下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告•深度报告

中美利率背离：底层逻辑和2027年走向

——2027年全球宏观及资产配置展望（1）

分析师：周君芝
zhoujunzhi@csc.com.cn
SAC 编号：S1440524020001

分析师：付思雨
fusiyu@csc.com.cn
SAC 编号：S1440526070003

研究助理：杨振辉
yangzhenhui@csc.com.cn

发布日期：2026年10月28日

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

提纲

01 中债牛市微观逻辑：机构欠配下的“资产荒”

02 中债牛市宏观因素：供应优势下的低通胀

03 中国逆势债牛本质：过往中国模式的终极体现

04 美债代表的西方债熊：宽财政是诱因但非根子问题

05 美债熊市的直接原因：续滚压力叠加供给端通胀

06 中西方债券走势背后：经济模式重构伴随财政重整

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

- 新千年以来，全球有三大资产趋势性极强，深刻描绘全球分工体系，即为中国地产、日本债券和美国纳指。
- 2022年以来中债与日债走势逆转。同样挑战经验直觉的还有，新千年以来西方经济学奉为圭臬的“人口老龄化导致低通胀”——2022年之后的西方国家，人口趋势没有逆转，但债券率先迎来了熊市。
- 与之相反，中债反而在西方一众债熊中走过了流畅的五年债牛。
- **中西方利率分道扬镳，真正原因在于全球旧秩序裂痕之下，国家竞争力和底层模式暴露无遗：一个是有为的生产型政府，一个是消费福利性政府；一个是克制的有为财政，一个是陷入民意的财政纪律困境。**
- **未来中西方债券走势，中方需要关注的是地产触底之后通胀传导，西方需要关注的是债务引发的流动性变盘。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

➢ **中债牛市的微观逻辑：机构欠配下的“资产荒”**

- **2022 年以来的中债牛市，核心买方是银行，理财、广义基金、保险则是最主要的边际力量。**
- **金融机构对债券资产的追逐，体现为市场热议的“资产荒”，资产荒背后是刚兑负债和高波资产的矛盾。**
- 资产荒根源在地产趋势逆转，地产从金融品变回消费品，由此带动企业、居民、政府三部门信用资产连续收缩。
- 地产金融属性消退，高利率杠杆资产随之消退，然而负债端稳健收益追求仍在，所以资金和资产之间的博弈，最终呈现出中债这类稳健资产的“超配”，也称之为“资产荒现象”。
- **从宏观层面看资产荒，我们可以找到金融层面三个印证：**
- ①2022年以来银行持续处于缺资产、不缺负债格局；
- ②保险、理财、基金等承接居民资产从“买房”向保本低波资产的迁移；
- ③居民资产配置再迁移，定期存款为代表的资金在 2022-2023 年峰值时贡献了 M2 增速的 80%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

- **中债牛市的宏观支撑：供应优势下的低通胀**

- **金融层面我们可以找到“资产荒”的机构行为配置解释，而在宏观层面我们可以找到相对宽松流动性匹配偏低需求弹性，这种宏观现象称之为“低通胀”。**
- 2022年至今，全球迎来一轮高通胀和债券熊市压力，唯有中国“逆行”。强劲的中国供应链是根本因素，而庞大的原油库存又是今年美伊冲突之后，中国阻断输入型通胀的关键所在。
- 当然，我们需要正视中国低通胀还有其他三个原因：
- **一是部分行业的高度竞争阻断了上下游价格传导**，所以最终我们看到扣除上游资源品和AI设备之外，中国大部分行业的工业企业利润偏薄。
- **二是地产仍在磨底过程中，**所以2022~2026年居民、房企、地方政府轮番阶段性缩表，压制中国产品的下游价格弹性。
- **三是财政有序积极，**在房地产换挡过程中，中国政府有意避免“大刺激”的老路，而是更加强调紧平衡的财政克制。
- 所以最终我们见证中国逆行全球低通胀同时，还可以找到诸多宏观数据印证，譬如“外需热、内需冷”，譬如中下游制造业利润偏弱，譬如PPI和CPI剪刀差裂口位于历史高位，譬如地方财政收支占总财政比重趋势收敛。
- 价格传导阻滞，核心通胀持续低位，货币政策无需因上游涨价而收紧，宽松窗口得以延长，巩固了债牛宏观根基。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

➢ **中国逆势债牛本质：中国过往经济模式的终极体现**

- 这轮债牛是中国过往发展模式的终极体现。地产长趋势由人口决定，中国地产、财政、居民配置正在经历深刻重构，由此衍生两条重构主线：
- **一是经济和财政模式转型**，土地出让金下行让中国以土地为锚的地方财政收支降温，不仅2024年以来财政主线转向化债，地方从“自主加杠杆主体”变为“债务化解对象”；以基建为核心的地方财政支出也在同步退坡。
- **二是居民资产配置重塑**，资产结构从地产向金融资产迁移，目前正处新旧交替期。地产金融模式带动的不仅是房地产行业的高周转高投资，还有金融层面的居民超配地产。在资产负债表结构中，我们可以观察到居民资产中地产占比显著超过其他成熟经济体。随着地产金融属性退却，消费属性崛起，中国居民资产再配置，货币创造再寻锚，流动性再迁移，这是当下也是未来一段时间中国金融体系的主线。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

➢ **美债为代表的西方债熊，宽财政是诱因但不是根子问题**

- 视角转向西方，本轮熊市并非美债独有，市场流行的三个解释均难成立。
- **其一，债务规模扩张不是主因。**2013 年起美债规模已快速扩张，2020 年 30Y 利率反而触及 1% 的历史低位；
- **其二，赤字扩张不是主因。**2008-2012 年赤字率连续多年维持 6%-10%，美债却走出十年大牛市；日本提供了更极端的反例，过去二十年高赤字下走出漫长债牛。
- **其三，科技融资不是主因。**AI 融资直到 2024-2025 年才真正提速，期间美债熊市并未恶化，反而在 2026 年市场担忧 AI 脆弱时加速走熊。

➢ **美债熊市的直接原因：续滚压力叠加供给端通胀**

- 真正的原因在债务的续滚与通胀失控。
- 美债到期再融资量在 2020 年与 2023-2024 年两次跃升，2024 年后进入月均约 2.5 万亿美元的高平台。受通胀中枢上移影响，各期限发行利率自 2023 年起全面进入 4%-5% 高位，净付息占总支出比重从 8%-10% 升至约 15%。
- **通胀之所以难控，在于驱动来自供给端而非需求端。**与就业和内需相关的住房及核心服务价格温和，推升中枢的主要是能源、核心商品与食物三大分项。三十年制造业外迁导致本土生产空心化，供应链脆弱，外部冲击直接转化为输入型通胀，供给端约束未解，单纯等待需求走弱无法终结美债熊市。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

➢ **西方债券走势背后：经济模式重构伴随财政重整**

- **长端利率锚定中长期通胀中枢，核心在于控通胀能力。**表象上，中美价格传导效果分化：美国 CPI 由住房服务主导，价格信号全面传导；中国食品占比高、定价权分散，上游涨价被中下游竞争与需求疲弱层层对冲。
- **本质上，传导差异源于供给能力，而供给能力取决于财政支出去向**：中国作为“生产型政府”，广义财政（含隐性债务）大量投向基建，转化为强大的电力供给、低廉物流成本与全产业链集约优势，从而压低通胀与利率。西方的政府高杠杆用于福利与军事，福利型支出不形成供给能力，反而在经济竞争力衰退时固化通胀。
- 高债务对应高利率还是低利率，答案不在债务规模本身，而在债务的用途。生产型支出强化供给、压低通胀，对应债牛；福利型支出削弱供给、固化通胀，对应债熊。这正是中美债市走向分野的根本所在。

- **如果说中西方债券相悖而行，展现的恰恰是过往三十年全球旧秩序的松散，那么未来中美债市走向，尤其是利率中枢，最终取决于新秩序如何构建。我们可以在能源、供应链、金融、货币、流动性等多个维度观察新秩序架构，但作为债券的观察锚只需锚定一点——财政。**
- **我们可以展望的是，当全球三大资产都发生转向之后，中国地产、日本债券和美国纳指，接下来真正需要关注的是全球财政重塑。这或许是全球政治周期和债市跟踪的真正意义所在。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

PART 1

中债牛市微观逻辑：机构欠配下的“资产荒”

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

谁在买中债？——托管视角

- 2022年以来商业银行贡献了国债增量的绝对多数，是市场压舱石；
- 非法人产品、保险与证券公司构成"边际主力"。

图：2022年至今，各类型机构国债托管规模净增量（分年度）

国债投资净增规模（亿元）	2022	2023	2024	2025	2026
商业银行	24017	32691	22055	51090	25791
信用社	764	160	371	1025	-1171
保险机构	563	157	1664	1529	153
证券公司	860	2737	-1736	1774	1260
非法人产品	1030	2656	7630	2858	2828
境外机构	-1606	-15	-2316	-529	173
其他	1032	1731	17212	3725	1908
柜台市场	-564	419	505	1378	1302
其他市场	535	998	-302	2462	997
合计	26630	41533	45082	65314	33240
国债投资分机构增量占比（亿元）	2022	2023	2024	2025	2026
商业银行	**90%**	**79%**	**49%**	**78%**	**78%**
信用社	3%	0%	1%	2%	-4%
保险机构	2%	0%	4%	2%	0%
证券公司	3%	7%	-4%	3%	4%
非法人产品	4%	6%	17%	4%	9%
境外机构	**-6%**	**0%**	**-5%**	**-1%**	**1%**
其他	4%	4%	**38%**	**6%**	**6%**
柜台市场	-2%	1%	1%	2%	4%
其他市场	2%	2%	-1%	4%	3%
合计	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：iFind，中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

谁在买中债？——二级换手视角

- 大行受考核指标限制，连续3年让渡久期，10Y+ 净卖出逐年放大，对手方从保险逐步切换到基金、理财等非法人产品。

图：2022年至今，各类型机构国债二级净买入规模（分年度）

各类型机构国债二级净买入								
时间	大行	中小行	券商	保险	基金	货基	理财	其他
2024	-2916	-3406	-3900	5266	2652	129	132	2042
2025	-828	-7878	1277	3332	1077	564	349	2107
2026	3137	-16250	-371	1283	5990	115	389	5705
各类型机构10Y及以上国债二级净买入								
年份	大行	中小行	券商	保险	基金	货基	理财	其他
2024	-4379	-2389	-610	4677	1351	0	32	1317
2025	-6416	864	705	3116	355	0	134	1242
2026	-6756	-4280	-780	1084	5836	0	430	4466

资料来源：iFind、中信建投证券

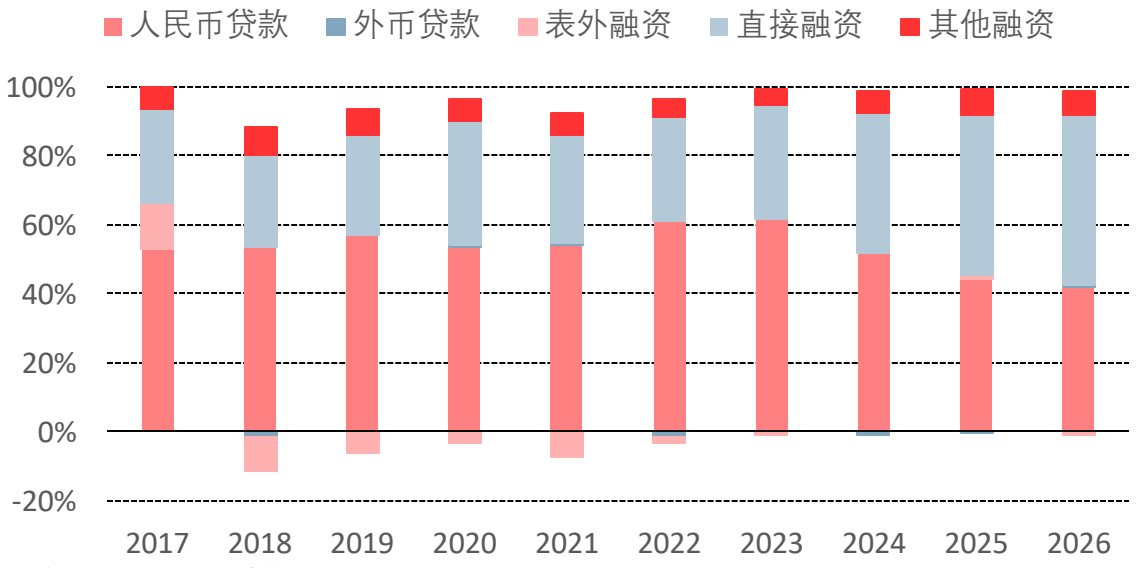
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

机构行为之银行：资产荒下的债券增配

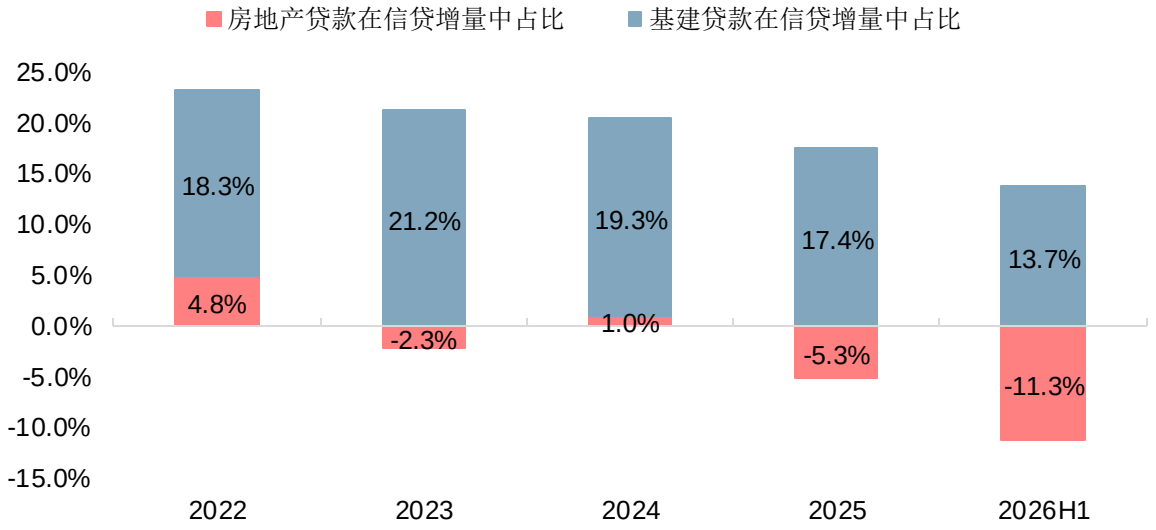
- 银行增配债券，本质是资产端“被动收缩”的结果。
- 随着传统信贷需求（地产、基建）持续收缩，新增社融中，以政府债券为主的直接融资占比已超过贷款。
- 银行在“缺资产、不缺负债”的格局下，成为本轮债市配置盘的重要支撑。

图：新增社融的结构变化



资料来源：iFind、中信建投证券

图：房地产、基建贷款在信贷增量中占比下滑



资料来源：iFind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

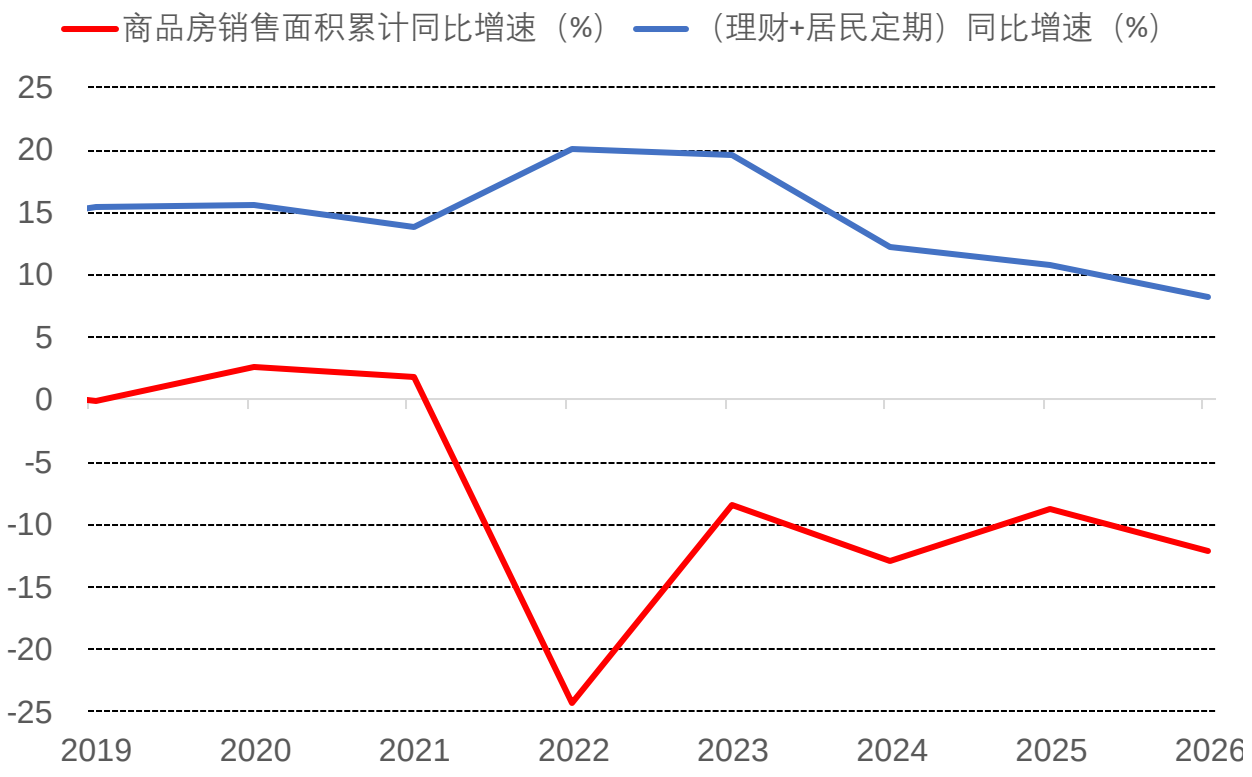
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

机构行为之基金和理财：承接居民资产再配置

- 基金、理财增配中债，是居民资产重构在金融体系内的映射。
- 地产趋势走弱后，居民资产从买房转向保本/低波金融资产。定期存款、保险、理财、货基、债基成为承接资金的主要去向。

