



大公国际：美债收益率突破 5%的逻辑演变与市场展望

技术研究部 涂文婕

2026 年 5 月 21 日

摘要：美债收益率是全球资产定价之锚，对各类资产估值具有重要影响。2026 年 5 月，美国 30 年期国债收益率多次突破 5% 关口，并触及 5.18% 的阶段新高，创下近 20 年来最高纪录。回顾近年“破 5”事件，其驱动逻辑经历了深刻演变，从聚焦美联储政策的博弈，转向对长期通胀风险和财政可持续性的重新定价，表明市场对通胀风险和财政风险的补偿要求正在提升。地缘政治冲突引发的能源供给冲击，人工智能产业投资热潮下的结构性通胀压力，财政赤字扩大导致的债务压力进一步加剧了市场担忧，共同构成了本轮上行的核心驱动力。其影响正通过多个渠道在市场传导：债券市场期限溢价上升、一级市场拍卖需求走弱，资本市场出现股债分化、科技股主导的特征明显等；全球层面则面临美元回流、日元贬值压力以及新兴市场资本外流等问题。展望未来，美债收益率走势或将主要取决于中东地缘冲突演进所导致的美国通胀走势、财政赤字走向以及美联储新领导层的政策选择等因素，4.75%至 5.25%或将成为长期利率的新波动区间。对中国市场而言，中美利差倒挂一定程度上压缩了货币政策空间，央行将更多依赖结构性政策工具支持实体经济，需密切关注汇率波动、跨境资本流动以及利差变化可能带来的债市风险，尤其是外资持债占比较高的关键期限品种可能面临阶段性调整压力。

一、近年来美债 30 年期收益率破 5%的逻辑演变与比较

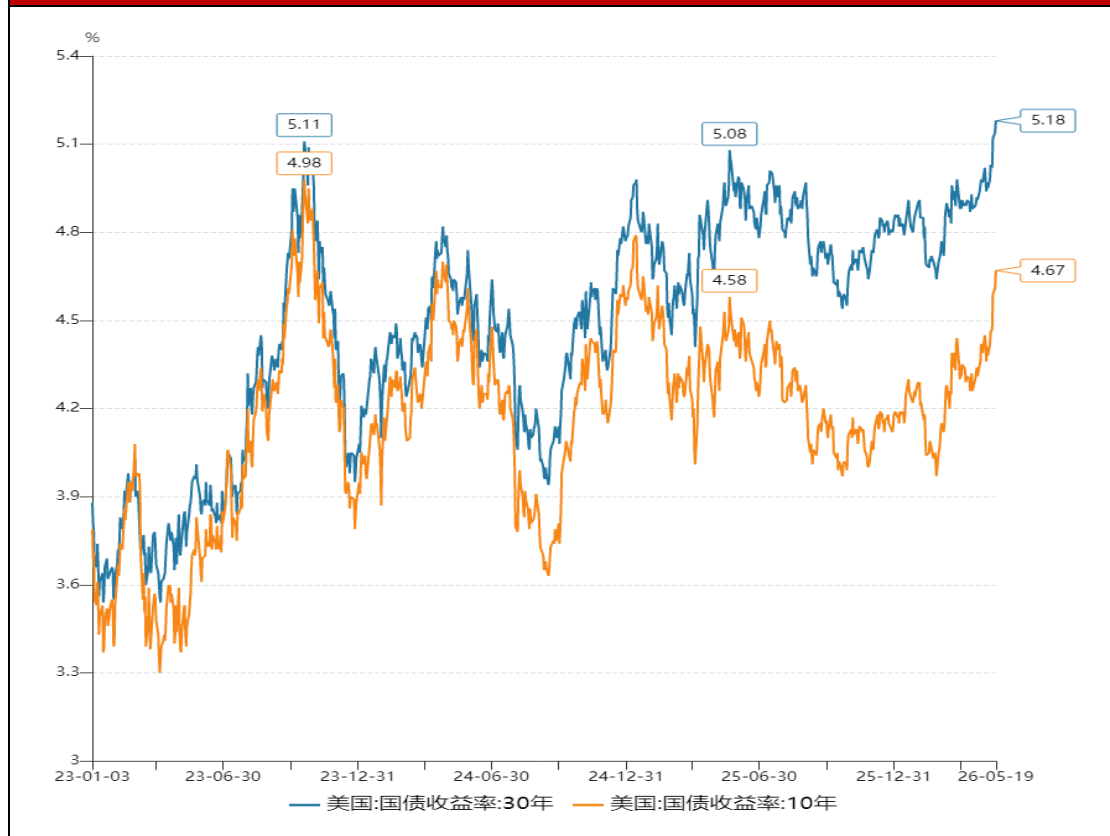
2023 年 10 月美债收益率突破 5%，是市场对美联储激进加息周期的反应。一方面，为遏制高通胀，美联储自 2022 年起将联邦基金利率从近零水平迅速推升至 5.25%-5.50% 的紧缩区间。2023 年，尽管整体通胀有所回落，但核心通胀仍高企，美联储官员密集释放“高利率将持续更长时间”的鹰派信号，市场降息预期大幅降温，直接推升长期美债收益率。另一方面，财政与供需压力问题。2023 年美国财政赤字扩大至近 1.7 万亿美元，同比增长 23%，财政部为弥补赤字缺口大幅增加发债规模。与此同时，美联储通过量化紧缩减持国债，而中国、日本等海外央行持续减持美债，私人投资者购买意愿减弱，供需失衡进一步加剧，共同推动 30 年期美债收益率突破 5%。

2025 年 5 月美债收益率再度破 5%，其核心逻辑转向美元信用与财政可持续



性的问题。一方面，通胀压力与降息预期落空构成直接原因。受中东地缘冲突影响，国际油价持续飙升，美国 2025 年 4 月 CPI 同比上涨 2.31%，核心通胀回落速度慢于预期，显示通胀黏性依然存在。年初的降息预期迟迟未到，利率期货市场甚至开始定价未来重新加息的可能，债券投资者因此要求更高的期限溢价以补偿通胀风险。另一方面，财政赤字与债务压力达到临界点。美国联邦债务总额突破 36 万亿美元，2026 财年赤字预计达 1.9 万亿美元，财政部被迫大量增加长债供给。穆迪于 2025 年 5 月将美国长期主权信用评级下调至 AA+，一定程度反映出市场对财政信心发生变化。对等关税政策动摇了全球贸易秩序与美元根基。与此同时，日本作为最大海外持有者，在国内通胀高企及加息预期下，资金回流本土，进一步放大了美债抛压。

表 1：2023-2026 年美国国债收益率走势



数据来源：WIND，大公国际整理

在 2026 年 5 月 13 日的拍卖中，30 年期美债收益率以 5.046% 的中标利率创下近 20 年纪录。与前两次相比，本轮呈现出三个特点。

特点一：政策利率下行背景下长端利率反升。2023 年 10 月联邦基金利率处于 5.25%-5.50% 的紧缩周期顶点，长端收益率走高是对加息政策的追赶。而本轮政策利率已从高点回落至 3.75% 左右，30 年期收益率却不降反升，揭示了市场定



价逻辑的转变，更高的期限溢价体现出，投资者对持有长期国债所要求的通胀风险补偿、财政风险补偿正在提升。

特点二：从短期政策博弈转向多重结构性压力。2023年和2025年的破5%，核心围绕美联储何时降息、降息多少进行博弈，聚焦短期政策路径。而本轮破5%背后多种因素，一是伊朗局势持续升级导致霍尔木兹海峡被封堵，国际油价长期维持高位，通胀压力显著回升。二是人工智能领域的竞赛式发展推动内存芯片价格暴涨，形成结构性通胀压力。三是联邦债务总额突破39万亿美元，年度利息支出超过1.2万亿美元，借新还旧的财政循环使市场对美国债务可持续性的担忧不断上升。

特点三：一级市场确认5%成为新的融资基准。与前两次破5%主要停留在二级市场交易层面不同，美国财政部以5.046%的中标利率发行了250亿美元30年期国债，这是自2007年全球金融危机以来，该期限国债拍卖收益率首次达到5%以上。这意味着5%可能是新利率区间基准，美国国债作为全球资产的定价逻辑正经历深刻重构。

二、美债长端利率破5%的市场反应与影响路径

美债30年期收益率突破5%，作为全球金融市场的定价基准，其冲击会通过多条渠道向不同市场传导。从美国市场反应来看，呈现以下特征：

（一）债券市场：期限溢价提升与一级市场遇冷

债券市场，最明显的转变是收益率曲线形态的变化。2023年10月的破5%期间，市场反应主要表现为对紧缩政策的追赶，收益率曲线呈现短端收益率上行幅度大于长端的特征，反映出市场的核心关切仍是美联储的短期政策利率路径。而2026年5月，市场反应则呈现长端收益率上行幅度显著超过短端的形态。这一转变具有重要的信号意义：市场对长期因素的担忧，包括财政赤字失控、长期通胀预期上升、债务可持续性等，正在超越对短期政策利率的关注，期限溢价不断提升。

另一个值得关注的变化是一级市场吸引力的下降。2023年尽管收益率走高，但国债拍卖尚能维持基本需求。而到了2026年5月，30年期国债拍卖投标倍数仅为2.303，创下6个月新低¹，显著低于近期均值。美国银行为此提出了设立“反向认购窗口”²的非常规债务销售策略，传统的公开竞价发行模式正在承受压

¹ 数据来源：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1865123737716912202&wfr=spider&for=pc>

² “反向认购窗口”（reverse inquiry window），财政部直接向终端投资者发债，绕开传统拍卖机制，以期在需求端精准发力，遏制长端利率进一步攀升。



力，财政部可能被迫考虑更为激进的债务管理策略，这一动向本身已发出警示信号。

（二）资本市场：股债分化与科技股主导的行情

在股票市场，2023年10月收益率破5%期间，美股经历了回调，标普500指数当月下跌约2.2%，呈现“股债双杀格局”。然而，2026年尽管30年期收益率突破5%、10年期收益率升破4.5%，美股却屡创新高，标普500与纳斯达克指数均刷新历史纪录。

支撑这一格局的是少数科技巨头的强势表现。标普500指数前十大成分股占总市值比重已超过40%³，远超2000年互联网泡沫时期27%的水平。历史表明，资产泡沫往往会在长期利率急剧上升的过程中走向终结。当无风险利率可以提供5%的确定性回报时，高风险股票的相对吸引力将大幅削弱，资金从股市向债市轮动的压力正在积聚。

根据美联储半年度金融稳定报告⁴，公司债券市场的信用利差已大幅扩大，美国国债和股市的流动性持续处于低位。在此背景下，融资成本上升将对高杠杆企业构成直接冲击，尤其是那些依赖持续再融资的商业模式面临严峻考验。私募信贷市场、商业房地产贷款以及低评级企业债成为最脆弱的环节。如果长端利率维持在5%以上较长时间，企业再融资压力将显著上升，违约风险可能随之抬头。

（三）全球市场：美元回流、日元危机与新兴市场困境

在全球层面，美债收益率破5%的影响通过汇率、利差和资本流动三条渠道向外传导。

第一，从美元汇率看，美债收益率上行提升了美元资产的吸引力，推动资本回流美国，美元指数走强。但本轮美元与原油价格呈现罕见的同步上涨，两者正相关性加强。这主要是因为美债收益率大幅上行导致债券价格下跌，美债失去传统避险功能，资金转而同时涌入美元现金和能源商品。对于依赖能源进口的新兴市场而言，美元升值推高了进口成本，原油涨价进一步恶化贸易条件，形成双重压力。

第二，从日元看，日本作为美债最大海外持有者，其投资行为变化对美债市场影响显著。日本国内通胀持续高于央行目标，市场加息预期升温，日债吸引力上升。与此同时，为阻止日元过度贬值，日本连续三次动用约5.4万亿日元干预汇市，这意味着日本央行需要减持美债以获取干预资金，进一步放大了美债抛压。

³ 数据来源：https://m.cnfin.com/yw-lb/zixun/20260518/4413688_1.html

⁴ 资料来源：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1830411650671356091&wfr=spider&for=pc>



第三，从新兴市场看，外部金融条件收紧并非短期现象。那些外债高企、外汇储备薄弱、经常账户赤字严重的国家，面临资本外流和债务可持续性的严峻挑战。

三、展望：站在十字路口的全球金融市场

（一）未来影响美债收益率走势的主要因素

展望 2026 年下半年乃至 2027 年，美债收益率的走势或将取决于三个核心变量的博弈：中东地缘冲突的演进所导致的美国通胀走势、美国财政政策的走向以及美联储新领导层沃什的政策选择。

第一，中东地缘冲突的走向。若美伊冲突持续或霍尔木兹海峡通行未恢复，油价可能维持高位或进一步上涨，推升通胀预期，促使投资者要求更高美债收益率以补偿通胀风险，美债收益率易上难下。反之，若冲突缓和、海峡恢复通行，油价回落，通胀压力缓解，美债收益率可能阶段性回落。

第二，美国财政政策走向。中期选举的结果将决定国会力量格局，进而影响财政赤字扩张的速度。若美国继续扩大财政赤字，增加国债发行规模，市场供给过剩将推高美债收益率。若财政政策转向紧缩，减少赤字和发债需求，可能缓解收益率上行压力。此外，财政政策对经济增长和通胀的预期影响也会间接作用于美债收益率。

第三，美联储新的政策选择。凯文·沃什接任美联储主席后，其政策取向将成为关键变量。市场认为沃什可能推行“短端降息托底、长端缩表控通胀”的结构性货币政策。这意味着美联储将减少通过持续购债来压低长端利率，债市可能因此进一步抛售长债以提前定价缩表预期。

（二）未来美债收益率走势及启示

在基准情景下，30 年期美债收益率将维持在 4.75%-5.25% 的区间内震荡。这一情景假设中东冲突不会进一步升级导致油价突破 120 美元/桶，而美联储在沃什的领导下维持观望姿态，既不降息也不加息，允许高利率持续更长时间来压制通胀。在这一环境下，10 年期收益率将锚定在 4.5%-4.75% 区间，这将在一定程度上为长债提供支撑。

上行情景的风险，即 10 年期收益率向 5% 迈进、30 年期向 5.5%-6% 区域突破。假如伊朗局势恶化导致霍尔木兹海峡长期关闭、油价升至 120 美元/桶以上；特朗普政府推出新一轮减税政策进一步扩大赤字；同时 AI 投资热潮推动核心通胀回升至 4% 以上。美联储或将被迫重启加息。这将引发全球风险资产的剧烈调整，



高收益债券利差急剧走扩，新兴市场或将面临债务危机。

对投资者而言，5%美债收益率时代带来三重启示。首先，3.5%至5%将成为未来长期利率的波动区间，所有基于低利率假设的估值模型和投资策略都需要修正。其次，市场的关注重点正在发生变化。过去，投资者最关心的是美联储何时降息、降多少，因为这直接决定了短期资金成本。但现在，投资者需要转向评估更长时间的三大风险：通胀是否会失控、财政赤字是否会恶化、全球经济是否会更加动荡。最后，财政可持续性正取代货币政策成为市场焦点。当年度利息支出超过1.2万亿美元、占税收25%时，美债的无风险属性正遭遇挑战。对于持有美元资产的投资者而言，需对风险保持警惕。

（三）美债利率走势对中国市场的影响

美债收益率上升会增强美元资产的吸引力，推动全球资本回流美国，人民币或面临阶段性贬值压力。当中美利差倒挂加深时，跨境资本可能从中国债券市场和外资持股较多的领域流出。不过，若中国经济基本面保持韧性、人民币汇率预期稳定，部分资金仍可能因增长潜力和避险属性继续流入，形成双向博弈格局。

5月11日，中国人民银行发布《2026年第一季度货币政策执行报告》。报告延续“适度宽松”的货币政策总基调，十年期国债收益率短期内预计在1.75%-1.90%区间震荡。中美利差倒挂在一定程度上限制了中国央行的货币政策空间。为兼顾汇率稳定与资本流动平衡，央行在动用降息等总量宽松工具时会更加审慎，更多依赖结构性政策工具，如定向降准、再贷款、科技创新和碳减排支持工具等，来精准支持实体经济。

国内债券市场或受外资阶段性减持影响出现短期波动，需密切关注汇率、跨境资本流动及利差变化所带来的债市风险，尤其是外资持债占比较高的关键期限品种，可能面临阶段性调整压力。然而，市场长期走势仍由国内经济基本面、信贷需求及流动性环境主导。总体而言，中国货币政策将坚持“以我为主”的基调，在外部不确定性中保持足够的政策定力。



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。