下载日志已记录，仅供内部参考

美债高压后续如何推演？

策略周度思考 20260913

报告发布日期 2026 年 09 月 13 日

证券分析师
张陈 执业证书编号：S0860526010004
zhangchen2@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

全球投资储蓄的再平衡：策略周度思考 20260906	2026-09-06
联储态度偏鹰，债务问题难解：策略周度思考 20260830	2026-08-30
从替代角度看 AI 产业链预期变化：策略周度思考 20260823	2026-08-23

研究结论

- **策略周度思考—美债高压后续如何推演？**

- **1、本周地缘风险继续升温，通胀预期上行叠加美国通胀数据超预期，市场大幅上修加息预期。我们认为加息预期基本见顶，但债务压力并未缓解，美债长端利率进一步上行，市场关注点将从短期加息预期逐步转向债务压力下流动性宽松预期。债务问题向后演进，利好方向仍是两个，其一是贵金属，其二是国内科技。**
- **2、通胀超预期，加息预期上修，但市场反应已经不大。**原因在于两方面，其一是非农数据超预期后，市场就已经在逐渐定价加息预期；其二是 10 月前再无重要数据公布，加息预期很难进一步上修。往后看，一方面加息预期带来的流动性紧缩效果接近尾声，另一方面美债长端利率不断新高，其背后债务压力会再度成为市场的焦点。我们认为，债务压力最终会回归到美联储的扩表预期，从而带来大宗商品金融属性的释放，重点关注贵金属表现。
- **3、我们进一步讨论全球债务问题，对后续演变进行推演。首先，利率上行不会没有影响，只是滞后表现。**资本回报率是慢变量，而利率是快变量，一旦利率短期内快速上行，就会带来经济各方面成本的上行，从而压制经济后续表现。我们考察美国私人投资增速以及商品消费增速与利率的关联，会发现投资和商品消费下行会滞后于利率上行 2-3 个季度，换句话说本轮利率快速上行后，美国消费和投资会在 26 年 Q4 才开始有明显负面冲击。当然破局手段来自 AI 的快速发展，但当前 AI 进入应用端空窗期，Coding 之外的其他应用场景大规模出现才会打破上述局面。
- **4、其次，美国近 40 年历次危机前，股票市场是最灵敏的变量，信用利差也是滞后变量。**过去 40 年间，按照 NBER 的认定，美国主要经历了 4 次经济衰退，包括 90-91 年储贷危机、01 年互联网危机、07-09 年次贷危机、20 年新冠危机，其中 20 年较为特殊，我们统计前三次会发现三个重要特征。其一是股市见顶先于经济走弱，比如 PMI 落入收缩区间，通常是在股市高点下行后的 1-2 个季度；其二是信用利差也是滞后变量，不能把信用利差作为先导指标，而且信用利差的走阔往往是快速走阔，这意味着当我们看到信用利差走阔的时候，事态已经相对严重；其三是美联储终会操作，只不过是滞后于股市高点回落。
- **5、最后，债务问题加剧反映在资产价格上，就是黄金上涨越来越由期限溢价和美元主导，而非实际利率或原油价格。**我们考察黄金价格的影响因素，会发现两点主要特征，其一是 22 年之前黄金价格确实跟美债实际利率高度相关，但 22 年俄乌冲突后两者持续背离。其背后的原因是美元信用出现裂缝，各国央行成为边际上重要的黄金增量需求，而这一购买行为与实际利率是无关的。其二是近几个月以来，主导黄金价格走势的变量不是实际利率、也不是原油价格，而是期限溢价和美元指数。央行购金行为不会因为实际利率而变化，而是会根据国际局势、美国债务压力、美元信用而变化，因此期限溢价上行、美元指数走弱主导金价近期走势，其实就意味着市场对债务问题的担忧。

风险提示

市场表现不及预期、风险定价可能不充分、产业发展不及预期、模型设定风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

周度思考：美债高压后续如何推演? 4

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：中东地缘风险预期升温 5
图 2：美联储加息预期上修 5
图 3：大宗商品价格方面，能化方向涨幅居前 5
图 4：原油近远月价差快速走高 5
图 5：美国利率上行，通常对应投资增速滞后下行 5
图 6：美国利率上行，通常对应商品消费增速滞后下行 5
图 7：股市是最领先的指标，经济基本面通常是在股市下跌后才逐渐走弱 6
图 8：信用利差也是滞后指标，而且一旦走弱容易快速走弱（图中单位为%） 6
图 9：金价在 22 年开始与实际利率背离 6
图 10：近几个月来，主导黄金价格走势的变量是美债期限溢价和美元指数，而非原油或实际利率 6

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

周度思考：美债高压后续如何推演?

本周地缘风险继续升温，通胀预期上行叠加美国通胀数据超预期，市场大幅上修加息预期，商品地缘属性升温（能化）、金融属性受挫（贵金属）。我们认为加息预期基本见顶，但债务压力并未缓解，美债长端利率进一步上行，市场关注点将从短期加息预期逐步转向债务压力下流动性宽松预期。债务问题向后演进，利好方向仍是两个，其一是贵金属，其二是国内科技。

地缘预期方面，中东局势继续升温。Polymarket 最新数据显示，市场预期 12 月底霍尔木兹海峡开放的概率较一周前下降，目前略超 20%。国际油价如布伦特原油上涨至超过 100 美金，同时带来化工品价格的明显上涨。当前原油近远月价差快速提升，但仍低于 4 月初高点，这意味着市场期待美国妥协退让，不过供应短缺带来的压力还没到 4 月初的状态。

通胀超预期，加息预期上修，但市场反应已经不大。本周公布的通胀数据超市场预期，加息预期上修至未来一年内 4 次加息，但市场反应（包括美元指数、黄金）反应并不大，原因在于两方面，其一是非农数据超预期后，市场就已经在逐渐定价加息预期；其二是 10 月前再无重要数据公布，加息预期很难进一步上修。往后看，一方面加息预期带来的流动性紧缩效果接近尾声，另一方面美债长端利率不断新高，其背后债务压力会再度成为市场的焦点。我们认为，债务压力最终会回归到美联储的扩表预期，从而带来大宗商品金融属性的释放，重点关注贵金属表现。

我们进一步讨论全球债务问题，对后续演变进行推演。

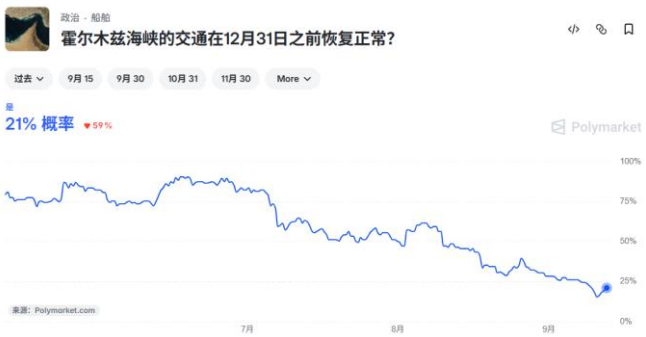
- ✓ **首先，利率上行不会没有影响，只是滞后表现。**如果没有快速产业变革，经济体的资本回报率不会短时间内快速提升。资本回报率是慢变量，而利率是快变量，一旦利率短期内快速上行，就会带来经济各方面成本的上行，从而压制经济后续表现。我们考察美国私人投资增速以及商品消费增速与利率的关联，会发现投资和商品消费下行会滞后于利率上行 2-3 个季度，换句话说本轮利率快速上行后，美国消费和投资会在 26 年 Q4 才开始有明显负面冲击。当然破局手段来自 AI 的快速发展，但当前 AI 进入应用端空窗期，Coding 之外的其他应用场景大规模出现才会打破上述局面。
- ✓ **其次，美国近 40 年历次危机前，股票市场是最灵敏的变量，信用利差也是滞后变量。**过去 40 年间，按照 NBER 的认定，美国主要经历了 4 次经济衰退，包括 90-91 年储贷危机、01 年互联网危机、07-09 年次贷危机、20 年新冠危机，其中 20 年较为特殊，我们统计前三次会发现三个重要特征。其一是股市见顶先于经济走弱，比如 PMI 落入收缩区间，通常是在股市高点下行后的 1-2 个季度；其二是信用利差也是滞后变量，不能把信用利差作为先导指标，而且信用利差的走阔往往是快速走阔，这意味着当我们看到信用利差走阔的时候，事态已经相对严重；其三是美联储终会操作，只不过是滞后于股市高点回落。
- ✓ **最后，债务问题加剧反映在资产价格上，就是黄金上涨越来越由期限溢价和美元主导，而非实际利率或原油价格。**我们考察黄金价格的影响因素，会发现两点主要特征，其一是 22 年之前黄金价格确实跟美债实际利率高度相关，但 22 年俄乌冲突后两者持续背离。其背后的原因是美元信用出现裂缝，各国央行成为边际上重要的黄金增量需求，而这一购买行为与

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

实际利率是无关的。其二是近几个月以来，主导黄金价格走势的变量不是实际利率、也不是原油价格，而是期限溢价和美元指数。央行购金行为不会因为实际利率而变化，而是会根据国际局势、美国债务压力、美元信用而变化，因此期限溢价上行、美元指数走弱主导金价近期走势，其实就意味着市场对债务问题的担忧。

图 1：中东地缘风险预期升温



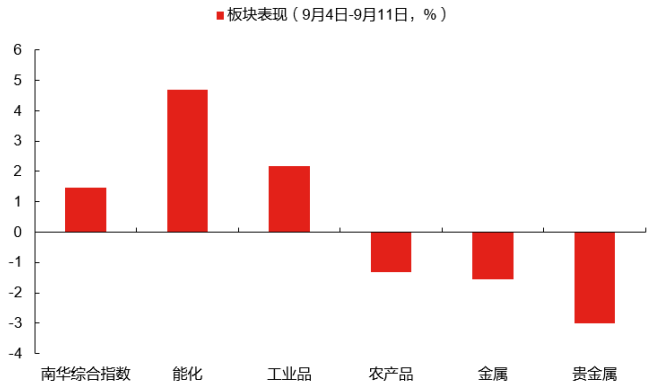
数据来源：Polymarket

图 2：美联储加息预期上修

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/9/16	12.7%	87.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
2026/10/28	6.5%	51.0%	42.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	2.3%	22.1%	48.0%	27.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	1.4%	14.4%	37.9%	35.6%	10.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.6%	6.8%	24.2%	36.9%	25.2%	6.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.4%	5.1%	19.4%	33.4%	28.5%	11.5%	1.7%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.3%	3.6%	14.9%	29.0%	30.0%	16.8%	4.8%	0.5%	0.0%
2027/7/28	0.3%	3.3%	13.7%	27.5%	29.9%	18.2%	6.1%	1.0%	0.1%
2027/9/15	0.2%	3.1%	13.1%	26.7%	29.7%	18.9%	6.8%	1.3%	0.1%
2027/10/27	0.2%	3.1%	13.1%	26.7%	29.7%	18.9%	6.8%	1.3%	0.1%
2027/12/8	0.5%	3.9%	14.2%	26.9%	28.9%	18.0%	6.4%	1.2%	0.1%

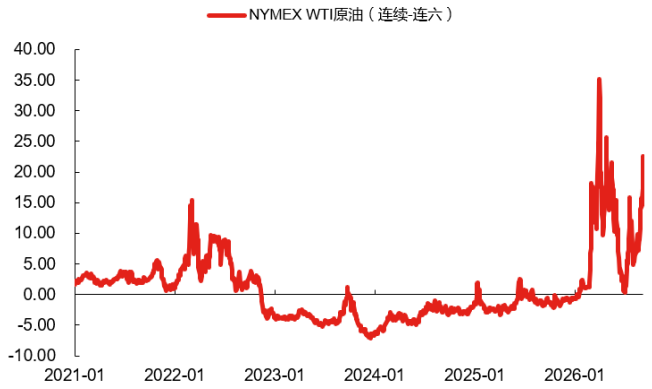
数据来源：CME

图 3：大宗商品价格方面，能化方向涨幅居前



数据来源：wind 东方证券研究

图 4：原油近远月价差快速走高



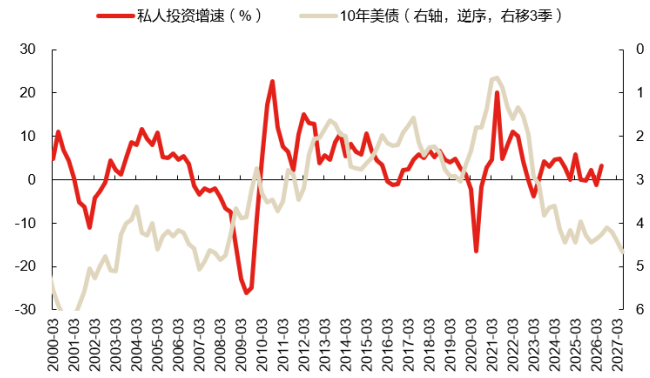
数据来源：Wind 东方证券研究

图 5：美国利率上行，通常对应投资增速滞后下行

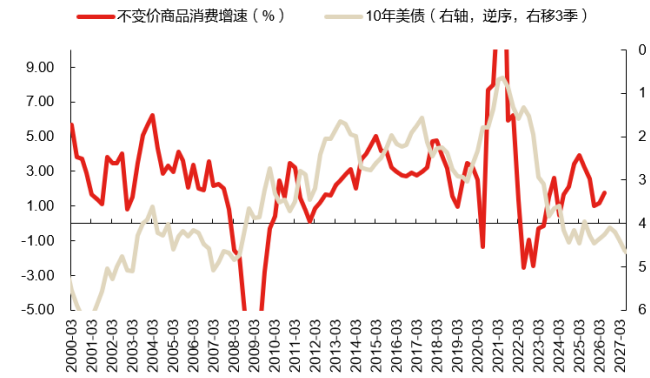
图 6：美国利率上行，通常对应商品消费增速滞后下行

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

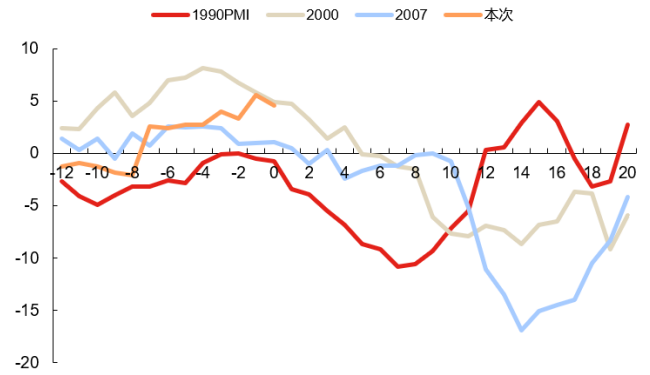


数据来源：wind 东方证券研究



数据来源：Wind 东方证券研究

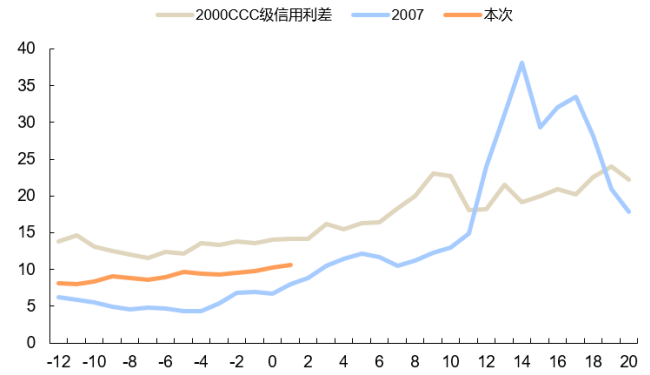
图 7：股市是最领先的指标，经济基本面通常是在股市下跌后才逐渐走弱



数据来源：wind 东方证券研究

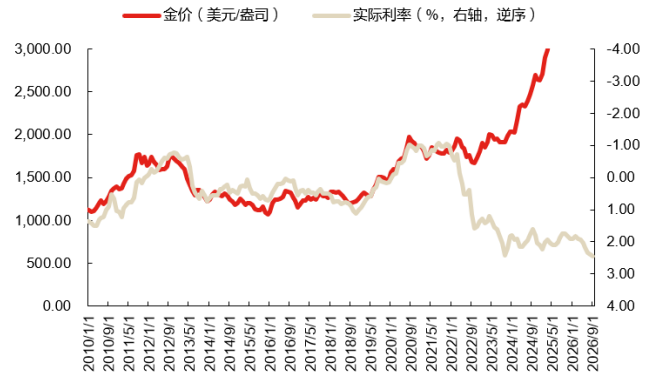
备注：以股价高点为 t=0，样本包含 90 年、00 年、07 年三次美股大幅下跌案例以及本次。图中数据为 PMI 标准化（数据=PMI-50）

图 8：信用利差也是滞后指标，而且一旦走弱容易快速走弱（图中单位为%）



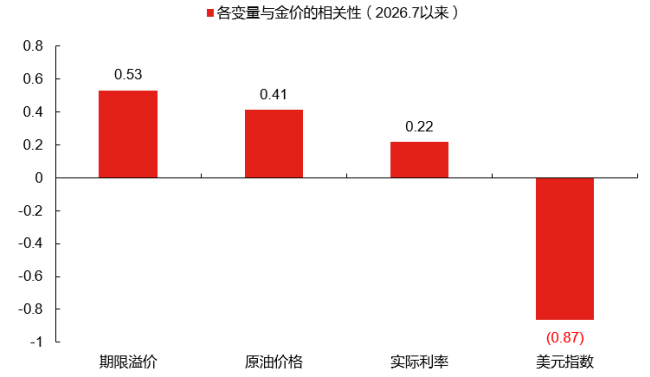
数据来源：Wind 东方证券研究

图 9：金价在 22 年开始与实际利率背离



数据来源：wind 东方证券研究

图 10：近几个月来，主导黄金价格走势的变量是美债期限溢价和美元指数，而非原油或实际利率



数据来源：Wind 东方证券研究

备注：图中无单位，相关系数的范围为[-1,1]

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

市场表现不及预期

我们对于市场表现的预期可能过于乐观，海内外经济和地缘政治等各种风险因素都可能让市场的实际表现不及预期。

风险定价可能不充分

地缘政治等风险市场可能尚未完全定价，突发事件或对市场产生冲击。

产业发展不及预期

各前沿行业面临技术迭代、商业化进度或业绩兑现等因素不及预期导致的回调风险。

模型设定风险

模型参数对历史数据较为敏感，参数变化变化可能对汇率预测结果产生影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

东方证券
ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。