下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 10 月 13 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

总量研究

美债市场的真正拐点何时到来？

——解构美国系列第二十四篇

作者

分析师：何宁
执业证书编号：S0930526090002
010-56513069
hening@ebscn.com

分析师：周欣平
执业证书编号：S0930525070005
010-56513101
zhouxinping@ebscn.com

相关研报

沃什对市场的一次“压力测试”——解构美国系列第二十三篇（2026-08-29）

中期选举压力下的特朗普政策棋局——解构美国系列第二十二篇（2026-07-09）

通读 15 篇美联储论文，AI 如何影响经济、通胀及就业？——解构美国系列第二十一篇（2026-06-15）

黄金 VS 美元：避险排序何时切换？——解构美国系列第二十篇（2026-03-30）

特朗普能否开启“黄金时代”？——解构美国系列第十九篇（2026-02-26）

沃什将如何重塑政策路径与市场预期？——解构美国系列第十八篇（2026-01-31）

美国政府停摆：阴影逐步消散——解构美国系列第十七篇（2026-01-21）

特朗普如何激活美国地产：现实与挑战——解构美国系列第十六篇（2025-12-27）

胶着的医保谈判，不确定的政府停摆——《大国博弈》系列第九十二篇（2025-12-15）

美国政府重新开门，市场为何“不买账”？——解构美国系列第十五篇（2025-11-18）

美元指数突破 100 后，强势美元将维持多久？——解构美国系列第十四篇（2025-11-06）

要点

核心观点：

从短期维度看，我们对加息周期开启后的美债市场仍持相对谨慎态度，预计 10 年期美债收益率或继续维持高位震荡。虽然 9 月非农数据偏弱、加息概率阶段性收敛，但长端美债收益率并未明显下行，核心原因在于市场定价的重点并非“单次加息与否”，而是“本轮加息周期能走多远”。对应来看，单月非农数据尚未确认经济转向，失业率依然稳健，且油价重新上行推升通胀预期，叠加财政赤字扩张、AI 企业融资需求上升，美债供需格局仍偏紧，期限溢价成为压制美债表现的关键变量。

往后看，美债拐点需要等待到中期选举后的 2027 年，即需要三个条件的逐步兑现。其一，美国政治不确定性或在 2026 年四季度集中体现，中期选举结果将重构特朗普政府的权利格局，2026 年 12 月将面临的政府停摆问题或进一步放大美债的风险溢价。其二，油价更多是一次性价格冲击，只要油价不再继续上涨，2027 年一季度后其对通胀同比增速的直接贡献将明显减弱。其三，沃什有关降低银行准备金要求的改革有望在 2027 年推进，若美国金融系统能释放更多流动性，将有助于缓解美债供需担忧。

高利率背景下的资产启示：（1）美股：高利率环境下权益资产波动率将进一步增加，历史经验显示，当 10 年期美债收益率进一步升至 5.3%-5.5%以上时，美股美债的价格波动趋于同向，出现“股债双熊”的概率明显增加。（2）美债：短期围绕地缘缓和博弈，不确定性较大，真正拐点仍需等待通胀快速回落、市场确认本轮加息周期结束。（3）黄金方面，美债期限溢价抬升、ETF 资金净流入以及技术指标修复，均指向黄金价格逐步进入筑底阶段，当前美债的期限溢价处于 2026 年以来高位，金价存在补涨机会。

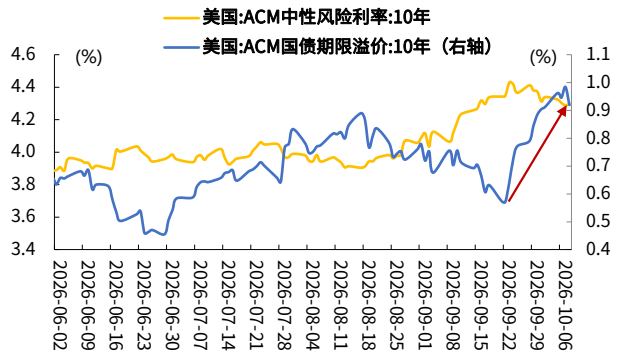
一、9 月非农就业转弱，长端美债价格为何仍承压？

9 月议息会议落地，随后公布的非农数据偏弱，10 月加息概率收敛，但 10 年期美债收益率依然在 5.2%-5.3%的区间居高不下。正如我们此前报告中强调的，决定 10 年期美债收益率的并不是“短期内一次加息与否”，而是“本轮加息周期能走多远”，高通胀背景下，若加息叙事无法证伪，10 年期美债收益率很难因为所谓 10 月加息暂缓的“利空出尽”大幅下行，真正拐点或许需要等待到通胀数据快速回落，市场判断出本轮加息周期已经结束的时点（详见 2026 年 9 月 17 日外发报告《沃什如期加息，能否拯救悲观的美债市场？——2026 年 9 月 FOMC 会议点评》）。

下载日志已记录，仅供内部参考

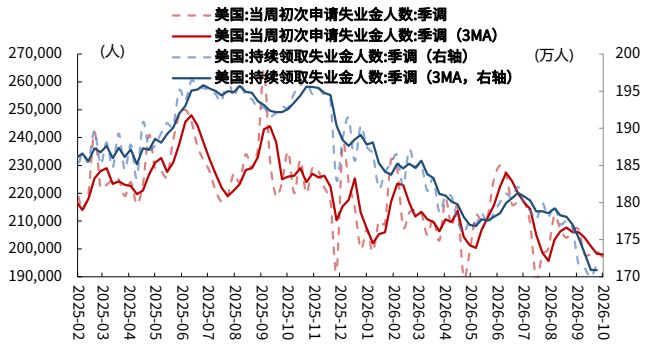
如将 10 年期美债收益率进行拆解，可见 10 月至今实际利率因子降幅有限，期限溢价不断走高。第一，从实际利率角度来看，ACM 模型显示 9 月偏弱的非农数据并没有带来更低的经济增长预期，主要原因还是当前失业率比较稳健（假设触及“萨姆法则”带来衰退预期，单月失业率要从 9 月的 4.2%跳升至 5.6%），且近一季度的非农数据波动较大，参考价值受限，单月数据还不足以确认经济增长转向。结合高频的初请/续请失业金人数看，美国失业人数中枢仍在持续下移，就业数据“爆冷”风险不高。

图 1：ACM 模型显示，10 月美债利率上行多是期限溢价贡献



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 10 月 8 日

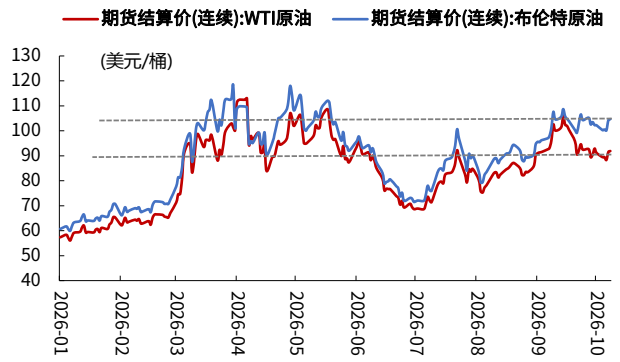
图 2：结合高频的初请/续请失业金人数看，美国失业人数中枢仍在持续下移



资料来源：wind，光大证券研究所；初请数据截至 2026 年 10 月 3 日，续请失业金人数截至 2026 年 9 月 26 日

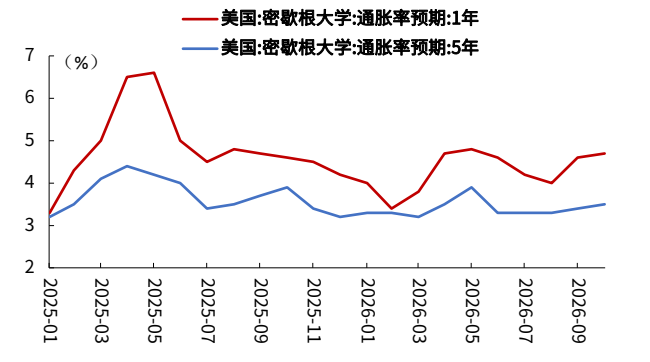
第二，从通胀角度，当前国际油价重新走高，通胀风险难言受控。随着近期伊朗加大对途径霍尔木兹海峡的船只的打击力度，多艘油轮在霍尔木兹海峡触雷起火，国际油价再次上行，也带来美国居民更高的通胀预期。

图 3：中东地缘局势波动不断，国际油价重新走高



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 10 月 9 日

图 4：调查显示，美国居民短期通胀预期在不断抬升



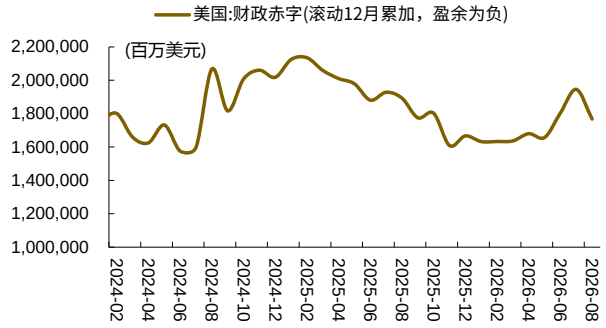
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 10 月

第三，从风险溢价角度，受限于货币政策偏紧，后续美国财政导向的政策路径难以改变，叠加 AI 企业持续的发债融资需求，美债供给超过稳定配置需求，期限溢价持续上升。从财政角度看，短期内中东战争支出推高财政压力，且对等关税被叫停进一步拉大了赤字缺口，长期维度上，受限于货币政策偏紧，后续美国财政导向的政策路径难以改变，美债市场“供过于求”的格局或将持续。此外，从美债的发行节奏看，9 月美国财政部大幅减少了美债的净发行量，随着四季度到来，10 月美债发行量有再次回升的可能。

人在草木间

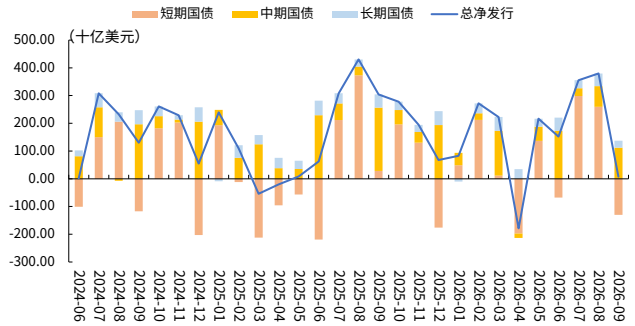
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：2026 年 6-7 月，美国政府赤字加快增加



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 8 月

图 6：2026 年 9 月，美国财政部大幅减少了美债的净发行量



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 9 月

二、美债市场的真正拐点何时到来？

我们延续此前报告观点，强调加息与否并不是理解当下市场流动性收紧的核心原因，更为关键的是美联储政策节奏的错位。当下 AI 融资、政府借债、伊朗海峡管制在同时消耗有限的全球资本。其中，AI 行情的高波动，与产业融资在利率快速上升环境里变得不可持续有关。美债长端利率飙升，是与美国政府和科技企业同时在发债争夺有限的资金有关。霍尔木兹海峡的问题，表面是地缘，底层是石油这类实物资本变得稀缺，这些因素都意味着全球资本市场已经从过去的流动性过剩、储蓄过剩，进入了资本稀缺的时代（详见 2026 年 9 月 17 日外发报告《沃什如期加息，能否拯救悲观的美债市场？——2026 年 9 月 FOMC 会议点评》）。

在过去，想要打破困境是靠央行扩表兜底，缓解紧张的流动性，但这次不一样，沃什致力于缩表，且此前市场期待的降息变得遥遥无期，**“降息+缩表”变为“加息+缩表”的货币政策组合，已经让全球流动性进入到收紧的拐点。站在今天的时点上，10 年期美债收益率或许依旧是易上难下，若美联储不扩表，联邦政府和科技企业的持续发债就会不断挤压美债价格上行的空间**，同时高利率环境也会让科技股波动加剧，高波动背景下，黄金将具有一定配置性价比。

鉴于此，我们认为，美债市场真正的拐点或许需要等待至中期选举后的 2027 年。

其一，美国政治不确定性或在 2026 年四季度集中体现，中期选举的结果将重构特朗普政府的权利格局，若共和党失去一或两院，特朗普政府将在应对停摆问题上明显被动。如果 2026 年 12 月再次出现政府停摆，美国内部政治的不确定性或进一步放大美债的风险溢价。

其二，类似关税冲击，油价更多是一次性的价格水平变化，只要油价不再继续上涨，一年后油价对通胀同比增速的直接贡献就会明显减弱，对应 2027 年一季度后的通胀压力将会减少，且美联储加息后高利率环境，有助于减少来自需求端的通胀压力，美国 K 型经济的下沿部分或继续承压，并在未来通胀和经济数据中逐步体现。

下载日志已记录，仅供内部参考

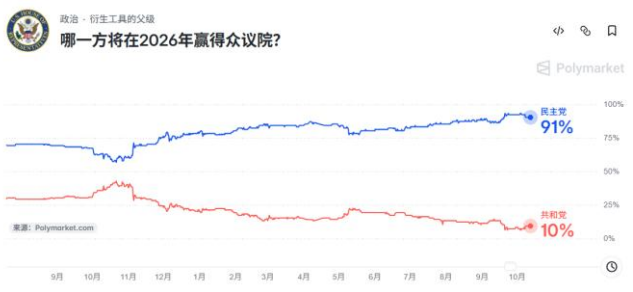
其三，沃什设立的五大工作组或在 2026 年底给出研究结果，其中有关降低银行准备金要求的改革有望在 2027 年推进，若美国金融系统能释放更多流动性，将有助于缓解美债供需担忧。

图 7：市场预期民主党拿下参议院的概率为 64%



资料来源：Ploymarket，光大证券研究所；数据截至 2026 年 10 月 12 日

图 8：市场预期民主党拿下众议院的概率为 91%



资料来源：Ploymarket，光大证券研究所；数据截至 2026 年 10 月 12 日

三、高利率背景下的资产启示

（1）美股：考虑到中期选举前不确定性以及高利率环境压制，波动或继续放大

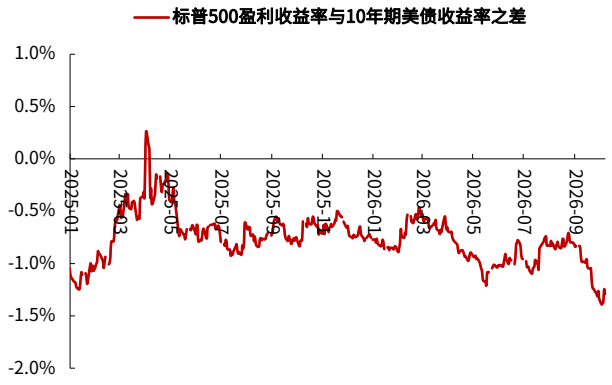
高利率将如何影响美股？——目前美股对债券收益率的敏感度正在升高。以衡量美股的风险溢价指标（标普 500 盈利收益率与 10 年期美债收益率之差）作为参考，该指标正处在近年来的低位水平，意味着股票相对于其他资产的吸引力在下降，股票对债券收益率波动将会更加敏感。

展望来看，5.3%-5.5%以上的 10 年期美债收益率或对美股形成明显压制。其一，以标普 500 盈利收益率与 10 年期美债收益率之差为参考，FactSet 在 2026 年 10 月发布的报告中给出的标普 500 未来 12 个月市盈率为 19.0 倍，对应盈利收益率为 5.26%，也即意味着超过 5.3%的 10 年期美债利率将超过投资者持有美股的预期收益，导致美股面临更高的流动性压力。

其二，从历史复盘看，以标普 500、纳指与美债的 4 周滚动收益率相关性为参考，当 10 年期美债收益率低于 5.25%时，近一月（4 周）内美股美债的价格出现同向变动的概率不高，但当美债收益率升至 5.25%及以上区间时，美股美债的价格呈正相关性的周数占比大幅升至 60%以上，即高利率环境下（当 10 年美债收益率突破 5.25%以上时），股债同向波动特征明显增强，美债的组合对冲作用下降，市场更容易出现“股债双熊”的情况。

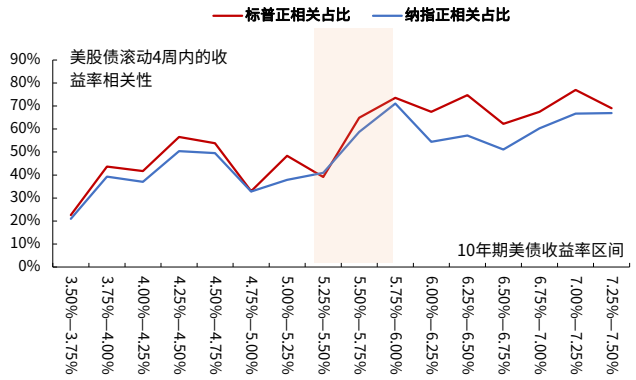
下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：2026 年 9 月以来，标普 500 盈利收益率与 10 年期美债收益率的差距持续扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 10 月 9 日

图 10：历史复盘看，当 10 年美债收益率突破 5.25%以上时，更容易出现“股债双熊”的情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 10 月；注：正相关占比=相关系数大于 0 的周数/该收益率区间有效周数

（2）美债：短期博弈地缘局势缓和，但美伊谈判不确定性大，容易反复，真正拐点或需等待 2027 年

我们对加息周期开启后的美债市场持相对悲观态度，短期内 10 年期美债收益率或依然在 5.0%以上高位运行。一方面，在 9 月议息会议上，沃什明确定调“通胀风险偏上行”，在通胀偏高的背景下，加息叙事难以证伪，10 年期美债收益率也很难因为所谓“利空出尽”大幅下行，真正拐点或许需要等待到通胀数据快速回落，市场判断出本轮加息周期已经结束的时点。另一方面，从历史复盘看，首次加息后美债收益率维持高位的情况更为常见，1988 年至今的七轮加息周期中，10 年期美债收益率在 7 次里上行 5 次，即使 1997 年仅加息一次，10 年期美债收益率在首次加息一个月后依然出现 19 个 BP 的涨幅。

图 11：历史数据显示，美联储首次加息后，短期内美债利率更偏上行，即使是 1997 年仅加息一次也是如此

周期	首次加息	末次加息	联邦基金利率路径	加息次数	首次加息1个月后10Y美债收益率变动（BP）	首次加息1个月后2Y美债收益率变动（BP）
1988-1989	1988-03-30	1989-02-24	6.50%→9.75%	15	+37	+35
1994-1995	1994-02-04	1995-02-01	3.00%→6.00%	7	+44	+46
1997（单次）	1997-03-25	1997-03-25	5.25%→5.50%	1	+19	+21
1999-2000	1999-06-30	2000-05-16	4.75%→6.50%	6	+11	+10
2004-2006	2004-06-30	2006-06-29	1.00%→5.25%	17	-12	-2
2015-2018	2015-12-16	2018-12-19	0.25%→2.50%	9	-24	-14
2022-2023	2022-03-16	2023-07-26	0.25%→5.50%	11	+66	+51

资料来源：Wind，光大证券研究所

（3）黄金：美债的期限溢价与金价正相关，当前美债期限溢价为 2026 年以来最高水平，金价有补涨机会。

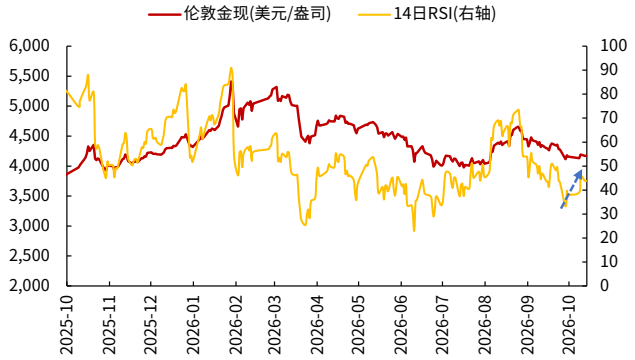
从技术指标来看，RSI 动能修复、ETF 资金净流入、美债期限溢价不断抬升指向黄金市场逐步转向筑底阶段。其一，9 月以来在金价持续向下调整的过程中，14 日 RSI 指标不再创新低，而是由 30-40 弱势区间逐步回升并接近 50 中轴，表明下跌动能正在衰减，步入多空平衡阶段，金价在 4000 美元/盎司附近震荡获得支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

其二，黄金 ETF 资金延续净流入态势。截至 2026 年 10 月 12 日，全球最大的黄金 ETF SPDR Gold Trust 持仓量为 1055.41 吨，较上周末（10 月 9 日）的 1053.13 吨回升，也高于 9 月 1053.18 吨的平均水平。

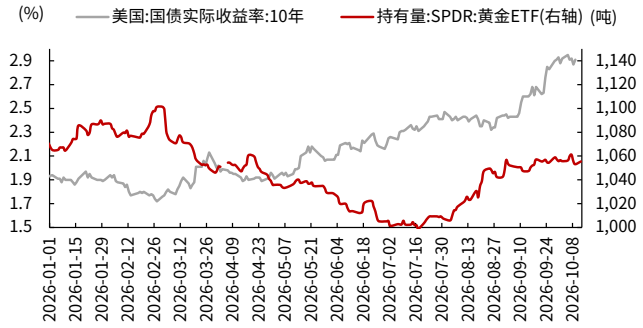
其三，美债的期限溢价与金价正相关，当前美债期限溢价为 2026 年以来最高水平，金价有补涨机会。

图 12：14 日 RSI 指标显示，10 月金价下跌动能衰减，买盘力量回升



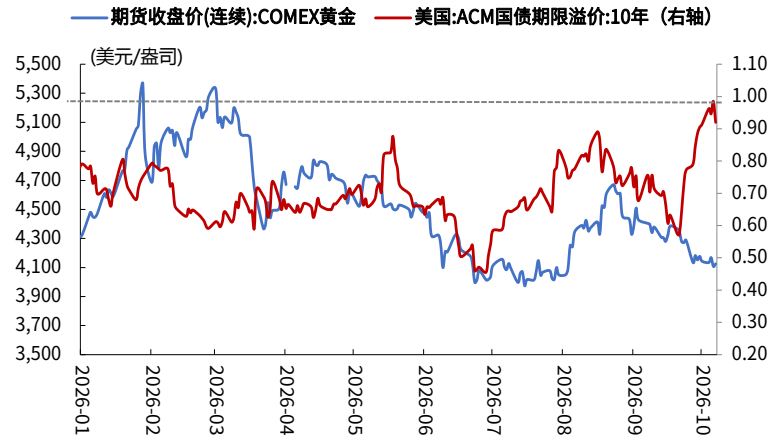
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 10 月 13 日

图 13：黄金 ETF 资金延续净流入态势



资料来源：Wind，光大证券研究所；美债利率数据截至 2026 年 10 月 9 日，黄金 ETF 数据截至 10 月 12 日

图 14：当前美债期限溢价为 2026 年以来最高水平，金价有补涨机会



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 10 月 8 日

四、风险提示

美国通胀上行速度超预期，经济下行速度超预期，国际贸易与地缘冲突加剧。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