下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

【粤开宏观】如何看待美债市场波动：共识与分歧

2026 年 08 月 28 日

投资要点

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

分析师：范城恺
执业编号：S0300525120001
电话：
邮箱：fanchengkai@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】美国联邦政府债务：从财政困局到治理危机》2026-08-25

《【粤开宏观】为何一线城市消费冷热不均？——北上广深社零分化的三重机制》2026-08-24

《【粤开宏观】以“投资于人”推动高质量发展：基本内涵与重点任务》2026-08-21

《【粤开宏观】7 月经济的表与里：“供强需弱”及其深层逻辑》2026-08-17

《【粤开宏观】从大国基建到 AI 底座：中美电力比较（2026）》2026-08-12

摘要

2026 年 7-8 月，美国长期国债收益率明显上行，10 年期美债收益率最高升至 4.75%，30 年期美债收益率突破 5.3%，创 2007 年以来新高。

本轮美债收益率上行的原因有哪些？市场共识与分歧何在？美债供给扩张与 AI 企业发债的影响几何？美国“债务危机”会否爆发？政策干预能否平抑市场波动？

一、现象：长端美债收益率上行与期限溢价上升

6 月 30 日至 8 月 21 日，10 年期和 30 年期美债收益率分别累计上行 36 个基点和 41 个基点，与 2 年期美债的期限利差同步走阔。**投资者对持有长久期债券所要求的风险补偿显著上升，反映了市场对美国财政可持续性、美联储政策框架合理性等中长期问题的担忧升温。**

二、共识：美债利率上行的共识性线索

一是美伊局势重回紧张、油价反弹导致通胀预期回升；**二是**美国财政可持续性担忧持续升温，8 月以来美国预算办公室（CBO）上调赤字预测、联邦债务突破 40 万亿美元；**三是**美联储沟通范式转变，沃什弱化前瞻指引，政策可预测性下降抬升期限溢价；**四是**日本国债市场对美国的外溢影响，日本长期国债收益率上升削弱美债对日本资金的吸引力。

三、分歧：美债供需、AI 企业发债与“债务危机”的辨析

其一，美债供需矛盾主要来自供给还是需求？我们认为，美债供需矛盾的核心边际变化并非供给总量扩张，不宜过度解读单季度财政融资需求的增长美债需求变化对于债券利率的定价或更为关键，美联储暂停储备管理购债（RMPs）减弱了长端美债需求，加剧市场需求担忧。

其二，AI 企业“发债潮”对美债市场影响几何？AI 企业“发债潮”对美债市场的挤出效应更多停留在叙事层面，实际影响缺乏充分证据。企业债与国债投资者群体并非完全重合，且企业发债高峰与国债发行通常错位，7-8 月企业债发行通常偏低，对于近期美债利率上行的解释力不足。

其三，美国“债务危机论”是否成立？美国财政问题确为长期灰犀牛，债务规模扩张、利息支出攀升、政治极化下的财政整顿困难都是结构性问题。（详见《美国联邦政府债务：从财政困局到治理危机》。）但也需要客观认识到，美元的储备货币地位、美债市场深度与流动性以及美国政策工具等能够形成一定缓冲，“债务危机”在短期内爆发的概率不高。

四、展望：政策干预难以根本上破除市场担忧

短期来看，美国财政部与美联储具备一定稳定市场的能力和空间，但干预过程可能衍生美元流动性阶段性扩张、美元贬值、黄金价格上涨及“去美元化”

下载日志已记录，仅供内部参考

交易升温。若美债利率持续上行进一步削弱特朗普及共和党的支持率，以及导致美联储政策路径更加难以预测，则美国中长期经济政策不确定性仍可能抬升美债期限溢价，股票及其他风险资产的波动率可能维持偏高状态。

风险提示：美伊地缘局势超预期升温、美债收益率超预期上行、美国财政和货币政策超预期等。



下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

一、现象：长端美债收益率上行与期限溢价上升 4
二、共识：美债利率上行的共识性线索 5
三、分歧：美债供需、AI 企业发债与“债务危机”的辨析 7
（一）美债供需矛盾主要来自供给还是需求？ 7
（二）AI 企业“发债潮”对美债市场影响几何？ 8
（三）美国“债务危机论”是否成立？ 10
四、展望：政策干预难以根本上破除市场担忧 10

图表目录

图表 1：近期 30 年期美债收益率创新高 4
图表 2：6 月 30 日以来长端美债收益率显著上升 5
图表 3：7 月以来油价反弹，美债隐含通胀预期回升 6
图表 4：美国未偿公共债务总额于 8 月 18 日突破 40 万亿美元 6
图表 5：日本和美国长期国债收益率走势相关性强化 7
图表 6：1 年期内的短债拍卖规模上升，但 2-30 年期国债拍卖规模基本稳定 8
图表 7：2025 年以来美国非金融企业债务增速回升 9
图表 8：美国企业债发行规模在每年 7-8 月通常偏低 9

下载日志已记录，仅供内部参考

一、现象：长端美债收益率上行与期限溢价上升

2026 年 7-8 月，美国长期国债收益率明显上行，10 年期美债收益率最高升至 4.75%（7 月 31 日），30 年期美债收益率突破 5.3%（8 月 17 日），创 2007 年以来新高。

图表1：近期 30 年期美债收益率创新高

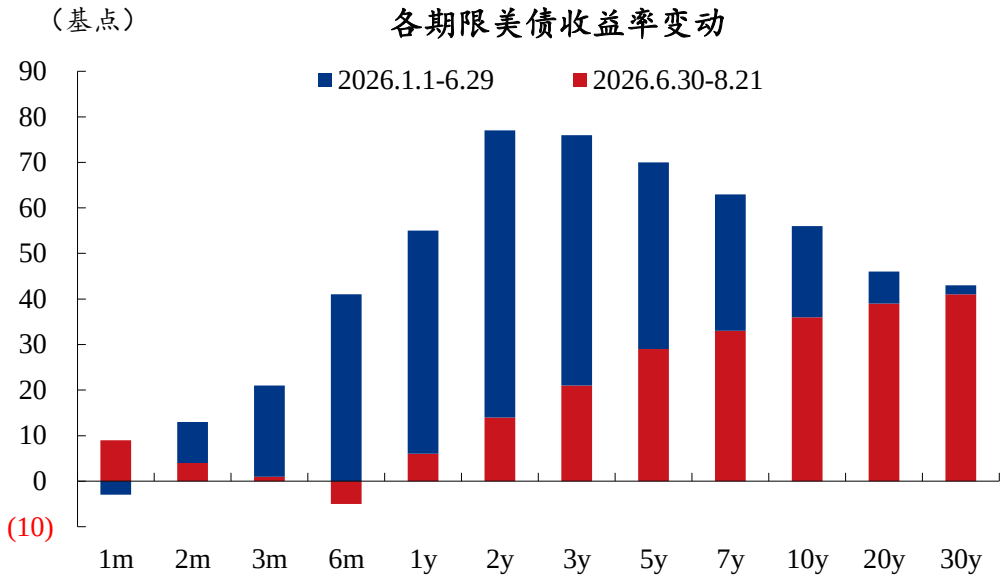


资料来源：Wind、粤开证券研究院

今年以来各期限美债收益率总体上行，但需要区分为两个阶段：第一阶段是 1 月 1 日至 6 月 29 日，主要表现为中短期限（6 个月至 5 年期）美债收益率大幅上行，主要受油价上涨、加息预期上升驱动。**第二阶段是 6 月 30 日至 8 月 21 日，主要表现为 10-30 年期长债收益率大幅上行，**2 年期、10 年期和 30 年期美债收益率分别累计上行 14 个基点、36 个基点和 41 个基点；期限利差同步走阔，10 年与 2 年期美债利差从 28 个基点扩大至 50 个基点，30 年和 2 年期美债利差从 76 个基点走阔至 103 个基点。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：6 月 30 日以来长端美债收益率显著上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

与第一阶段不同，7 月以来美债长端利率上行更为显著，即期限溢价上升，说明主要原因并非市场对加息预期或者通胀前景的重估，而是投资者对持有长久期债券所要求的风险补偿显著上升。**这本质上反映了市场对美国长期经济政策形势的担忧升温，自然引发了市场对于美国财政可持续性、美联储政策框架的合理性、AI 对经济的影响等中长期问题的热议。**但近期美债利率快速上行本身是一个短期市场现象，长期变量对于短期资产价格的解释力值得辨析。

二、共识：美债利率上行的共识性线索

当前市场对于驱动本轮美债长端利率上行的底层因素已形成较多共识，核心可归纳为油价反弹、美联储沟通模糊、美国财政担忧加剧、美日国债市场联动等四大线索。

一是美伊局势重回紧张、油价反弹导致通胀预期回升。布伦特原油价格自 6 月底的 70 美元/桶左右快速升破 90 美元/桶，累计涨幅约 25%。油价反弹主要受美伊局势升温驱动。6 月底以来，美伊关系重回紧张，霍尔木兹海峡通行再度受阻；6 月 17 日签署的美伊谅解备忘录缺乏实质约束力，并于 8 月 17 日正式失效。油价重回上行自然放大了美国通胀反弹风险，同时增大货币政策的不确定性，进而推升长端债券的风险补偿。

下载日志已记录，仅供内部参考

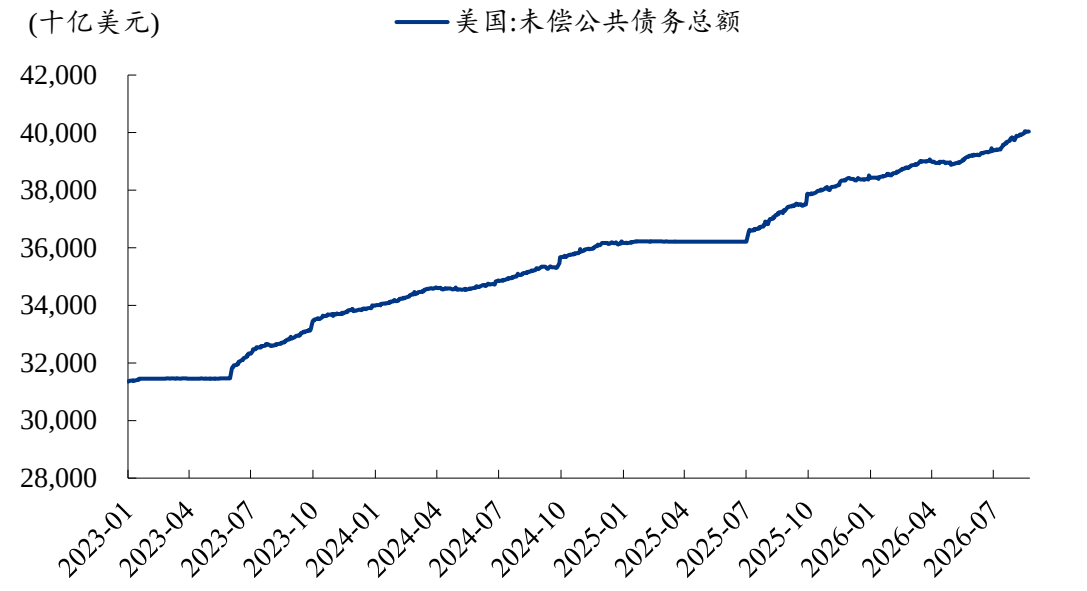
图表3：7 月以来油价反弹，美债隐含通胀预期回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二是美国财政可持续性担忧持续升温。特朗普政府试图推行一套以“对内减税、对外加征关税、削减支出”为核心的政策组合，以管控赤字与债务膨胀。然而，8 月 10 日，美国国会预算办公室（CBO）上调赤字预测，预计 2026 财年联邦赤字将达到 2.1 万亿美元，较 2 月预测值上调 2000 亿美元，主要原因是关税政策受法律限制导致收入低于预期，体现特朗普政府通过关税增收管控赤字的能力不足。此外，联邦债务总额于 8 月 18 日正式突破 40 万亿美元整数关口，进一步引发公众对美国债务扩大的质疑。

图表4：美国未偿公共债务总额于 8 月 18 日突破 40 万亿美元



资料来源：Wind、粤开证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

三是美联储沟通范式转变，政策可预测性下降抬升期限溢价。沃什就任美联储主席后，明显弱化了传统的前瞻指引框架，频繁引用卢卡斯批判与古德哈特定律为政策灵活性辩护，显著改变了美联储与市场的沟通范式。7 月 29 日 FOMC 议息会议后，市场对美联储政策信誉与路径可预测性的担忧进一步升温，期限溢价出现跳升。政策路径确定性的下降，直接提升了长久期债券的持有风险，迫使投资者要求更高的不确定性补偿。

