



主权风险重定价与发达经济体长端收益率的上行逻辑

国际合作部 | 邢磊

2026 年 8 月 25 日

摘要：

近期，全球主要发达经济体长期国债收益率出现一轮同步且大幅上行，美国 30 年期国债收益率突破 5.3% 创 2007 年以来新高，德国、法国、英国、日本等主要发达经济体长债收益率均触及多年乃至数十年高位。从主权信用风险视角来看，本轮收益率上行并非单纯的货币政策周期波动，而是主权信用风险重新定价的集中反映——全球财政纪律松弛、债务规模膨胀、传统债券买家结构性调整以及地缘政治冲击等多重因素交织共振，正在从根本上改写全球无风险利率的定价逻辑。

关键词：长端国债收益率；主权信用风险；货币宽松；债务规模

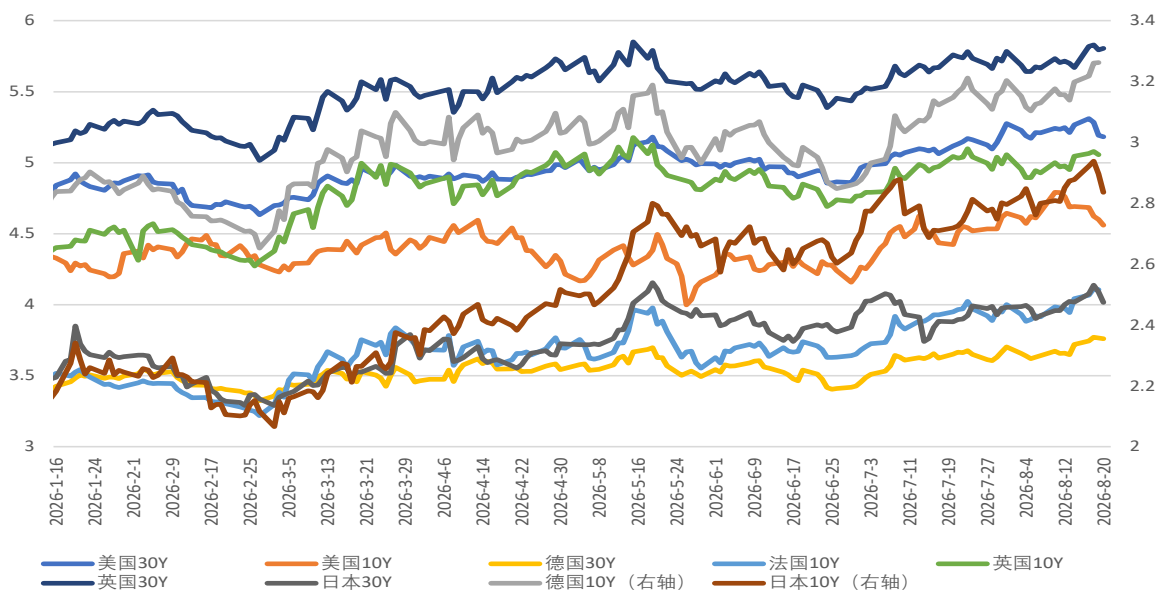
正文：

一、本轮长期国债收益率上行的基本图景及特征

自 2026 年 7 月以来，处于不同经济周期、不同货币政策立场的主要发达经济体长端国债收益率均出现不同程度上涨。8 月中旬以来，上行趋势愈发明显，全球主要发达经济体长端国债收益率同步出现大幅上行。综合近期市场变化，本轮全球长端国债集体上行存在三方面主要特征：

特征一，上行趋势的全球普遍性和同步性。美国 30 年期国债收益率突破 5.3%，创 2007 年以来新高；10 年期国债收益率升至 4.75% 附近，自 6 月底以来累计上行近 40 个基点，即使在美国财政部宣布流动性支持回购规模“至少翻倍”的救市决策后，仍然未能扭转美债收益率上行走势。欧洲和亚太发达经济体也面临相同困境，英国 30 年期国债收益率逼近 6%，为 28 年以来最高；10 年期国债收益率达到 5.06%，超出 2008 年金融危机以来最高水平。德国 10 年期国债收益率升至约 3.26%，30 年期升至 3.73% 左右，均创 2011 年欧债危机以来最高。法国 10 年期国债收益率一度突破 4.05%，创 2009 年以来新高。日本 10 年期国债收益率一度升至 2.95% 附近，创 1996 年 9 月以来新高；30 年期国债收益率升至 1999 年以来最高。

图 1 主要发达经济体长端国债收益率 (%)



数据来源：Investing, 大公国际整理

特征二，货币宽松需求加大或加息预期减弱环境下的走势悖行。2026 年中东地缘政治冲突爆发前，全球主要发达经济体整体处于货币宽松环境，在有效通胀治理背景下，各国央行货币政策重心转向经济刺激与稳定通胀的策略平衡，对经济刺激的更高需求带动各国央行总体处于货币宽松周期，美联储在过去近两年连续降息六次，欧洲央行同样处于降息通道。进入 2026 年以来，尽管中东地缘政治冲突推升了能源价格导致再通胀风险上升，全球主要央行政策走势出现分化，但仍维持在审慎的经济数据评估阶段，且随着战事缓和，各经济体通胀形势未大幅失控，欧央行 6 月小幅加息 25BP 后，7 月维持基准利率不变，美国 7 月以来通胀和就业数据缓和了加息预期，在市场总体处于降息需求更高或加息预期减弱背景下，市场实际走势却出现悖行。

特征三，远端期限溢价异常扩张。从旧金山联储的收益率分解数据显示，10 年期美债隐含的未来平均隔夜利率预期微降而期限溢价上行，且布鲁金斯学会研究院通过采用剥离短期政策干扰的 10y10y 远期收益率（“10 年后的 10 年期国债收益率”）数据显示，8 月中旬以来，各国 10y10y 远期收益率呈现同步上扬走势——法国上涨 14 个基点、英国 13 个基点、日本 11 个基点、意大利 10 个基点美国也上升了 5 个基点，充分显示出期限溢价重估的全球性表象。

基于前述本轮全球主要发达经济体长端国债收益率上行的特征，可以初步看出，本轮上行的驱动力已超越了单一国家的货币政策或经济周期框架，也不局限于新发债

供需总量的阶段性变化，而是一次全球层面的结构性因素共振，且突破了新债供给对市场吸收能力的考验，同时涉及存量主权债务的广泛抛售与持续重估。

二、主权信用风险视角下的成因分析

本轮全球发达经济体广泛性的长端国债收益率上行的特殊性，其成因是多方面因素交织形成。具体体现在债务供给和需求两端的结构性变化、财政与货币协调失衡的制度性原因。

债务供给端来看，各国政府财政赤字高企、国债持续放量发行，是本轮长端收益率上行的最根本结构性压力，但同时也伴随了地缘政治冲突和 AI 投资潮带来的资本市场融资需求的结构性转变。首先，多年来无视财政纪律的债务扩张已到了各国财政难以负荷的程度。从数据看，2025 年美国各级政府财政赤字率已达到 7.3%，各级政府债务规模突破 37.4 万亿美元，约占 GDP 比重 122.8%。欧盟同样面临严重的财政负担，欧洲央行《金融稳定报告》指出，欧元区国家公共债务占 GDP 比例普遍高于 60% 安全线，部分国家超过 100%，且经济下行和政治动荡带来的 10Y 国债收益率上升使得利息负担膨胀，进一步恶化财政基本面，叠加在全球技术革命带动经济转型升级的大周期切换节点，欧洲短期经济刺激与长期竞争力提升的需求都迫使其各成员国加大举债力度，也进一步加大了市场对其偿债能力的担忧。其次，地缘政治冲击在全球的多点频发和持续紧张，成为推动本轮收益率上行的重要催化剂。短期内，地缘政治冲击通过推高能源成本、恶化贸易条件等方面推升通胀预期，并直接推动了长端国债收益率走高，而长期内国防实力提升需求带来的全球防务开支新一轮扩张周期也加大了各国债务融资负担。再次，人工智能投资浪潮的兴起形成了私人部门投资对主权债券的“挤出效应”。AI 技术革命带来的长周期切换以及由此形成的长期投资收益预期与主权信用的衰退形成鲜明对比。AI 企业较长投资回报的特征决定其长久期高估值股权融资或长期限债券融资的需求特征，从而带来了创纪录的科技板股市高涨和发债浪潮，这一资本市场的结构性变化分流了原本可能流入主权债券市场的资金，从而进一步加剧了主权债市场的供需失衡。因此 AI 科技领域私人部门的高信用、巨额融资需求正在对主权债务融资形成“挤出效应”。

债务需求端来看，买家结构调整使主权债市场的信用敏感性上升。美债的主要买家历来是外国官方机构与美联储，但近年来这两大传统买家的持有量趋势性回落。外国官方机构受储备多元化、地缘风险、利差对冲成本上升、财政可持续性担忧等多重因素驱动，转向增配黄金等非美安全资产作为替代；美联储则在缩表中被动减持。尽

管二者所持美债存量仍大，但已不再是新增发行的核心边际承接者，美债需求端转向资本市场中的商业化金融机构转移。这些主体对主权信用风险的敏感度远高于官方机构，对投资收益、风控指标、汇兑成本的约束更加严格，直接推高长端期限溢价对财政供给、流动性环境、信用预期的波动弹性。这一结构性变化，就会呈现出财政可持续性一旦被质疑，风险会直接通过期限溢价跳升反映到长端利率中的放大效应，也就意味着美债利率对主权信用质量变化的反应将更加剧烈。

制度性成因来看，财政的过度扩张导致财政与货币政策难以协调配合，从而使长端国债收益率曲线由货币主导向财政主导倾斜。政府债务规模累计到高风险区间时，货币政策将无法独立锚定通胀目标，而不得不被动适应财政的融资需求。当市场形成对这一制度性转变的集体预期时，就会加重对政府财政状况进一步恶化的担忧，市场对政府长期偿债能力的质疑必然上升，这种质疑反映在市场定价中，将转化为投资者对更高风险溢价的要求，以补偿持有长期主权债务的风险，这一情绪反映到市场决策中，不仅使新发债拍卖遇冷，也导致存量长期国债遭到抛售。

三、主权信用风险视角下的潜在影响

主权债长端收益率上行与主权信用风险之间并非单向的因果关系，收益率上行既是主权信用风险恶化的价格信号，其本身也是加剧主权信用风险恶化的重要驱动力。这种双向反馈机制如果在全球范围内形成自我强化循环，有可能引发较大范围的主权信用风险和金融市场风险。

首先，财政基本面恶化，并进而与主权信用风险形成自我强化循环。收益率上行最直接、最可量化的影响就是主权债务利息支出的急剧膨胀。利息支出不同于可自由裁量的财政支出，它不受政策调整的弹性约束，属于必须按期支付的“刚性成本”。当利息支出在财政支出中的占比持续攀升时，主权政府的财政灵活性将被系统性压缩，信用基本面随之恶化。在财政赤字率和政府债务负担率已经高企的背景下，这种财政空间的进一步压缩将恶化主权信用基本面，并反馈至主权债券收益率的进一步上行，形成自我强化的恶性循环。

其次，债务可持续性风险攀升，并累积为再融资风险的集中化。除压缩财政空间外，长端债券收益率上行还将直接威胁各国存量债务可持续性。当实际利率持续高于经济增长率时，债务负担率将随之上涨。此时再融资需求将面临利息支出的上涨带来的政府再融资成本的上升，为限制更长期限债务形成的高成本压力，许多国家选择暂停长期限债券发行。然而，缩短久期虽然能在短期内降低长端利率上升带来的直接冲

击，但也会从另一个维度累积风险，即构成再融资风险的集中化。根据 OECD 数据，2025 年全球再融资规模达到 13.5 万亿美元新高，占借款总额的近 80%，而截至 2025 年初，近 45% 的 OECD 主权债务将于 2027 年前到期，已反映出短期主权债务集中到期和再融资压力的显著上升。

再次，长端收益率的上行将传导至金融市场，形成全球资产定价重估。长端美债收益率一直被认定为全球资产定价锚，本轮以美国为代表的全球主要发达经济体长端债券收益率的集体上行将通过贴现率、资金机会成本等渠道对全球大类资产形成广泛性传导，全球固定收益资产将面临价值重估。对于前期高杠杆投资人，可能面临较大资产重估风险。

最后，主权信用风险的上升还可能通过跨境资本流动等渠道在全球范围内传导和放大。特别是新兴市场面临资本外流和本币贬值压力，对于尚处于脆弱修复期且自身债务负担较重的国家而言，政策决策难度将显著加大，甚至可能出现主权信用违约风险。

综上分析，本轮全球主要发达经济体长期国债收益率的同步大幅上行，其本质是全球主权信用风险定价模式的深度转换。站在主权信用风险视角，此次上行带来的潜在长期趋势变化值得关注：第一，AI 投资、能源转型、国防扩支和主权融资的需求同时增长时，全球资本需求的扩张出现结构性转变而非周期性，这意味着长端利率的系统性上移可能具有持久性，对各国财政可持续性提出考验，并可能形成结构性分化。第二，财政主导的收益率走势可能成为新的宏观和市场走势常态。这对全球央行独立性和政策可信度也提出新的挑战，央行信誉的侵蚀可能进一步推升期限溢价。第三，主权信用风险与资本市场基准利率之间的自我强化反馈可能形成非线性冲击，有可能对部分财政脆弱国家的财政崩塌形成加速效应。



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合法性、真实性、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或决策依据。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。