下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

宏观对冲“灰犀牛”：美债风险与全球储蓄循环失衡

——全球资产配置风险聚焦系列报告之六

证券分析师：金倩婧 A0230513070004 冯晓宇 A0230521080005
林遵东 A0230524100005 王胜 A0230511060001

2026.8.24

SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

报告摘要

- **今年以来，全球各国长期国债收益率大幅上升，目前美英法日德的国债收益率均位于过去10年的99%以上的高位。2022年以来，发达国家长期债券收益率中枢与期限溢价不断上升的背后是逆全球化与财政赤字货币化。**尤其值得注意的是：近期美债利率出现了短端走弱、长端走强、期限溢价不断扩大的结构性特征，**这正反映了美债的长期信用风险溢价而非周期性货币政策正成为驱动美债走势的核心因素。**
- **美国财政部扩大长期国债回购操作治标不治本，根本矛盾在于推升长端收益率的驱动力是不可持续的财政赤字、债务膨胀和通胀预期。美国国债的信用侵蚀程度通过三组债务比例关系可以得到更直观的刻画。第一，短债规模占可交易国债比例：**美国短期国债已占可交易国债的约22%。这一比例在十年前约为11%。更值得注意的是，过去12个月短期国债在净发行中的占比平均高达85%。**第二，短债规模占财政收入比例：**2026财年联邦政府预计收入约5.6万亿美元，而短端适销国债未偿余额7月份已经达到了6.99万亿美元，已远超财政收入。**第三，总债务规模占财政收入比例：**美国公众持有的债务占GDP比重已经接近100%，总债务占GDP比重高达122%。作为参照，2001年公众持有债务占GDP比例仅为32%，2008年金融危机前约为35%。**短债占比大幅上升代表着什么？ 这意味着美国财政部的融资策略正从“锁定长期低利率”转向“频繁滚动的短期融资”——短债利息虽低（约3.75%-4%），但数月到一年即需到期再融资。高频借新还旧使财政对利率波动的暴露成倍放大。**与此同时，2026财年净利息支出预计达1.039万亿美元，历史上首次突破1万亿，2026年7月利息占联邦财政收入的比例为35.2%，而在零利率的宽松年代这一比例仅为9%。利息支出占GDP比例在2026年已达到3.3%，超过1991年创下的历史高点。**融资期限越短、利率越高、利息负担越重——三者形成的正反馈循环，正是美元信用持续走弱的底层逻辑。**
- **而近期日元的波动正成为美债风险上升的脆弱环节与关键变量。日元走势之所以成为美债利率的关键变量，根源在于日元套息交易在过去数十年间构建了连接日本廉价资金与美债需求的系统性通道。**广义口径估计，日元套息交易规模高达万亿美元量级，其典型模式是借入低息日元、兑换为美元并投入美债或美股，这既压低了美债长端收益率，也形成了日元汇率与美债头寸的双向风险敞口。美伊冲突后，国际油价中枢显著上行，日本作为能源进口国经常项目恶化，叠加日本政府“宽财政”基调，日元贬值压力骤增，而日元贬值又进一步推升进口成本，迫使日本央行不得不动用外汇储备（即抛售美债）来干预汇率，由此形成“日元贬值→卖美债→美债收益率上行→套息交易部分平仓→美股承压”的潜在负向螺旋。反之，若日元因套息交易逆转而急速升值，大量平仓盘将同步抛售美债和美股，造成两种资产同时下跌。2026年美伊冲突以来日本减持美债1230亿美元，2026年3-7月日本官方外汇储备中的证券项目大幅下行910.18亿美元。当前日本10年期国债收益率已攀升至近30年新高，短端政策利率也面临进一步加息的压力，过往极低利率所提供的廉价融资基础正在瓦解，这意味着过去二十年压制美债长端利率的核心结构性力量正在逐步逆转为抬升力量。**因此，日元的任何方向性突破——无论暴涨或暴跌——都可能通过套息交易的损益平衡机制剧烈扰动美债市场，这正是当前美债收益率难以自主稳定，被动跟随日元波动的主要原因**

下载日志已记录，仅供内部参考

报告摘要

- **美债隐含的“灰犀牛”风险本质上是过去全球储蓄循环失衡的矛盾积累的结果，过去支撑美债、美股（尤其是AI）的全球资金循环正面临两大潜在结构性“裂缝”。**2025年美国经常项目逆差的规模约1.2万亿美元，而金融账户顺差（约1.3万亿美元）代表全球储蓄（包括官方外汇储备与私人投资）在持续输入美国资本市场，体现为全球储蓄对美债与美股的持续性购买。**这一闭环的过去运行逻辑是：美国经常项目逆差通过金融账户顺差得以融资，全球储蓄（官方+私人）以购买美债和美股的形式流入美国，压低资金成本和风险溢价，这个过程中加杠杆的主体从美国政府进一步拓展到AI行业龙头。**2020年以来在财政赤字货币化的浪潮下美国政府借助低成本资金持续扩大赤字加杠杆，联邦政府杠杆率已大幅攀升至116%。2023年以来，在AI技术突破的驱动下，资金进一步流入美股支撑AI相关企业的融资与扩张，AI企业股价上涨与上市活跃进一步带动美股整体上行，美股上涨带来的财富效应和融资效应又反过来吸引全球储蓄继续流入美国，**从而形成一个“逆差融资→储蓄流入→盈利上行→AI加杠杆→股价上涨→美股走强→储蓄继续流入”的完整正反馈链条。然而，这一闭环正出现两道潜在结构性裂缝。裂缝一来自美债需求端的系统性削弱：**逆全球化趋势下，海外官方投资者基于储备资产多元化和地缘政治考量持续减持美债，去美元化进程从政策宣示演变为实际行动；与此同时，在AI驱动美股持续上涨的吸引下，海外私人投资者也开始更多买卖美股而非美债，两股力量叠加使美债的传统需求基础被双重侵蚀，资金缺口不断扩大。**裂缝二来自AI商业模式的不确定性和融资链条的脆弱性：**当前美股AI叙事面临两大挑战：1）盈利端：开源降费模式的盈利预期扰动；2）融资端：融资成本不断上行背景下CSP公司资本开支能力的担忧。AI企业的融资扩张高度依赖于宽松的流动性和持续的风险偏好，一旦融资成本上升或AI盈利验证不及预期，AI叙事支撑下的高估值将面临剧烈修正。基于此，我们在2026年年中资产配置报告《跨越“J曲线”》中重点提示了美股AI硬件叙事的潜在压力，并提示了代表性韩国股市的杠杆风险。**总结来说，当美债需求下降迫使政府以更高利率融资、美股估值波动倒逼政府为维持经济而继续加杠杆时，这一闭环便从“储蓄供养美股美债”的正反馈逆转为“利率上行压制估值、债务膨胀侵蚀信用”的负向螺旋。这一闭环结构的松动与裂缝的扩大，正是当前美债风险从周期性波动向系统性信用重估演进的底层逻辑。**
- **展望未来，美债市场的风险已从过去的周期性波动升级为潜在的系统性“灰犀牛”风险，系统脆弱性导致全球资本市场对外部“黑天鹅”风险变得更为敏感。潜在的风险来源包括三方面：**一是美国财政可持续性突然遭遇信任危机——国债拍卖连续出现真实需求匮乏，引发存量债券价格剧烈下跌；二是美联储在“通胀黏性、就业疲弱、长债利率自动收紧”的三重困境下做出意外的政策转向；三是地缘政治冲突进一步扩大导致油价飙升，再度恶化全球通胀预期。**一旦此类黑天鹅事件爆发，其传导机制可能呈现典型的“流动性挤压”路径：美债市场方面，**海外官方减持趋势大概率延续，日本若再干预日元汇率，30年期美债收益率可能进一步测试5.5%甚至更高；**美股方面，**若10年期美债收益率突破5%，标普500的股权风险溢价将进一步压缩至负值区间，高估值科技板块将首当其冲。**黄金方面，**短期或因流动性紧张随风险资产下跌，但去美元化趋势（黄金在央行储备中的占比已超过美债占比）和央行购金潮将提供强支撑，一旦美联储被迫转向宽松，黄金将快速反弹并创出新高。**新兴市场方面，**美债收益率上行将加剧资本外流和本币贬值压力，但部分资源出口国可能受益于大宗商品价格上涨。总体而言，40万亿美元债务、22%短债占比、利息支出吞噬财政收入的比例高达26%以上——这三组数字共同指向一个结论：**美债利率中枢或已进入长期抬升通道，传统意义上的“无风险利率”定价中正在嵌入更高的财政风险溢价、流动性溢价和地缘政治溢价。全球资产的定价基准正在经历深刻重构，投资者需警惕流动性紧缩与信用重估的双重冲击。**
- **风险提示：地缘政治冲突加剧；全球经济非线性走弱；美国AI科技股大幅下跌风险。**

下载日志已记录，仅供内部参考

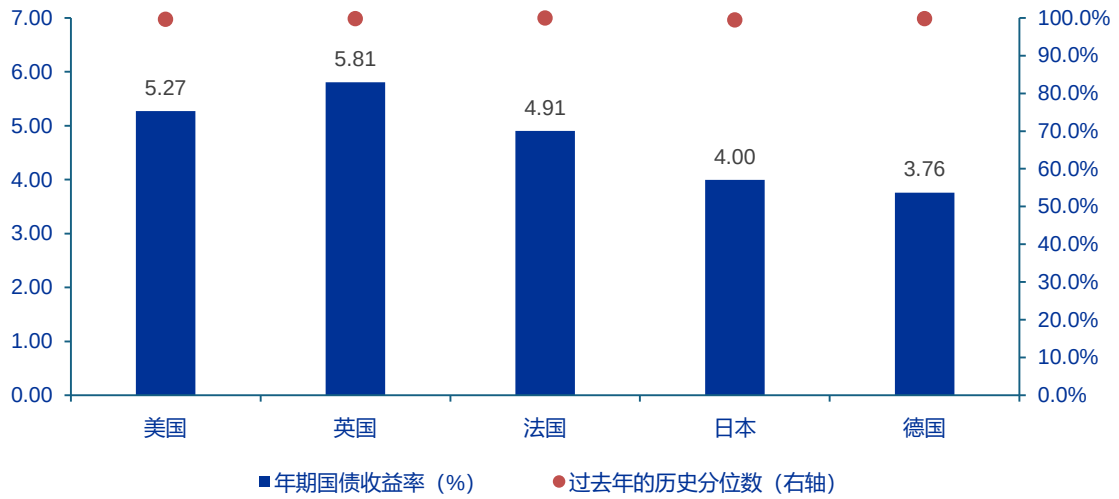
主要内容

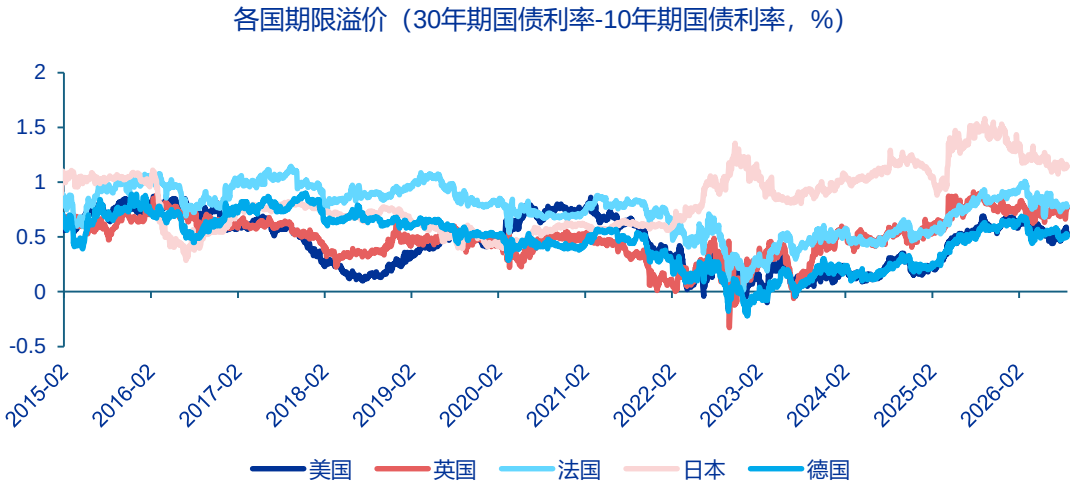
1. **长期信用风险溢价是近期驱动美债走势的核心因素**
2. 日元波动成为美债风险上升的脆弱环节与关键变量
3. 支撑美债、美股的循环面临两大潜在结构性“裂缝”
4. 警惕美债对全球大类资产带来的系统性灰犀牛风险

下载日志已记录，仅供内部参考

近期全球各国30年期国债收益率大幅上升

- 近期全球各国30年期国债收益率大幅上升，美英法日德的国债收益率均位于过去10年的99%以上的高位。
- 2022年以来欧美各国30年期国债利率-10年期国债利率的期限溢价趋势性上行。
- 2022年以来发达国家长期债券收益率中枢与期限溢价不断上升的背后是逆全球化与财政赤字货币化。



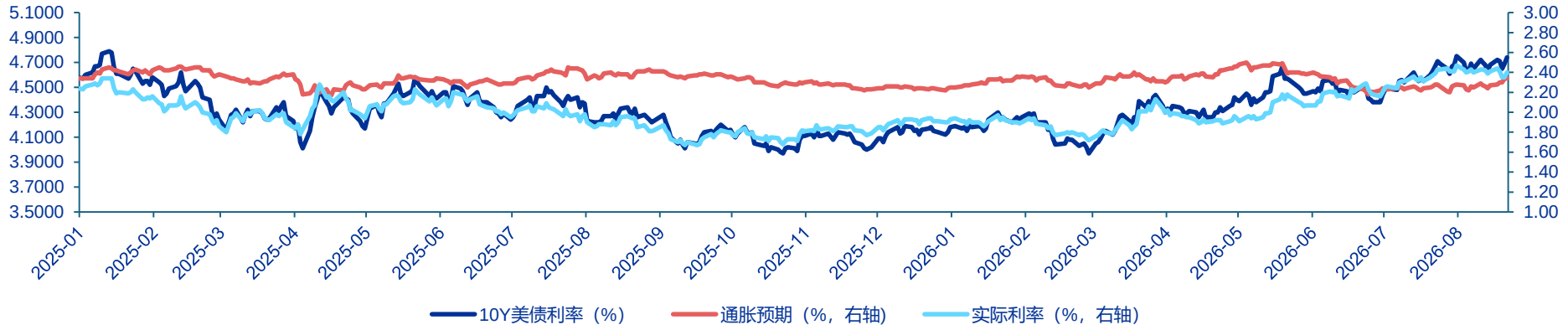


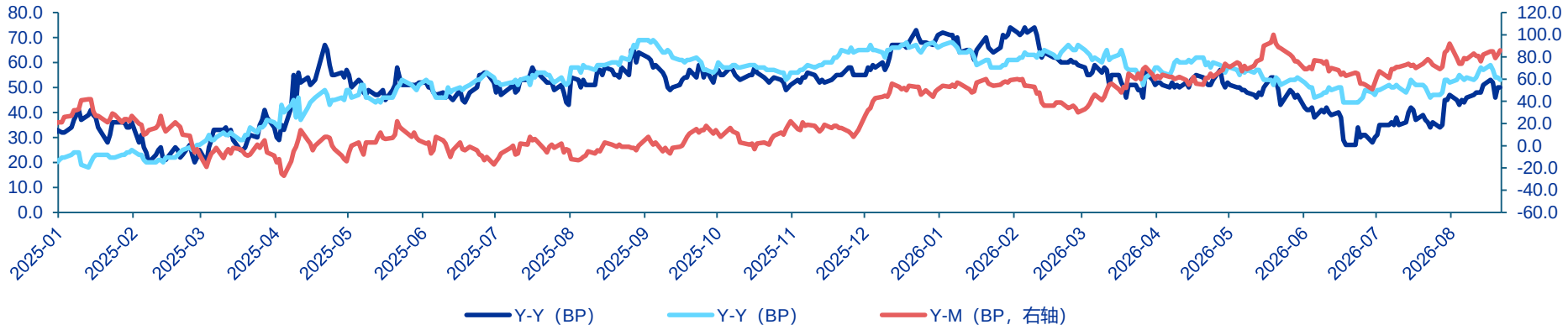
资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

