

谁主导近期美债利率：经济韧性或通胀？——全球债市研究系列（八）

发布日期：2026年06月04日

分析师：曾羽 电话 010-56135218 SAC 编号：S1440512070011

分析师：尚晓岑 电话 010-56135224 SAC 编号：S1440523100003

核心观点

通胀是本轮美债收益率上行的重要推手之一，美伊冲突引发的油价上涨是通胀升温的关键触发因素。若后续美伊冲突缓和、油价回落，能源通胀有望快速降温，进而带动整体通胀回落，为美债收益率下行提供支撑。

本轮后期（2026年5月以来）10年期美债名义收益率上行，核心驱动力来自市场对美国经济韧性的判断，通胀带来的拉动作用相对有限。拆分发现实际利率持续抬升，反映出美国经济基本面具备较强韧性。

此外，沃什就任后重塑美联储政策基调，也强化了本轮美债利率上行。财政与债务风险也是长期核心隐患，但对本轮美债走势影响有限。

短期来看，美债利率易上难下，但难再次大幅快速冲高。中长期维度，美债利率中枢大概率维持高位，同时存在阶段性回落可能。

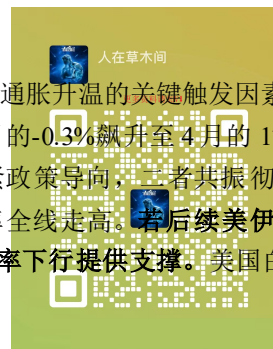
信息或事件：

2026年5月以来，市场对美国联邦利率开始定价年内加息一次。

简评：

1、近期美债利率大幅上行的原因：

通胀是本轮美债收益率上行的重要推手之一，美伊冲突引发的油价上涨是通胀升温的关键触发因素。冲突升级推升国际油价，带动美国CPI能源分项大幅反弹，能源CPI同比从2026年1月的-0.3%飙升至4月的17.5%，显著抬升整体通胀水平。能源通胀快速反弹加剧通胀粘性，叠加美联储维持偏紧政策导向，二者共振彻底扭转市场宽松预期，降息预期大幅延后、远期加息预期升温，推动各期限美债收益率全线走高。若后续美伊冲突缓和、油价回落，能源通胀有望快速降温，进而带动整体通胀回落，为美债收益率下行提供支撑。美国白宫首席经济顾问哈塞特同样表示，他相信油价最终回落将为美联储降息创造空间。



本报告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。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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 1: 美国同比 CPI (季调) 及分项

	2026/4	2026/3	2026/2	2026/1	2025/12	2025/11	最新权重 (%)
美国:CPI	3.8	3.3	2.4	2.4	2.7	2.7	100.00
美国:CPI:食品	3.2	2.7	3.1	2.9	3.0	2.6	13.56
美国:CPI:能源	17.5	12.6	0.4	-0.3	2.1	4.2	7.09
美国:CPI:能源类商品	29.2	19.4	-5.2	-7.3	-2.9	1.2	3.86
美国:CPI:能源服务	5.4	5.0	6.3	7.2	7.6	7.3	3.23
美国:核心CPI	2.7	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6	79.35
美国:CPI:商品(不含食品和能源类商品)	1.1	1.2	1.0	1.1	1.4	1.4	19.00
美国:CPI:新交通工具	0.2	0.5	0.5	0.4	0.3	0.6	3.79
美国:CPI:二手汽车和卡车	-2.7	-3.2	-3.2	-2.0	1.6	3.6	2.60
美国:CPI:服装:季调	4.2	3.4	2.5	1.8	0.6	0.1	2.51
美国:CPI:医疗护理商品	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	1.45
美国:CPI:烟草和烟草制品	7.6	7.4	8.0	8.5	6.8	6.9	0.45
美国:CPI:酒精饮料	1.9	1.7	1.6	2.0	2.1	1.9	0.83
美国:CPI:服务(不含能源服务)	3.3	3.0	2.9	3.0	3.0	3.0	60.35
美国:CPI:住所	3.3	3.0	3.0	3.0	3.2	3.0	35.32
美国:CPI:医疗护理服务	3.2	3.7	4.1	3.9	3.5	3.3	6.89
美国:CPI:运输服务	4.2	4.1	2.3	1.4	1.6	1.4	6.40

