华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

美债利率在定价什么？

团队成员
分析师： 陈兴(S0210526010005)
研究助理： 陈琦(S0210126010044)

相关报告
1、美伊冲突会迎来珍珠港时刻吗——2026.08.25
2、美债干预效果有限——全球经济观察 2026 年第 27 期——2026.08.22
3、政府债流动性跟踪 0822【陈兴团队·华福宏观】——2026.08.22

投资要点：

- **一、 怎么理解今年以来美债利率走势？**

实际利率几乎贡献今年以来名义利率的主要涨幅。2026 年以来 10 年期美债名义利率累计上行 55bp，实际利率贡献 46bp。3 月初美伊冲突推升油价与通胀预期，带动利率冲高；但 5 月中下旬冲突缓和，通胀预期回落至年初低位。7 月份之后，通胀预期整体低位震荡，上行幅度有限，而实际利率继续抬升，推动美债利率再创新高。

上半年加息预期驱动，7 月份之后期限溢价驱动。基于 ACM 模型拆解来看，今年 3-6 月份，10 年期美债风险中性利率自 3.43%上行至 4.0%，长端利率上行主要由加息预期主导。随后 7 月份美国非农、通胀数据不及预期，加息预期降温，风险中性利率高位回落。与之相反，10 年期美债期限溢价由 0.46%快速上行至 0.8%，对冲中性利率下行压力，成为驱动长端收益率走高的核心因素。

中长期美债的供需错配，是近年期限溢价中枢不断抬升的核心驱动。一方面，中长期美债净融资具备较强刚性，8 月季度再融资窗口过后，长期美债的供给压力或将迎来边际缓和；另一方面，美联储、海外央行等传统配置主力持续收缩美债持仓，新增债券供给更多需要由各类投资基金等私人部门来承接，这类资金对风险补偿的诉求更高，是美债期限溢价形成持续性上行推力。与此同时，受货币市场流动性条件约束，美财政部很难继续抬升短期国债发行占比以缓解长端供给压力。除此之外，受 AI 资本开支热潮带动，2026 年 1-7 月美国信用债净融资大幅放量至 9200 亿美元，规模约为同期美债净融资的七成，信用债与美债之间形成显著的供给竞争，进一步助推长端利率与期限溢价上行。美国财政部加大中长期美债回购，意义有限。

- **二、 美债如何影响全球资产定价？**

美元流动性量价指标均处在合理区间。本轮长端利率走高是风险补偿上行的结果，而非流动性紧缩驱动，对其他资产传导有限。

受 AI 产业红利驱动，美股 ROE 持续提升有望对冲贴现率上行带来的估值压力。根据彭博一致预期，2026 年 Q3-Q4 标普 500ROE 有望进一步升至 22.32%和 23.09%。即便 10 年期美债收益率维持高位运行，美股也依靠科技板块驱动的高 ROE，表现出较强的市场韧性。

黄金或重新迎来配置价值。8 月份以来期限溢价推动长端美债创出阶段性新高，但美元指数反而持续走软，或反映出市场对美国财政可持续性的担忧。在此背景下，黄金抗主权信用风险的配置价值凸显。

供弱需强仍是驱动铜价中枢逐步抬升的主要动力。美债上行压制地产等传统用铜需求，但 AI 算力基建带来增量，电力投资对冲传统需求拖累。此外，全球铜矿资本开支长期不足，叠加美国精炼铜关税预期推动铜资源流向美国，LME 及国内库存持续去化，现货升水抬升放大铜价弹性。

港股大概率继续承压。一方面，美债收益率走高抬升美元资产回报，在联系汇率制度下加大港币贬值压力，压制港股估值水平。另一方面，国内内需修复力度不及预期，港股权重板块盈利修复偏弱，叠加龙头互联网企业受 AI 投入加大挤压利润，业绩兑现存在压力。

A 股或阶段性受扰动。我们认为，2025 年以来 A 股上涨行情主要由人民币升值驱动，其增量资金来源于企业端结汇意愿走强带来的境内流动性扩张，弱化了 A 股对海外资本流动的依赖。在此背景下，美债收益率上行对 A 股整体的冲击相对有限，但短期来看，美债利率抬升会直接约束远期现金流估值，估值科技成长板块受到的冲击或更大。

- **风险提示**

美联储货币政策超预期。美国通胀数据超预期。美国中长期国债供给超预期变动。美国 AI 下游收入兑现不及预期

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、怎么理解今年以来美债利率走势？ 3
二、 美债如何影响全球资产定价？ 11
三、风险提示 13

图表目录

图表 1: WTI 油价与美债通胀预期（%） 3
图表 2: 美债实际利率与名义利率走势（%） 3
图表 3: 10 年美债中性利率与期限溢价走势（%） 4
图表 4: 10Y-2Y 与 30Y-10Y 走势 4
图表 5: 10 年期美债期限溢价（%） 4
图表 6: 美国财政赤字（滚动平均，百万美元） 5
图表 7: 美国国债净发行节奏（当年累计，十亿美元） 5
图表 8: 分期限美债余额（可交易）占比 5
图表 9: 不同期限美债余额占比走势 5
图表 10: 2026 年以来不同期限美债发行计划 6
图表 11: 美联储持有中长期美债余额（百万美元） 6
图表 12: 海外投资者购买中长期美债（当年累计，十亿美元） 7
图表 13: 2025 年以来美债主力购买群体对比（十亿美元） 7
图表 14: 10 年期美债收益率与投资基金中标金额占比同步（%） 8
图表 15: 3M 美债收益率与 EFFR 利率差值（%） 9
图表 16: 美联储负债：逆回购余额（百万美元） 9
图表 17: 2024 年以来美国财政部国债回购情况（十亿美元） 9
图表 18: 美国信用债月度净融资规模（十亿美元） 10
图表 19: 美国名义 GDP 同比增速（%） 11
图表 20: 长端美债利率与美国投资消费增速差 11
图表 21: 美元流动性规模变化（十亿美元） 11
图表 22: 美国 SOFR-IORB（%） 11
图表 23: 标普 500 指数 ROE 与 10 年美债利率（%） 12
图表 24: 标普 500 指数一级行业利润占比 12
图表 25: 黄金 ETF 持有量（金衡盎司） 12
图表 26: LME 铜价与冶炼厂粗炼费（美元/吨） 12
图表 27: 港币汇率与恒生科技指数 13
图表 28: 沪深 300 指数与美元兑人民币汇率 13