图：商品房销售面积和居民定期存款、理财规模



资料来源：iFind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

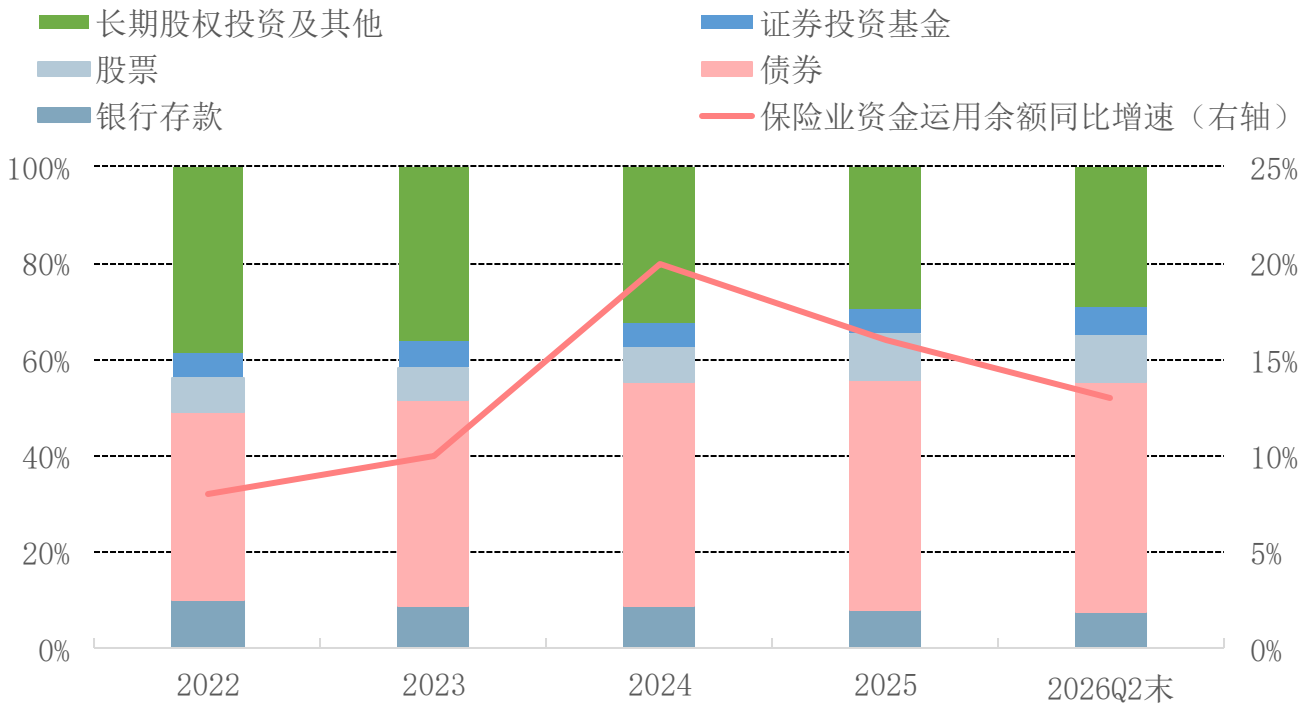
下载日志已记录，仅供内部参考

机构行为之保险：规模扩张与资产荒双驱动

保险增配中债是资产端和负债端共同驱动。

- 负债端：在存款利率下行、理财净值化波动的背景下，保险产品凭借保本且相对高收益，成为居民资金的重要承接方。
- 资产端：地产、城投收缩使信托计划、债权投资计划等高收益非标资产减少，保险资金更多投向标准化债券。

图：2022年至今，保险资金的规模变化、配置结构变化



资料来源：iFind，中信建投证券

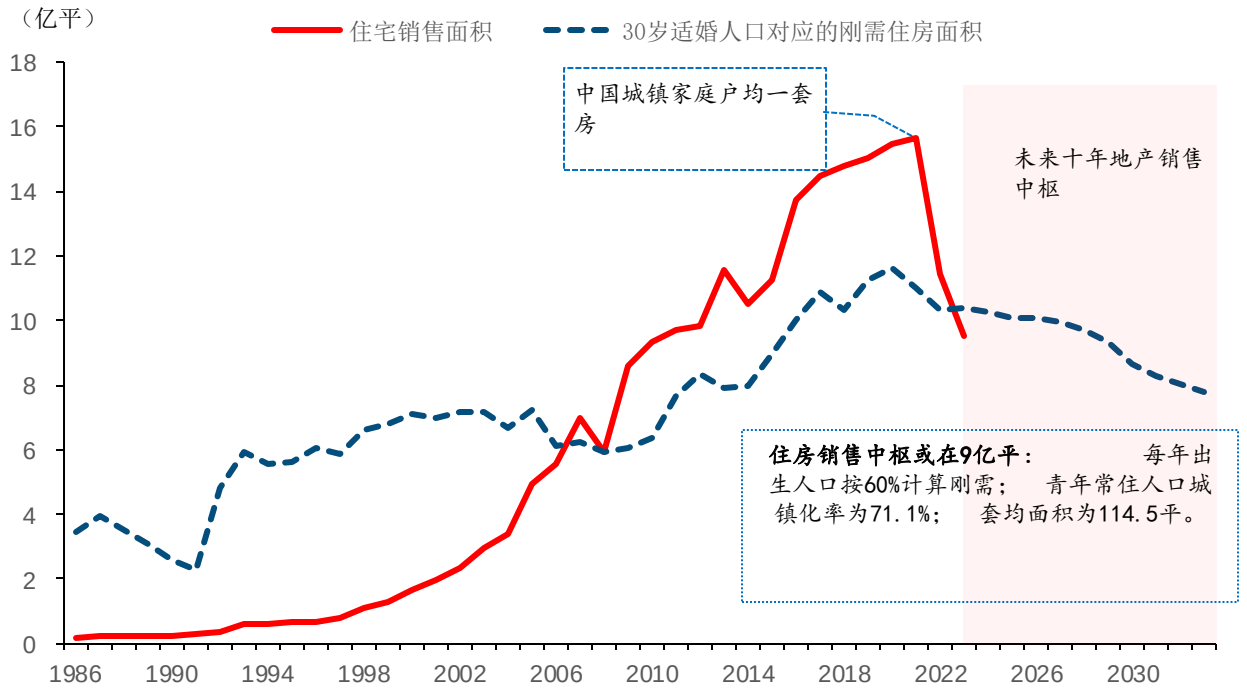
中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

高息的低波资产大势已去：因为地产进入另一个平台

- 我们用套户比衡量中国房地产供需格局，2021年城镇住宅套户比突破1，中国地产步入消费品大时代。

图：中国地产的本质是人口决定的供需模型



资料来源：wind，中信建投证券

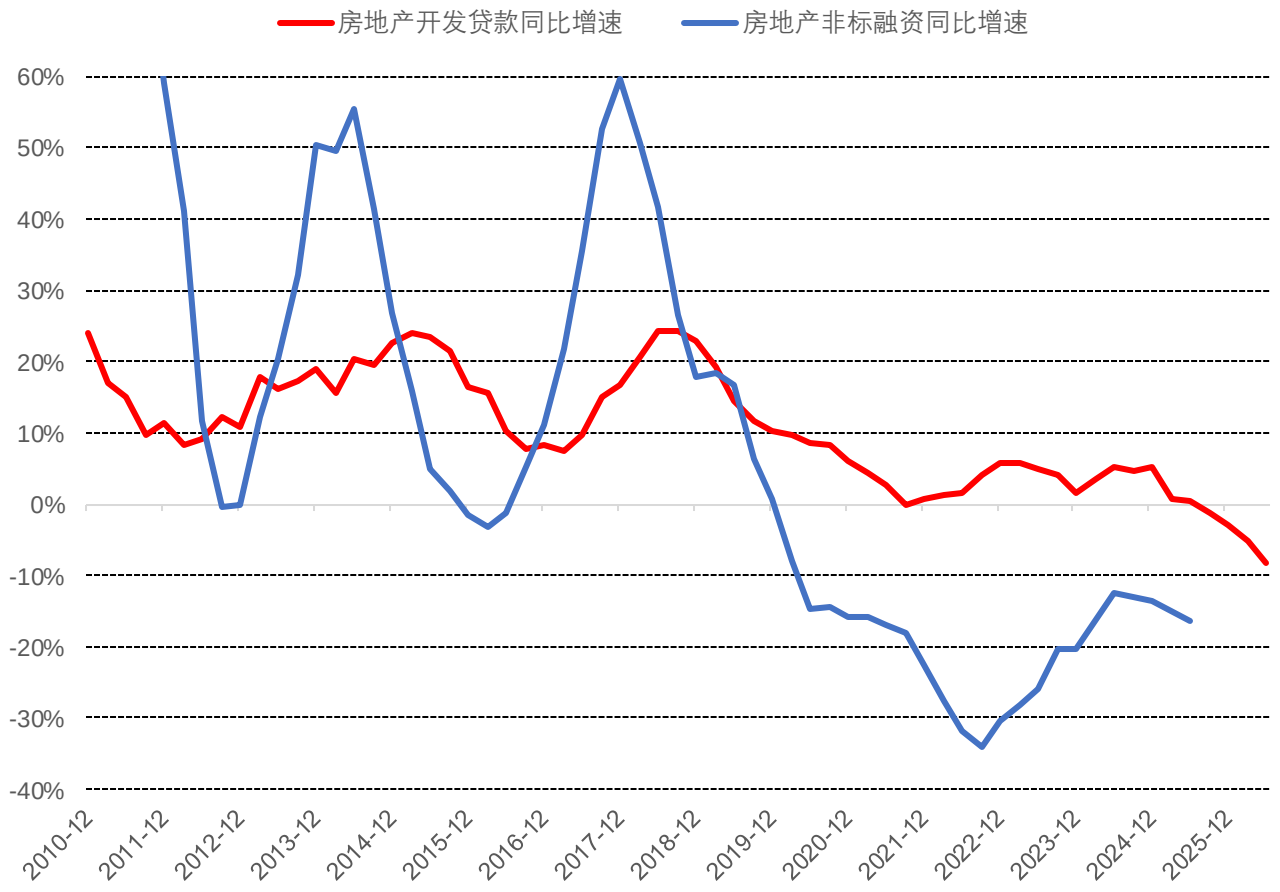
中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

地产换挡影响1：企业部门信用高峰已过

- 随着地产换挡，房地产企业融资从多渠道加杠杆转向全渠道收缩，带动企业部门信用资产收缩。

图：房地产融资规模下滑



资料来源：iFind，中信建投证券

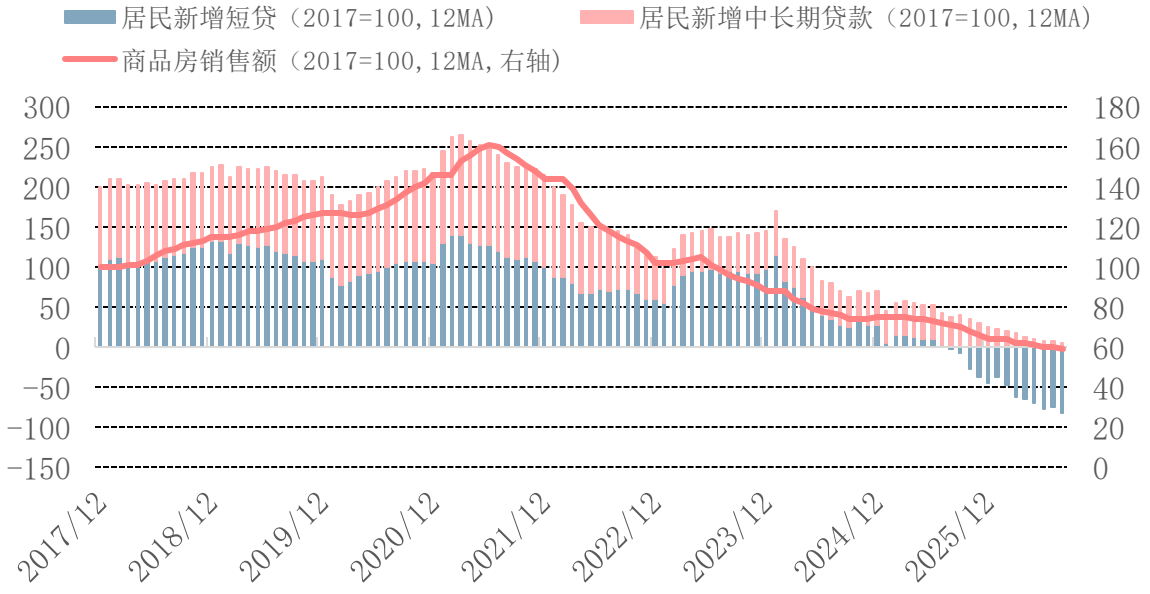
中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancalnfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

地产换挡影响2：居民信用高峰已过

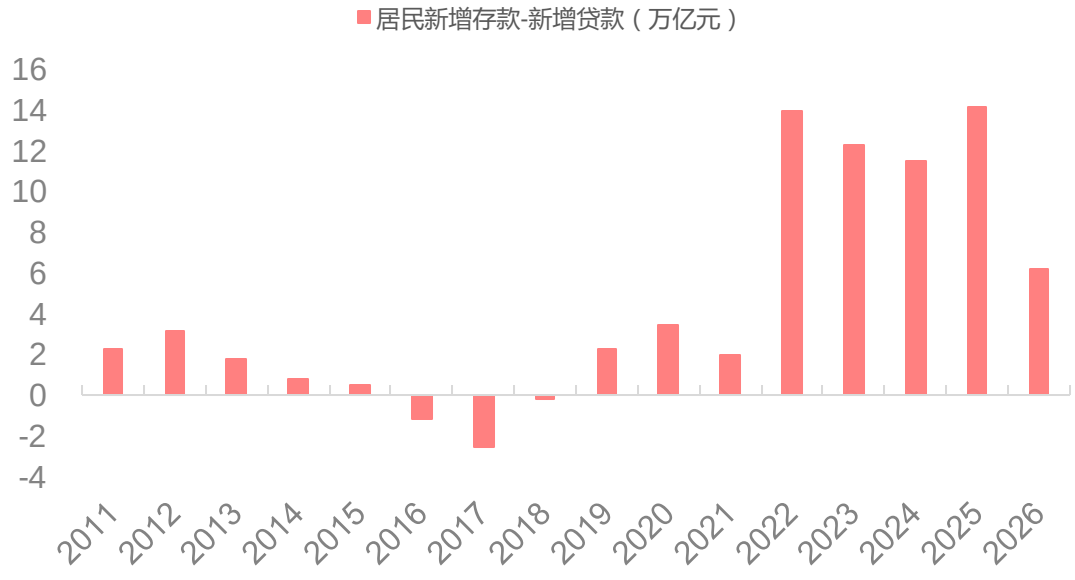
- **地产驱动居民信用扩表的模式终结，**居民新增贷款与地产销售 2021 年同步见顶，此后因新增按揭需求萎缩、存量房贷提前偿还。
- **居民从信用扩张引擎变为资金净供给方，**资产配置模式从买房加杠杆转向存款、理财、保险。

图：中国居民新增贷款VS房地产销售



资料来源：iFind、中信建投证券

图：中国居民新增存款-新增贷款



资料来源：iFind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

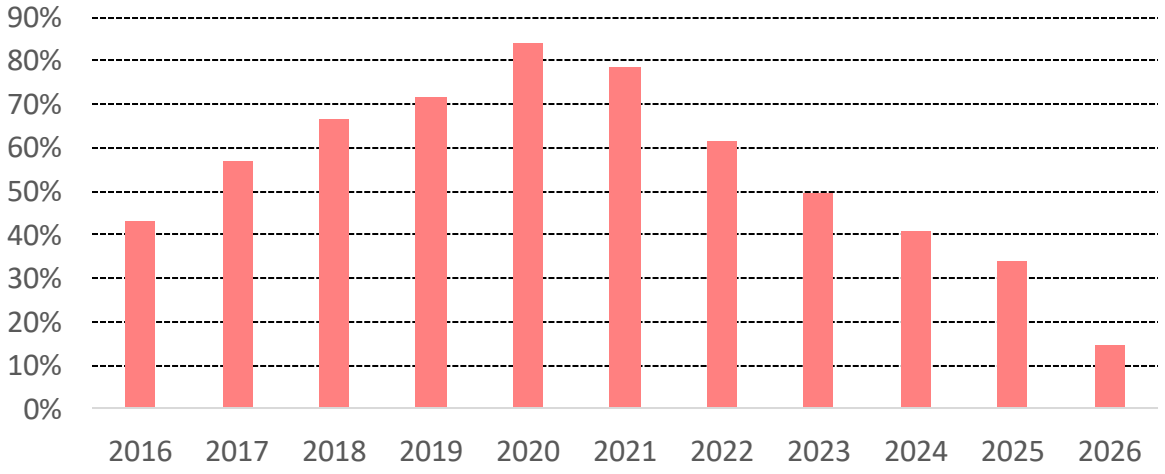
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

地产换挡影响3：政府预算外信用高峰已过

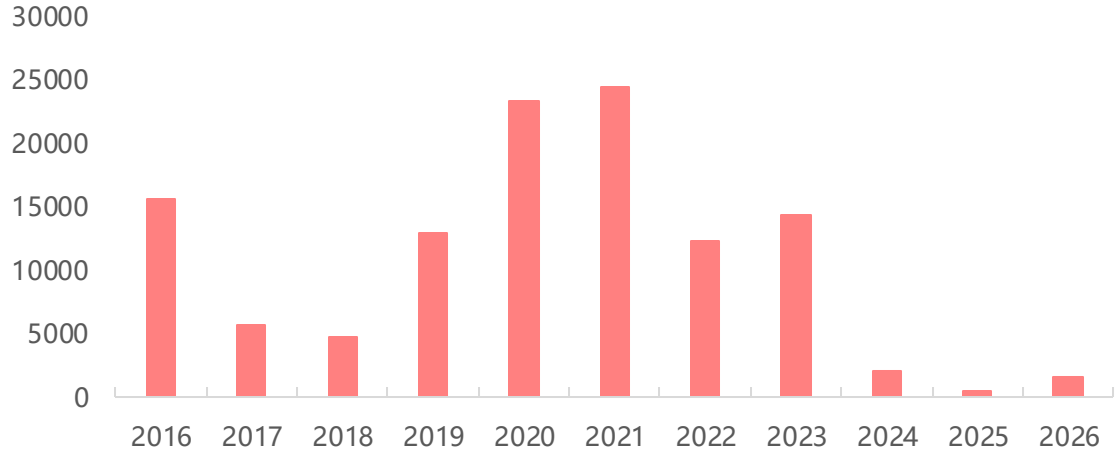
- 地产换挡带来地方国有土地出让金的锐减，地方政府的“第二财政”支撑作用大幅下降，收支缺口随之扩大。
- 除财力约束外，2023 年 47 号文以来的化债政策，更直接限制平台新增融资。平台从信用扩张载体变为存量化解对象。城投债净融资额从 2021 年峰值 2.4 万亿降至 2025-2026 年的接近零。