数据来源: wind, 中信建投证券

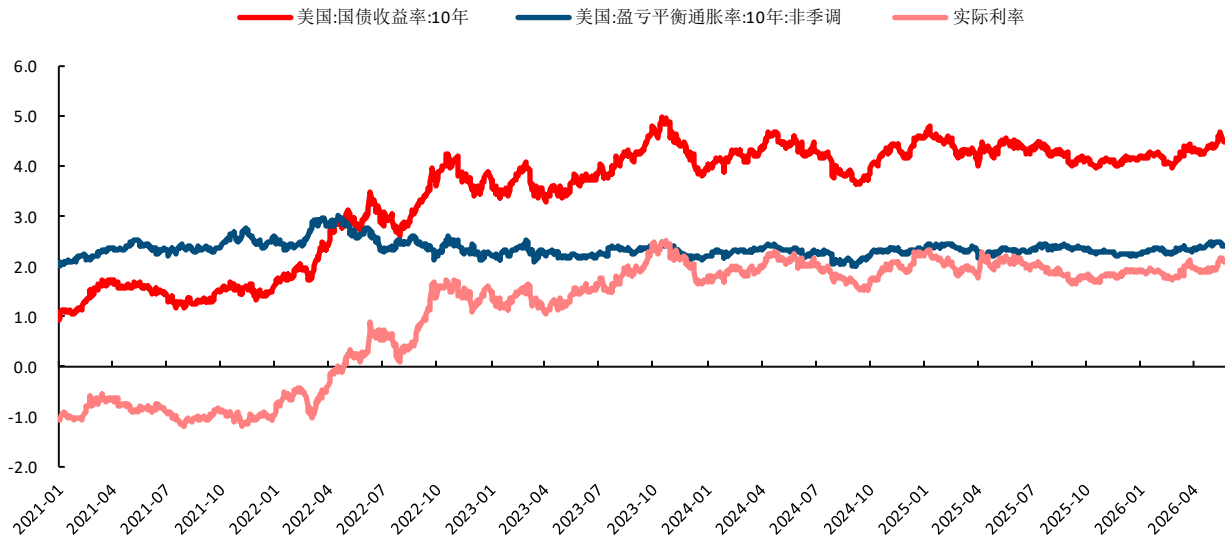
图 2: 美国环比 CPI (季调) 及分项

	2026/4	2026/3	2026/2	2026/1	2025/12	2025/11	最新权重 (%)
美国:CPI	0.6	0.9	0.3	0.2	0.3	0.0	100.00
美国:CPI:食品	0.5	0.0	0.4	0.2	0.7	0.0	13.56
美国:CPI:能源	3.8	10.9	0.6	-1.5	0.3	0.0	7.09
美国:CPI:能源类商品	5.6	21.3	1.1	-3.3	-0.3	0.0	3.86
美国:CPI:能源服务	1.6	0.4	0.2	0.2	1.0	0.0	3.23
美国:核心CPI	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2	0.0	79.35
美国:CPI:商品(不含食品和能源类商品)	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	19.00
美国:CPI:新交通工具	-0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.2	3.79
美国:CPI:二手汽车和卡车	0.0	-0.4	-0.4	-1.8	-0.9	0.1	2.60
美国:CPI:服装:季调	0.6	1.0	1.3	0.3	0.3	0.0	2.51
美国:CPI:医疗护理商品	-0.4	-1.0	0.0	-0.1	0.3	0.0	1.45
美国:CPI:烟草和烟草制品	0.5	0.1	0.1	2.1	-0.2	0.0	0.45
美国:CPI:酒精饮料	0.3	0.3	0.1	0.2	-0.1	0.0	0.83
美国:CPI:服务(不含能源服务)	0.5	0.2	0.3	0.4	0.3	0.0	60.35
美国:CPI:住所	0.6	0.3	0.2	0.2	0.4	0.0	35.32
美国:CPI:医疗护理服务	0	0	0.6	0.3	0.4	0	6.89
美国:CPI:运输服务	0.3	0.6	0.2	1.4	0.4	0	6.40

数据来源: wind, 中信建投证券

本轮后期(2026年5月以来)10年期美债名义收益率上行,核心驱动力来自市场对美国经济韧性的判断,通胀带来的拉动作用相对有限。按照债券定价逻辑,名义利率由实际利率与盈亏平衡通胀率两部分构成,结合本轮行情结构拆分能够发现,实际利率的上行贡献明显高于盈亏平衡通胀率。实际利率代表剔除通胀影响后的真实资金成本,该指标持续抬升,反映出市场认可美国经济基本面具备较强韧性,能够适配高利率环境,经济衰退预期大幅降温。而盈亏平衡通胀率走势较为有限,也说明市场并未将阶段性通胀反弹解读为长期风险。

图 3:美国 10 年期国债收益率, 10 年期盈亏平衡通胀率, 实际利率 (单位: %)



数据来源: wind, 中信建投证券

沃什就任后重塑美联储政策基调，同时也强化了本轮美债利率上行。其就职讲话中援引格林斯潘、未提及伯南克，被市场解读为回归紧缩纪律、摒弃危机后过度宽松框架的鹰派信号。沃什曾于 2006 至 2011 年担任美联储理事，任职于伯南克担任主席期间，此番未提及昔日上级，也引发市场对其与伯南克时期大规模 QE、前瞻指引等宽松政策框架切割的猜想。特朗普在白宫主持沃什就职仪式，打破美联储主席就职仪式长期在联储总部举行的惯例，改在白宫举行。尽管特朗普公开强调美联储独立，但后续仍对货币政策施压，不过沃什多次重申决策独立性，政策取向与白宫控通胀诉求形成共振。受其影响，美联储排除短期降息可能性，明确以通胀持续回落为政策前提，若通胀黏性延续不排除重启加息，整体决策更重价格稳定、对经济波动容忍度提升，政策框架由宽松偏向紧缩。

表 1:美联储议息会议降息概率 (单位: BP)

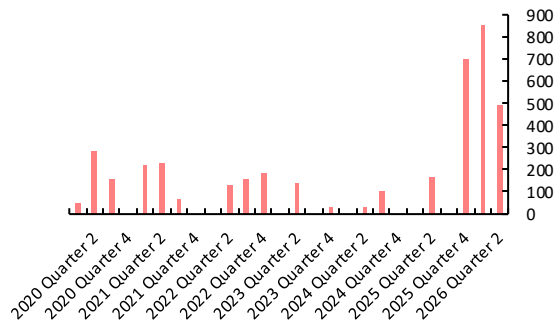
会议时间	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026-06-17		99.10%	0.90%				
2026-07-29		90.60%	9.30%	0.10%			
2026-09-16		70.00%	27.80%	2.20%			
2026-10-28		60.70%	33.40%	5.60%	0.30%		
2026-12-09		44.30%	40.80%	13.10%	1.70%	0.10%	
2027-01-27		37.70%	41.30%	17.20%	3.40%	0.30%	
2027-03-17		29.30%	40.50%	22.60%	6.50%	1.00%	0.10%
2027-04-28		26.10%	39.30%	24.50%	8.20%	1.60%	0.20%
2027-06-09	0.20%	26.30%	39.20%	24.40%	8.20%	1.60%	0.20%
2027-07-28	0.50%	26.40%	39.00%	24.20%	8.10%	1.60%	0.20%

资料来源: iFind, 中信建投证券 (数据截至 2026 年 5 月 28 日)

本报告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。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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

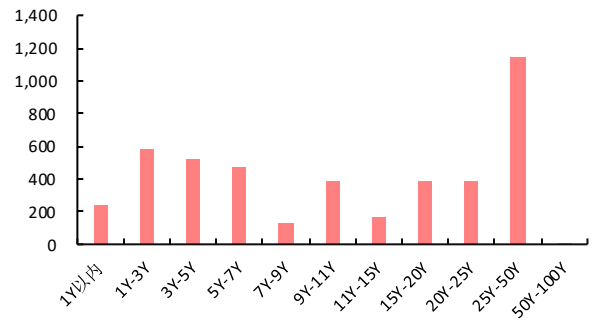
除通胀、经济预期以及美联储政策转向外，AI领域资本开支也是当前市场解读美债利率走势时重点关注的新增线索。2025年四季度以来，美国科技七巨头发债规模显著扩容，且存量债务中中长期品种占比偏高。AI产业布局催生大规模融资需求，企业持续加大债券发行力度，推升市场整体资金成本，对实际利率形成有力支撑。长周期债券供给占比较大，进一步加剧市场承接压力，带动债券期限溢价上行。产业投资的活跃态势印证经济基本面韧性，与偏紧缩的政策取向形成共振，持续弱化市场降息预期。

图 4:美国科技七巨头发行规模（单位：亿美元）



数据来源: wind, 中信建投证券

图 5: 美国科技七巨头存量债（分期限、单位：亿美元）



数据来源: wind, 中信建投证券

此外，财政与债务风险是长期核心隐患之一，但对本轮美债走势影响有限。美债走势整体受货币政策、通胀水平、经济基本面、财政供需及地缘局势等多重因素影响。当前美国财政赤字持续扩张，债务总量规模庞大，债务利息支出逐年走高。同时，2025年美国关税政策加剧了市场对美债信用风险的担忧，叠加其他因素，推动部分国家减持美债，债务结构性风险不断累积。后续可持续跟踪赤字率、财政收支、债务利息支出占财政收入比重等数据，关注关税收入，地缘政治问题对其的影响。

2、后市展望：

短期来看，美债利率易上难下，但难再次大幅快速冲高。当前能源通胀粘性尚未消退，叠加美联储维持紧缩政策基调，市场降息预期持续被压制，利率下行空间有限；但短期内美联储仍无加息预期，利率亦不具备快速大幅冲高的条件，整体以高位震荡为主。

中长期维度，美债利率中枢大概率维持高位，同时存在阶段性回落可能。当前美联储处于通胀数据观察窗口期，需通过连续数据验证通胀持续性，市场加息预期集中于年底、变数较大。若美伊冲突缓和、油价回落，能源通胀将快速降温并带动整体通胀回落，美联储远期加息预期随之衰减，美债利率存在阶段性下行空间。不过当前市场对美国经济韧性预期较强，经济衰退预期显著降温，实际利率仍有坚实支撑；叠加美联储延续偏紧政策导向，降息空间持续受限。

风险分析

海外市场衰退风险：海外市场衰退风险、逆全球化风险不易察觉，海外货币政策、财政和贸易政策等对市场的风险可能被忽视。

国内经济风险：随着稳增长政策不断推出，宽信用进程不断推进，政府债供给充裕。宽信用如果进一步加速将使得市场风险偏好升高，投资者要求风险回报收益率提升，拉动债券收益率上行，价格下跌。

数据整理的时效性：本文重点介绍债券市场相关的数据，具体数据更新到数据库披露的最新数据，但仍然存在更新不及时、数据库数据调整的风险。

汇率风险：近几年美元兑人民币汇率波动较大，锁汇不当可能因汇率变动面临成本变高，收益缩水，形成损失。

分析师介绍

曾羽

固定收益首席分析师。四川大学金融硕导。多年房地产监管、证券研究工作经验，多年“新财富”、“水晶球”、“保险资管最受欢迎卖方分析师”等评比最佳上榜分析师，其中2016年“新财富”固定收益第一名。深耕固定收益研究领域，对债务周期、政府债务及房地产债务有长期深入研究，得到市场多轮验证。

尚晓岑

固定收益分析师，美国纽约大学金融数学系硕士，主要覆盖海外债等。

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处广电金融中心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