四是日本国债市场对美国的外溢影响。今年 1-6 月，日本累计减持美债 688 亿美元，在外国投资者中的持有份额由 1 月的 13.2%下降至 6 月的 12.0%。日本是美债最大的海外持有国，日本本土债券收益率上升会降低美债对日本资金的相对吸引力，触发日本投资者的资金回流压力，直接推高美债长端利率。8 月 1 日，美日实施 2011 年以来首次联合干预日元汇率，日元升值为日本央行下一次加息争取了更大空间，投资者对于日本央行 9 月加息的预期升温。同时，8 月 21 日日本共同社报道，日本政府 2027 财年预算申请总额超过 130 万亿日元，申请规模异常激增，加剧日本财政可持续性担忧。受加息预期和财政预算扩张共同推动，日本 30 年期国债收益率于 8 月 21 日升至 4.04%，较 6 月 29 日累计上涨 26 个基点。

图表5：日本和美国长期国债收益率走势相关性强化



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、分歧：美债供需、AI 企业发债与“债务危机”的辨析

在共识线索之外，市场也存在若干被广泛讨论但仍存分歧的叙事，主要集中在美债供给扩张、AI 企业发债挤出效应以及美国债务风险三个方面。我们倾向于认为，美债供给与 AI 企业发债更多是助推市场情绪的叙事因素，实际影响缺乏充分证据支撑；美国财政问题确为长期灰犀牛，但并不意味着“债务危机”会很快到来。

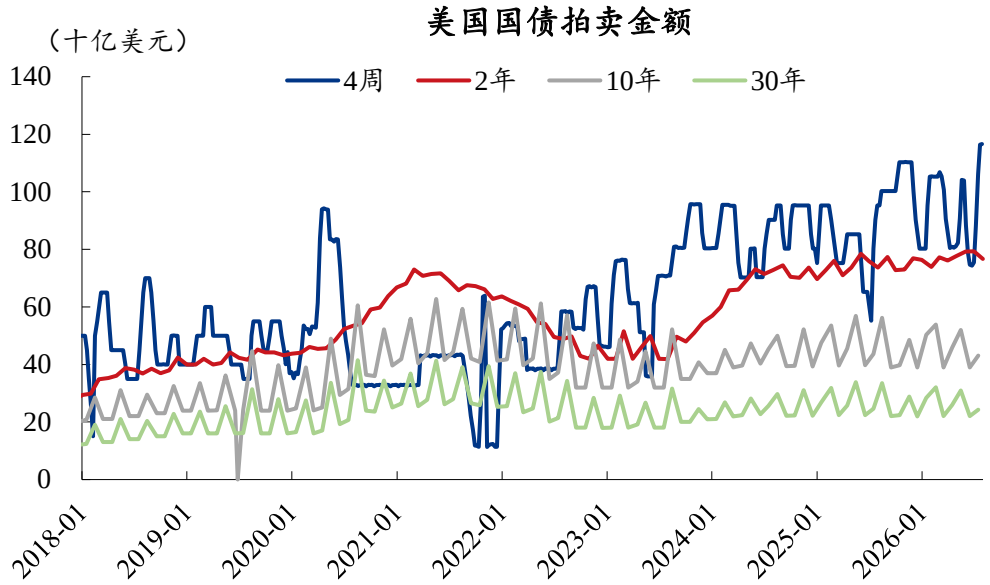
（一）美债供需矛盾主要来自供给还是需求？

我们认为，近期长端美债收益率上行的核心边际变化并非供给总量扩张，而是需求收缩，其中美联储购债需求减少较为关键。

下载日志已记录，仅供内部参考

现有讨论容易高估美债供给扩张的影响。8 月 3 日，美国财政部将 2026 年三季度的市场净融资额从 5 月预估的 6710 亿美元上调至 7390 亿美元，引发市场对美债供给压力的担忧。然而，此次上调主要是现金流预测的技术性修正，并非财政部主动增加了发债总量。实际上，财政部在 8 月 5 日的季度再融资声明中明确维持 2-30 年期国债拍卖规模不变，仅新增 1 年期内的短期国债（T-Bills）。值得指出的是，美债发行存在明显的季节性规律，通常在二季度末和年末，财政部需要增加国库券发行或发行现金管理券来满足资金需求。因此，**单季度财政融资需求增长不代表供给总量超预期扩张，不宜高估其对美债供需格局及长端美债收益率的影响。**

图表6：1 年期内的短债拍卖规模上升，但 2-30 年期国债拍卖规模基本稳定



资料来源：Wind、粤开证券研究院

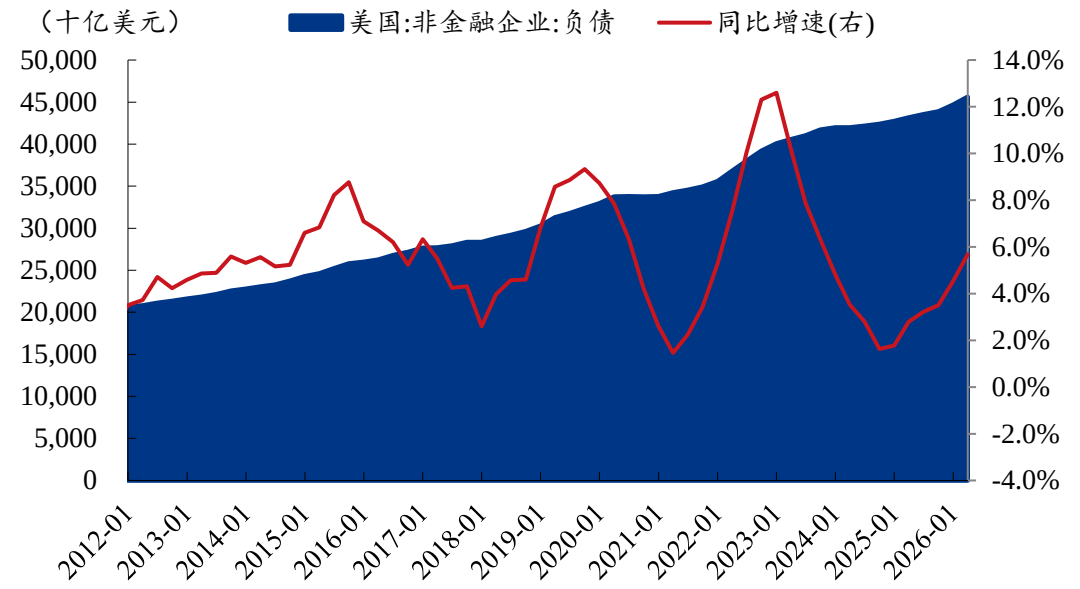
美债需求变化对于债券利率的定价或更为关键，美联储暂停储备管理购债（RMPs）引发需求冲击值得关注。8 月 13 日纽约联储宣布，自 8 月 14 日起将 RMPs 规模从每月 100 亿美元降至零，同时 MBS 到期本金不再再投资于长债，仅置换为短期国库券。RMPs 是 2025 年 12 月重启的流动性操作，通过购买短债向银行体系补充准备金，其退出是沃什就任美联储主席以来缩表框架的第一步实质动作。暂停 RMPs 意味着美债市场失去了一个价格不敏感的边际买家，减弱了长端美债需求，加剧市场需求担忧。

（二）AI 企业“发债潮”对美债市场影响几何？

本轮 AI 企业“发债潮”引发市场对于国债需求挤占的担忧。当前美国 AI 资本开支保持高速增长，科技企业持续增加债券发行。2026 年一季度，美国非金融企业总负债同比增加 2.5 万亿美元，同比增幅为 5.7%，创 2023 年三季度以来最快增幅。2025 年，美国五大科技巨头（谷歌、Meta、亚马逊、微软和甲骨文）合计发债超 1000 亿美元，约为 2024 年的五倍；2026 年，市场预计美国 AI 企业发债总额或将达到约 5000 亿美元。市场担忧这些超长久期企业债会与长期国债争夺保险、养老金等同一批长线买家，进而推升国债利率。

下载日志已记录，仅供内部参考

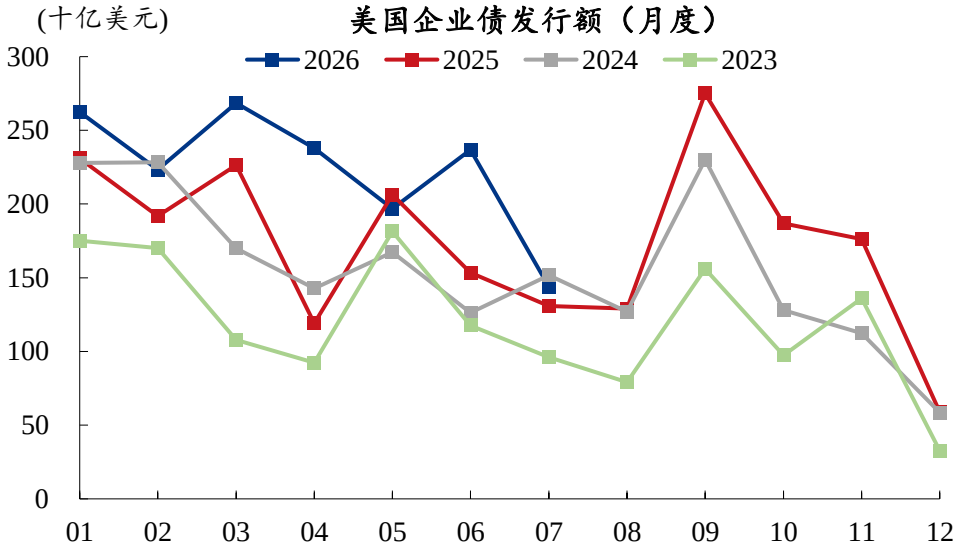
图表7：2025 年以来美国非金融企业债务增速回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

但我们认为，AI 企业发债对美国国债的实际影响容易被高估。一方面，企业债与国债属于不同风险等级的资产，投资者群体并非完全重合，企业债发行更多是利率环境与融资需求共同作用的结果；另一方面，企业发债本质上是利率的结果，企业会根据利率环境择时融资，而财政发债是利率的外生变量，具有刚性发行特征。观察到，美国企业债发行高峰通常与国债发行错位，每年 7-8 月国债发行高峰期，企业债发行额通常偏低。因此尽管美国科技企业发债总体增长，但对于 7-8 月国债利率上行的解释力不足。总体来看，AI 企业“发债潮”对美债市场的挤出效应更多停留在叙事层面，实际影响程度有待观察。

图表8：美国企业债发行规模在每年 7-8 月通常偏低



资料来源：Wind、粤开证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）美国“债务危机论”是否成立？

在美债规模和利率同步上升的背景下，市场对于美国财政可持续性及债务风险的讨论自然增多。典型如美国桥水基金创始人达利欧提出“三年左右美国将爆发债务危机”的判断，认为美国偿债支出占财政收入比重已逼近危险区间。

美国财政风险属于长期结构性问题，但不宜将美债收益率上行过度解读为“危机前兆”。不可否认的是，美国财政风险日益严峻，近年来面临债务规模持续扩张、利息支出压力加大、长期债券发行空间不足、中日等海外持有规模持续下降等问题，且政府债务问题正在由财政困局加速演变为治理危机。（详见《美国联邦政府债务：从财政困局到治理危机》。）但也需客观认识到，美元的全球储备货币地位、美债市场的深度与流动性、美国财政部灵活的债务管理工具等，都能够对美国财政压力形成一定缓冲，“债务危机”在短期内爆发的概率不高。

四、展望：政策干预难以根本上破除市场担忧

对于美债市场的后市演绎及对大类资产的影响，我们认为，短期美国财政部与美联储均会保持高度谨慎，并动用一系列政策工具来平抑债券利率的过度波动，但实际干预效果有待观察，在干预过程中也会衍生出“去美元化”交易等新的市场影响。

短期来看，美国政策层面具备一定稳定市场的能力和空间。美国财政部可通过调整发债期限结构、增加短债发行占比、减少长债供给压力等方式缓解长端利率上行压力；美联储也可通过调整缩表节奏、重启流动性支持工具等方式对冲市场波动。美联储主席沃什在 8 月 28 日杰克逊霍尔会议的讲话，可能有意释放稳定美债市场的政策信号。在政策主动干预下，美债长端利率上行节奏可能放缓或阶段性企稳。

但政策干预难以从根本上消除市场担忧，市场波动可能延续。8 月 19 日，美国财长贝森特宣布将长期美债回购规模“至少翻倍”，但干预效果有限，美债收益率很快反弹。一方面，市场对于美债长期财政可持续性、政策路径不确定性的担忧不会随短期干预快速消退，美债市场的波动率可能维持在较高水平。另一方面，**干预过程本身可能带来美元流动性的阶段性扩张，进而推动美元阶段性贬值、黄金价格上涨，“去美元化”叙事和相关交易升温。**

更进一步看，若美债利率持续上行进一步削弱特朗普及共和党的支持率，以及导致美联储的政策路径更加难以预测，那么美国中长期经济政策不确定性将进一步上升，长端美债收益率仍可能存在回升风险。在此背景下，市场风险偏好亦可能受到压制，股票及其他风险资产的波动率可能维持偏高状态。**总之，尽管“美债危机”未必爆发，但美债市场风险对美国及全球金融市场的外溢影响仍需高度警惕。**

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任副总裁，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

范城恺，伦敦政治经济学院（LSE）经济学硕士，现任资深宏观分析师，证书编号：S0300525120001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，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。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com