

海外周报 20260803

美债利率寻顶，易见下行拐点——海外周报 20260803

2026年08月03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 韦玮

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：**上周，10 年美债收益率经历了两轮上行，盘中最高一度接近 4.75%。从驱动因素看，7 月 29 日 FOMC 会议后，10 年美债收益率的上行主要来自通胀风险溢价，其背后是油价上涨以及市场对沃什“修缮”通胀目标的担忧；7 月 31 日 10 年美债收益率加速上行，则来自美联储官员的鹰派发言加剧紧货币预期，日元汇率干预消息下对美债抛售的担忧也可能是推手之一。向前看，我们预计美债利率在方向上保持顶部震荡，易见下行拐点。其下行驱动来自于：①特朗普的“TACO”诉求升温；②前期宽财政脉冲的退坡、金融条件收紧对国内需求的抑制，易导致美国经济数据在 26Q3 走弱，带动当前过度计价的加息预期降温；③短期看，美国加入汇率干预缓解美债抛售担忧。本周关注 7 月非农数据，我们预计基准情形下美国非农就业回归趋势走弱，但由于 6 月调查问卷极低的初次反馈率以及数据本身的质量问题，也可能存在 6 月数据大幅上修、或 7 月数据在低基数下保持韧性进而带动加息预期升温的风险。

■ **大类资产：**上周，尽管美伊局势缓和带动油价下跌，美联储 FOMC 会议的鸽派决议与沃什发言扰动市场，10 年美债利率继续寻顶；与此同时，报道称日本当局在 7 月 FOMC 会议前后联合美国财政部共同出手干预汇率¹，日元大涨、美元下跌。股市方面，微软、亚马逊等 AI 云厂商 26Q2 财报亮眼，美股重拾涨势，但板块轮动和全球资金轮动仍在持续，受益于科技应用软件股和全球资金轮动的恒生科技领涨全球股市。

■ **美债利率近期上涨的归因与展望：**上周，10 年期美债收益率经历了两轮上行，盘中最高一度接近 4.75%；与此同时，2 年期美债收益率震荡走低，10Y-2Y 美债利差迅速扩大。从驱动因素看，7 月 29 日 FOMC 会议后，10 年美债收益率的上行主要来自通胀风险溢价，其背后是油价上涨以及市场对沃什“修缮”通胀目标的担忧；7 月 31 日，10 年美债收益率加速上行，其背后则是美联储官员的鹰派发言加剧紧货币预期，当然，日元汇率干预消息下对美债抛售的担忧也可能是推手之一。向前看，我们预计美债利率在方向上保持顶部震荡，易见下行拐点。其下行驱动来自于：①随着原油库存偏紧、中期选举更近，特朗普的“TACO”诉求升温；②我们仍然预期，前期宽财政脉冲的退坡、金融条件收紧对国内需求的抑制，易导致美国经济数据在 26Q3 走弱，带动当前过度计价的加息预期降温；③短期看，美国加入日元汇率干预缓解美债抛售担忧。

■ **海外经济：26Q2 美国 GDP 中的 K 型经济线索。**上周公布的 26Q2 美国 GDP 环比年率放缓至+1.5%，其中拖累主要来自净出口，居民消费增速在低基数上强劲反弹，企业固定资产投资增长稳健。回顾上半年，26H1 美国经济的韧性主要来自 K 型上方的 AI 产业投资趋势，以及侧重于 K 型下方的宽财政脉冲。不过，宽财政脉冲并不可持续，随着上半年宽财政脉冲、关税退税及世界杯等短期因素逐步消退，我们预期美国经济后续仍面临更大的下行压力。

■ **7 月非农前瞻：**北京时间 8 月 7 日 23:00，BLS 将公布 7 月非农就业数据。当前彭博分析师一致预期 7 月美国新增非农就业+8.0 万人，且预期分布左偏，前值为+5.7 万；预计失业率持平 4.2%。随着财政脉冲与世界杯扰动的结束，我们预计美国非农就业可能回归趋势走弱。尽管如此，由于 6 月调查问卷极低的初次反馈率、以及非农数据本身的质量问题，本周 7 月数据公布时，也可能存在 6 月数据大幅上修、或 7 月数据在低基数下保持韧性、进而带动加息预期升温的风险。

■ **风险提示：**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

《每周宏观经济和资产配置研判——20260802》

2026-08-02

《7 月或不是今年 PPI 最高点》

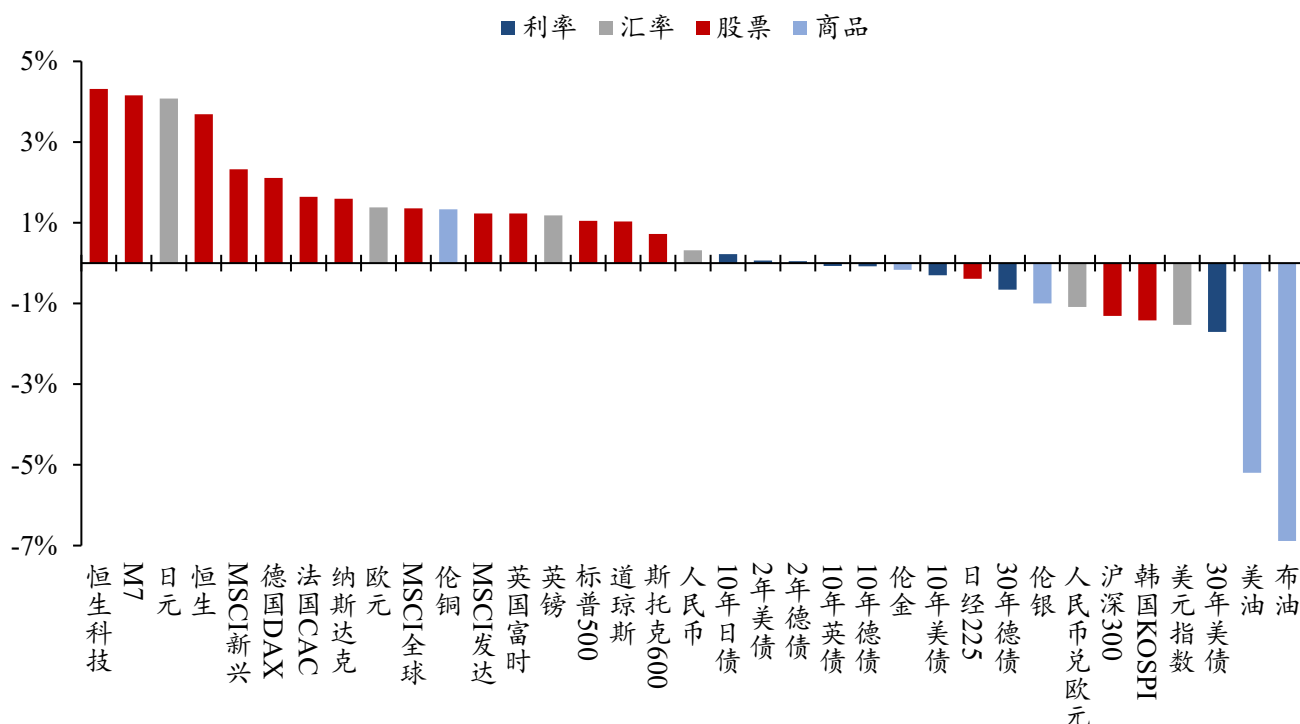
2026-08-02

¹ <https://www.reuters.com/world/asia-pacific/us-treasury-undertakes-intervention-yen-market-ft-reports-2026-08-01/>

1. 大类资产

上周（7月27日至8月2日），尽管美伊局势缓和带动油价下跌，美联储FOMC会议的鸽派决议与沃什发言扰动市场，10年美债利率继续寻顶；与此同时，报道称日本当局在7月FOMC会议前后联合美国财政部共同出手干预汇率²，日元大涨、美元下跌。股市方面，微软、亚马逊等AI云厂商26Q2财报亮眼，美股重拾涨势，但板块轮动和全球资金轮动仍在持续。具体来看，周初，美伊谈判预期推动油价回落，美债收益率一度下行；但受英伟达循环融资担忧影响，半导体和存储板块连续调整。周三，美联储7月FOMC会议维持利率不变，此前市场的约40%加息定价回吐，2年美债收益率下跌，但会议加剧了市场对美联储政策可信度和通胀担忧的升温，长端美债收益率大幅上涨，风险资产承压。后半周，AI科技巨头26Q2财报陆续发布，其中微软和亚马逊财报显示云业务与AI基建需求仍强，财报后二者单日均涨超15%，带动M7和AI软件应用股上涨。全周来看，股市方面，受益于科技应用软件股和全球资金轮动，恒生科技领涨全球股市，欧洲股指继续跑赢美股，而AI硬件产业更集中的韩国KOSPI指数延续下跌；债市和汇率方面，在鸽派FOMC决议、沃什发言引发政策不确定性抬升、以及鹰派的美联储官员发言下，2年与10年美债利率走势分化；日元在鹰派议息会议和美日政府联合干预下大涨4.16%，美元指数下破100，回吐6月中旬以来涨幅。

图1：上周（7月27日至8月2日）大类资产回报率



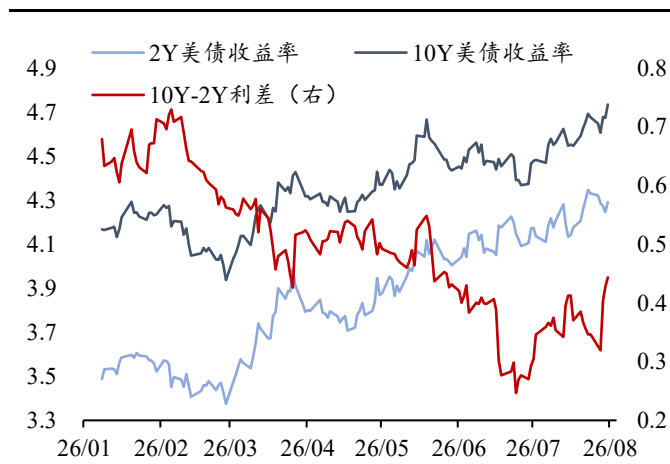
数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

² <https://www.reuters.com/world/asia-pacific/us-treasury-undertakes-intervention-yen-market-ft-reports-2026-08-01/>

2. 美债利率近期上涨的归因与展望

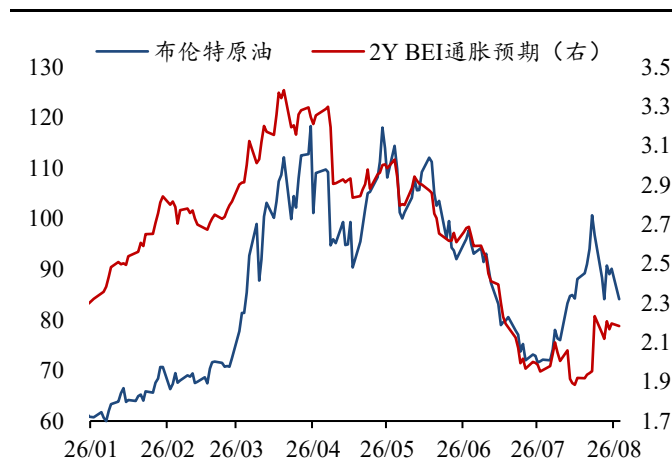
上周，10年期美债收益率经历了两轮上行，盘中最高一度接近4.75%，为2025年初以来新高；与此同时，2年期美债收益率震荡走低，10Y-2Y美债利差迅速扩大。从驱动因素看，7月29日FOMC会议后，10年期美债收益率的上行主要来自通胀风险溢价，其背后是油价上涨以及市场对沃什“修缮”通胀目标的担忧；7月31日夜盘，10年期美债收益率加速上行，其背后则是美联储官员的鹰派发言加剧紧货币预期，当然，日元汇率干预消息下对美债抛售的担忧也可能是推手之一。

图2：2年、10年美债收益率与利差



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图3：布伦特原油与2年期BEI通胀预期

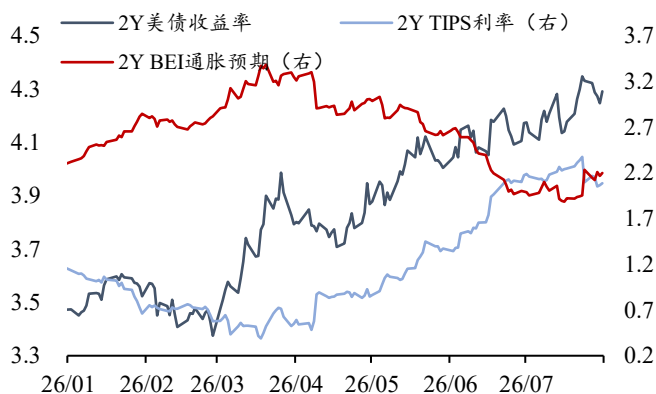


数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

具体来看，不同于7月20日当周2年、10年美债收益率的同步上行，上周美债收益率走势明显分化：2年美债利率小幅震荡向下，10年美债利率则经历了两次加速上涨，最高上破4.74%，再次突破近期的新高。

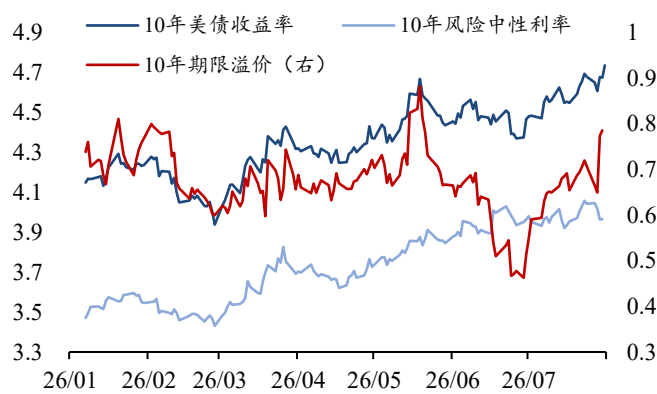
2年美债利率方面，在上周周报中我们提到，7月以来10年期美债利率的上行主要来自短端2年美债利率的贡献，2年美债利率的上涨则主要来自通胀预期和通胀风险溢价的上行（详见报告《7月FOMC前瞻：美债利率风险可能上行——海外周报20260727》）。上周，随着油价回落，2年期通胀预期保持震荡，而TIPS实际利率则在7月FOMC后因加息预期的落空而回落，加之6月核心PCE通胀弱于预期，共同带动2年期美债利率小幅回落。而从油价与2年期BEI通胀预期来看，7月以来，2年期通胀预期的上行相较于油价的上涨滞后且幅度相对有限，反映了短期通胀预期对油价的波动有所钝化；而这也意味着，若未来油价再度反复上涨且中枢抬升，通胀预期存在“补涨”的可能。

图4：2年美债利率、TIPS利率与BEI通胀预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图5：10年美债利率、风险中性利率与期限溢价



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

10年美债利率方面，通胀风险溢价是上周推高10年美债利率的关键。从风险中性利率与期限溢价视角看，7月28日以来，10年美债期限溢价飙升12bps，风险中性利率则略降5bps，后者反映了加息预期在偏弱的PCE通胀等数据下有所降温。其中，沃什在7月30日FOMC发布会上对通胀框架调整的表态引发了市场对于美联储控通胀信誉的担忧，是期限溢价上涨的主要推手。具体来看，沃什在发布会上的开场词仍然鹰派，继续强调只有一个2%通胀目标，不存在宽松/隐性的通胀目标（*soft implicit target*），但问答环节其表示，工作小组可能会对美联储《长期目标与货币政策策略声明》中的内容做补充（*might have something to add*），令市场开始担忧美联储调整通胀目标、导致通胀预期脱锚，进而带动中长期通胀风险溢价快速走高。

而在上周五夜盘，10年美债利率再度上涨，其中风险中性利率的涨幅更大，主要在于7月FOMC会议上投反对票的三位票委阐释了其反对的原因，释放鹰派信号。此外，美债利率的走高也可能来自日央行的汇率干预。据彭博报道，日本政府在上周四可能动用了约530亿美元（8.45万亿日元）干预外汇市场。另据路透社，日本财政部官员称，日本货币当局拥有“一系列工具来应对市场流动性需求”，包括美联储FIMA工具³。但对于史上最大规模的单日干预幅度，市场仍可能存在对于日本政府抛售美债以进行日元汇率干预的担忧，成为推动美债利率期限溢价上行的因素之一。

向前看，我们预计美债利率在方向上保持顶部震荡，易见下行拐点。其下行驱动来自于：①随着原油库存偏紧、中期选举更近，特朗普的“TACO”诉求升温，带动油价和通胀预期、通胀风险溢价回落，周末特朗普的“TACO”行动便验证了这一点；②我们仍然预期，前期宽财政脉冲的退坡、金融条件收紧对国内需求的抑制，易导致美国经济数据在26Q3走弱，则8—9月公布的非农就业和通胀数据可能偏弱，带动当前过度计价的加息预期降温；③美国加入汇率干预缓解美债抛售担忧：据路透社，日本财务大臣KATAYAMA将于周一宣布，日本和美国采取了联合行动干预汇率，特朗普在周一也表达了对于日元汇率的关注，并支持美日两国采取协调行动稳定日元。

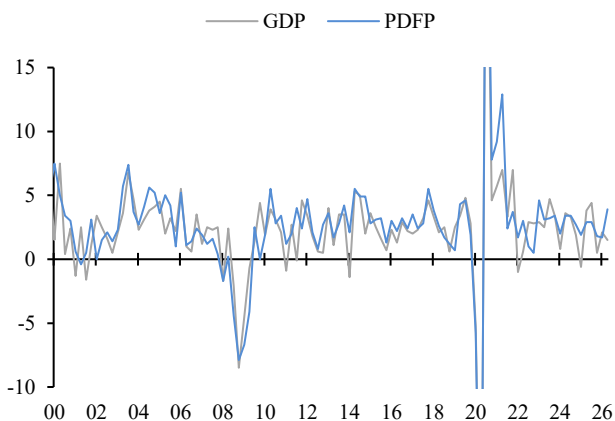
³ <https://www.reuters.com/world/asia-pacific/us-treasury-undertakes-intervention-yen-market-ft-reports-2026-08-01/>

3. 海外经济

3.1. 26Q2 美国 GDP 中的 K 型经济线索

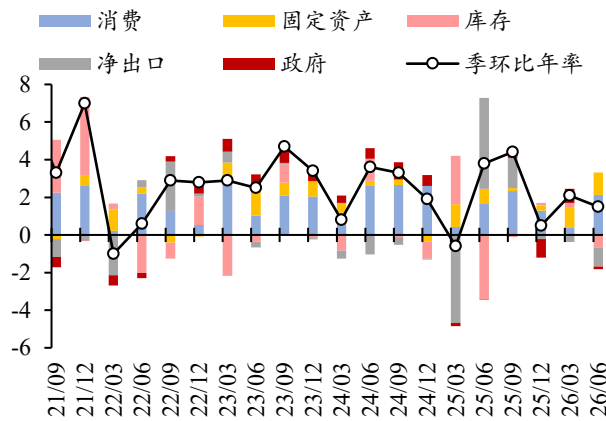
上周公布的 26Q2 美国 GDP 环比年率放缓至+1.5%，其中拖累主要来自净出口（信息设备进口是主要贡献），居民消费增速在低基数上强劲反弹，企业固定资产投资增长稳健，带动“核心 GDP”私人最终购买环比年率+3.9%，创下 2023 年初以来最高。

图6：美国 GDP 与私人国内最终购买



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

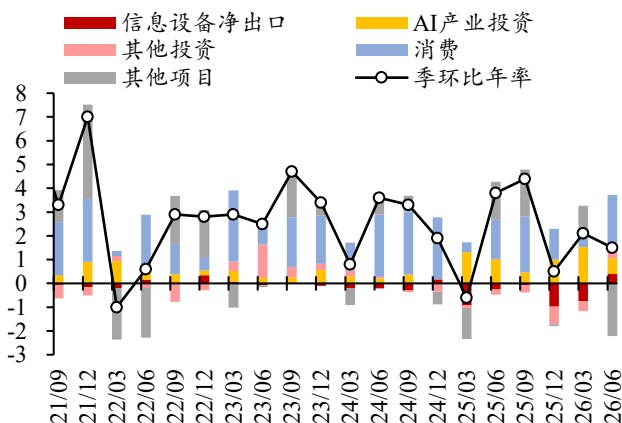
图7：美国 GDP 主要分项环比年率增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

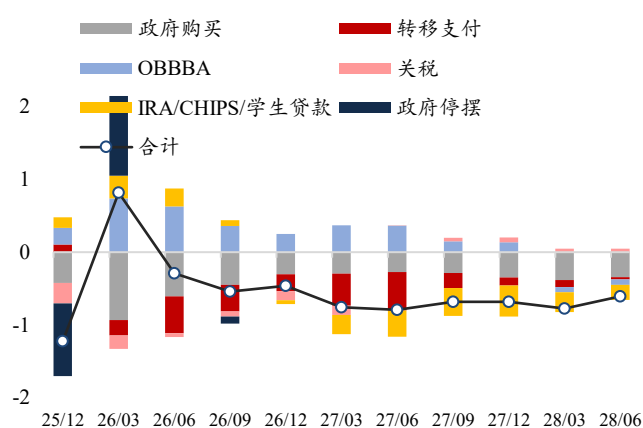
总体来看，美国经济的 K 型分化现象仍然突出，以这一视角看，26H1 美国经济的韧性主要来自 K 型上方的 AI 产业投资趋势，以及侧重于 K 型下方的宽财政脉冲。一方面，AI 产业投资对经济总增速有较强拉动：26Q2 美国 GDP 环比增长的 1.5% 中，设备和知识产权投资合计拉动 1.28 个百分点，其中 AI 产业固投相关的信息设备、软件、研发及电力通信建筑等对 GDP 的拉动率达 0.66 个百分点，信息设备净出口拉动率为 0.40%。但与此同时，这一趋势也在加剧经济分化，固定资产投资中信息设备、软件和研发贡献显著，其余项目增长偏弱，住宅投资则受高房价和高利率制约持续走低。

图8：不同项目对美国 GDP 增速的拉动率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图9：美国财政脉冲



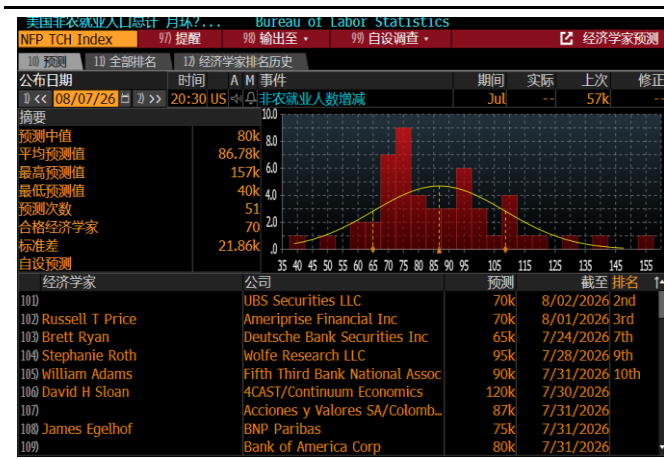
数据来源：Hutchins Center、东吴证券研究所；单位%，2026Q2 以后为预测值

对于 K 型的下方，26H1 的宽财政是主要增量动能，政府停摆结束、“大美丽法案”减税退税及关税退税共同形成阶段性支撑。政府停摆在 25Q4 带来-1.0%的财政脉冲，结束后于财政脉冲 26Q1 转为+1.1%；“大美丽法案”退税叠加减税，对 26Q1—26Q3 GDP 增长的脉冲预计分别为+0.74%、+0.63%和+0.36%。不过，宽财政脉冲并不可持续（详见报告《下半年美国财政基调趋紧——海外周报 20260720》），随着上半年宽财政脉冲、关税退税及世界杯等短期因素逐步消退，我们预期美国经济后续仍面临更大的下行压力。

3.2. 7 月非农前瞻

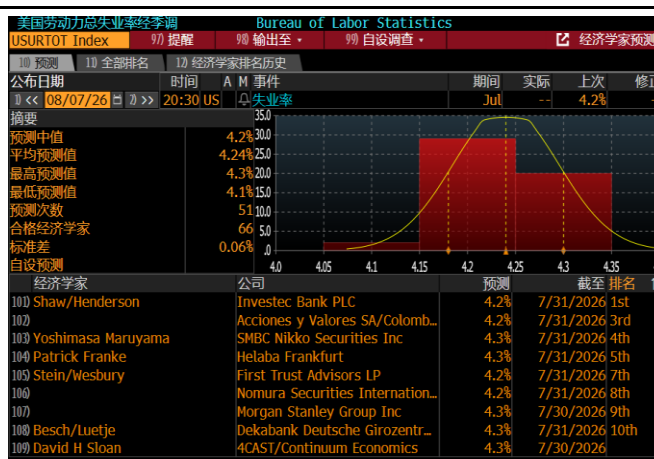
北京时间 8 月 7 日 23:00，BLS 将公布 7 月非农就业数据。当前彭博分析师一致预期 7 月美国新增非农就业+8.0 万人，且预期分布左偏，前值为+5.7 万；预计失业率持平 4.2%。总体来看，市场预期 7 月美国非农就业延续温和反弹、失业率在供需双紧下保持低位。

图10：彭博分析师对 7 月新增非农就业人数预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：彭博分析师对 7 月美国失业率预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所

26H1 以来，美国劳务市场供需缺口开始改善并回正，具体体现为需求相对供给更少的恶化程度。但从趋势看，供需双弱的本质没有改变，而需求的改善与 26H1 的财政脉冲相关，因此年迄今以来失业率再度走低。而随着财政脉冲与世界杯扰动的结束，我们预计 26Q3 美国非农就业可能再度走向疲软。对于 7 月非农就业数据，重点关注上月非农就业存在的几个“异常”是否修复：①上月休闲餐饮、地方政府等行业就业环比大幅减少，或反映了世界杯招聘前置效应的消退，关注 7 月数据是否回归正常，以及前值是否上修；②6 月失业率意外下行，主因劳动力供给、尤其是年轻群体劳动参与率的大幅下降，关注 7 月就业供给端是否延续紧张；③除总量数据以外，关注 7 月非农就业是否延续就业增长集中于少数几个行业、就业扩散度低迷等现状，以判断美国就业市场需求是否延续疲软；④就业反馈率与前值下修情况，对应 6 月极低的调查问卷反馈率是否造成了就业数据质量问题。因此，虽然我们提示 26Q3 美国非农就业可能回归趋势走弱，但由于 6 月调查问卷极低的初次反馈率、以及非农数据本身的质量问题，本周 7 月数据公布时，也可能存在 6 月数据大幅上修、或 7 月数据在低基数下保持韧性、进而带动加息预期升温的风险。

4. 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。

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>