研究报告

发达经济体超长债利率大幅波动的缘由及影响

阅读摘要

2025 年 9 月 2 日，主要发达经济体超长债利率快速走升引发市场关注，市场忧虑情绪蔓延至欧洲的汇市和股市。

从发达经济体超长债利率大幅波动的几个可能原因来看，一是经济面，宽财政、高杠杆，债务可持续性担忧持续发酵；叠加政局不稳、避险情绪升温；二是政策面，受关税摩擦等影响，通胀预期走升，掣肘降息前景，恶化财政负担形成负循环；三是资金面，公司债发债潮冲击、TGA 账户重建等导致债券供给阶段性增加，但长期资金配置需求疲弱。

往后看，短期美国超长债利率或高位回落，英、法、日、德预计仍有阶段性冲高可能，但持续大幅上行空间料有限。中长期期限溢价或维持高位，长端利率存在中枢抬升的风险。

欢迎扫码关注
工银亚洲研究

中国工商银行（亚洲）
东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳
周文敏 杨妍

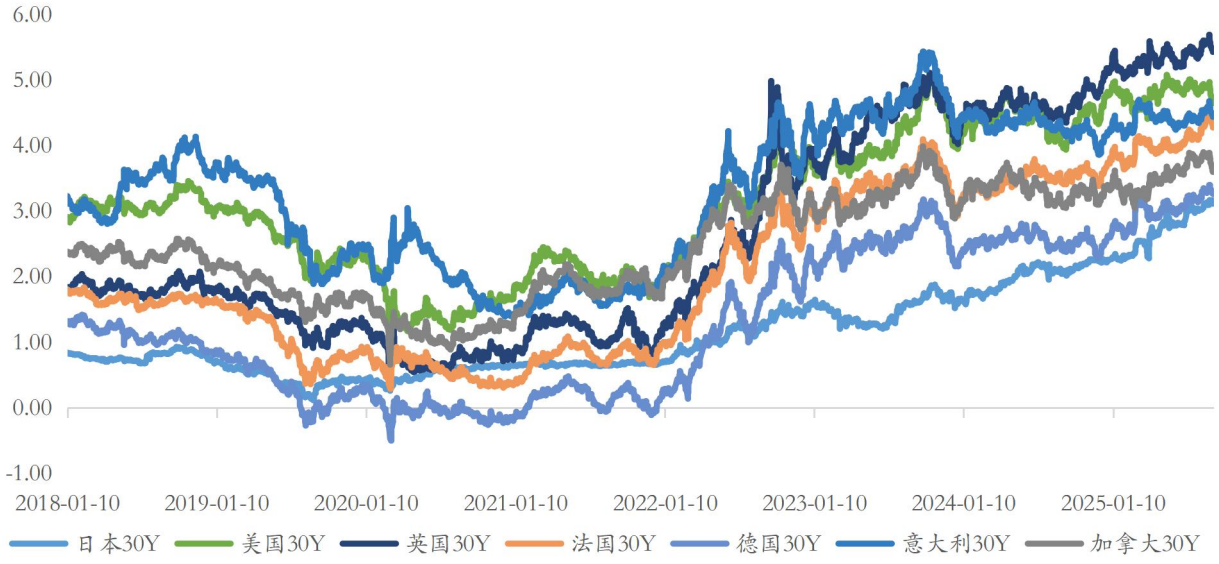
注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。
本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

一、近期发达经济体超长债利率大幅波动行情回顾

2025 年 9 月 2 日，主要发达经济体超长债利率快速走升引发市场关注。英国 30 年期国债利率盘中最高升至 5.752%，为 1998 年以来最高，德国和法国 30 年期国债利率最高分别升至 3.443%和 4.523%，为 2011 年和 2009 年以来最高水平，日本 30 年期国债利率最高升至 3.302%，刷新历史记录，30 年期美国国债利率升至接近 5%的关键点位。**市场忧虑情绪蔓延至欧洲的汇市和股市**，英镑兑美元汇率跌 1.11%，是自 4 月初以来最大单日跌幅，欧元兑美元跌 0.59%，英国富时 100 指数跌 0.87%、欧元区 STOXX50 跌 1.42%。截至 9 月 12 日，除石破茂辞职扰动日债利率走升外，英国、法国、德国超长债利率小幅回落，英镑、欧元汇率走强，英国富时 100 指数、欧元区 STOXX50 指数小幅走升。

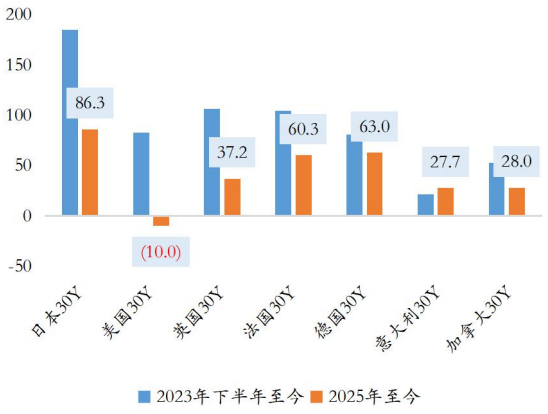
回溯历史，本轮超长债利率走升趋势已持续三年多。自 2023 年下半年加息周期结束以来，欧美主要经济体短端国债利率从高位回落，并在 2024 年下半年降息周期开启后加速下行；与之形成鲜明反差的是，超长期国债利率呈波动上行趋势（见图表 1）。2025 年截至 9 月 12 日，G7 国家（除日本外）2Y 国债利率平均下行超 31BP，美债、英债下行幅度较大（-69BP、-38BP），30Y 国债利率平均上行 42BP（日债、德债、法债上行幅度较大：+86BP、+63BP、+60BP）（见图表 2-3）。

图表 1：2022 年以来 G7 国家 30Y 国债利率开启本轮升势



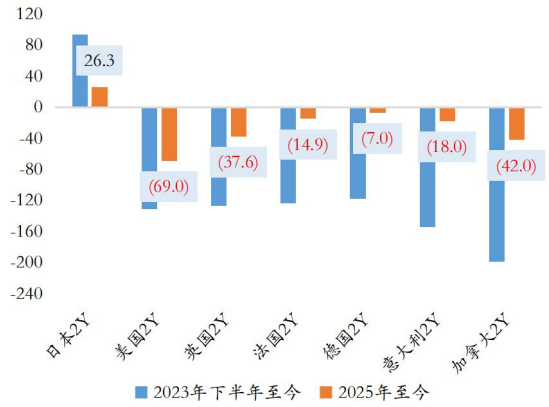
数据来源：WIND，Macrobond，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2:G7 各国 30 年期利率涨跌幅



数据来源：WIND，Macrobond，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（注：行情更新至 2025 年 9 月 12 日）

图表 3：G7 各国 2 年期国债利率涨跌幅



数据来源：WIND，Macrobond，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（注：行情更新至 2025 年 9 月 12 日）

二、发达经济体超长债利率大幅波动的几个原因

1、经济面：宽财政、高杠杆，债务可持续性担忧持续发酵；叠加政局不稳、避险情绪升温。

本轮发达经济体超长债利率逆势走升的根本原因是，疫

后经济内生动能复苏趋缓，乌克兰危机持久化增加国防开支，特朗普政府“对等关税”政策冲击贸易及增长预期等背景下，发达经济体普遍采取更加积极的财政政策，财政赤字走升，市场对政府债务可持续性担忧逐渐发酵；由经济复苏缓慢、财政预算争议引发的国内政局动荡亦加大市场波动，具体看：

英国：财政困境持续扰动市场。2025 年 3 月，英国政府公布了春季预算案，7 月初政府大幅缩减了原计划的福利削减方案以争取党内支持，进而在秋季的年度预算中，政府将不得不通过提高税收或削减其他支出以平衡财政，7 月 2 日英国金融市场出现股债汇“三杀”；9 月初英国首相斯塔默对内阁进行改组，其中，原财政部首席秘书达伦·琼斯被调任为首相首席秘书，此举被认为是削弱紧缩派财政大臣蕾切尔·里夫斯(Rachel Reeves)的权力，秋季预算中扩大财政的可能性增加，9 月 2 日英国金融市场再现股债汇“三杀”。

法国：财政纪律整肃难以推进，政府频繁换届。2017 年马克龙总统就任后，推行了包括减税、增加政府投资以支持绿色环保转型和新技能培训等刺激政策，政府债务负担加重，政府债务率从 2017 年的 98.72%升至 2024 年的 113.11%，仅次于 2020 年的 114.83%，财政赤字率从 3.4%升至 5.8%、远高于欧盟要求的 3%。与此同时，欧盟赤字缩减规则 EDP[1]于 2024 年重启，为满足该规则要求，2025 年 7 月法国总理贝鲁提出 440 亿欧元财政赤字紧缩提案，国民反对声音强烈，

[1] 过度赤字程序(Excessive Deficit Procedure，简称 EDP) 始于 1992 年 《马斯特里赫特条约》，条约规定成员国财政赤字不得超过 GDP 的 3%。由于新冠疫情，EDP 在 2020 年被暂时冻结，2024 年 6 月，欧盟决定重新启动 EDP，以恢复财政纪律

当日法国股债市场双双下挫；9 月 9 日贝鲁正式辞职，马克龙任命塞巴斯蒂安·勒科尔尼为新任总理，30 年国债利率小幅回落。

德国：市场对财政扩张反应较积极但“债务刹车”增大财政扩张隐忧。2025 年 3 月，德国执政联盟通过宪法修正案，允许国防开支超 GDP 的 1%，不受“债务刹车”[2]限制，并设立 5,000 亿欧元基础设施基金；7 月 30 日，德国内阁通过 2026 年预算草案。尽管得益于之前较严格的财政纪律，2013-2019 年均实现财政盈余，政府债务率亦维持较低水平（2011-2024 年均值为 68.65%），本次财政扩张计划市场反应乐观，2025 年截至 9 月 9 日 DAX 指数涨 19.2%领跑发达经济体，但“债务刹车”机制仍加大债务扩张隐忧，叠加经济改善预期提振，长债利率亦跟随走高，2025 年截至 9 月 12 日，30 年期德国国债利率升 63BP，2022 年至今升幅达到 313BP（大于政策利率整体升幅 215BP[3]）。

日本：首相辞职、市场对财政宽松的担忧升温。日本 2025 财年预算总额达到 115.5 万亿日元，创下历史新高；2025 年 4 月，为应对关税谈判，政府曾计划推出 10 万亿日元补充预算，用于向国民发放补贴及减税，引发国债供需失衡担忧，4 月 8-9 日两天，30Y 日本国债利率快速上行 36BP；7 月，日本自民党执政联盟在参议院选举中失利，失去多数党席位，

[2] 2009 年，德国联邦政府在宪法《基本法》的修改中，增加了“债务刹车”相关内容，并于 2011 年开始执行。要求德国联邦政府不得为州政府举债、联邦政府的新增财务赤字不得超过国内生产总值（GDP）的 0.35%

[3] 欧央行 2022 年 7 月开启加息，持续至 2023 年 9 月，主要再融资利率共升 450BP，2024 年 6 月开启降息，至 2025 年 6 月主要再融资利率跌 235BP。

市场担忧石破茂面临政治压力而放弃鹰派财政立场，日本超长债利率再冲至历史新高；9 月 7 日，受党内压力影响，石破茂宣布辞职，日本政局再陷入混乱，市场预测新政府就任后采取财政扩大措施，30Y 日债利率再刷新历史新高。

美国：财政付息压力加大，美联储独立性面临挑战。7 月特朗普正式签署《大而美法案》，联邦债务上限上调 5 万亿美元至 41.1 万亿美元，根据联邦预算委员会（CRFB）的测算，至 2034 年预算期结束时美国赤字率将升至 7.1%，政府债务将增加 4.1 万亿美元，债务率将升至 127%。截至 2025 年 9 月 5 日，美国国债总额达到 37.4 万亿美元，2025 年月均利息支出超 1 亿美元，占财政收入的比重达到 23.6%。为缓和利息负担，特朗普政府呼吁美联储尽快降息，并尝试影响美联储票委人选，市场对美联储独立性担忧升温，加剧美债收益率曲线“熊陡”。

2.政策面：受关税摩擦等影响，通胀预期走升，掣肘降息前景，恶化财政负担形成负循环。

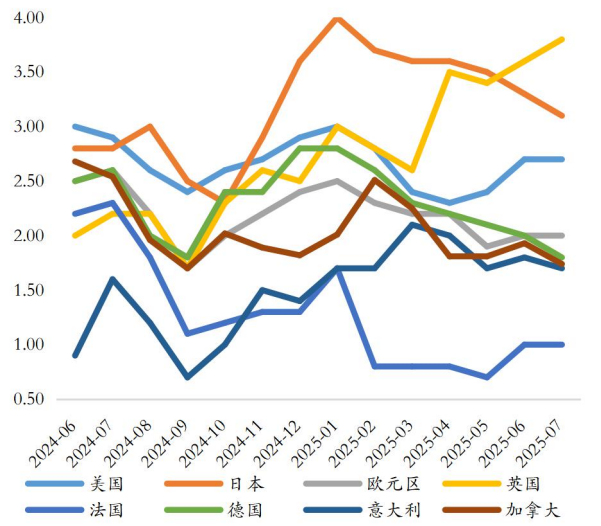
自 2025 年 4 月特朗普政府宣布“对等关税”政策后，主要经济体通胀水平边际回升，央行货币政策决策面临两难。G7 国家中，**英国**的通胀水平上升最快，截至 2025 年 7 月，英国 CPI 同比达到 3.8%，核心 CPI 同比也为 3.8%，较 3 月分别升 1.2、0.4 个百分点。英国“滞胀”风险增加，加大英央行抉择难度，8 月初如期降息 25BP，但委员内部分歧严

重[4]，行长贝利表示未来降息需要“逐步且谨慎地”进行。7月**美国**核心 CPI 同比升至 3.0%，核心 PCE 价格指数同比升至 2.88%，较 3 月水平分别升 0.2、0.18 个百分点，关税对通胀的影响尚未充分传导（*详见前期报告《从关税的“预期链条”，怎么看美国经济景气线索？》*）。虽然当前劳动力市场疲弱是美联储开启降息的主要考虑[5]，但考虑到通胀升温压力，市场普遍预期后续降息节奏仍会受到掣肘。**欧元区**通胀相对较为缓和，但亦略高于 2%的目标。8 月欧元区 HICP（调和 CPI）同比增长 2.1%，较年内低点（5 月为 1.9%）略有回升，核心 HICP 同比增长 2.3%，连续第四个月维持在该水平，欧央行行长拉加德表示，2%的通胀目标已经达成，将采取措施保持价格稳定，斯洛文尼亚央行代理行长称，欧洲央行的“宽松周期已经结束”。若无经济降温的明显迹象，短期内欧央行维持基准利率不变的概率较大，9 月 11 日，欧央行如期维持利率不变。2025 年以来**日本** CPI 同比持续在 3%以上、远高于央行原定 2%的价格稳定目标，收紧货币政策以控通胀的必要性仍存，9 月 2 日日央行副行长表态需继续加息，9 月 3 日石破茂与植田会面亦重申加息的必要性（见图表 4）。

[4] 2025 年 8 月 7 日英央行如期降息 25BP，但九位货币政策委员会成员中出现历史上首次的“双轮投票”，第一轮中，4 人支持降息 25 个基点，4 人主张维持利率不变，第九人、外部委员 Alan Taylor 投票支持更激进的 50 个基点降息；在第二轮中，Taylor 转而支持温和的 25 基点降息，从而使降息方案以 5 票微弱优势获通过。

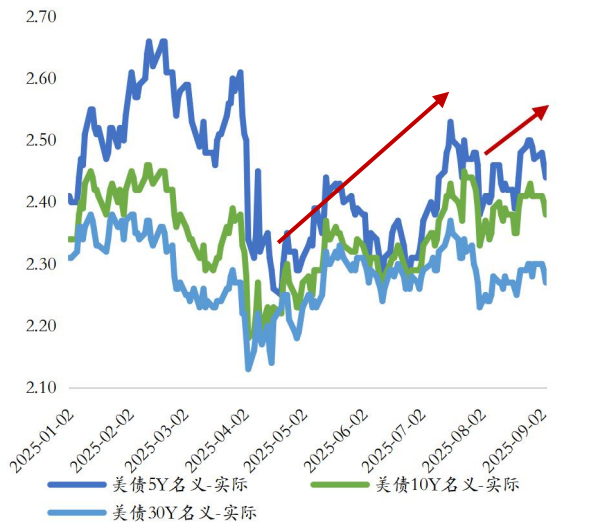
[5] 2025 年 8 月鲍威尔在杰克逊霍尔会议发表《货币政策与美联储框架评估》的演讲，针对货币政策框架的修订，其中，明确美联储在就业目标和通胀目标并不一致时采取的方针，即在推进两个目标时采取平衡的方式，将会考虑与目标的偏离程度，以及各个目标回归到与美联储双重使命相符的水平所涉及的不同时间范围。

图表 4：G7 各国 CPI 同比走势



数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 5：4 月以来通胀预期是推升美债名义利率的重要因素



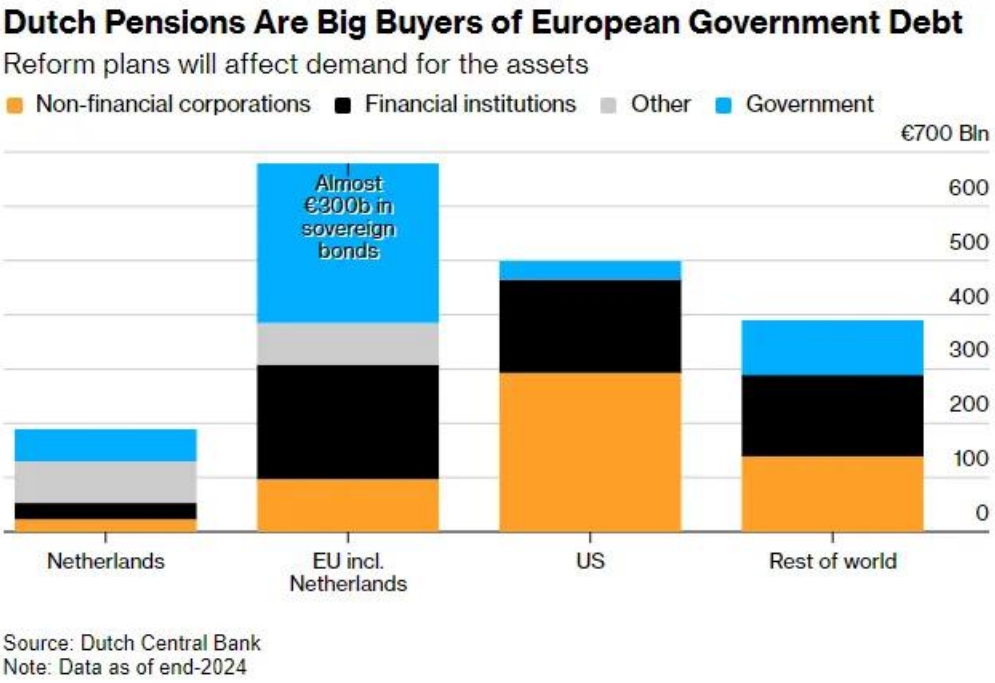
数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 资金面：公司债发债潮冲击、TGA 账户重建等导致债券供给阶段性增加，但长期资金配置需求疲弱。

供给方面，9 月是欧美企业发行债券融资的传统旺季。根据彭博数据，9 月 1 日欧洲债券发行量创下单日纪录，达到 496 亿欧元（约合 577 亿美元），主要来自英国和意大利等主权国家的大规模融资，其中，英国发行 140 亿英镑（约合 187 亿美元）的 10 年期国债，创下该国有史以来最大规模的单笔发行纪录，意大利也成功发行总计 180 亿欧元的债券，包括 130 亿欧元的七年期票据和 50 亿欧元的 30 年期债券。美国方面，7 月《大而美法案》正式签署后，财政部开始发债补充 TGA 账户，计划自 7 月初的 3,722.3 亿美元，在 9 月末时增加至 8,500 亿美元，截至 9 月初 TGA 账户余额为 6,619.4 亿美元，即 9 月还需补充 1,880.6 亿美元（略超 8 月的 1,763.5 亿美元）。

需求方面，超长债利率大幅上行且波动加大，降低了保险等长期资金配置积极性，尤其在日债市场体现明显（*详见前期报告《日债风暴诱因及其外溢影响几何？》*）；欧洲方面，据《金融时报》7 月 10 日报道，由于养老体系改革，荷兰养老基金计划抛售 1,250 亿欧元政府债券，约占持有总量的 41.7%（见图表 6）。

图表 6：荷兰养老基金持有大量欧洲政府债券、约 3000 亿欧元



数据来源：Dutch Central Bank，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、发达经济体超长债利率后续走势展望及对中国资产价格的可能影响

（一）发达经济体超长债利率后续走势展望

短期：美国超长债利率或高位回落，英、法、日、德预计仍有阶段性冲高可能，但持续大幅上行空间料有限。

美国，短期美债供给压力整体可控，根据美国财政部安

排，2025 年三季度计划借入 1.007 万亿美元债务，7 月、8 月分别发行了 3,969 亿美元、2,034 亿美元，预计 9 月尚需发行融资 4,067 亿美元（高于年内月均发行量为 3,790 亿美元，但低于 2 月、6 月的 4,191 亿美元、6,162 亿美元），四季度无补充 TGA 账户的压力，发行融资计划进一步收窄至 5,900 亿美元（见图表 7）；此外，财政部长贝森特 7 月明确表态，倾向于更多依赖短期债务融资，因而长债供给压力总体不大。另外，**美国货币市场的流动性暂时无虞，**尽管隔夜逆回购（ON RRP）量已从高位回落（截至 9 月 9 日为 229.2 亿美元，位于历史的 27 分位数），后续可释放空间收窄，但美元流动性仍处于较高水平（美联储负债-TGA-ONRRP 仍在历史 82 分位数水平）（见图表 8），且市场普遍预计美联储 9 月将重启降息，SOFR 中枢料趋势性回落。

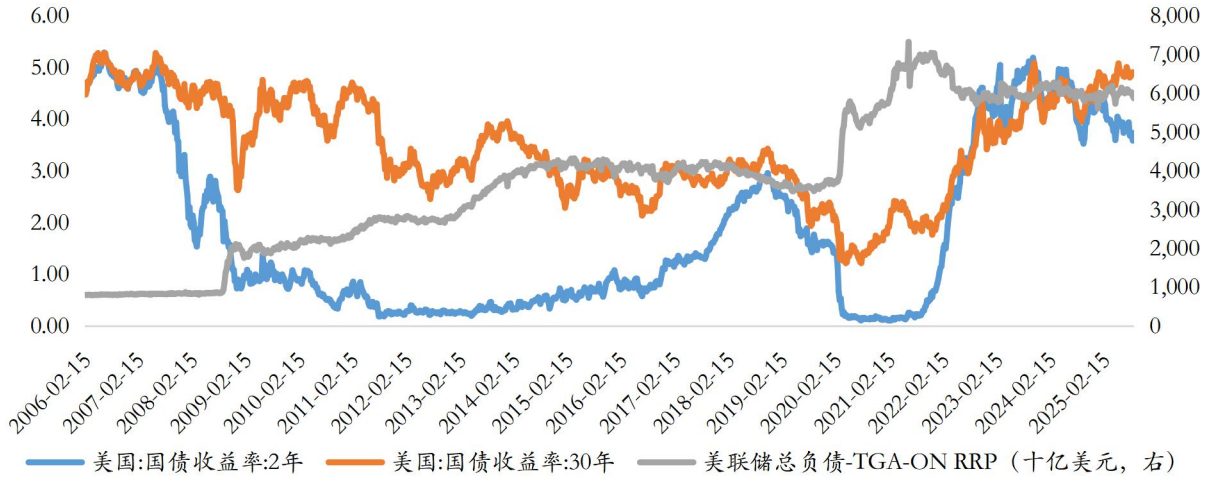
图表 7：2025 年三四季度（即 2025 第四财年、2026 第一财年）美债发行计划

Treasury's Projected Privately-held Net Marketable Borrowing for the Current and Next Fiscal Quarters

Treasury OFP Near Term Fiscal Projections	Privately-Held Net Marketable Borrowing ($ billion)	Assumed End-of-Quarter Cash Balance ($ billion)
Q4 FY2025	$1,007	$850 (Sep)
Q1 FY2026	$590	$850 (Dec)

数据来源：U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：美国超长债利率与美元流动性负相关较明显



数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

欧日，市场对欧日财政可持续性担忧仍在发酵，秋季财政预算闯关即将开展，政局调整亦加大超长债利率走高风险。

英国内阁改组完成后，财政大臣里夫斯在 11 月英国秋季财政预算案中推行福利紧缩难度或进一步加大，若紧缩幅度缩减，英国超长债利率或再面临冲高的风险；**法国**总理贝鲁在政府信任投票中失利后宣布辞职，马克龙任命勒科尔尼为新总理，这是马克龙两届政府内任命的第七位总理，但削减赤字的挑战仍横亘在前，国会“三足鼎立”[6]的局面难解，对法国金融市场形成扰动，超长债利率仍有波动上升的可能；**德国**传统上财政纪律基础较好，叠加经济景气趋暖，本轮财政扩张市场反应相对积极，但“债务刹车”机制增加债务隐忧，叠加德、英、法债市联动性[7]，德国超长债利率短期可能受英

[6] 法国国会目前形成了左翼、中间派（执政派）和极右翼三大力量相互制衡的局面，没有任何一个政治派别能占据绝对多数席位。左翼联盟“新人民阵线”，席位 182 席，执政派 163 席，极右翼“国民联盟”约 143 席（2025 年 7 月的国会选举的结果），任何一方都没有获得可以单独组阁的国会超过 289 席过半门槛。这种“三足鼎立”的格局，使得法国政府难以推动任何重大立法议程，尤其是涉及财政和福利等需要广泛共识的改革。

[7] 德国 30 年期国债利率与英国 30 年期国债利率相关系数为 0.96，与法国相关系数为 0.99（数据样本区间为 2014-2025 年）。

法等带动跟随上行；9 月**日本**首相石破茂辞职后，自民党内部将重选首相，新政府为获取支持，转向偏宽松政策概率提高，增加财政负担抬升担忧，进而引发日债利率继续上行。

但是，当前部分经济体国债期限利差处于相对历史高位，政策相机干预限制持续大幅上行动能。其中，日本 30Y-10Y 国债期限溢价已经达到了历史峰值，英国、法国、意大利 30Y-10Y 国债期限溢价处于历史（2002 年之后）59、77、65 分位数，**央行和财政部可能会加大市场干预力度，以限制超长债利率快速大幅上行，**例如，日央行已承诺放缓缩减购债步伐、财务省缩减超长期国债发行,英央行在 8 月公布货币政策决定的同时发布了“量化紧缩（QT）[8]”进程评估，市场猜测后续或放缓 QT 节奏。

中长期：期限溢价或维持高位，长端利率存在中枢抬升的风险。

全球经济增长动能承压、各国财政扩张力度加强，期限利差料维持高位。特朗普关税政策扰动贸易和投资，叠加人口老龄化、技术进步放缓等长期因素影响，中长期全球经济仍面临增速放缓的压力，财政作为逆周期调节工具将继续发挥重要作用，全球主要发达经济体财政赤字率大概率维持高位或边际走阔；此外，长期通胀中枢抬升使得传统货币政策空间受限、新一轮产业结构升级以及逆全球化下欧洲等经济体国防支出增大等，均会带来宽财政的诉求，各国国债供给

[8] 英国央行在 2009 年至 2021 年间购买了 8,750 亿英镑（1.17 万亿美元）的金边债券，以支持经济度过连续的危机。自 2022 年以来，通过发行债券和允许现有债券到期，英国央行以每年 1,000 亿英镑的速度减持公债，至 2025 年 8 月已经减少了逾 3,000 亿英镑的债务。

易升难降，可能进一步推升国债利率中枢。

（二）中国资产价格趋势走升基础坚实，有望进一步吸引多元化资金配置

中国权益市场自 2024 年 9 月以来持续回暖，AH 股指在主要经济体市场中涨幅突出，截至 9 月 15 日，2025 年内恒生指数大幅走升 31.8%、上证指数涨 15.2%、创业板指涨 43.2%、深证成指涨 24.9%，高于同期主要发达经济体市场的表现（标普 500 指数升 12.0%、欧元区 STOXX50 指数升 11.0%、英国金融时报指数升 13.6%、日经 225 指数升 12.2%）；债市方面，10Y、30Y 国债利率分别升 19.7BP、27.5BP，升幅相对发达经济体较小；**同时，人民币汇率稳中有升，**截至 9 月 15 日，2025 年 USDCNY 升 2.43%、USDCNH 升 2.92%，新质生产力培育、内生消费增长动能渐次释放，提振经济增长表现，叠加**稳定的利率汇率环境、相对偏低的资本市场估值水平，有望吸引多元化配置资金持续流入。**

香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。