图：地方土地出让金/一般公共预算收入回落



资料来源：iFind、中信建投证券

图：城投债净融资额下滑



资料来源：iFind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

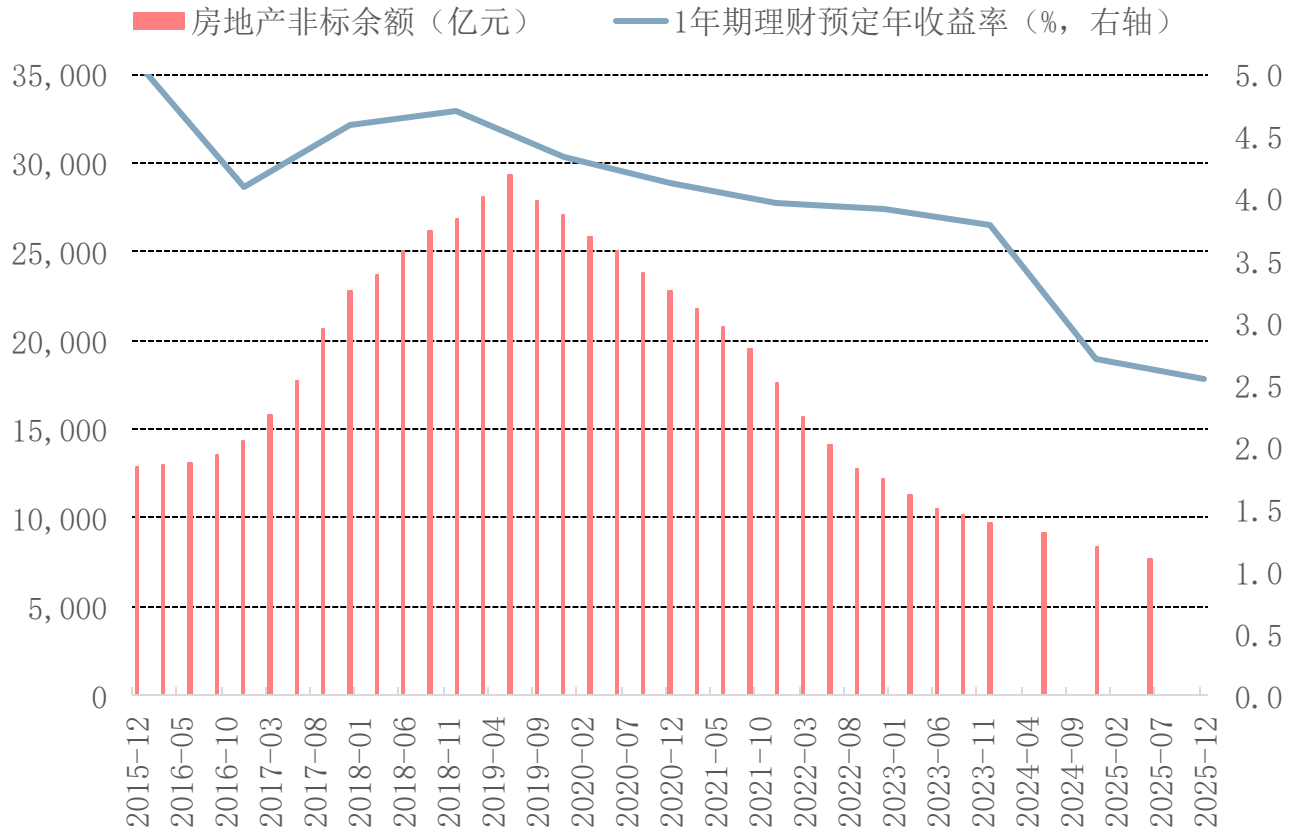
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

地产换挡对金融影响：低波高收益的刚兑资产缺失

■ 随着地产融资监管收紧与房企风险暴露，低波高收益资产枯竭。理财等绝对收益型机构只能转向债券，债券配置需求被动增强。

图：房地产非标融资规模V.S.理财收益率



资料来源：iFind、中信建投证券

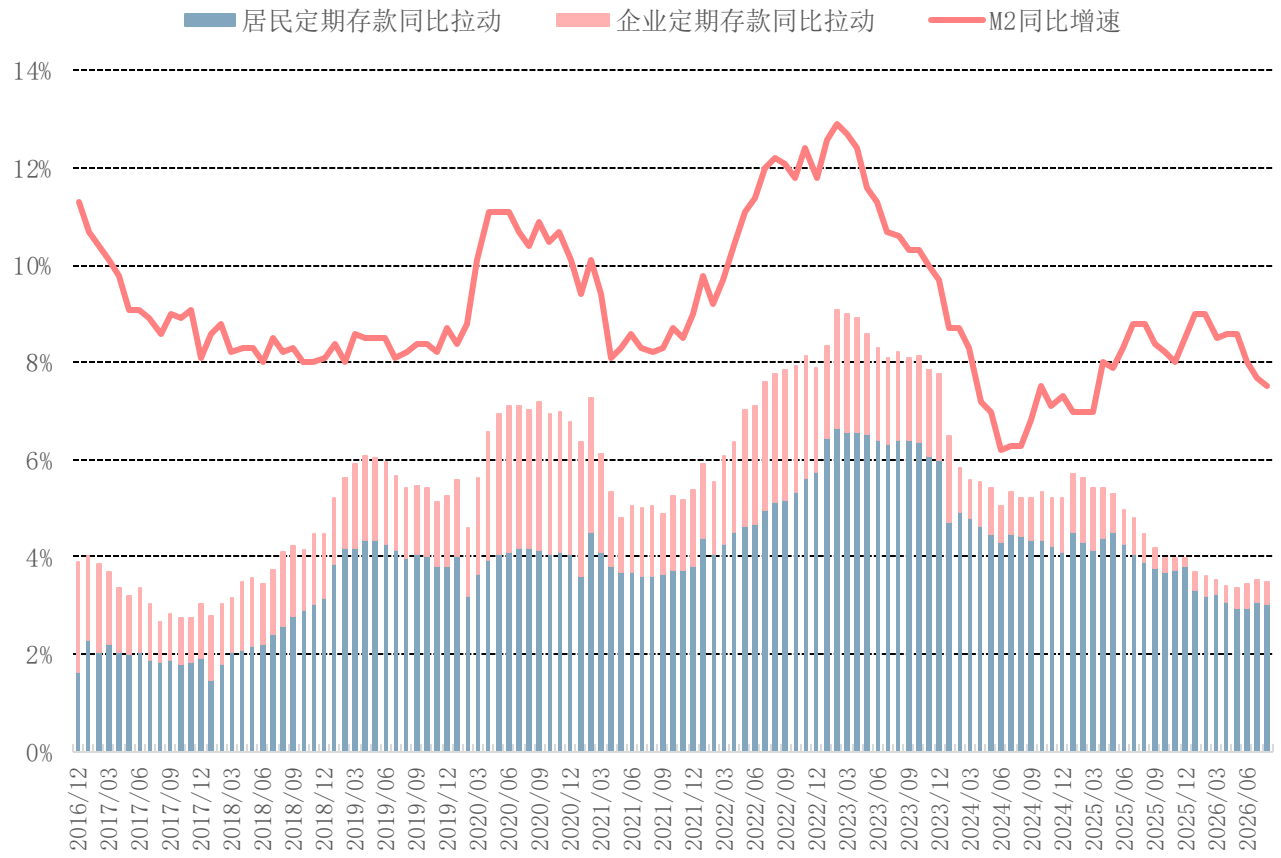
中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

地产换挡对金融影响：低波保本的资金需求还在

- 房地产曾是居民最大的风险资产配置渠道。其投资属性淡化后，居民资金大量沉淀为以定期存款为代表的保本低波的金融类资产。以居民定期为代表的定期存款，在 2022-2023 年峰值时贡献 M2 增速的 80%。

图：M2增速及定期存款的结构拆解



资料来源：iFind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

PART2

中债牛市宏观支撑：供应优势下的低通胀

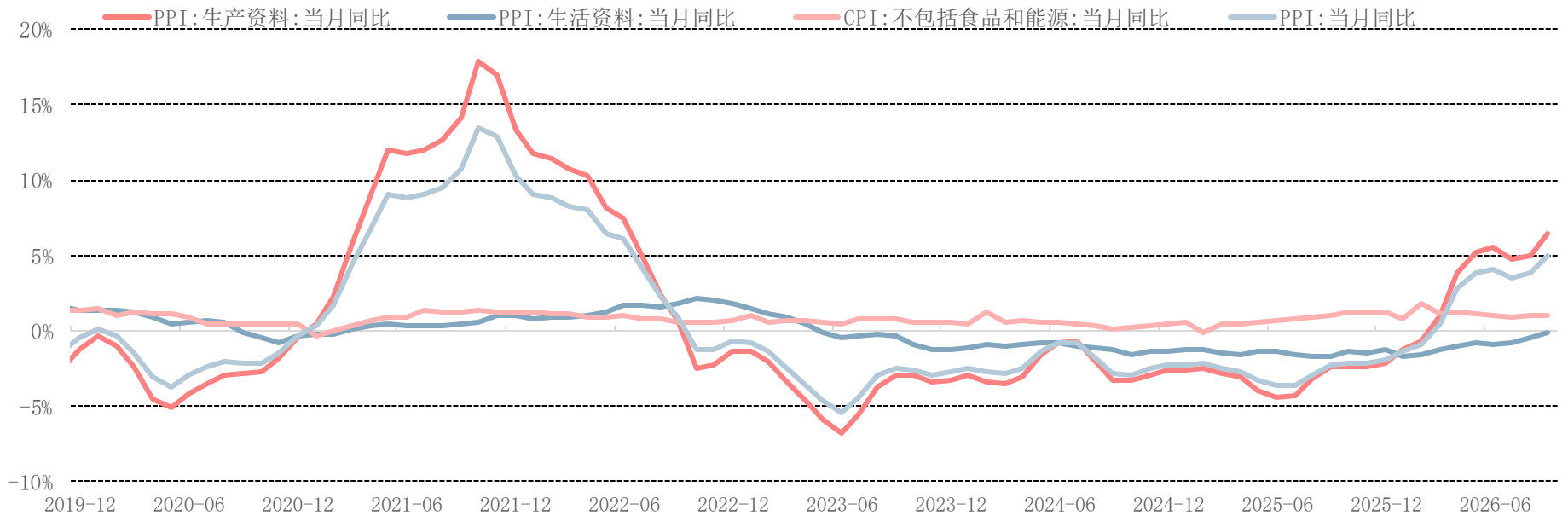
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

中国低通胀的原因：上游价格向下游传导阻滞

- 从价格传导机制看，本轮债券牛市的另一支撑在于上游涨价未能顺畅向下游传导。生产资料 PPI 2025–2026 年回升至 5%–7%，但生活资料 PPI（下游消费品）与剔除食品和能源的核心 CPI 长期贴近 0%，说明上游成本压力几乎没有向终端消费价格传导。
- 由于价格传导阻滞，核心通胀持续低位，货币政策便无需因上游涨价而收紧，宽松窗口得以延长，反而巩固了债牛的宏观根基。

图：中国PPI和CPI剪刀差；PPI生产和生活价格剪刀差



资料来源：iFind、中信建投证券

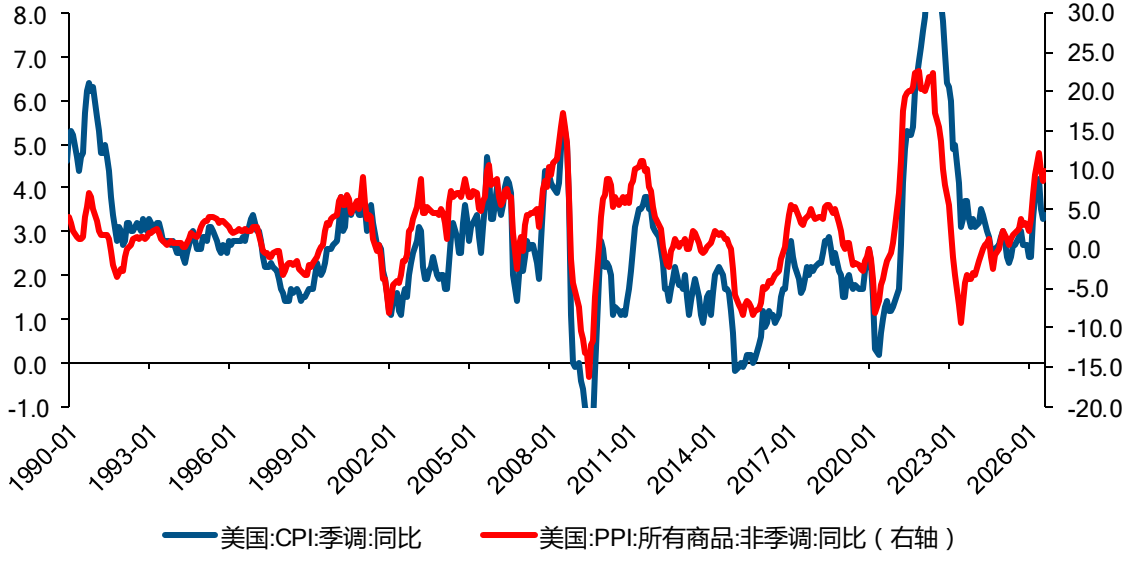
中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

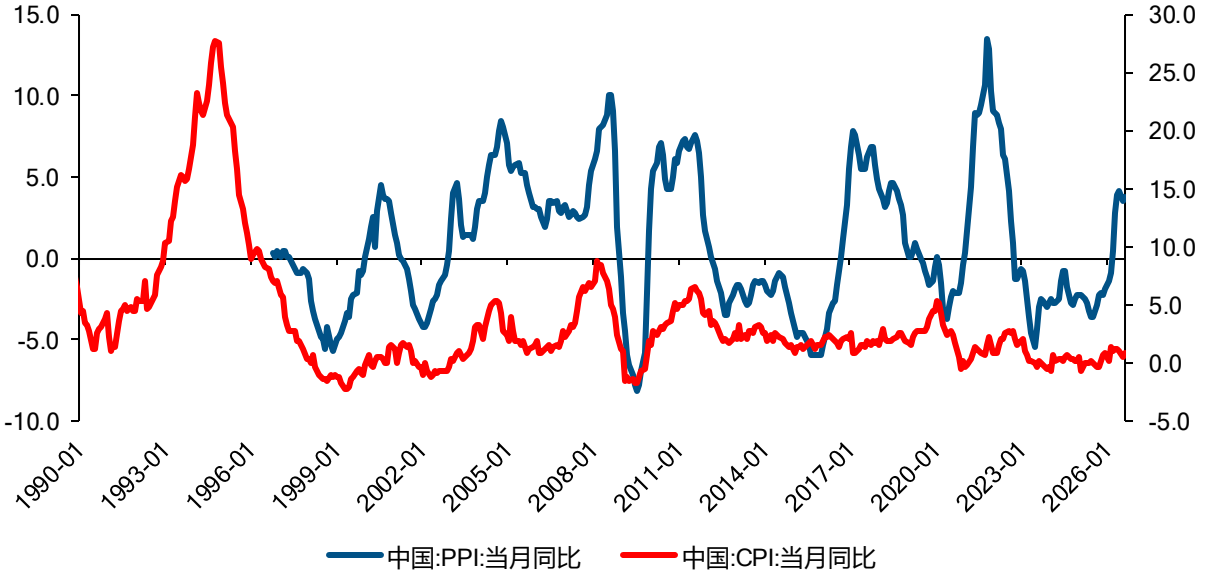
作为映照，海外上下游价格传导均较中国顺利

- 中美价格传导机制形成鲜明对照，这也是中债与美债走势分化的重要价格机制基础。
- 美国 PPI 与 CPI 高度同步，上游成本压力能顺畅传导至终端消费，通胀上行会倒逼货币政策收紧、债市承压。
- 而中国 PPI 与 CPI 经常出现长时间、大幅度的背离，上游涨价难以向下游传导。

图：中美CPI剪刀差，PPI剪刀差



资料来源：wind、中信建投证券



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

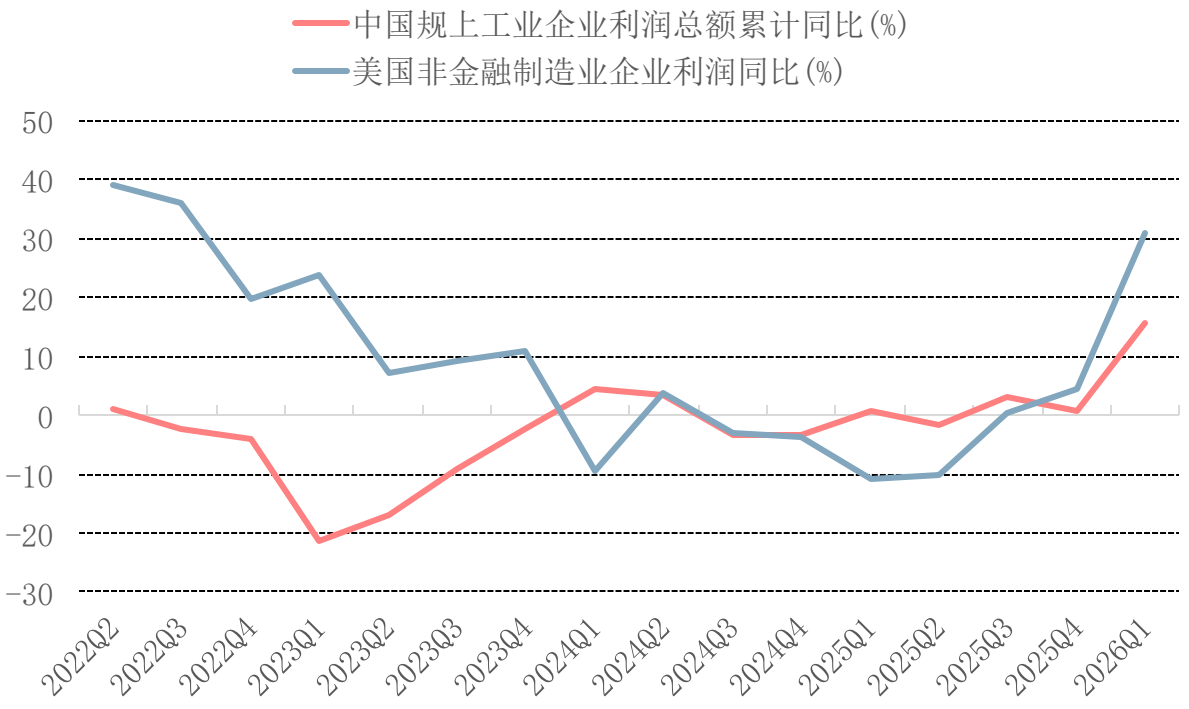
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

相比海外：较低的工业企业利润导致中国资源品对通胀传导有限

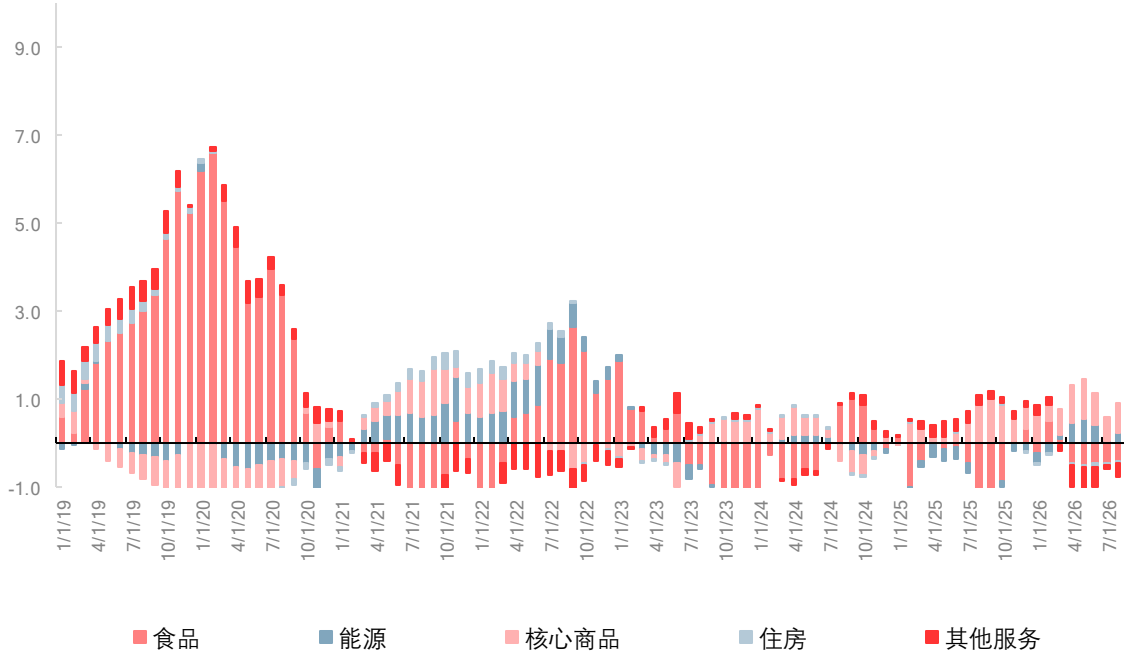
- 美国工业企业利润反弹由库存周期与 AI 投资驱动，中国工业企业利润反弹仍集中于上游资源品与电子板块，中下游传统制造业利润尚未启动，中国盈利修复的广度弱于美国。
- 中国 CPI 篮子中食品占比高、核心商品与服务定价权分散，上游资源品价格沿产业链传导时被中下游竞争和需求疲弱层层对冲，资源品涨价停留在中上游利润再分配，未形成终端通胀压力。

图：中国工业企业利润VS美国制造业企业利润同比增速



资料来源：iFind、中信建投证券

图：中国CPI价格传导效果



资料来源：wind、中信建投证券

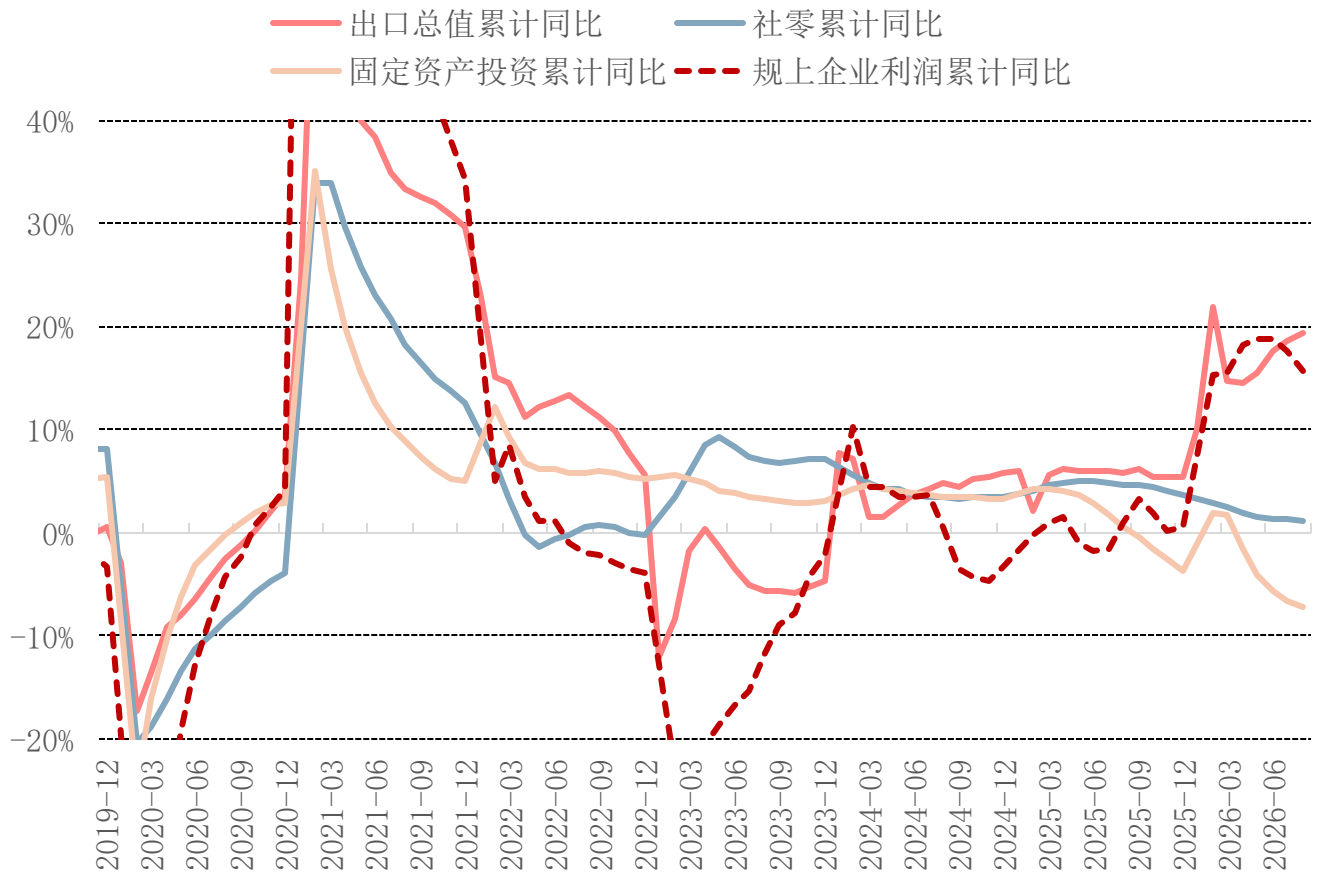
中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

宏观总量经济特征：外需热，内需冷

- 本轮企业利润的波动主要由外需驱动，而非内需。2026 年出口数据走高，以出口链、科技链为代表的部分制造业产能利用率维持高位、利润修复。 内需方面，社零和投资持续低迷，背后是财富效应收缩压制消费、地方财政紧平衡压制基建。

图：工业企业利润走势VS. 三大增长的需求驱动力



资料来源：Wind，中信建投证券

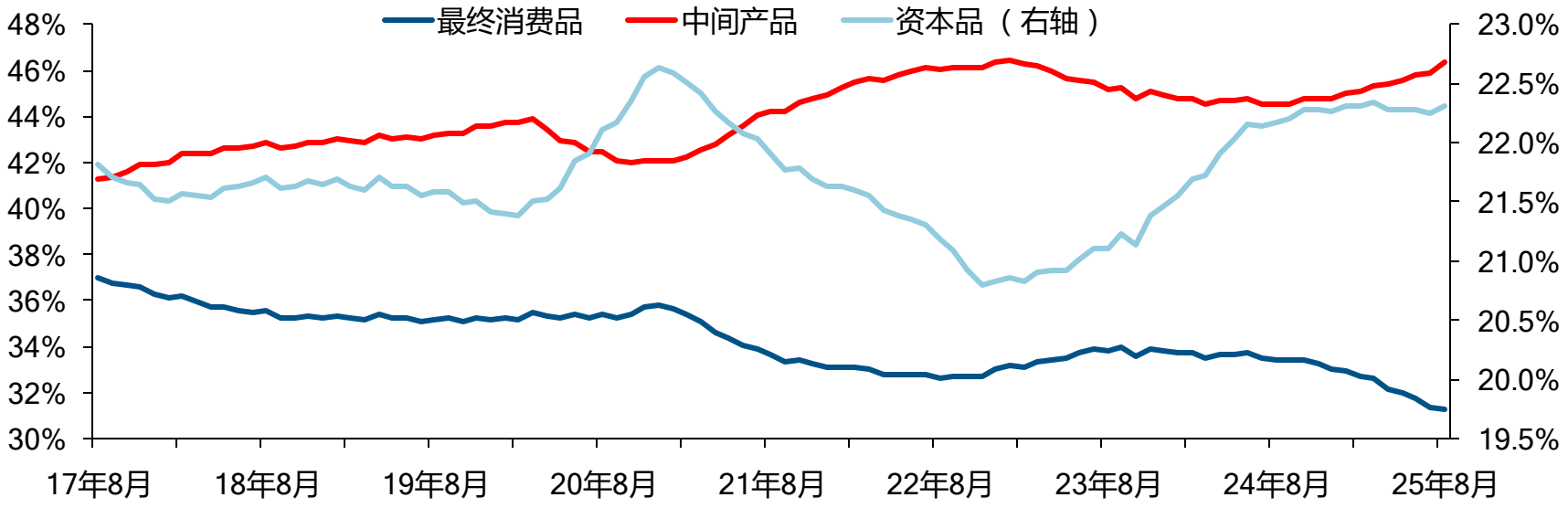
中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

外需结构拆解来看：供应链碎片化而非真正的出口盈利增强

- **中国外需的底层正在经历供应链碎片化带来的结构性转变。**随着最终组装环节向外转移，中国成为中间品与资本品供应商，最终消费品出口占比从 37%（2017）降至 31%。

图：中国出口结构



资料来源：wind、中信建投证券

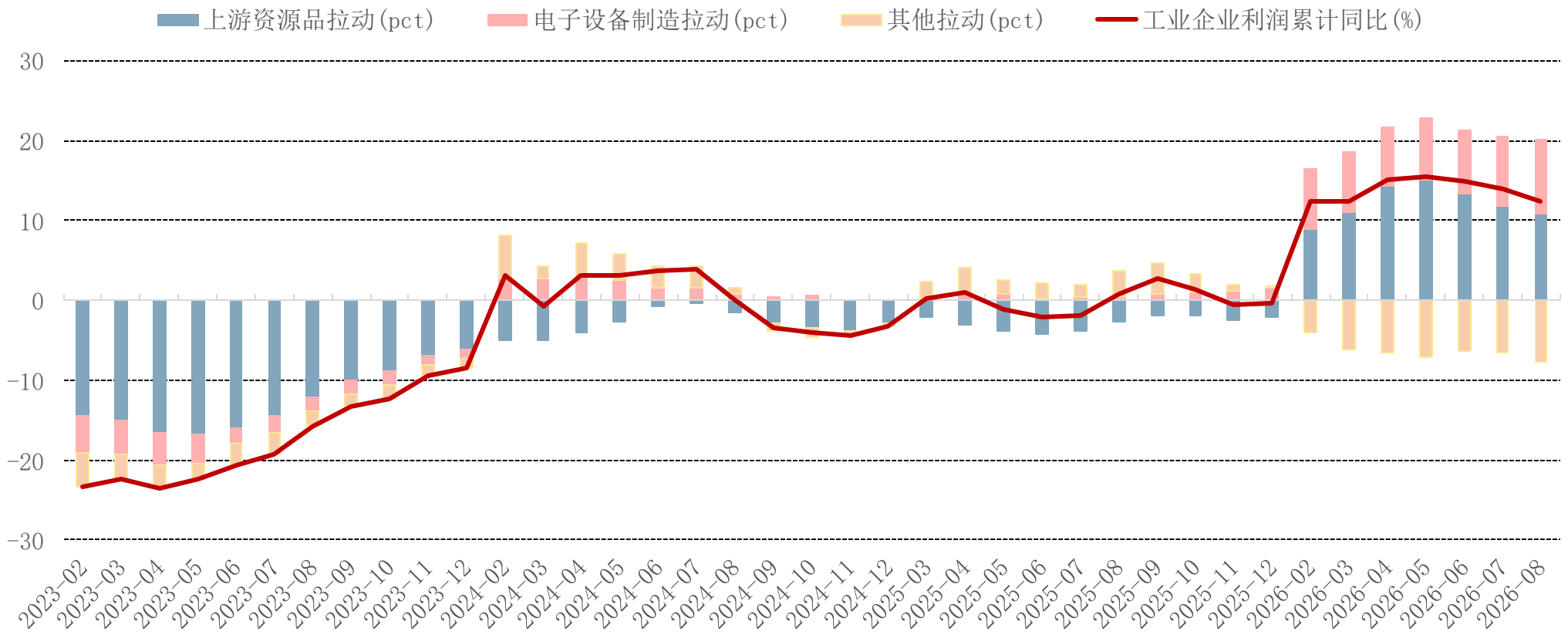
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

工业企业利润证明：非科技和资源品的工业品利润实际承压

■ **当前利润修复并非广谱复苏，主要靠科技和上游资源品两块，其他行业仍在拖累。**

图：规上工业企业利润同比增速和结构



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

PART3

中国逆势债牛本质：过往中国模式的终极体现

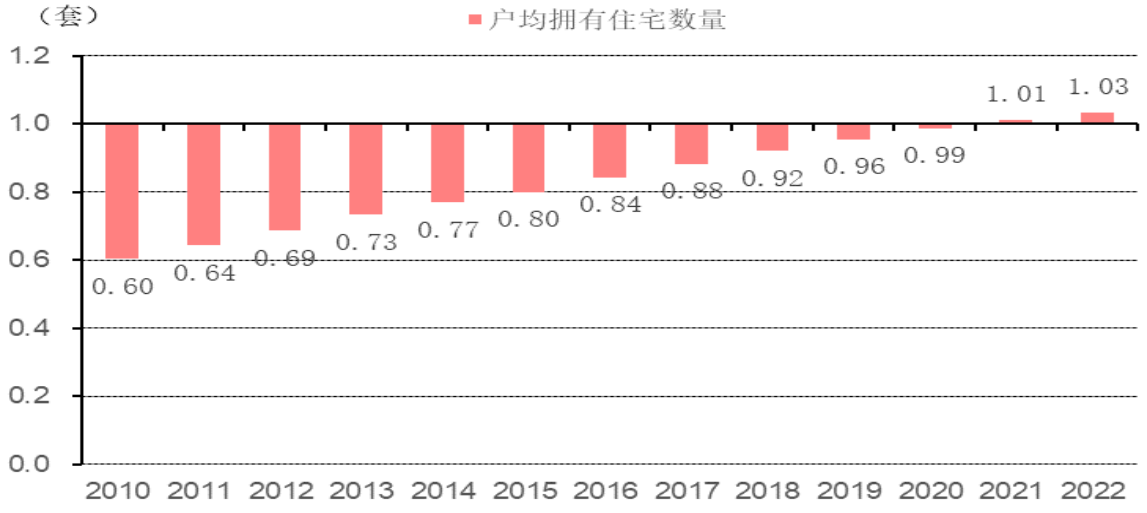
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

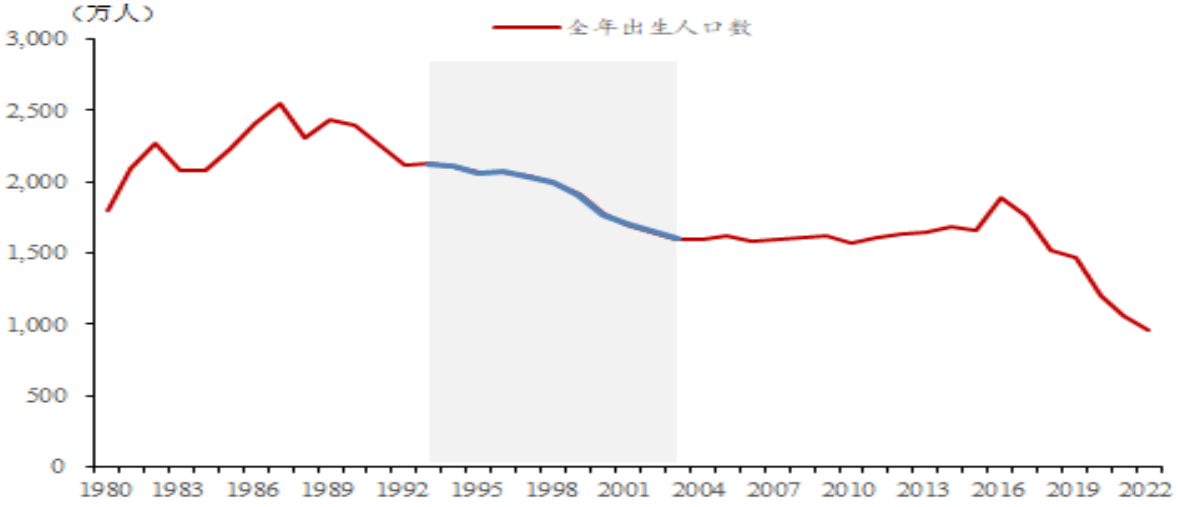
地产是国内资产荒重要原因，地产长趋势既定是因为人口

- 购房刚需主体对应约 30 年前出生人口，1995 年后出生人口持续下降，人口结构变化带来我国住宅销售面积中枢下移。
- **地产模式迎来深度重构，此前与地产模式绑定的金融、投资、实体行为也将随之重构。**

图：中国地产的本质是人口决定的供需模型



资料来源：wind、中信建投证券



资料来源：wind、中信建投证券

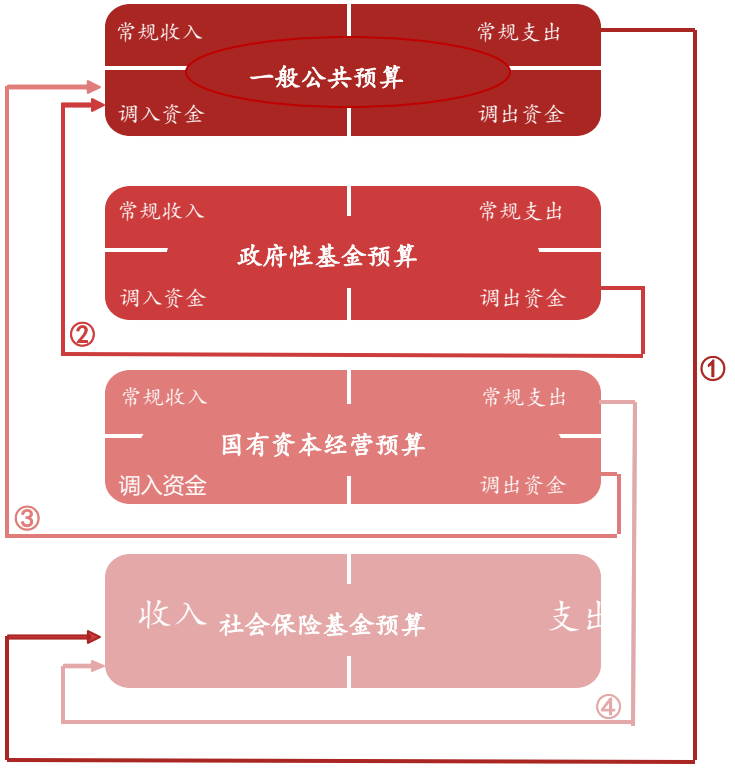
中信建投证券 CHINA SECURITIES

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

地产模式转变->央地关系重塑->刚性高收益资产退坡

- 2022 年以来，房地产市场深度调整，地方土地出让金收入逐年下降。土地出让金是政府性基金预算的主体收入，其下滑使政府性基金无力向一般公共预算调入资金，地方财政的内部调剂空间被系统性压缩。
- 2023年以来，财政主线转向化债，本质是央地关系的重塑，地方财权上收、事权调整。地方从自主加杠杆主体变为债务化解对象，中央加杠杆与转移支付成为主导力量。



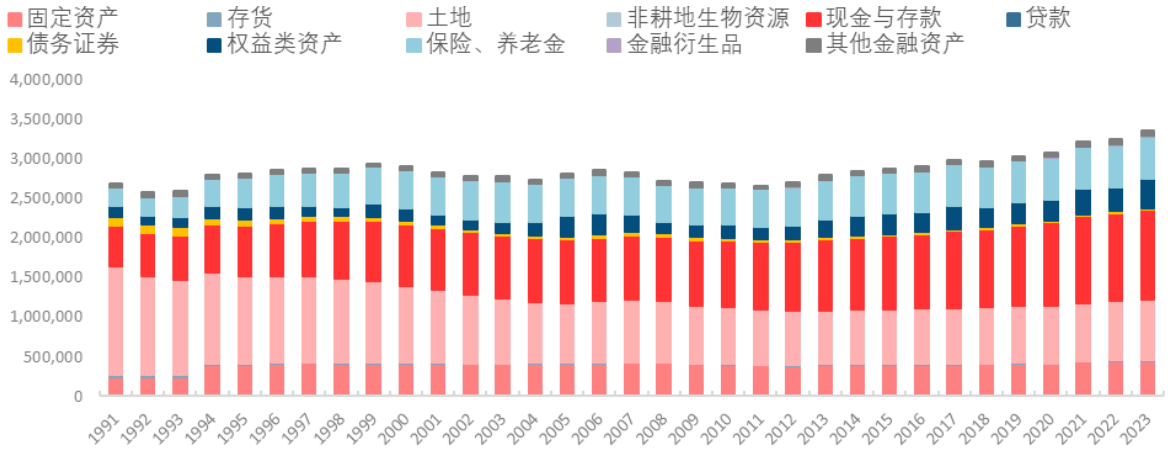
中信建投证券 CHINA SECURITIES
资料来源：中信建投证券
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

地产模式转变->居民资产配置重塑->刚性高收益资产退坡

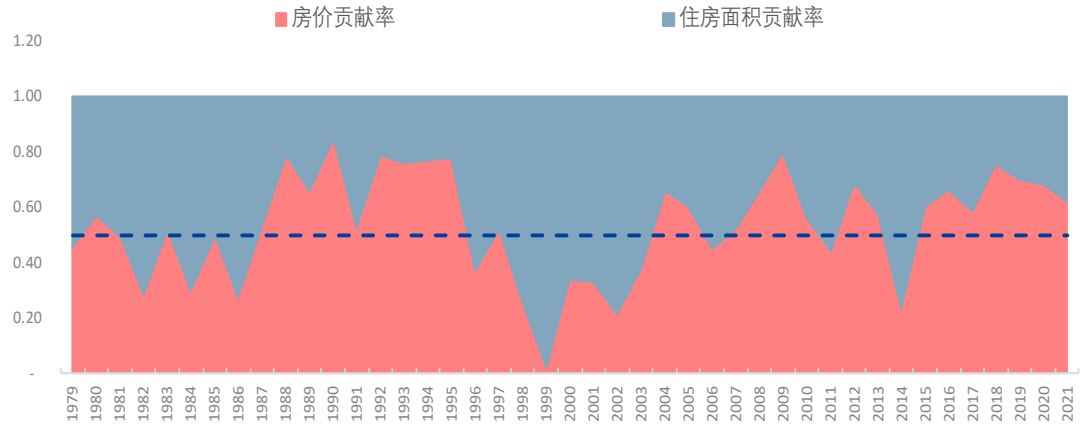
- 中国居民资产中，地产占比极高，这跟过去中国发展模式和城镇化发展阶段有关。
- 对比发达国家，科技和高端制造崛起，意味着一国股权市场兴起，并且国际货币地位意味着该国债券也将成为居民重要的资产配置选择。换言之，中国居民资产要经历从地产向股权和债券金融资产迁移的过程 。
- 目前正处于新旧交替期，也就出现了依然“刚兑”的负债，尝试追逐低波资产，也是资产荒的本质逻辑。

图：日本居民资产负债表结构



资料来源：wind、中信建投证券

图：中国居民资产中的地产贡献



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

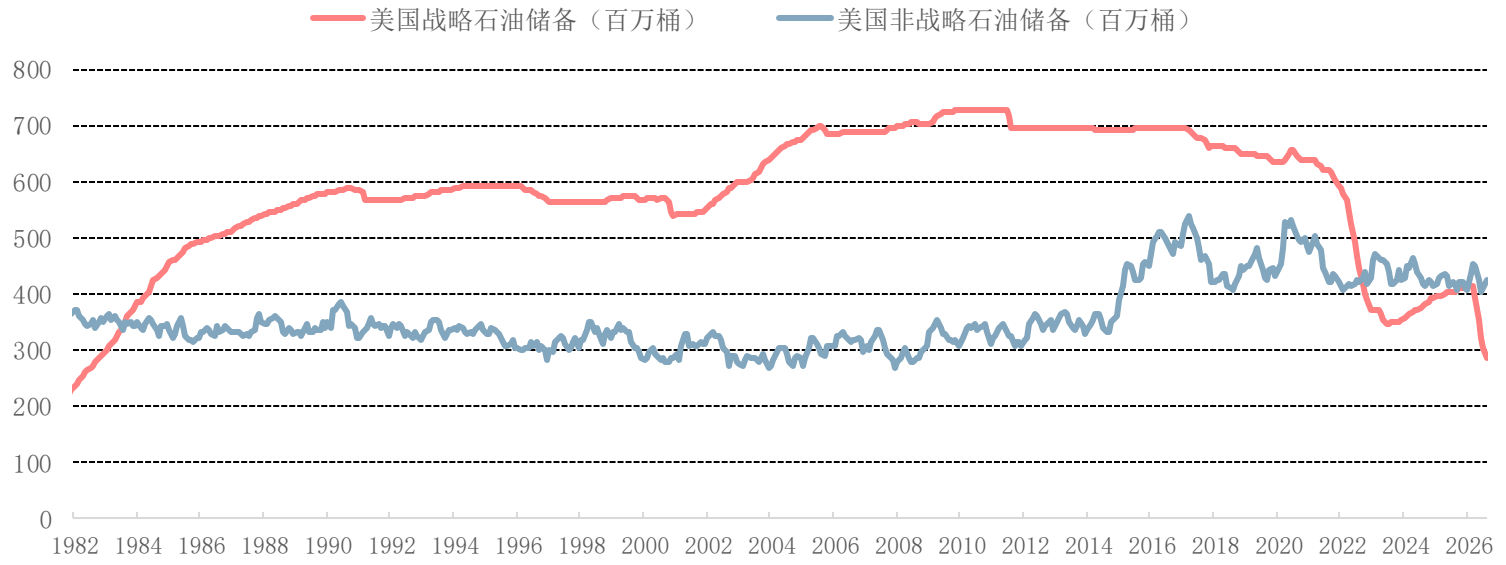
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

输入型通胀可控，背后是中国原油库存的政府对冲

- 海外能源价格在两轮战争中明显走高，除了西方经济体（日本和欧洲）本身缺乏国内资源品之外，即便像美国这样的油气富裕国家，依然逃不过库存减弱带来的输入型通胀压力。
- 中国原油库存丰富，通过原油库存对抗霍尔木兹海峡引发的全球原油供给危机，这也是中国输入型通胀在过去相对弱于海外的根本原因。

图：美国原油库存压力显现



资料来源：iFind、中信建投证券

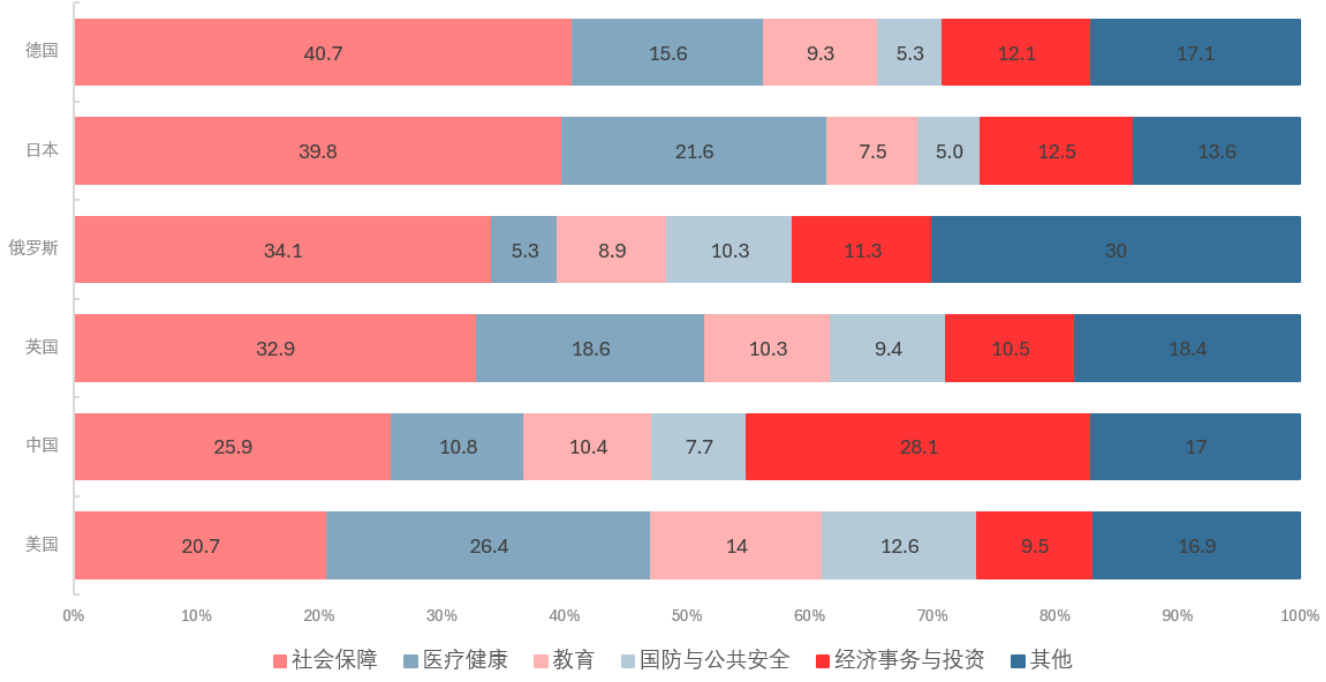
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

输入型通胀可控，背后是低成本带来的企业韧性

- 中国供应链成本低，来自企业生产集群优势，更来自过往30年中国财政支出所搭建的基建优势。这一点可以在中国财政支出和海外财政支出结构中得到鲜明印证。

图：全球财政支出结构



资料来源：WorldBank、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

PART 4

美债代表的西方债熊：宽财政是诱因但非根子问题

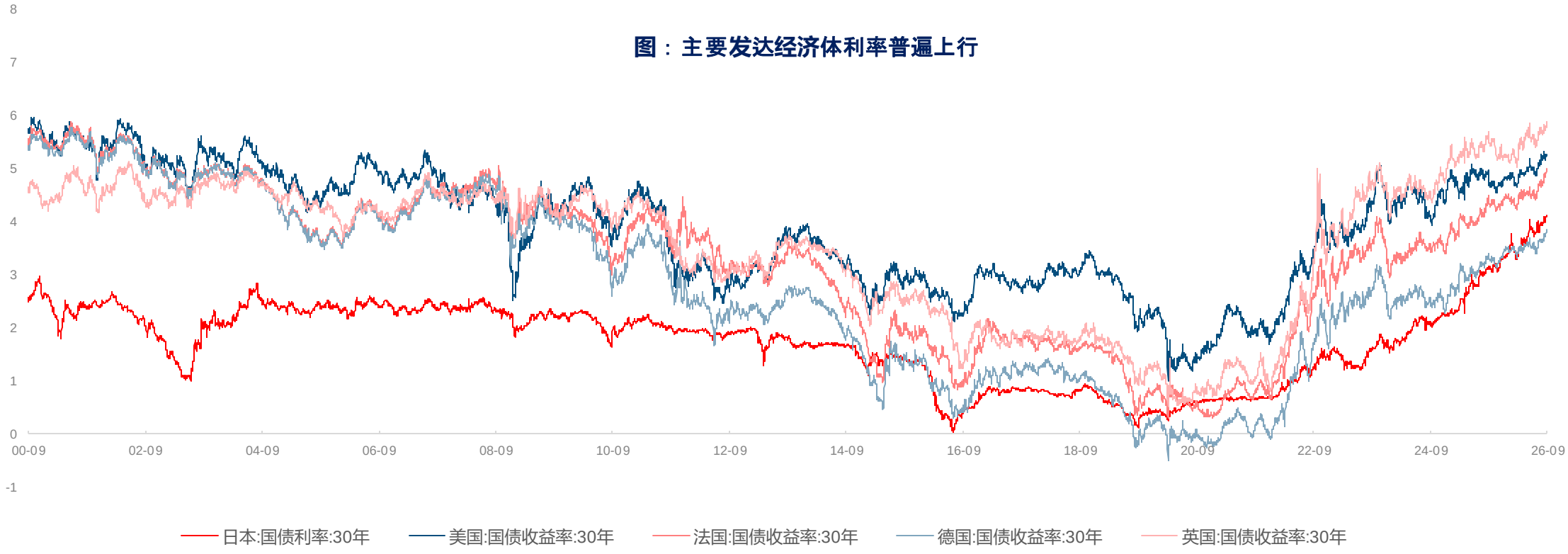
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

海外债券熊市已经持续了5年

- **本轮债券熊市并非美债独有，美、英、法、德、日等西方主流债券已携手走过5年熊市，**尽管近两年美欧日在财政、AI投资及短期通胀上各有边际变化，但2022年以来西方长债收益率上行的趋势却一以贯之，单凭美伊冲突、油价波动或单一国家的财政与AI融资，均无法准确捕捉本轮西方债熊之根本。

图：主要发达经济体利率普遍上行



资料来源：wind、中信建投证券

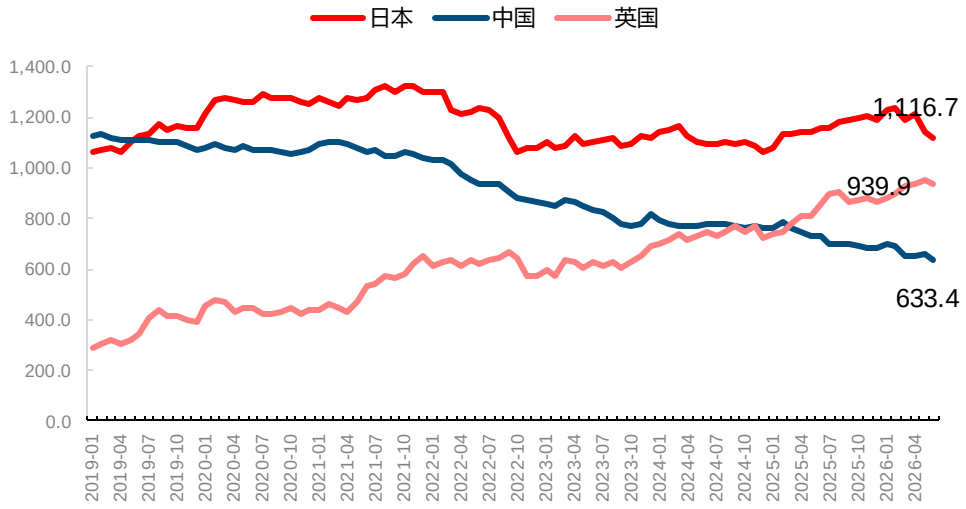
中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

美债卖盘：受制于国内加息，日本机构开始降低久期暴露

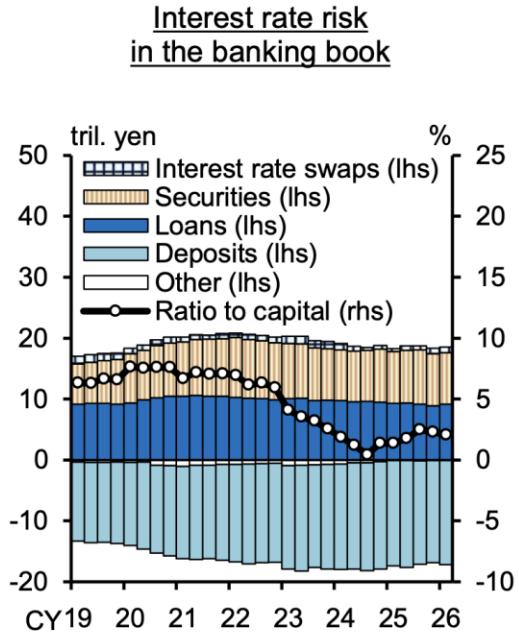
- **债走熊期间，西方盟友曾是承接天量发行的绝对主力，但近期日本买盘开始出现逆转。**2022年至2026年一季度，尽管美债深陷熊市，但欧洲与日本等盟友国一直在持续增持美债以填补资金缺口。这一趋势在近期发生转折，日本开始从“买入”转向“减持”。**日本减持美债的底层原因在于，国内加息周期下，日本金融机构被迫缩表以防范利率风险。**

图：美债盟友国持有美债体量稳健



资料来源：wind、中信建投证券

图：日本金融机构随着利率上升开始降低久期的暴露



资料来源：BOJ、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

PART 5

美债熊市的直接原因：续滚压力叠加供给端通胀

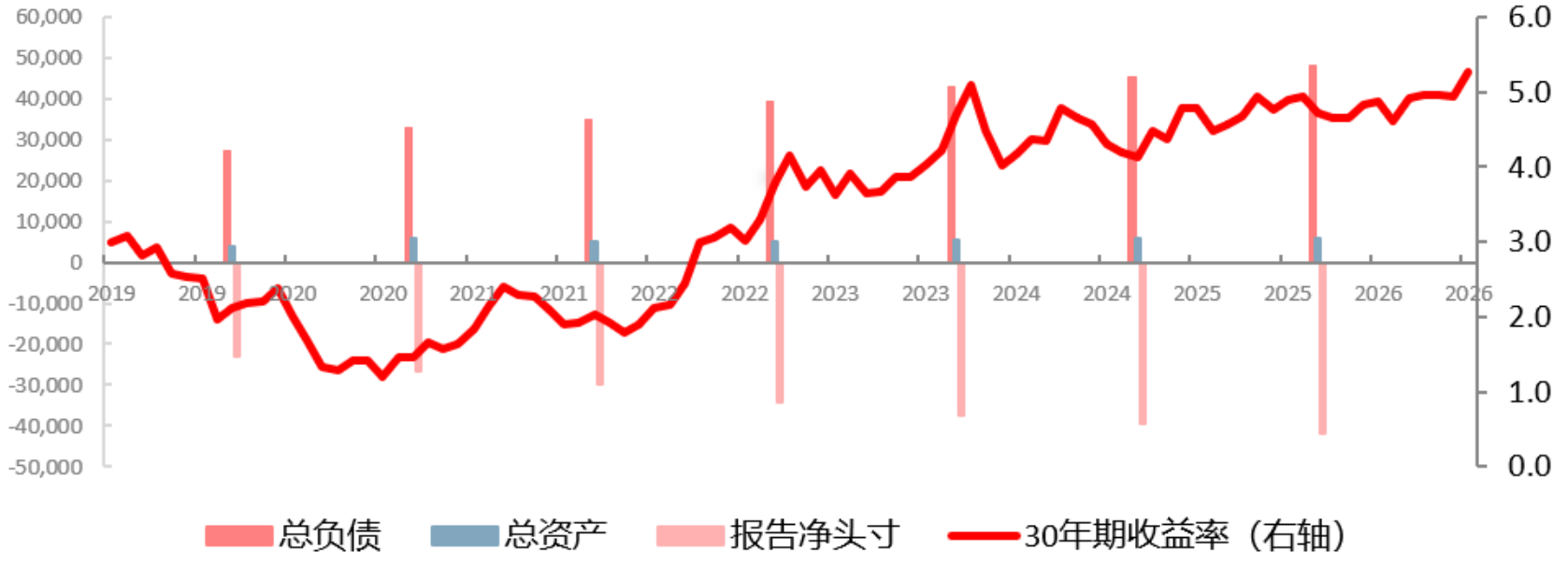
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

债务规模解释不了美债熊市

- **美国自身债务总量扩张解释不了美债利率走势**，美债规模早在2013年便开启过一轮快速扩张，2019—2020**年联邦总负债与净头寸更是大幅跃升**，但期间美债并未走熊，30Y美债利率反而在2020年触及1%左右的历史低位；反观美债熊市走得最激烈的两段（2021—2022年利率快速拉涨、2025—2026年再度冲高），均非单纯由存量债务规模触发。

图：美债利率与美国债务变动关系并不一致



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

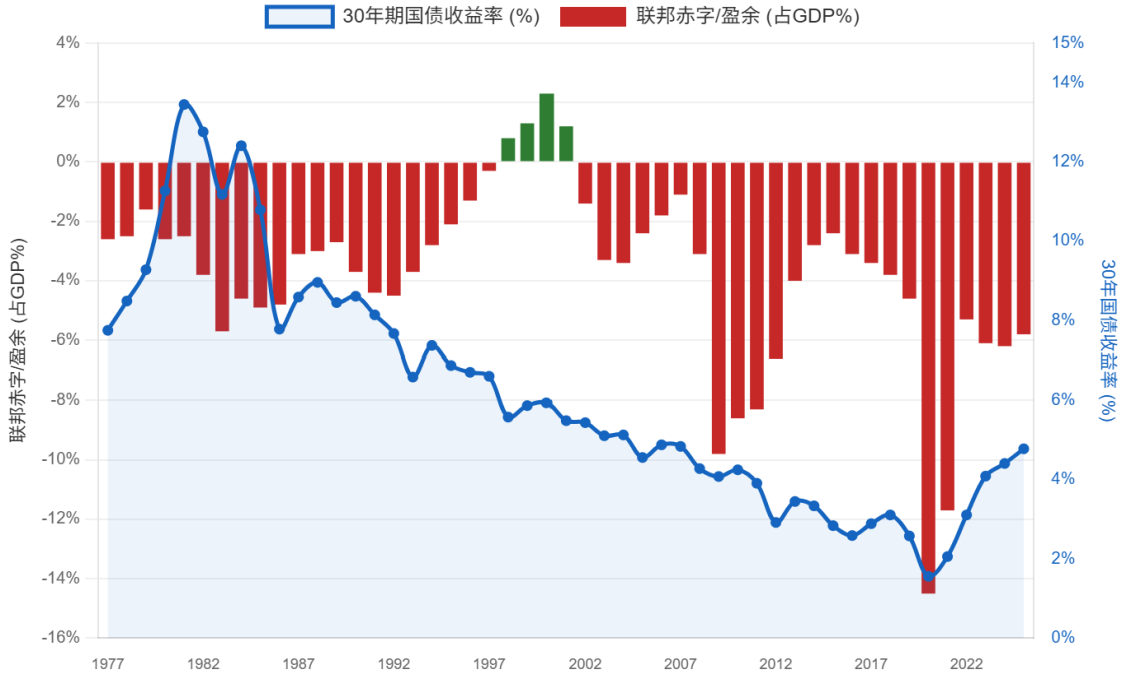
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

赤字扩张不等于债券熊市

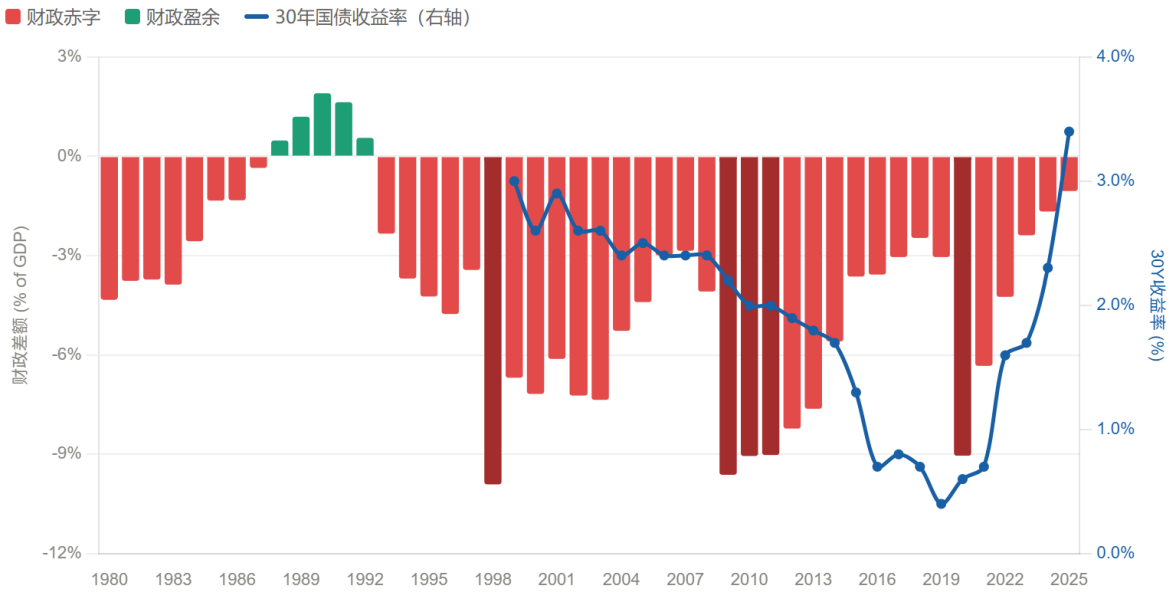
- 长周期数据表明财政扩张不等于美债熊市，2020年之前，美债反而呈现“财政越宽松、利率越低”。
- 日本提供了比美国更极端的反例：过去二十年高赤字下走出漫长债牛，近五年却遭遇西方主流经济体中最惨烈的债熊。

图：美债利率与美国赤字规模



资料来源：wind、中信建投证券

图：日债利率与日本赤字规模



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

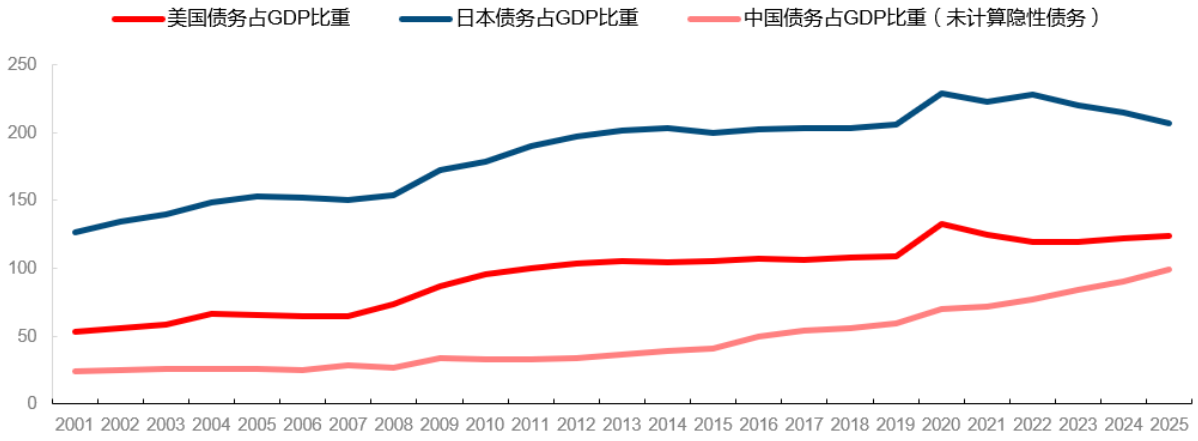
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

政府杠杆率不是判断债市牛熊的标尺

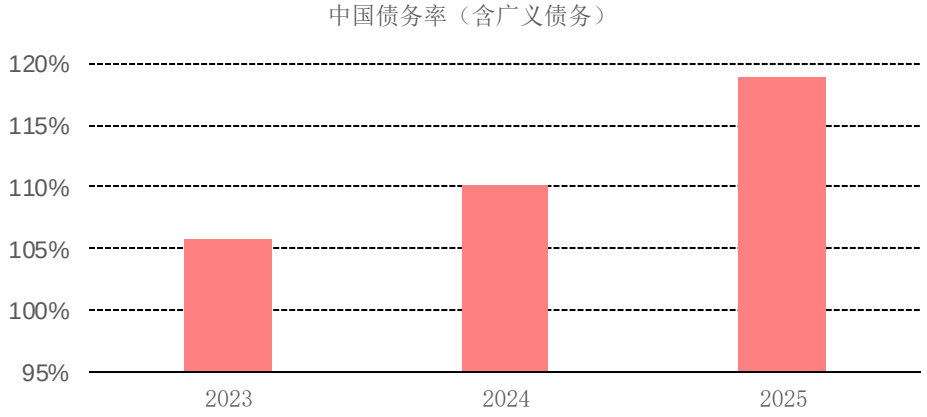
- 计入隐性债务后，中国广义政府债务率达 105%-120%，高于美国。但疫情后高债务的美国陷入债熊，同样高债务的中国迎来债牛。2022 年后，中、美、日三国债务率边际走向与债券利率完全背离，说明政府杠杆率并非判断债市牛熊的标尺。

图：中国、美国、日本债务占GDP比重



资料来源：wind、中信建投证券

图：中国债务率（含广义债务）



资料来源：财政部、企业预警通、中信建投证券（广义债务含城投有息负债）

中信建投证券 CHINA SECURITIES

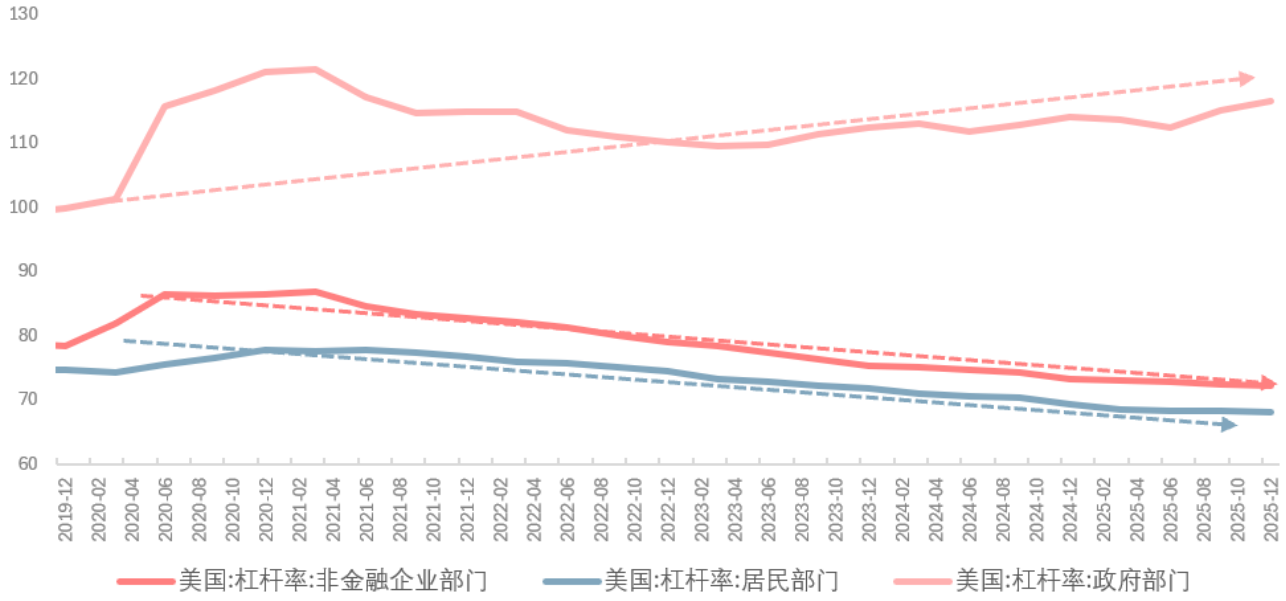
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

科技融资并非债熊决定性因素

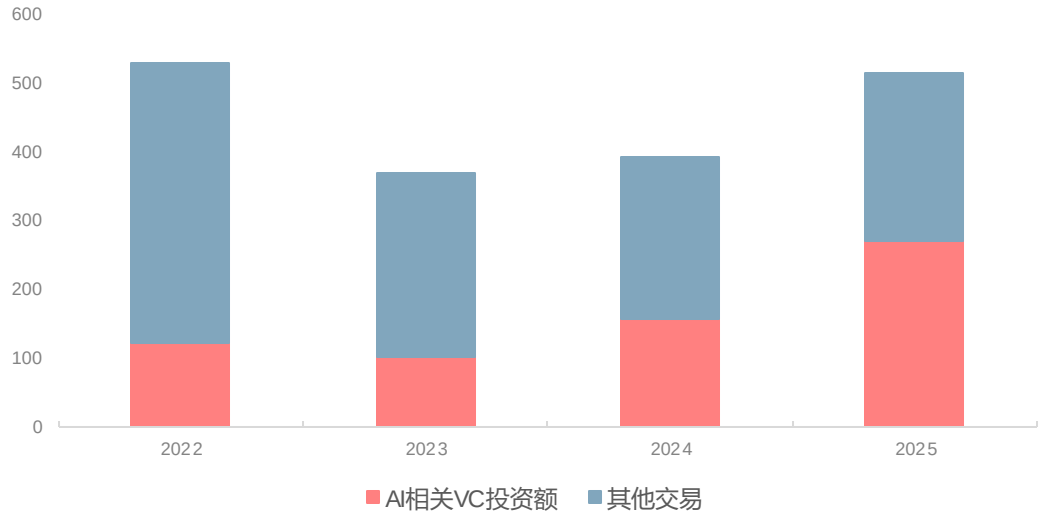
- **疫后美国私人部门（企业与居民）杠杆率持续趋势性回落，真正主导美国国内信用扩张的是政府部门。**2021年以来，美国非金融企业与居民部门杠杆率双双趋势下行，政府部门杠杆率则逆势走高。
- **2024—2025年AI投资真正加速提升时，美债反而进入中高位震荡，证明科技融资并非债熊决定性因素。**以ChatGPT为标志的AI融资直到2024—2025年才真正提速并成为VC投资绝对主导，但期间美债熊市并未恶化；反而在市场开始担忧AI融资脆弱的2026年，美债启动了新一轮熊市加速。

图：美国各部门杠杆率



资料来源：wind、中信建投证券

图：美国AI相关VC投资开始快速提升



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

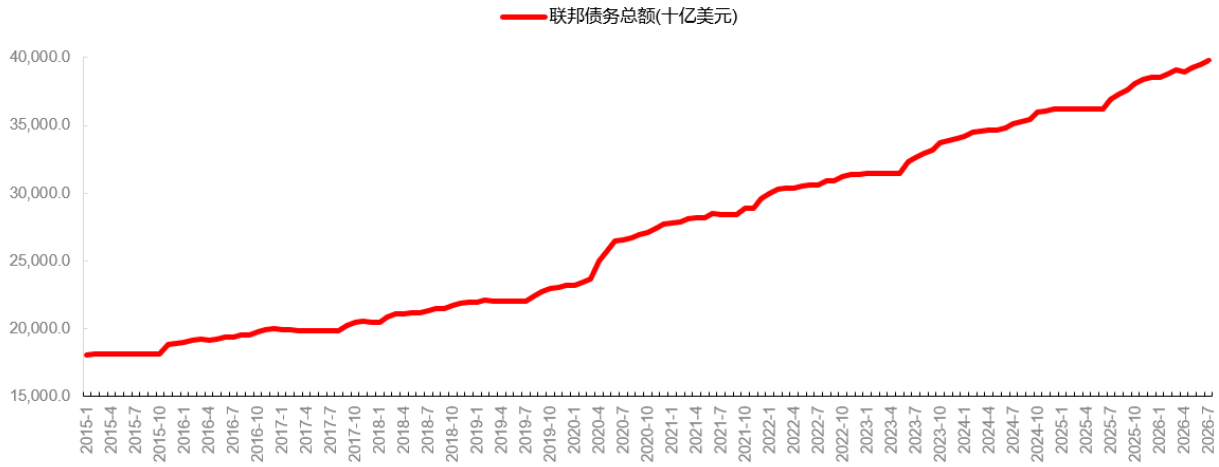
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

“高通胀化债”误区在于忽略了续滚发行

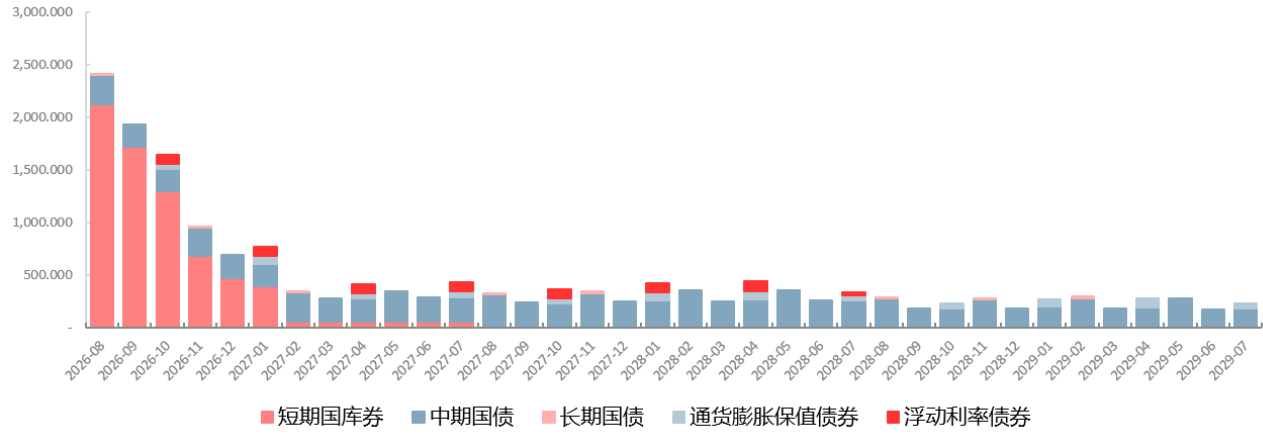
- **国债不同于私人部门债务，到期几乎不还本金而是滚动续发，因此“到期续滚量”远比静态的“债务总额”更重要。**美国存量债务自2020年疫情财政大扩张后加速攀升至近40万亿美元，这些历史积累的庞大存量债务最终都会转化为当下的到期续滚压力。

图：美国债务总额不断攀升



资料来源：wind、中信建投证券

图：美国债务结构



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

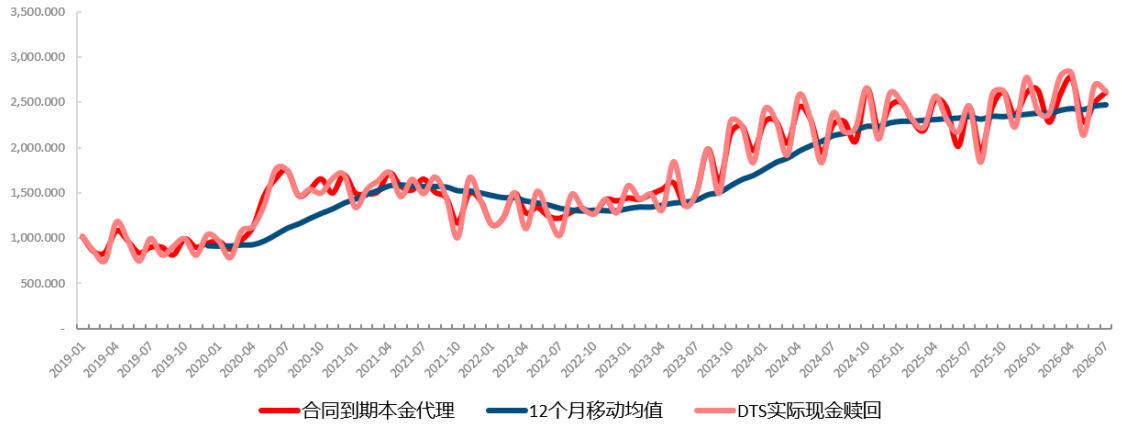
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

美国债务到期续滚压力持续抬升

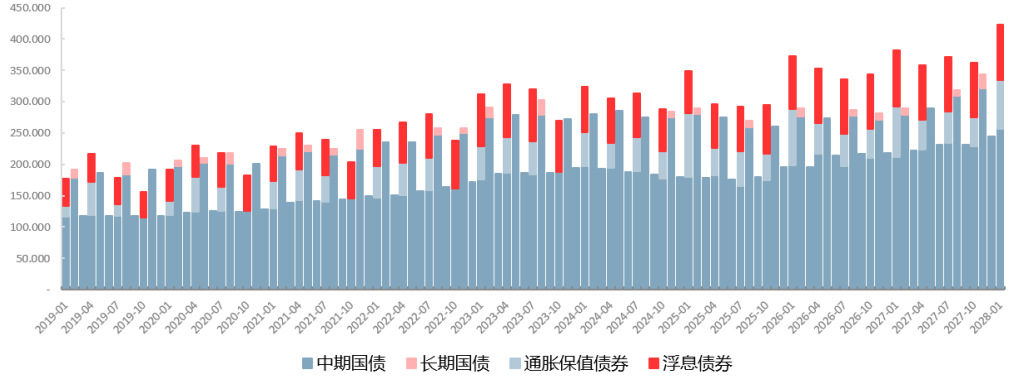
- **国债依靠滚动续发而非到期偿还本金，持续攀升的续发规模使国债定价高度受制于当期通胀水平。**与私人部门债务到期偿付本金不同，政府债务核心依赖到期续滚。以中期国债为主的美债发行量在2020年显著抬升，2023年之后进一步跃升至更高平台，2026年以来再度上冲。在庞大的续发体量下，相比于静态的赤字率或债务总量，当期续发规模与发行定价更为关键。

图：美国债务到期上到新台阶



资料来源：wind、中信建投证券

图：美债续滚发行压力在2022年之后陡升



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

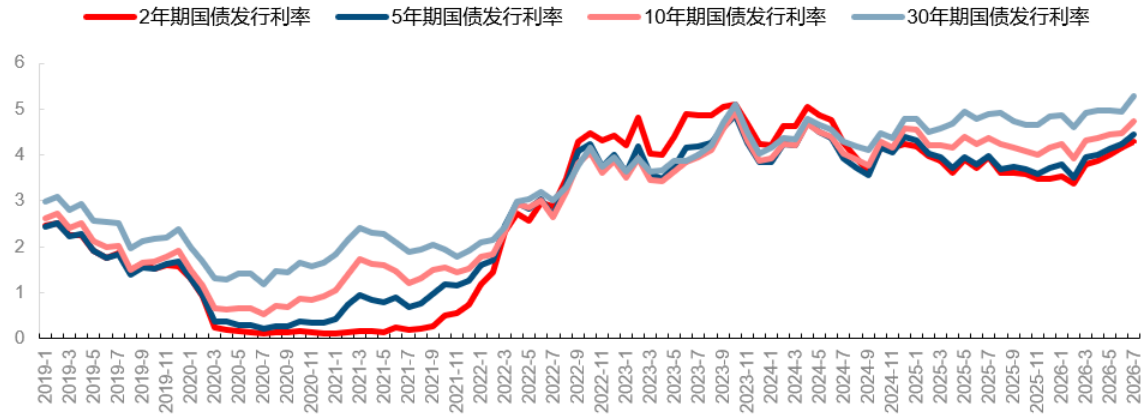
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

美国国债续滚压力：在2023年之后走向高平台

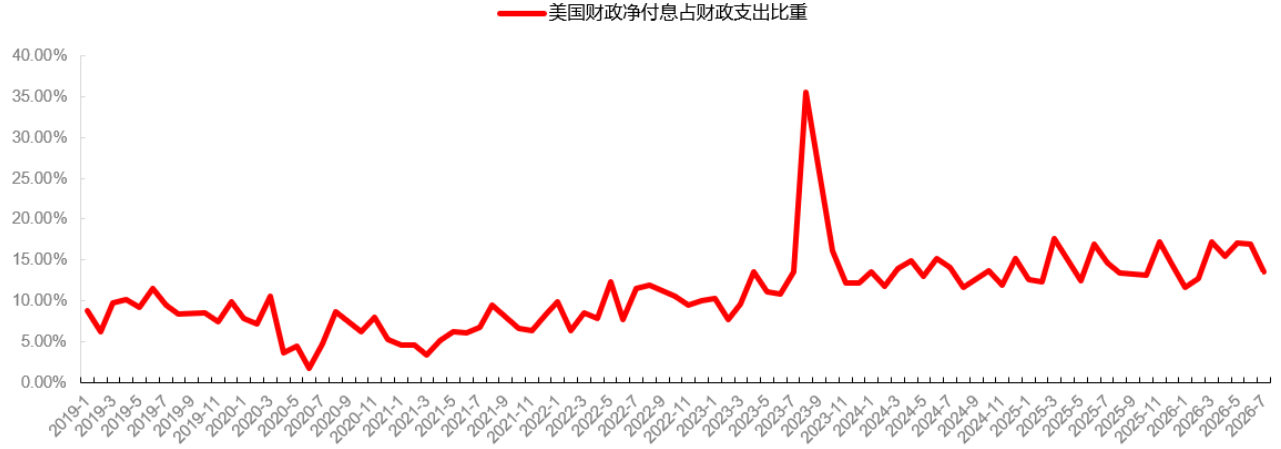
- **受通胀中枢上移影响，2023年之后各期限美债发行利率系统性抬升并维持在4%—5%的高位平台。**2020—2021年期间，2年期至30年期美债发行利率普遍处于0%—2%的低位区间；2022年快速拉升后，自2023年起各期限国债发行利率全面进入4%—5%的高平台期，至2026年仍未出现趋势性回落，到期旧债被迫以高利率进行置换。
- **“新债叠旧债”推升存量债务付息成本，美国财政净付息支出占比在2023年后同步升至约15%的高平台。**随着2020年前后发行的低息中期国债陆续到期并按高利率续滚，美国财政净付息占总财政支出的比重从2022年以前的8%—10%左右，抬升至2023年之后的15%左右。债务集中续发、付息成本抬升与通胀中枢上移三者共振，构成了2023年以来美债利率居高不下的直接约束。

图：美国国债发行利率走高



资料来源：wind、中信建投证券

图：美国财政净付息占财政支出比重中枢上移



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

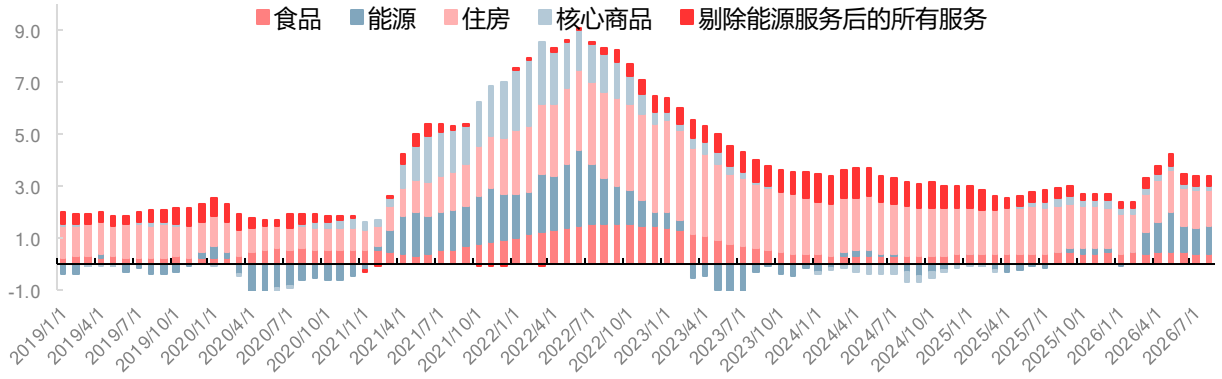
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

债务续滚压力的另一面：美国是否能够掌控通胀

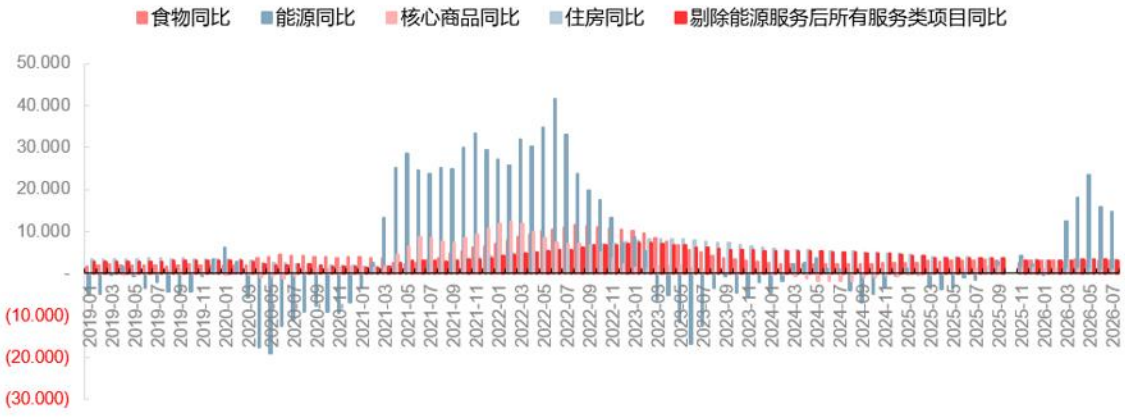
- **疫后美国通胀中枢由1%—2%抬升至3%—4%，其核心驱动力来自供给端而非需求端。**拆解美国CPI结构可见，推升通胀中枢反复冲高的主要源于“能源”、“核心商品”与“食物”三大供给端分项。
- **制造业外迁导致的供应链空心化叠加地缘与关税冲击，使美国丧失对供给端通胀的控制力。**由于本轮通胀并非需求过热所致，单纯等待“就业与需求走弱带动通胀下行”难以奏效，存量债务续滚仍将面临高通胀中枢的制约。

图：美国CPI结构拆解



资料来源：wind、中信建投证券

图：美国CPI分项同比



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

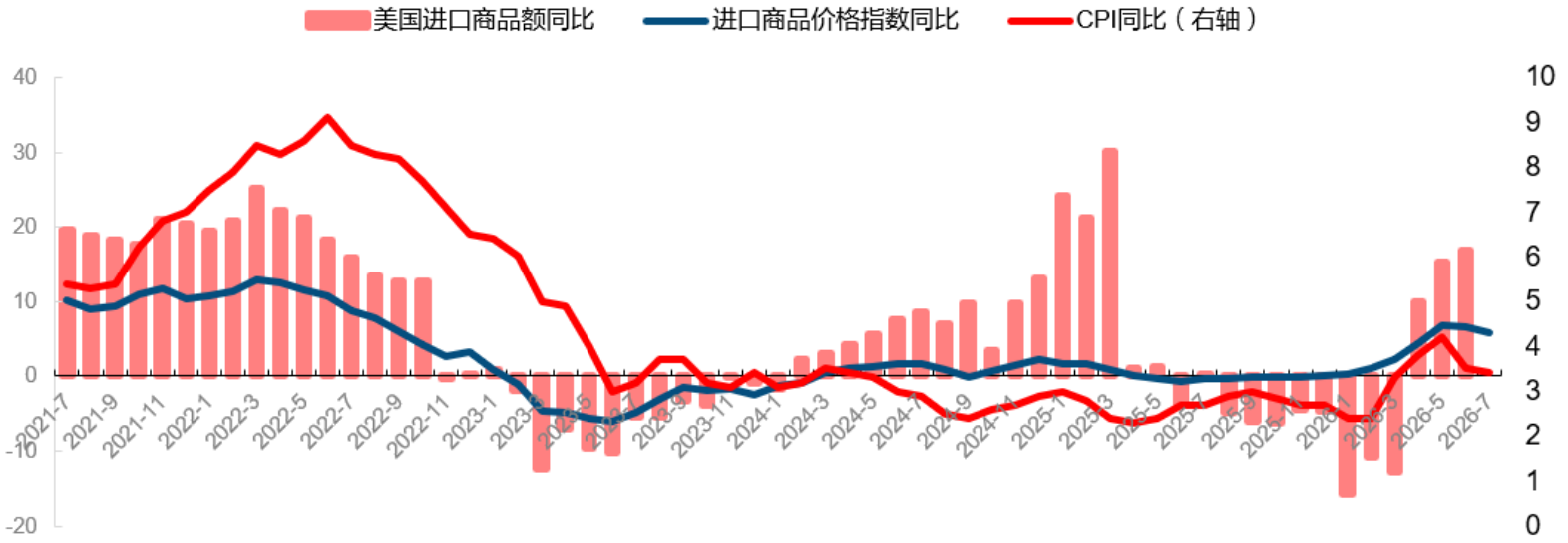
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

美国通胀的本质：供应链脆弱

- **过往30年制造业外迁导致美国本土“生产空心化”，生活生产必需品高度依赖海外输入，供应链极为脆弱。**当全球化顺畅、资源充裕时，进口廉价商品得以长期压低美国通胀；但2021年供应链受阻、2022年俄乌冲突、2025年贸易摩擦及2026年美伊冲突接连爆发，由于美国本土缺乏产能承接需求，外部供给与关税冲击便直接转化为国内输入型通胀。

图：美国CPI与进口价格高度相关



资料来源：wind、中信建投证券

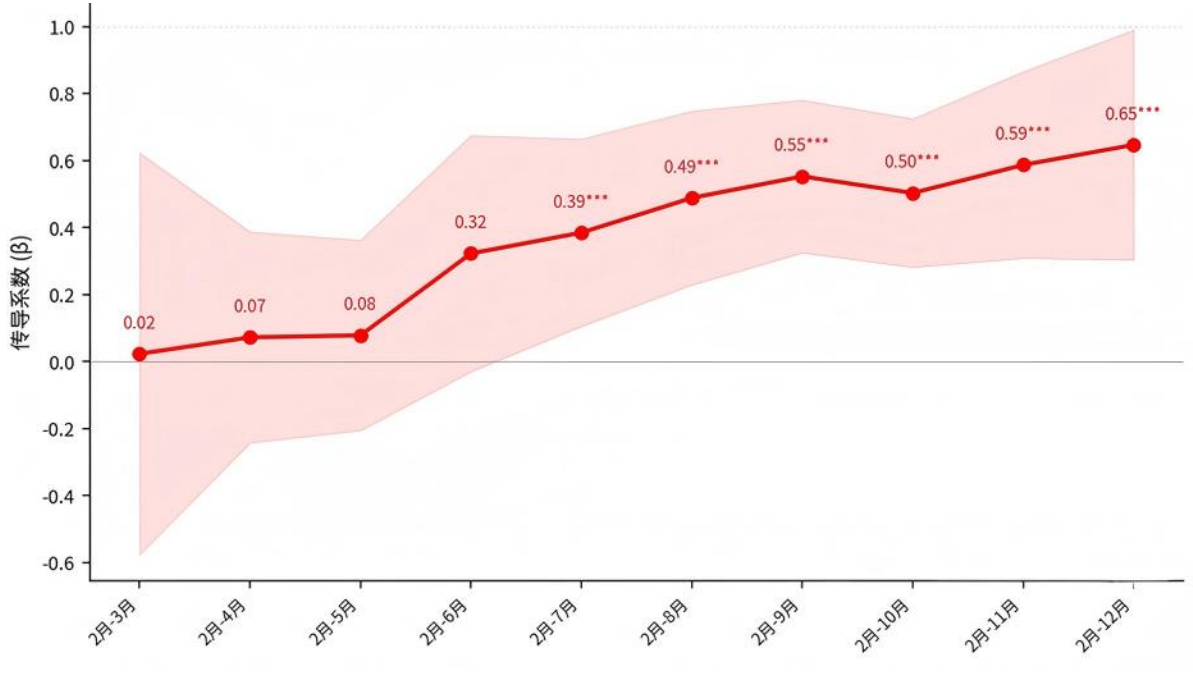
中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

肉眼可见关税对美国通胀有实质性的推涨作用

- **当物美价廉的工业品被刻意加征关税，西方持续30年的“低通胀红利”宣告终结。**2025年2月起的212个PCE行业截面回归显示，关税初期（2—5月）受前期抢进口库存缓冲影响，传导系数（β）仅在0.02—0.08的低位；但自6月库存消化后，关税向PCE通胀的传导率持续显著攀升，至年末已升至0.65。**超六成关税成本最终由美国国内价格承担，实质性抬升了美国核心商品通胀中枢。**

图：关税到PCE通胀传导率



资料来源:US Census关税数据、中信建投证券

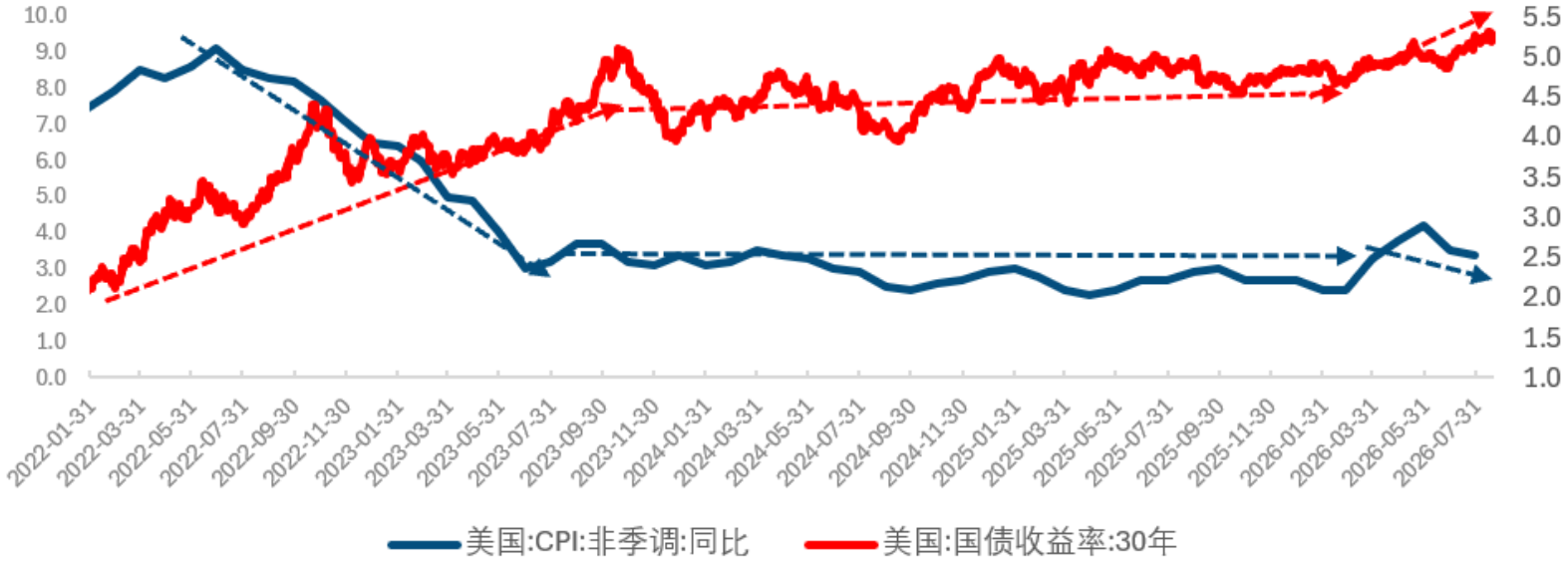
中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

长端利率锚定中长期通胀中枢

- **长端利率锚定中长期通胀中枢而非短期同比回落，供给端通胀固化直接推动30Y美债利率阶梯式走高。**在供给端约束未解、通胀中枢无法压降的前提下，单纯等待需求走弱无法终结美债熊市。

图：近期美国通胀回落但长端利率没有



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

PART 6

中西方债券走势背后：经济模式重构伴随财政重整

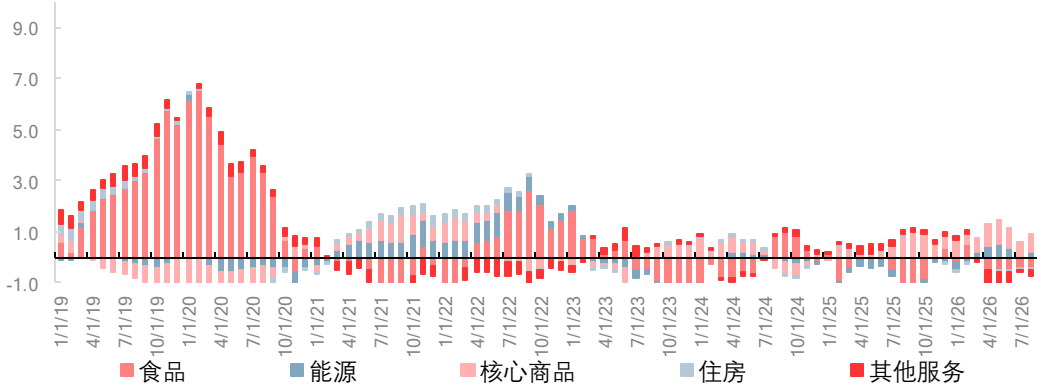
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

债务本质的问题在于能否具备“控制通胀”的能力

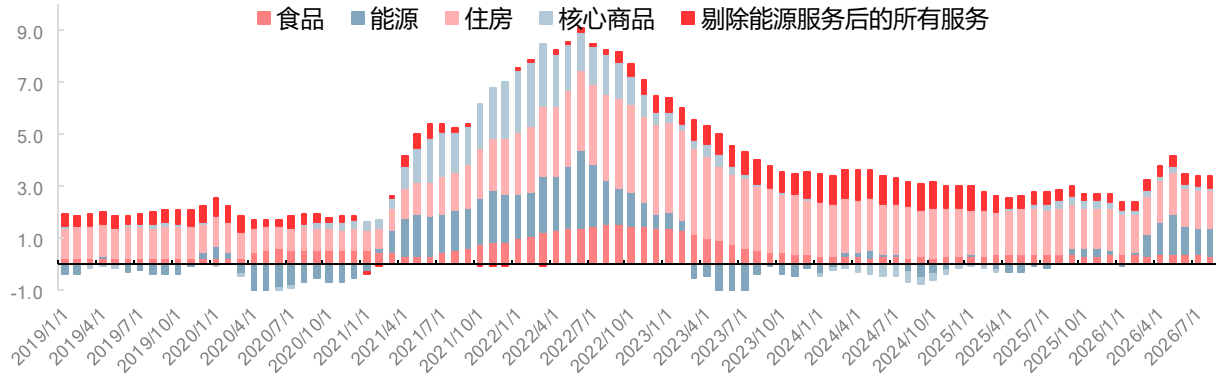
- 长端利率锚定的是中长期通胀中枢，而非短期通胀波动。因此判断债市牛熊的核心，并非当期 CPI 读数，而是经济体的"控通胀能力"。
- 中美价格传导效果的差异显著：
  - 美国 CPI 由住房与服务项主导，需求过热时价格信号全面传导；
  - 中国 CPI 篮子中食品占比高、核心商品与服务定价权分散，上游资源品价格沿产业链传导时被中下游竞争和需求疲弱层层对冲。

图：中国CPI价格传导效果



资料来源：wind、中信建投证券

图：美国CPI结构



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

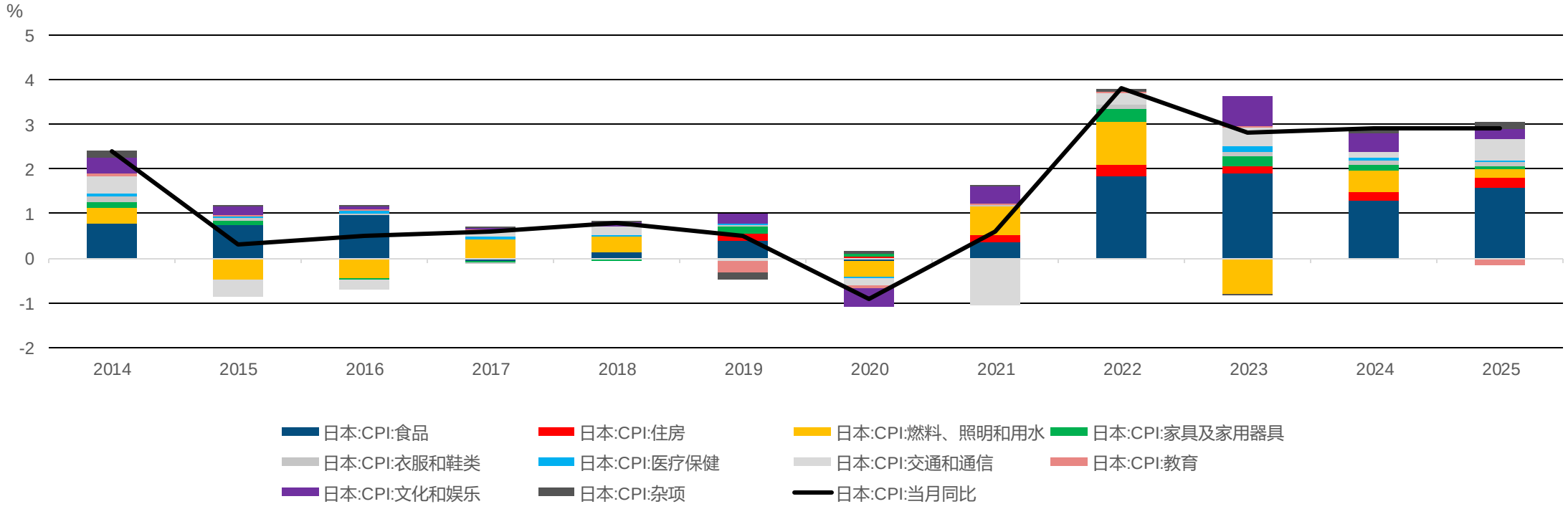
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

日本通胀：国家竞争力衰弱的写照

- **2022年后日本CPI中枢跃升至3%左右，主要由食品、能源与日用品等供给端分项拉动。**过往制造业外迁叠加本土油气、粮食等必需物资匮乏，使日本对外部输入型通胀极为敏感。
- **产业空心化叠加人口与科技动能缺失，使日本丧失控通胀实力并演化为债熊。**日本既缺乏经济增长消化高福利债务，又无完备本土供应链平抑物价。通胀中枢上移迫使全球存量规模最大的日本国债全面重估，导致日债利率上行最为剧烈。

图：日本CPI结构拆解及2022年以来同比贡献



资料来源：wind、中信建投证券

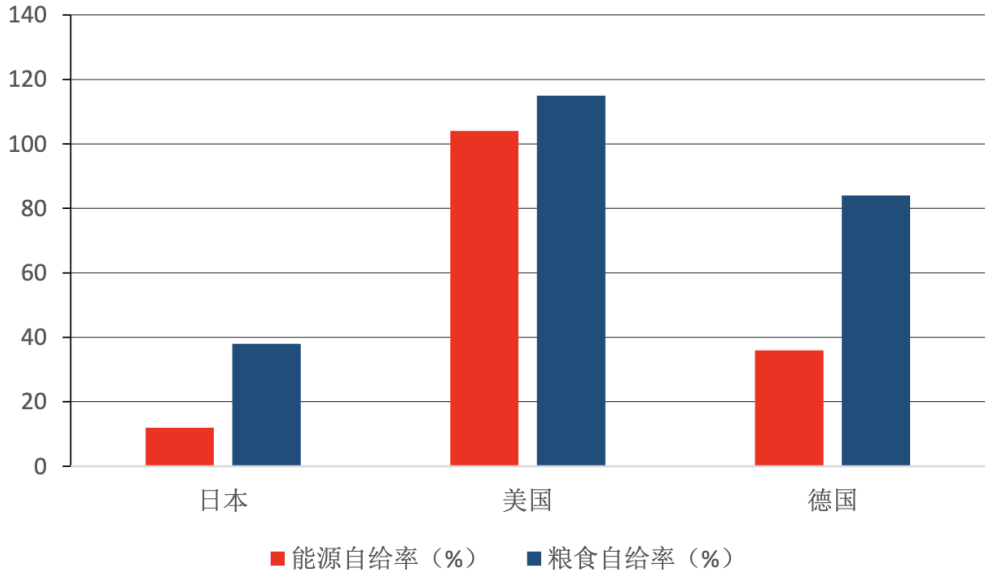
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

日本通胀的脆弱内核：供应链、能源与粮食“三大安全基石”缺失下的共振

- **日本长期的“制造业空心化”掏空了日本的供应链安全，出口份额全面萎缩加剧了国际收支恶化。**在电力设备、工程机械、新能源汽车等全球核心出口商品中，日本的市场份额均出现显著下滑。产业外迁与竞争力衰退不仅削弱了经济造血能力，更导致日本在面临外部冲击时缺乏本土制造的缓冲。
- **能源与粮食极度依赖外部输入，深受外部输入下通胀影响。**相比于美德等发达经济体，日本的能源自给率（仅约10%）与粮食自给率（不足40%）处于较低水平。当全球大宗商品价格飙升时，外部冲击很容易转化为输入型通胀。

图：日本的能源、粮食依赖度远低于主要发达经济体



图： 主要出口商品中的日本份额下降

	电力设备	工程机械	专用机械	交运机械	通用机械	新能源汽车	汽车及零部件
第一	中国	中国	中国	中国	中国	德国	德国
	（-2.07%）	-2.74%	（-0.40%）	（-0.31%）	-1.90%	（-1.08%）	（-0.68%）
第二	德国	德国	美国	德国	德国	日本	中国
	（-0.39%）	（-0.16%）	（-0.34%）	（-0.41%）	-0.07%	（-0.13%）	（2.49%）
第三	美国	美国	德国	美国	美国	中国	墨西哥
	-0.15%	-0.15%	（-0.02%）	-0.07%	（-0.04%）	-3.52%	-0.33%
第四	日本	日本	日本	英国	意大利	墨西哥	日本
	（-0.52%）	（-1.82%）	（-0.92%）	-0.34%	-0.16%	-0.58%	（-0.22%）
第五	墨西哥	意大利	新加坡	法国	日本	美国	美国
	-0.57%	-0.03%	-0.14%	-0.24%	（-1.18%）	（-1.00%）	（-0.50%）

资料来源：wind、中信建投证券

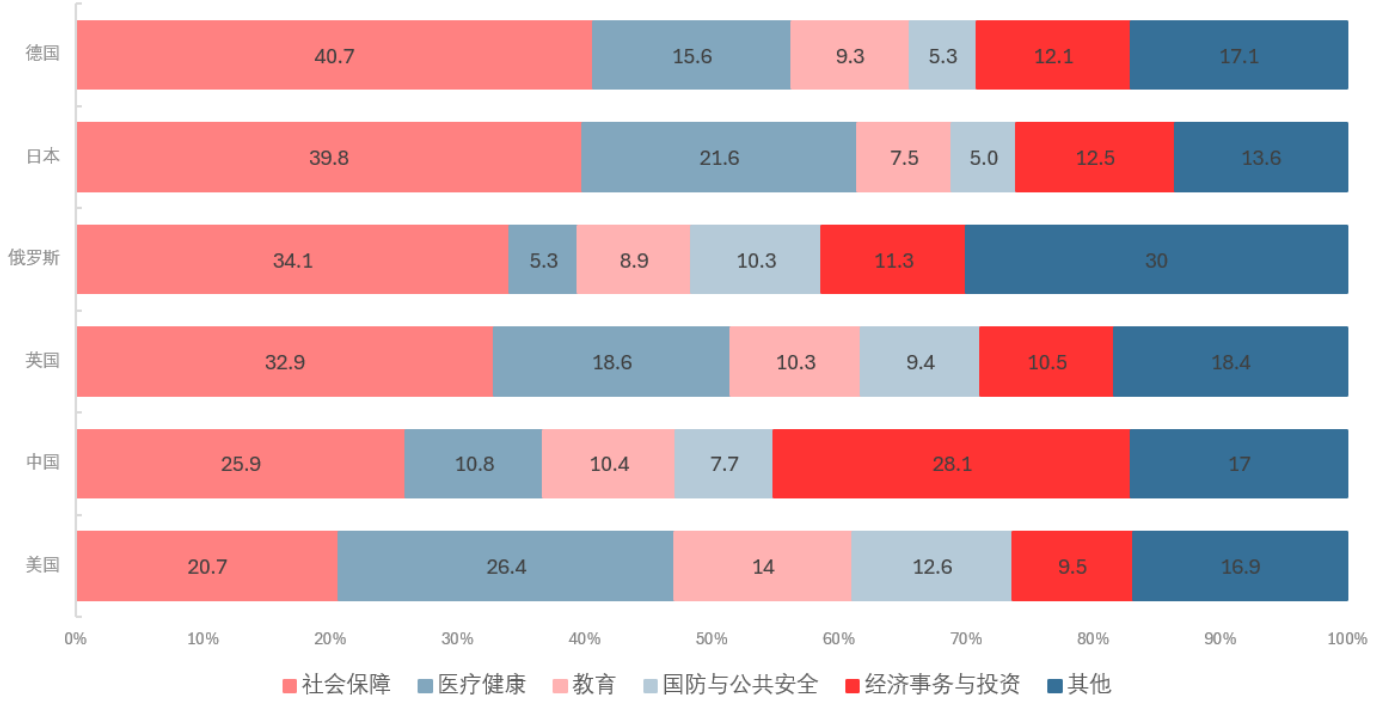
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

债市牛熊的关键：债务用去了哪里

- **通胀传导差异的根源在于供给能力，而供给能力取决于政府举债之后的资金去向，这也是决定高债务对应高利率还是低利率的关键。**
- 中国作为“生产型政府”，广义财政（含隐性债务）大量投向基建，转化为强大的电力供给、低廉物流成本与全产业链集约优势，供给端具备韧性，从而压低通胀与利率。
- 美、日、德、英等西方经济体财政支出高度集中于社会保障与医疗健康（合计占比普遍达47%—61%），美国还叠加了12.6%的国防支出，而投向基建相关的“经济事务与投资”占比仅约10%—12%。这类支出不形成供给能力，反而在经济竞争力衰退时固化通胀。

图：不同国家政府支出结构



资料来源：WorldBank、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

1.通胀传导修复。若反内卷政策实质性推进产能出清、需求侧刺激带动终端需求回升、或大宗商品价格持续高位运行。当PPI 与 CPI 同步上行，核心通胀中枢将面临重估压力。

2.资产荒缓解。若房价预期企稳、居民收入预期改善，资金可能从"保本低波"重新流向风险资产，存款与理财的配置结构随之调整。

3.政策引导与供给节奏波动。若央行对长端利率进行引导，可能引发市场调整。同时，政府债供给节奏存在不确定性，如特别国债加码、化债额度接续、专项债前置等，均可能造成阶段性供给冲击。此类扰动通常不改变趋势，但会放大波动。

4. 美国通胀回落与政策转向。若供应链逐步修复、关税措施退出或能源价格大幅回落，通胀中枢有望下移；若美联储转向大幅降息，短端下行也将带动长端。

5.美国AI发展超预期。若AI 生产率革命实质性提升供给能力，美国产业空心化的约束或被部分对冲。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

周君芝

浙江大学经济学博士，现任中信建投证券首席宏观分析师。

曾获2023年wind第11届金牌分析师宏观第一；2023年21世纪金牌分析师宏观第四；2023年第11届choic最佳分析师宏观第三。

曾于2017-2020年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

付思雨

宏观分析师，香港中文大学硕士，主要研究方向为全球财政和国内债市流动性。

研究助理

杨振辉 yangzhenhui@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

中信建投证券 CHINA SECURITIES

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk

中信建投证券
CHINA SECURITIES

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster