



# 大公国际：美联储新框架、全球债市共振与主权债定价逻辑的重构

国际合作部 孙璐

2026年5月28日

**摘要：**美东时间2026年5月22日，凯文·沃什就任美联储主席，其政策框架以“缩表+降息”为核心，试图通过监管放松降低银行准备金需求，以缩表替代加息，为降息创造空间。然而，缩表与持续扩张的美国财政形成正面冲突：美联储减持国债与财政部大规模发债共同推升期限溢价，美债便利收益率被压缩，安全溢价持续侵蚀。

美债利率上行迅速向全球扩散。发达经济体因主权信用基本面趋同而呈现收益率同步共振，新兴市场则因融资结构、传导机制与基本面的差异而显著分化。主权债市场的投资者结构从央行主导转向杠杆非银机构，进一步放大了跨境传导的幅度与速度。

在此背景下，全球主权债定价逻辑正在发生根本性转变：从“央行政策主导”转向“财政可持续性主导”，并形成自我强化的风险闭环。美债锚的松动使全球安全资产的定价基准发生不可逆漂移，投资者将不得不面对主权信用风险差异化定价的新格局，全球资产定价体系由此进入系统性重估阶段。

## 一、引言

伴随沃什以“收缩央行边界、回归窄口径职能”为理念接任主席，来自美联储和美国财政端的两股结构性力量将在市场中发生共振。

要理解这一共振的根源，需回溯2008年全球金融危机。在此之前，美联储遵循“稀缺准备金”模式，资产负债表仅9000亿美元（占GDP的6%），职能清晰，充当市场的“最后贷款人”。危机之后，美联储开启量化宽松，降息至零并直接购买国债和MBS，此后十年资产负债表膨胀至4.5万亿美元。2020年疫情冲击将这一模式推向极致，2022年美联储资产负债表一度触及9万亿美元。美联储从“最后贷款人”异化为美国国债的“第一购买人”和“最大做市商”，财政赤字通过央行购债被货币化，形成央行与财政的耦合，扭曲价格发现机制，人为压低长期利率。但自2022年起，地缘政治冲突、供应链冲击、贸易保护主义以及AI资本开支等持续推升通胀中枢，旨在应对通缩和流动性的旧框架在高债务、高利率、高通胀的新常态下弊端凸显。

沃什正是在此背景下主张一场系统性“纠偏”，通过监管放松降低银行对准备金的结构性需求，以缩表为短端降息创造空间，让美联储回归狭义职能。然而，美国财政端却仍在持续失序，财政纪律呈现结构性松弛。截至2026年5月，联邦政府债务突破39万亿美元，公众持有部分超过31万亿美元，且其占GDP比重首次在非战争时期突破100%。



2026 财年净利息支出预计突破 1 万亿美元，较 2020 年增长接近三倍。美国国会预算办公室（CBO）预计 2026 财年财政赤字约达 1.9 万亿美元（占 GDP 的 5.8%）。一个核心问题由此浮现：当美联储试图通过缩表切断与财政的过度耦合，而财政端仍在持续扩张时，美债市场将如何演变，由此对全球主权债券市场将产生何种影响？

## 二、沃什框架简析

### 1、“缩表+降息”

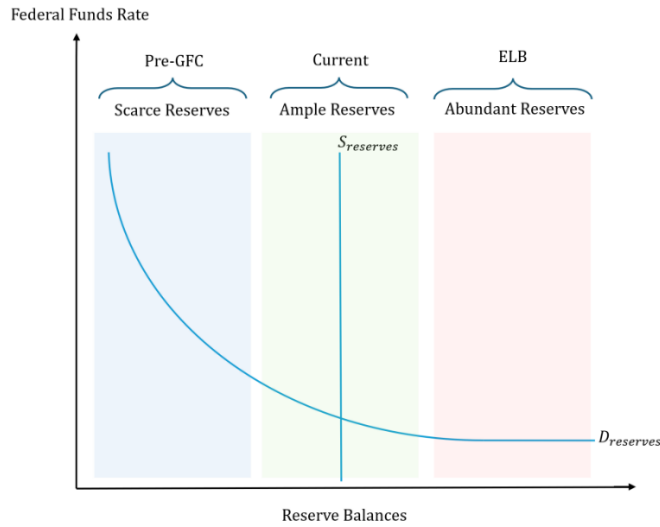
市场对沃什的政策组合可以概括为“短端降息+长端缩表”。其逻辑可理解为：美联储缩减资产负债表本身就具有紧缩效应，即缩表替代了一部分加息的功能，进而使联邦基金利率保持在比直接加息更低的位置，从而支持实体经济的短期信贷需求。据其估算，每缩减约 1 万亿美元的债券持仓，大约相当于为政策利率腾出约 50 个基点的降息空间。与此同时，缩表本身也会让长期利率更多由市场供需而非央行持有来决定，从而减少央行的直接干预。因此，“缩表”与“降息”在沃什的框架中并不矛盾，而是分别作用于短端和长端的互补工具。

