东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宏观周报 20260524

加息预期仍“过热”，美债利率如何展望？——海外周报 20260524

2026 年 05 月 24 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 张佳炜
执业证书：S0600524120013
zhangjw@dwzq.com.cn
证券分析师 韦祎
执业证书：S0600525040002
weiy@dwzq.com.cn
证券分析师 王茁
执业证书：S0600526010001
wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点：**美伊冲突向好的信号带动本周市场风险偏好修复，风险资产普遍反弹，欧美市场表现分化：欧洲债券收益率显著下行带动欧洲主要股指反弹，通胀和增长预期、美联储鹰派信号带动加息预期继续升温，美债利率居高不下，令美股跑输其他主要股指，黄金、白银下跌。我们认为，**美国经济并非“过热”，而是由 AI 与能源双轮驱动带来的更加 K 型的经济结构，这意味着市场对于加息预期可能存在错误定价**。就美债利率走势而言，**短期取决于油价和 Fed Put，年内预计维持 4.2-4.8%震荡，中长期看，特朗普大概率在中期选举中失去横扫优势，**博彩网站显示共和党输掉众议院、参议院的概率分别为 81%、45%，**这意味着美国经济在 2027 年面临紧财政压力，10 年美债利率大概率下破 4%。**

■ **大类资产：**本周（5 月 18 日-5 月 24 日），**美伊冲突向好的信号带动市场风险偏好修复，风险资产普遍反弹，逆转上周因全球债券收益率快速上行而来的跌势**。期间，**欧美市场表现分化**：欧洲偏弱的通胀和 PMI 数据令年内加息预期有所收窄，加之英国政治不确定性和财政纪律担忧缓释，英国和德国长期债券收益率显著下行，带动欧洲主要股指反弹；相较之下，**美国稳健的经济数据和增长预期、偏鹰派的 4 月 FOMC 会议纪要和美联储理事沃勒的鹰派发言令美债利率居高不下**，2 年美债收益率加速延续攀升，10 年美债收益率在周中加速上行后回落，全周相较上周仅略有下行，紧货币交易下，本周美股跑输全球其他主要股指，黄金、白银下跌。

■ **美债利率展望：**总结来看，**近期美债收益率的上行更多来自通胀预期和增长预期带来的中期（2026 年底至 2027 年）加息预期**，其中，前者高度取决于美伊冲突和油价走势，对于后者，我们**认为市场可能存在错误定价，需要等待 Fed Put**。当前和短期内美国经济并非“过热”，而是由 AI 与能源产业双轮驱动带来的更加 K 型的经济结构，美联储看重的劳务市场等传统经济部门仍然疲软。这意味着，当前市场对于 2026 年底至 2027 年的加息预期可能过度，而打破这一错误定价不仅仅需要看见油价中枢的回落，也需要美联储出面安抚市场。**中期看，油价中枢的抬升、美国增长韧性使得年内 10 年美债利率更可能维持 4.2-4.8%的区间震荡；中长期看，若特朗普在中期选举中输掉参众议院，则美国将在 2027 年面临紧财政的现实，则美债利率可能出现大幅下行**。

■ **海外经济：本周彭博美国经济意外指数小幅回落，欧元区经济意外指数有所回暖。**本周亚特兰大联储 GDPNow 高频预测模型对 26Q2 美国 GDP 环比年率预测值上修至 4.3%，其中库存变动是主要贡献项，私人消费、设备投资环比增长同样显著，前者部分来自 26Q1 的低基数，后者则反映了 AI 产业的高景气对设备固定资产投资的拉动效应。此外，本周标普发布的 5 月 PMI 显示，除美国以外主要经济体服务业增长乏力，在美伊冲突带来的高油价环境下，全球滞胀压力加剧。

■ **货币政策：**北京时间 5 月 22 日，沃什（Kevin Warsh）在美国白宫宣誓就任美联储主席。特朗普出席就职仪式并发表长篇讲话，表示希望沃什能够“完全独立地工作”，但同时称新主席能够采纳他的观点：“不必抑制经济繁荣，强劲的增长并不会导致通货膨胀”。沃什的发言未过多谈及货币政策立场，但他表示“希望效仿格林斯潘主席的方式”来履行这一职责，而这对应更加“神秘”和“不透明”的美联储风格。

■ **风险提示：**中东局势发展超预期；特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

相关研究

《双向波动加剧，科技成长仍是主线》

2026-05-24

《每周宏观经济和资产配置研判—20260518》

2026-05-19

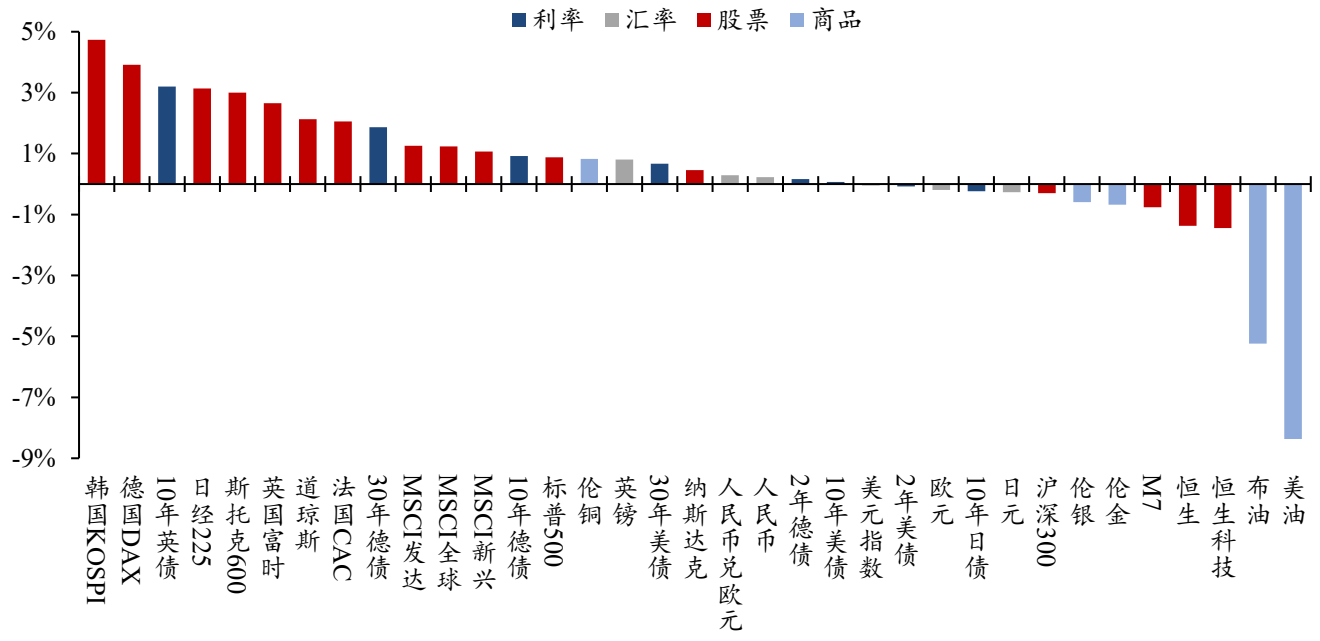
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 大类资产

1.1. 本周回顾

本周（5 月 18 日-5 月 24 日），美伊冲突向好的信号带动市场风险偏好修复，风险资产普遍反弹，逆转上周因全球债券收益率快速上行而来的跌势。期间，欧美市场表现分化：欧洲偏弱的通胀和 PMI 数据令年内加息预期有所收窄，加之英国政治不确定性和财政纪律担忧缓释，英国和德国长期债券收益率显著下行，带动欧洲主要股指反弹；相较之下，美国稳健的经济数据和增长预期、偏鹰派的 4 月 FOMC 会议纪要和美联储理事沃勒的鹰派发言令美债利率居高不下，2 年美债收益率加速延续攀升，10 年美债收益率在周中加速上行后回落，全周相较上周仅略有下行，紧货币交易下，本周美股跑输全球其他主要股指，黄金、白银下跌。全周来看，科技股的强劲反弹带动韩国 KOSPI 指数上涨 4.73%，领涨全球主要市场，德国 DAX、日经 225、斯托克 600、英国富时指数涨幅居前；而与此同时，美伊谈判取得进一步进展的信号逐步增多，原油在周内持续下行，WTI 原油大跌 8.37%，再度跌破 100 美元/桶关口。在美债利率高企的压制下，本周美股 M7、恒生指数均收跌。

图1：本周（5 月 18 日至 5 月 24 日）大类资产回报率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

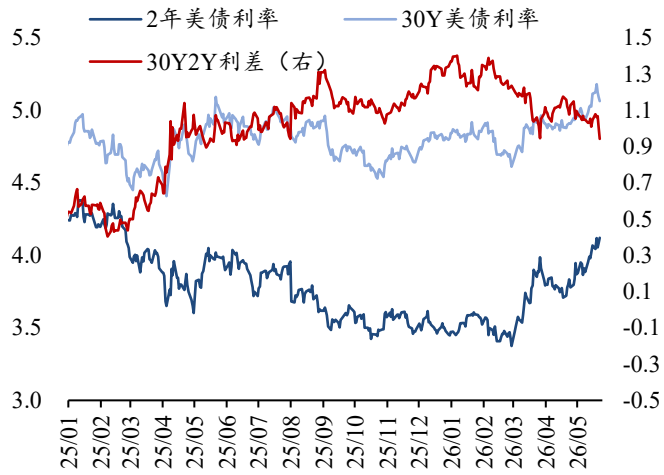
1.2. 美债利率展望

本周美债收益率在高位震荡，长、短端利率走势分化，曲线趋平。期间，自上周五美债收益率的飙升以来，本周二美债收益率再度加速上行，带动美股回调。从成因来看，如图 2 所示，自上周五至本周三，期限利差是美债收益率上行的边际驱动，这主要来自上周以来非美发达经济体长端利率上行的外溢影响；近一个月以来，与加息预期密切相

请务必阅读正文之后的免责声明部分

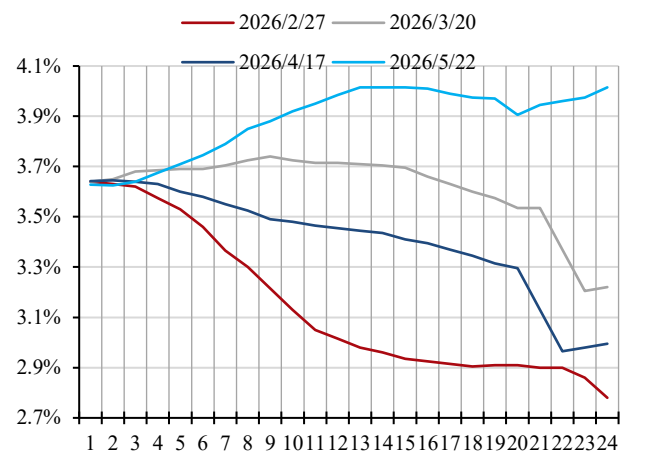
关的 2 年美债利率是美债收益率上行的主要贡献，这主要来自通胀和增长预期及其带来的加息预期的上修。如图 3 所示，近一个月以来，联邦基金期货隐含的未来 24 个月美国政策利率曲线已经全线大幅上移，近端的降息预期已转向加息预期。而本周后半周，期限利差快速回落，加息预期则延续升温，30 年-2 年美债利差迅速收窄。

图2：2 年、30 年美债利率及利差



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

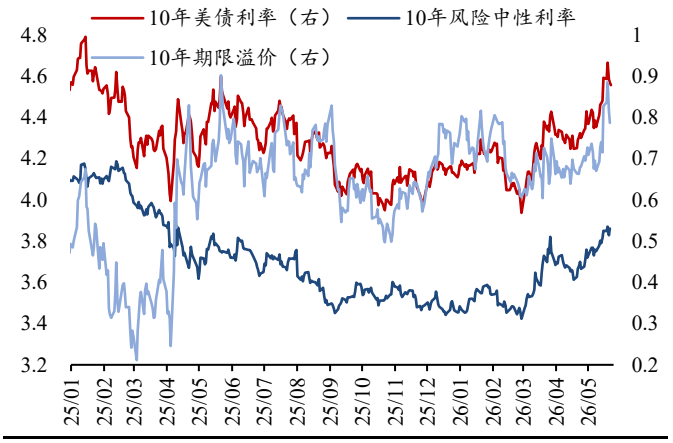
图3：联邦基金期货隐含政策利率路径



数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为月份

从不同视角对 10 年美债利率的拆分同样可见，因通胀和增长预期而来的加息预期是近期美债利率居高不下的主要原因。从风险中性利率与期限溢价视角来看，后半周，10 年期限溢价迅速回落，而反映货币政策的风险中性利率则高位震荡；从实际利率与通胀预期视角来看，周三以来，对美伊冲突前景的乐观预期令 10 年期通胀预期显著下行，而隐含政策利率路径和增长预期的 TIPS 实际利率则仍在高位。

图4：风险中性利率、期限溢价与 10 年美债利率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图5：通胀预期、实际利率与 10 年期美债利率

数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为月份

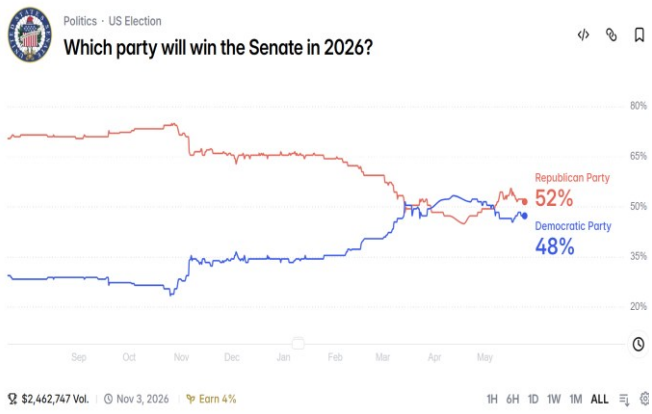
展望看，美债利率的上行何时逆转？我们认为，短期取决于油价和 Fed Put，中期预计维持震荡，中长期 10 年美债利率有望下破 4%。

总结来看，**近期美债收益率的上行更多来自通胀预期和增长预期带来的中期（2026 年底至 2027 年）加息预期**，其中，**前者高度取决于美伊冲突和油价走势，对于后者，**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

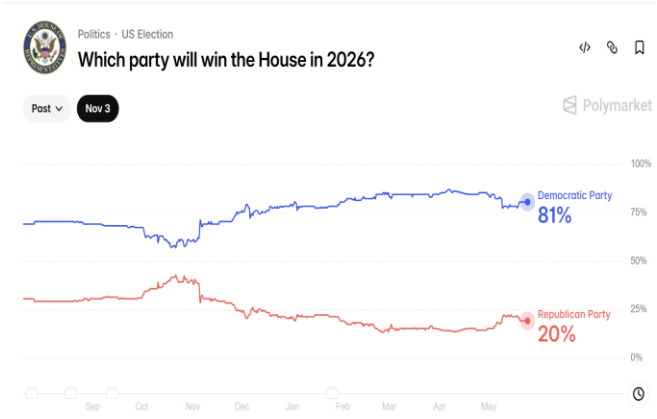
我们认为市场可能存在错误定价，需要等待 Fed Put。当前和短期内美国经济并非“过热”，而是由 AI 与能源产业双轮驱动带来的更加 K 型的经济结构，美联储看重的劳务市场等传统经济部门仍然疲软。这意味着，当前市场对于 2026 年底至 2027 年的加息预期可能过度，而打破这一错误定价不仅仅需要看见油价中枢的回落，也需要美联储出面安抚市场，例如 FOMC 票委表态打消市场对于 2027 年“过度”定价的加息预期。中期看，油价中枢的抬升、美国增长韧性使得年内美债利率更可能维持 4.2-4.8%的区间震荡；中长期看，特朗普大概率在中选中失去横扫优势，博彩网站显示共和党输掉众议院、参议院的概率分别为 81%、45%，这意味着美国经济在 2027 年面临紧财政压力，则美债利率可能出现大幅下行，10 年美债利率可能下破 4%。而如果增长预期被证伪、或加息预期打消，则美债利率的回落对美股和大宗商品而言都将是风险缓释。

图6：市场对 2026 年美国中期选举参议院选举预期



数据来源：Polymarket、东吴证券研究所

图7：市场对 2026 年美国中期选举众议院选举预期



数据来源：Polymarket、东吴证券研究所

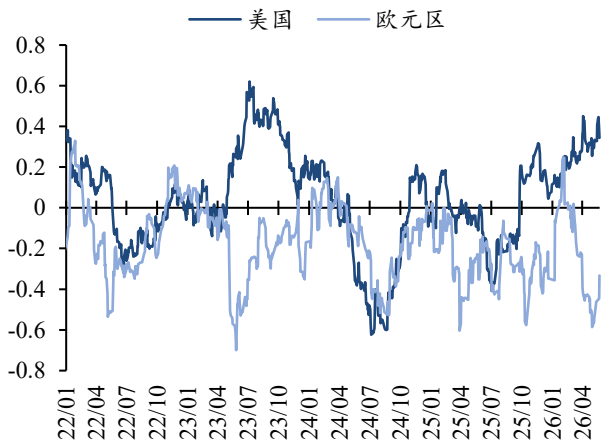
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 海外经济

2.1. 本周回顾

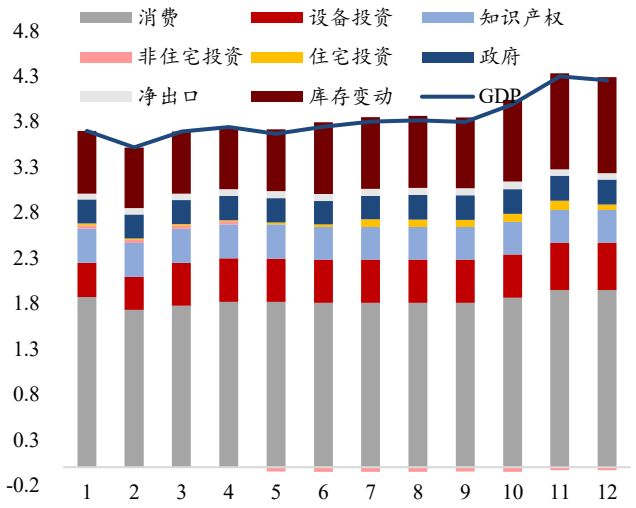
本周公布的美国地产、首申失业金等数据好于预期，密歇根大学消费者信心指数则逊于预期大幅走低，彭博美国经济意外指数小幅回落。主要受企业景气数据提振，本周彭博欧元区经济意外指数有所回暖。值得注意的是，本周数据发布后，亚特兰大联储 GDPNow 高频预测模型对 26Q2 美国 GDP 环比年率预测值上修至 4.3%，其中库存变动是主要贡献项，私人消费、设备投资环比增长同样显著，前者部分来自 26Q1 的低基数，后者则反映了 AI 产业的高景气对设备固定资产投资的拉动效应。

图8：美国、欧元区经济意外指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图9：GDPNow 对 26Q2 美国 GDP 环比年率及分项预测值

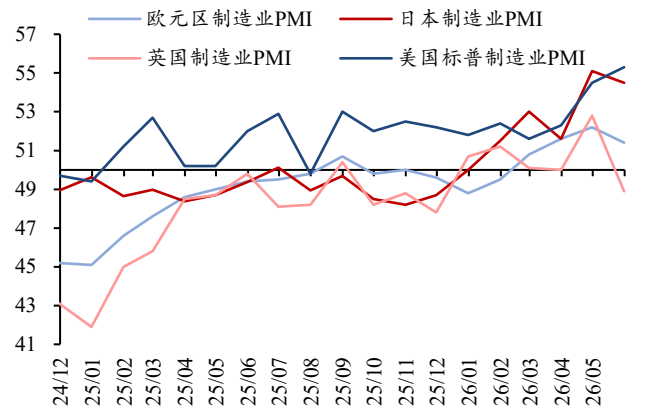


数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，横轴单位为预测的次数

与此同时，本周标普发布的 5 月 PMI 显示，除美国以外主要经济体服务业增长乏力，在美伊冲突带来的高油价环境下，全球滞胀压力加剧。具体来看，5 月欧元区、英国与日本制造业 PMI 均回落，其中英国制造业 PMI 大幅降至荣枯线以下；服务业方面，美国、欧洲与日本 5 月服务业 PMI 景气均有不同程度的下行，其中欧元区由 47.6 进一步下滑至 46.4，为 63 个月以来新低，英国由 46.5 大幅下行至 42.9，为 64 个月以来新低。作为服务业占主导的经济体，服务业指数的持续疲软令欧洲的增长压力凸显。据标普 PMI 报告所述，制造业和服务业投入价格指数在 5 月加速上涨，欧洲新订单和新出口订单均疲软，而成本压力的激增是企业生产活动放缓的最主要因素；美国方面，虽然制造业指数延续改善，但也部分来自企业在涨价压力前的提前补库行为；并且，成本压力的加剧不仅令销售活动放缓，也加剧了失业问题。

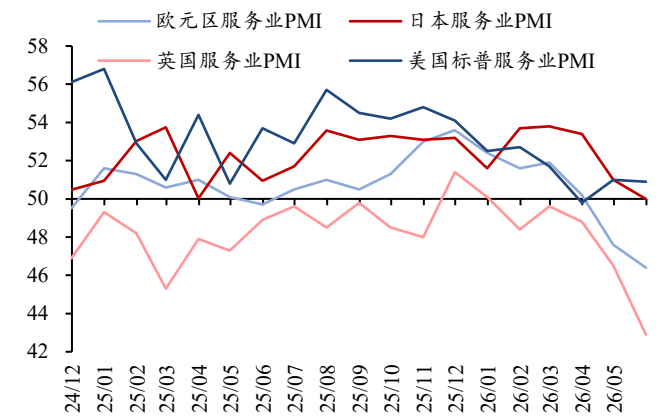
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图10：主要经济体标普制造业 PMI



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：主要经济体标普服务业 PMI



数据来源：彭博、东吴证券研究所

2.2. 货币政策：沃什宣誓就任美联储主席

北京时间 5 月 22 日 23:00，沃什（Kevin Warsh）在美国白宫宣誓就任美联储主席，并同时担任美联储 FOMC 主席，任期为四年。特朗普出席就职仪式并发表长篇讲话，随后沃什发表简短讲话。特朗普表示，希望沃什能够“完全独立地工作”，“能够做自己想做的事情”，但同时，特朗普称新主席能够采纳他的观点：“不必抑制经济繁荣，强劲的增长并不会导致通货膨胀”。此外，特朗普表示，美联储的其他政策制定者“会自行做出决定”，但“会一直听从沃什的意见”。对于沃什的发言，尽管其未过多谈及货币政策立场，但他表示“希望效仿格林斯潘主席的方式”来履行这一职责，而这对应更加“神秘”和“不透明”的美联储风格。

从上述特朗普充满“矛盾性的”发言内容来看，特朗普虽然声称对美联储主席“独立性”的支持，但其对增长和通胀的观点仍鲜明表达了对货币政策立场的偏好；并且，在当前高油价和通胀上行风险下，4 月 FOMC 会议纪要和美联储理事沃勒的鹰派发言均显示，FOMC 委员正在审慎考察加息的可能性，并且委员内部的分歧始终存在。对于新任美联储主席沃什而言，统一 FOMC 委员的观点仍然充满挑战。

3. 风险提示

中东局势发展超预期；特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn