

研究报告

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 吴起睿 张润锋

发达经济体债市波动透视及前瞻

阅读摘要

5月以来主要发达经济体国债利率大幅上行，呈现出明显的“全球共振”特征与美债利率曲线熊平的结构性特征。美债10年和30年利率一度重返4.5%和5.0%以上，日债利率创20世纪90年代末以来新高，英、法、德等国利率亦分别回升至金融危机或欧债危机时期的水平。

透视本轮债市风暴，（1）“再通胀”与“鹰派预期”共振是短期导火索。美国4月通胀全面超预期或反映中东冲突的通胀扰动效应走向现实，鹰派立场的沃什接任美联储主席，叠加美国需求侧表现出的偏强韧性，市场转向交易“高利率长期化”甚至重新加息的逻辑。（2）日英债市波动是风险放大器。日本高市政府的财政扩张影响了国债供需，英国政坛动荡拉高了财政风险溢价。作为美债最大的外国官方持有者，日英债市的波动引发了市场对“日元套利交易逆转”和“英国LDI追加保证金”的风险向全球传染的担忧。（3）财政可持续性长期隐忧。通胀预期走升掣肘降息空间，主要经济体财政持续扩张背景下，债务可持续性饱受市场质疑。

展望未来，本轮债市波动属于阶段性冲击的可能性更大，未来走势将主要由央行政策与地缘形势两条主线主导：短期内美债利率在加息预期发酵、中东形势趋势缓和背景下预计维持高位震荡，基准情形下进一步大幅走高可能性或不大；英国央行或偏向“一次性预防式加息”；日本央行大概率于6-7月采取“加息+放慢QT+鸽派预期管理”的组合，套利交易短期内大规模逆转的概率较低。其中，美伊谈判进展及国际油价波动是后续影响全球“再通胀”交易最关键的变量。

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。

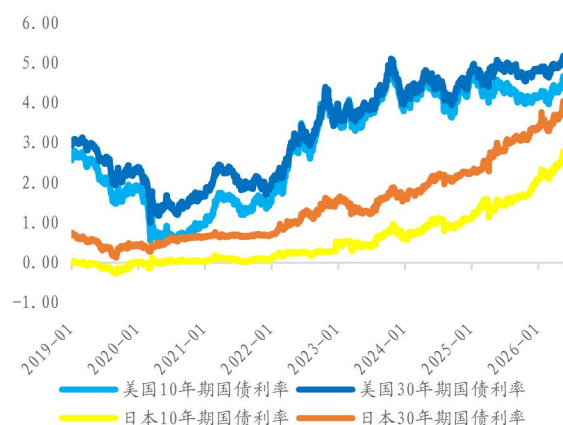
发达经济体债市波动透视及前瞻

一、近期主要发达经济体债市集中调整

（一）主要发达经济体国债利率快速上行

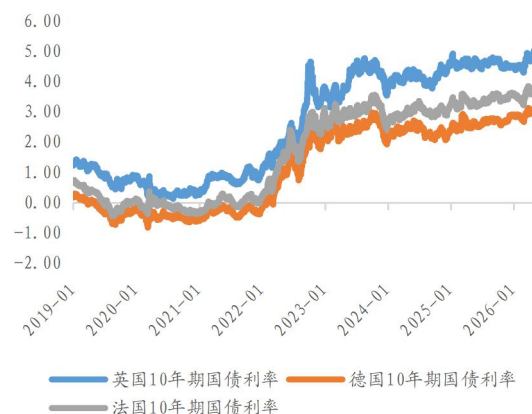
2026 年 5 月以来，全球债券市场出现显著调整，主要发达经济体国债利率普遍大幅上行，多国国债利率创下阶段性新高。其中：（1）10 年美债利率、30 年美债利率一度重返 4.5%、5.0% 以上（目前略有回落）。日本 10 年国债利率创 1997 年以来新高、30 年国债利率创下 1999 年发行以来新高（见图表 1）。（2）法国、德国 10 年期国债利率回升至 2011 年欧债危机水平，英国 10 年期国债利率回升至 2008 年金融危机水平（见图表 2）。

图表 1：美国、日本国债利率大幅上行



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：英国、德国、法国国债利率也大幅上行



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）本轮债市波动的主要特征

1. 全球共振更加紧密，各经济体国债利率与美债相关性显著提升。5 月上中旬¹美债、日债、英债、法债利率同步上行过程中，相关性显著增高，其中美日、美法、美英 10 年利率相关性高达 95.7%、94.6%、85.1%，显著高于 1-4 月的 72.6%、90.0%、84.6%。而 2025 年美英相关性尚仅有 30.3%，美日、美法、美德为负相关（见图表 3）。

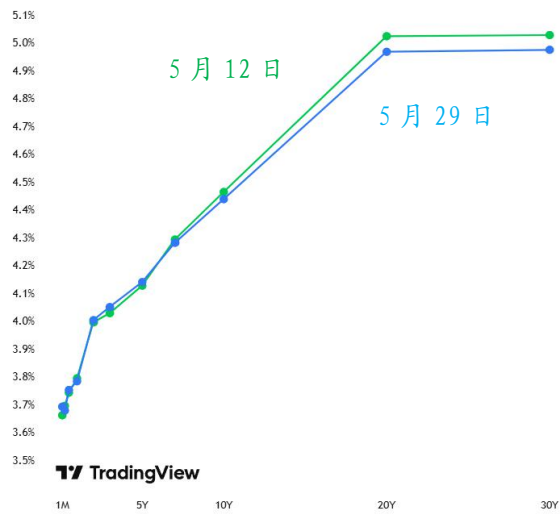
2. 美债利率曲线有所走平。短端 2 年期美债利率从 5 月 12 日的 3.994% 上升至 5 月 29 日的 4.002%，而同期长端的 10 年期美债利率从 4.463% 小幅下行至 4.437%、30 年期美债利率从 5.023% 下行至 4.974%（见图表 4）。

图表 3：5 月中上旬美日、美英 10 年国债利率相关性提升

	美日	美英	美德	美法
2026 年 5 月以来	95.7%	85.1%	73.9%	94.6%
2026 年 1-4 月	72.4%	84.6%	89.7%	90.0%
2025 年	-68.0%	30.0%	-44.2%	-52.3%

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：5 月 12 日公布美国通胀数据以来，英、法、日三国利率曲线熊陡较为明显



数据来源：Tradingview、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、本次全球债市波动的几个诱因

¹ 2026 年 5 月 1 日至 2026 年 5 月 20 日，全球主要发达经济体债市利率均处于上行时段。

（一）导火索：美国通胀数据超预期叠加美联储新主席沃什就任，市场交易美联储年内加息

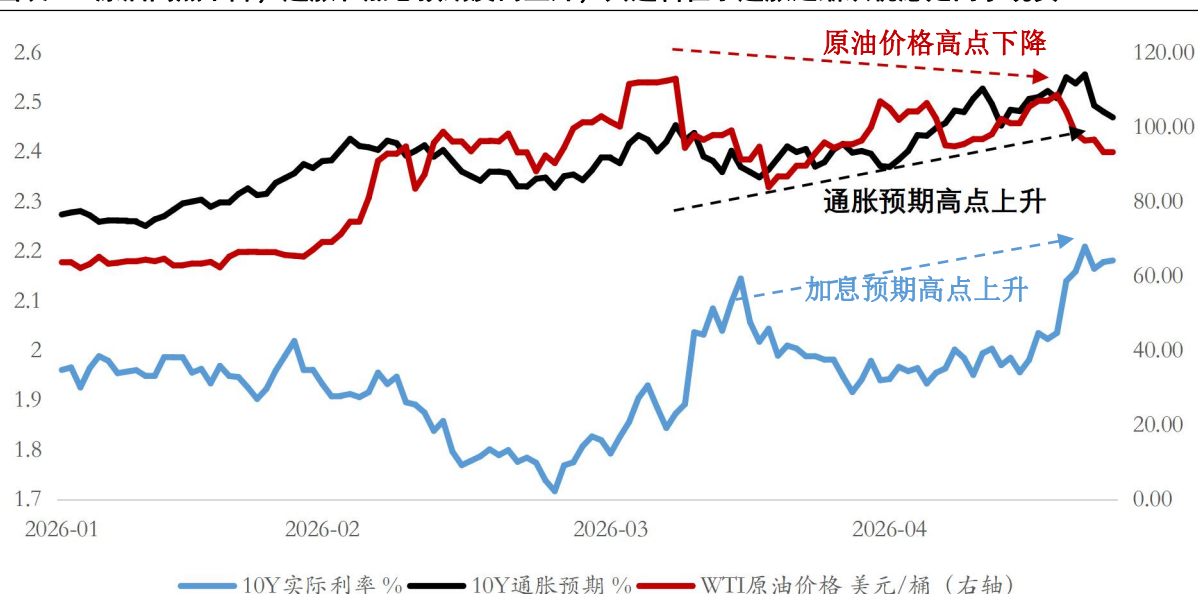
从时间线来看，美国通胀数据公布、沃什通过参议院审议后，美债利率开始出现大幅走升。5月12、13日美国分别公布4月CPI、PPI同比+3.8%、+6%大幅超预期；13日参议院正式通过沃什出任美联储主席决议。随后的5月14日美债利率开始出现加速走升行情，5月19日10Y美债利率最高升至4.7%附近，并带动全球主要发达经济体国债利率明显上行。

从风暴动因看，市场抛售逻辑是“再通胀+鹰派美联储”共振。本轮全球债券市场抛售的核心逻辑，在于市场开始同时交易“再通胀”与“鹰派美联储”两条主线，并形成共振效应。（1）再通胀逐渐从忧虑走向了现实。中东地缘冲突爆发初期，WTI原油价格最高升至113美元/桶附近，10Y美债的通胀预期对应升至2.45%；而油价二次反弹高度下降（108美元/桶），10Y美债的通胀预期反而走高至2.55%（见图表5），其逻辑在于再通胀逐渐从忧虑逐步走向现实。美国4月CPI超预期虽有住房项技术性调整因素影响²，但服务通胀降温停滞；更令人忧虑的是4月PPI不仅高于预期，且能源、运输、化工等上游成本重新抬升，企业端成本压力正在重新积累。（2）鹰派美联储：一方面，特朗普提名并推动鹰派色彩较强的沃什接任美联储主席，其长期强调控制通

² 2025年10月政府关门导致BLS无法统计样本物价，面板轮换机制下，住房项基数“向前结转”至2025年4月价格，导致本次房租环比涨幅出现大幅跳升。

胀、支持缩表，并对长期宽松政策持谨慎态度，市场担忧美联储未来可能维持高利率更长时间，甚至在必要情况下重新加息。另一方面，美国经济数据延续韧性表现，花旗经济惊喜指数持续回升³，AI 资本开支周期延续，《大而美法案》财政刺激仍在发力、亦支撑美国需求侧保持强劲。

图表 5：原油高点下降，通胀和加息预期反而上升，其逻辑在于通胀逐渐从忧虑走向了现实

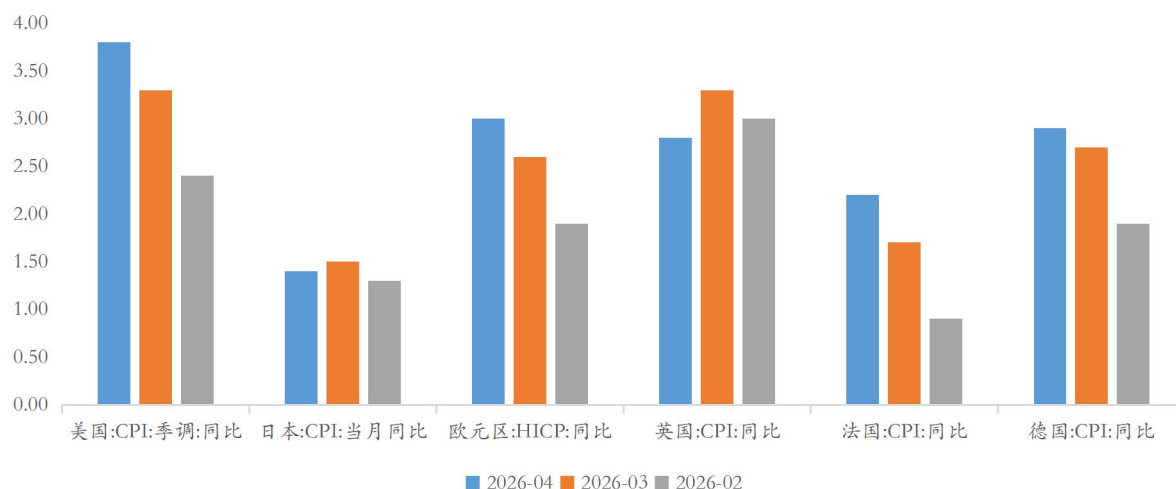


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从全球范围来看，地缘冲突已经导致主要经济体通胀压力在 4 月普遍抬升。其中美国 4 月 CPI 同比增速升 0.5 个百分点至 3.8%，欧元区升 0.4 个百分点至 3.0%，法国升 0.5 个百分点至 2.2%，德国升 0.2 个百分点至 2.9%。日本和英国 4 月通胀均因政府能源价格补贴短暂放缓，后续仍有较大上行压力（见图表 6）。

³ 花旗经济惊喜指数 (Citi Economic Surprise Index) 已连续 14 个月位于正值区间，为金融危机以来最长正向周期之一。

图表 6：全球通胀压力普遍抬升



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）放大器：日债和英债波动加剧对全球市场连锁反应的担忧

日本、英国能源自给率较低⁴、受近期能源价格波动影响较大，市场加大两国央行加息预期。日央行、英央行 4 月会议均有官员投票主张加息，英国 OIS 市场一度激进定价年内三次加息。此外，日本高市政府财政扩张、影响国债供需，弱化日债避险资产的功能。高市政府自 2025 年末起推动“综合经济对策”令 2025 年追加补充预算达到了 18.3 万亿日元（同比增 27%，大多由新发国债筹款），且目前仍有进一步扩张的倾向（详见后文），一级市场显示资金对日债需求减弱，4 月日本 10 年期、30 年期国债发行认购倍数显著降至 2.6 倍、3.1 倍（前 3 月均值分别为 3.2 倍、3.5 倍）。英国

⁴ 日本能源自给率为 15%（日本经济产业省口径）、英国为 56%（英国能源安全与净零部口径），而德国、法国、美国自给率分别约为 40%、61%、110%（IEA、法国生态转型部、EIA 口径）。

政坛动荡推动英债波动。工党、保守党在地方选举中失利，改革党、绿党等议席增加⁵，不仅令工党党内斗争公开化、首相斯塔默的领导地位面临严峻挑战，也逐渐瓦解英国此前稳定的两党制格局，政坛碎片化风险加大。

日本和英国是美国国债最大的外国持有者，分别占外国持有总额比例的 12.7%、9.9%⁶，同时英国养老金、日本寿险体量庞大⁷，是全球风险资产的重要被动配置买家。市场担忧两国国内债市波动通过日元套息交易逆转⁸与英国 LDI（负债驱动投资）追加保证金⁹两大机制，向全球金融市场的系统性风险传染，进一步加剧了近期全球债券市场乃至风险资产的抛售。

（三）长期隐忧：主要经济体财政扩张趋势明显，但债务可持续性受质疑

主要经济体未来均面临财政扩张的隐忧。美国虽然受益于关税收入大增，但 2025 财年联邦财政赤字仍达约 1.8 万亿美元、赤字率 5.8% 仅较 2024 年的 1.9 万亿美元、赤字率 6.2% 略有下降，另一方面利息支出在总支出中的比重上升至 14%，且《大而美法案》减税措施于 2026 年持续落地、中东

⁵ 在英格兰地方议会选举中，工党获得 1063 席、保守党获得 801 席、英国改革党赢得 1453 席、自由民主党获得 844 席、绿党获得 577 席、独立候选人获得 212 席。

⁶ 截至 2026 年 3 月数据。

⁷ 根据 Pensions Policy Institute (PPI) 2025 年估算，英国全部养老金资产约 3.2 万亿英镑；根据日本金融厅 (FSA) 2026 年 4 月发布的《Asset Owner Principles》清单，日本寿险公司总资产达 271.5 万亿日元。

⁸ 国际资金在日本借入低息日元负债，投资于欧美资产（如高息债券或权益资产），但若日本利率急剧上升，则套息交易成本抬升，部分投资者将被迫抛售欧美资产以偿还日元负债。此外，日本利率中枢抬升增加了投资吸引力，也推动国际资金回流日本。

⁹ 英国 DB 养老金大量仍采用 LDI (Liability-Driven Investment, 用衍生品（主要是利率互换和国债回购）来匹配负债的久期)，虽然 2022 年危机后杠杆倍数有所下降（从 7-10 倍降至 3-5 倍），但绝对敞口依然巨大。若英债利率持续飙升，有可能出现 LDI 保证金追缴、养老金卖出欧美股票、美债等资产的风险。

战局推动国防与国土安全预算激增¹⁰，叠加选举年的增支支撑民调动机，美国本年度整体财政扩张趋势不可避免。英国4月财政赤字243亿英镑、同比增25%，创自2020年4月以来最高。若首相斯塔默下台，伯纳姆¹¹或重返议会挑战首相职位，市场担忧财政状况已不乐观前提下，如果伯纳姆进一步放宽财政约束或重致2022年“特拉斯恐慌”。日本高市政府因迫于能源补贴政策对财政资金消耗过快¹²，也于5月改变此前“无需额外借款”¹³的强硬立场，拟编制3万亿日元补充预算以应对中东冲突带来的经济冲击，资金来源为发行赤字国债。德国早在2025年3月便已通过修改宪法突破“债务刹车”机制限制。但债务水平、增长速度显示大部分国家不具备进一步扩张的基础。从政府债务占GDP比例看，日本（194.9%）、美国（124.1%）、法国（112.3%）水平仍较高（且美国高于疫情前），仅英国、德国低于100%（见图表7）；从r和g的关系看，法国、德国名义增速低于目前利率水平（见图表8）。

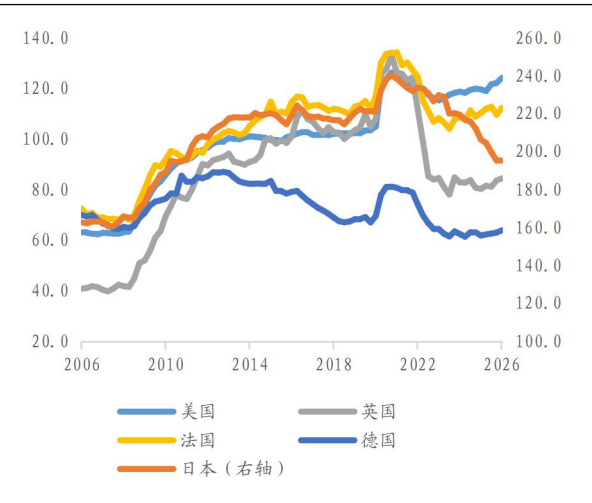
¹⁰ 白宫管理和预算办公室表示，与2025年制定的水平相比，拟议的预算将使国防支出增加13%，国土安全支出增加近65%。

¹¹ 大曼彻斯特市长安迪·伯纳姆(Andy Burnham)被视为可能在工党党内的潜在领导人选举中挑战斯塔默。

¹² 日本政府为了将国内汽油零售价格强行压制在每升170日元的红线内，国家储备资金消耗速度较快。根据野村综合研究所的精确测算，在维持当前约每升42.6日元补贴力度的基准情境下，现有的储备资金将在6月29日彻底告罄。

¹³ 高市早苗在竞选期间承诺政府不会为了扩大支出而无节制地增加借款，此前财务大臣片山皋月还对外坚称，政府没有立即编制补充预算的必要。

图表 7：政府债务占 GDP 比例显示，日本、美国、法国政府负债水平相对较高



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：增长率和利率的对比显示，法国、德国债务可持续性存疑

	目前 10 年国债利率水平 (r)	2025 年名义 GDP 增速 (g)
美国	4.5	5.0
日本	2.7	4.5
英国	4.9	5.1
法国	3.0	2.0
德国	3.7	3.3

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、预判与展望

（一）本轮全球债券波动预计为短期冲击，而非系统性利率危机

尽管近期全球债券市场出现明显抛售现象，美债、日债、英债等长端利率快速冲高，但从目前来看，本轮债市波动更可能属于阶段性冲击，而非长期失控的系统性利率危机。

其核心原因在于，本轮利率快速上行的主要驱动来自美、英、日短期宏观压力的集中释放，但从更长期视角看，目前并不具备持续大幅加息的宏观基础。首先，本轮通胀反弹很大程度上受到中东局势非预期升级、能源价格上涨等供给侧因素扰动，目前中东冲突趋势性缓和仍是基本预判，也意味着全球并不会重新进入 2022 年式全面失控的高通胀周期；第二，全球经济渐趋“K 型”分化，传统行业面临下行压力，

通胀开始抑制部分经济体消费表现和企业投资意愿，“滞胀”风险有所上升；此外，包括美国在内的全球财政赤字忧虑和债务利息压力已经明显上升，美债利率若长期维持高位，也将反过来制约美国经济与财政可持续性。

（二）影响后续全球债券市场走势的两条主要主线：央行政策及地缘形势

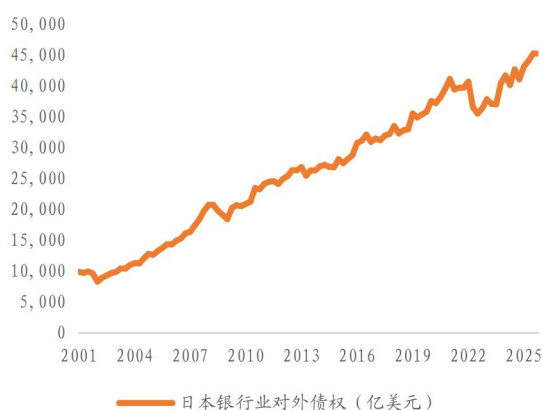
1. 央行政策前瞻：沃什就任后美联储内部偏鹰派背景下，美债利率或维持偏高位震荡（不排除阶段性回落），英央行更可能偏向“一次性预防式加息”，日央行或偏向“加息+放慢 QT 步伐+鸽派预期管理”。

后续全球债券市场走势，很大程度上仍将取决于主要央行政策路径，尤其是美联储立场变化。短期内，在沃什上任、美联储内部偏鹰背景下，市场或仍维持对“高利率长期化”的交易，美债利率或继续维持高位震荡。但若后续美国经济数据出现明显降温，尤其是就业、消费、房地产等关键指标走弱，则市场对重新加息的担忧可能逐步缓解，美债利率也存在阶段性回落空间。

与此同时，全球主要央行之间的政策分化也值得关注。英国央行面临“高通胀+弱增长”的两难格局，一方面，英央行4月货币政策报告已明确警告存在“二次通胀”风险，英国政局动荡导致财政风险溢价上升、亦加大英央行偏鹰派立场；另一方面，英国经济本身仍面临消费疲弱、房地产承压、就业降温等问题。因此英央行更可能偏向“一次性预防

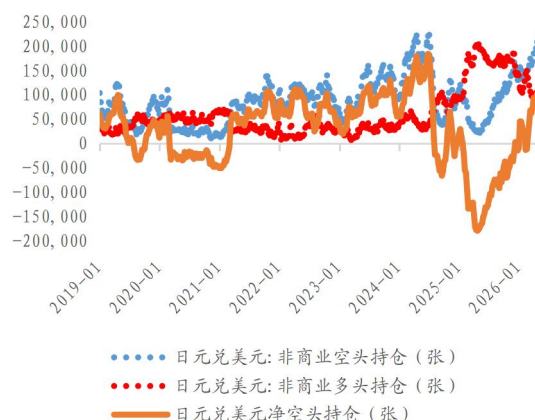
式加息”，而非重新进入持续加息周期。日本一方面经济保持温和复苏（春季工资谈判加薪可观、家庭实际收入增速随春季工资谈判而巩固，出口受半导体产业提振），另一方面输入性通胀压力渐显，叠加目前实际利率仍为负、当前货币政策为宽松状态，基本面看加息条件成熟，但也同时受到高市政府财政端、中东冲突加大“滞胀隐忧”、特朗普弱美元倾向、加息引发套息交易逆转进而扰动资本市场等外部非基本面压力，预计在 6-7 月进行“加息+放慢 QT 步伐+鸽派预期管理”的政策组合。现货端根据 BIS 的日本银行业对外债权数据，预估截至 2025 年四季度套息交易仍存在约 4.5 万亿美元的高位（见图表 9）；期货端日元净空头自 2025 年 5 月最低值-17.9 万张的低位持续增长，目前为 11.5 万张、与 2021-2024 年水平相近（见图表 10），亦无明显拆仓迹象，结合未来日央行激进加息、美联储激进降息（也即美日利差显著收窄）概率有限，综合预计相应套息交易逆转概率不大。

图表 9：截至 2025 年末日本银行业对外债权仍在高位，现货端看套息交易没有逆转的迹象



数据来源：BIS、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 10：日元兑美元净空头持仓没有大幅削减，期货端看套息交易也没有逆转的迹象



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 地缘冲突走向：趋势缓和仍是基准情形，但能源供应修复过程仍存变数。

中东地缘形势预将继续影响全球通胀与债券市场走势。综合预判，趋势“缓和”仍是基本方向，但能源供应修复过程仍存在较大不确定性。若协议能较快达成、原油价格逐步回落，则市场对“二次通胀”的担忧将明显降温，全球长端利率也有望回落；但若冲突进一步升级，国际油价再度大幅上涨，则可能再次强化全球“再通胀”交易，并推动债券市场重新承压。因此，能源价格仍是未来影响全球债券市场走势的关键外部变量之一。



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。