### 2、准备金需求曲线的“左移”

美联储资产负债表的两端结构决定了缩表的现实约束。资产端主要是国债和 MBS，负债端则包括准备金、流通中货币、财政部一般账户（TGA）以及外国逆回购池等。其中，流通中货币由公众需求决定，TGA 受财政政策支配，两者都难以被美联储主动压缩。真正具有操作弹性的只有准备金——它既是美联储主动调节流动性的主要渠道，也是银行体系运转的核心缓冲。传统的缩表思路遵循“供给曲线左移”逻辑，即通过减少准备金供给来缩减资产负债表。然而这种做法的代价是，当准备金从充足转向稀缺时，货币市场利率对准备金波动的敏感性显著上升，利率控制力将随之下降。

沃什的破局思路是从准备金的需求侧着手，通过监管调整来降低银行对准备金的结构性需求。这一思路的核心逻辑在于，准备金需求在很大程度上由监管环境决定，而非纯粹的市场行为。银行被各种流动性法规（如流动性覆盖率 LCR、净稳定资金比率 NSFR 等）要求持有大量高流动性资产，而准备金作为等级最高的 HQLA（优质流动性资产），成为银行趋之若鹜的“避风港”。如果能通过监管调整将准备金需求曲线整体“左移”，那么美联储就可以在维持利率稳定不失控的前提下，将资产负债表压缩到更低水平。

图1 准备金的需求与供给曲线



数据来源：美联储。

### 3、沃什面临的现实约束

沃什的框架在逻辑上自治，但落地面临通胀环境、美债供需矛盾、监管政策配合以及美联储内部分歧等方面的制约。

第一，通胀环境制约降息空间。截至2026年4月，美国CPI同比上涨3.8%，核心CPI同比上涨2.8%，均高于预期。中东局势推高能源价格，AI资本开支在短期构成成本上行压力。市场已基本抹去去年内降息预期，甚至开始为加息定价。

第二，缩表会加剧供需矛盾，推高美债长端利率。一方面，缩表导致美联储减持的国债回流至公开市场，叠加财政部持续发债，共同构成巨大的供给压力。另一方面，私营部门承接意愿有限，交易商的做市活动受监管、资本及盈利动机的多重约束，难以充分吸收供给；而对冲基金等价格敏感型投资者的参与，反而放大了市场波动。在此背景下，市场只能通过要求更高的风险溢价来完成出清，这进一步推高了长端利率。

第三，监管政策配合存在落地阻力。沃什“通过监管放松降低准备金需求”的核心路径，需要多个监管机构的协同调整（如LCR、NSFR、SLR等规则的修改），且需经过漫长的规则制定、公众意见征询等流程。

第四，美联储内部存在难以调和的结构性分歧。理事巴尔明确反对为缩表放松银行流动性要求，警告此举将重蹈2008年覆辙。3月FOMC会议纪要显示，多名委员认为通胀风险仍在，反对将缩表与降息挂钩；而少数委员则主张更多利用资产负债表工具。多位地区联储主席立场分化，部分坚持利率为主，部分对缩表换降息持开放态度。这些分歧表明，沃什的政策组合在美联储内部缺乏共识，落地节奏将受制于持续博弈。



### 三、美债利率冲击的生成与全球传导

前文指出，缩表与财政扩张共同推升了美债长端利率的上行压力。这一压力并非仅源于国内供需失衡，通胀粘性、地缘冲突、AI 资本开支加大短期价格压力，以及市场对沃什“缩表优先”框架的提前定价，都在不同方向上进一步放大了利率的上行压力。多重因素叠加下，2026 年 5 月，10 年期美债收益率突破 4.66%，30 年期美债标售得标利率定格在 5.046%，为 2007 年以来最高水平。美债利率冲击向全球主权债市场扩散，引发跨市场共振。

#### 1、美债长端收益率冲高

本轮美债长端收益率冲高是预期利率上移与期限溢价走阔双重驱动的结果。

借助常用的长短利率分析框架，将长端收益率拆解为中性利率、短期利率预期和期限溢价三部分，其中通胀预期和期限溢价是影响较大的两部分。首先，短期利率预期升高。截至 2026 年 4 月，美国通胀率达 3.8%、核心通胀率达 2.8%，均超预期。中东冲突推高能源价格，AI 资本开支形成短期成本压力，市场已大幅压低年内降息预期。短期利率的预期上移抬高了长短收益率的基准水平。

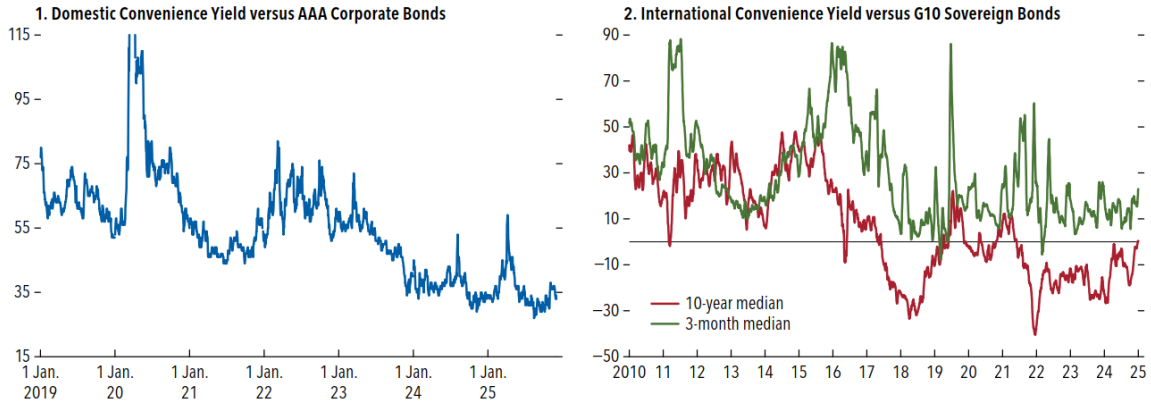
其次，期限溢价走阔。期限溢价受通胀风险、财政供给及流动性补偿等因素影响。当前通胀中枢长期抬升，投资者要求更高的通胀补偿；美联储缩表预期将导致国债持仓净减少，叠加 2026 财年超 2 万亿美元的新债供给，供需缺口推高流动性溢价；联邦债务屡创新高、利息支出压力高企，财政可持续性担忧进一步推升风险补偿。综合来看，预期利率上移与期限溢价走阔共同驱动美债长端收益率走高，且期限溢价抬升具有结构性特征，即便未来短端降息，这部分溢价也较难迅速回落。

#### 2、发达经济体的共振

长久以来，美债之所以能长期享受较低的收益率，是因为投资者因其高流动性、高安全性而愿意为其支付更高的购买价格、接受更低的回报，美债这种“隐性溢价”，即便便利收益率（Convenience Yield）是其作为全球定价锚的关键。但 IMF 2026 年 4 月的《财政监测报告》指出，随着美国政府债务规模持续膨胀、国债发行量激增，这种隐性溢价正在被削弱。美债与美国内 AAA 企业的收益率利差，以及与十国集团（G10）主权债收益率利差均呈现收窄态势，意味着市场要求更高的回报才肯持有美债。



图2 美债下降的便利收益



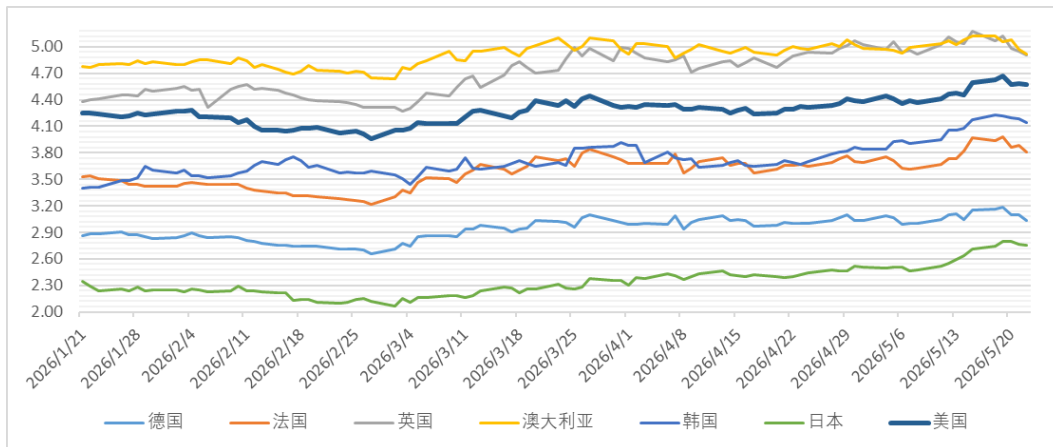
Sources: Bloomberg Finance L.P.; Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data; LSEG Datastream; and IMF staff calculations.

Note: Panel 1 displays the option-adjusted spread between yields of AAA-rated US corporate bonds and US Treasury yields; a narrowing spread implies that the premium investors pay for the safety and liquidity of Treasuries (relative to high-grade corporate debt) is compressing. Panel 2 defines the international convenience yield as the difference in the deviation from covered interest parity between Group of 10 (G10) sovereign bonds and US Treasuries. The daily spread is calculated as  $(\gamma_{for} - \rho) - \gamma_{UST}$ , where  $\gamma_{for}$  is the yield for foreign government bonds,  $\gamma_{UST}$  is the yield for US Treasuries, and  $\rho$  is the market-implied forward premium (the cost of hedging foreign currency back to US dollars through swaps). The 10-year series includes the British pound, Canadian dollar, euro, Japanese yen, New Zealand dollar, Norwegian krone, Swedish krona, and Swiss franc; the three-month series includes the British pound, Canadian dollar, Danish krone, euro, Japanese yen, New Zealand dollar, Swedish krona, and Swiss franc.

数据来源：国际货币基金组织 2026 年 4 月《财政监测报告》。

这种变化的影响并不局限于美国。发达经济体的主权信用基本面正在趋同，高债务、高赤字、高利息支出不再是美国独有的问题。2025 年发达经济体整体债务占 GDP 达 108%，其中美国 123.9%、日本超 200%、意大利、法国均处历史高位。美债“安全锚”的松动，全球投资者不得不对所有主权债的信用风险进行统一重估，从而引发了发达市场的同步利率共振。IMF 的量化分析显示，美债供给冲击导致的 1 个基点利率上升，会带动外国 10 年期国债收益率上升 0.8-0.9 个基点。尤其是那些对外部融资依赖度越高的国家，受到的冲击越明显。2026 年 5 月，英、德、法、日等发达经济体国债收益率同步突破多年高位，正是这一趋同的集中体现，市场开始要求主权债的收益率与各自的经济财政基本面相匹配。

图3 发达经济体十年期国债收益 (%)



数据来源：英为财经，大公国际整理。



### 3、新兴/发展中经济体的差异化传导

美债利率对新兴市场的冲击更为复杂，其根源在于三重约束：融资结构的脆弱性、传导机制的不对称性、以及基本面决定的调整能力上限。

首先，美债利率上行易导致套息交易平仓和贸易条件恶化，可能引发汇率贬值和资本外流，而新兴市场融资结构变化进一步放大了资本外流压力。IMF《全球金融稳定报告》指出，过去二十年，流入新兴市场的跨境资本中，非银行金融机构的占比翻了一倍，已达到80%左右。这类资本对全球风险情绪的变化高度敏感，全球避险情绪升温（VIX指数偏离正常值一个标准差），新兴市场会遭遇约占季度GDP 1%的债务性证券投资外流。其中，投资基金流出的敏感度大约是整体平均水平的两倍。外债负担越重、外汇储备越单薄、制度质量越弱的国家，在冲击来临时遭遇的资本外流幅度也会显著更大。

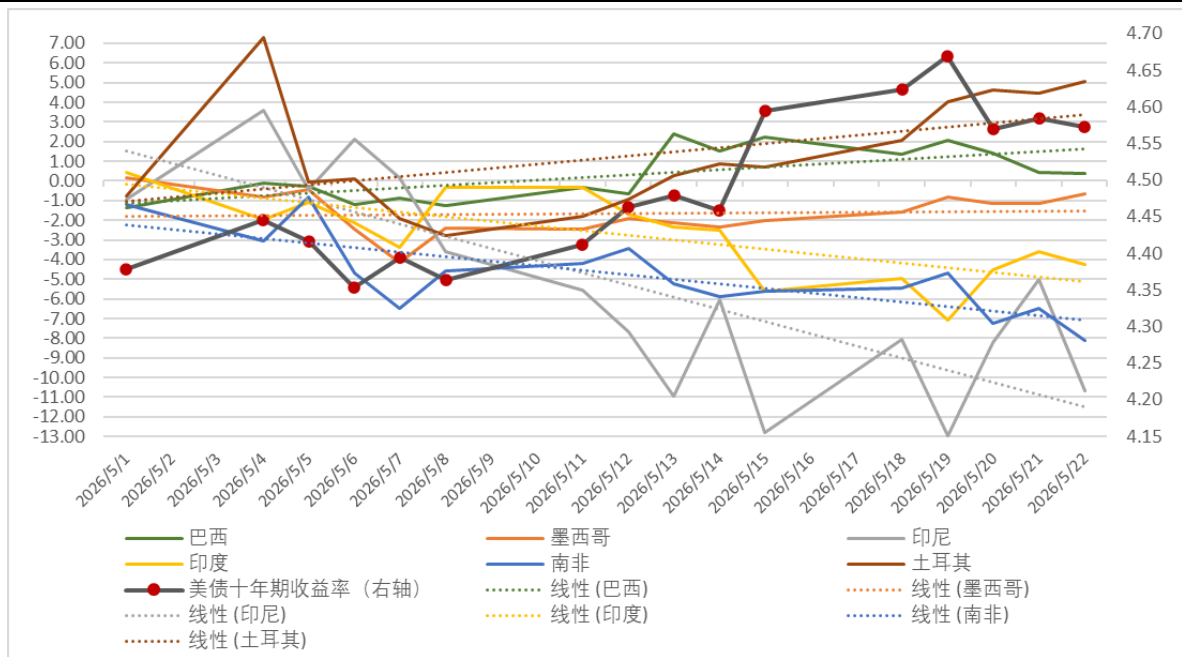
其次，美债利率上行加剧债券市场波动，新兴市场融资条件收紧，但新兴市场风险传导机制存不对称性，这将放大新兴市场在金融条件收紧环境下所受的冲击。IMF《财政监测报告》显示，全球金融条件收紧对新兴市场主权债利差的推升效应，大约是宽松环境的四倍左右。这意味着，宽松周期中新兴市场受益有限，但紧缩周期中却承受更大的冲击。美债利率上行通过利差、汇率和资本流动等渠道同时施压，使新兴市场在利率上行周期中承受更大的冲击。

最后，基本面决定调整能力。面对美债利率上行，新兴市场是否有余地进行同步加息，取决于各自的基本面条件。基本面稳健、财政纪律清晰、外储充足、通胀预期稳定的国家，仍有余地通过适度加息来稳定汇率、控制通胀预期、维持利差。外债高企、财政赤字高位、储备短缺等基本面脆弱的经济体则陷入两难：加息会抑制经济增长，并加重政府和企业部门的利息负担；不加息则面临资本持续外流、本币贬值压力加大以及主权信用溢价走阔等多重冲击。

2026年4月30日至5月22日，以4月30日为基期的六国利差变化率反映了新兴/发展中经济体在美债利率趋势性走高冲击下的分化格局：第一类是大幅收窄型，如印尼、印度、南非利差分别收窄约10.7、4.3和8.1个百分点；第二类是持续扩大型，如土耳其利差持续扩大约5个百分点；第三类是相对稳定型，如墨西哥利差微幅收窄约0.8个百分点，巴西则在走扩-放缓的波动中微幅扩大0.4个百分点。这三类对应着完全不同的传导路径和基本面逻辑。



图4 以4月30日为基期的各国与美债十年期收益率利差的变化 (%)



数据来源：英为财经，大公国际整理。

注：利差变化率=（当日利差-基期利差）/基期利差×100%。正数表示利差扩大，负数表示利差收窄。

表1 各国主权债与美债十年期收益率利差变化情况

| 国家  | 5月1日   | 5月19日（美债十年期收益率区间峰值） | 5月22日   | 趋势概括        |
|-----|--------|---------------------|---------|-------------|
| 印尼  | -0.95% | -12.95%             | -10.68% | 大幅收窄        |
| 印度  | 0.46%  | -7.08%              | -4.26%  | 持续收窄        |
| 南非  | -1.19% | -4.68%              | -8.10%  | 大幅收窄        |
| 土耳其 | -0.76% | 4.03%               | 5.04%   | 持续扩大        |
| 墨西哥 | 0.17%  | -0.81%              | -0.66%  | 持续小幅收窄      |
| 巴西  | -1.38% | 2.05%               | 0.39%   | 先走扩后放缓，总体波动 |

数据来源：英为财经，大公国际整理。

第一，利差大幅收窄类经济体的风险传导机制可归纳为：美债收益率上行→新兴市场债券相对吸引力下降→若央行无法同步加息，本国收益率滞后→利差收窄→市场预期利差将继续收窄，资本提前撤离→汇率贬值、外储消耗、股债资金净流出。

分国别看：

印尼被迫激进加息。印尼利差从4月30日到5月22日累计收窄约10.7个百分点。面对印尼盾兑美元汇率跌至历史新低，印尼央行于5月20日加息50个基点，试图稳定市场并减缓资本外流，成为本地区加息幅度最大的央行之一。然而，激进的加息行动伴随着两难：更高的借贷成本可能抑制国内经济增长、给消费者带来压力，并在全球经济



环境日益脆弱之际增加投资活动的复杂性。若外汇储备持续消耗而能源价格逆风未退，大规模干预将难以为继。

印度资本外流创历史记录，政策工具箱有限。印度利差同期累计收窄约 4.3 个百分点。债券市场上，外国投资者的撤资规模已超过 2025 年全年总额，卢比对美元年内贬值逾 12%，在亚洲主要货币中表现最差。印度央行主要依靠外汇市场干预来稳定汇率，但其面临的结构性困境削弱了央行的干预能力，其结构性困境主要表现为：印度是全球第三大石油进口国，伴随其从折扣价的俄罗斯原油转向价格更高的中东供应，以及美以伊地缘冲突爆发，印度原油进口成本大幅攀升。为减少美元消耗，印度政府将黄金进口关税从 6% 上调至 15%，总理莫迪呼吁民众减少黄金购买、限制海外旅行。因此，央行的干预可能更集中于平抑波动，但无法完全对冲贬值压力。印度要实现持续性复苏，需要满足“油价回落、外资流向逆转、宏观信心恢复”等条件。

南非政治风险与能源冲击叠加放大脆弱性。南非利差同期累计收窄约 8.1 个百分点。兰特作为典型的高收益新兴市场货币，对油价波动和地缘政治风险高度敏感。油价飙升叠加兰特贬值使南非进口石油成本大幅上涨。除了油价冲击，总统拉马福萨面临弹劾程序，国内政治不确定性进一步加剧了脆弱性，投资者正在从“高收益货币”头寸中加速撤离，形成资本加速流出的压力。

**第二，利差持续扩大类经济体的风险传导机制可归纳为：国内通胀压力极高→市场预期央行将大幅加息→本国收益率上升幅度远超美债→利差走阔。**

土耳其在高通胀下被迫紧缩。与前三国的利差收窄相反，土耳其利差从 4 月 30 日至 5 月 22 日累计扩大了约 5 个百分点，其国债收益率一度触及 35.75% 的历史新高。造成这一走势的原因在于，面对里拉持续贬值和通胀加速上行，央行通过收紧银行间市场流动性、压缩回购操作等措施推高了货币市场利率，使实际融资成本远高于政策利率水平。通胀压力迫使央行将 2026 年底的通胀目标从 16% 大幅上调至 24%。为稳定汇率，土耳其在 3 月份几乎清空了美国国债持仓，从 160 亿美元骤降至 18 亿美元。因此，土耳其利差走阔并非主动管理结果，而是高通胀下的被动收紧，成为利差走阔的特殊样本。

**第三，相对稳定型国家的核心特征是拥有吸收外部冲击的“缓冲层”。**

墨西哥利差相对稳定的根基在于多重结构性缓冲。一是美墨加协定虽面临审查，但墨西哥与美国经济一体化的基本盘并未动摇；二是墨西哥拥有广泛的本地投资者基础（如养老基金、共同基金和商业银行），能够有效吸收国债发行并缓冲外部资本流出，使得美债利率上行对墨西哥债市的传导斜率更为平缓；三是墨西哥央行于 2026 年 5 月完成最后一次降息，同时明确宣告自 2024 年 3 月开启的宽松周期正式结束，政策路径转



向明确，减少了因政策不确定性带来的额外溢价。综合以上因素，墨西哥利差的稳定性是贸易纽带、投资者结构和政策可信度协同作用的结果。

巴西先走阔、后放缓的利差变化轨迹反映了国内政治溢价与基本面韧性之间的拉锯。除了美债利率上行的普遍压力，巴西还受到国内政治因素的额外影响。5月中旬，有关总统候选人弗拉维奥·博索纳罗与破产银行家关联的报道引发市场对财政政策走向的担忧，政治不确定性溢价被额外计入，之后伴随民调格局趋于明朗，政治溢价随之部分回落。除此之外，巴西基本面的韧性提供了支撑。巴西经济基本面整体较为稳健，名义GDP增长较快、贸易持续顺差、通胀已回落至目标区间、失业率维持在低位，这些因素共同构成了抵御外部冲击的基础。货币政策方面，面对中东冲突推高的输入性通胀压力，巴西央行倾向于在更长时间内维持限制性货币政策，并认为全球不确定性和外部金融条件收紧可能制约进一步降息的空间。较高的实际利率水平为债市提供了收益率安全垫，使得市场在情绪缓和后具备一定的回归能力。

#### 4、投资者结构变化放大传导效应

另一个引发全球风险传导的原因是主权债市场的投资者结构发生了改变。过去，外国央行是主权债的稳定买方，其长期配置需求为市场提供了深度支撑。近些年，随着美联储缩表、各国央行干预汇市以及主权信用担忧升温，央行正从稳定买方转变为边际抛售方。取而代之的是对冲基金、ETF等价格敏感型投资者。这些杠杆化、追求绝对收益的机构对价格信号高度敏感，一旦利率或信用风险预期发生变化，它们会迅速调整仓位，将局部的流动性冲击放大为系统性抛售。以美国为例，一级交易商的资产负债表规模相对于国债发行量持续下降，而对冲基金则通过现金-期货基差交易大量吸收国债供给。这种杠杆交易在波动率飙升时极易被迫平仓，反过来加剧价格下跌。

#### 四、全球主权债定价逻辑的重塑

前文分析表明，美债利率冲击在发达市场与新兴市场中呈现出差异化的共振与分化。这一格局背后指向一个更深层的变化，即主权债的定价逻辑正在发生根本性转变。

##### 1、从央行政策主导到财政可持续性主导的范式转换

过去二十年，主权债收益率的定价核心是央行政策利率预期和短期通胀读数。投资者关注的核心问题是“下一次议息会议会加息还是降息”，央行通过资产负债表操作和利率政策主导了主权债的定价。在这一范式下，美债作为全球“无风险资产”的地位被视为理所当然，其他主权债则在其基础上叠加国别信用溢价。

然而，这一范式正在瓦解。其根本原因在于，全球公共债务已攀升至历史高位，2025年占GDP的93.9%，按当前轨迹，2029年将达到100%，为二战以来最高。面对高企的债



务负担，市场对财政可持续性的敏感度急剧上升。投资者开始追问的不仅仅是“央行下一步会做什么”，而是“政府的债务路径是否可持续”、“基本赤字能否收窄”、“利息支出是否挤占了财政空间”。这些问题使市场不再被动接受央行的信号，而是主动审视主权政府的财政基本面，使之逐步成为主权债定价的核心变量。

## 2、主权信用风险传导链条的自我强化

上述范式转换并非静态调整，而是通过一个动态的自我强化机制加速展开：

第一，美债利率上行。美联储缩表与财政扩张共同推升期限溢价，叠加通胀粘性地缘风险，带动美债长端利率中枢抬升。

第二，美债“安全溢价”侵蚀。美债便利收益率下降，全球无风险基准系统性上行，投资者要求所有主权债提供更高的风险补偿，这反过来进一步推高了美债的融资成本。

第三，发达市场趋同重估。主权信用基本面趋同，英、德、法、日等国的国债收益率同步突破多年高位，显示出市场对高债务国家的差异化定价能力正在弱化。

第四，新兴市场分化承压。部分新兴市场因利差收窄而面临资本流出，部分因国内风险溢价走阔而承受额外压力，共同暴露于全球金融条件收紧的系统性冲击之下。

第五，投资者结构放大波动。央行退出、杠杆非银机构成为边际定价者，使主权债市场对利率和信用风险变化的反应灵敏度显著提高，局部冲击更易演变为系统性抛售。

第六，财政空间收窄。全球利率上升推高各国利息支出，挤压了应对未来冲击的财政政策空间，削弱了政府吸收风险的能力。

第七，主权信用担忧加剧。财政状况恶化进一步推升期限溢价和信用溢价，反馈至第一环，形成完整的反馈循环。

因此，全球主权债务风险已不再是孤立的国家议题，而是系统性的全球现象。任何一个环节的恶化都会通过传导链条被放大，并迅速扩散至其他环节。主权债市场因此进入了一个“高敏感、高联动、高波动”的新阶段。在此阶段，传统的“在风险来临时买入主权债”避险逻辑正逐渐失效，因为主权债自身的信用风险正在成为风险本身。

## 3、对全球资产定价体系的影响

主权债定价逻辑转变对全球资产配置具有深刻意义。过去，“寻找收益率”的主流策略是在发达经济体国债中追逐相对高收益，在新兴市场中博取利差。这一策略的可行性建立在美债作为稳定定价锚的前提之上。然而，当锚本身开始漂移，该策略的逻辑基础便遭到侵蚀。

第一，主权债的“无风险”属性需要被重新审视。在主权信用风险日益系统化的环境中，没有任何一个国家的国债可以被无条件视为“无风险”。美债面临信用溢价上升的



压力，日债受困于财政可持续性的长期疑虑，欧债则需承受区域内部分化的风险。投资者不能再依赖主权债作为无条件避险工具，而必须对不同主权债的信用质量进行精细化评估。

第二，主权债的投资决策将越来越依赖于对各国财政轨迹、央行可信度和政治稳定性的独立评估。那些拥有清晰财政规则、可信的中期整顿计划以及独立货币政策框架的国家，其国债将获得相对溢价；而那些财政纪律松弛、债务路径失控、政治不确定性高的国家，其国债将面临持续的抛售压力。主权债市场的定价权正从央行手中转移至财政基本面手中。

第三，全球安全资产的“舒适区”正在收窄。可供投资者无条件依赖的安全资产池在缩小。全球安全资产大致可分为三类：以美债为代表的 G7 主权债、黄金、以及部分超国家机构债券。G7 主权债的规模虽大，但其安全性正受到信用风险和期限溢价双重压力的侵蚀；黄金虽然不涉及主权信用风险，但体量远远无法替代主权债市场作为全球流动性池的功能。

## 五、结论

本文从沃什就任美联储主席的制度背景出发，系统分析了“缩表+降息”政策组合的内在逻辑、现实约束及其对全球主权债市场的传导效应。全文的核心判断可以概括为以下四点：

第一，沃什框架的本质是以缩表替代加息，为降息创造空间。其核心机制在于：通过监管放松降低银行对准备金的结构性需求，使美联储能够在不引发利率失控的前提下推进缩表。这一思路在理论上具有自洽性，但落地面临通胀粘性、供需矛盾、监管协调滞后以及美联储内部分歧的四重约束。

第二，缩表与财政扩张形成正面冲突，共同推升了美债长端利率。美联储减持国债回流市场，叠加财政部持续大规模发债，构成巨大的供给压力。私营部门承接能力有限，市场只能通过要求更高的期限溢价来完成出清。这一机制使得美债便利收益率被压缩、安全溢价被侵蚀，其根本原因在于美国财政纪律的结构性松弛。

第三，美债锚的松动正在引发全球主权债的系统性重估。美债利率上行通过利差、资本流动和投资者行为三条渠道向全球扩散：发达市场因主权信用基本面趋同而呈现收益率同步上行，新兴市场则因融资结构、传导不对称性和基本面差异而呈现显著分化。投资者结构从央行主导向杠杆非银机构转变，进一步放大了传导的幅度与速度。全球主权信用风险已不再是孤立的国家议题，而是系统性的全球现象。



第四，全球安全资产的定价基准正在发生不可逆的漂移。过去十年“寻找收益率”的策略建立在美债作为稳定定价锚的前提之上。当锚本身开始漂移，投资者将不得不面对主权信用风险差异化定价的世界。那些拥有清晰财政规则、可信整顿计划和独立货币政策框架的国家，其国债将获得相对溢价；而那些财政纪律松弛、债务路径失控的国家，则面临持续的抛售压力。

沃什已经上任，全球资产定价体系将在其“让市场重新定价”的框架中接受考验。市场能否在央行职能收缩的情况下平稳吸收美债供给，美联储能否在财政压力面前守住独立性边界，全球主权债的信任重构将以何种节奏展开，这些问题的答案将共同决定未来数年全球宏观金融的运行轨迹。

## 报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。