美伊冲突以来，10Y美债利率上行主要是由实际利率与期限溢价贡献

- **美伊冲突以来，10Y美债利率上行主要是由实际利率与期限溢价贡献**
- **近期美债利率期限溢价不断扩大，反映了美债的长期信用风险溢价而非周期性货币政策正成为驱动美债走势的核心因素。**



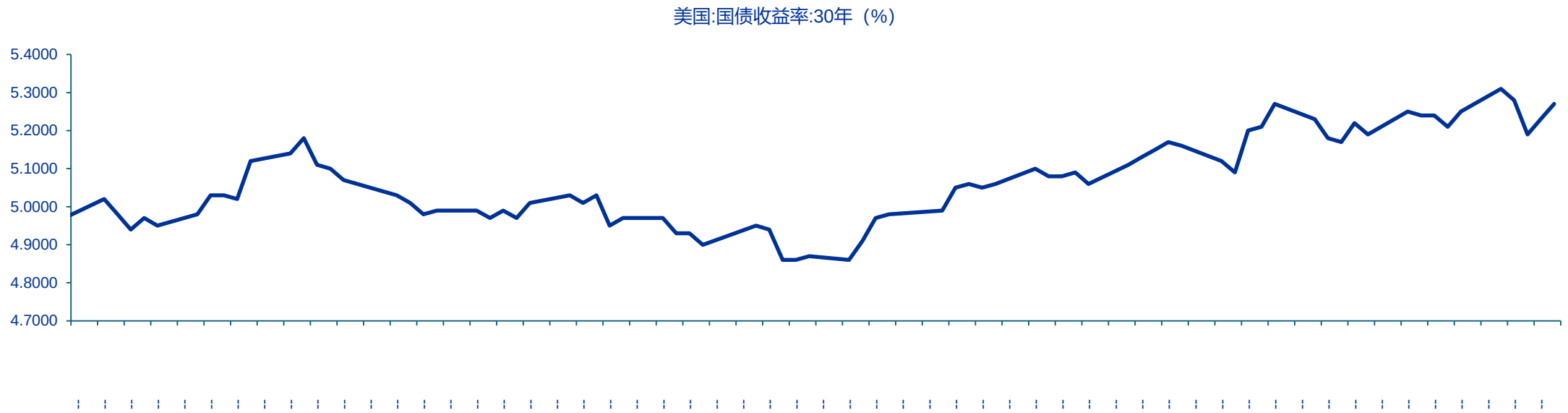


资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

美国财政部扩大长期国债回购操作治标不治本

- **2026年8月19日，美国财政部宣布将长期国债回购规模从单次20亿美元至少扩大一倍至40亿美元，回购对象覆盖10年至30年期债券，财政部长贝森特次日进一步表态实际规模可能超过这一上限。**
- **市场认定财政部的回购操作本质上“治标不治本”：**截至2024年5月启动常态化回购以来，累计回购仅超2000亿美元，相对于近40万亿美元的美债市场规模杯水车薪；回购是通过发行新短期债券融资来购买长期旧券，只改变了债务的期限结构而未减少债务总量，当前流通美债中短债占比已超22%，相当于变相缩短了债务加权平均期限。**根本矛盾在于推升长端收益率的驱动力是不可持续的财政赤字、债务膨胀和通胀预期。**

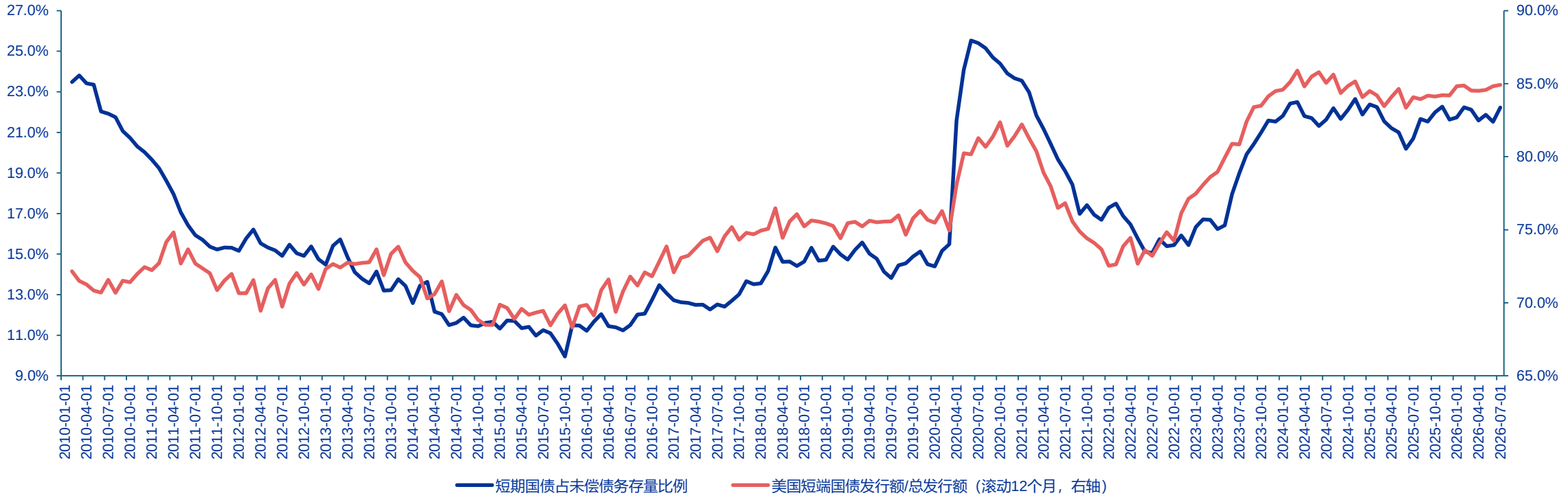


资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

美国国债的信用侵蚀程度通过三组债务比例关系可以得到更直观的刻画

- 美国国债的信用侵蚀程度通过三组债务比例关系可以得到更直观的刻画。
- 第一，短债规模占可交易国债比例：美国短期国债已占可交易国债的约22%。这一比例在十年前约为11%。更值得注意的是，滚动12个月短期国债在净发行中的占比平均高达85%。

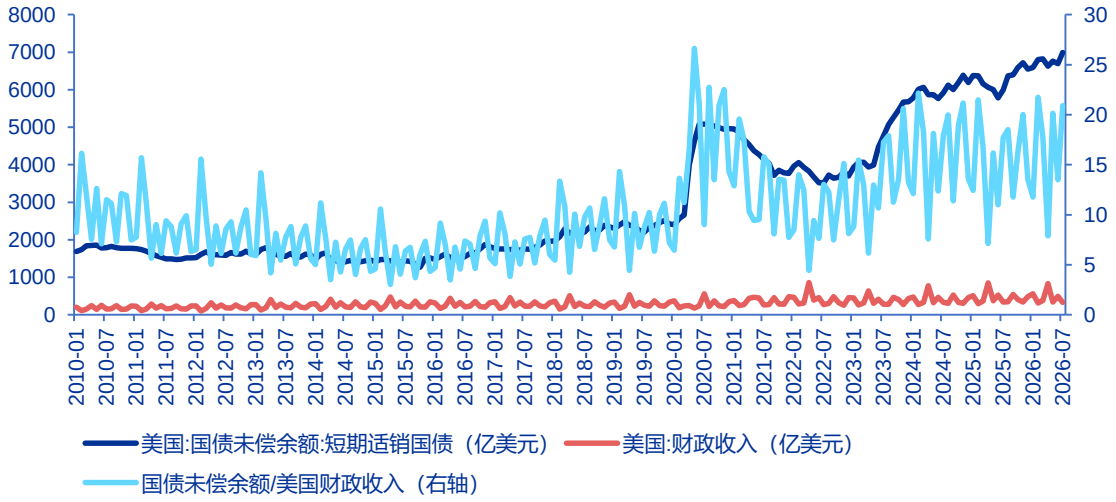


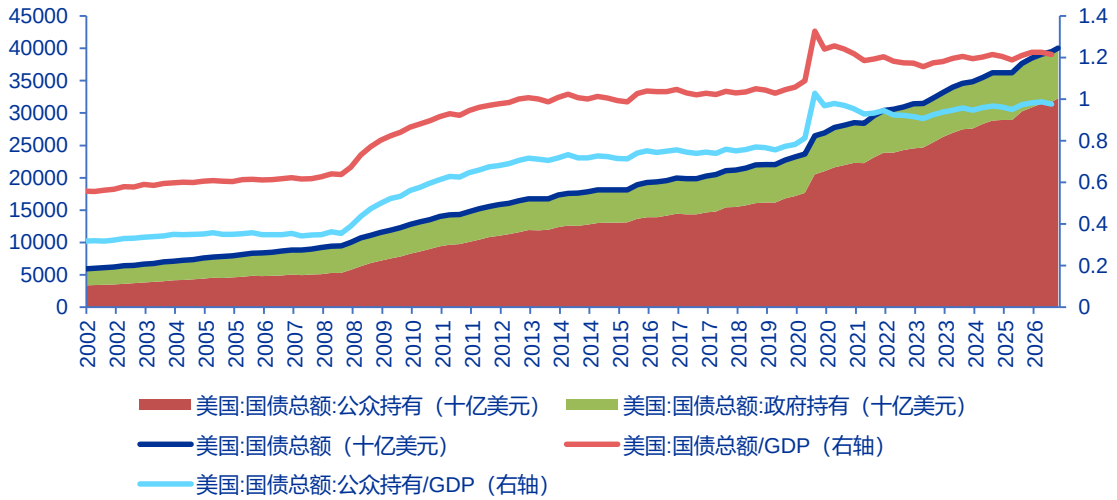
资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

美国国债的信用侵蚀程度通过三组债务比例关系可以得到更直观的刻画

- **美国国债的信用侵蚀程度通过三组债务比例关系可以得到更直观的刻画。**
- **第二，短债规模占财政收入比例：2026财年联邦政府预计收入约5.6万亿美元，而短端适销国债未偿余额7月份已经达到了6.99万亿美元，已远超财政收入。**
- **第三，总债务规模占财政收入比例：美国公众持有的债务占GDP比重已经接近100%，总债务占GDP比重高达122%。作为参照，2001年公众持有债务占GDP比例仅为32%，2008年金融危机前约为35%。**



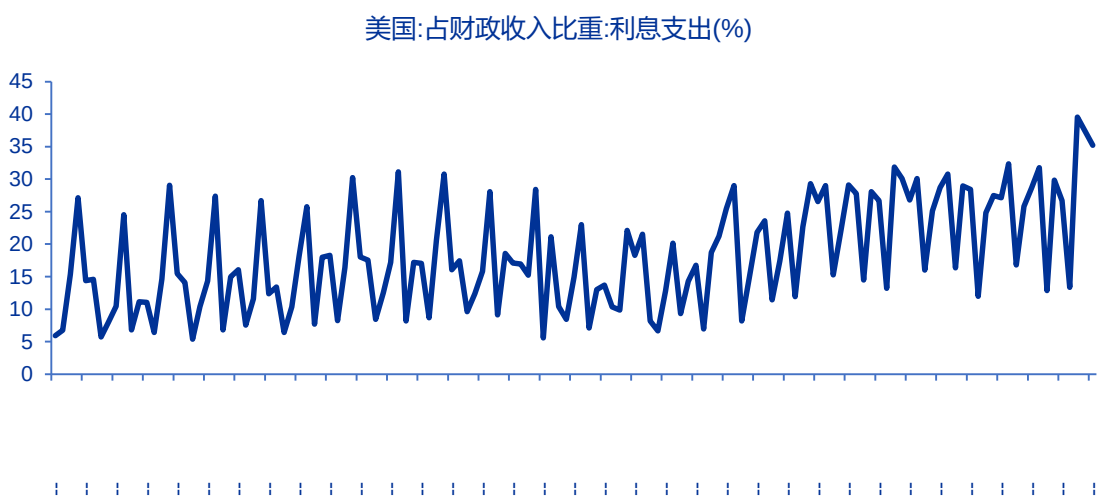


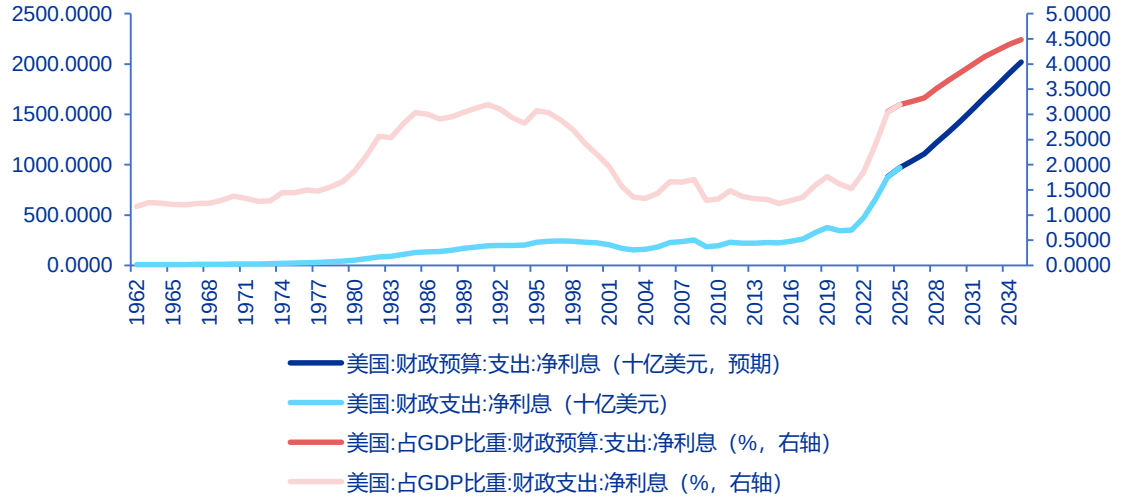
资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

短债占比大幅上升代表着什么？

- **美国财政部的融资策略正从“锁定长期低利率”转向“频繁滚动的短期融资”——短债利息虽低（约3.75%-4%），但数月到一年即需到期再融资。**高频借新还旧使财政对利率波动的暴露成倍放大。与此同时，2026财年净利息支出预计达1.039万亿美元，历史上首次突破1万亿，2026年7月利息占联邦财政收入的比例为35.2%。利息支出占GDP比例在2026年已达到3.3%，超过1991年创下的历史高点。
- **融资期限越短、利率越高、利息负担越重——三者形成的正反馈循环，正是美元信用持续走弱的底层逻辑。**





资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 长期信用风险溢价是近期驱动美债走势的核心因素
2. **日元波动成为美债风险上升的脆弱环节与关键变量**
3. 支撑美债、美股的循环面临两大潜在结构性“裂缝”
4. 警惕美债对全球大类资产带来的系统性灰犀牛风险

下载日志已记录，仅供内部参考

日元危机的背后是美国资本市场的危机

- **日元走势之所以成为美债利率的关键变量，根源在于日元套息交易在过去数十年间构建了连接日本廉价资金与美债需求的系统性通道。**广义口径估计，日元套息交易规模高达万亿美元量级，其典型模式是借入低息日元、兑换为美元并投入美债或美股，这既压低了美债长端收益率，也形成了日元汇率与美债头寸的双向风险敞口。美伊冲突后，国际油价中枢显著上行，日本作为能源进口国经常项目恶化，叠加日本政府“宽财政”基调，日元贬值压力骤增，而日元贬值又进一步推升进口成本，迫使日本央行不得不动用外汇储备（即抛售美债）来干预汇率，**由此形成“日元贬值→卖美债→美债收益率上行→套息交易部分平仓→美股承压”的潜在负向螺旋。反之，若日元因套息交易逆转而急速升值，大量平仓盘将同步抛售美债和美股，造成两种资产同时下跌**



下载日志已记录，仅供内部参考

套息交易的起点是日元，但是终点是美股、美债

- **本轮日元的贬值周期自从2022年后开始启动，核心基本面线索是近几年油价高企，日本经常账户和财政政策的双重恶化，同时日央行政策独立性较弱。本轮加速贬值的原因：1）财政信任危机：**高市早苗政府推出370万亿日元投资计划缺乏税源支撑，弱化财政整顿目标，市场要求日债风险溢价上升，日元和日债出现罕见的同步下跌。而自从2025年10月开始，美日汇率与美日利差开始背离，背后隐含了日本债务违约风险的上升；**2）中东冲突冲击：**日本石油进口高度依赖中东地区，美伊冲突推高油价，贸易账户恶化进一步打压日元。**3）日央行收紧政策较为滞后：**目前美日政策利差仍高达约184bp，套息交易利差空间虽收窄但远未消失。

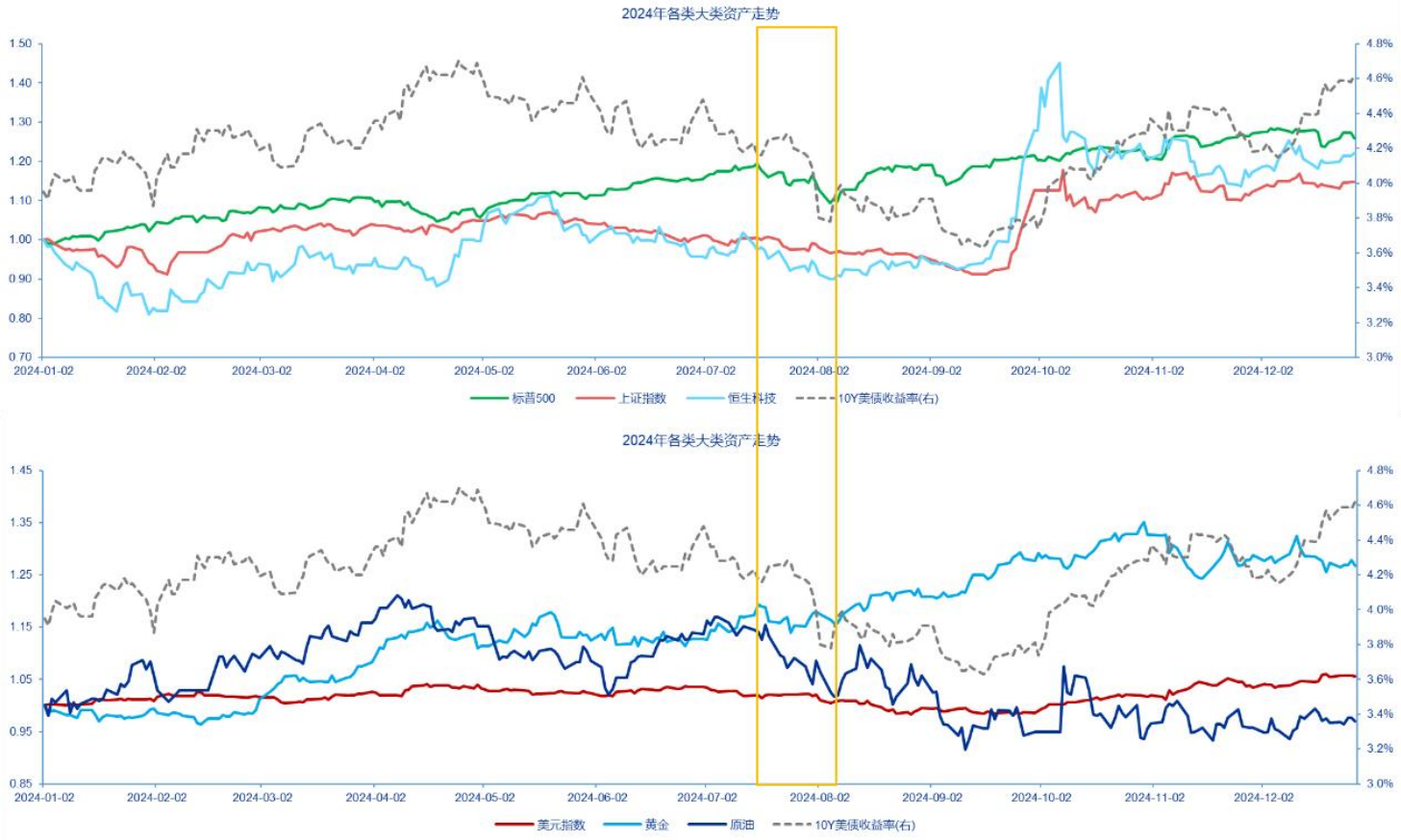


资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

套息交易的起点是日元，但是终点是美股、美债

- **情形1：日元良性温和升值：**美伊局势缓和→油价持续回落→美国通胀压力走低；美联储获得降息空间→美元走弱→日元走强；市场表现：日元有序温和升值，美元指数承压。美债收益率温和下行，新兴市场资金外流压力缓解。全球风险资产回暖，资金从美元资产向其他市场分散。套息交易有序、渐进式平仓，不构成系统性冲击。
- **情形2：日元恶性大幅升值：**恶性升值核心不在于基本面重估，而是拥挤的投机性头寸逆转风险。触发可能来自美日利差的收窄，如日本超预期加息、或美国衰退预期升温；也可能来自波动率飙升，如科技股大跌使杠杆资金遭遇资产亏损与汇兑亏损双杀。另外，美日联合干预"矫枉过正"，资金对升值形成一致预期。市场表现：美债利率继续超预期上行，全球资产价格下跌；套息交易逆转，美元杠杆资金踩踏式平仓，全球风险资产普遍承压：美股科技股、日股、高外债新兴市场首当其冲。
- **情形3：日元继续贬值：**如果中东冲突变为持久战，油价高位的时间拉长，那么日元基本面仍然脆弱。而日本国内方面，高市早苗的支持率或是其财政政策观察指标的抓手，在日本政府出现实质性掣肘前，日政府的宽松政策预期延续，日债的压力仍在。市场表现：日元持续贬值，也将意味着其对全球流动性的贡献为正，风险资产或相对受益，但同时也在积累着一定的脆弱风险。

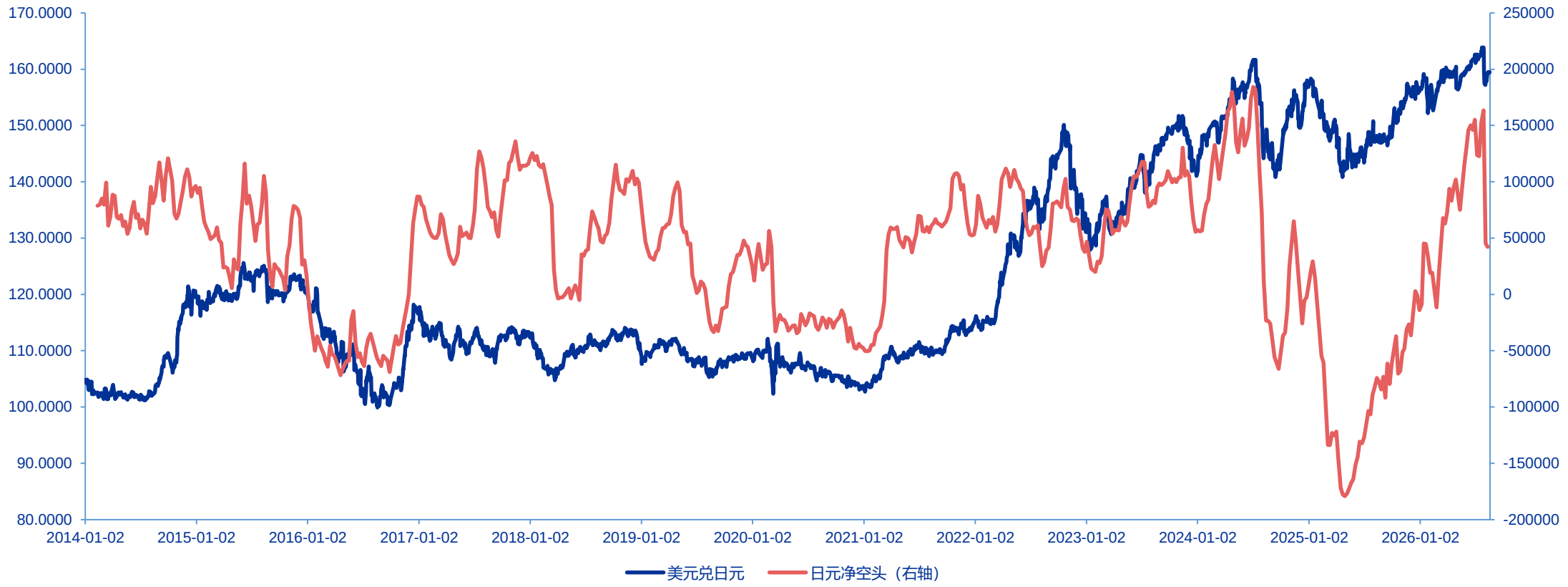


资料来源：Wind，申万宏源研究 注：图表为归一处理

下载日志已记录，仅供内部参考

美日联合购买日元后，日元净空头仓位大幅回落

- **美日联合购买日元后，日元净空头仓位大幅回落。**



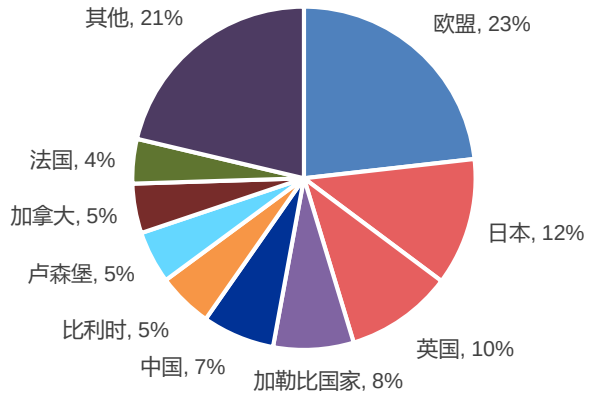
资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

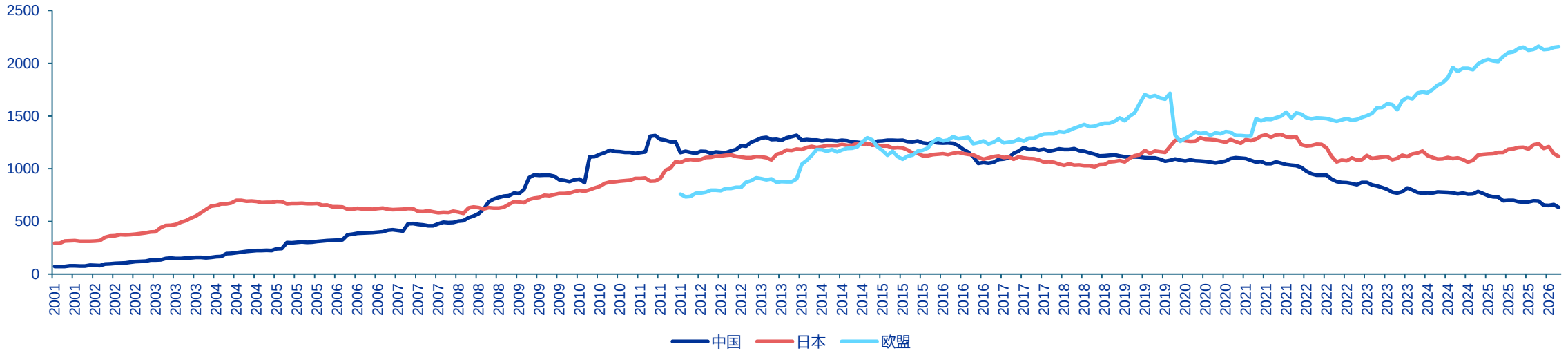
2018年以来，欧盟各国、日本增持美国国债，而中国大幅卖出

- 从2018年以来，欧盟大幅增持美国国债，日本小幅增持美国国债，而中国持续卖出美国国债
- 截至2026年6月，欧盟（23%）、日本（12%）、英国（10%）分别为持有美债的前三大外国投资者，而中国掉到第五（7%）。

202606美国国债金额的外国投资者中，各国持有占比



美国:外国投资者持有美国国债金额（十亿美元）

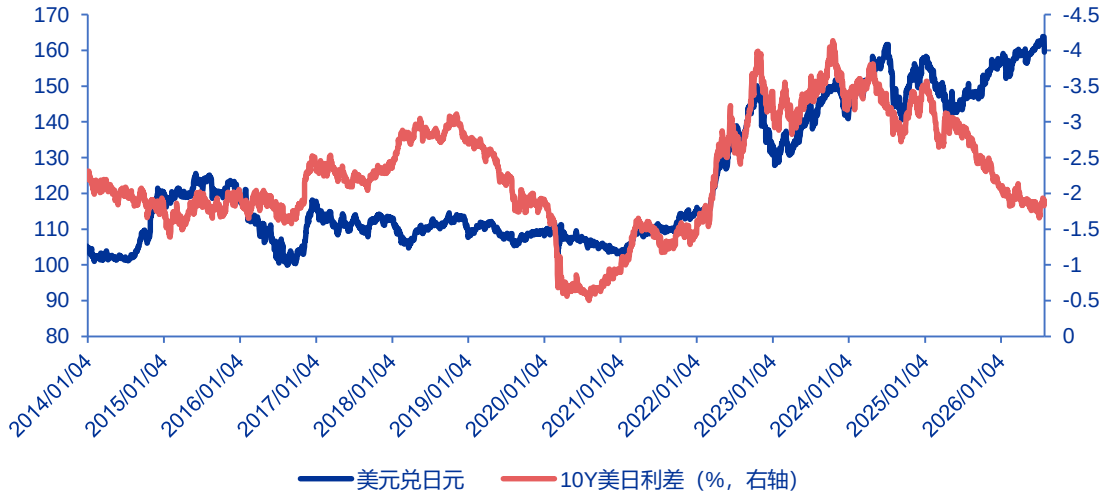


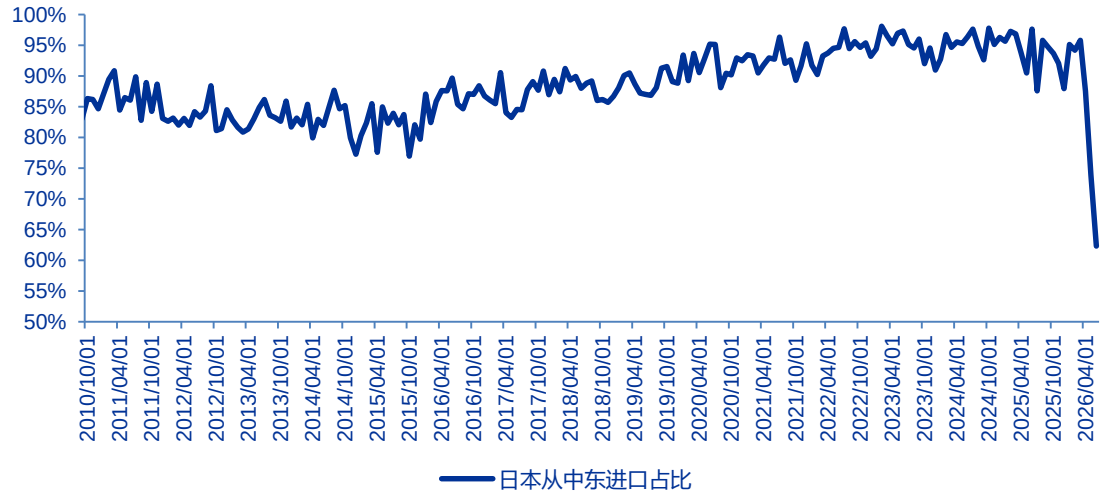
资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

美伊冲突之后，日本转而大幅抛售美国国债

- **日元大幅下跌主要因为： 1）财政信任危机：更深层次的原因是市场对日本财政纪律的信任瓦解。**高市早苗政府推出370万亿日元投资计划缺乏税源支撑，弱化了财政整顿目标，投资者要求更高的风险溢价以对冲国债供给持续膨胀的风险，这导致日债利率大幅上行。日债利率走高本应支撑汇率，但由于利率上行反映的是财政恐慌而非经济增长，日元与日债收益率同步背离，形成“贬值—利率上行”的罕见组合，进一步打击了市场对日元的信心，日元和日债出现罕见的同步下跌。**2）中东冲突冲击：日本过去5年90%石油的进口依赖中东，美伊冲突推高油价输入性通胀，进一步打压日元。**





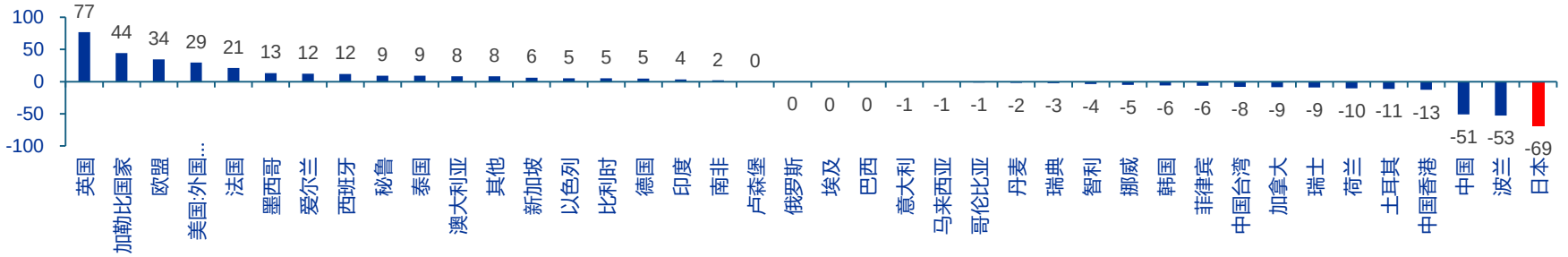
资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

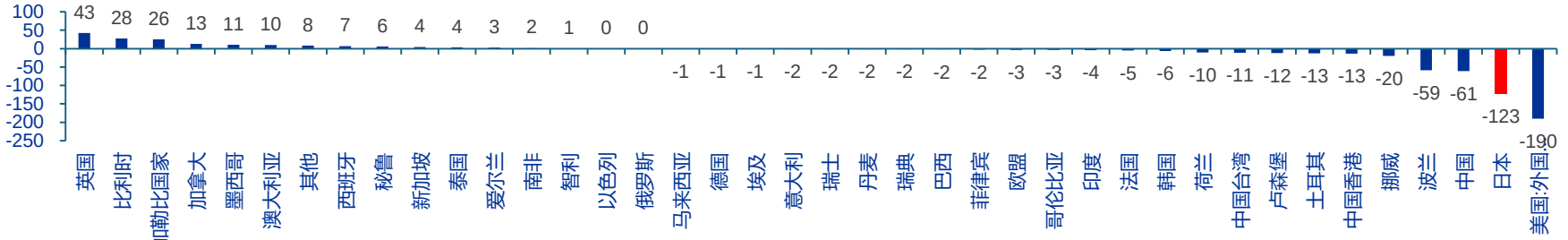
美伊冲突之后，日本转而大幅抛售美国国债

- **2026年以来，特别是美伊冲突以后，由于日元贬值压力，日本持续卖出美国国债，只有英国、欧盟内部等国家买入美国国债。**

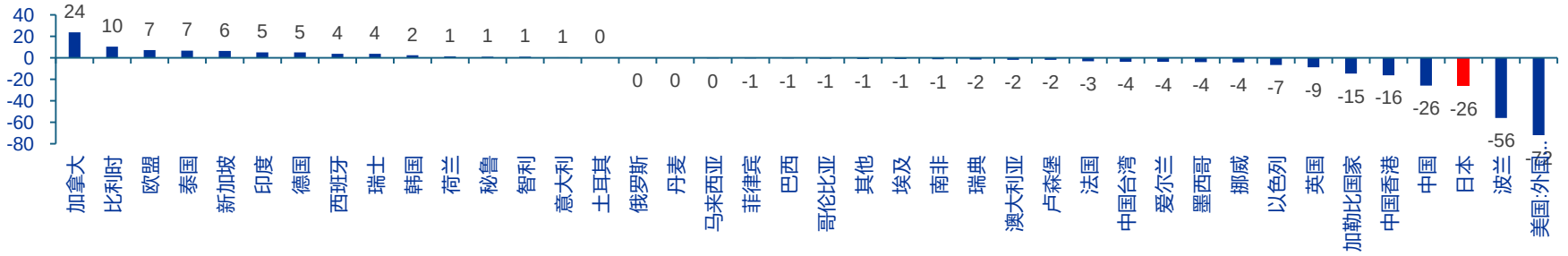
2026年以来美国国债持有量增量（十亿美元）



美伊冲突以来美国国债持有量增量（十亿美元）



6月美国国债持有量增量（十亿美元）

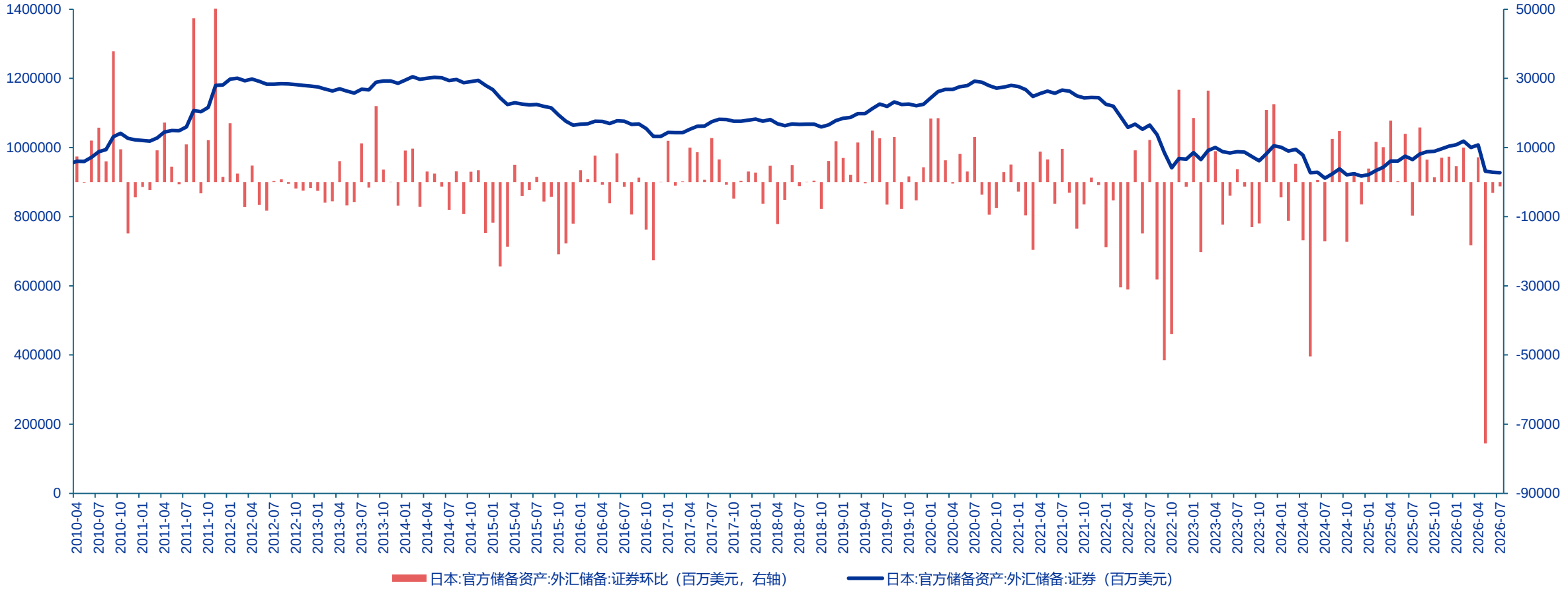


资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

美伊冲突之后，日本大幅减持外汇储备的证券项目换取现金

- **2026年3-7月日本官方外汇储备中的证券项目大幅下行910.18亿美元。**



资料来源：Wind，申万宏源研究

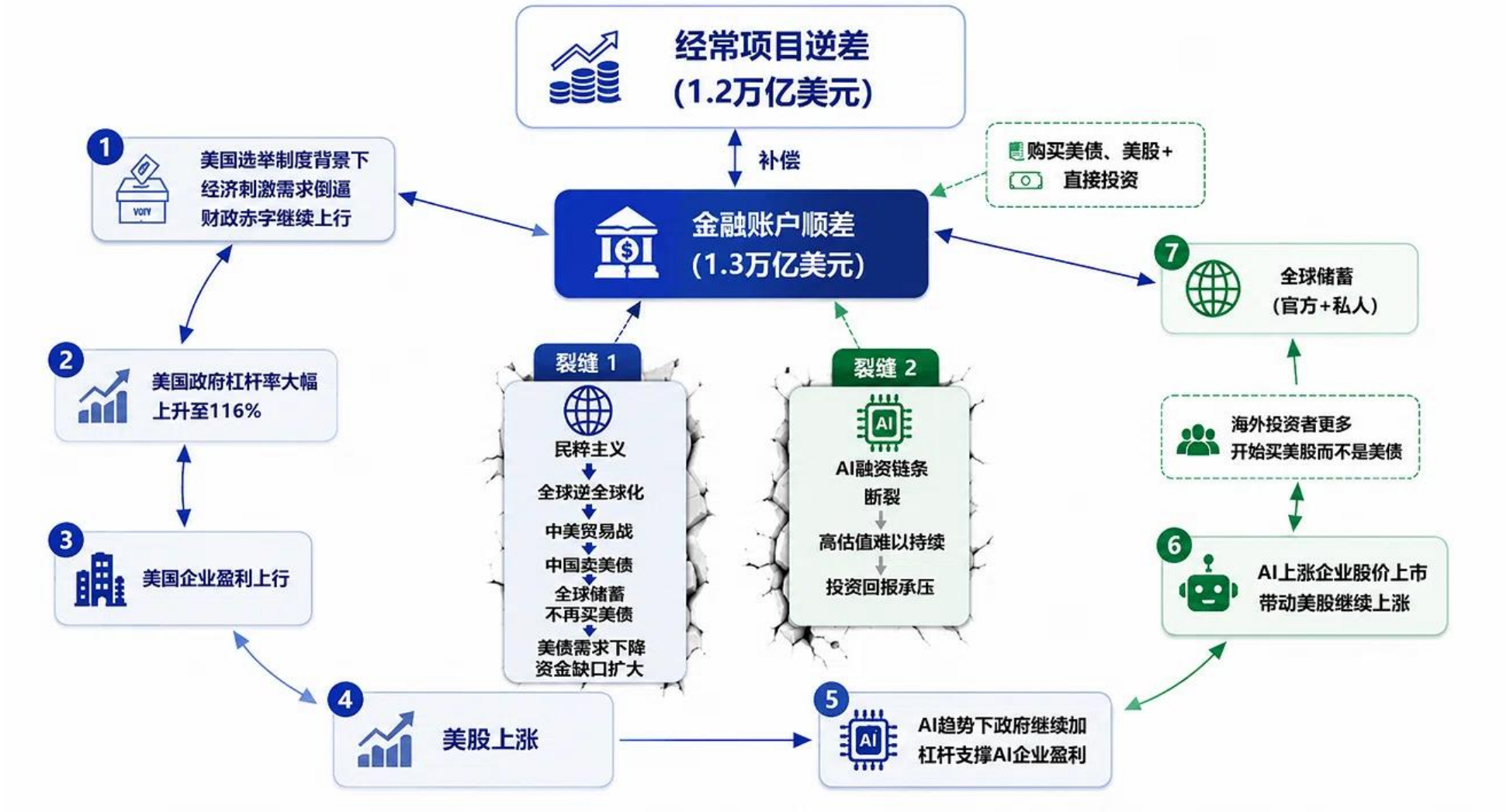
下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 长期信用风险溢价是近期驱动美债走势的核心因素
2. 日元波动成为美债风险上升的脆弱环节与关键变量
3. **支撑美债、美股的循环面临两大潜在结构性“裂缝”**
4. 警惕美债对全球大类资产带来的系统性灰犀牛风险

