非农数据大超预期，美债收益率为何上升？20260906

AI 驱动利率正常化，美债收益率受经济韧性支撑维持高位

摘要

- 美国劳动力市场稳健复苏，AI 资本开支驱动建筑与制造业蓝领岗位扩张，抵消白领岗位萎缩，短期对就业呈促进作用。
- 10 年期美债收益率上升主因是短端利率预期逆转（从降息两次转为加息一次），财政债务因素对收益率升幅贡献仅占 10%-15%。
- AI 浪潮驱动宏观格局转向“利率正常化”，中性利率与名义 GDP 中枢抬升，4%-5%的利率水平与 6.5%的名义 GDP 增速匹配。
- 经济韧性强劲，8 月服务业 PMI 创三年新高，亚特兰大联储预测 Q3 GDP 环比折年率达 4.7%，支撑美债收益率维持高位或进一步上行。
- 美联储加息概率升至近 60%，决策取决于下周 CPI 数据；若通胀反弹，加息门槛将进一步降低。
- 油价是短期收益率超预期下行的核心变量，需关注美国增加委内瑞拉原油供给对通胀压力及货币政策立场的缓解作用。

Q&A

如何解读 2026 年 8 月远超预期的非农就业数据，及其对后续货币政策可能产生的影响？

2026 年 8 月新增非农就业人数为 16.5 万人，远高于 5 万人的市场预期，同时前两个月的数据合计上修了 5 万人，使得近三个月月均新增非农就业人数回升至 7.7 万人。这一系列数据显示，美国劳动力市场保持稳健，并呈现出重新扩张的复苏趋势。 从结构上看，就业增长呈现出广泛的扩散态势。此前表现疲软的休闲住宿和政府部门均大幅转正，表明世界杯结束及学校暑假等临时性因素的扰动已消退。受益于人工智能发展的周期性行业，如建筑业和制造业，就业持续扩张。AI 在当前阶段正处于大规模资本投入期，数据中心建设和设备投资创造了大量蓝领岗位，如产业工人和建筑工人，其旺盛的需求抵消了信息和金融等行 AI 替代效应而出现的白领岗位萎缩。因此，短期内 AI 对整体就业起到了 用。 尽管就业增长强劲，但失业率仍维持在 4.1%的低位，与上月持平，因是 8 月份劳动参与率出现小幅回升，增加了劳动力供给。不过，鉴于人



化和反移民政策等长期趋势，劳动参与率未来大规模反弹的可能性较低。此外，每个失业者对应的空缺职位数这一衡量劳动力供需关系的指标，在 2025 年底触底后已反弹至 1.05，表明劳动力需求正在回暖。 综合来看，就业端表现稳健，使美联储能将政策重心完全置于通胀方面。尽管强劲的非农数据将加息的门槛降低，市场预期的加息概率已升至近 60%，但最终决策仍取决于下周公布的 CPI 数据。根据美联储理事沃勒的表态，若通胀能进一步回落，则倾向于维持利率不变；反之，若通胀反弹，则应加息。目前美联储内部观点存在不一致，市场在下周通胀数据和后续议息会议结果公布前，将维持观望态度。

近期美国国债收益率持续上升背后的驱动因素是什么？通过对 10 年期美债收益率的拆解，如何评估短期利率预期和期限溢价各自的影响？

美国国债收益率的上升是多重因素共振的结果，主要包括五个方面：第一，AI 相关的资本开支强劲，科技公司的融资需求导致阶段性资金面紧张；第二，美国经济的韧性，如强劲的非农数据，推升了中性利率水平；第三，自 7 月以来油价持续走高，布伦特原油价格已突破每桶 90 美元，加剧了通胀风险；第四，全球范围内的财政赤字问题，特别是美国政府持续发债增加了债券供给；第五，政策不确定性，尤其是美联储主席在 7 月底 FOMC 会议后的言论引发了市场对其抗通胀公信力的担忧，促使长端利率走高以“代替”美联储加息。 为了进一步探究驱动力，我们将 10 年期美债收益率拆分为短端利率预期和期限溢价。分析显示，2026 年 1 月至 8 月，10 年期美债收益率累计上升了 48 个基点。其中，52 个基点的升幅来源于短端利率预期的变化，而期限溢价实际上下降了 4 个基点。这表明，今年以来美债收益率的上升几乎完全是由市场对短期利率的预期从年初的“降息两次”逆转为“加息一次”所驱动的。期限溢价全年呈现震荡走势，并未出现明显抬升，这说明当前收益率的上涨并非主要源于对美国政府财政或债务问题的担忧。根据相关研究，美国政府债务率每上升一个百分点，对应的期限溢价上升幅度约为 2 到 3 个基点。

自 2020 年新冠疫情以来，美国政府债务的扩张对 10 年期美债收益率的上升具体贡献了多少？

从 2020 年新冠疫情至今，美国政府债务率从 105%上升至 121%，增长了约 15 个百分点。根据每个百分点的债务率上升对应 2 到 3 个基点期限溢价的估算，财政及政府债务因素贡献的期限溢价上升幅度大约在 31 到 47 个基点之间。在此期间，10 年期美债收益率总共上升了 267 个基点，这意味着由政府债务扩张引致的上升部分仅占总升幅的约 10%至 15%。其余约 85%的升幅则归因于其他因素，例如货币政策变化、通胀担忧所带来的风险溢价以及久期溢价等。

对于未来美债收益率的走势有何展望？哪些宏观经济因素将成为主要驱动力？

展望未来，美债收益率大概率将维持高位，甚至可能进一步上行。这主要基于以下几个因素：首先，财政问题依然存在，根据美国国会预算办公室的预测，未来

10 年（至 2036 年）政府债务率可能再上升 15 到 20 个百分点，这将对应约 30 到 40 个基点的期限溢价抬升。其次，市场对美联储可能进一步加息的担忧持续存在。更重要的是，美国宏观经济格局正在经历一场由 AI 浪潮驱动的根本性变化，可称之为“利率正常化”。与 2008 年后因房地产去杠杆导致增长乏力、美联储通过量化宽松人为压低利率的低利率环境不同，当前宏观环境已转变为由 AI 拉动的资本开支扩张周期，投资与融资活动活跃，经济增长强劲。在这种背景下，无论是中性利率还是名义 GDP 的中枢均已明显抬升，利率面临自然的上升压力。华尔街亦有观点认为，2008 年后的十年间 2%-3%的低利率是特殊时期的产物，而当前 4%-5%的利率水平与 6.5%的名义 GDP 增速相比，属于正常且合理的范围。

近期的经济数据是否支持美债收益率维持高位的判断？

是的，近期公布的多项经济数据为利率抬升的观点提供了支撑。首先，非农就业数据表现强劲。其次，上周公布的 PMI 数据显示，美国制造业 PMI 自今年（2026 年）以来呈现明显抬升趋势；8 月份的服务业 PMI 更是创下过去三年来的最高水平，表明制造业和服务业均处于持续复苏和扩张的态势。此外，根据亚特兰大联储的最新预测，截至上周，美国 2026 年第三季度的 GDP 环比折年率预测值高达 4.7%，显示出经济增长的强劲韧性。这些数据共同印证了经济增长动能扩散和中性利率中枢抬升的宏观叙事，从而为美债收益率提供了坚实支撑。

在当前支持利率上行的宏观背景下，是否存在可能导致美债收益率出现超预期下行的潜在变量？

在当前多数因素支持高利率的背景下，油价是一个可能导致美债收益率短期内出现超预期下行的关键变量。近两个月的数据显示，油价与美债收益率之间存在高度相关性。如果油价因某些因素出现下跌，美债收益率很可能随之回落。同时，油价下跌会缓解通胀压力，从而可能促使美联储的货币政策立场转向不那么鹰派，这会对利率形成双重下行压力，起到放大效应。目前，尽管中东局势仍在发酵，但美国正努力增加原油供给，例如近期美国政府与委内瑞拉政府签署协议，允许美国油气公司前往当地开采原油。这些举措后续能否从情绪面和实际供给上缓解油价上涨压力，是一个需要密切跟踪的因素。当前原油供需市场并未达到极度紧俏或过热的状态，短期情绪影响占比较大。因此，油价是短期内一个主要的扰动项和风险因素。除此以外，其他因素普遍支持利率维持高位。