下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 8 月 23 日

美债风暴的来龙去脉

评级及分析师信息

大类资产首席分析师：孙 付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

投资要点：

▶ 美债利率的长期驱动：通胀、货币政策与财政债务

1960 年以来，通胀与货币政策决定美债利率的中枢和周期方向，财政-债务因素的作用虽然条件性较强，但其通过长期财政可持续性和期限溢价对美债长期利率的影响也逐步明显。相关预测显示美国债务占 GDP 比重每提高 1 个百分点，美国长期平均利率上升约 2 个基点。

▶ 美债结构变化：期限结构短期化，投资者结构呈“官退民进”

当前美国短期债券占比已超出相关委员会建议的上限，债务期限短端化的趋势与财政融资需求高度绑定，这带来再融资风险与利率敏感度同步上升。在存量国债超过 40 万亿美元，叠加期限短端化，即使维持当前利率水平，利息支出也将持续攀升。若利率中枢进一步上移，再融资成本上升将推高赤字，形成“债务-利息”螺旋。

投资者结构变化导致长债更为敏感。综合美债国内外投资者变化看，目前利率不敏感的官方机构（美联储、海外官方机构）在退出，利率敏感的私人机构（货基、ETF、对冲基金）填补，且新买家的偏好集中在短期国债。这会使得长期国债的边际承接方减少，利率波动变大。

▶ 本轮美伊冲突后，油价对美债利率的解释力处于历史高位

▶ 美债风暴应对路径：根本性措施阻力重重，短期应急方法只能缓解节奏

解决美债问题的根本路径是财政重整与通胀治理，但军费扩张、民生支出刚性使得压缩财政赤字较难，美伊冲突亦无明确解决时点，霍尔木兹海峡通航量仍低，油价及通胀压力持续存在。

短期应急措施：一是美国财政部继续加大发行短债回购长债；二是美联储调整政策组合，从“加息+缩表”转向“加息+扩表”，通过扩表增加长债购买，缓解长端流动性风险。这些措施短期能缓和美债利率上行节奏，中期还是需要回到债务控制和通胀缓解。

▶ 美债问题下的大类资产展望

如果美债问题继续发酵、收益率持续上行，则最受益的资产可能是黄金。因为市场持续担忧美国债务风险时，抛售美债的同时往往也会抛售美元，避险情绪将会升温，黄金相对受益。受压制的资产方面，美债首当其冲，美元、美股等资产也会承受较大压力。

当然，如果美债问题找到缓解办法，收益率下行，相关资产压力会有所缓和。

风险提示

宏观经济、地缘局势出现超预期变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1. 美债利率的长期驱动：通胀、货币政策与财政债务 3
1.1. 1960 年以来美债利率的四个阶段 3
1.2. 通胀与货币政策决定利率中枢和周期方向 3
1.3. 财政对长端利率的影响：取决于经济与货币环境 5
2. 全球长端利率联动：共同趋势与阶段分化 6
3. 美国债务期限结构与偿还压力 8
3.1. 债务期限短期化特征变得显著 8
3.2. 利息负担逐步加重 10
4. 美债投资者结构分布与变化 11
4.1. 美国机构投资者：主要承接者 12
4.2. 美联储：以短债换长债 13
4.3. 海外投资者：呈现“官退民进” 13
4.4. 投资者结构变化导致长债更为敏感 15
5. 地缘冲突对美债利率的影响 16
5.1. 三类传导模式：供给封锁型的特殊性 16
5.2. 油价对美债利率的影响较显著 17
6. 如何看待近期“美债风暴” 18
6.1. 美债风暴的成因 18
6.2. 美债风暴的根本解决措施 18
6.3. 美债风暴的短期应急措施 19
7. 美债问题下的大类资产展望 19
8. 风险提示 19

图表目录

图 1 美国 2 年期、10 年期和 30 年期国债收益率（%） 3
图 2 美国 10 年期国债收益率与通胀（ 4
图 3 美国 10 年期国债收益率与联邦基金有效利率（%） 5
图 4 美国 10 年期国债收益率与财政预算赤字（十亿美元 %） 6
图 5 美国 10 年期国债收益率与联邦债务及同比增速（十亿美元 %） 6
图 6 2000 年以来美、德、英、日 10 年期国债收益率（%） 7
图 7 美国与德国、英国、日本 10 年期国债收益率利差（bp） 8
图 8 美国国债存量规模走势(万亿美元) 9
图 9 美国可交易国债存量期限分布（万亿美元） 10
图 10 短期国库券占可交易国债比重（%） 10
图 11 美国联邦利息支出走势与占 GDP 比例（亿美元 %） 11
图 12 美国可交易国债投资者持有规模与占比结构（万亿美元 %） 12
图 13 美债机构投资者内部结构（亿美元） 13
图 14 海外投资规模中官方与私人占比（%） 14
图 15 主要海外投资者持债规模变化（十亿美元） 14
图 16 2012—2026 年地缘事件的油价影响与 10 年期美债收益率变化（% bp） 16
图 17 2026 年霍尔木兹危机五阶段：布伦特油价与 10 年期美债收益率（美元/桶、%） 17

表 1 2026 年 7 月末美国国债分品种存量（亿美元） 9
表 2 三类地缘冲击的传导特征对比 17
表 3 2026 年美伊冲突五阶段：油价与利率的方向（% bp） 18
表 4 情景分析与资产影响 19

下载日志已记录，仅供内部参考

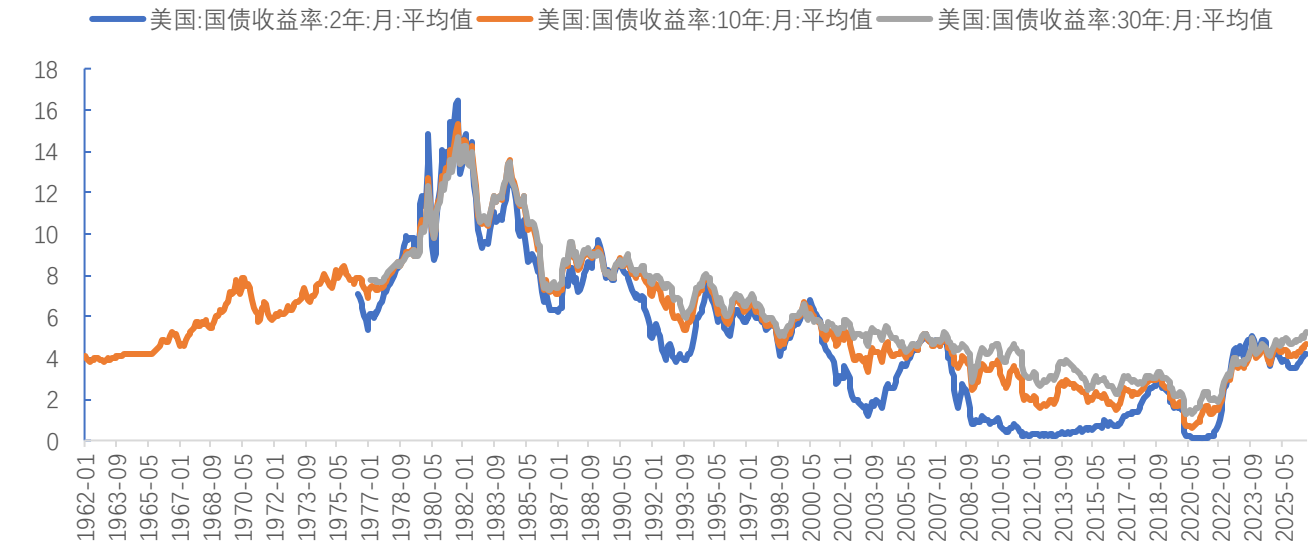
1. 美债利率的长期驱动：通胀、货币政策与财政债务

1960 年以来，美国 10 年期国债收益率经历了由持续上行到长期下行、再到近年来重新抬升的完整周期，主导因素随宏观环境发生明显变化。通胀和货币政策主要影响名义利率中枢及周期方向，财政赤字和债务扩张则通过融资需求、国债供给和期限溢价增加长端压力。

1.1. 1960 年以来美债利率的四个阶段

美国 10 年期国债收益率长期走势大致经历“持续趋势下行—低位运行—重新抬升”四个阶段。1960 年代初 10 年期美债收益率约在 4%左右，此后伴随通胀升温持续上行，1981 年前后升至 15%以上的历史高位；随着通胀回落和货币政策环境转变，此后开启近四十年的趋势性下降，2020 年一度降至 1%以下；2021 年以来，随着通胀快速上升和美联储进入紧缩周期，10 年期美债收益率重新回到 4%以上的较高区间。

图 1 美国 2 年期、10 年期和 30 年期国债收益率（%）



资料来源：美联储，iFind，华西证券研究所

1960 年代中后期至 1980 年代初，通胀上升和货币政策紧缩是美债利率上行的主要驱动。美联储将 1965—1982 年划分为美国“大通胀”时期，持续上升的物价水平推动市场提高通胀补偿，同时迫使货币政策不断收紧，长期利率中枢随之明显抬升。1980 年代初通胀得到控制后，美国逐步进入低通胀和“大缓和”时期，货币政策可信度增强，名义利率中枢持续回落。2008 年金融危机及 2020 年疫情进一步强化低利率环境，政策利率接近零、资产购买等宽松政策共同压低长期融资成本。

2021 年以来，美债利率进入新一轮上行阶段，驱动结构也更加多元。疫情后的通胀冲击推动美联储快速收紧货币政策，带动实际利率和未来政策利率预期明显上升；与此同时，美国财政赤字持续处于较高水平，债务规模不断扩大，国债供给及期限溢价对长端收益率的影响有所增强。当前美债高利率环境因此兼具通胀和货币政策的周期性因素，也叠加了财政扩张带来的中长期压力。

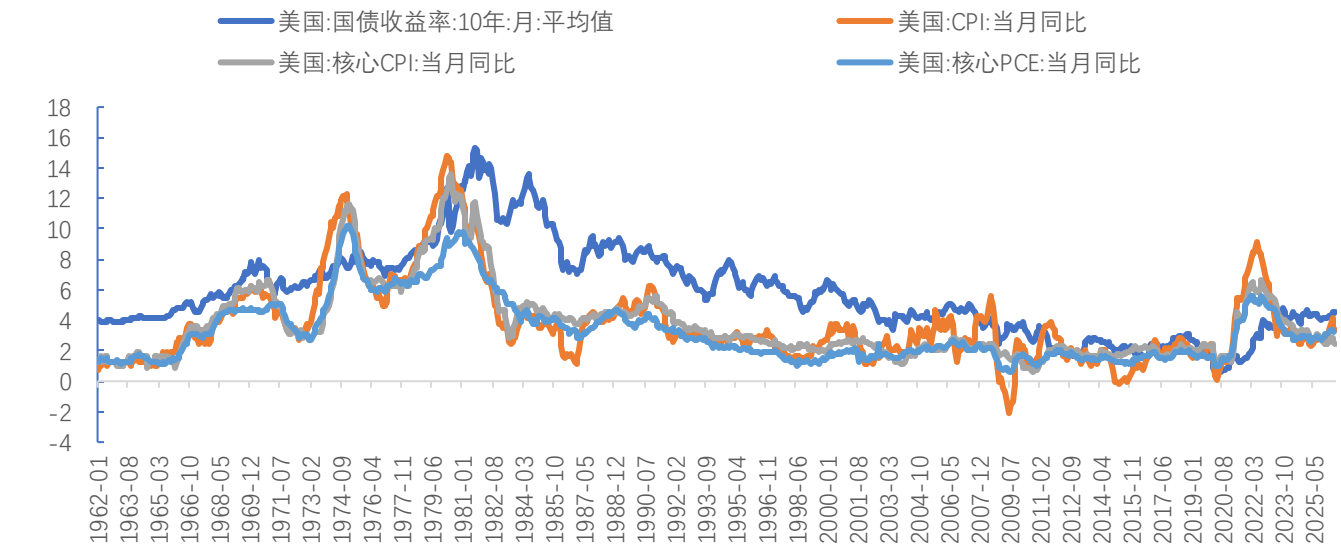
1.2. 通胀与货币政策决定利率中枢和周期方向

通胀通过提高通胀补偿和影响未来货币政策路径，构成长端名义利率的重要基础。持续较高的通胀会降低债券未来现金流的实际购买力，投资者相应要求更高的名义收

下载日志已记录，仅供内部参考

益率补偿；同时美联储为实现价格稳定通常会提高政策利率，市场对未来短端利率的预期随之上升并向长端传导。因此相比单月物价波动，通胀中枢及其持续性对长端利率趋势的影响更加重要。

图 2 美国 10 年期国债收益率与通胀（%）

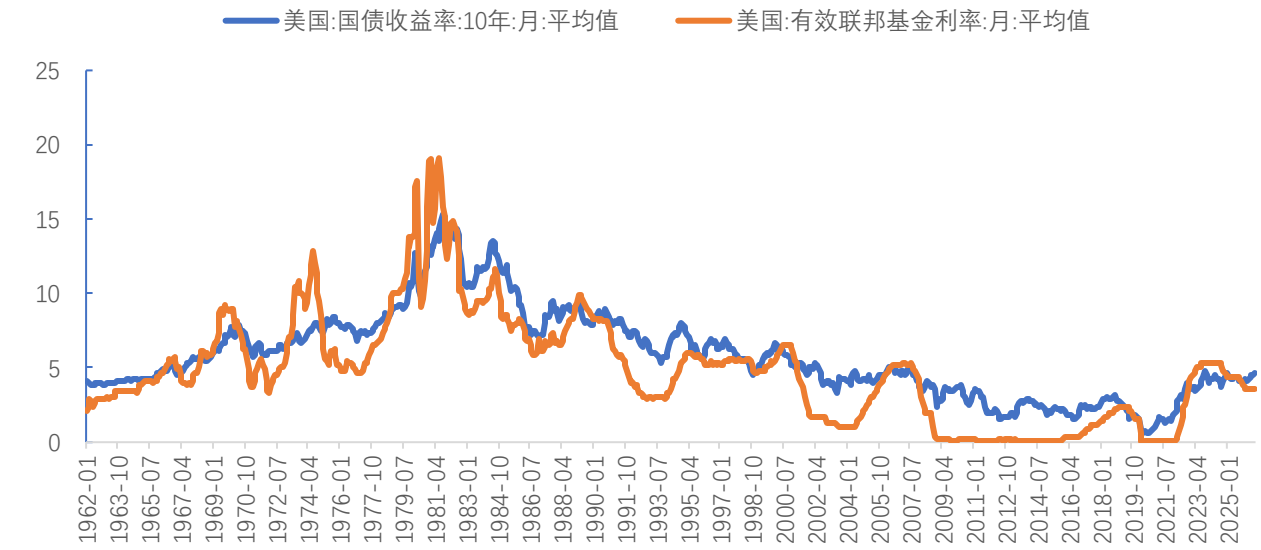


资料来源：美联储、美国劳工统计局（BLS）、美国经济分析局（BEA）、iFind，华西证券研究所

1970 年代至 1980 年代初，高通胀通过通胀补偿和货币政策紧缩两条渠道共同推高长端利率。美国 CPI 同比在 1980 年前后升至接近 15%的高位，美联储随后大幅提高政策利率，有效联邦基金利率一度接近 20%，10 年期美债收益率也在 1981 年前后升至 15%以上。随着通胀持续回落，政策利率和长期通胀预期逐渐下降，美债收益率中枢同步下移。此后较长时期内，美国政府债务总体继续增长，但长端利率仍持续下降，进一步显示低通胀和货币政策环境是这一阶段长期利率走势的重要主导因素。**即在低通胀、高央行可信度的组合下，财政供给对长端的影响可以被完全稀释。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3 美国 10 年期国债收益率与联邦基金有效利率（%）



资料来源：美联储、iFind，华西证券研究所

2008 年金融危机和 2020 年疫情期间，经济下行与宽松货币政策共同推动美债利率降至历史低位；2021 年以来则呈现相反方向。疫情后通胀快速升温推动美联储进入紧缩周期，美债长端收益率随政策利率预期和实际利率明显上升。2026 年通胀压力仍未完全消退，7 月 CPI 同比仍在 3%以上，美联储同期继续将联邦基金目标区间维持在 3.50%—3.75%，通胀和货币政策仍对长端利率形成较强约束。

1.3. 财政对长端利率的影响：取决于经济与货币环境

财政赤字主要通过增加当期融资需求和国债供给影响长端利率，但其实际影响取决于所处的经济与货币政策环境。经济扩张、通胀偏高且货币政策相对紧缩时，新增供给更容易表现为期限溢价上升；经济衰退时，赤字往往同步扩大，但避险需求、降息和资产购买又会压低长期利率。

具体来看，政府支出长期超过财政收入，需要通过发行更多国债弥补资金缺口；在其他条件相近时，新增国债供给增加意味着私人部门需要吸收更多利率和久期风险，从而提高长期债券要求的收益率。2018 年以来，美国财政赤字率整体明显高于此前正常时期，疫情期间一度大幅扩大；疫情影响消退后，赤字率有所下降，但仍处于历史较高水平，中期财政融资需求保持较大规模。2020 年是典型案例：疫情冲击推动联邦政府融资需求急剧增加，而 10 年期收益率同期降至 1%以下，宽松货币政策和避险需求当时占据主导。因此，财政赤字更适合被理解为长端利率的重要供给影响变量，而非独立的决定变量。

债务扩张更多通过长期财政可持续性和期限溢价影响美债利率。财政赤字不断累积形成更高的债务存量，未来到期滚续和利息支出随之增加，市场需要长期吸收的国债规模也持续扩大。随着债务率和付息负担上升，投资者对未来国债供给、通胀风险和财政政策空间的关注增强，并可能要求更高的长期风险补偿。对于美债市场而言，公众持有联邦债务与市场实际需要吸收的国债规模联系更为直接，是观察财政供给压力的重要指标。

历史上，债务扩张对长端利率的作用同样具有明显的阶段差异。

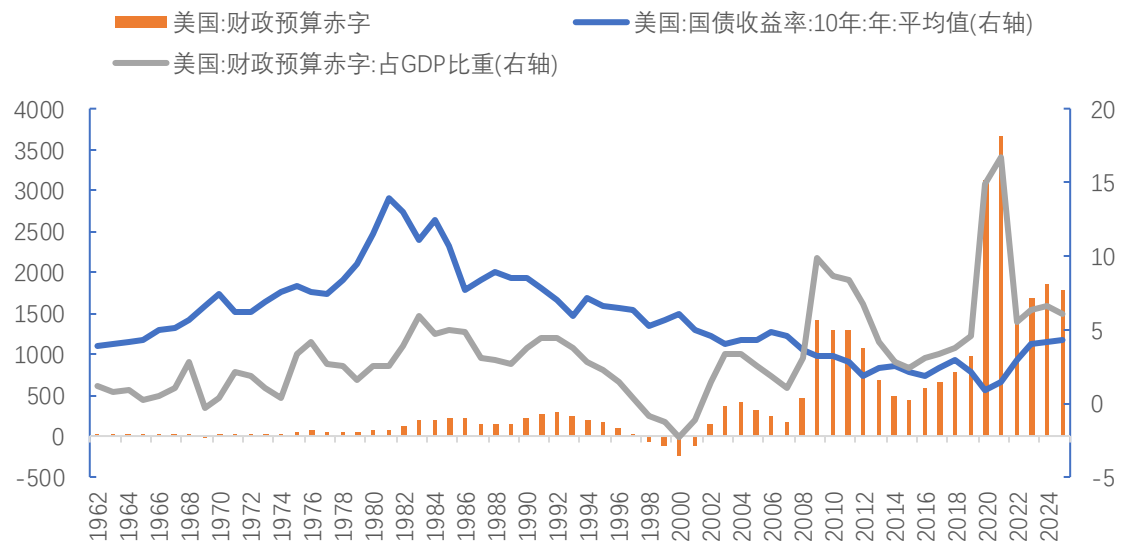
金融危机和疫情时期，美国联邦债务增速均明显加快，但宽松货币政策、低通胀和强劲避险需求推动 10 年期收益率持续下降。近年来的宏观组合有所变化，高债务与较高通胀、较高政策利率和持续财政赤字同时出现，使财政供给对期限溢价的影响更

下载日志已记录，仅供内部参考

容易体现。IMF 工作人员研究也显示，美国债务和赤字对长期利率的影响具有时变特征，财政状况相对稳健时期影响较弱，而财政压力增大后影响有所增强。

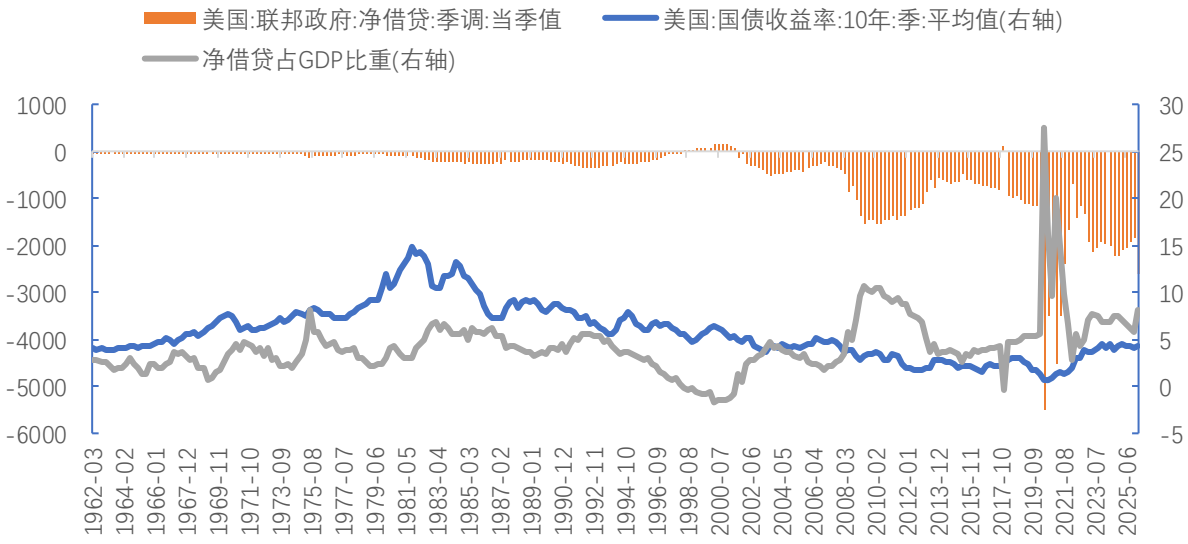
相关研究进一步支持财政扩张推升长期利率的传导方向。CBO 研究估计，预期债务占 GDP 比重每提高 1 个百分点，美国长期平均利率约上升 2 个基点；美联储工作人员 2026 年研究则估计，预期债务率提高 1 个百分点可能使 10 年期美债期限溢价提高约 2—3 个基点。上述研究表明，债务扩张主要通过长期均衡利率和期限溢价影响美债定价，其作用更偏向中长期，而短期国债收益率变化主要受到通胀、增长和货币政策预期共同影响。

图 4 美国 10 年期国债收益率与财政预算赤字（十亿美元 %）



资料来源：美国行政管理和预算局（OMB）、美联储、iFind，华西证券研究所

图 5 美国 10 年期国债收益率与联邦债务及同比增速（十亿美元 %）



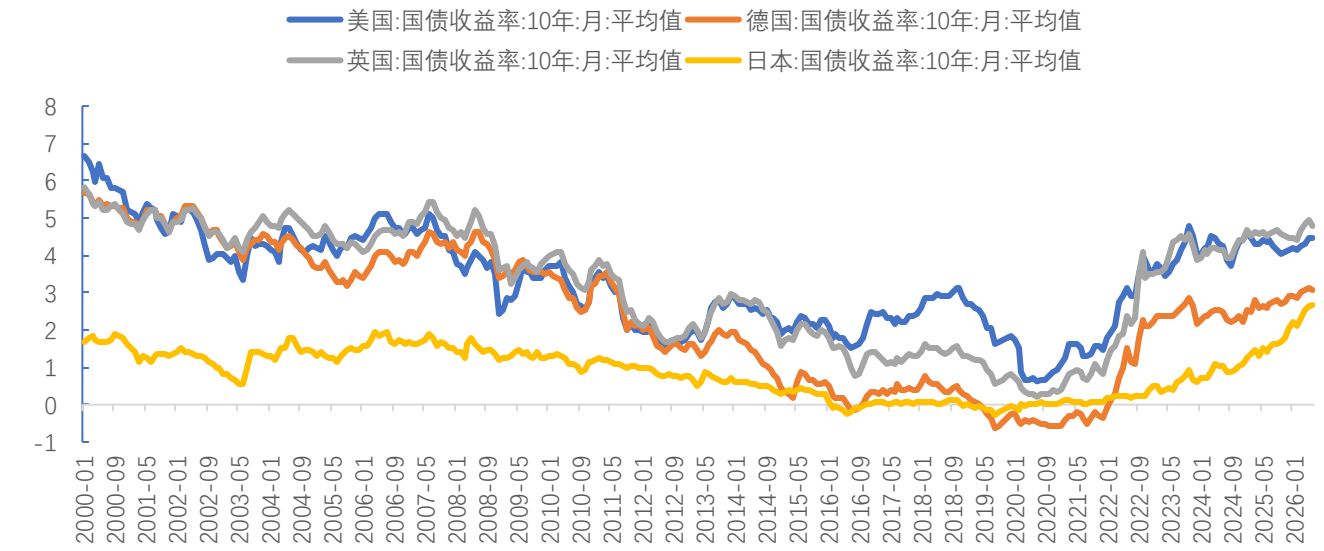
资料来源：美国财政部、美联储、FRED，华西证券研究所

2. 全球长端利率联动：共同趋势与阶段分化

下载日志已记录，仅供内部参考

2000 年以来，主要发达经济体长端利率大体经历了由高位下行、长期低位运行到疫情后重新上行的共同过程。2000 年代初，美、德、英 10 年期国债收益率整体仍处于较高水平，日本则已处于明显低利率环境；2008 年全球金融危机后，经济增长放缓、通胀走弱和主要央行持续宽松推动全球长端收益率中枢进一步下降。2010 年代欧洲和日本一度进入零利率甚至负利率环境，美国和英国收益率虽然相对更高，但总体方向仍以下行为主。疫情冲击后，主要经济体长端利率再次降至历史低位。

图 6 2000 年以来美、德、英、日 10 年期国债收益率（%）

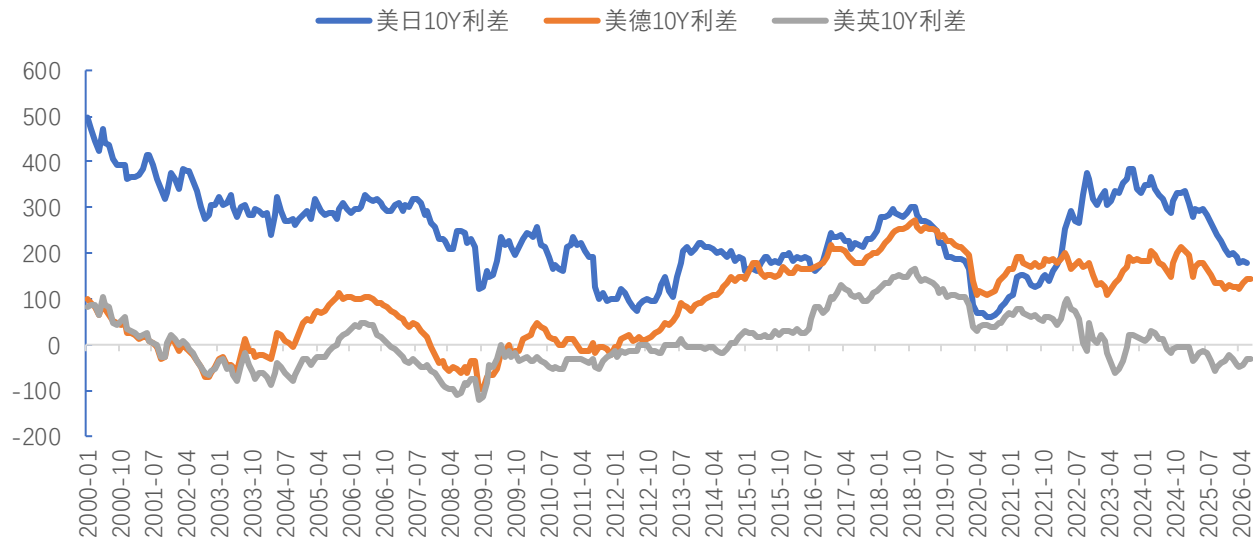


资料来源：iFind、 FRED，华西证券研究所

2021 年以来，全球长端利率运行方向发生明显逆转。疫情后需求恢复、供应约束以及能源价格上涨共同推升全球通胀，主要央行陆续退出超宽松政策，市场对未来政策利率和期限溢价重新定价，美国、德国和英国长端收益率率先大幅上行。日本上行明显滞后，但随着货币政策逐步正常化，日债收益率也明显脱离此前长期低位。本轮本轮上行并非美国单一市场现象，而是全球通胀、货币政策调整和债券市场风险补偿上升共同推动的长端重定价。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7 美国与德国、英国、日本 10 年期国债收益率利差（bp）



资料来源：iFind、 FRED，华西证券研究所

货币政策周期差异是阶段性分化的主要来源。全球金融危机后，美联储、欧洲央行和英国央行均大幅放松，但随后正常化节奏出现差异。美国在 2010 年代中后期较早进入加息和缩表阶段，而欧元区仍长期维持负利率和资产购买，美德长端利差因而明显扩大；英国长期利率则同时受自身通胀、脱欧及财政政策影响，与美债的相对变化较德国更为频繁。全球共同周期决定收益率的大方向，各经济体的政策预期决定相对水平。

日本的分化更加具有制度性特征。日本长期面临低通胀和低利率环境，日本央行先后实施负利率和收益率曲线控制（YCC），直接约束 10 年期国债收益率波动，因此 2010 年代至疫情后的相当长时期内，日债收益率对全球利率上行的反应明显弱于美债、德债和英债，美日利差也一度维持高位。随着日本通胀和工资环境变化、日本央行逐步退出负利率和 YCC 框架，日债收益率开始更充分反映国内经济和全球债券市场变化，美日利差随之明显收窄。因此，日本可以作为观察全球利率联动的重要样本，但其长期政策约束决定了日债不能与欧美长债进行完全同口径解释。

需要特别指出日本角色的转变。日本完成货币政策正常化后，本币长债收益率脱离长期低位，日本机构（以寿险与养老金为主）的海外久期需求相应下降。套息交易下，日本对全球长端利率的影响日益显著：其国内利率上行会通过减少海外配置反向传导至美欧长端债券收益率。

3. 美国债务期限结构与偿还压力

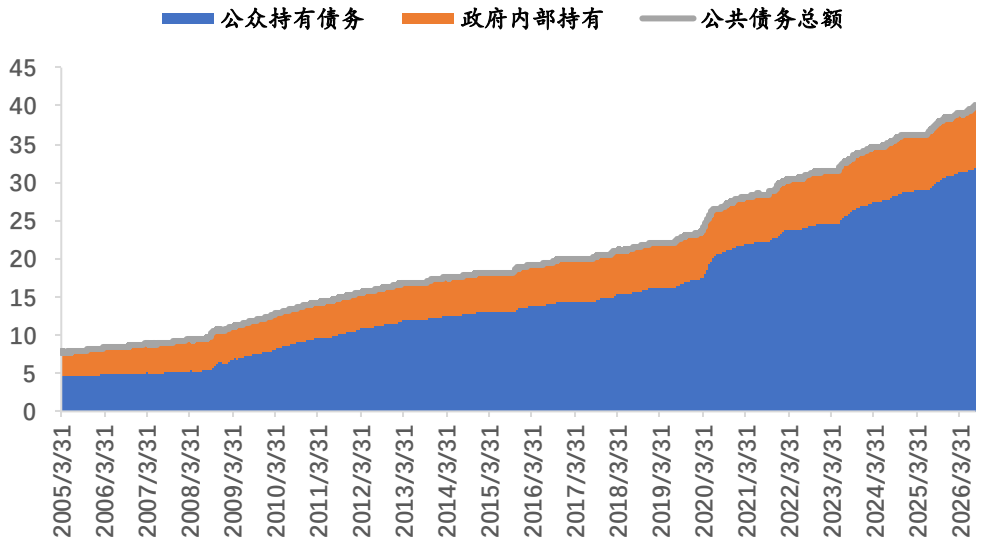
3.1. 债务期限短期化特征变得显著

美国国债存量持续加速扩张，总债务已突破 40 万亿美元整数关口。根据美国财政部每日债务统计（Debt to the Penny），截至 2026 年 8 月 18 日，美国联邦公共债务总额（Total Public Debt Outstanding）达 40.05 万亿美元。

从持有主体拆分，公众持有债务（Debt Held by the Public）约 32.27 万亿美元，占总债务的 80.6%；政府内部持有（Intragovernmental Holdings）约 7.78 万亿美元，占 19.4%。2026 年初至 8 月，月总公共债务累计增长约 1.62 万亿美元，财政扩张压力持续显现。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8 美国国债存量规模走势(万亿美元)



资料来源：美国财政部，华西证券研究所

公众持有债务中可交易品种占比超 98%，是二级市场定价与流动性的核心载体。根据美国财政部 2026 年 7 月公共债务报表（MSPD），公众持有债务规模约 32.05 万亿美元，其中可交易国债（Marketable Treasury Debt）存量达 31.43 万亿美元，占比 98.1%，是二级市场交易、收益率定价与货币政策传导的核心标的；剩余仅 0.61 万亿美元为不可交易国债，主要包括储蓄债券、州及地方政府系列债（SLGS）等，无二级市场流动性，对市场定价影响极小。

表 1 2026 年 7 月末美国国债分品种存量（亿美元）

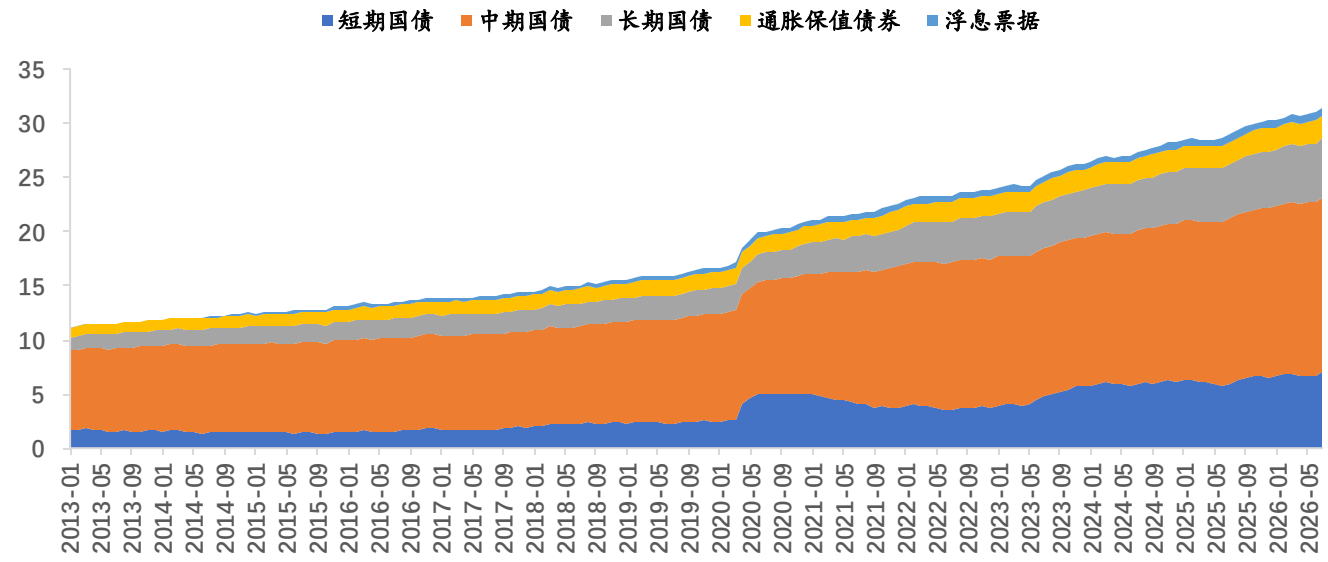
	公众持有	政府持有	公共债务总额
短期国库券 Bills	69882.26	6.65	69888.91
中期票据 Notes	161675.90	41.22	161717.12
长期债券 Bonds	54769.02	118.16	54887.17
通胀保值证券 TIPS	21494.35	7.56	21501.91
浮动利率票据 FRN	6519.32	0.45	6519.76
联邦融资银行 FFB	0.00	35.91	35.91
可交易国债总量	314340.85	209.93	314550.78
国内系列	107.09	0.00	107.09
州与地方政府系列	857.33	0.00	857.33
美国储蓄证券	1474.74	0.00	1474.74
政府账户系列	3627.63	77047.60	80675.23
其他	51.00	0.00	51.00
不可交易国债总量	6117.79	77047.60	83165.39
公共债务总额	320458.64	77257.53	397716.17

资料来源：美国财政部，华西证券研究所

按证券类型划分，**2-10 年期中期国债存量约 16.17 万亿美元，占可交易国债的 50%以上，构成美债收益率曲线的核心定价区间；1 年以内短期国库券约 6.99 万亿美元，占比提升至约 22%，是短端货币市场利率与流动性的定价锚；20-30 年期长期债券约 5.49 万亿美元，占 17%，主要匹配保险、养老金等长期资金的久期配置需求；通胀保值证券与浮动利率票据作为补充品类，合计占比约 9%**，分别用于对冲通胀风险与短期利率重置风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

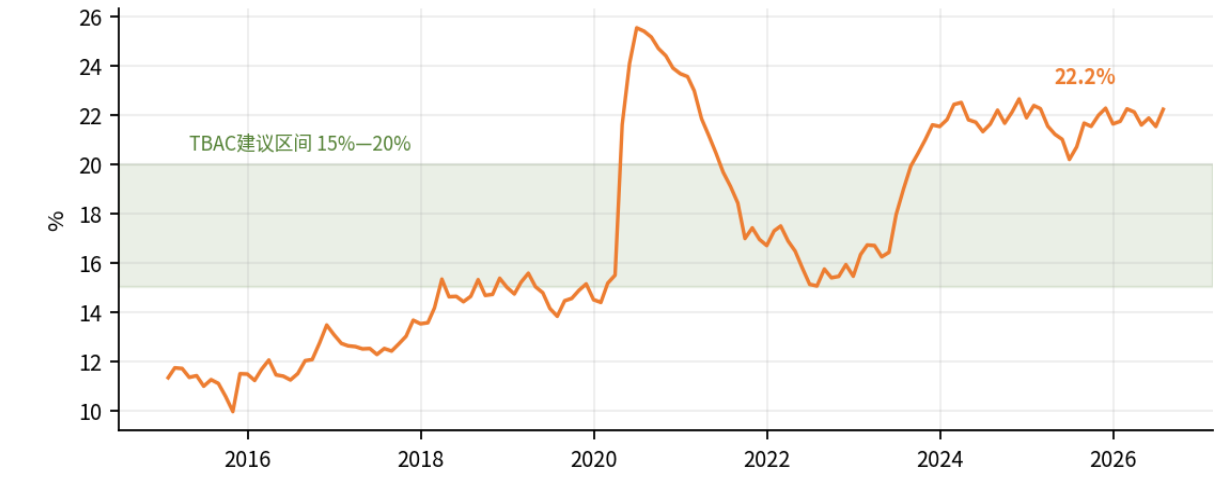
图 9 美国可交易国债存量期限分布（万亿美元）



资料来源：iFinD，华西证券研究所

2023 年以来短端化趋势显著，当前国库券占比已超出美国财政部借款咨询委员会（TBAC）建议区间上限。2023 年债务上限问题解决后，财政部为快速补充财政部一般账户（TGA）现金余额，大幅依赖短期国库券融资，当年国库券净新增规模达 1.98 万亿美元，推动短端占比快速抬升。2026 年 1—7 月，国库券净新增 4,416 亿美元，占同期国债总净增量 11,227 亿美元的 39.3%，是供给扩张的主力品种，明显高于 2025 年全年 3,604 亿美元的净发行水平。当前国库券占可交易国债比重 22.2%，高于财政部借款咨询委员会（TBAC）建议的 15%—20%区间。**债务期限短端化的趋势与财政融资需求高度绑定，再融资风险与利率敏感度同步上升。**

图 10 短期国库券占可交易国债比重（%）



资料来源：iFinD，华西证券研究所

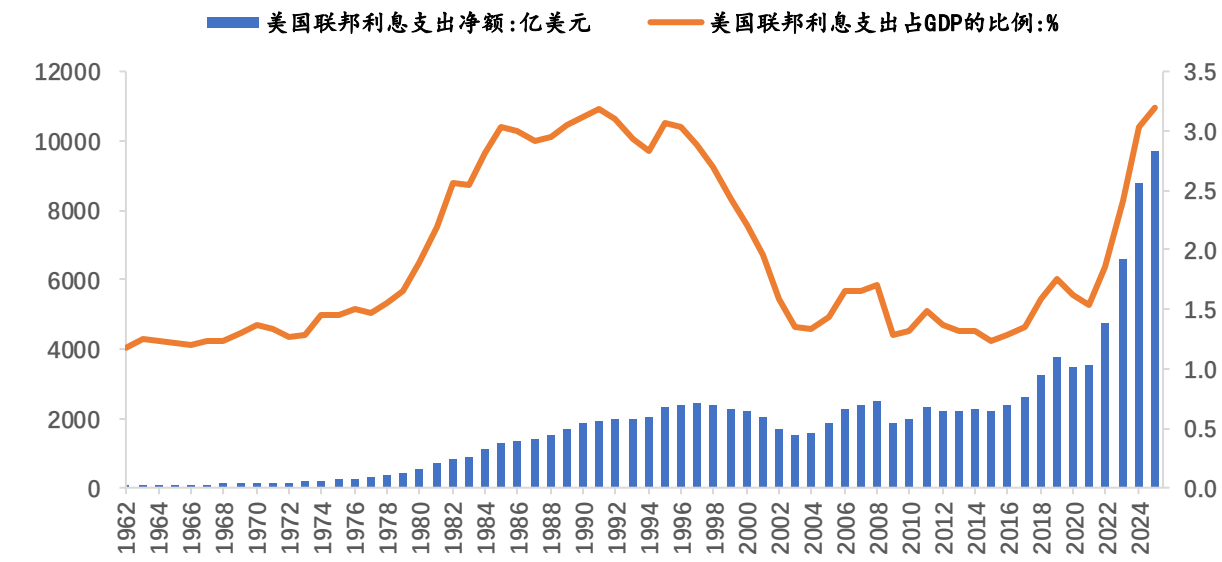
3.2. 利息负担逐步加重

下载日志已记录，仅供内部参考

短期国债占比上升意味着再融资频率加快，利息支出对利率波动更为敏感。据美国国会联合经济委员会（JEC）测算，截至 2026 年三季度，约 33%的公众持有可交易国债规模约 10.4 万亿美元，将在未来 12 个月到期。在当前利率环境下，美国财政部每年需为超 10 万亿美元的到期债务滚续融资。

2025 财年联邦净利息支出 9,699 亿美元，占 GDP 比重 3.20%，略高于 1991 年 3.19%的历史前高。**在存量国债超过 40 万亿美元，叠加期限短端化，即使维持当前利率水平，利息支出也将持续攀升；若利率中枢进一步上移，再融资成本上升将推高赤字，形成“债务—利息”螺旋。这样，期限结构管理已从债务操作问题上升为财政可持续性的核心议题。**

图 11 美国联邦利息支出走势与占 GDP 比例（亿美元 %）



资料来源：iFinD，华西证券研究所

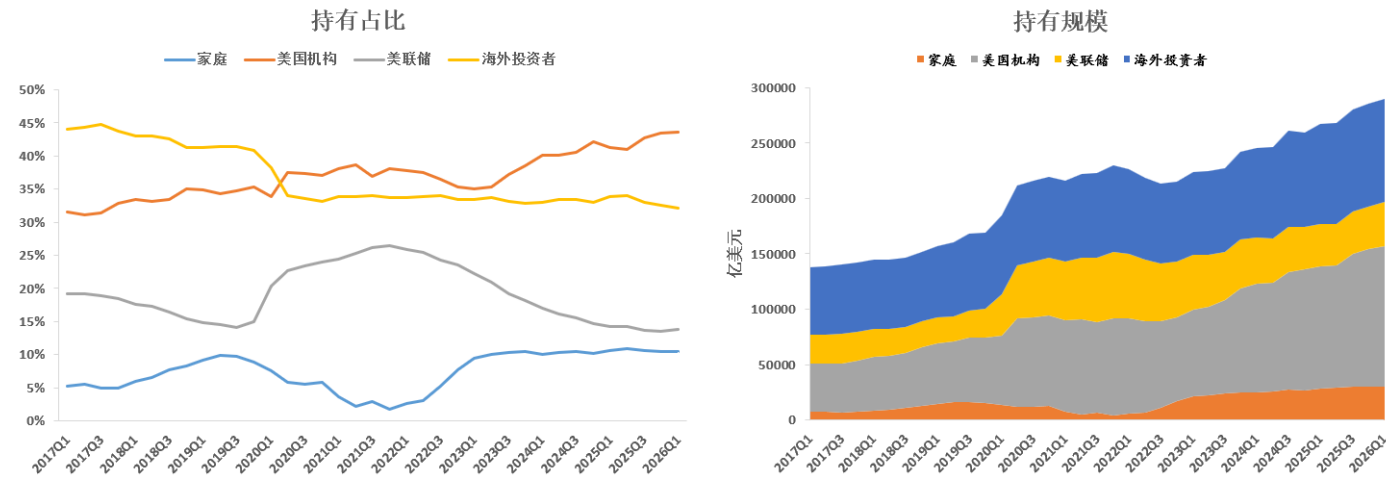
4. 美债投资者结构分布与变化

美国国债的投资者结构可划分为四大主体：美国家庭、美国机构（含银行、保险公司、养老基金、共同基金、ETF、GSE、经纪商等）、美联储和海外投资者。

家庭部门直接持有国债规模稳步增长，散户参与度提升。家庭部门直接持有规模由 2018 年的 1.26 万亿美元增至 2026 年一季度的 3.04 万亿美元；占比从 8.29%提升至 10.48%，是四大部门中占比最低者——系大多数家庭通过共同基金、养老账户等间接持有，而非直接购买。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12 美国可交易国债投资者持有规模与占比结构（万亿美元 %）



资料来源：美联储，华西证券研究所

4.1. 美国机构投资者：主要承接者

美国机构投资者是占比最大且增长最快的部门，货币市场基金、共同基金和 ETF 共同构成美债的承接力量。2023 年至 2025 年间，机构合计持有量从 9.33 万亿美元增至 12.4 万亿美元，两年增幅 33%，远超同期国债总量 18%的增速。

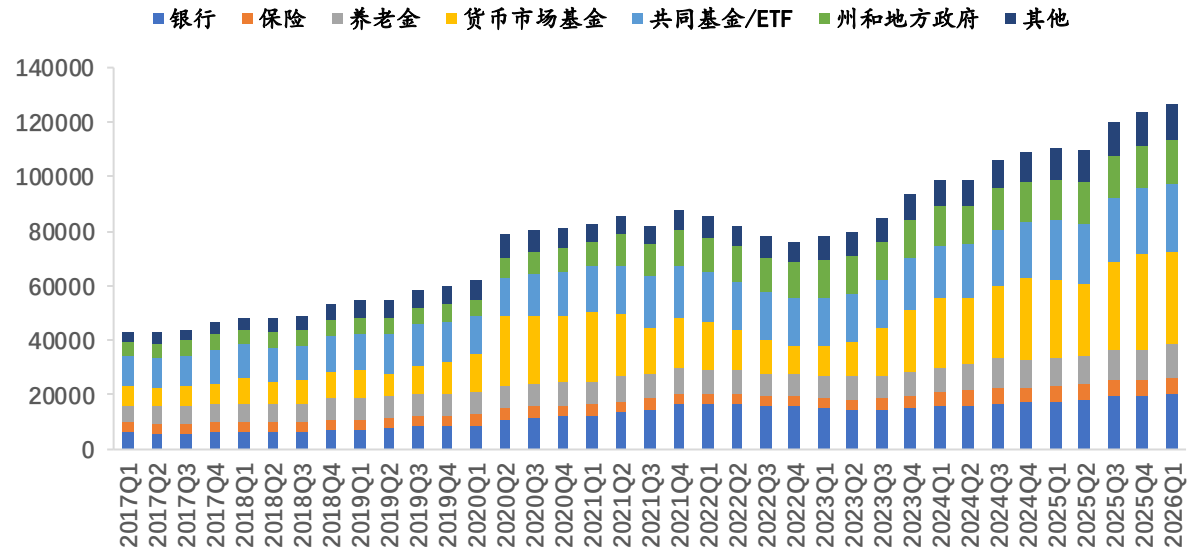
其中货币市场基金是 2022 年以来美债市场最大的边际增量买家，持有规模从 2018 年末的 0.95 万亿美元飙升至 2026 年一季度的 3.43 万亿美元，增至 3.6 倍。增长主要发生在 2022-2025 年期间，主要驱动力来自美联储加息周期下短期国债收益率大幅攀升，吸引了大量企业和机构现金流入；同时，2023 年硅谷银行事件后，企业和机构投资者对银行存款安全性的担忧加剧，进一步推动了资金从银行存款向货币市场基金的迁移。

共同基金和交易所交易基金（ETF）是承接美债供给的另一类重要力量。共同基金的国债持有量从 2018 年末的 1.15 万亿美元增长至 2025 年末的 1.68 万亿美元。相比之下，ETF 的扩张更为迅猛，持债规模从 2018 年末的 1761 亿美元增至 2025 年末的 7060 亿美元，增长超 4 倍。ETF 持债的快速增长反映了被动投资趋势的深化——越来越多的投资者通过债券 ETF（如 TLT、AGG 等）配置固定收益资产。截至 2025 年末，共同基金和 ETF 合计持债规模已达 2.39 万亿美元。

作为长期配置盘，养老基金（含私人、联邦、州地政府）合计持有量从 0.91 万亿美元增至 1.20 万亿美元，其中州地政府养老基金增速最快，约 42.5%。银行体系的持有量则从 1.51 万亿美元增至 2.05 万亿美元。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13 美债机构投资者内部结构（亿美元）



资料来源：美国财政部，华西证券研究所

机构投资者持仓占比的上升是一个多年来的结构性趋势，**近年来美债市场最显著的特征之一是“海外投资者持有占比持续下滑”。海外官方部门留下的需求“缺口”正越来越多地由美国国内机构投资者填补，成为支撑美债市场韧性的关键力量。**

但进一步看，机构仅填补了海外官方在占比上的缺口，机构由于敞口限制，在对美债久期的吸收上能力有限：货币市场基金只买短期国库券、ETF 与共同基金按风险收益买，对波动率与流动性高度敏感、银行受浮亏与利率风险管理约束，久期承接能力有限。这正是长端比短端更脆弱、期限溢价系统性抬升的结构原因。

4.2. 美联储：以短债换长债

作为美国的中央银行，美联储持有美国国债的规模变化直接反映货币政策的方向与力度。2018 年以来，美联储经历了量化紧缩（QT1）、无限量量化宽松（QE）、新一轮量化紧缩（QT2）以及当前的资产负债表常态化与储备管理（RMP）四个阶段。持债规模从 2018 年初的 2.63 万亿美元降至 2019 年中的 2.32 万亿美元低点；2020 年疫情后飙升，2021 年四季度达到 6.05 万亿美元的历史峰值；2022 年二季度启动 QT2 时为 5.56 万亿美元，至 2025 年四季度降至 3.85 万亿美元。2025 年末美联储宣布结束 QT 并启动储备管理购买，标志着从被动缩表转向主动管理。

美联储持仓“扩表—缩表—企稳”的演变对美债市场产生了深远影响。在扩表阶段，美联储的大规模购买压低了长期利率，为财政刺激提供了宽松的融资环境，但也为后续的通胀飙升埋下伏笔。在 2022-2025 年的缩表阶段，美联储作为净供给方推高了市场利率。而随着 2026 年转入资产负债表常态化与储备管理（RMP）阶段，美联储通过短端买债提供流动性，对冲了部分 QT 余波。虽然其对中长期国债仍保持被动到期不续作，但短端的净买入有助于缓解银行体系的准备金压力，稳定了美债市场的基准预期。

当前美联储已不再是长端国债的边际买家，资产负债表常态化与储备管理（RMP）以买入短期国库券为主。根据 2026 年 7 月美联储货币政策报告，自 2026 年 1 月初以来系统公开市场账户（SOMA）组合已购买近 2,500 亿美元国库券。这对银行体系准备金有稳定作用，但对长端久期的支撑力度显著弱于。

4.3. 海外投资者：呈现“官退民进”

下载日志已记录，仅供内部参考

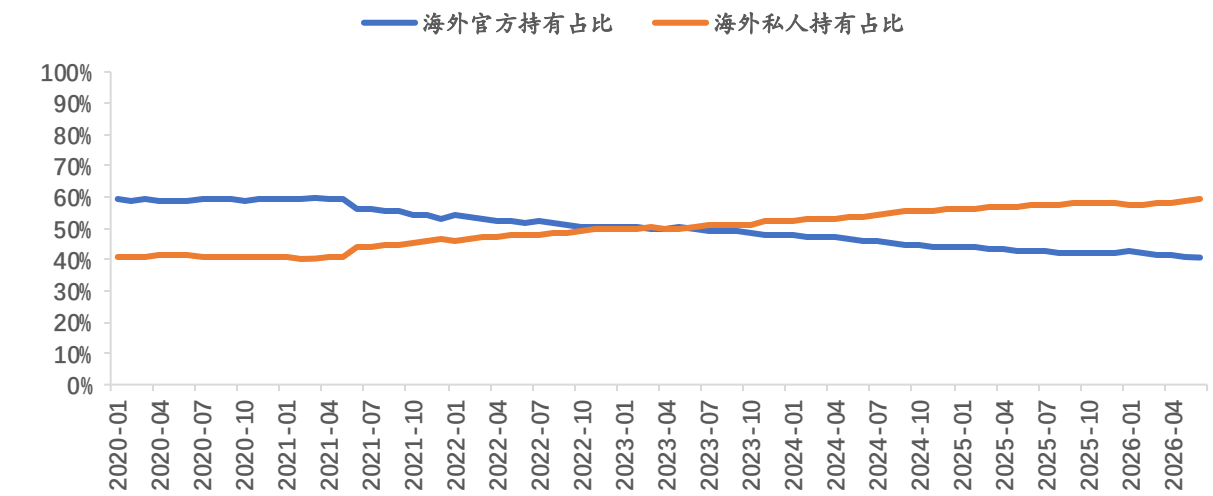
海外投资者是美债市场举足轻重的参与者，其持仓行为深刻影响着美债供需平衡与美元汇率。**从总量趋势来看，海外投资者呈现出“绝对规模创新高，但相对占比持续下滑”的特征。**海外投资者持有美债规模从 2018 年末的 6.27 万亿美元增至 2026 年一季度的 9.32 万亿美元，增幅 48.6%。然而，由于同期美国公共债务总额扩张速度更快（增幅 77.8%），海外持仓在美债总量中的占比反而从 41.29%下降至 32.13%。

海外持有人内部的结构呈现明显的“官退民进”特征。海外投资者可分为**官方投资者（央行、主权财富基金等）**和**私人投资者（资产管理机构、银行、养老金等）**两类。2018 年以来，两者行为出现显著分化。

海外官方投资者的持债规模相对稳定甚至略有下降，而海外私人投资者的持债则增加。2020—2021 年间官方持有占比曾维持在近 60%的高位，截至 2026 年 6 月已降至 40.63%（约 3.78 万亿美元），私人投资者升至 59.37%（约 5.52 万亿美元）。官方投资者出于储备多元化逐步降低美元资产比重，私人投资者则受票息吸引而增持，成为海外增持美债的主要力量。所以，尽管海外持有总量在增加，但增量主要由私人投资者消化，官方部门的配置动力已显著减弱。

上述分化反映了多重因素：海外官方投资者出于外汇储备多元化需要逐步降低美元资产比重，而私人投资者则受美债收益率上升（2022-2023 年加息后美债票息吸引力增强）和美元强势的吸引而增持。

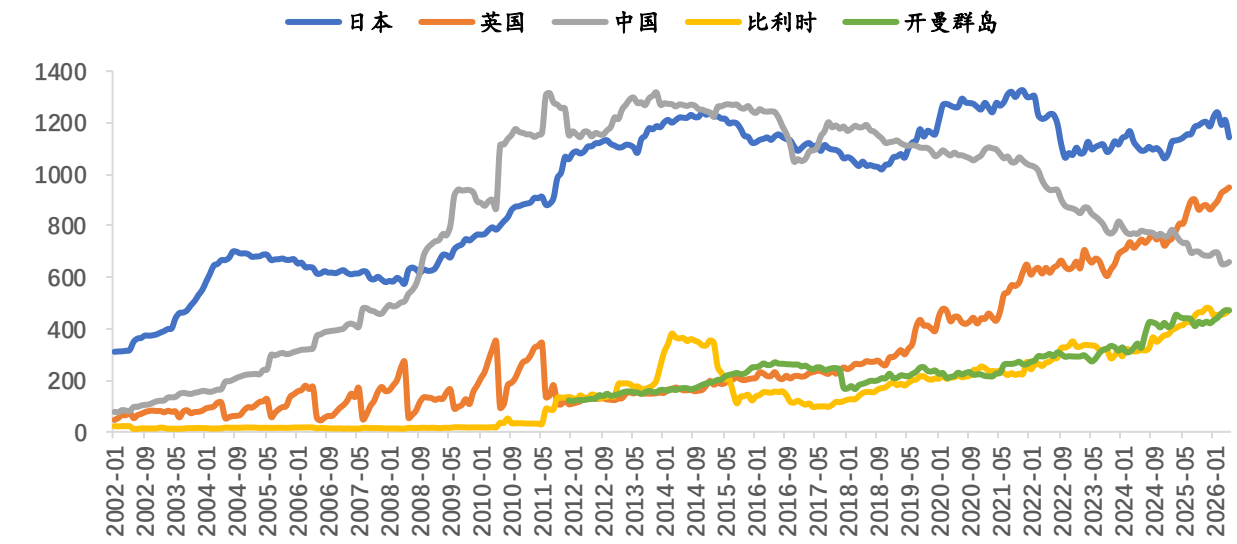
图 14 海外投资规模中官方与私人占比（%）



资料来源：iFinD，华西证券研究所

图 15 主要海外投资者持债规模变化（十亿美元）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：iFinD，华西证券研究所

中国减少美债持仓并增加黄金储备，实现储备资产多元化。2018 年末中国持有美债约 1.12 万亿美元，到 2026 年 6 月降至约 6334 亿美元，降幅为 44%。

日本在 2019 年成为美债最大海外持有国，并保持至今。日本持有量从 2018 年末的 1.04 万亿美元增至 2026 年 6 月的 1.12 万亿美元，整体温和增长。日本投资者的美债持有以人寿保险公司和养老基金为主，这些机构出于资产负债匹配的需要，长期配置美元资产并通过外汇远期对冲汇率风险。日本持仓曾在 2021 年达到约 1.31 万亿美元的峰值，此后受美日利差扩大和对冲成本上升影响有所回落，但 2025 年再度回升至约 1.19 万亿美元附近。

英国的美债持有量从 2018 年末的 2880 亿美元升至 2026 年 6 月的 9399 亿美元，增幅高达 226%，这一增速在所有主要海外持有国中位居前列。作为全球最大的国际金融中心之一，伦敦的大量美债交易通过英国的清算系统完成TIC统计中归属于英国的持有量在很大程度上反映的是第三国投资者的交易活动，而非英国居民或英国政府的实际持有。尽管如此，英国数据的快速攀升仍指向一个重要趋势：越来越多的全球投资者选择通过伦敦等国际金融中心持有美债。

与英国类似，比利时也是重要的国际金融中心，布鲁塞尔的清算系统承接了大量全球债券交易。比利时的美债持有量从 2018 年末的 1851 亿美元增至 2026 年 6 月的 4825 亿美元。

4.4. 投资者结构变化导致长债更为敏感

英国、比利时、卢森堡、开曼群岛的快速增长，反映的是全球投资者（含对冲基金）通过国际金融中心持有美债，而非这些国家自身的主权配置。这部分持仓通常带杠杆、依赖回购融资、对波动率高度敏感。

短期边际变化上，美国财政部 8 月 17 日公布的财政国际资本体系（TIC）报告显示，2026 年 6 月海外三大债主同步减持：日本、英国、中国分别减持 264 亿、87 亿、259 亿美元，三国合计 610 亿美元；叠加其他经济体变动，海外投资者持有总量由 5 月的 9.371 万亿美元降至 9.299 万亿美元，海外资金总体趋于谨慎。

下载日志已记录，仅供内部参考

综合美债国内外投资者变化看，目前利率不敏感的官方机构（美联储、海外官方机构）在退出，利率敏感的私人机构（货基、ETF、对冲基金）填补，且新买家的偏好集中在短期国债。这会使得长期国债的边际承接方减少，利率波动变大。

5. 地缘冲突对美债利率的影响

地缘冲突对油价与利率的影响并非同质，因冲突强度、供给中断程度和持续时间不同呈现截然不同的传导模式。回顾 2012 年欧盟对伊石油禁运、2018 年美国退出伊核协议、2019 年沙特阿美设施遇袭、2020 年苏莱曼尼事件、2025 年美国空袭伊朗核设施等历次冲突，可归纳为三类。

5.1. 三类传导模式：供给封锁型的特殊性

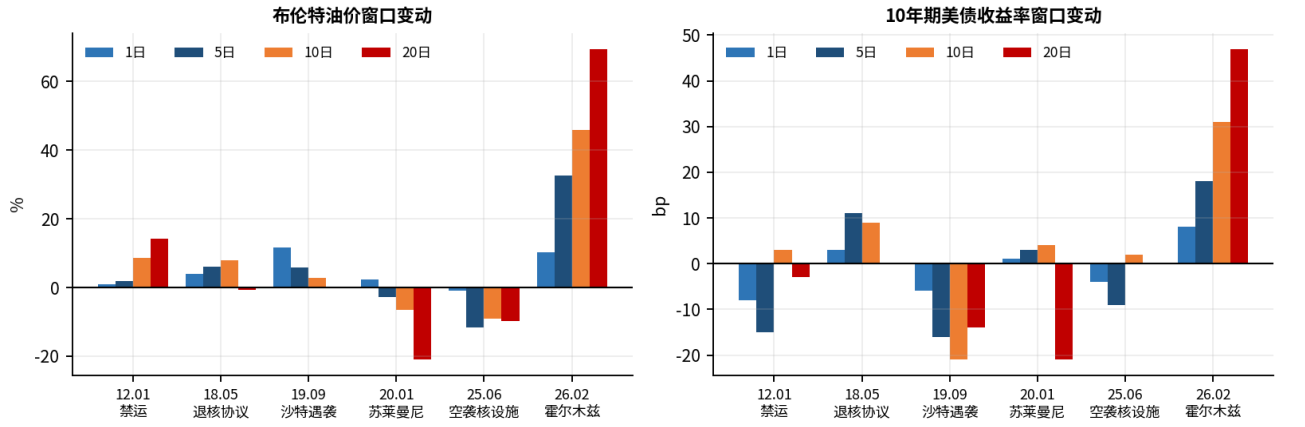
从油价与利率的窗口反应看，历次美伊冲突可归纳为三类，其差别在于供给是否被实质性、持续性切断。

供给中断型（2012 年对伊石油禁运、2018 年退出伊核协议）涉及实质性供给收缩预期，油价随事件进展逐步上行，10—20 日窗口仍维持正收益，通胀预期随之升温，利率温和上行但受增长担忧制约。

脉冲型冲击（2019 年沙特设施遇袭、2020 年苏莱曼尼事件、2025 年空袭核设施）持续时间短、供给未实质受损，油价短期跳涨后迅速回落甚至转跌，市场焦点在风险规避而非通胀压力，美债作为避险资产受益，利率下行。

供给封锁型则是本轮危机的独有形态。

图 16 2012—2026 年地缘事件的油价影响与 10 年期美债收益率变化（% bp）



资料来源：同花顺 iFinD，华西证券研究所

2026 年霍尔木兹封锁带来了不一样的影响：事件后 1 日布伦特上涨 10.1%、5 日 32.6%、10 日 45.7%、20 日 69.4%；同期 10 年期美债收益率分别变动+8bp、+18bp、+31bp、+47bp。**油价与利率的涨幅均随窗口拉长而持续放大，是六次事件中唯一同步扩大的一次。**相比之下，2020 年苏莱曼尼事件 20 日窗口油价下跌 21.0%、利率下行 21bp，是典型的脉冲型避险反应；2019 年沙特设施遇袭虽然 1 日油价跳涨 11.6%，但 20 日窗口已回落至基本持平，利率反而下行 14bp。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2 三类地缘冲击的传导特征对比

类型	代表事件	油价形态	利率反应	传导机理
供给中断型	2012 年对伊禁运、2018 年退出伊核协议	逐步上行，中长窗口维持正收益	温和上行，受增长担忧制约	实质性供给收缩预期推升油价中枢，通胀预期随之升温
脉冲型	2019 年沙特遇袭、2020 年苏莱曼尼事件、2025 年空袭核设施	短期跳涨后迅速回落甚至转跌	往往下行	冲击时间短、供给未实质受损，焦点在避险而非通胀，美债受益
供给封锁型	**2026 年霍尔木兹危机**	**加速上行，随窗口拉长持续放大**	**显著上行且持续**	**海峡封锁切断全球四分之一海运原油贸易，通胀压力上升，叠加财政因素**

资料来源：华西证券研究所

5.2. 油价对美债利率的影响较显著

根据美伊冲突的情况，将冲突分为五个阶段，五个阶段中有三个阶段油价与利率背离（危机升级期、持续冲突期、再升级期）。油价涨则利率涨仅在封锁冲击期与谈判间歇期成立。传导主体由避险需求主导，转向通胀预期主导，再转向期限溢价主导。**当前处于期限溢价主导、政策干预平抑的阶段，传导的核心已体现为财政信用风险与官方干预之间的博弈。**

从相关性看，油价对美债利率的解释力当前处于历史高位。布伦特日收益率与 10 年期收益率日变动的相关系数，2026 年至今为+0.32，是 2005 年以来分期检验中的最高值；而 2022—2023 年仅为+0.073 且在 5%水平上不显著（t=+1.60），当时利率由美联储路径主导，油价并无独立的边际解释力。

图 17 2026 年霍尔木兹危机五阶段：布伦特油价与 10 年期美债收益率（美元/桶、%）



资料来源：同花顺 iFinD，华西证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3 2026 年美伊冲突五阶段：油价与利率的方向（% bp）

阶段	时间	油价变动	利率变动	方向	主导力量
危机升级期	**1—2 月**	**+15.9%**	**－22bp**	**背离**	**避险买盘占优。油价先行为供给中断定价，利率不升反降，安全资产需求压倒通胀预期**
封锁冲击期	3—4 月	+44.1%	+35bp	同向	通胀预期主导。油价极端上行，利率随之抬升但被锚定在 4.0%—4.4%区间，反映两股力量拉锯
持续冲突期	**5—6 月**	**－39.3%**	**+5bp**	**背离**	**预期黏性显现。油价大幅回落而利率不降反升，市场并未因短期回调下调中期供给风险判断**
谈判间歇期	7 月	+39.4%	+27bp	同向	期限溢价扩张。市场开始为军费扩张与债务供给增加定价，长端领先短端反映风险
再升级期	**8 月**	**+3.0%**	**－5bp**	**背离**	**政策干预。财政部宣布加倍长债回购，利率与油价阶段性脱钩，但油价仍在 94 美元高位**

资料来源：同花顺 iFinD，华西证券研究所。各阶段期初、期末统一取本区间首末交易日收盘值

6. 如何看待近期“美债风暴”

结合上面的基础分析，我们再来审视近期出现的所谓“美债风暴”，其主要表现为市场机构抛售美债，美债收益率快速上行，美国财政部通过回购长期国债进行干预。

6.1. 美债风暴的成因

美债问题并非短期现象，市场担忧由来已久。深层原因主要有两方面。

首先是长期高财政赤字与债务持续膨胀。2018 年以来，美国财政持续扩张，赤字率较高；疫情冲击进一步加速债务膨胀。根据 2026 年美国财政规划，未来十年财政赤字率基本保持在 6%左右甚至更高，在全球主要经济体中处于较高水平。赤字率高企，债务膨胀速度较快，未来美国债务每年新增规模还会出现相对明显的增长。债务像滚雪球一样持续增长，自然引发市场对美国财政可持续性的担忧，甚至担心出现主权债务违约，这会诱发市场对美债、特别是美国长期国债的出售。

第二是高通胀环境与加息预期。疫情后美国通胀较高，美联储持续加息控通胀。但地缘冲突，尤其是 2026 年以来美伊冲突导致霍尔木兹海峡通航受阻，全球石油供给受限，油价大幅上涨。虽然美伊关系阶段性缓和时油价有所回落，但冲突解决前景仍不清晰，近期冲突升级又推动油价上行。油价中枢较冲突前明显抬升，并向各国传导。由于市场化定价，美国油价向通胀的传导较为顺畅，导致高通胀持续时间更长、通胀预期偏强。因此，美联储不得不释放鹰派信号，加息预期升温，这是推动美债收益率（特别是今年 3 月以来）持续走高的重要因素。

短期来看，收益率高位运行后市场预期恶化，叠加美伊冲突升级等事件催化，市场抛压明显，收益率上行较快。10 年期美债收益率最高升至 4.75%附近，30 年期升至 5.3%—5.4%附近，表现出一定的恐慌情绪。

6.2. 美债风暴的根本解决措施

根本解决措施：要解决美债收益率上行问题，需要从根源入手，主要有两方面：

第一，财政重整。限制财政过度扩张和过度赤字，降低债务膨胀速度，缓解市场对美债还本付息压力的担忧。

下载日志已记录，仅供内部参考

第二，治理通胀。一方面推动美伊冲突解决，打通霍尔木兹海峡，恢复原油正常贸易和供给，带动油价回落，缓解通胀压力；另一方面可通过强加息抑制需求，压低物价，但在当前美国货币政策受政治干扰较大的情况下，实际操作难度较高。降低关税等措施理论上也有助于缓解通胀，但同样面临较大阻力。

目前看，财政整顿难度较大：军费开支增速较高，民生支出具有刚性，难以明显压缩。同时，美伊冲突短期看不到明确解决路径，外交谈判仍较艰难。因此，从根本上解决美债问题的前景尚不明朗，收益率可能维持相对高位。甚至在利空新闻信息的刺激下，市场恐慌情绪间歇性升温，导致收益率阶段性进一步冲高。

6.3. 美债风暴的短期应急措施

短期应急应对措施：在美债收益率上行较快的过程当中，如何适当稳定市场情绪，缓解上行幅度和节奏，主要有两方面：

一是美国财政部回购长债。通过发行短期债券筹集资金，回购 10 年期至 30 年期长债，缓解长端流动性和抛压，适当抑制收益率上行幅度。

二是美联储调整政策组合。美联储主席沃什上台后，市场此前预期其政策路径是“加息+缩表”。但在美债风暴、收益率持续走高的背景下，要解决当前短期问题，缩表可能并不合适，更合理的选择可能是“加息+扩表”，通过扩表增加长债购买，缓解长端流动性风险。

不过，短期措施只能解燃眉之急，中期仍需从解决财政赤字扩张、债务膨胀和通胀等核心因素入手，才可能真正消除美债风暴风险。

7. 美债问题下的大类资产展望

如果美债问题继续发酵、收益率持续上行，则最受益的资产可能是黄金。因为市场持续担忧美国债务风险时，抛售美债的同时往往也会抛售美元，避险情绪将会升温，黄金相对受益。

受压制的资产方面，美债首当其冲，美元、美股等资产也会承受较大压力。

当然，如果美债问题找到缓解办法，收益率下行，相关资产压力会有所缓和。

表 4 情景分析与资产影响

	情景一：问题继续发酵（收益率续升）	情景二：风险缓解（收益率回落）
触发条件	霍尔木兹通行恢复无进展、通胀预期再度上行；或财政整顿受阻、评级与拍卖出现负面事件	冲突实质性缓解带动油价回落；或财政重整取得可信进展
驱动类型	由"紧缩驱动"向"财政/信用驱动"迁移，期限溢价成为主要贡献	驱动力量整体减弱，实际利率与期限溢价同步回落
美债	长端首当其冲，10Y 可能再度测试 4.75%及以上，曲线熊陡	长端受益，曲线牛陡
黄金	**最受益。主权信用担忧升温时抛售美债往往伴随抛售美元，避险需求推升金价**	**支撑减弱，但央行购金等慢变量仍构成中枢支撑**
美元	**承压。这是唯一与历史相关性相悖的情形——美元与利率的正相关关系弱化**	**企稳**
美股	承受融资成本上升与衰退预期双重压力	压力缓解，估值端修复

资料来源：华西证券研究所

8. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

宏观经济、地缘局势出现超预期变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

下载日志已记录，仅供内部参考

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。