

美债陷落：财政&供给，该背锅吗？

海外经济与大类资产

核心观点：随着 CPI、非农、零售全面走弱，加息叙事降温，宽松交易兴起，美股科技、黄金、铜悉数反弹，唯美债继续下跌。对此，市场普遍归结于结构性因素，例如财政赤字上行、供给压力增加等。但是，财政恶化更多是中期叙事，供给增加集中在企业债维度。展望后续，美债谨慎乐观，一方面，近期压制有缓和希望，另一方面，近期主线宽松逻辑在美债上尚未体现。

一、美国财政边际恶化的几种可能

中长期，美国高赤字、高债务困境难逆转，财政不可持续风险始终存在；但短期，赤字需显著走阔，才可催化美债的负面叙事。例如，去年下半年，赤字在关税对冲下减少，市场未抛售美债，反而交易降息利好。

近期，有关财政风险的讨论，聚焦在以下：

（1）**IEEPA 关税加速返还，关税收入大降**。但这是一次性冲击，明年不再影响，且今年赤字率仍在 6-6.5%，较年初预期差异不大。

（2）**美伊冲突下，国防支出上升**。白宫增支 5000 亿计划，需国会批准，实际难度极大。

（3）**政府关门（今年 Q4）和债务上限（明年 Q2）**，情绪炒作居多。

二、美债供给压力的几个来源

供给冲击是另一个被广泛讨论的点，包括美债本身和企业债。收益率高位背景下，供给扰动或放大短期波动，但实质影响有限。

（1）**中长债**：净供给边际实则下降。

（2）**短债**：供给压力确实上升，但有联储 RMP 购债兜底。

（3）**企业债**：资金分流，需重点关注。

三、美债走势展望：还有机会

近期美债的低迷，表观上，是短期利空干扰（油价、日元干预、供给）+长期叙事打压（财政）共同所致。

但核心还是，美债处于熊市的惯性中（包括全球长债），逆转趋势需要强催化，仅加息定价边际缓解，尚不够。

展望后续，可以谨慎乐观。

一方面，近期压制均有缓和的希望。例如：财政叙事偏中期，美债大跌后，未必是主导，且 2023 年供给冲击时，关键配合来自财政部增发中长债，目前暂无此风险；而油价上涨和日元套息交易逆转的拖累，也可能随时改善。

钱伟

qianwei@csc.com.cn

SAC 编号：S1440521110002

发布日期：2026 年 08 月 18 日

另一方面，近期行情主线，是加息定价的降温，美债尚未体现，存在补涨空间。

短期，关注美债的交易性机会。若美伊缓和、杰克逊霍尔鸽派、非农继续走低，宽松交易进一步强化，美债有性价比。

中期，关注美债的配置性机会。降息受限、财政难解、AI 繁荣，收益率想趋势性下行，面临诸多困难，但向上同样阻力重重，若进一步走高，股市下跌和经济衰退的风险或激增。

四、市场影响：可参考 5 月下旬

高利率压制下，风险资产或有波动风险。

但是，本轮收益率上行，还是长期财政恶化叙事，并非联储加息主导，背后还是美债被科技和实物资产替代的思路，因此，只要收益率不持续冲高，整体风险可控。

参考今年 5 月下旬，美日等 30 年期国债收益率同样创阶段性新高，但此后回落，市场冲击不大。

目录

一、美国财政边际恶化的几种可能.....	3
(1) IEEPA 关税加速返还，导致关税收入大降.....	3
(2) 美伊冲突长期化，特朗普大幅增加国防支出.....	4
(3) 政府关门和债务上限，闹剧重来.....	4
二、美债供给端压力的几个来源.....	5
(1) 中长期附息国债：净供给规模虽然维持高位，但边际下降.....	5
(2) 短期国库券：供给压力进一步上升，但有联储兜底.....	6
(3) 企业债：资金分流，需要重点关注.....	7
三、美债走势展望：还有机会.....	7
四、市场影响.....	8

图目录

图 1：今年 1500 亿左右 IEEPA 关税返还或全部完成（亿美元）.....	4
图 2：按 1.95 万亿赤字计算，今年赤字率仍在 6.1% 左右.....	4
图 3：6-7 月，美国国防支出有轻微加速迹象.....	4
图 4：白宫希望在 2027 财年对国防增支近 5000 亿美元，是主要的赤字上行风险，但实际规模存疑（十亿美元）.....	4
图 5：由于拍卖计划不变，而到期量增加，未来一段时间，附息国债的净供给规模边际趋于下降.....	6
图 6：财政部前瞻指引关键词显示，短期大概率不会增发中长债，甚至不排除减少.....	6
图 7：下半年短债的发行压力边际走高.....	6
图 8：联储 RMP 购债暂停，但不意味着短债流动性会系统性恶化，反而说明眼下市场消化短债发行问题不大；后续，若资金再度紧张，联储仍会恢复 RMP 购债.....	6
图 9：美国市场存量未偿还企业债规模（10 亿美元）.....	7
图 10：近期油价上涨，对长债较为不利.....	8
图 11：此外，日元空头头寸大量平仓，速度甚至比 2024 年中更快，潜在套息交易逆转可能已经在发生，美债收益率持续高位，可能与受此拖累有关.....	8

随着 CPI、非农、零售等数据全面走弱，年内加息定价仅剩 1 次，2026 年不再定价第二次加息。但是，美债收益率整体并未实现显著下行，10 年期仍在 4.6% 上方，30 年期仍在 5.2% 上方。

市场普遍将美债疲弱归结于一些结构性因素，例如财政赤字上行、供给增加等。究竟如何评估上述风险？

一、美国财政边际恶化的几种可能

首先，从中期来看，除非 AI 科技革命带来美国经济的一轮空前繁荣，美国财政赤字很难实现大规模的压降。因此，财政不可持续的风险将长期存在。

但是，短期来看，赤字需要显著走高，才可能催化美债的负面叙事。例如，去年下半年，美国赤字在关税对冲下边际走低，市场未持续抛售美债，反而交易降息的正面利好。

近期，有关财政风险升温的讨论，聚焦在以下维度：

（1）IEEPA 关税加速返还，导致关税收入大降

这是 Q3 最主要的财政刺激手段，也将带来额外 1500 亿左右的赤字。今年 5 月，IEEPA 关税的返还正式开始，5-7 月规模预计分别达到 210 亿、480 亿、320 亿美元左右，合计超 1000 亿，整体进度远超此前预期。去年 IEEPA 关税整体规模预计在 1500 亿美元上下，按照目前进度，在 2026 财年全部退还难度不大，8-9 月份预计还将退还约 500 亿。

但是，相关赤字上升对美债造成的负面影响或不持续，原因在于：

第一，即使考虑 IEEPA 关税的返还，按照赤字 1.95 万亿估计（一级交易商最新预测中值），2026 财年的赤字率依然有望控制在 6.1% 附近，仍低于 2023 年和 2024 年。如果不考虑去年“有关税、无减税”导致赤字阶段性偏低特殊情况，特朗普上任后赤字率整体得到控制，未系统性失控。

第二，IEEPA 关税的返还是一次性，只要后续特朗普其他关税不再被判违法，明年关税收入将恢复正常，对赤字形成反向压制。

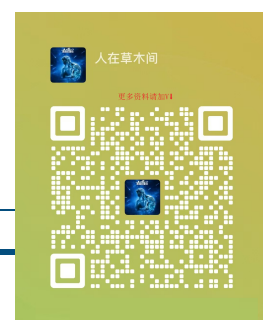
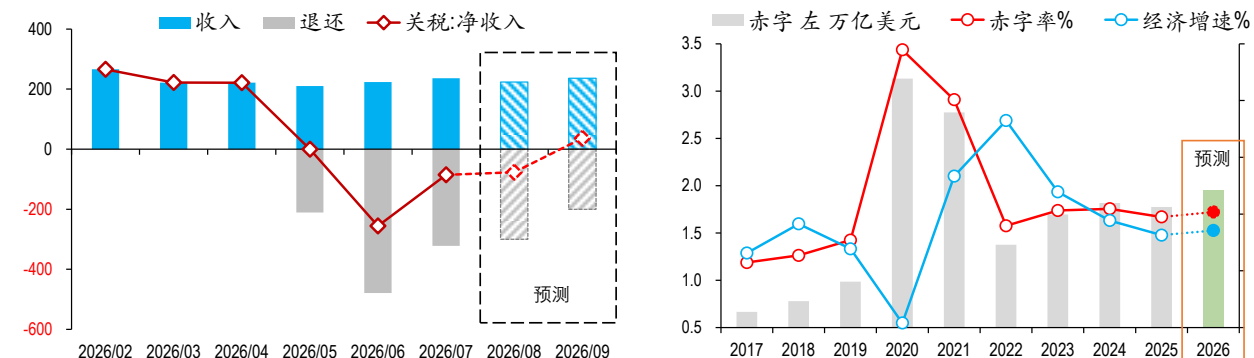


图 1：今年 1500 亿左右 IEEPA 关税返还或全部完成（亿美元）图 2：按 1.95 万亿赤字计算，今年赤字率仍在 6.1% 左右



资料来源：Wind，中信建投

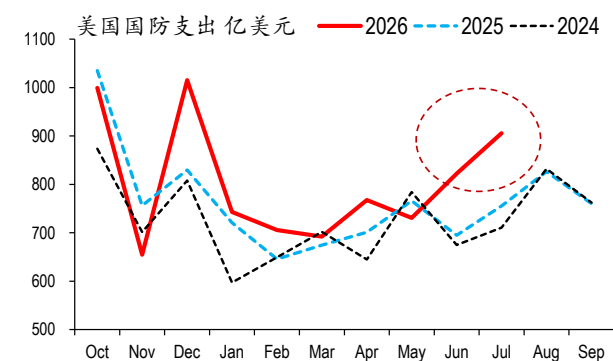
资料来源：Wind，中信建投

（2）美伊冲突长期化，特朗普大幅增加国防支出

8-9 月，国防支出仍有继续小幅加码的可能。2025 财年截至 5 月，国防支出较上年同期仅增加 180 亿左右，增速不足 4%，低于过去两年；但 6-7 月，相关支出明显提速，同比增支已接近 460 亿。美伊冲突持续背景下，国防支出依然可能在下半年继续上升。

特朗普希望在 2027 财年大幅增加国防支出近 5000 亿美元，虽然大概率无法达成，但军费增支是明年的主要风险。白宫计划的 2027 财年预算中，国防支出规模提升至 1.5 万亿美元，而 2025 财年实际支出仅 9170 亿。虽然正式增支，还需要国会批准，但重建军力在美国存在一定共识。俄乌冲突后，拜登政府就曾利用援乌借口，多次增加国防支出。

图 3：6-7 月，美国国防支出有轻微加速迹象



资料来源：Wind，中信建投

图 4：白宫希望在 2027 财年对国防增支近 5000 亿美元，是主要的赤字上行风险，但实际规模存疑（十亿美元）

	Actual ¹ 2025	Enacted ^{1,2} 2026	Request 2027
Base Discretionary Funding	1,602	1,636	1,814
Defense Function 050 ³	892	903	1,154
Non-Defense ⁴	710	733	660
Mandatory Defense Resources Supplementing Base Funding ⁵	2	155	350
Spending of Working Families Tax Cut Act Funding	2	155	---
Proposed Spending of New Mandatory Funding	---	---	350
Base Discretionary including Mandatory Funding ⁵	1,604	1,792	2,164
Defense Function 050	894	1,058	1,504
Non-Defense	710	733	660

资料来源：白宫，中信建投

（3）政府关门和债务上限，闹剧重来

短期，今年 Q4：政府关门风险。9 月底，又面临新财年预算拨款法案通过的截止时点，市场对财政议题的敏感性或上升，去年就曾因法案不通过导致政府关门。

中期，明年 Q2：债务上限或触及。美国国债目前已突破 39.9 万亿美元大关，距 41.1 万亿的上限已经不远，按照目前赤字和发债节奏，半年左右债务上限可能被触及。

需要注意，上述两个问题，更多是情绪层面炒作，对美债的实际影响有限。

二、美债供给端压力的几个来源

供给冲击是另一个被广泛讨论的因素，除了美国国债本身外，近期企业债的资金分流也受到关注。虽然市场的整体流动性依然充裕，但在美债收益率高位背景下，供给扰动依然可能放大短期市场波动。

（1）中长期期限付息国债：净供给规模虽然维持高位，但边际下降

仅看付息国债（2-30 年期美债）供应情况，短期边际上没有恶化，反而有所改善；其核心问题更多还是长期维持高位，无法系统性压降。

第一，由于拍卖计划（总发行规模）不变，而到期量增加，三季度市场消化的中长期美债净供给边际下降。

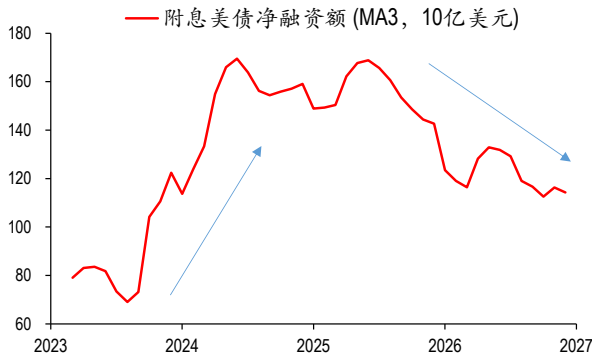
财政部在 8 月初公布了 8-10 月付息国债的拍卖计划，上一个季度保持不变。财政部自己预估，去年 Q3 到今年 Q2，付息国债净融资需求分别为 4700 亿、4510 亿、3640 亿和 4060 亿，而今年 Q3 和 Q4 为 3750 亿和 3610 亿，趋势上明显呈现下降态势。

第二，财政部前瞻指引看，未来 1 年大概率不会增发中长债，净供给压力有望继续边际缓解。

一方面，财政部继续表示“未来几个季度或维持当前计划”，短期不必担忧上调拍卖额度。

另一方面，8 月指引与 5 月不同的一点是，财政部将“考虑未来潜在的增加拍卖额”改为“考虑未来潜在的调整拍卖额”，指向增发风险下降，甚至可能下调拍卖规模。

图 5：由于拍卖计划不变，而到期量增加，未来一段时间，付息国债的净供给规模边际趋于下降



资料来源：Wind，中信建投

图 6：财政部前瞻指引关键词显示，短期大概率不会增发中长债，甚至不排除减少

NOMINAL COUPON AND FRN FINANCING

Treasury believes its current auction sizes leave it well positioned to address potential changes to the fiscal outlook and to the size and composition of the SOMA portfolio. Based on current projected borrowing needs, Treasury anticipates maintaining nominal coupon and FRN auction sizes for at least the next several quarters. Treasury is monitoring SOMA purchases of Treasury bills and growing demand for Treasury bills from the private sector. Looking ahead, Treasury continues to evaluate potential future changes to nominal coupon and FRN auction sizes, with a focus on trends in structural demand and potential costs and risks of various issuance profiles.

资料来源：美国财政部，中信建投

(2) 短期国库券：供给压力进一步上升，但有联储兜底

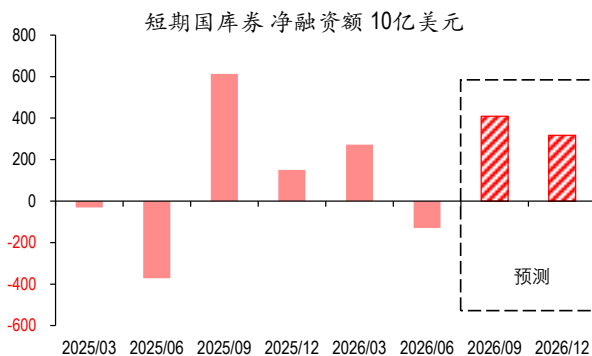
1 年期以下的短债部分，下半年供给压力会明显高于上半年。原因包括：

第一，今年赤字总规模较去年明显上升，而付息国债融资额保持稳定，需要短期国库券补足的資金缺口上升。

第二，Q2 是传统的年度缴税窗口，财政往往盈余，Q3 则是赤字较大，短债净发行压力在三季度会季节性上升。按照财政部预测，今年 Q2 短期国库券净回笼资金约 1300 亿美元，而 Q3 则需要净发行超 4000 亿。

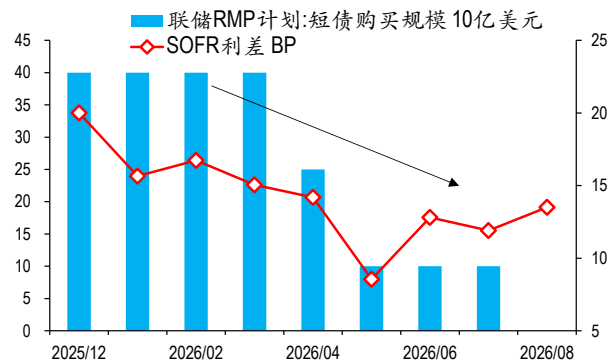
第三，联储在 8 月中旬开始，暂停 RMP 购债计划，这意味着市场需要消化的短债上升。

图 7：下半年短债的发行压力边际走高



资料来源：Wind，中信建投

图 8：联储 RMP 购债暂停，但不意味着短债流动性会系统性恶化，反而说明眼下市场消化短债发行问题不大；后续，若资金再度紧张，联储仍会恢复 RMP 购债



资料来源：Wind，中信建投

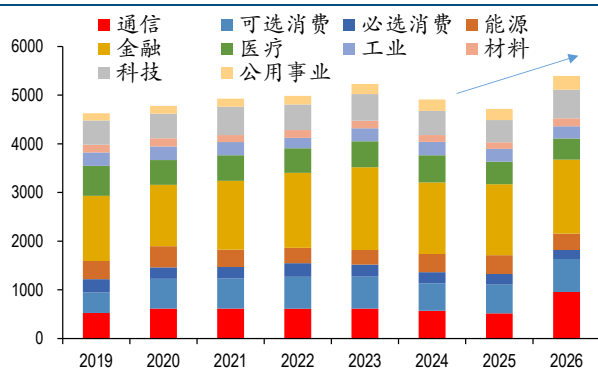
但是，短债供给压力上升，并不意味着整体美债的流动性会系统性恶化，预计对长端收益率的影响有限。一方面，短债主要买家还是货基等资金，与长端有一定隔离；另一方面，联储在 8 月暂停 RMP 短债购买，主因资金利率已有效回落，准备金重回充裕，后续若短债供给压力造成资金利率再度上行，联储大概率会重启 RMP 购债。

（3）企业债：资金分流，需要重点关注

另一个供给层面的风险，是企业债大量发行对美国国债资金需求的分流。尤其是，科技巨头庞大的融资需求，相关信用利差和 CDS 价格已出现显著上升。

市场预计，今年美国投资级信用债的发行规模将创造历史新高，或在 2 万亿上下，较去年增加 30-50%，净融资额也有望达到 8000-10000 亿，较去年翻倍。其中，AI 相关行业是主要推动。由于资金的分流，相关供给冲击对 10 年期美债收益率的影响量级可能达到 10-30bp。

图 9：美国市场存量未偿还企业债规模（10 亿美元）

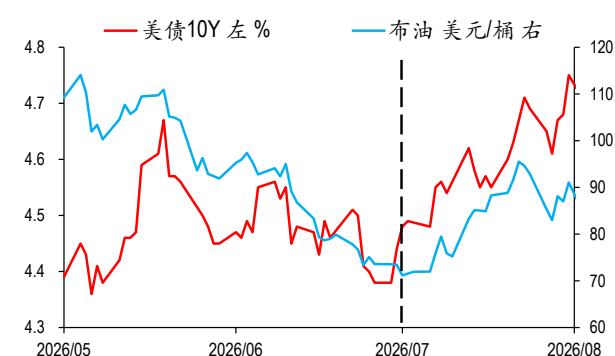


资料来源：彭博，中信建投，2026 年为截至 8 月 18 日数据

三、美债走势展望：还有机会

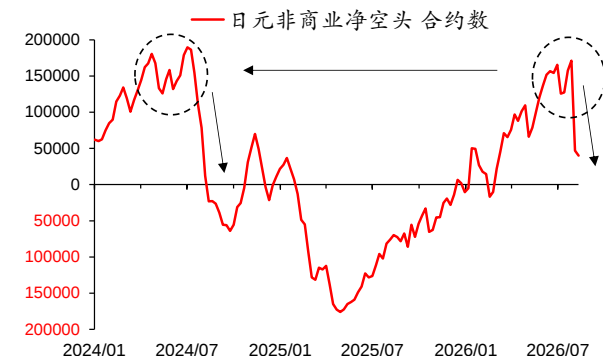
近期美债的低迷，表观上，是短期利空干扰（油价、日元干预、供给）+长期叙事打压（财政），共同所致；但核心还是，美债处于熊市的惯性中，逆转需要强催化，眼下加息定价仅边际缓解，尚不够。除了上面所讨论的财政和供给问题外，最近美伊冲突导致油价持续走高，日元干预导致套息交易部分逆转，也是美债收益率居高不下的重要催化。数据上能看到，日元空头头寸近期大幅下降，平仓斜率甚至比 2024 年那一波更大，彼时美债和全球市场出现剧烈波动，近期不排除美债还是受到了相关拖累。

图 10：近期油价上涨，对长债较为不利



资料来源：Wind，中信建投

图 11：此外，日元空头头寸大量平仓，速度甚至比 2024 年中更快，潜在套息交易逆转可能已经在发生，美债收益率持续高位，可能与受此拖累有关



资料来源：Wind，中信建投

展望后续，我们认为对美债可以谨慎乐观。

一方面，上述压制均有缓和希望。例如：财政叙事更多偏中期，美债大跌后，未必会持续主导走势，且 2023 年赤字冲击时，关键配合是财政部增发中长债，目前暂无此风险；日元套息交易逆转和油价上涨的拖累，也有可能短期改善。

另一方面，近期最大的交易主线，加息定价降温，在美债上尚未体现，存在补涨空间。

短期，关注美债的交易性机会。若近期美伊局势出现缓和、沃什在杰克逊霍尔会议表态偏鸽、非农年度基准下修、9 月公布非农偏弱，宽松交易可能被进一步催化，目前美股科技、黄金等均大幅反弹，美债相对滞涨，或有相对价值。

中期，关注美债的配置性机会。联储降息空间受限、美国财政问题较难解决、AI 支撑下经济有韧性，美债收益率想要趋势性下行，确实面临诸多困难，但是，其向上同样阻力重重。4.5-5% 的 10 年期美债收益率，对当前经济已经构成很大的压制，尤其是传统的地产和消费，此外，目前美股历史高位，AI 融资对债务依赖持续加大，若利率进一步向上突破，金融资产下跌和经济衰退的风险将激增。目前的收益率水平，配置美债的角度看，已经有吸引力。

四、市场影响

高利率环境下，风险资产或有波动风险，尤其目前美股、铜均在历史高点，黄金也有大幅反弹。

但是，由于美债和其他发达市场的长债走熊，背后存在财政恶化等长期叙事打压，本轮收益率走高并非由联储加息主导，更多体现了市场从长债转向其他资产的思路。因此，只要当前收益率不持续冲高，整体风险或可控。

可以参考今年 5 月下旬，美日等 30 年期国债收益率同样创阶段性新高，但此后回落，市场整体冲击不大。

风险提示：美国通胀上行超预期，美国经济增长超预期，导致美联储货币政策继续收紧，美元大幅升值，美债利率上行，美股继续下跌，商业银行破产危机，以及新兴市场出现货币和债务危机。美国经济衰退超预期，导致金融市场出现流动性危机，联储被迫转向宽松。欧洲能源危机超预期，欧元区经济陷入深度衰退，全球市场陷入动荡，外需萎缩，政策面临两难。全球地缘风险加剧，中美关系恶化超预期，大宗商品、运输出现不可控因素，逆全球化程度进一步加深，供应链持续被破坏，相关资源争夺恶化。

分析师介绍

钱伟：海外经济与大类资产首席分析师，复旦大学经济学博士，覆盖海外宏观策略、大类资产、全球流动性、进出口、汇率等。

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告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)5613-5088
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