下载日志已记录，仅供内部参考

全球储蓄“供养”美国资本市场的闭环有两道裂缝正在慢慢扩大

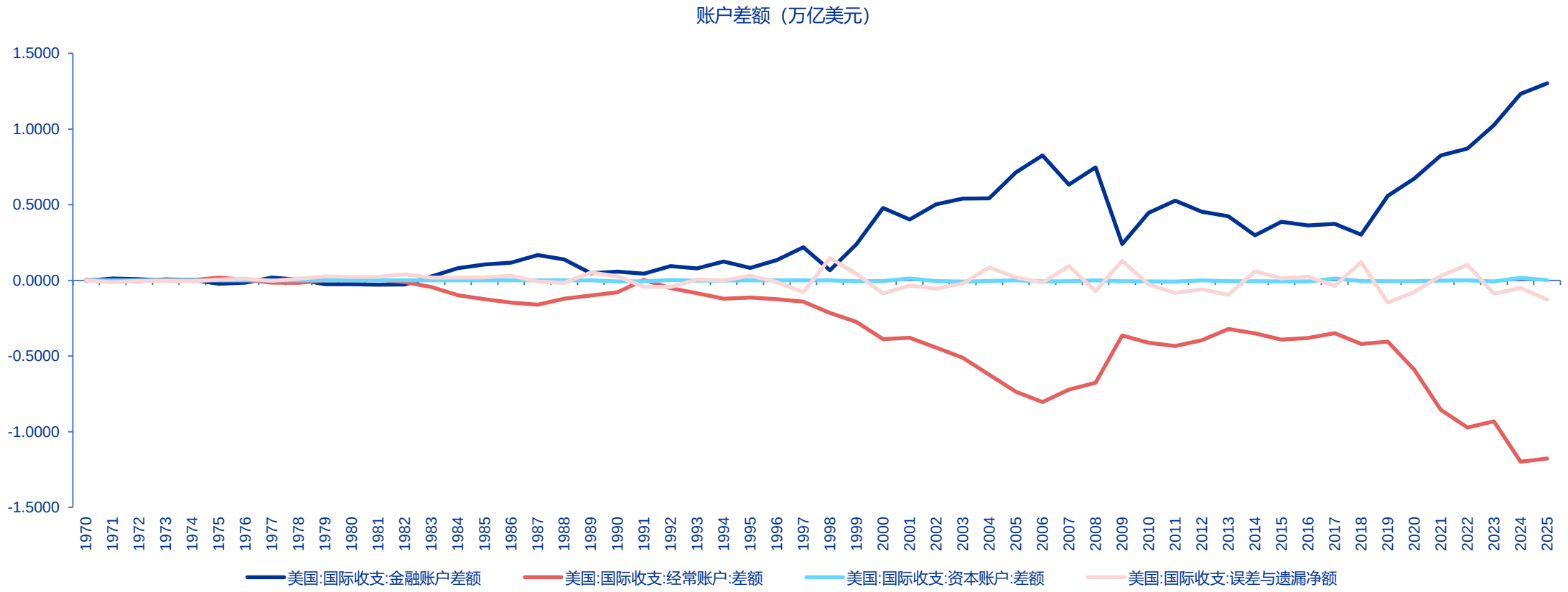


资料来源：Wind，申万宏源研究 注：图中数据以2025年为主

下载日志已记录，仅供内部参考

2000年以来，美国通过金融账户差额来弥补经常账户差额

- 2025年美国经常项目逆差的规模约1.2万亿美元，而金融账户顺差（约1.3万亿美元）代表全球储蓄（包括官方外汇储备与私人投资）在持续输入美国资本市场，体现为全球储蓄对美债与美股的持续性购买。**这一闭环的过去运行逻辑是：美国经常项目逆差通过金融账户顺差得以融资，全球储蓄（官方+私人）以购买美债和美股的形式流入美国，压低资金成本和风险溢价，这个过程中加杠杆的主体从美国政府进一步拓展到AI行业龙头。**

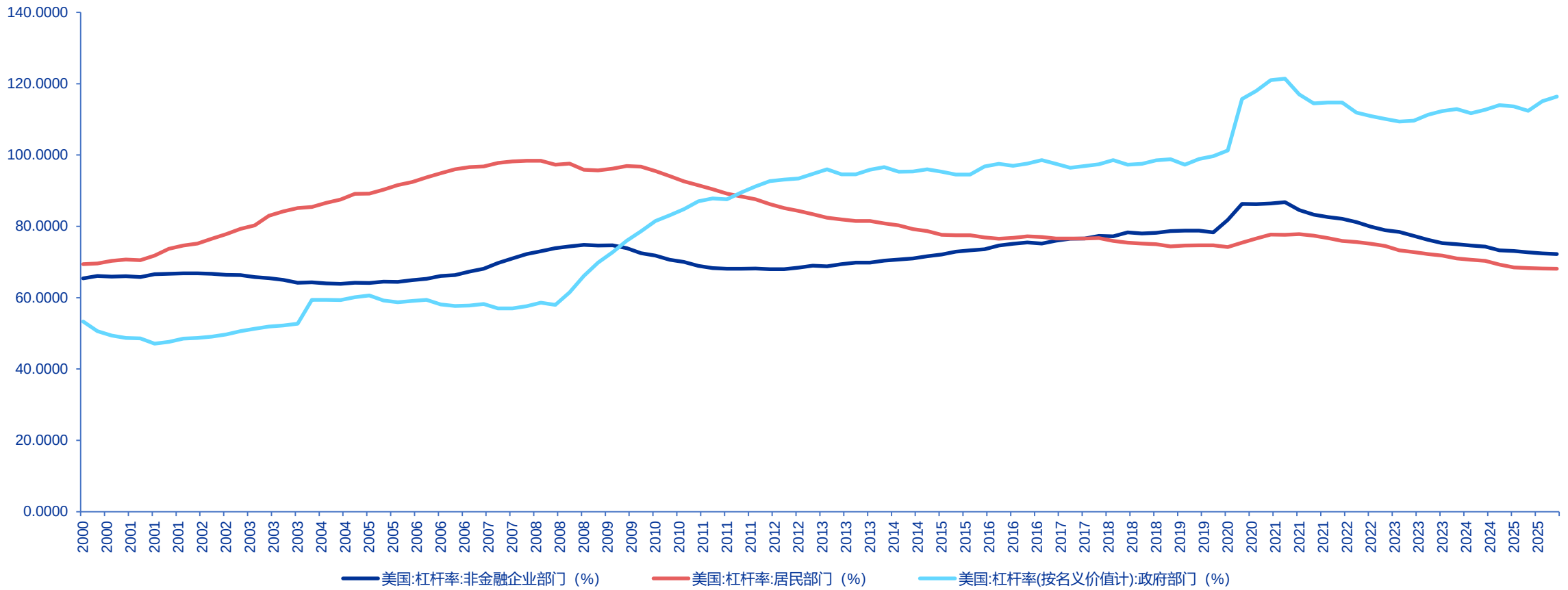


资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

在美国财政赤字持续扩张的压力下，政府杠杆率已大幅攀升至116%

- **2020年以来在财政赤字货币化的浪潮下美国政府借助低成本资金持续扩大赤字加杠杆，联邦政府杠杆率已大幅攀升至116%。**

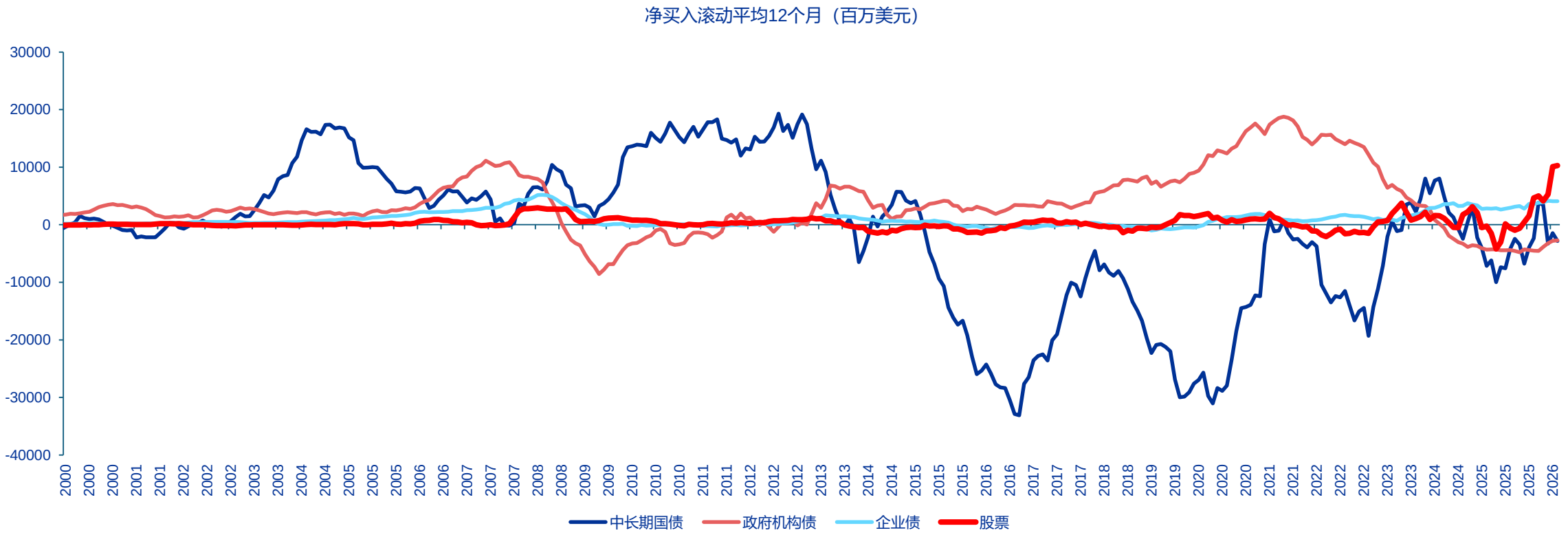


资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2025年4月以来，外国官方投资者开始集中买入美股，而不是美债

- 2023年以来，在AI技术突破的驱动下，资金进一步流入美股支撑AI相关企业的融资与扩张，AI企业股价上涨与上市活跃进一步带动美股整体上行，美股上涨带来的财富效应和融资效应又反过来吸引全球储蓄继续流入美国，**从而形成一个“逆差融资→储蓄流入→盈利上行→AI加杠杆→股价上涨→美股走强→储蓄继续流入”的完整正反馈链条。**
- **2025年4月以来，外国官方投资者开始集中买入美股，而不是美债。**

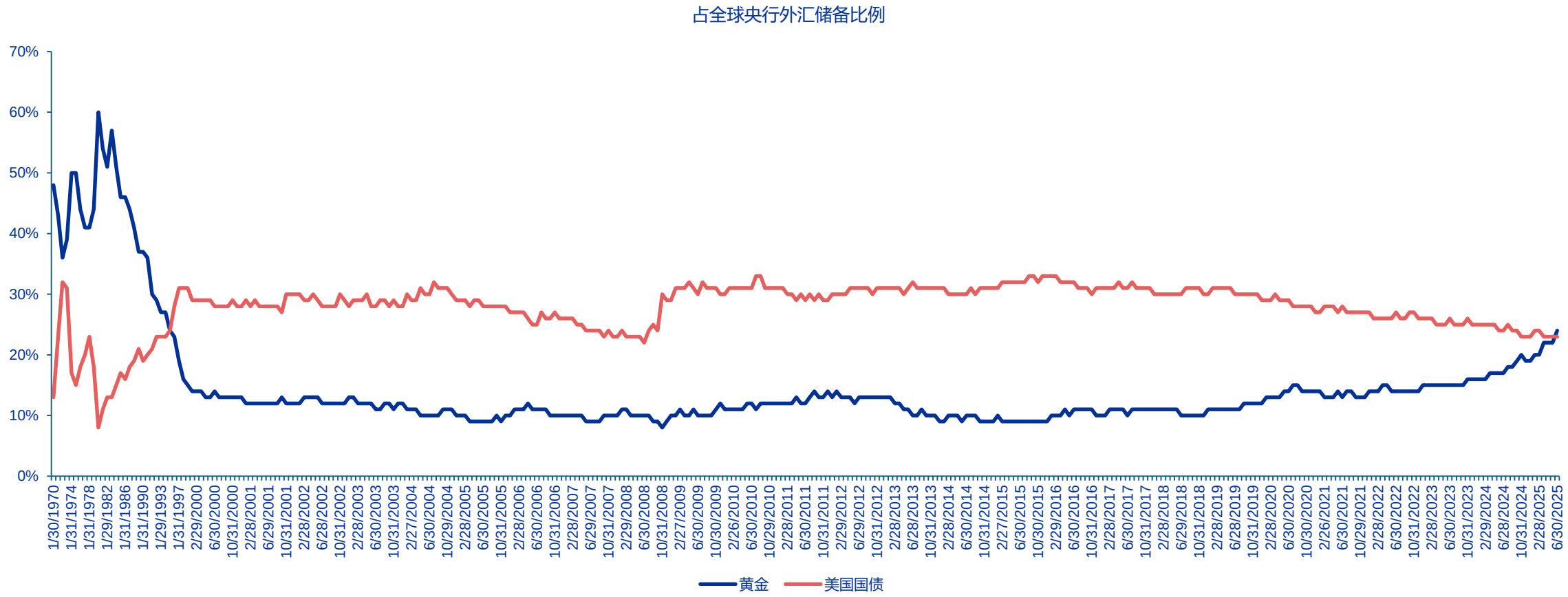


资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

裂缝一来自美债需求端的系统性削弱：海外官方投资者储蓄多元化

- **裂缝一来自美债需求端的系统性削弱：**逆全球化趋势下，海外官方投资者基于储备资产多元化和地缘政治考量持续减持美债，去美元化进程从政策宣示演变为实际行动；

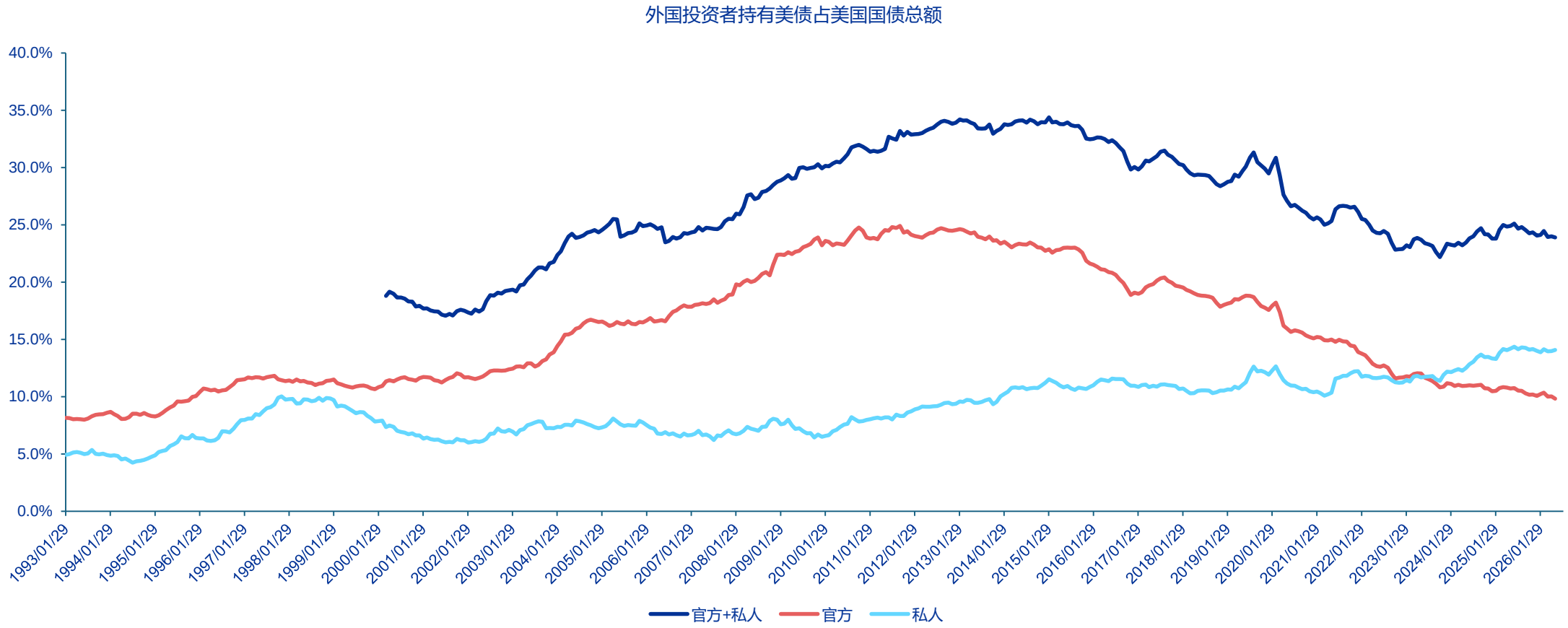


资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

美国海外官方投资者持有美债占比已经回落至10%

- 美国外国投资者持有美债占美国国债总额在2014年见顶后持续回落至今。其中，官方占比的下行是主要驱动力，而私人仍在持续增持。
- 美国海外官方投资者持有美债占国债总额的比例从2012年的25%持续下行至10%。



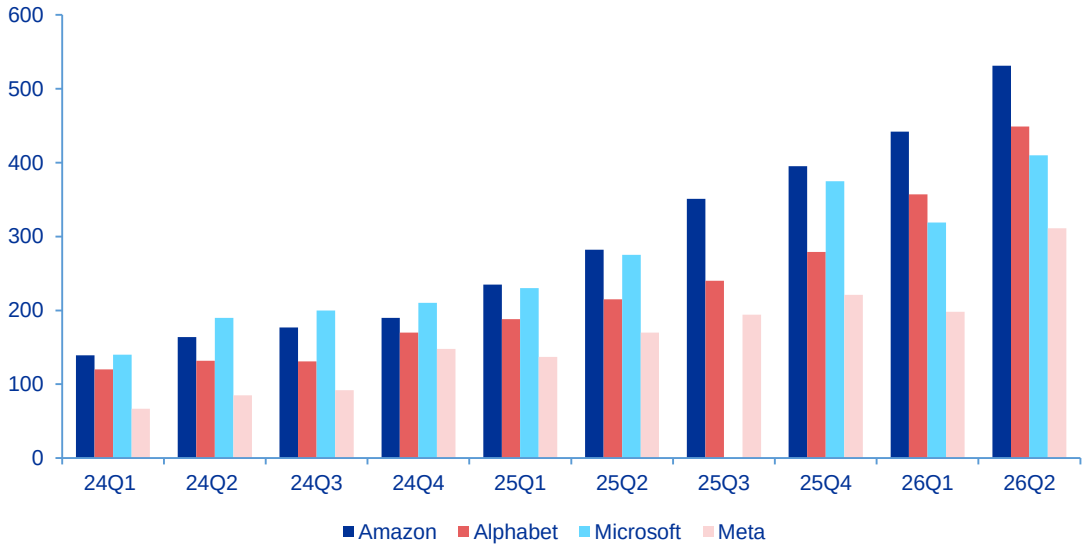
资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

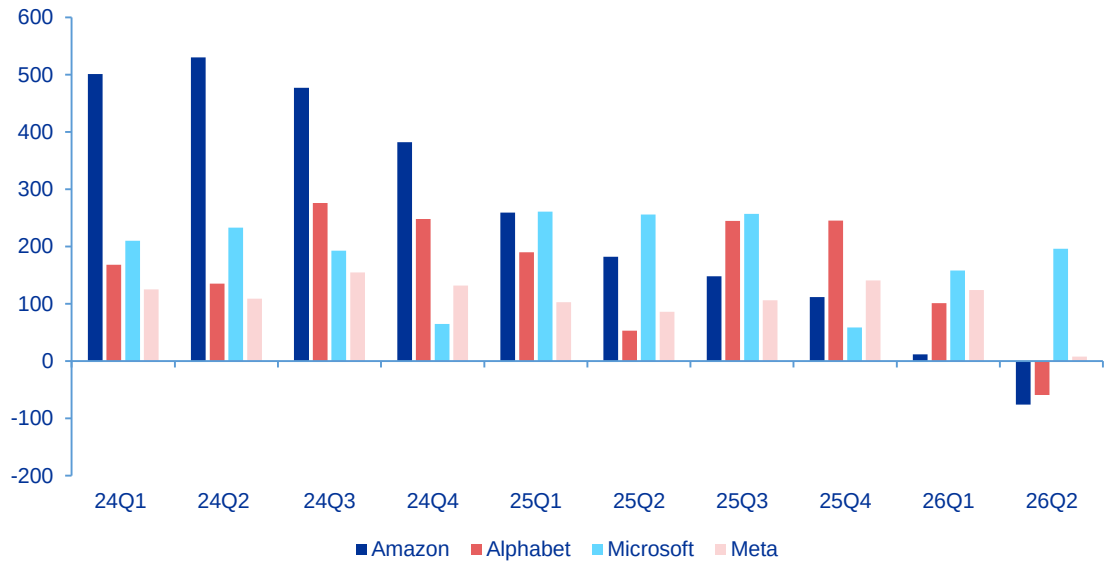
裂缝二来自AI商业模式的不确定性和CSP融资链条的脆弱性

- 裂缝二来自AI商业模式的不确定性和融资链条的脆弱性：当前美股AI叙事面临两大挑战：1）盈利端：开源降费模式的盈利预期扰动；2）融资端：融资成本不断上行背景下CSP公司资本开支能力的担忧。AI企业的融资扩张高度依赖于宽松的流动性和持续的风险偏好，一旦融资成本上升或AI盈利验证不及预期，AI叙事支撑下的高估值将面临剧烈修正。基于此，我们在2026年年中资产配置报告《跨越“J曲线”》中重点提示了美股AI硬件叙事的潜在压力，并提示了代表性韩国股市的杠杆风险。
- 2026年二季度，亚马逊和谷歌单季度自由现金流均开始转负，分别为-76亿美元和-59亿美元，Meta接近于0，微软现金流环比上个季度有所改善。

四大云厂单季CapEx（亿美元）



四大云厂单季度自由现金流（亿美元）



下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

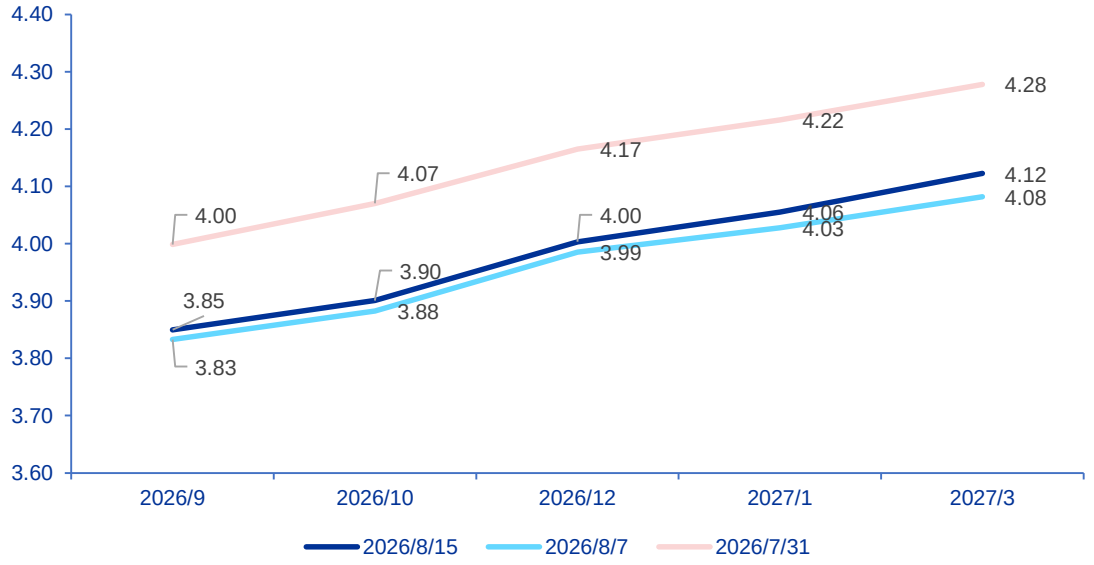
1. 长期信用风险溢价是近期驱动美债走势的核心因素
2. 日元波动成为美债风险上升的脆弱环节与关键变量
3. 支撑美债、美股的循环面临两大潜在结构性“裂缝”
4. **警惕美债对全球大类资产带来的系统性灰犀牛风险**

下载日志已记录，仅供内部参考

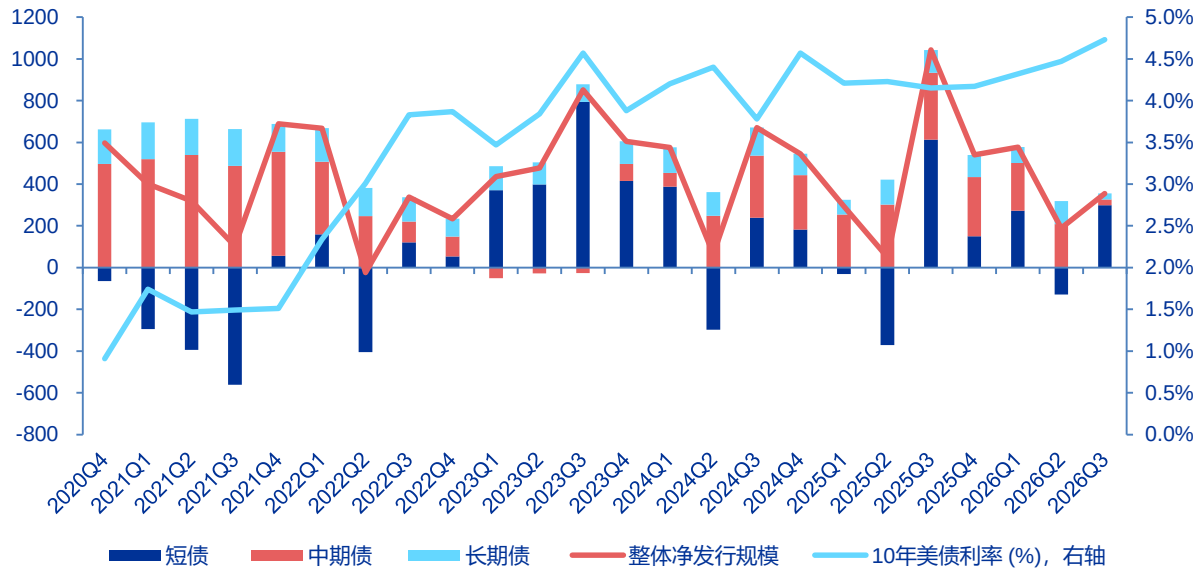
美债市场已从过去的周期性波动升级为潜在的系统性“灰犀牛”风险

- **展望未来，美债市场的风险已从过去的周期性波动升级为潜在的系统性“灰犀牛”风险，系统脆弱性导致全球资本市场对外部“黑天鹅”风险变得更为敏感。潜在的风险来源包括三方面：**一是美国财政可持续性突然遭遇信任危机，比如国债拍卖连续出现真实需求匮乏，引发存量债券价格剧烈下跌；二是美联储在“通胀黏性、就业疲弱、长债利率自动收紧”的三重困境下做出意外的政策转向，或者将“缩表”从预期逐步兑现为“现实”；三是地缘政治冲突进一步扩大导致油价飙升，再度恶化全球通胀预期。

CME FED WATCH美联储加权预期利率水平，%



美国财政部净发债（剔除SOMA赎回，十亿美元）

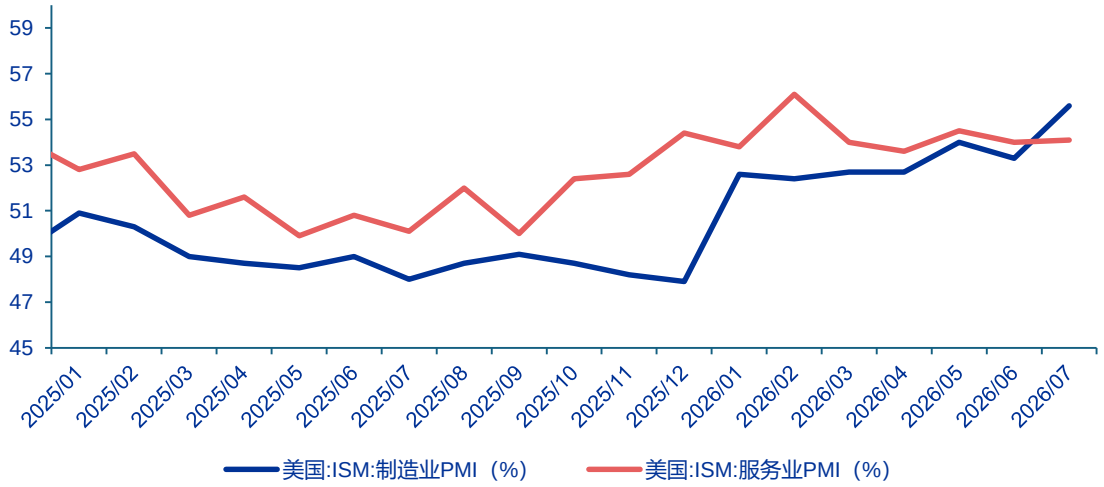


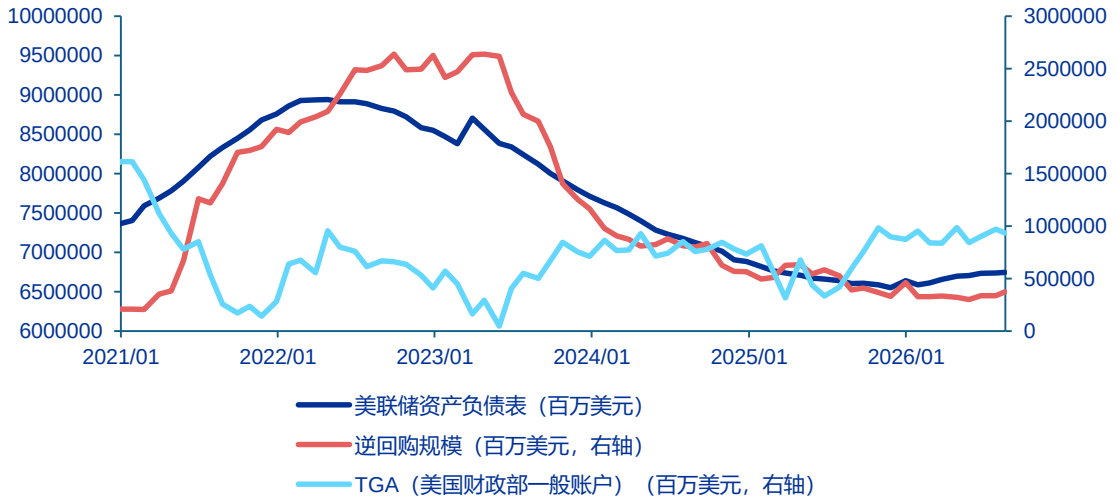
资料来源：Wind，芝商所，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

期限溢价来看，2026年下半年美债期限溢价仍然易上难下

- **期限溢价来看，2026年下半年美债期限溢价仍然易上难下**
- **1）美国经济维持高位，经济尚没有大幅下行趋势。**
- **2）金融流动性：缩表进程已基本完成阶段性目标，美联储总资产规模基本稳定，而逆回购规模在经历了断崖式下降后，“流动性蓄水池”已基本枯竭，货币市场的冗余流动性已基本消失，但是TGA处于历史高位，反映了财政部的大规模现金积累。**短期来看，流动性环境相对较紧；中长期则需密切关注财政部的债务发行节奏和现金管理策略。





资料来源：Wind，芝商所，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

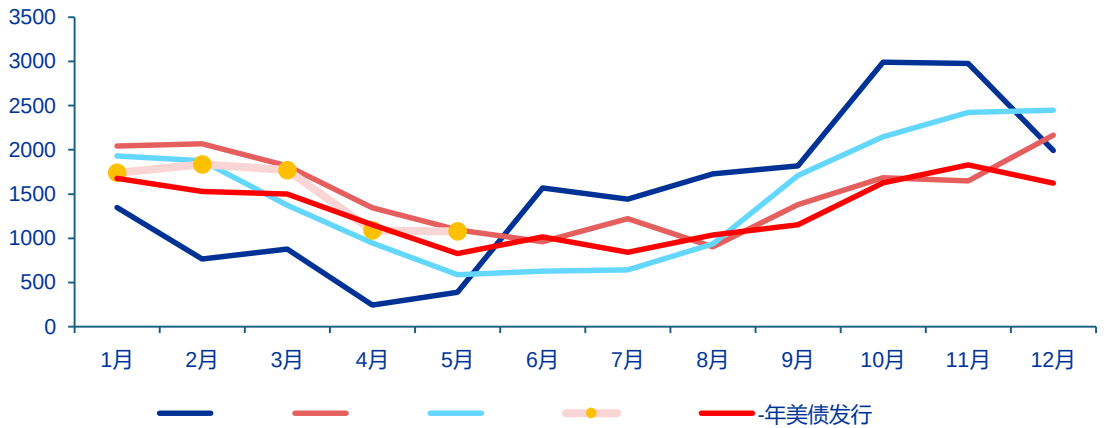
期限溢价来看，2026年美债期限溢价仍然易上难下

- **3）供需格局方面，**5月美国财政部二季度发债预案显著超预期（目前预计的1890亿美元VS2月份预计1090亿美元）主要原因是预计净现金流较低，部分被高于预期的季度初现金余额抵消。

Sources and Uses Reconciliation Table

Quarter	*Announcement Date*	Financing Need (1)	Financing: Marketable Borrowing (2)	Financing: All Other Sources (3)	Financing: Total (4) = (2) + (3)	Change in Cash Balance (5) = (4) - (1)	*End-Of-Quarter Cash Balance* (6)	Memo: *SOMA Redemptions* (7)
Jan - Mar 2026	**February 2, 2026**	**530**	**574**	**(67)**	**507**	**(23)**	**850**	**0**
	Actual	**493**	**577**	**(64)**	**513**	**20**	**893**	**0**
	Revisions	**(37)**	**3**	**3**	**6**	**43**	**43**	**0**
Apr - Jun 2026	**February 2, 2026**	**8**	**109**	**(51)**	**58**	**50**	**900**	**0**
	May 4, 2026	**123**	**189**	**(59)**	**130**	**7**	**900**	**0**
	Revisions	**114**	**79**	**(8)**	**71**	**(43)**	**0**	**0**
Jul - Sep 2026	**May 4, 2026**	**557**	**671**	**(64)**	**607**	**50**	**950**	**0**

美债发行额（滚动6个月，亿美元）

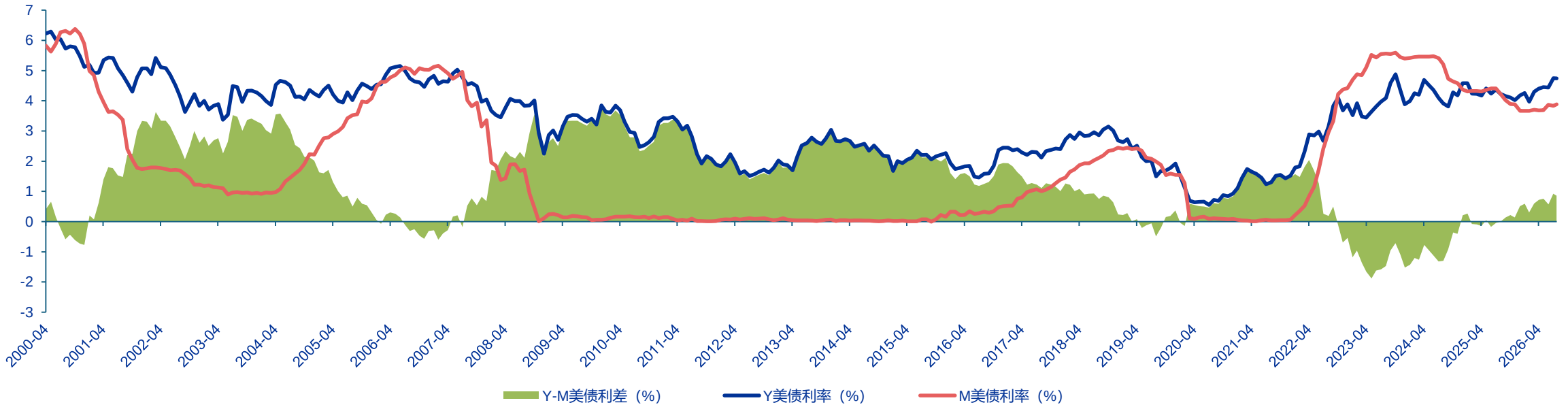


	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year	FRN
Feb-26	69	58	70	44	42	16	25	28
Mar-26	69	58	70	44	39	13	22	28
Apr-26	69	58	70	44	39	13	22	30
May-26	**69**	**58**	**70**	**44**	**42**	**16**	**25**	**28**
Jun-26	**69**	**58**	**70**	**44**	**39**	**13**	**22**	**28**
Jul-26	**69**	**58**	**70**	**44**	**39**	**13**	**22**	**30**

下载日志已记录，仅供内部参考

美债：下半年美债核心波动区间4.5%-4.9%，关注波动上升风险

- **展望下半年，10年期美债收益率的核心波动区间或介于4.5%至4.9%之间，关注波动上升风险。**通胀预期与油价联动是短期最核心的变量，地缘冲突引发的能源价格飙升直接推高通胀，提高了降息的门槛，削弱了市场对美联储快速降息的预期。短期密切关注美伊局势边际变化对于油价、通胀预期与美债利率的影响。中期来看，美国经济的韧性、美联储资产负债表中期难以进一步扩张的预期以及美债财政赤字维持高位对美债利率仍带来支撑。
- **分情况来看，乐观情景**需看到中东地缘风险缓和带动油价降温，同时劳动力市场走弱证据充分，或者AI产业投资遭遇较大波折，驱动美联储转向降息周期，在此情形下10年期美债收益率或向区间下轨4.2%回落。**悲观情景**则需警惕美伊冲突延续推升油价、AI投资热潮与赤字扩张形成财政风险共振，10年期美债收益率也可能向区间上轨5%等更高水平突破。

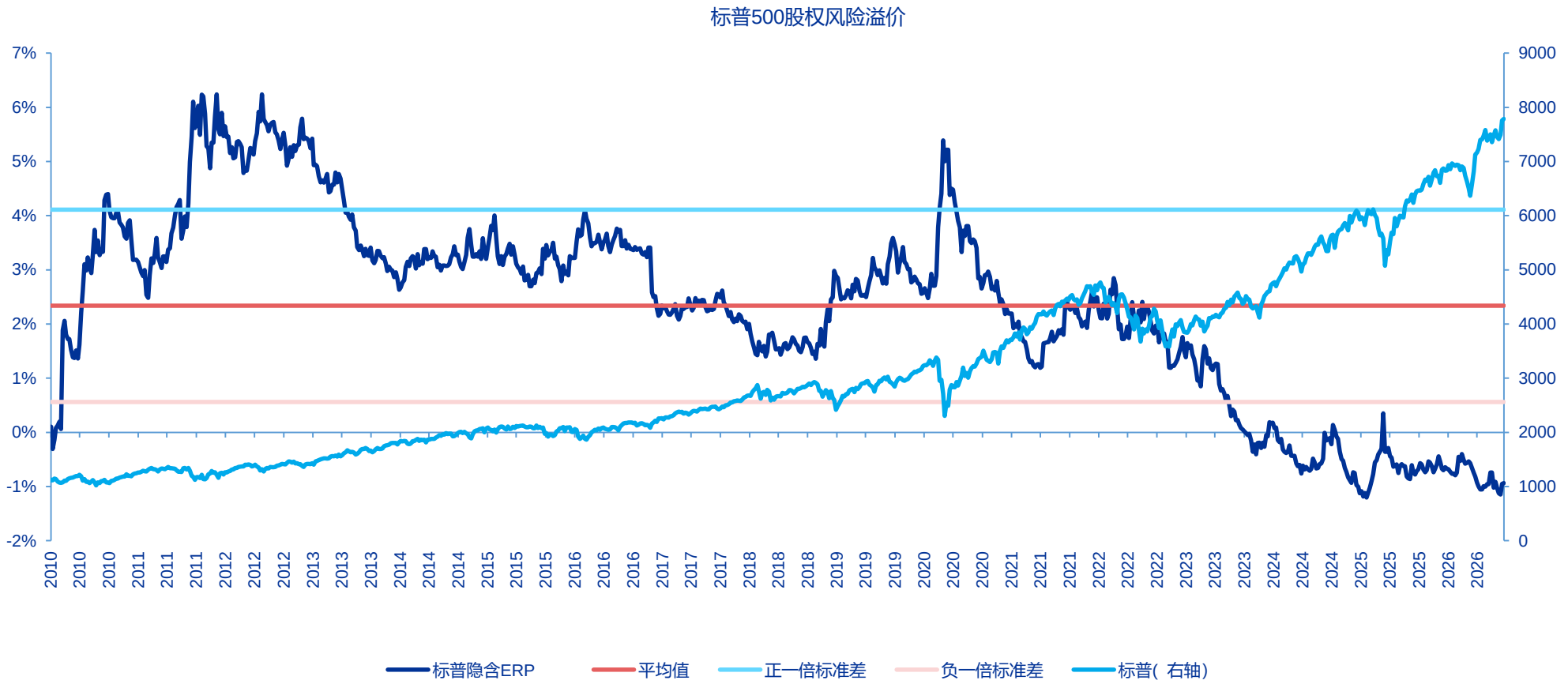


资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

美股：若10年美债收益率突破5%，标普500的风险溢价将压缩至负值区间

- **美股方面，若10年期美债收益率突破5%，标普500的股权风险溢价将进一步压缩至负值区间，高估值科技板块将首当其冲。**

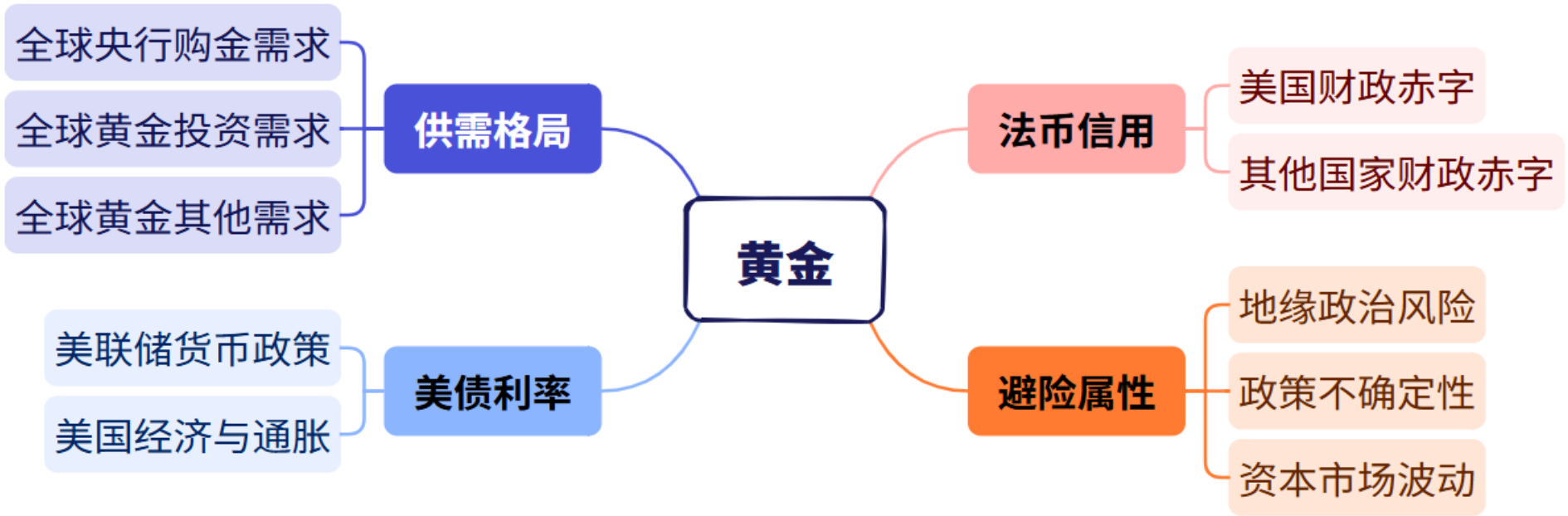


资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

黄金：从央行购金与美元信用驱动到美元流动性驱动

- 2023年-2024年，俄乌冲突激发全球央行购金加速+美国财政赤字大幅扩张，驱动黄金价格大幅走高
- 2025年，全球黄金ETF在美联储预防式降息背景下大幅流入，从流动性角度继续驱动黄金价格大涨
- 黄金方面，如果美债信用风险显著发酵，短期或因流动性紧张随风险资产下跌，但去美元化趋势（黄金在央行储备中的占比已超过美债占比）和央行购金潮将提供强支撑，一旦美联储被迫转向宽松，黄金将快速反弹并创出新高。



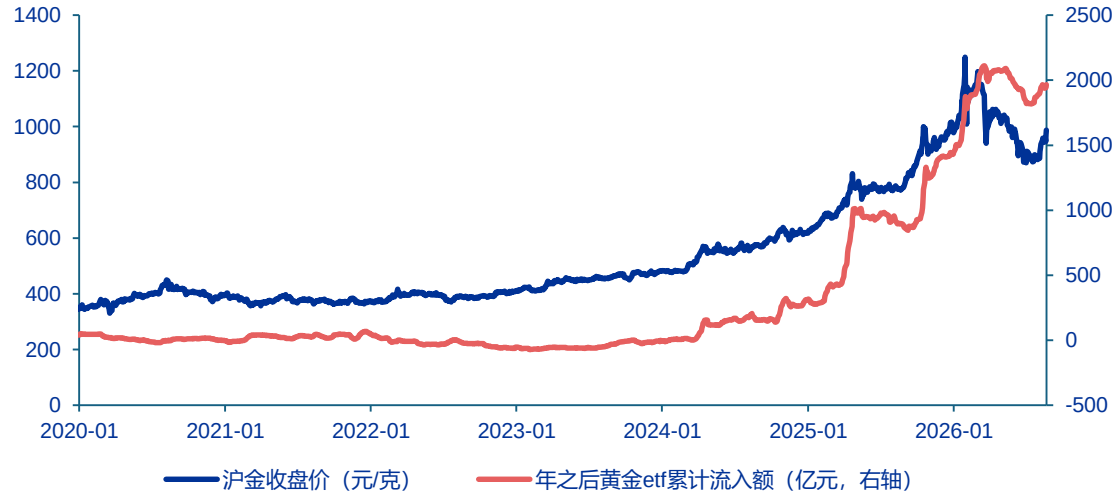
下载日志已记录，仅供内部参考

黄金：美伊冲突以来美联储加息预期升温压制黄金，近期已经逐渐缓和

- 3月美伊冲突爆发，油价大幅上行，美联储加息预期大幅上升，从而压制金价，但是随着7月美国非农数据超预期偏弱，实际利率并未进一步上行，金价开始企稳回升。
- 同期SPDR黄金ETF和中国黄金ETF累计流入额快速回升。



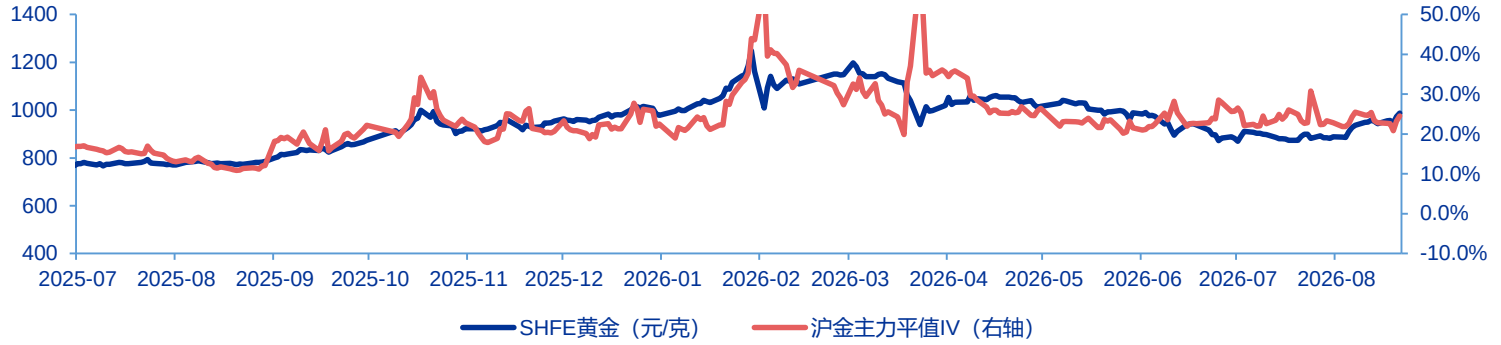


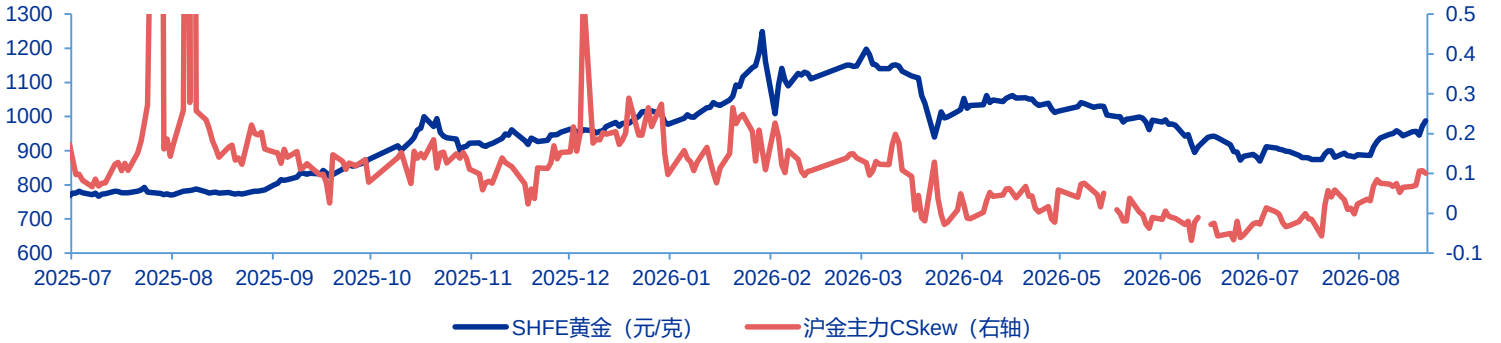


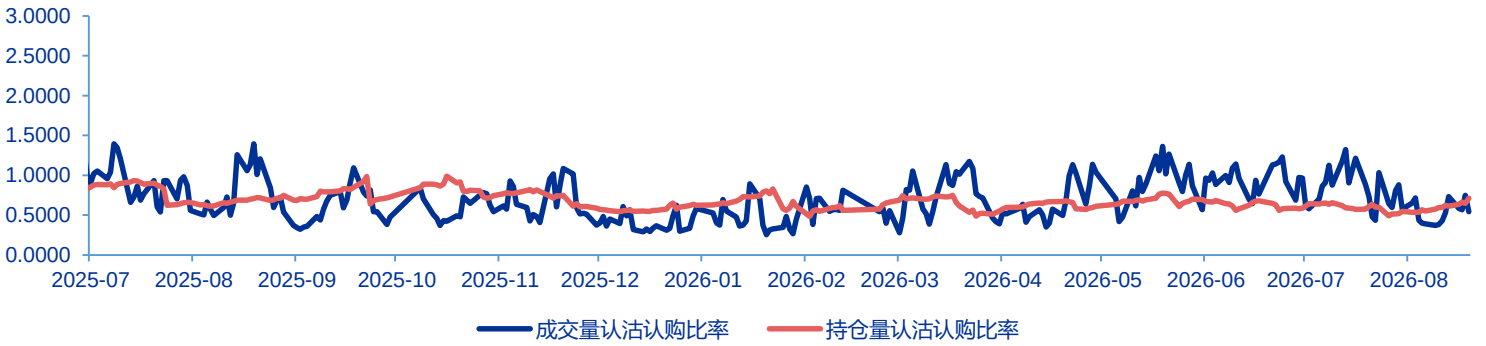
下载日志已记录，仅供内部参考

金价各项交易性指标短期均指向看多

- 基本面来看，美债实际利率由于持续偏弱的
美国经济+AI产业链由于中游模型现金流转
负后被质疑而短期下行。
- 黄金实现夹板突破，隐含波动率回到低位后
大幅上升，同时偏度低位大幅上行，并且认
沽认购比持续在历史低位，都为金价的短期
爆发上行做好了铺垫。





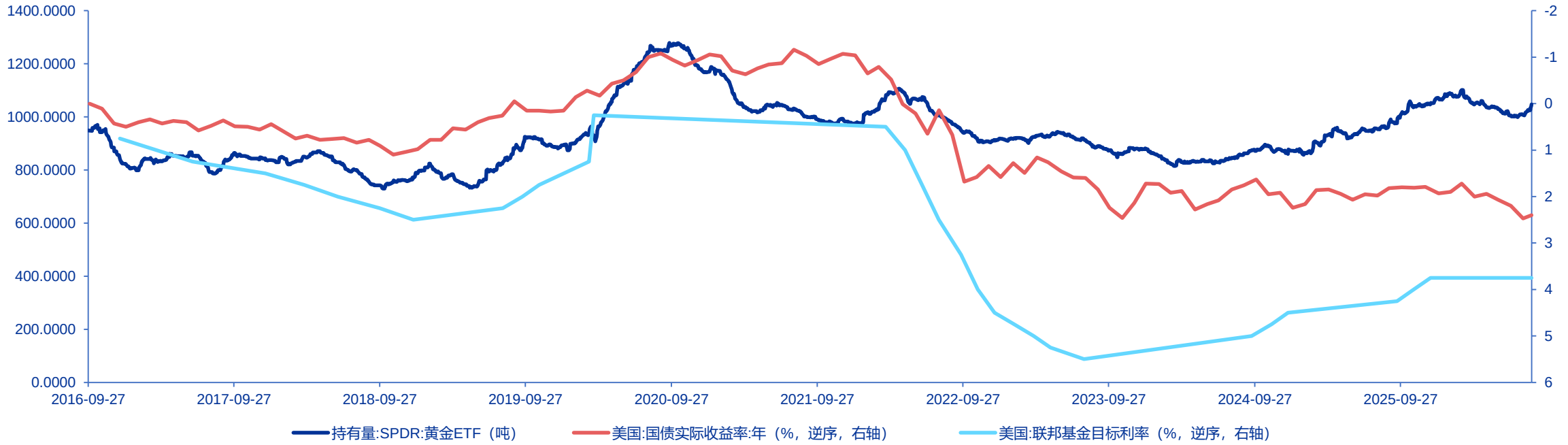


资料来源：Artificial Analysis实测，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

根据上轮美联储暂停降息来测算SPDR黄金ETF储备下行压力

- 根据2019年-2020年美联储暂停降息来测算，SPDR黄金ETF储备当时从最高位(1279吨)大幅下行至最低位(974吨)减少幅度为305吨，幅度为-24%。
- 如果按照2022年加息周期来看，SPDR黄金ETF储备当时从最高位(1076吨)大幅下行至最低位(901吨)减少幅度174吨，幅度为-16%。
- 目前SPDR黄金ETF储备已经开始企稳回升。



下载日志已记录，仅供内部参考

金价各项交易性指标短期均指向看多

打分		突破行情特征	2026/8/21	突破	见顶	见顶回落第一天
看多	量	COMEX成交量（为前一日倍数）	**1.02**	1.34	0.94	1.39
		沪金成交量（为前一日倍数）	**0.92**	1.18	0.99	1.12
		中国黄金ETF成交量（为前一日倍数）	**0.00**	0.80	1.08	0.92
		COMEX黄金ETF成交量（为前一日倍数）	**1.03**	1.08	0.87	1.57
中性	价	COMEX均线偏离度	**4.43**	1.93	4.52	1.48
		历史百分位数	**96.70%**	64.24%	92.26%	58.20%
		沪金均线偏离度	**3.63**	4.71	2.57	3.19
		历史百分位数	**96.30%**	49.52%	76.58%	68.08%
		COMEX RSI	**78.10**	75.12	80.56	57.33
		沪金 RSI	**79.38**	155.83	67.91	68.99
看多	衍生品	沪金波动率的历史百分位数	**91.2%**	23.0%	96.9%	96.4%
		comex黄金波动率的历史百分位数	**93.0%**	27.1%	84.6%	83.8%
		认沽认购比成交量历史分位数	**14.00%**	41.78%	26.05%	22.80%
		认沽认购比持仓量历史分位数	**33.3%**	66.9%	84.1%	85.5%
中性	资金面	沪金净流入额（为前一日倍数）	**0.00**	0.19	0.41	1.01
		SHFE净多仓历史百分位数	**82.4%**	26.2%	50.6%	49.2%
		COMEX净多仓历史百分位数	**61.8%**	49.2%	54.5%	54.4%

资料来源：Artificial Analysis实测，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- 地缘政治冲突加剧：如果俄乌、美伊以冲突等地缘政治风险恶化发酵，或扰动全球资产风险偏好。
- 全球经济非线性走弱：信用债务风险、金融危机事件等突发导致全球经济超预期大幅回落。
- 美国AI科技股大幅下跌风险：当前美国AI科技股估值较高，如果出现流动性趋势性收紧或产业趋势证伪导致大幅下跌，将冲击全球科技股风险偏好，带来市场大幅波动。

下载日志日记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

下载日志日记录，仅供内部参考

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

下载日志自记录，仅供内部参考

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

金倩婧
jinqj@swsresearch.com

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号