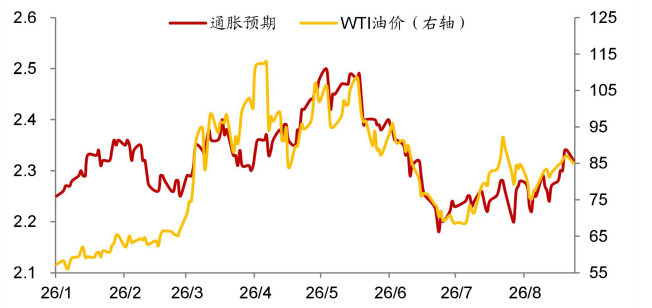
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年以来，长端美债收益率持续上行，近期 30 年期美债中标利率更是创下多年以来新高。美债收益率究竟在定价哪些核心变量？未来收益率是否继续上行？

一、怎么理解今年以来美债利率走势？

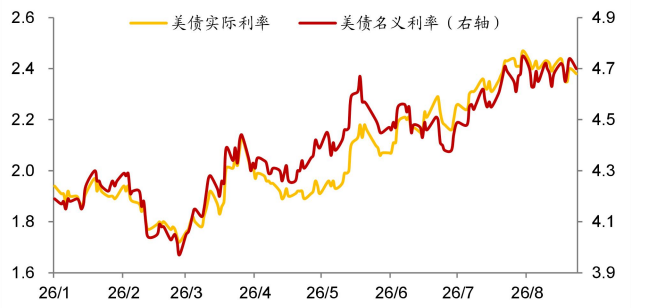
实际利率几乎贡献今年以来名义利率的主要涨幅。截止 8 月 21 日，今年 10 年期美债名义利率年内累计上行 55bp。拆分来看，盈亏平衡通胀预期仅上行 9bp，实际利率上行 46bp，是本轮名义利率走高的主要贡献项。3 月初美伊冲突爆发，油价快速拉升，带动美债通胀预期自 2.25%的低位回升，同时实际利率同步上行，二者共同推动 10 年期美债名义利率从 3.97%低点上行至 5 月中旬的 4.67%。5 月下旬美伊冲突阶段性缓和，油价快速回落至 70 美元/桶附近，同期通胀预期由 2.44%的高点持续回落至年初 2.2%附近，带动名义利率自高位回调 29bp 至 4.38%；这一阶段实际利率基本维持在 2.2%附近震荡，并未跟随下行。进入 7 月之后，通胀预期整体跟随油价扰动，近期有所走高，升至 2.34%，较年初仅抬升 9 个 bp。但实际利率从 2.16%进一步抬升至 2.4%，推动 10 年期名义美债利率上行至 4.74%，刷新年内新高。我们认为，实际利率的持续走高，一方面是市场定价美联储“高利率维持更久”，另一方面美债供需错配、期限溢价上行也形成进一步的推升力量。

图表 1：WTI 油价与美债通胀预期（%）



来源：Wind，华福证券研究所

图表 2：美债实际利率与名义利率走势（%）



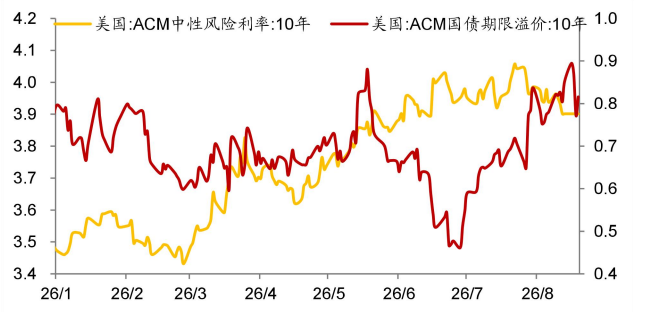
来源：Wind，华福证券研究所

近一个月以来，美债收益率曲线重新陡峭化。基于 ACM 模型对 10 年期美债利率拆解来看，自今年 2 月底开始，10 年期美债风险中性利率（市场隐含未来 10 年联邦基金利率平均预期）由 3.43%的低位震荡上行，至 6 月下旬最高升至 4.03%，表明这一阶段长端利率上行主要由加息预期主导。但随着美国非农、通胀数据接连弱于市场预期，美联储加息预期逐步降温，10 年期美债风险中性利率高位震荡、甚至出现边际回落的迹象。而 10 年期美债期限溢价反而从 0.46%低位快速抬升至 0.8%附近，重新回到了 5 月份的高点，对冲了中性利率下行的拖累，取代利率预期，成为推升 7 月份以来名义长端美债利率的核心因素。美债收益率曲线形态同样印证了这一变化：2 年期美债收益率自 7 月 23 日 4.37%的高点回落至 8 月 13 日的 4.15%，累计下行 22bp；反观长端，同期 10 年期美债收益率仅由 4.71%微降至 4.63%，下

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

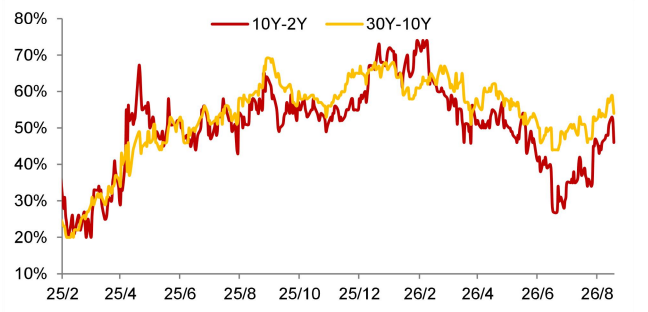
行幅度仅 8bp，30 年期收益率甚至从 5.17%上行 4bp 至 5.21%，收益率曲线走出显著陡峭化行情。

图表 3：10 年美债中性利率与期限溢价走势（%）



来源：Wind，华福证券研究所

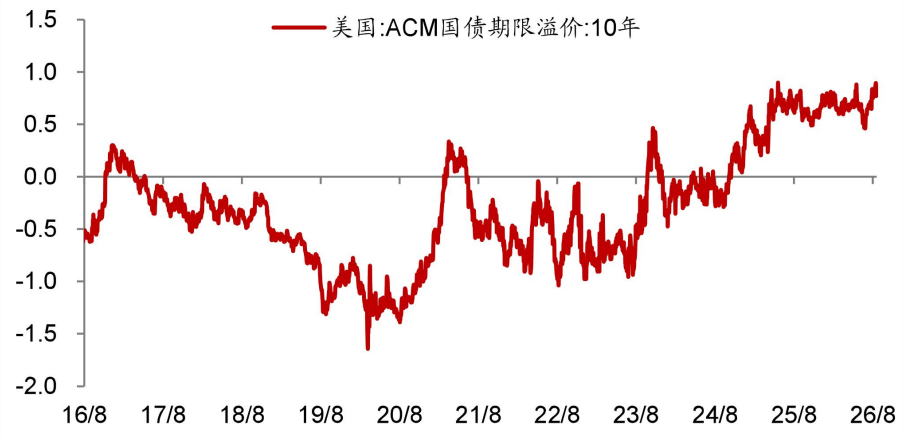
图表 4：10Y-2Y 与 30Y-10Y 走势



来源：Wind，华福证券研究所

2023 年之后，美债期限溢价中枢不断上升。一般而言，期限溢价是投资者持有长期债券所要求的额外风险补偿，主要来源于宏观政策不确定性、通胀风险，以及财政赤字带来的债券供需错配风险。拉长周期来看，2023 年以来美债期限溢价整体呈现持续上行态势，我们认为美国财政赤字刚性驱动的供需格局恶化是核心推手。2026 年上半年市场上调美联储加息预期，推升短端利率，短债配置性价比抬升，带动期限利差阶段性收窄。但进入 7 月后，随着加息预期有所降温，期限溢价再度快速冲高至阶段高位。

图表 5：10 年期美债期限溢价（%）

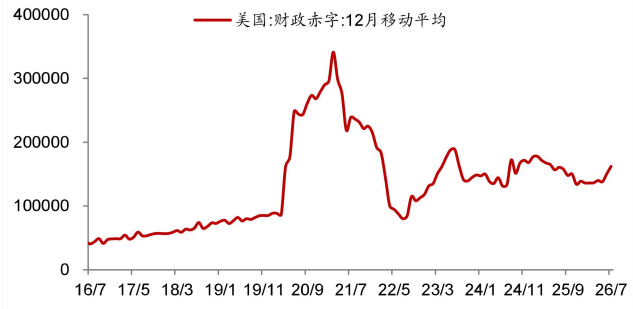


来源：Wind，华福证券研究所

美债净发行节奏处于 2023 年以来最快。供给端来看，2026 年初，特朗普时期 IEEPA 关税政策被推翻，美国关税收入大幅下滑，该因素直接拖累美国财政收入，造成年内税收收入显著下滑，财政赤字再度进入扩张通道。从美债的年内累计净发行节奏可以看到，2026 年开年之后，美债累计净发行规模便呈现快速抬升态势。数据显示，今年 1-7 月份可交易美债累计净发行规模已达 1.2 万亿美元，该水平显著高于 2024 年、2025 年同期，基本与 2023 年同期规模持平。在税收受关税退回冲击、财政赤字重新走阔的背景下，政府融资需求具备刚性，由此来看，下半年美债供给端依旧很难出现实质性的收缩，美债市场将持续面对较大的供给压力。

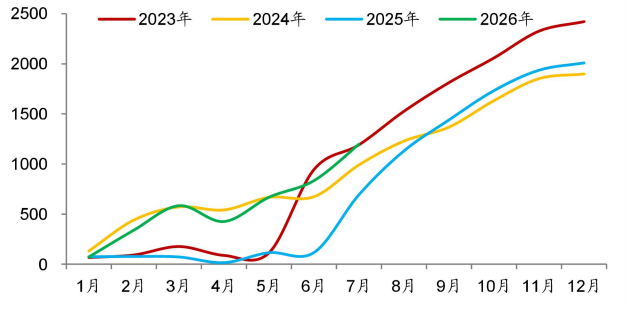
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：美国财政赤字（滚动平均，百万美元）



来源：Wind，华福证券研究所

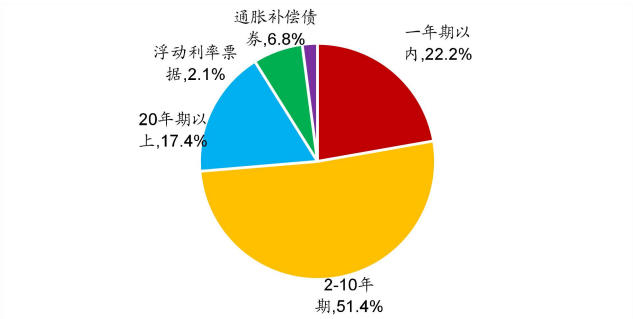
图表 7：美国国债净发行节奏（当年累计，十亿美元）



来源：Wind，华福证券研究所

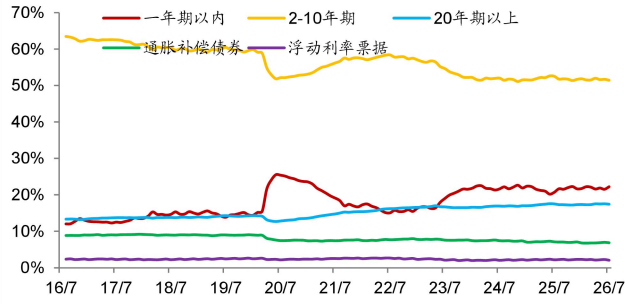
中期国债占比回落，长短两端国债占比上升。从适销美债余额的期限结构来看，2-10 年期的中期债券是美债存量的主力构成，2017 年以来其占比从 60%以上的历史高位趋势性回落，目前整体稳定在 51%-52%区间。一年期以内短期国库券占比整体呈上升趋势，且波动较大。2020 年美联储大规模 QE 背景下，短债占比由 15%冲高至 25%以上，随后逐步回落；2023 年下半年再度回升，2026 年以来维持在 22%附近，已超过美国财政部借款咨询委员会（TBAC）建议的 15%-20%的区间上限。20 年期以上长期国债余额占比呈缓慢抬升态势，在 2020 年疫情阶段触及 12.7%低点后上行至 17%上方，今年以来整体维持稳定，持续维持在 17.3%-17.5%的高位水平。通胀保值债券和浮动利率票据余额占比分别稳定在 7%和 2%。整体上看，近几年来美债存量期限结构呈现短债和中长债占比提升，中间 2-10 年期债券占比逐步下降的趋势。

图表 8：分期限美债余额（可交易）占比



来源：美国财政部，华福证券研究所

图表 9：不同期限美债余额占比走势



来源：美国财政部，华福证券研究所

2026 年以来，美国中长期美债供给维持稳定。从供给端来看，根据美国财政部发债计划，2026 年以来美国财政部 2-7 年期美债月度发行规模稳定在 2410 亿美元，10-30 年期长期美债供给呈现季度再融资月份冲高（830 亿美元）、其余月份回落的特征（740 亿美元），财政新增融资缺口主要依靠一年期及以下短期国库券补足。8 月作为季度再融资窗口，10 年期以上美债供给环比增加 90 亿美元，长端一级市场拍卖承接压力加大，是推升长债中标利率的重要约束。进入 9 月，退出季度再融资窗口，10-30Y 各期限单期拍卖规模下调，中长期债券供给边际回落，供给层面的压力会阶段性缓和，从供给维度看，9 月份美债长端收益率存在小幅回落的动力。但供

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

给仅为边际影响变量，通胀、美联储政策预期仍将主导美债的核心定价。

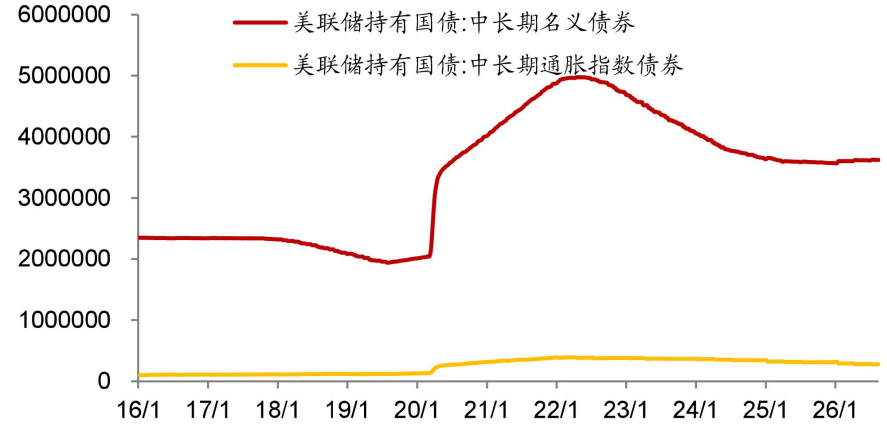
图表 10：2026 年以来不同期限美债发行计划

美债月度拍卖规模（十亿美元）								
月份	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year	FRN
26-Jan	69	58	70	44	39	13	22	30
26-Feb	69	58	70	44	42	16	25	28
26-Mar	69	58	70	44	39	13	22	28
26-Apr	69	58	70	44	39	13	22	30
26-May	69	58	70	44	42	16	25	28
26-Jun	69	58	70	44	39	13	22	28
26-Jul	69	58	70	44	39	13	22	30
26-Aug	69	58	70	44	42	16	25	28
26-Sep	69	58	70	44	39	13	22	28
26-Oct	69	58	70	44	39	13	22	30

来源：美国财政部，华福证券研究所

美联储仍处在缩表周期中。2022 年美联储进入缩表周期后，中长期债券到期不再开展再投资，实质上是将存量长久期资产不断向私人市场释放。面对美债长端供给持续扩张的局面，原先由美联储承担的久期风险，将完全转移至养老金、保险机构、海内外资管等私人部门，推升美债期限溢价。沃什上任后组建五大工作组，或将进一步落实资产负债表约束，这意味着美联储这一对价格不敏感的长端美债核心托底买盘，其支撑作用将进一步弱化。

图表 11：美联储持有中长期美债余额（百万美元）

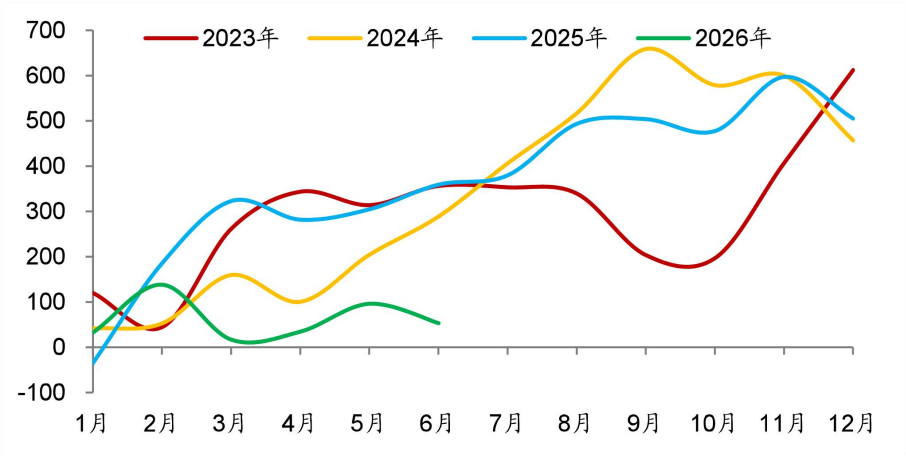


来源：Wind，华福证券研究所

海外投资者购买中长期美债意愿处于低位。从数据上看，海外投资者作为中长期美债的重要配置力量，2026 年上半年累计买入规模仅 533 亿美元，明显低于 2023-2025 年 3000 亿美元左右的均值水平。从曲线对比也能够直观看到，2026 年上半年外资累计购债曲线整体大幅低于过去三年同期，增量配置力度显著走弱。拆分结构来看，海外官方机构持续减持美债，同时海外私人部门的配置意愿也处在历年同期低位。外资整体配置需求的收缩，意味着美债增量供给更多要由美国国内私人部门消化，进一步加重国内承接压力，放大长端利率上行的潜在风险。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12：海外投资者购买中长期美债（当年累计，十亿美元）



来源：Wind，华福证券研究所

投资基金是美国长债的主要购买群体。以 10 年期美债一级拍卖市场结构来看，不同主体参与度分化显著。个人投资者、养老基金、美国商业银行在长债拍卖中占比长期处于低位，几乎不构成主要承接力量；拍卖的核心参与主体集中于美联储、经纪交易商、投资基金与国际投资者。观察 2026 年以来数据，美联储在 10 年期美债拍卖中的中标规模整体呈回落态势，直接购买力度有所减弱；国际投资者拍卖承接金额同样趋势下行，海外配置力量对长端美债的边际吸纳能力走弱。经纪交易商作为一级市场重要枢纽，拍卖中标规模维持相对平稳，波动幅度有限。在此背景下，投资基金成为长端美债最核心的承接力量，拍卖中标金额稳步抬升，填补了美联储与海外投资者需求收缩留下的缺口。该结构变化意味着长债定价更多受境内投资基金交易行为影响，也放大了市场对利率、通胀预期变动的敏感度。

图表 13：2025 年以来美债主力购买群体对比（十亿美元）

指标名称	联邦储备银行	存款机构	个人投资者	经纪人和交易商	退休基金	投资基金	国际投资者	其他投资者
2025-01	8.57	0.00	0.19	7.35	0.00	27.37	4.10	0.00
2025-02	11.54	0.00	0.38	7.34	0.00	25.61	8.67	0.00
2025-03	0.66	0.95	0.15	6.30	0.00	26.95	4.64	0.00
2025-04	6.51	0.00	0.15	5.43	0.00	26.25	7.17	0.00
2025-05	14.83	0.00	0.14	5.04	0.00	28.94	7.87	0.00
2025-06	0.70	0.00	0.18	4.46	0.00	29.07	5.29	0.00
2025-07	4.61	0.00	0.10	5.14	0.00	28.43	5.33	0.00
2025-08	14.25	3.53	0.14	7.83	0.00	24.26	6.24	0.00
2025-09	0.00	2.00	0.11	2.49	0.00	26.89	7.50	0.01
2025-10	0.72	0.00	0.08	4.42	0.00	27.65	6.85	0.00
2025-11	6.54	0.00	0.16	5.32	0.00	27.86	8.66	0.00
2025-12	0.00	0.00	0.09	4.19	0.03	26.85	7.84	0.00
2026-01	11.35	0.00	0.08	3.09	0.00	27.20	8.63	0.00
2026-02	11.90	0.00	0.16	7.12	0.00	25.84	8.88	0.00
2026-03	0.01	0.50	0.08	5.94	0.00	25.56	6.92	0.00
2026-04	6.92	0.00	0.08	5.03	0.00	28.10	5.79	0.00
2026-05	9.97	0.03	0.13	6.22	0.07	29.33	6.23	0.00
2026-06	0.00	0.00	0.09	4.75	0.00	28.96	5.20	0.00
2026-07	4.06	0.00	0.07	4.03	0.00	29.10	5.79	0.00

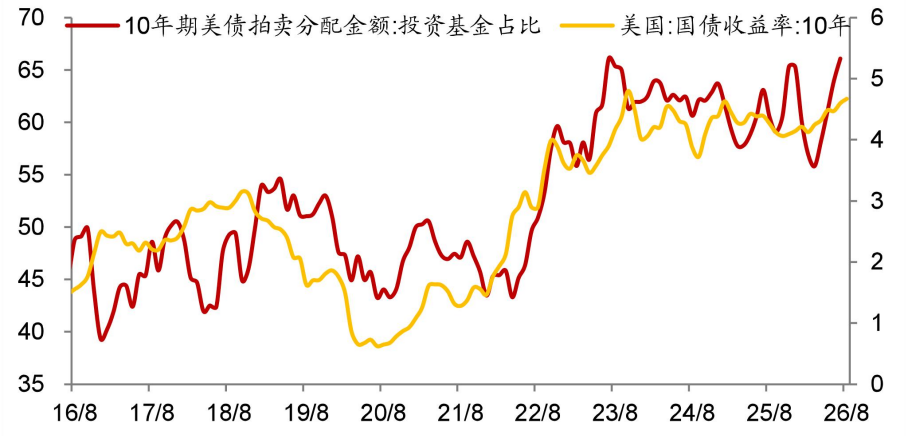
来源：Wind，华福证券研究所

投资基金对风险补偿要求更高。相较于美联储、海外投资者偏向配置型长债买盘，这类主体对收益率波动敏感度偏低。而以投资基金（货币基金、共同基金以及对冲基金等）为代表的私人部门，对利率变化更为敏感，面对久期风险会要求更高的风险补偿。数据层面，投资基金在长端美债拍卖中的中标占比与美债收益率呈现

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

显著正相关。当前美国财政赤字持续扩张（中长期美债占比维持高位），叠加 QT 缩表、海外配置意愿回落，刚性配置类买家逐步缺位，长债拍卖更多依靠市场化的投资基金完成承接。在此环境下，私人部门索取更高久期风险补偿，也助推长端美债收益率中枢抬升。

图表 14：10 年期美债收益率与投资基金中标金额占比同步（%）

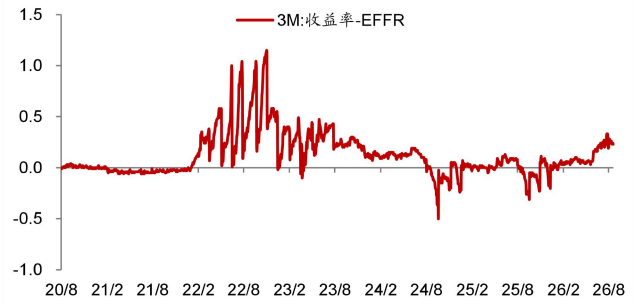


来源：Wind，华福证券研究所

提高短期美债占比目前并不现实。从逻辑上看，当中长期美债缺少刚性配置承接力量时，提高短期美债发行占比，能够减少中长期债券的供给投放，在一定程度上缓和美债期限溢价高企的压力，同时也会降低整体国债利息支出。但美国短期国库券的核心配置主体为货币市场基金，货币基金大规模增持短期国库券，会持续消耗美联储逆回购工具（RRP）内沉淀的市场流动性，带动 RRP 规模回落。倘若短期美债供给大幅扩张，超出货币市场的承接能力，短期美元融资市场便容易产生流动性扰动。回顾历史，在 RRP 规模处于高位时，货币市场基金可将存放在逆回购账户的闲置资金切换用于认购新增短债，此时短债扩容仅消耗市场超额流动性，对短端利率的冲击相对有限。但当前 RRP 流动性缓冲已基本消耗殆尽，货币市场可动用的闲置现金空间大幅收缩。在此环境下，进一步扩大短期国库券供给，只能通过短债收益率上行来吸引增量买盘，这也是 3M-EFFR 利差走阔背后由供给驱动的核心信号。若继续提升短债发行占比，将进一步推高短端融资成本，放大货币市场利率波动，产生类似货币紧缩的客观效果，对美联储货币政策形成扰动。综合来看，在流动性缓冲枯竭、短端已经出现供给压力的背景下，继续加码短债发行或将引发流动性冲击以及债务展期风险。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：3M 美债收益率与 EFFR 利率差值（%）



来源：Wind，华福证券研究所

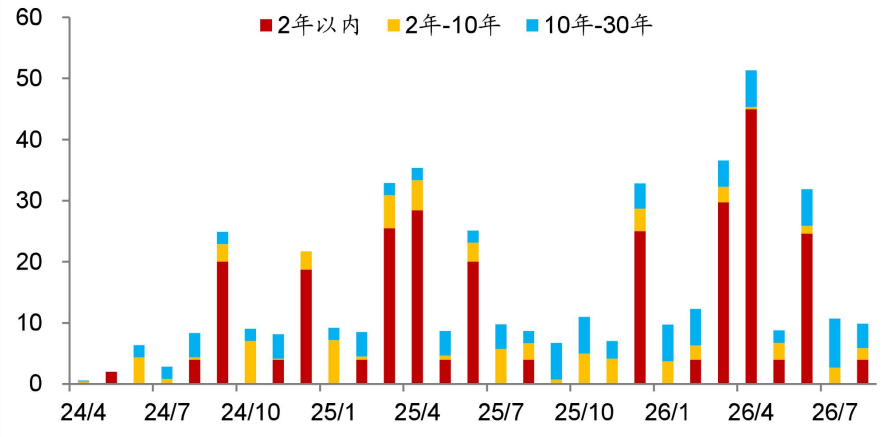
图表 16：美联储负债：逆回购余额（百万美元）



来源：Wind，华福证券研究所

美国财政部加大中长期美债回购，意义有限。8 月 19 日，美国财政部长贝森特宣布将 10-30 年期长期国债单次回购上限提高一倍，消息公布后引发中长期美债市场大幅波动。但本质上，美国财政部国债回购属于债务期限置换、优化存量债务结构的工具：财政部依托国库一般账户（TGA）资金，于二级市场回购流动性偏弱的中长期旧券并进行注销，政府债务总规模并不会因此发生变化。自 2024 年以来，财政部国债回购操作规模持续扩容，回购标的也呈现显著的长期化特征。10 年期以上债券回购占全部回购的比重，从 2024 年的 19.3%抬升至 2025 年的 21%，2026 年 1- 8 月进一步上行至 24.8%，政策重心持续向长端债券倾斜。不过从绝对规模来看，2026 年迄今财政部国债回购总规模为 1712 亿美元，对比超 40 万亿美元的美债总存量，占比不足 0.5%，对整个市场的直接影响较为有限。根据最新计划，在 11 月 4 日本季度再融资会议之前，美财政部还有 7 次中长期国债回购计划（每次 20 亿美元），即便全额落地新增额度，则新增回购规模 140 亿美元。该增量在接近 5.5 万亿美元的中长期美债存量中占比仍不足 0.3%。单纯依靠回购操作难以改变长端供给的大格局，更多只能发挥改善旧券流动性、缓和期限溢价上行压力的边际效果。

图表 17：2024 年以来美国财政部国债回购情况（十亿美元）



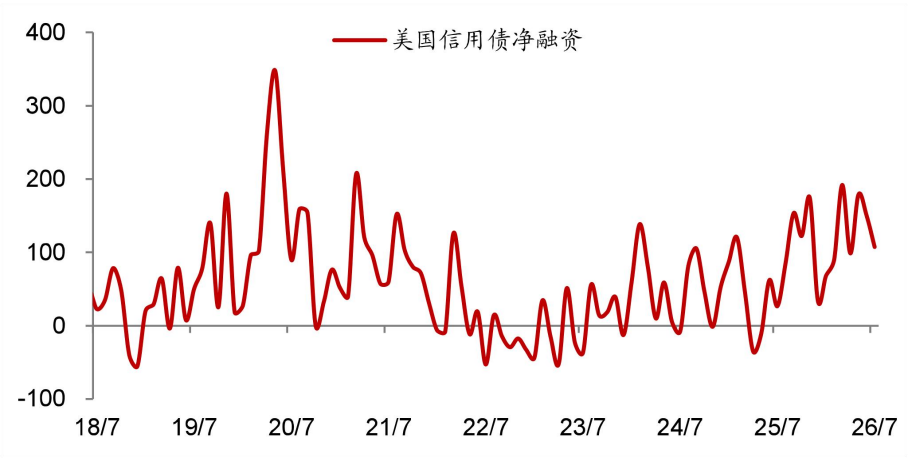
来源：美国财政部，华福证券研究所

2026 年以来信用债明显放量。从美国信用债净融资的历史周期来看，2019-2020 年，低利率环境推动美国信用债净融资大幅冲高，月度净融资规模一度逼近 4000 亿美元。伴随后续利率中枢上行，信用债融资显著收缩，2022 年净融资规模一度转负。2023 年起信用债净融资再度逐步修复抬升，而今年 1-7 月累计净融资达

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

到 9195 亿美元，同比大幅增长 199.3%，接近 1-7 月份美国国债净发行量 1.2 万亿美元的七成左右，企业信用债发行迎来爆发式扩张。本轮融资高增的核心驱动力来自 AI 产业链大规模资本开支，企业通过发债筹措资金，投向算力基建、设备采购以及产能扩张。在市场可配置资金总量相对有限的背景下，当前中长期美债又高度依赖私人部门承接，信用债供给放量将和美债形成直接的资金竞争。该分流效应加大长端债券市场承接压力，冲击美债一级发行，也成为制约长债收益率下行的重要因素。

图表 18：美国信用债月度净融资规模（十亿美元）



来源：Bloomberg，华福证券研究所

整体来看，中长期美债的供需错配，是近年期限溢价中枢不断抬升的核心驱动。一方面，中长期美债净融资具备较强刚性，8 月季度再融资窗口过后，长期美债的供给压力或将迎来边际缓和；另一方面，美联储、海外央行等传统配置主力持续收缩持仓，新增债券供给更多需要由各类投资基金等私人部门来承接，而该类资金对风险补偿的诉求更高，是美债期限溢价形成持续性上行推力。与此同时，受货币市场流动性条件约束，财政部依靠抬升短期国债发行占比以缓解长端供给压力的操作，现实操作空间已经比较有限。除此之外，受 AI 资本开支热潮带动，2026 年 1-7 月美国信用债净融资大幅放量至 9200 亿美元，规模约为同期美债净融资的七成，信用债与美债之间形成显著的供给竞争，进一步助推长端利率与期限溢价上行。

从基本面视角看，长端美债利率上行本质是对美国经济增长、实体资本回报率上行的定价补偿。2025 年以来，美国名义 GDP 同比由 4.6%稳步上行至 6.5%。结构上，AI 相关资本开支持续扩张，推动美国经济增长动力由消费主导向投资拉动切换，数据显示美国私人投资与消费的增速差，和名义长端美债利率走势高度同步。市场开始重新定价美国潜在经济增速上修、实体资本回报率改善这一现实，这也构成本轮长端美债利率抬升的底层基本面支撑。

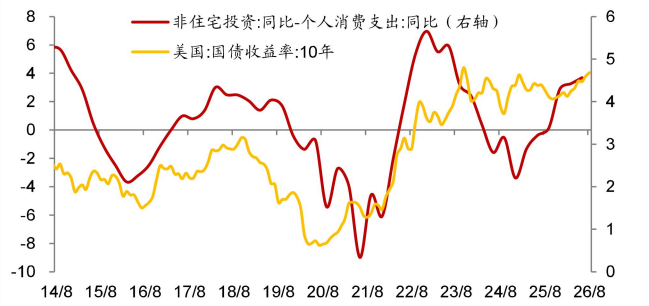
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19：美国名义 GDP 同比增速（%）



来源：Wind，华福证券研究所

图表 20：长端美债利率与美国投资消费增速差



来源：Wind，华福证券研究所

二、美债如何影响全球资产定价？

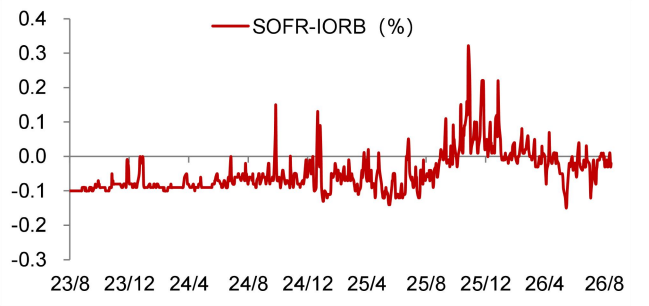
美元流动性指标均处于合理区间。我们采用美联储总资产扣除 TGA 财政账户、逆回购工具余额，以此衡量全市场净美元流动性。当前该口径下的整体美元流动性水平保持相对平稳，并未出现趋势性收缩。与此同时，SOFR-IORB 利差持续于零轴附近震荡，同样印证美国货币市场流动性尚未显现明确收紧信号。本轮长端利率走高是风险补偿上行的结果，而非流动性紧缩驱动，对其他资产传导有限。

图表 21：美元流动性规模变化（十亿美元）



来源：Wind，华福证券研究所

图表 22：美国 SOFR-IORB（%）

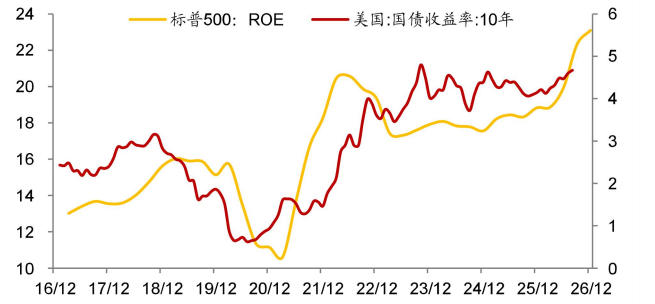


来源：Wind，华福证券研究所

受 AI 产业红利驱动，科技板块成为美股盈利的核心引擎，支撑标普 500 的 ROE 持续抬升。根据彭博一致预期，2026 年 Q3-Q4 标普 500ROE 有望进一步升至 22.32%和 23.09%。分行业来看，信息技术、通信服务两大板块合计贡献 45.1%的整体利润，较 2025 年提升 5.5 个百分点，是盈利的核心支柱，带动全年标普 500 净利润同比增速达到 40.9%。工业与金融板块利润占比明显回落，成为盈利端主要拖累。若剔除上述两大科技板块，指数净利润增速将回落至 28%。强劲的盈利抬升了股权资产回报水平，对冲贴现率上行带来的估值压力。我们认为即便 10 年期美债收益率维持高位运行，美股也依靠科技板块驱动的高 ROE，表现出较强的市场韧性。

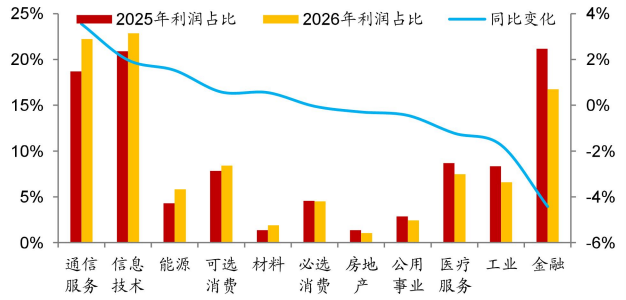
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 23：标普 500 指数 ROE 与 10 年美债利率(%)



来源：Wind，Bloomberg，华福证券研究所

图表 24：标普 500 指数一级行业利润占比



来源：Bloomberg，华福证券研究所

黄金或重新迎来配置价值。8 月份以来期限溢价推动长端美债创出阶段性新高，但美元指数反而持续走软，背后反映出市场对美国财政可持续性的担忧，或隐含对全球去美元化进程加速的定价，这与加息周期下由货币政策驱动的实际利率上行，抬升黄金持有成本有明显区别。在此背景下，黄金抗主权信用风险的配置价值进一步凸显。

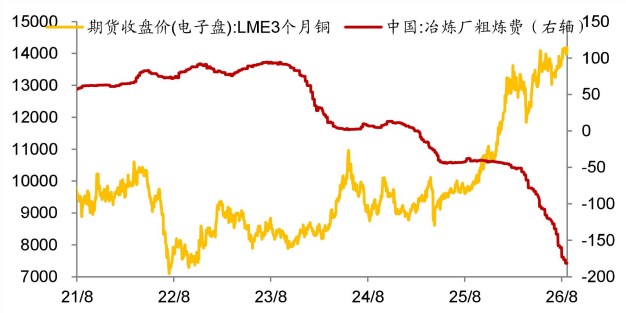
供弱需强仍是驱动铜价中枢逐步抬升的主要动力。全球铜矿资本开支长期处于低位，叠加老矿山矿石品位不断下行，智利、刚果（金）等核心产铜国生产扰动时有发生，铜精矿加工费深度下行转负，矿端紧张格局进一步向冶炼端传导。与此同时，市场对美国落地精炼铜关税的预期升温，推动全球铜资源向美国流动，使得 LME 及国内市场可交易库存持续去化，现货升水抬升，放大铜价波动弹性。需求端，美债利率上行或对地产等传统用铜需求形成压制，但电网改造升级、新能源汽车、AI 算力基建带来显著增量，电力产业链相关投资成为铜需求的核心支撑，有效对冲传统行业的需求拖累。

图表 25：黄金 ETF 持有量（金衡盎司）



来源：Wind，华福证券研究所

图表 26：LME 铜价与冶炼厂粗炼费（美元/吨）



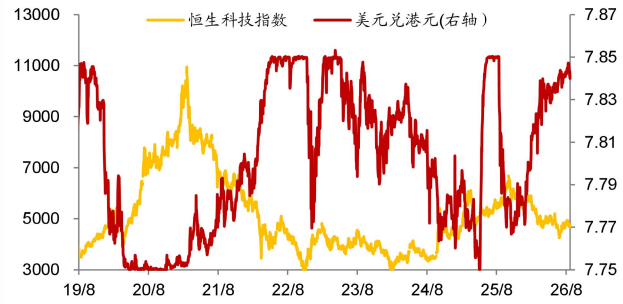
来源：Wind，华福证券研究所

港股大概率继续承压。一方面，港股作为离岸市场，资金高度受全球美元流动性环境约束。美债收益率走高抬升美元资产回报，在联系汇率制度下加大港币贬值压力，驱动跨境资本流出，直接压缩港股离岸市场流动性，压制整体估值水平。另一方面，国内内需修复力度不及预期，港股权重板块盈利修复偏弱，叠加龙头互联网企业受 AI 投入加大挤压利润，业绩兑现存在压力。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

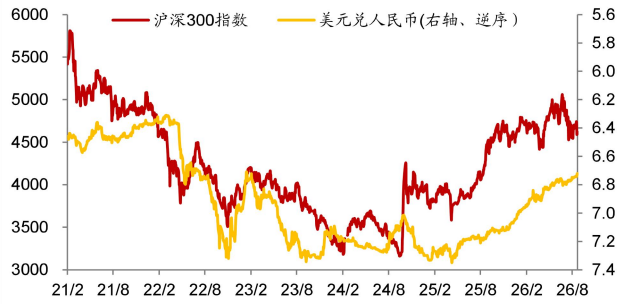
A 股或阶段性受扰动。我们认为，2025 年以来 A 股上行行情主要由人民币升值驱动，与过往外资主导的行情存在明显差异，核心增量资金来源于企业端结汇意愿走强带来的境内人民币流动性扩张，为权益市场提供内源增量资金，弱化了 A 股对海外资本流动的依赖。在此背景下，美债收益率上行对 A 股整体的冲击相对有限，传统的美债走高—外资流出的传导链条被部分打断。但短期来看，美债利率抬升会直接约束远期现金流估值，估值科技成长板块受到的冲击或更大一点。

图表 27：港币汇率与恒生科技指数



来源：Wind，华福证券研究所

图表 28：沪深 300 指数与美元兑人民币汇率



来源：Wind，华福证券研究所

三、风险提示

美联储货币政策超预期紧缩。

美国通胀数据超预期。

美国中长期国债供给超预期变动

美国 AI 下游收入兑现不及预期。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所　上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn