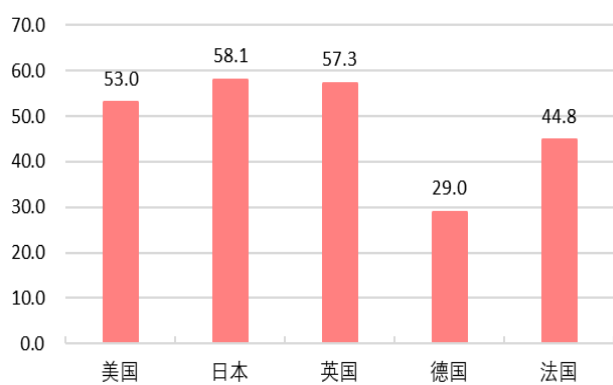
中东战争持续，各国通胀预期大幅提升。美伊战争引发能源供应冲击，国际原油价格飙升 50% 以上，供给侧冲击引发全球范围内通胀预期上行，打断了主要发达经济体央行的降息路径。美国 4 月 CPI 同比反弹至 3.8%，创下 2023 年 5 月以来的新高，其中能源成本同比飙升近 17.9%，核心 PCE 亦出现显著反弹。英国 4 月 CPI 同比 2.8%，但主要原因在于，中东战争爆发前，英国政府下调了能源价格上限。市场普遍预计，随着 7 月能源价格上限重新设定，通胀率将迅速反弹至 4% 以上。日本 4 月整体通胀率降至 1.4%，但在很大程度上是被政府能源补贴人为压低，随着原油价格上涨以及日元急剧贬值推高进口成本，日本央行已将本财年核心通胀预测大幅上调至 2.8%。

图 1:年初以来主要发达经济体 10Y 国债收益率 (%)



数据来源: wind, 中信建投证券

图 2:美伊战争以来主要经济体 10Y 国债收益率变化 (bp)

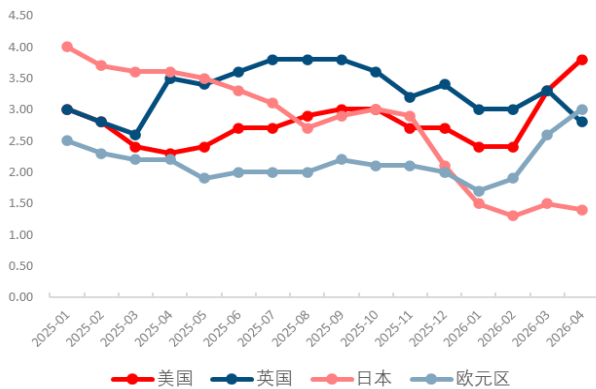


数据来源: wind, 中信建投证券, 时间为 2 月 27 日至 5 月 26 日

发达国家的政治转向与财政问题，推高了主权信用风险溢价。2025 年以来，美国、日本及欧洲主要国家政治选举结果趋向保守，引发更多的财政扩张和军备投入，美国通过无休止地增加发债规模来支持其产业回流政策与庞大的福利开支；日本在高企的国债基数上，仍试图通过编制额外的补充赤字预算来发放能源补贴；英国则因为通胀导致福利与利息刚性支出暴涨，进而引发政府借贷激增。市场对财政失控的担忧持续上升。

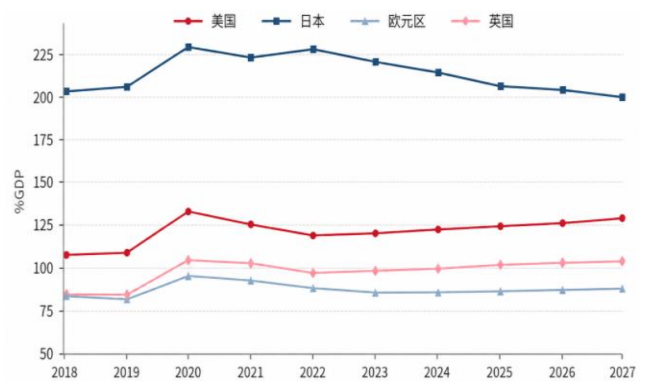
由于通胀黏性，央行无法迅速降息以压低政府融资成本，债券市场由此对主权信用进行重估。市场不再盲目相信发达国家的主权债务是绝对的无风险资产，而是根据各国的政治稳定性、财政纪律定力以及经济内生增长动能，重新为其定价。

图 3: 各国通胀率（同比，%）



数据来源: wind, 中信建投证券

图 4: 美日欧英政府总债务率（%GDP, 2026-2027 为预测值）



数据来源: IMF WEO2026 年 4 月, 中信建投证券

二、美债：通胀冲击、增长压制与 AI 投资

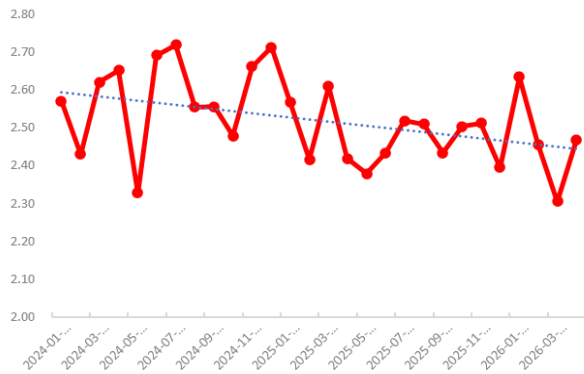
短端受制于美联储动向，年内降息预期消解。受中东冲突升级影响，4 月份能源价格折合年率暴涨 17.9%，其中汽油价格飙升 19%，燃料油价格暴涨 44%。尽管核心通胀涨幅略低于预期，表明新的通胀压力尚未全面渗透到更广泛的经济领域，但整体通胀的高企已经客观上封死了美联储的短期操作空间。

长端期限溢价与通胀预期及供需失衡有关。从供给端来看，美国财政部 1-3 月实际净融资规模达到 5770 亿美元，4-6 月预计借款 1890 亿美元，较 2 月估计上调 790 亿美元；而 7-9 月预计借款将达到 6710 亿美元。按 FY2026（2025 年 10 月-2026 年 9 月）全年看，预计私有部门持有净市场化借款中位数约 1.99 万亿美元。

从需求端来看，由于伊朗战争引发的能源冲击和汇率剧烈波动，外国政府为了稳定本国货币，正在大举抛售美国国债。3 月，排名前 10 的美债海外持有国（地区）中，有 7 个削减了美债头寸。其中，沙特减持 108 亿美元，阿联酋减持 58 亿美元至 1141 亿美元，其核心原因在于中东战争的爆发严重破坏了传统的石油美元循环贸易机制。日本为维持日元汇率，大幅减持美债 477 亿美元。中国减持 410 亿美元。总体而言，外国持有的美国国债总额从 2 月份的 9.49 万亿美元下降至 3 月份的 9.35 万亿美元，其中，外国官方持有额下降 1087 亿美元。

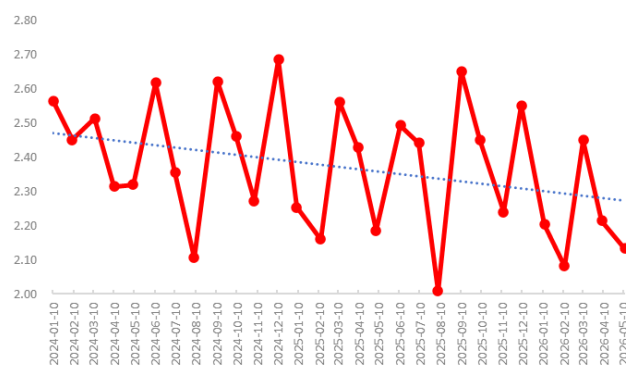
这一背景下，美债不再是无条件的避险资产，其避险属性取决于冲击的实质。如果冲击来自需求走弱，美债仍可避险；但如果冲击来自油价、能源、财政供给或供应链，美债可能和风险资产一起承压。

图 5: 美国:国债拍卖竞拍倍数:2 年



数据来源: wind, 中信建投证券

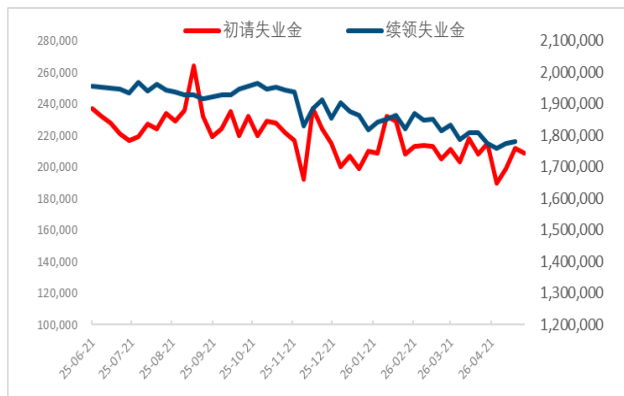
图 6: 美国:国债拍卖竞拍倍数:10 年



数据来源: wind, 中信建投证券

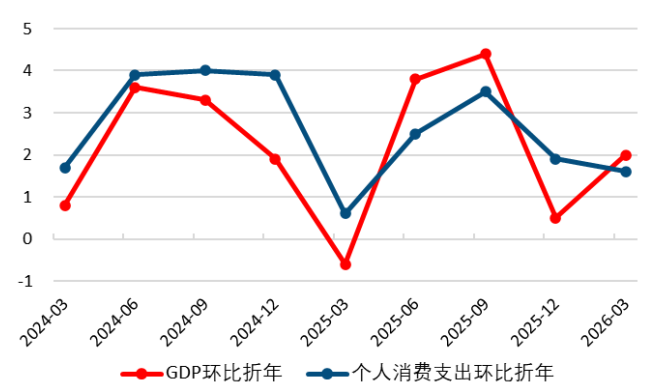
美债未来需关注通胀冲击与增长放缓的交替。当前美国经济的内生需求依然具备一定的韧性，但已经出现一定程度的边际减速。第一季度美国实际国内生产总值（GDP）按年率计算增长 2.0%，低于市场普遍预期的 2.3%。就业形势总体平稳，短期内降息预期尚未回潮。

图 7: 当前美国就业形势平稳 (人)



数据来源: wind, 中信建投证券

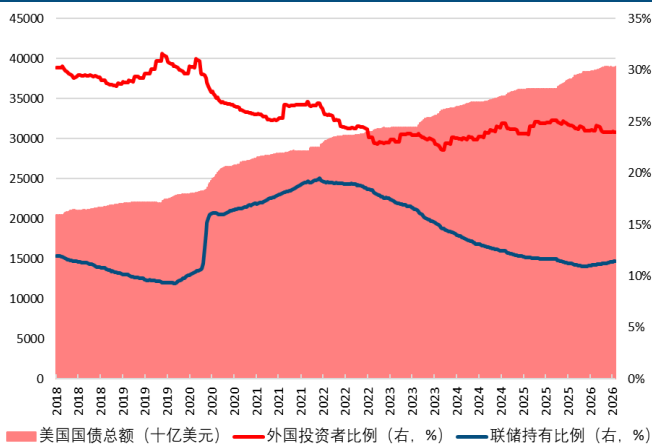
图 8: 美国 GDP 增速低于预期 (%)



数据来源: wind, 中信建投证券

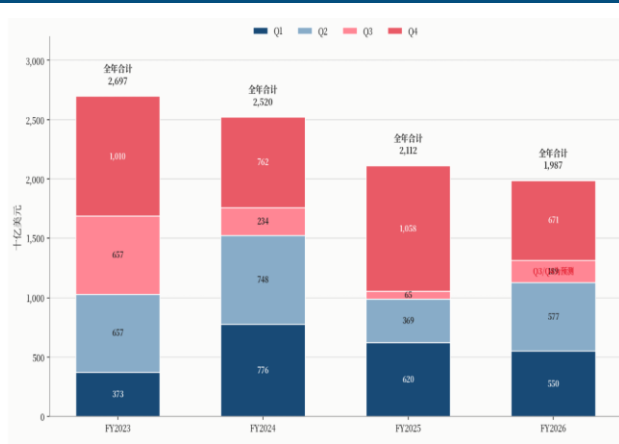


图 9:外国投资者、联储持有美国国债比例 (%)



数据来源：wind，中信建投证券

图 10: 美国财政部季度净融资规模（十亿美元）



数据来源：美国财政部，中信建投证券

AI 已经成为利率分析变量。AI 资本开支本质上是企业部门的大规模投资需求，包括数据中心、GPU、服务器、芯片、冷却系统、电力设备、输电网络、土地和专业劳动力等。AI 资本开支支撑增长、增加能源需求、推高企业融资需求，也可能改善生产率；它同时影响通胀、增长、信用供给和美联储政策路径。美联储理事 Lisa Cook 在 2026 年 2 月讲话中明确提到，尽管利率处于过去 20 年来相对较高水平，AI 相关的数据中心和芯片投资仍在快速增长；这种投资对总需求的贡献，可能意味着当前中性利率高于疫情前水平。

对美债收益率而言，AI CapEx 可能推高短端政策利率预期。如果 AI 投资使美国经济保持韧性，市场就会减少对美联储降息的押注。尤其当 AI 投资和能源价格、工资压力、财政赤字叠加时，市场容易把降息周期重新定价为更久维持高利率。

表 1: AI 资本开支对美债利率的影响

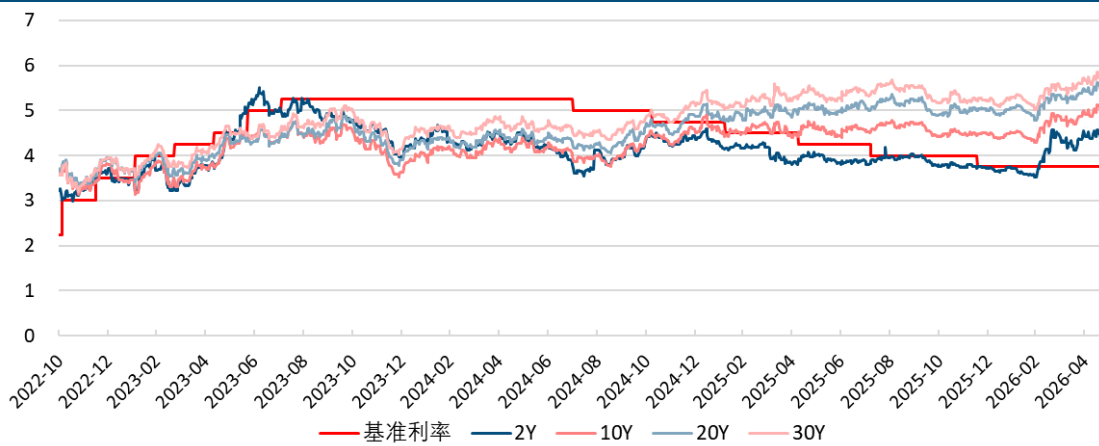
利率组成	AI CapEx 的影响	方向
政策利率预期	投资强劲，经济韧性增强，央行降息空间下降	短期推高
实际中性利率	资本需求和资本回报率上升	中期推高
通胀预期	电力、芯片、建筑、劳动力瓶颈推高成本	短期推高
期限溢价	公司债、数据中心 ABS、私募信贷供给增加	推高长端
信用利差	债务融资增加，投资回报不确定性上升	分化，弱资质主体利差上行
长期通胀	若 AI 提高效率、降低单位成本	长期可能压低
长期政策利率	若提高潜在增长率，但通胀受控	可能维持较高的实际利率

资料来源：中信建投证券

三、英债：政治不确定性与财政信用风险定价

5月中旬，受地缘政治恶化和国内政治危机的双重打击，10年期英债收益率一度直线飙升至近5.2%的2008年金融危机后高位，而对长期政府财政负担尤为关键的30年期国债收益率触及了5.85%的警戒线，创下近30年来的最高纪录。短端来看，2年期英债收益率也居高不下，维持在4.3%以上的高位。

图 11: 英国国债利率走势 (%)



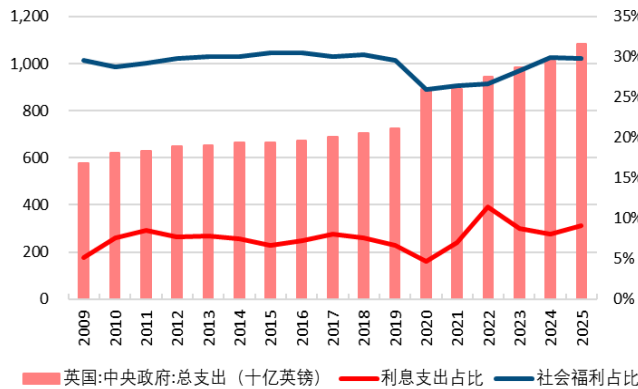
数据来源：wind，中信建投证券

英国经济目前正深陷滞胀困境。从经济增长数据来看，2026年第一季度英国GDP环比增长0.6%。然而，脆弱的通胀结构对经济的冲击更加显著。中东冲突导致的全球能源价格暴涨，对英国经济的负面影响远大于能源基本实现自给的美国。4月，英国公共部门净借款达到243亿英镑，比2025年同期高出49亿英镑，大幅超预期。财政借款激增的核心原因，在于高通胀触发了指数化关联的养老金和福利支出的大幅攀升。由于国债利息支出已经占到财政总支出的约10%，英国的财政腾挪空间已经被大幅压缩。

英债近年来更接近新兴市场逻辑，政治不确定性是近年来引发英债市场无序动荡的主要动因，财政信用与政策可信度成为关键定价因素。当前英国财政锚主要是财政大臣里夫斯设定的财政规则：日常预算到2029/30年实现平衡或盈余，公共部门净金融负债占GDP比重在目标年份下降。然而，在近期的地方选举中，工党表现不佳，斯塔默的首相地位面临着党内强烈的挑战。市场担忧具有较强左翼色彩的安迪·伯纳姆继任。伯纳姆曾多次公开严厉抨击英国政治过于受制于债券市场，呼吁政府应该摆脱外国贷款人的掣肘，主张将国家能源和水务基础设施重新国有化、推行庞大的地方公共住房建设工程，以及在现有的严格财政规则之外，通过每年额外借贷高达400亿英镑来支持公共服务和国防支出。受2022年特拉斯事件影响，英国债市对无资金来源的政策承诺极其敏感。投资者担忧，一旦英国政府领导层更迭并

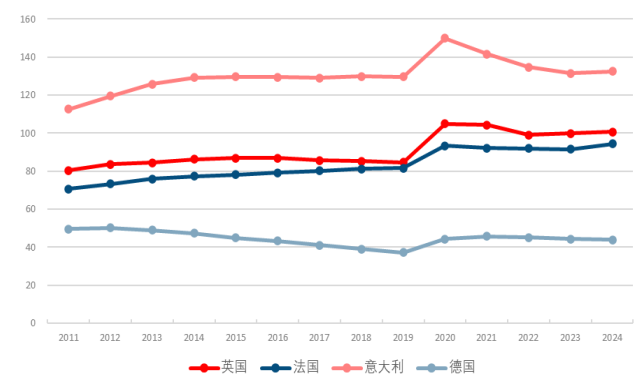
果真转向大规模的财政刺激和赤字扩张，在当前已经接近 100% GDP 的高债务杠杆下，英国的债务规模将彻底失控并引发债务螺旋。

图 12:英国财政支出结构



数据来源: wind, 中信建投证券

图 13:英国政府债务率（占 GDP 比例）在欧洲偏高（%）



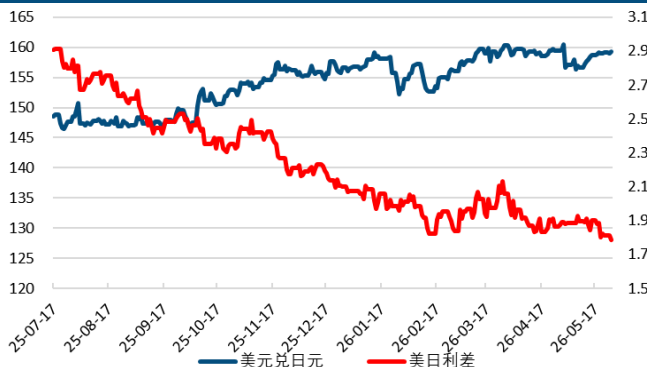
数据来源: wind, 中信建投证券

四、日债：市场结构剧变下的真实中性利率重估

随着日央行货币政策正常化的推进，日债市场寻找新的定价锚。长达数十年的超宽松货币政策和收益率曲线控制（YCC）框架的终结，引发持续的资产重定价，在这一过程中，市场寻求更高的期限溢价作为风险补偿。2026 年 5 月中下旬，10Y 新发日本国债（JGB）收益率在东京市场一度升至 2.8%，创下 29 年以来的历史新高。在短端，2Y 日债收益率也攀升至 1.42% 左右，而超长端，20Y、30Y 和 40Y 国债的收益率也分别升至 3.6%、3.9% 和 4.2% 附近的高位。

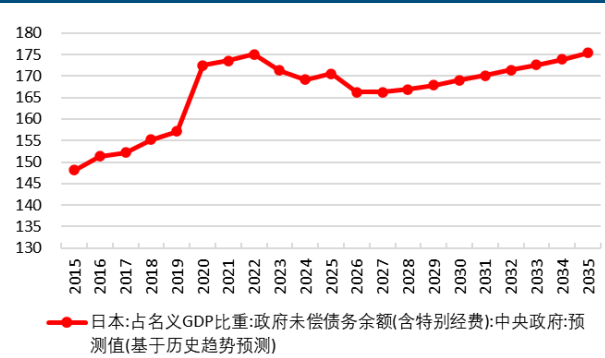
日本宏观数据释放复杂信号。一季度日本实际 GDP 实现 2.1% 的增长。私人消费和企业投资持续增加，出口也表现强劲。但中东局势的恶化对日本通胀形势造成较大负面影响。5 月中旬，首相高市早苗宣布，为缓冲中东持续紧张局势引发的原油价格飙升带来的冲击，考虑编制 2026 财年的补充预算案。该预算的主要目的是继续维持自 3 月中旬恢复的汽油补贴，并为家庭部门提供能源和电力方面的支持。新预算引发了市场对日本公共财政持续恶化和通胀失控的恐慌，也推高了长端国债利率。

图 14: 美日利差与日元汇率走势分化(%, 美元兑日元)



数据来源: wind, 中信建投证券

图 15: 日本政府债务率预计再度上升(%)



数据来源: 日本内阁府, 中信建投证券

五、美英日国债市场展望

短期看, 美债利率大概率维持高位震荡, 10 年期围绕 4.4%-4.7% 区间、30 年期围绕 5% 附近波动的概率较高; 美联储 4 月会议仍将联邦基金利率维持在 3.50%-3.75%, 并强调中东局势增加经济不确定性, 政策仍需观察通胀和就业数据。中期看, 如果油价回落、美国增长放缓、通胀重新降温, 美债中短端收益率有下行空间; 但长端受财政赤字、国债供给、去美元化倾向和 AI 资本开支支撑经济韧性的影响, 回落空间可能有限,

短期看, 英债收益率仍会偏高波动, 尤其是 10 年和 30 年期对政治不确定性、能源价格和财政纪律信号更敏感。受益于伯纳姆的政治妥协表态, 截至 5 月 27 日, 英国 10 年期国债收益率回落至 4.83%, 但仍高于一年前水平。未来, 若斯塔默下台但里夫斯留任财政大臣、且财政规则不变, 英债压力可能缓和; 若新首相同时更换财政团队, 市场会重新上调政治与财政风险溢价。中期来看, 由于财政腾挪空间有限, 整体市场情绪仍较为脆弱。

由于通胀粘性、央行正常化预期和财政压力持续存在, 日本将持续处于真实中性利率重估的过程中。不同于美、英在中东战争后期可能转向定价经济走弱, 日本市场将持续定价加息。日本国内普遍判断已经不再处于过去那种低通胀、低工资、低通胀预期的环境, 央行认为实际利率仍偏低, 且日元贬值压力较大, 因此货币政策正常化进程将持续推进。

风险分析

一是地缘政治风险可能反复扰动能源、航运和避险需求，若油价或天然气价格再度上行，将加大通胀反复压力，并压缩主要央行降息空间。二是通胀路径仍不稳定，工资、服务价格、能源价格及关税冲击均可能延缓通胀回落，使债市在降息交易和再通胀交易之间反复切换。三是财政压力和国债供给仍是长端核心风险，发达经济体面临较高债务率、利息支出和再融资需求，市场可能继续要求更高期限溢价。四是政治不确定性、央行沟通偏差等，均可能放大收益率波动。发达国家债市短期仍难摆脱高波动环境，需警惕通胀、财政与政治风险共振。

分析师介绍

黄文涛

黄文涛，经济学博士，纽约州立大学访问学者。现任中信建投证券首席经济学家、研究发展部联席负责人、中信建投机构委、投委会委员，董事总经理。兼任南开大学硕士导师、中信改革发展研究基金会咨询委员、中国首席经济学家论坛理事、中国证券业协会首席经济学家委员会委员等职务。多次参与国务院部委等机构形势分析研讨及课题研究。多年荣获新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会等最佳分析师，2016年新财富最佳分析师评比荣获固定收益第一名。2024年荣获服务高质量发展最佳首席经济学家。

刘天宇

中信建投宏观分析师，中国人民大学经济学博士，覆盖国际经济、国际关系与政治、全球化研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk