

美债收益率飙升下的全球资产重定价

报告日期 2026—6-1

宏观

专题报告

◇ 近期，美国 10 年期与 30 年期国债收益率快速攀升，已成为扰动全球金融市场的核心主线。这一现象远非单纯的利率技术性调整，而是财政主导供给、通胀预期重构、增长前景重估及货币政策不确定性等多重因素交织驱动的结构性价重定价。本报告旨在系统剖析此轮美债收益率上行的深层动因，并分析其对大宗商品、全球股市、债市及外汇市场产生的连锁冲击。我们认为，当前市场正处于一个从“低利率、低波动”旧范式向“高利率、高不确定性”新常态艰难切换的节点，美债作为全球资产定价之锚的晃动，正引发跨资产类别的价值重估与风险重配。投资者需深刻理解这一宏观图景的转变，从简单的周期性思维转向结构性防御与机遇挖掘。

国贸期货 樊梦真

从业资格证号：F3035483

投资咨询证号：Z0014706

➤ 事件：

进入 2026 年第二季度，全球金融市场最核心的宏观叙事无疑是美国长期国债收益率的快速攀升及其引发的连锁反应。五月以来，美债市场经历了一场剧烈的“重定价风暴”。被视为“全球资产定价之锚”的 10 年期美国国债收益率在 5 月中旬一度冲高至 4.687%，创下 2025 年 1 月以来的新高；30 年期国债收益率更是强势突破 5% 这一关键心理关口，并在 5 月 20 日盘中触及 5.20% 的高位，刷新了自 2007 年以来的最高纪录。尽管在疯狂的抛售潮后市场压力略有缓和，10 年期与 30 年期收益率分别报收于 4.4% 和 5% 一带，但仍处于多年高位区间，市场情绪依然“战战兢兢”。

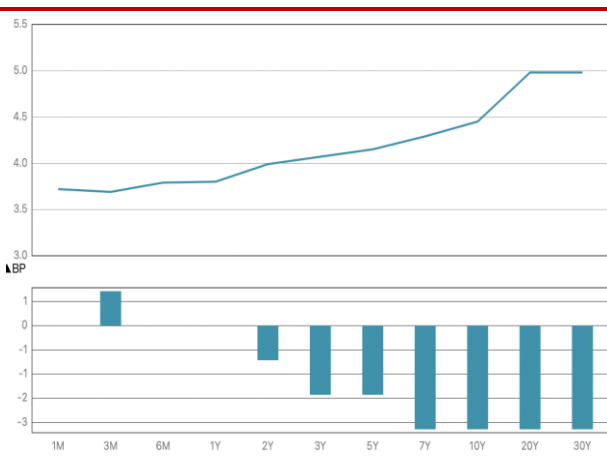
本轮上涨呈现出鲜明的期限结构特征：长端利率的上行幅度显著超越短端，导致收益率曲线进一步“陡峭化”。截至 5 月末，30 年期与 10 年期美债的利差（30Y-10Y）已走阔至约 49.8 个基点，较前期末明显扩大。与此同时，对货币政策更敏感的 2 年期国债收益率虽也有所上行，但幅度相对温和，使得关键的 10 年期与 2 年期利差（10Y-2Y）维持在正区间约 49 个基点。

图表 1：美债 10y 收益率



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2：美债期限结构



资料来源：Wind、国贸期货研究院

➤ 点评：

◇ 美债收益率上行的动力解构：从周期扰动到范式转变

本轮长端美债收益率的飙升，其背后是短期催化与长期结构性压力的共振，标志着 1987 年以来美债收益率单边下行趋势和低利率环境的根本性动摇。

图表 3：10y 美债收益率月线



资料来源：Wind、国贸期货研究院

首先，庞大的国债供给与疲软的需求构成了最直接的压力。为应对持续的财政扩张，美国财政部在 2025 年四季度以来大幅增加了长债的发行规模。与此同时，传统大买家——外国官方机构的购债意愿在美元资产估值高企及去美元化叙事的背景下有所减弱。而美联储的资产负债表规模在新任主席凯文·沃什的偏鹰派立场下，其收缩路径也存在不确定性。这种供需失衡从根本上压低了债券价格，推高了收益率，尤其体现在对供给最为敏感的 30 年期国债上。

其次，通胀预期的顽固与货币政策路径的颠覆性转变是核心推手。中东地缘局势的持续紧张，特别是霍尔木兹海峡通航面临的威胁，导致国际油价中枢系统性上移。能源价格的输入性压力使得市场对通胀回落的线性预期被彻底打破，转而开始计价“更久更高”的通胀风险。FedWatch 工具显示，市场对美联储的预期已从年初的“何时降息”急剧转向“是否还会加息”，对 2026 年内维持利率不变甚至加息一次的预期概率显著攀升。这一货币政策叙事的根本性逆转，为名义利率和实际利率均提供了强劲的上行动能。

图表 4：FedWatch

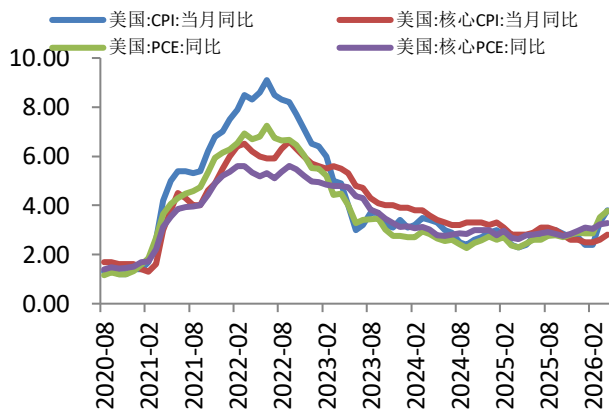
CME FEDWATCH TOOL-CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026-06-17	0.0%	0.0%	0.0%	99.3%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-07-29	0.0%	0.0%	0.0%	94.0%	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-09-16	0.0%	0.0%	0.0%	80.6%	18.5%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-10-28	0.0%	0.0%	0.0%	66.3%	29.5%	4.0%	0.2%	0.0%	0.0%
2026-12-09	0.0%	0.0%	0.0%	51.8%	37.6%	9.6%	1.0%	0.0%	0.0%
2027-01-27	0.0%	0.0%	0.0%	47.6%	38.7%	11.9%	1.7%	0.1%	0.0%
2027-03-17	0.0%	0.0%	0.0%	38.3%	40.5%	17.1%	3.7%	0.4%	0.0%
2027-04-28	0.0%	0.0%	9.0%	38.8%	35.0%	13.9%	2.9%	0.3%	0.0%

资料来源：Wind、国贸期货研究院

再者，对美国长期经济增长与期限溢价的重新评估构成了底层支撑。在人工智能等新一轮技术革命引发的资本开支浪潮预期下，市场对美国潜在经济增长率的评估有所上修。与此同时，在财政不可持续、地缘政治碎片化以及通胀波动加剧的宏观背景下，投资者对于持有长期国债所要求的风险补偿也从历史极低水平开始趋势性回归。这并非对短期经济周期的反应，而是对更长远不确定性要求的补偿。

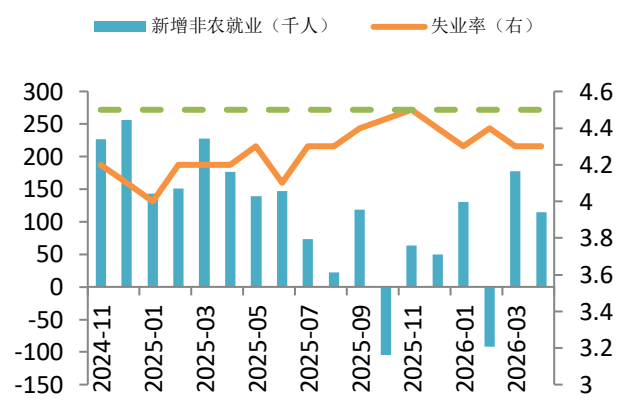
最后，美联储政策框架面临信任考验，加剧了市场波动。新任美联储主席在控通胀与防衰退之间的两难处境公开化，其政策信号在“数据依赖”与“风险管理”之间摇摆，增加了货币政策路径的不透明度。这种不确定性本身就会转化为更高的利率风险溢价，进一步助推长端收益率。

图表 5：美国通胀



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6：美国就业



资料来源：Wind、国贸期货研究院

◇ 对大宗商品市场的传导：利率、美元与风险偏好的三重博弈

美债收益率作为关键的资金价格与宏观情绪指标，其上行通过多重渠道深刻影响大宗商品市场，导致内部分化加剧，传统的“通胀交易”逻辑面临挑战。

利率上行的直接压制效应显著。国债收益率的上升意味着持有黄金、白银等零息或低息资产的机会成本显著增加。当无风险资产能够提供可观的名义回报时，贵金属的吸引力便相形见绌。这正是近期尽管地缘风险高涨，但黄金价格却从高位回落的核心原因之一。实际利率的攀升对黄金这类无孳息资产的定价形成直接压制。

强势美元的间接压力不容小觑。美债收益率优势的扩大，是支撑美元指数走强的关键动力。美元已成为对冲“滞胀”环境的复合型资产。强势美元使得以美元计价的大宗商品对持有非美货币的投资者而言变得更加昂贵，从而从全球需求侧对商品价格形成普遍抑制。这种影响对全球定价的工业金属和农产品尤为

明显。

宏观与风险偏好引发需求担忧。长端利率的快速上行，引发了市场对全球经济，特别是利率敏感部门需求前景的担忧，如房地产、耐用消费品。这种“更高更久”的利率环境可能最终抑制总需求，从而对铜、原油等与经济周期紧密相关的商品未来需求预期构成阴影，压制了投机性多头情绪。

然而，供给端的刚性约束构成了关键的抵抗力量。当前与中东局势直接相关的原油、以及受地缘冲突影响供应链的部分有色金属（如铝），其价格受到实实在在的供给中断或中断风险的支撑。这种供给冲击的力度，在某些时段甚至可能暂时压倒利率和美元带来的负面压力，导致这些商品价格表现相对坚挺，甚至逆势上行。因此，大宗商品市场整体呈现复杂分化格局，交易逻辑从单纯的宏观驱动，转向对具体品种供需基本面的深度博弈。

◇ 对全球资本市场的系统性冲击：定价之锚晃动，资产相关性紊乱

作为全球金融资产的定价基准，美债收益率的飙升正引发一场广泛而深刻的资产价值重估，其影响是系统性和跨市场的。

全球固定收益市场首当其冲，陷入同步抛售。美债收益率的上涨通过“比价效应”和全球资本流动，直接带动了主要经济体国债收益率的同步上扬。德国、英国乃至日本的国债市场均承受压力，全球债市陷入“熊市”氛围。这对于长久期债券资产造成显著的资本损失，同时也推升了全球范围内企业，尤其是高收益债券发行人的融资成本，信用利差面临走阔风险，金融条件在全球层面显著收紧。

图表 7：全球国债收益率

国家	30Y		10Y		5Y		2Y		1Y	
	收益率	涨跌BP	收益率	涨跌BP	收益率	涨跌BP	收益率	涨跌BP	收益率	涨跌BP
中国	2.1910	-1.50	1.6990	-0.80	1.4025	-0.75	1.2075	-0.50	1.1400	-0.25
美国	4.9958	2.42	4.4670	3.15	4.1687	3.15	4.0287	2.88	3.7751	0.61
日本	3.8590	-3.70	2.6570	-3.50	1.9190	-2.10	1.3930	2.70	1.1170	2.10
欧元区	4.0775	2.27	3.4109	1.82	2.8990	1.73	2.6077	2.35	2.5262	2.53
英国	--	--	4.8259	-1.69	4.3660	-2.59	--	--	--	--
法国	4.4470	-3.00	3.5490	-4.10	3.0390	-2.90	2.7130	-3.30	2.6230	3.90
德国	--	--	2.9500	-5.00	2.6500	-5.00	2.5400	-6.00	2.4500	-5.00
澳大利亚	5.3320	-5.50	5.0740	1.00	4.7410	1.60	4.7060	1.30	--	--
意大利	4.5280	-1.00	3.6720	-2.10	3.0480	-2.20	--	--	--	--
西班牙	--	--	3.4270	4.00	2.8900	2.70	2.6450	9.60	2.4710	0.20
希腊	--	--	3.6700	6.00	3.1000	7.00	--	--	--	--
印度	7.6370	0.80	7.0030	0.70	6.8270	0.10	6.4040	-14.80	6.1300	-2.10
巴西	--	--	14.1300	2.50	13.9600	5.20	13.8050	8.00	13.8700	9.00
土耳其	--	--	35.7200	278.00	36.0800	5.00	44.2700	411.00	7.7700	10.00
加拿大	--	--	--	--	--	--	--	--	2.6200	1.00
墨西哥	--	--	--	--	--	--	--	--	7.1000	-1.16
阿根廷	5.1600	0.00	--	--	--	--	12.4000	0.00	--	--
印度尼西亚	6.9560	0.00	6.7160	0.70	6.7530	1.30	--	--	6.8680	18.80

资料来源：Wind、国贸期货研究院

股票市场承受估值与资金分流双重压力。在经典的股利贴现模型中，无风险利率是核心的分母项。其大幅上升直接压低了企业未来现金流的现值，对估值，特别是对长期成长预期浓厚、现金流集中于远期的

科技股和成长股冲击最大。近期纳斯达克等成长股指数的剧烈波动即源于此。同时，债券收益率变得具有吸引力，可能引发股市资金向债市进行战术性再配置，形成资金分流效应。尽管人工智能等产业趋势为部分板块提供了强劲的盈利增长叙事，但在整体估值承压的背景下，股市波动性显著放大，内部轮动加剧。

美元当前受“地缘风险溢价、政策利率支撑和相对增长优势”等因素共同支撑。美债收益率优势的扩大，直接通过利差渠道吸引跨境资本回流美元资产，进一步为美元指数提供强劲支撑。这使得欧元、日元等主要非美货币持续承压，而新兴市场货币则面临资本外流、本币贬值和输入性通胀加剧的三重考验。尽管人民币在强劲贸易顺差和宏观稳定器作用下展现出独立韧性，但美元整体的格局很大程度上决定了全球汇市的整体水位。

◇ 后市展望与核心风险：在结构性高压下寻找新平衡

展望未来，美债收益率的中枢水平可能已趋势性上移，但上行路径将充满波折与高波动，其走向将取决于几大关键变量的演绎。短期走势将高度敏感于通胀路径与地缘政治。中东局势的任何升级或缓和，都将通过油价和避险情绪，剧烈影响通胀预期和市场对美联储政策的定价。若局势持续紧张，油价居高不下，则“滞胀”叙事强化，美债收益率易上难下。反之，若出现局势缓和的明确信号，收益率可能出现一轮快速的回调。美联储的政策信号将是另一个关键观测点，任何关于加息或是延缓缩表的讨论都将引发市场剧烈反应。

中长期来看，结构性力量将主导利率环境。美国的财政扩张周期、全球供应链重构下的成本压力、以及绿色转型与人工智能革命带来的巨大资本开支需求，都可能共同推高全球的资本回报率要求和实际利率水平。这意味着，过去十余年的“三低”（低增长、低通胀、低利率）环境可能正在远去，一个利率中枢更高、波动更大的新宏观范式正在形成。

在这一转型期，核心风险不容忽视：（1）金融脆弱性风险：利率的快速上升可能暴露隐藏在低利率环境下的金融杠杆和资产估值泡沫，引发局部或全球性的金融市场动荡。（2）政策风险：主要央行，尤其是美联储，在应对“滞胀”两难困境时可能反应滞后或过激，引发经济“硬着陆”或市场信心崩溃。（3）流动性紧缩风险：全球主要央行同步维持紧缩或观望立场，可能导致全球美元流动性系统性收紧，触发跨市场的流动性危机。

分析师介绍

樊梦真：国贸期货宏观金融首席分析师，毕业于中国科学院数学与系统科学研究院。国债、外汇研究员，专注于宏观金融领域的研究，善于利用跨专业背景对宏观经济、外汇、利率及其衍生品进行分析，熟练运用数理工具为客户提供专业服务与交易策略。曾获期货日报“最佳宏观金融期货分析师”称号。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。期市有风险，入市需谨慎。