

换挡 · 全文合订

目录 · CONTENTS

- 01 美国借了十年不要钱的债，现在到期了
- 02 短端利率掉了175个基点，美国的利息账单为什么还在涨
- 03 未来十二个月，美国有10.1万亿国债到期
- 04 美国付的利息，2024年就超过了国防开支
- 05 美国财政部把债越借越短，连续十二个季度超出自己顾问的建议
- 06 2024年10月15日之后，市场再没有一天愿意免费借钱给美国
- 07 不是没人买美债，是买家换了一批
- 08 美国债务的临界点，不是欠多少而是利率和增长率谁跑得快
- 09 主权债务危机的触发器，从来不是还不起
- 10 美债利率是全球资产的分母，但它怎么涨比涨多少更重要
- 11 说美国要完的人，请先回答这五个问题

美国借了十年不要钱的债，现在到期了

债务翻了一倍，利息却纹丝不动——那十年究竟发生了什么

2020年，美国财政部发出去一批十年期国债，加权票息 **0.974%**。

借走一万亿美元，一整年的利息还不到一百亿。

那一年，钱几乎是白借的。



利率被按在地板上的年代，钱像不要利息一样淌出去

把镜头拉开。

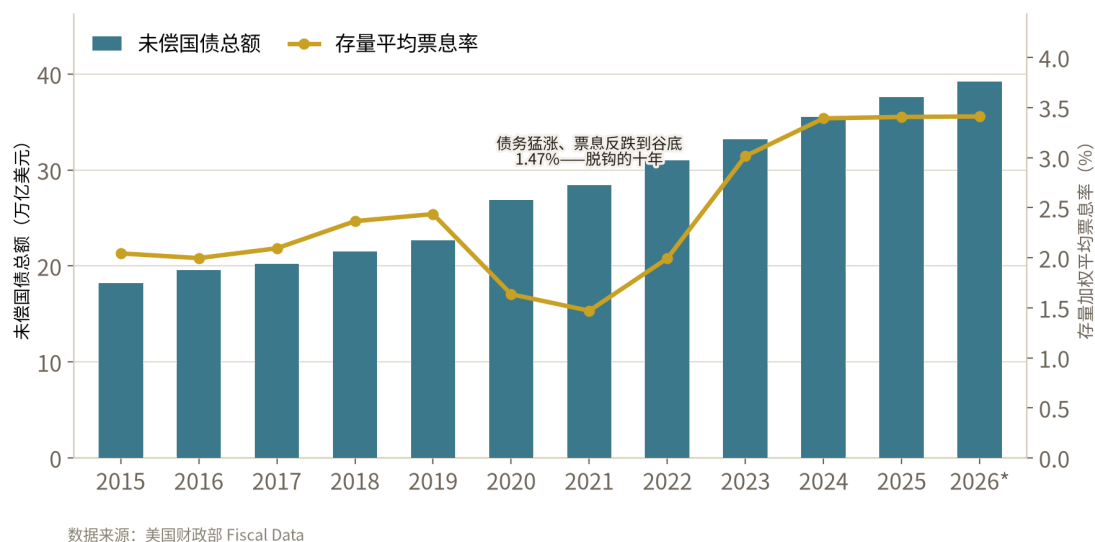
2015年，美国联邦政府欠的钱是 **18.2万亿美元**。到2026年，这个数字变成了 **39.2万亿**。十一年，翻了一倍还多。

按最朴素的算法，欠的翻一倍，每年要还的利息也该跟着翻一倍。

它没有。

债务翻了一倍，利息负担却一度不升反降

美国未偿国债总额（万亿美元·左轴）与存量加权平均票息率（%·右轴）·财年未口径



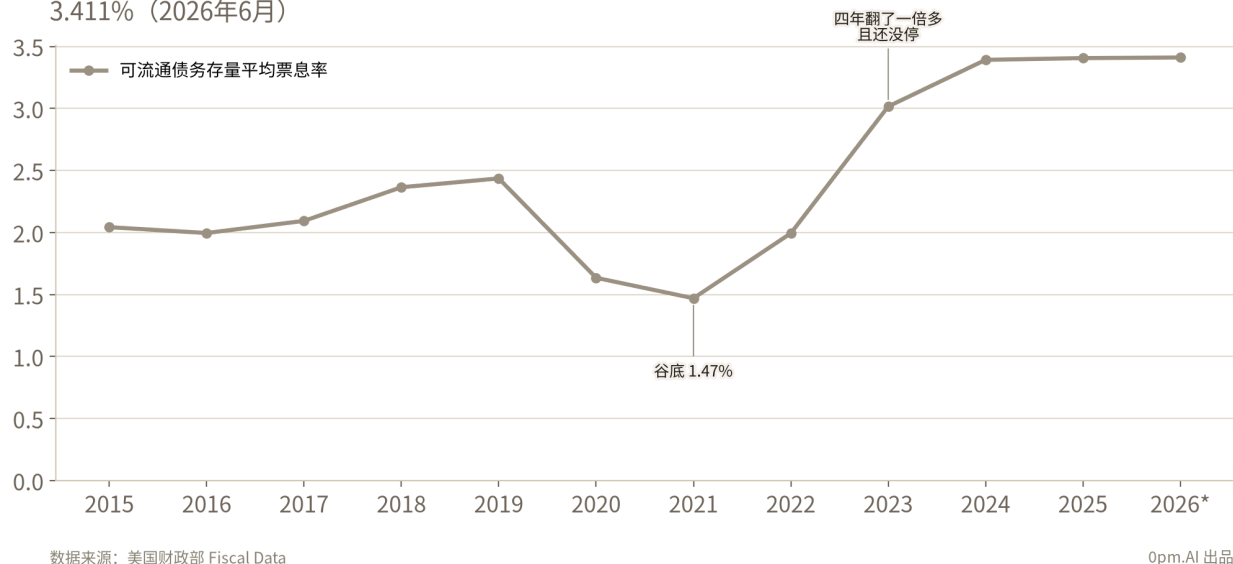
债务本身一路向上，利息负担却按兵不动——那十年，债务的个头和债务的痛感分了家

这背后是一件简单的事：美国借新还旧的成本，那些年一直在往下掉。

存量国债的加权平均利率，从危机后一路下行，到 **2021年12月** 探到 **1.565%** 的谷底。整个存量的利息账单，是被这条一路走低的曲线压住的。

存量平均票息率跌了七年，2022年掉头向上

美国可流通国债存量加权平均票息率（%）·财年未口径 · 谷底 1.47%（2021）→ 3.411%（2026年6月）



存量国债的平均利率一路下行，2021年底触到1.565%谷底——美国借钱，越借越便宜

更极端的是期限溢价。

衡量长债风险补偿的这个指标——纽约联储期限溢价模型（ACM）的估计值——那些年长期为负，直到 **2024年10月**才重新转正。

翻译成人话：市场不是勉强借钱给美国，而是排着队、倒贴着风险补偿，求它把钱拿走。

于是有了一种错觉：利息不涨，天经地义。

在这套逻辑里，债务是个可以无限吹大的气球，因为吹它几乎不花钱。

但 1.565% 不是常态，是特例。它是全球央行把利率按在地板上、通胀还没醒来那几年的产物。

把利息不涨当成起跑线的人，是把一段异常，错当成了基准。

一个数字最能说明这份错觉有多深。

净利息占 GDP 的比重，2025财年是 **3.153%**（美国管理与预算办公室 OMB 口径）。而上一个可比的高点，1991财年，是 **3.158%**。

债务本身翻了一倍还多，利息负担的比重却绕了一大圈，几乎回到了三十五年前的原点。

即便到2025财年，净利息名义上已经逼近万亿——**9700亿美元**（OMB 口径）——占经济的比重也才刚刚追平里根时代的尾巴。

这就是「脱钩」：债务的个头，和债务的痛感，在那十年里走的是两条路。

沃什在出任美联储主席前一个月，2025年4月的一次讲座上讲过一句话（就任前个人观点）：「压低债务的近期成本，往往会推高它的总量。」

便宜从来不是终点。便宜会招来更多的借。

回到2020年那批 0.974% 的债。

十年期，2030年到期。而它前后那些三年、五年、七年的低息债，正在一批批走到头。

到期，就要重新发债——用今天的利率。

免费的午餐真实存在过，只是它一开始就写好了到期日。那十年锁进合同里的低利率，锁得住利息，锁不住时间。

那么问题就变成了：当这些债券带着今天的利率一张张回来，过去十年那套「债务可以脱离负担」的算术，还成立吗？

来源：美国财政部债务管理办公室（ODM）季度再融资数据与 Fiscal Data；美国管理与预算办公室（OMB）预算功能 900 净利息序列（经 圣路易斯联储经济数据库（FRED））；纽约联储 ACM 期限溢价模型；美国联邦公开市场委员会（FOMC）公开文件及沃什公开讲座。数值口径已在文中标注。

风险提示：本文所有数据均为历史统计，不代表未来走势；不构成任何投资建议。市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

短端利率掉了175个基点，美国的利息账单为什么还在涨

降息传导到了短端，被存量重定价吃掉了

2023年11月到2026年6月，美联储把政策利率的短头往下拉了**175个基点**。

国库券的平均利率，从**5.451%**掉到**3.706%**。这是降息该有的样子。

同一段时间，美国全部可流通国债的平均利率是多少？从**3.415%**挪到**3.411%**。三十个月，动了不到半个基点。

更别扭的是方向——2026年以来，这个数连着**5个月**往上爬。

短端在降，账单在涨。这两件事同时为真，而且说的是同一批债券。

降息只买得动新发的那一头

美联储的手一松，能立刻跟着走的只有一样东西：你今天新发的短债。国库券三个月一轮、一年一换，利率说降就降。

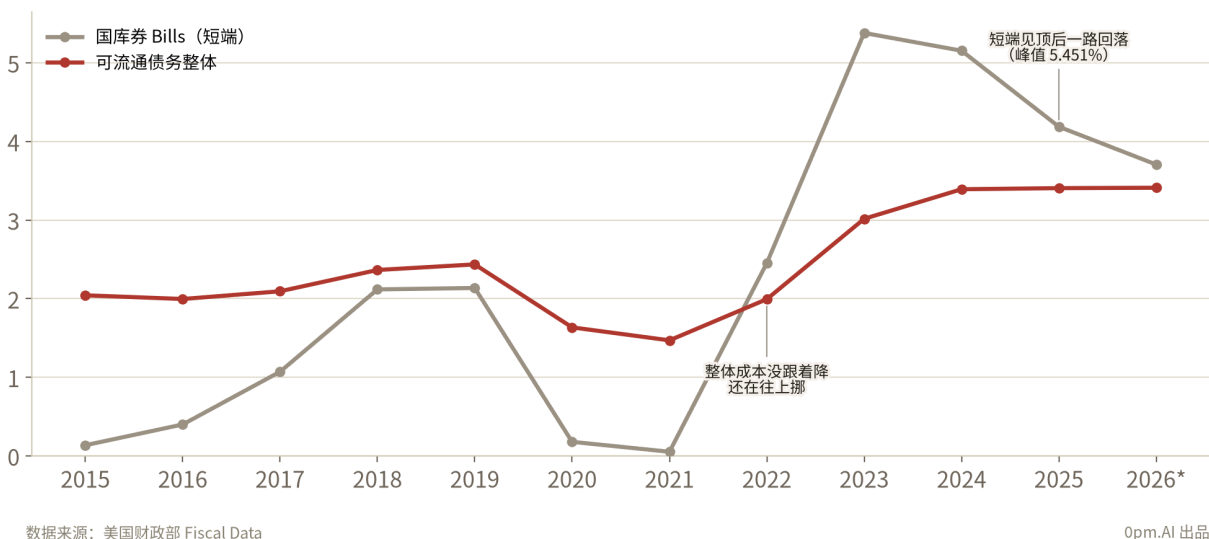
可国库券在整个国债盘子里是小头。占大头的是几年前发的中期、长期国债，票息锁死在1%、2%，要熬到到期才轮得到重新定价。而美国国债的加权平均下次重定价期限，约**70个月**——差不多六年，才把存量整个换一遍。

于是每个月只有一小批旧债到期，被4%出头的新债顶上。降息压低的是队伍最前头那几个人的价码，后面还排着六年队，全是等着从1.x%换成4%的旧合约。

那半个基点，就是这么来的。降息传导到了短端，随即被存量的重定价吃掉。

国库券利率掉了175个基点，整体债务成本却纹丝未动

美国国债存量加权平均票息率（%）· 财年末口径 · 降息传导到短端，被存量重定价吃掉



短端利率一路下行，可流通国债整体平均利率却在2026年掉头向上——这张图就是本篇的全部：降息压得住新发的短头，压不动占大头的存量。

拆开看，每一层都在往上换

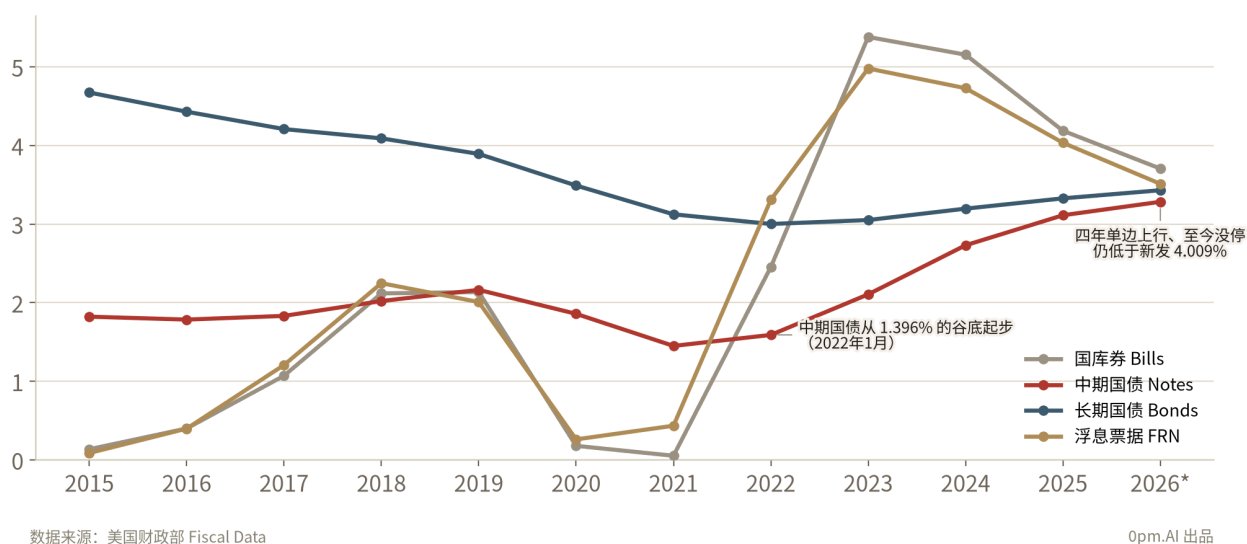
把整体拆开，机制更清楚。

全部付息国债的平均利率，2021年底还是**1.565%**，之后一年一个台阶：2022年**2.362%**、2023年**3.113%**、2024年**3.28%**、2025年**3.324%**，到2026年6月**3.409%**。中间美联储加了息又降了息，这条线没回过一次头。

中期国债最典型。2022年1月它的平均利率是**1.396%**，如今**3.283%**，翻了一倍多，还在爬。这批券多是2020、2021年低利率时发的，锁了便宜价，现在一张张到期，一张张按新价换回来。

短端在跌，中长端还在单边爬——存量重定价没走完

美国国债分券种存量加权平均票息率（%）· 财年末口径 · 中期国债占存量过半，仍在逐年抬升



中期国债的平均利率从2022年初的1.4%单边爬到3.3%，仍在往上——存量重定价没有回头路。

这场换券远没走完

看两个价差就够了。

第一个，存量的中长期国债，加权票息**3.254%**；2026年新发的，**4.009%**。缺口**0.755个百分点**。只要这个缺口不归零，每换一批债，平均成本就往上抬一格，账单就见不了顶。

第二个更扎眼。2020年发的那批债，票息**0.974%**；今天新发**4.009%**。同一笔钱，换手一次，利息差**3.035个百分点**。疫情那两年借的便宜钱正在密集到期，接下来几年，就是拿三倍多的价格把它们赎回来重借。



—列望不到尾的旧债排着队，逐张走到期限尽头，被贴着4%标签的新债一张张顶替上来。

一台有滞后的机器。六年前拧的旋钮，账单今天才开始响应；今天拧的这一下，要到2030年前后才走完。



一级一级往上推的输送机，最高处仍未见顶——存量重定价的坡还没走完。

剩下的指望，是继续降息——可今年的降息没来

2026年至今，联邦基金利率目标区间零变动，维持在3.5%到3.75%，中值**3.625%**。6月那次会议，声明写得很干脆——委员会「决定将联邦基金利率目标区间维持在3.5%到3.75%不变」，12票对0票。

更冷的是点阵图。6月这一版，把2026年底的利率中位数从3月的**3.4%**上调到**3.8%**——不是再降，是隐含年内还要往上。同一次会议，官员们把PCE通胀预测从**2.7%**一把抬到**3.6%**。

短端不但没接着降，反而可能掉头。存量那条向上的线，就更没有对手了。

决定账单的，不是欠多少，是换手价

美国这张利息账单，真正的变量从来不是它欠了多少。名义债务是一块几乎不动的存量，每天在变的，是这块存量的换手价——旧债换新债之间那道价差。

这台机器才刚上路。六年的队，现在排到第三年。

想自己盯一个指标，别盯债务总额那个大数。盯存量平均利率和新发利率之间的缺口。它一天不收窄，这条爬坡就一天不到头。

来源：美国财政部（月度公共债务报表（MSPD）、平均利率序列、债务管理办公室 财政部债务管理办公室（ODM）季度再融资数据）；美国国会预算办公室（CBO）；美国联邦公开市场委员会（FOMC）声明与经济预测摘要（SEP）。

风险提示：本文所有数据与判断仅供参考，不构成任何投资建议；历史数据不代表未来表现；市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

未来十二个月，美国有10.1万亿国债到期

占全部可流通国债的三分之一，这笔账已经写好了

到2027年6月底之前，美国财政部必须还上的可流通国债，是**10.146万亿美元**。

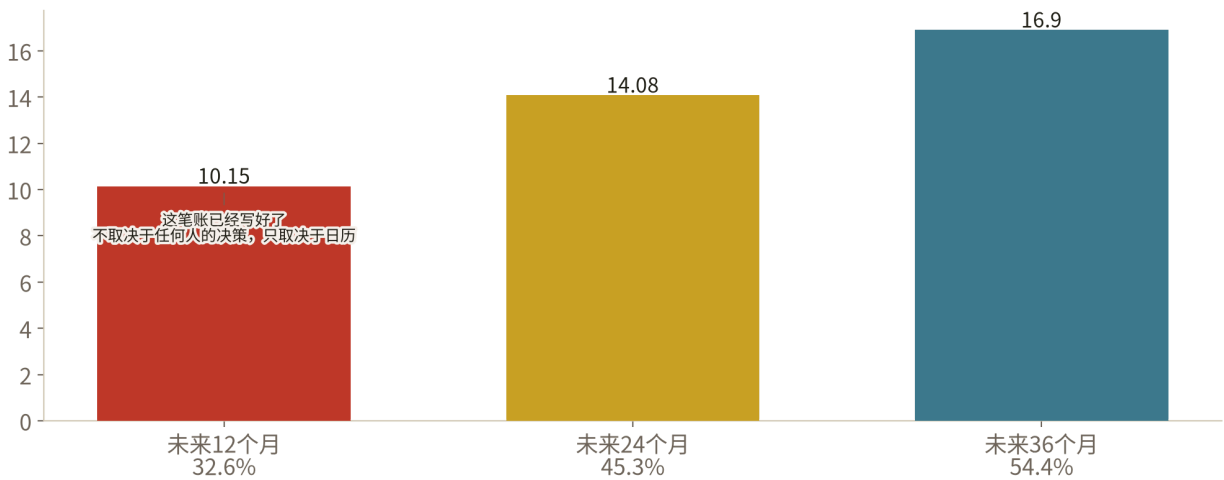
这不是赤字，不是新借的钱。是早就发出去、白纸黑字印着到期日的旧债，平摊到每个月，**8400多亿**滚动到期。

放进全部可流通国债里看，这是**三分之一**——每三块钱，就有一块要在未来十二个月里还清、再借一笔新的顶上。

把窗口往后拉。两年内到期的是**14.078万亿**，占**45.3%**；三年内**16.898万亿**，超过一半的可流通国债，会在三年里走到到期日。

十二个月内三分之一的美债到期，两年内接近一半

可流通国债到期规模与占比 · 2026年6月30日起算 · 占可流通未偿总额 31.09 万亿



数据来源：美国财政部 Fiscal Data

Opm.AI 出品

未来三年，过半可流通国债走到到期日（12月10.1万亿/24月14.1万亿/36月16.9万亿）

这个数字不靠预测。财政部每月公布的公共债务月报里，每一只券的到期日和未偿本金都列着，逐券加总，和官方口径的可流通总额分毫吻合。它不是谁的模型跑出来的情形，是已经发生、只等兑付的事实。

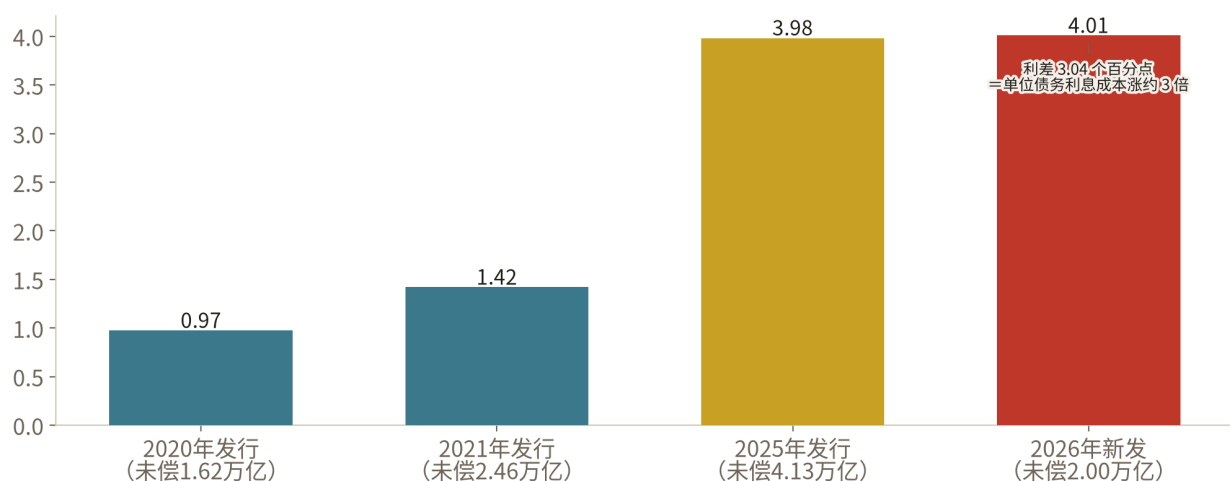
真正的问题不在还多少，在用什么价钱借回来。

未来十二个月到期的这批券里，有**1.162万亿**是2021年及以前发的。那几年利率贴着地板，这批券的加权票息只有**1.455%**。

今年新发的同类券，加权票息是**4.009%**。

0.974%换成4.009%，这3个百分点就是正在补缴的账

按发行年份分组的存量中长期国债加权平均票息（%）· 2026年6月30日仍未偿部分



数据来源：美国财政部 Fiscal Data

Opm.AI 出品

旧价1.455%对新价4.009%，同一笔钱差着2.55个百分点

同一笔钱，旧价一点四，新价四点零，中间差着**2.55个百分点**。到期那天，旧价作废，剩下的选择只有一个：按今天的价，把它续上。

就这1.162万亿，按4%重新借，一年多付的利息约**297亿美元**。而它还只是队伍最前面、票息最低的一小段。

后面排着更长的队。存量里票息低于2%的老债，还有**4.453万亿**——一批批走到到期日，一批批从一点几换成四点几。



一面由到期日码成的墙，每块砖标着不同年份的票息，越靠前越旧、越便宜，逼近的那一面写着今天的利率

这笔账最扎手的地方，是它已经写好了。

到期日印在每一只券的票面上。它不因为美联储降不降息而改期，不因为国会通不通过哪部法案而挪位。它只认日历。

可流通国债的加权剩余期限是**5.88年**，听着不算短，可结构前重后轻——三分之一挤在头一年。期限短，意味着重定价快。今天的高利率，用不了太久就会渗进存量的大部分。这不是风险敞口，是排期。

当然，得把话说全。如果美联储降息降得又快又猛，新发利率掉下来，这道替换价差会收窄。

但要让今天四点几的新发利率，回落到1.455%那种地板水平，需要的降幅远远超过美联储自己指向的路径——它6月的点阵图给到2026年底的联邦基金利率中值是**3.8%**，比眼下的区间中值还高。指望靠降息把价差抹平，方向从一开始就摆错了。

所以该盯的刻度，不是下一次议息会议谁说了什么，而是一个更朴素的数：新发国债的中标利率，什么时候跌回存量的平均票息。在那一天到来之前，每一张走到到期日的旧券，都是一次确定的加价。

一个靠借新还旧滚动的体系，当还旧债本身每年都在往上垫成本，它能靠什么把这道价差停下来？

数据来源：美国财政部公共债务月报（MSPD）及平均利率表、美国国会预算办公室（CBO）2026年预算与经济展望、美国财政部债务管理办公室（ODM）与借款咨询委员会（TBAC）季度再融资数据、美联储资金流量表（Z.1）。

风险提示：本文不构成投资建议；历史数据不代表未来；市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

美国付的利息，2024年就超过了国防开支

下一个被超过的是医保，时间表写在2028年

2024财年关账，美国联邦政府的支出栏里出现了一个安静的反超。

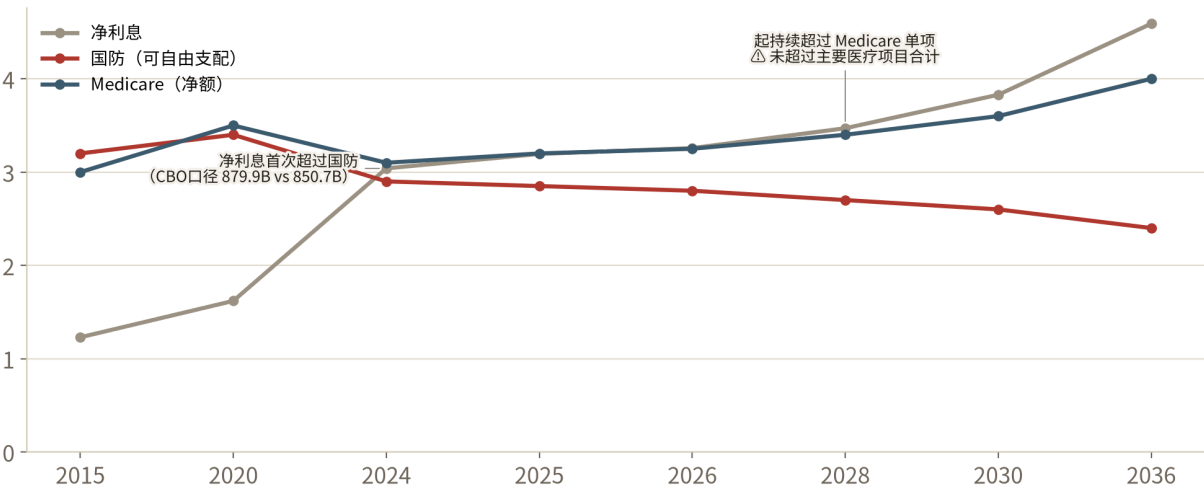
净利息——政府为过去欠下的债付出的钱——第一次越过了国防开支。

不是哪份报告的情景预测，是已经落进决算的事实。

按国会预算办公室的口径，这一年净利息**8799亿美元**，国防可自由支配支出**8507亿**，利息多出**292亿**。往前推一年，FY2023还是6583亿对8062亿，利息稳稳压在军费下面。一年时间，两条线换了位置。

净利息2024年越过国防，2028年将越过医保

美国联邦主要支出项占GDP（%）· CBO 2026年2月基准情形 · 2026年起为预测



数据来源：美国国会预算办公室 CBO

0pm.AI 出品

两套账都指向2024，但你不能把它们拼起来

这里有个容易被做手脚的地方。衡量美国利息，有两套官方口径，绝对数对不上。

美国国会预算办公室（CBO）用净利息，扣掉了社保信托基金这类政府内部账户的利息，FY2024是8799亿。财政部月度报表用现金口径，同一年利息9492亿、国防8263亿。

两套各自都成立，但绝不能交叉相减。真按CBO一套算，利息只比国防多292亿；把一套的利息硬套到另一套的国防头上，这个差额会被吹成四倍大。下面只走CBO一套。

国防只是第一个被追上的

利息反超国防不是终点，是起跑。CBO基准情形把后面几个交叉点也一并标了出来。

2028年，净利息越过Medicare单项。

2038年，越过联邦全部可自由支配支出——教育、科研、基建、军费，国会每年真正坐下来逐条投票的那部分钱，加在一起。

2047年，越过社会保障，联邦最大的单项开支。

越过Medicare那一年，等于给旧债付的息，比给全国老人看病花得还多。

越过全部可自由支配那一年，等于国会吵一整年、逐条争来争去的所有项目加起来，也压不住一笔谁都没表决过的利息。

别把话说过头：超的是Medicare单项，不是全部医疗

2028年被追上的，是Medicare这一个项目，不是全部医疗开支。把Medicare、Medicaid这些主要医疗项目合到一起，到2056年利息也没追上——占GDP **6.93%对8.09%**，医疗那条线始终在前面。

准确的说法是：利息先超单项，再超别的单项，一个一个来。说它"超过了医疗开支"，是抢跑。

换成你能拎起来的尺度

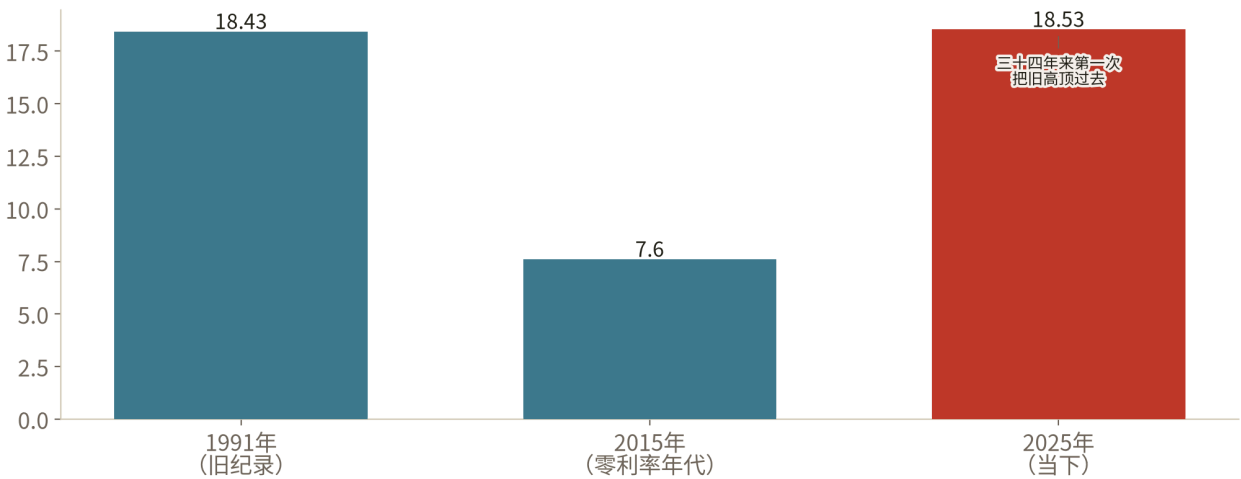
占GDP、占多少十亿，都太远。换成联邦每收进来的一块钱里有多少先拿去付息，就近了。

FY2025，净利息吃掉联邦总收入的**18.53%**。这个比例上一次这么高是1991年，18.43%——利息刚刚把三十四年前的旧高顶了过去。

摊到每天，是**26.58亿美元**。政府一睁眼，先为旧债付掉这个数，才轮到别的。

利息吃掉18.53%的联邦收入，刚把1991年的旧高顶过去

美国联邦净利息支出占联邦总收入（%）· OMB口径自算（FYOINT ÷ FYFR）



数据来源：美国国会预算办公室 CBO

Opm.AI 出品

净利息吃掉联邦收入的18.53%，刚把1991年的旧高顶过去

这场追赶没有刹车

利息一路超车，不是因为谁决定多花，而是它由存量债务到期换新的节奏说了算。

到2026年年中，存量中长期国债的加权票息是3.254%，新发的是4.009%，中间差着**0.755个百分点**。每一笔低息老债到期、换成高息新债，付息就往上垫一层。

未来24个月，有14.078万亿美元的可流通国债到期，占全部的**45.3%**。利率哪怕从今天起一动不动，光是这批债券滚过一遍，账单也会继续爬。



预算的一间间舱室在进水，利息是那道只升不降的水位线

利息是预算里唯一不能投票削掉的一行

其他每一项，都要过程序。国防要国会拨款，Medicare要立法授权，可自由支配的每一分都需在委员会里过一遍、举一次手。它们可以被砍、被拖、被关门谈判当筹码。

利息不进这套程序。它不上委员会、不等表决，到期那天，钱就得到位。违约的代价，没人敢试。

这场追赶的真正分量，不在“利息很大”，而在：财政能腾挪的空间，正被一笔谁也削不动的开支，从最上面一层层压下来。国防已经让过位置，Medicare的号码牌写着2028。

当一国预算里增长最快、又唯一不容商量的一行是利息，剩下那些要投票、要争抢的项目，还剩多少能自己做主的余地？

来源：美国国会预算办公室《2026至2036年预算与经济展望》(2026-02-11)；美国财政部 Fiscal Data（月度财政报表、公共债务利息支出、月度公共债务报表（MSPD））；管理与预算办公室预算功能900净利息序列（经圣路易斯联储经济数据库（FRED））；财政部债务管理办公室季度再融资资料。文中CBO口径与MTS现金口径不交叉混用。

风险提示：本文仅作信息与观点分享，不构成任何投资建议；历史数据不代表未来；市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

美国财政部把债越借越短，连续十二个季度超出自己顾问的建议

把久期压短去赌降息，赌注和代价分别是什么

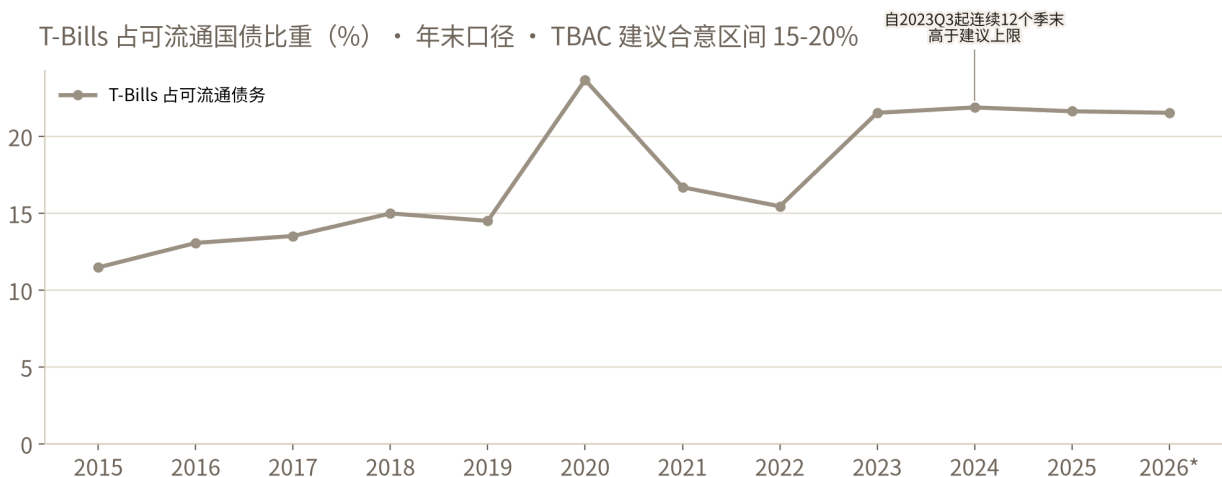
过去三年，美国财政部一直在做一件它自己的顾问反复劝它别做的事。

到2026年6月底，短期国库券（T-Bills）占可流通国债的比重是**21.53%**。而它的借款咨询委员会（TBAC）早在2020年就画过一条线：中长期看，这个比例最好待在**15%到20%**之间。

从2023年三季度末到2026年二季度末，连续**十二个季末**，这个数字都踩在建议区间的上沿之外。

不是一次越界，是十二次。

短债占比连续十二个季度顶在顾问委员会建议的上限之外



数据来源：美国财政部 ODM/TBAC、美国财政部 Fiscal Data

0pm.AI 出品

连续十二个季末，T-Bills占比顶在TBAC建议上限之外——越界成了常态，不是意外

一个国家的借钱成本，一半是市场给的，一半是自己选的。

财政部手里始终握着一个选择：发十年、三十年的长债，把今天的利率锁进未来几十年；还是发几周、几个月的短债，赌利率很快往下走、下一次续借更便宜。

它选了后者，而且连着选了三年。

这不是被市场逼到墙角的动作。2019年底，短债占比还是规规矩矩的**14.5%**，稳稳压在线内。到2026年二季度，短债未偿余额堆到**6.691万亿美元**。财政部自己给TBAC做情景陈述时，用的基准就是**21.7%**——它清楚这个数，也清楚这个数在建议区间之外。



把长债换成短债，等于每隔几个月就要重新签一次合约——利率往哪走，续签的价格就跟着走

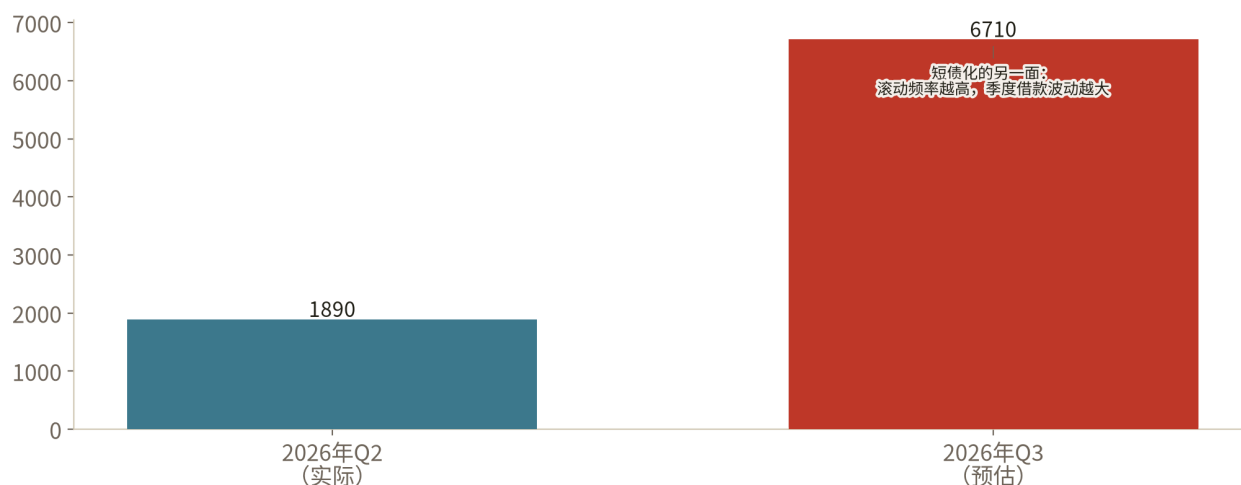
这里要说句公道话。

整个存量债务的加权平均到期期限，2026年4月是**71个月**，比历史均值**61.4个月**还长一截。短债占比高，不代表财政部把整条久期都砍塌了。

真正的动作发生在边际上。付息债券的名义发行规模按官方口径维持不变，而每一次借款需求的猛增，都被丢给短债和现金管理券（CMB）去吸收。长端稳住，波动全甩给短端。

第三季度要借6710亿，是上一季度的三倍半

美国财政部季度可流通净借款预估（亿美元）· 2026年各季度



数据来源：美国财政部 ODM/TBAC

Opm.AI 出品

加权平均到期期限（WAM）维持在71个月的高位，短债和CMB负责吸收借款需求的每一次跳变

这套打法的赢面很直接。

只要降息兑现，六万多亿的短债几个月就滚动一遍，利息成本跟着基准利率一路往下掉。锁死在长债里的钱做不到这件事。赌对了，这是一笔省下真金白银的买卖。

代价是，风险换了个种类。

发长债，扛的是利率风险——利率涨上去你也锁死了，认赔。发短债，扛的是再融资风险——每隔几个月，六万亿要重新推到市场上，按那一刻的价格重新定价一次。

市场的胃口不是每个季度都一样大。2026年二季度，私人持有的净可流通借款预估是**1890亿美元**；到三季度，这个数字跳到**6710亿**，一个季度涨了约3.5倍。短债这台机器转得越快，越经不起这种量级的跳变。

到这一步，它已经不只是市场上的议论。

2026年，IMF对美国的第四条款磋商，执董会评估直接点名：美国短期限债务占比上升，构成金融稳定的尾部风险。同年4月的《财政监测报告》里，IMF写下美国国债的「安全溢价正在被侵蚀」。

一个把短债占比连续十二个季末顶在自家顾问红线之外的财政部，一个把这件事写进官方评估的国际机构。两边看的是同一组数字，给的是两种分量的判断。

融资成本从来不是一个纯粹由市场定的价格，它也是一连串主动选择攒出来的结果。财政部押的是：降息会来，而且来得够快。

当下一个季度又有六千多亿要重新定价，那一刻的利率，会是它赌的方向，还是反过来？

本文数据来自美国财政部《月度公共债务报表》(MSPD) 与季度借款需求预估、财政部借款咨询委员会 (TBAC) 文件、IMF第四条磋商执董会评估与《财政监测报告》。

风险提示：本文不构成投资建议；历史数据不代表未来；市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

2024年10月15日之后，市场再没有一天愿意免费借钱给美国

利率里多出来的那一块，既不是通胀也不是政策

2024年10月15日，纽约联储期限溢价模型 (ACM) 算出的十年期期限溢价，收在 **-0.01%**。

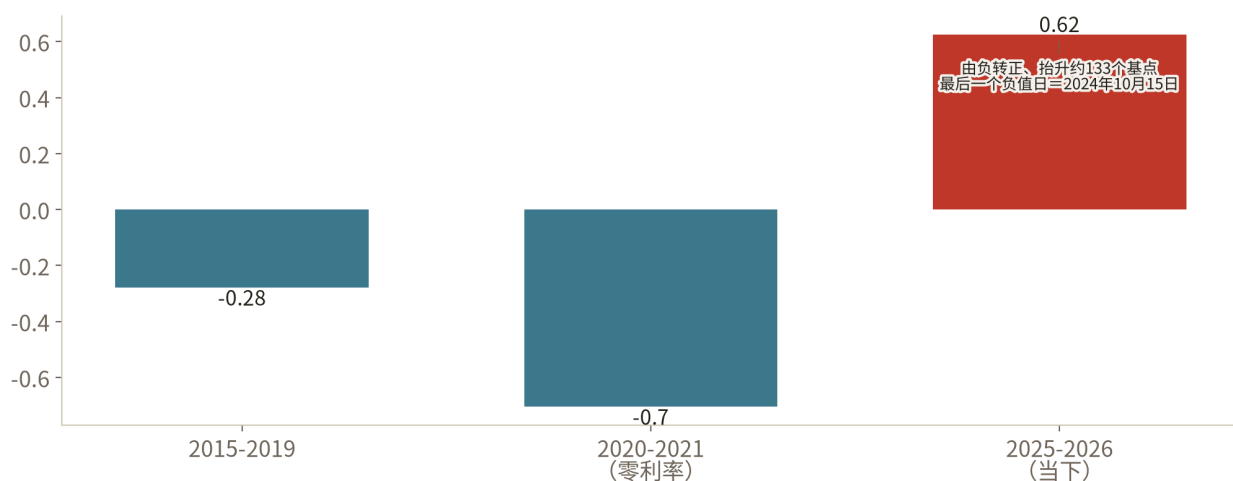
一个负数。翻译成人话：那天市场愿意为"把钱借给美国政府整整十年"这件事，倒贴一点点。锁定这么久本该要补偿，市场偏不要，还愿意让一点利。

那是最后一天。

往后数，2025年整整 **249个交易日**，没有一天为负。2026年到7月中旬，又是 **135个交易日**，同样一天都没有。倒贴的时代，在那个星期二之后关了门。

期限溢价从倒贴转成要价，翻了133个基点

纽约联储 ACM 模型 10 年期期限溢价 · 分时期年均值 (%) · 模型估计值非市场可观测价格



数据来源：纽约联储

Opm.AI 出品

2024年10月15日是ACM十年期期限溢价最后一个负值日，此后再未回到零线以下

这张图要你看的不是某一天的高低，是那条线穿过零轴之后再也没回来。它标注的是纽约联储 ACM 模型的估计值，不是市场上能直接看到的报价——期限溢价没有挂牌价，是模型从收益率里剥出来的。但趋势是干净的：2020到2021年，这个数的年均值是 **-0.704%**；2015到2019年是 **-0.278%**；2025年至今的均值，翻到了 **+0.625%**。一整个符号的翻转。

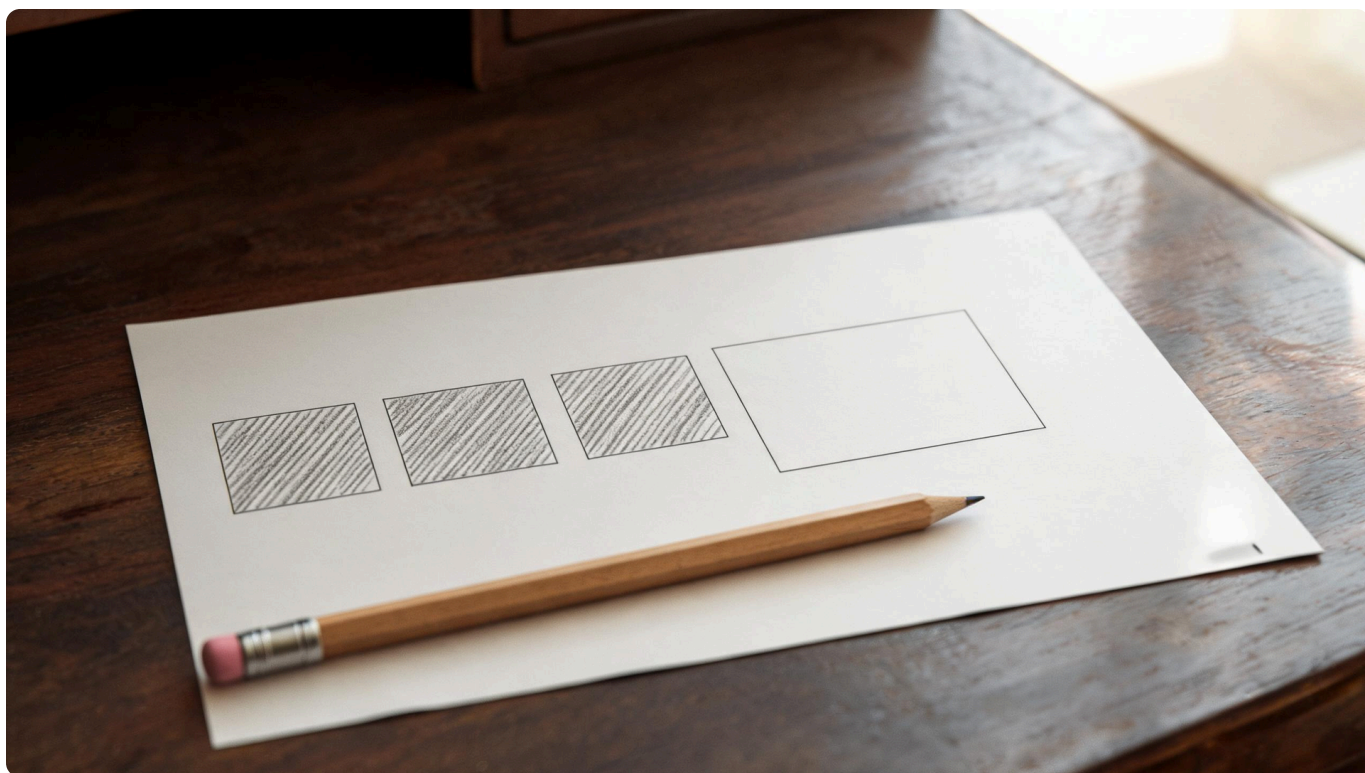
借得越久，欠条上那格空白要补偿

先把这块"多出来的"说清楚。

一根十年期国债的收益率，可以拆成两块。一块是市场预期这十年里短期利率的平均水平——里面已经装着对通胀、对美联储加息降息路径的全部预判。另一块，是投资者为承担"这么久会发生什么谁也说不准"所额外要的那一点补偿。

第二块，就是期限溢价。

它为负，意思是这点补偿被压成了负数，市场抢着把钱借长、不惜倒贴。它转正且高高挂着，意思是市场重新开口要价：想让我锁十年，得给够。



借得越久，欠条上多出的那一格空白，是留给说不准的十年

顺着这个拆法往下走，一件事就变得很清楚——多出来的这一块，能排除掉不少嫌疑人。

不是通胀，因为通胀早被算进去了

第一个要排除的，是通胀。

很多人一看长端利率抬头，第一反应是“通胀预期又起来了”。可通胀预期属于第一块——它在“预期短期利率路径”里，早就被算进去了。期限溢价是把这块预期整个剥掉之后，剩下的残值。

同样被剥掉的，还有对美联储政策路径的预期。你以为的加息、降息、什么时候转向，全在第一块里。

所以期限溢价转正，从定义上就不可能是“通胀故事”，也不是“政策路径故事”。这两个嫌疑人，被它自己的算法排除在门外。

不是波动，因为债市正安静得反常

第二个嫌疑人更值得说，因为它最像。

期限溢价里，本该有一块是“波动率补偿”——市场越颠簸，投资者越要为持有久期讨价还价。2022到2023那一轮，债市天翻地覆，期限溢价冲到 **0.47%**（2023年10月），谁都会说，这是被

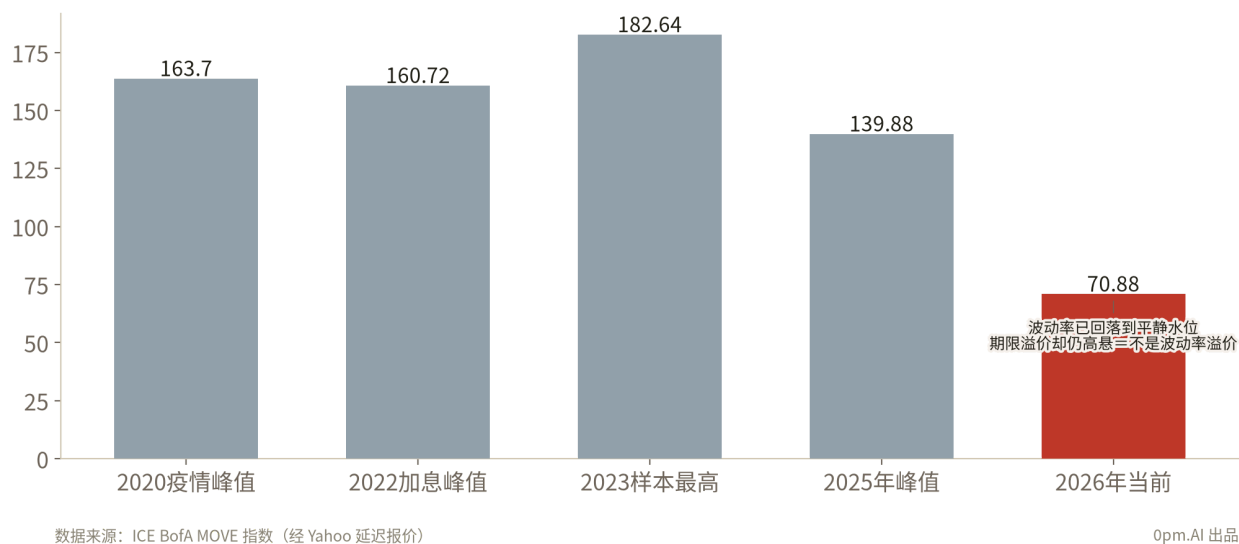
波动吓出来的。

那就看波动率现在什么样。

衡量美债波动的MOVE指数，2026年的低点探到过 **55.77**，近期在 **70.88** 一带——搁在历史上，这是平静的水位。

债市波动率回到平静水位，期限溢价却还挂在高处

MOVE 美债波动率指数 · 各时期峰值与当前值（点） · 排除「波动率溢价」解释的证据



债市波动率回落到平静区间，期限溢价却高悬不下——两条线分了家

这张图的看点，是两条线本该同起同落，现在却分了家。波动率一路走低，期限溢价却赖在 **0.5%以上** 不肯下来（2026年6月末 **0.51%**，5月19日一度摸到 **0.88%**）。

波动那么小，补偿那么高。这说明它不是被吓出来的。第二个嫌疑人，也排除。

剩下的那一个，是财政

通胀排除了，政策路径排除了，波动率排除了。一根收益率能装的东西就那么多，剩下的那一块补偿，只能指向一件事：这个国家要借的钱，实在太多、期限又太短，市场开始为"接盘"本身要价。

这不是拍脑袋。它有弹性证据。

美联储金融与经济讨论系列工作论文（FEDS WP 2026.031）给出的估计是：债务占GDP每上升1个百分点，十年期期限溢价抬升 **2到3个基点**。堪萨斯城联储那篇关于供给冲击的研究，给出的数是 **1.3个基点**。

我要在这里踩一脚刹车，防止你把话听歪：这是**弹性**，是"多发一单位债、价格抬多少"的边际关系。它绝不等于"这轮利率上升里财政因素占了百分之几十"——那种贡献度分解，没有任何权威来源支撑，谁写谁是在编。

弹性能坐实的，只是方向和量级：结构性的财政供给，正在给长端定价。这不再只是市场上的窃窃私语。国际货币基金组织2026年4月的《财政监测报告》，点名美国国债"安全溢价正在被侵蚀"；同年第四条款磋商里，执董会把美国"短期限债务占比上升"列为金融稳定的尾部风险。官方文本，白纸黑字。

价更贵，但人没走

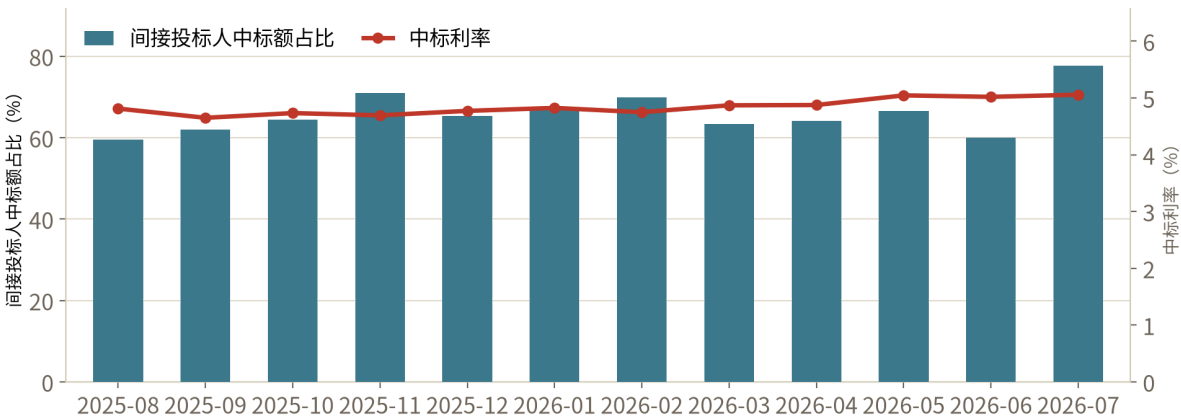
但这里很容易滑向一个爽但假的结论：全世界要抛弃美债了。

不是的。这一步必须说清楚，否则前面全白讲。

2026年7月9日，一场30年期美债拍卖。中标利率 **5.058%**，是 **2006年8月以来最高**——十九年里，除了2006年那一场，没有比这更贵的长债。

中标利率创十九年新高的同一场， 海外需求是2008年以来第二强

30 年期国债拍卖 · 中标利率（% · 右轴）与间接投标人中标额占比（% · 左轴） · 竞争性中标额口径



数据来源：美国财政部 TreasuryDirect

Opm.AI 出品

同一场拍卖：中标利率创十九年新高，间接投标人承接却是十七年来第二强

这张图要你把两个数放一起看，别只看一个。就在这场"史上第二贵"的拍卖里，代表外国央行和境外机构的间接投标人，拿走了中标额的 **77.74%**，是 **2008年有记录以来的第二高**。一级交易商——那些兜底接盘的大行——只揽下 **10.05%**，几乎没怎么出手兜。

价更贵，人没走，甚至来得更齐。

这两件事写在同一场拍卖的同一张成交单上：利率创十九年新高，需求是历史第二强。只讲前半，你会以为美债没人要了；补上后半，画面才完整。

所以市场做的，从来不是拒绝借钱给美国。它只是把2024年10月15日之前那份"免费甚至倒贴"的报价撕了，重新给这笔钱标了一个价。

那个价，就藏在利率里多出来的那一块。它不肯再回到零以下，已经六百多个交易日了。

下一个问题留给你：当补偿被要到这个份上，是市场对财政失去了耐心，还是财政终于要为多年的免费午餐补票？

文/0pm.AI

风险提示：本文所涉数据均来自公开来源，期限溢价为纽约联储ACM模型估计值、非市场可观测价格，相关口径已在文中标注。本文不构成任何投资建议；历史数据不代表未来表现；市场有风险，投资需谨慎。

来源说明：纽约联储ACM期限溢价、美国财政部拍卖数据（TreasuryDirect）、ICE-MOVE指数、美联储 FEDS 工作论文2026.031、堪萨斯城联储供给冲击研究、国际货币基金组织《财政监测报告》与第四条款磋商评估。

不是没人买美债，是买家换了一批

外国官方退场，货币基金和私人资金接了盘

33.9%，到 23.9%。

这是外国人手里的美债，占美国全部未偿国债的比重，从 2015 年 6 月到 2026 年 5 月走出的一条下坡线。整整十个百分点。

摊开来看，像一场大撤退。全世界都在抛弃美债——这话你这两年大概听过不止一遍。

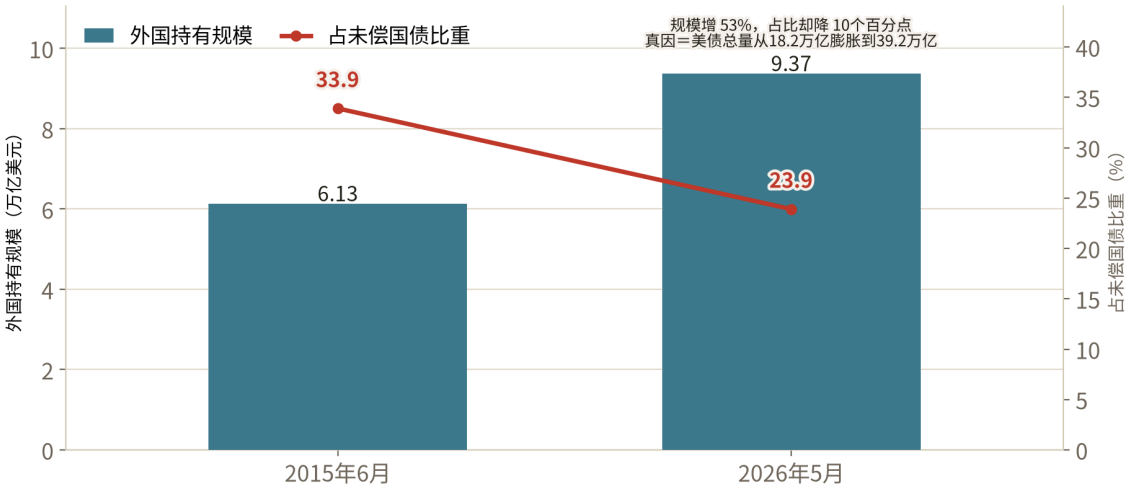
可同一段时间，外国人手里那堆美债的绝对金额，创了历史新高。

两句话都对，怎么会打架？

答案不在分子，在分母。美债的总盘子，从 18.2 万亿美元膨胀到 39.2 万亿美元，十一年翻了一倍还多。外国买家没少买，只是买的速度追不上美国发债的速度。占比掉下来，是被这个越滚越大的分母稀释的，不是有人在净卖。

外国持有占比一路降，绝对额却创了新高

外国持有美国国债规模（万亿美元·左轴）与占未偿国债比重（%·右轴）· 占比下降是分母膨胀



数据来源：美国财政部 TIC、美国财政部 Fiscal Data

Opm.AI 出品

外国持有占比从33.9%滑到23.9%，绝对额却同期创新高——稀释占比的是暴涨的美债总量，不是净抛售

所以"没人买美债"是个假命题。真正发生的事，是牌桌上的位子没有空出来，坐的人换了一批。

换下去的，是外国官方。

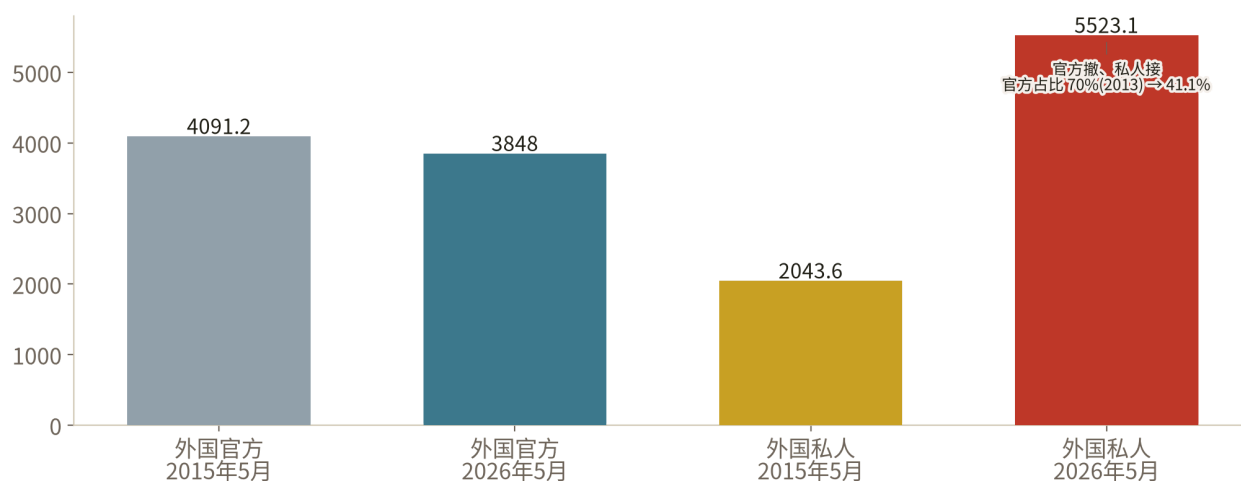
各国央行、主权财富基金这些官方机构，手里的美债在 2020 年 2 月摸到 4.2649 万亿美元的峰值，之后就再没回去过。到 2026 年 5 月是 3.848 万亿。把时间轴拉长到十一年，外国官方持仓净减了约 2436 亿美元——听着是个大数，摊到十一年里，等于原地踏步，甚至略微倒退。

接上来的，是外国私人。

同一段时间里，外国私人部门（对冲基金、资管、企业、离岸账户）手里的美债增加了约 3.47 万亿美元，到 2026 年 5 月堆到 5.5231 万亿。一进一退之间，外国持有里"官方"这块的比重，从 2013 年的七成，一路掉到 41.1%。

外国官方十一年几乎零增长，私人资金增了3.5万亿

外国持有美国国债 · 按官方与私人部门拆分（十亿美元） · 财政部 TIC 口径



数据来源：美国财政部 TIC

Opm.AI 出品

外国持有里官方占比从70%降到41.1%，私人资金从配角坐上主位——退场的是央行，接盘的是私人

这才是真正的结构性变化。谁在拿着美债，性质变了：从追求储备安全、几乎不看短期收益的官方长线钱，换成了盯着利差、随时能挪窝的私人钱。

中国这条线，最容易被过度解读。

美国财政部国际资本流动报告（TIC）数据上，中国大陆持有的美债从 2013 年 11 月的峰值 1.3167 万亿美元，降到 2026 年 5 月的 6593 亿，缩了将近一半。

单看这一个数字，很容易顺手编一套故事。但有两个事实，会把这套故事拆掉。

一是英国。2025 年 3 月，英国持仓首次超过中国大陆，现在是 9486 亿美元，稳坐外国第二。

二是离岸。英国、比利时、开曼、卢森堡这四个离岸金融中心，合计持仓占外国总额的比重，从早年的 12.4% 翻到了 24.8%——如今已是四分之一。TIC 统计的是托管地，不是最终受益人。钱换个地方托管，账面上就从一个国家的名下“消失”，出现在另一个名下。单盯着某一国的数字下结论，很可能盯错了对象。

中国持仓在降，这是事实。至于谁、通过哪些托管账户接了过去，TIC 这张表回答不了，也不该替它硬编答案。

那么，短债化的美债真正的手盘，到底是谁？

是货币市场基金。

货基手里的短期国库券，从 2015 年一季度的约 2520 亿美元，涨到 2.468 万亿——十一年，8.8 倍。

这不是个配角式的增量。美国财政部这两年把发债重心大幅压向短端，谁在把这些一茬接一茬到期的短债吃下去？就是货基。它们天然要配短久期资产，短债利率一高，钱就往这儿涌。财政部越发短债，货基越有货可买，一拍即合。

顺带把另一个蹭热点的说法也纠正了：稳定币不是美债大买家。Tether 的美债敞口约 1410 亿美元，Circle 约 665 亿。加起来还不到货基持有短债的十分之一。稳定币是这盘棋里的一抹补充色，远够不上主力。真把短债扛下来的，是货基这台老机器。



意象图说：一张没有空位的长桌，起身离席的人和刚落座的人交错换手，桌上的债券票据始终没有减少

还有一个常被误当成“撤退者”的角色：美联储。

缩表（QT）确实做了很久，但它在 2025 年 12 月 1 日就已经结束了。此后美联储不但没继续缩，反而回头买短债——持有的短期国库券从 1955 亿美元回补到 5059 亿，七个月加了 3104 亿。目前它手里握着 4.51 万亿美元的国债，到期本金全额滚动再投资。

需求这一侧，官方部门里跑得最靠前的那个买家，非但没走，还在悄悄加短债的仓。"连美联储都在撤"，与事实相反。

把这几层叠起来看，图景就清楚了：外国官方退到后排，外国私人顶上来，货基把短债一口口吞下，美联储在底下续着。美债从来不缺买家。缺的，是那种不问价、只求稳的老买家。

新接手的这批钱，有三个共同特征：更短、更精、更容易走。

更短——货基、私人资金偏好短久期，美债的存量正在被越换越短，一旦利率环境变，重定价来得飞快。

更精——它们盯着收益。官方买美债是为了储备，私人和货基买美债是为了赚钱，别处收益一高，这些钱随时可能掉头。

更容易走——正因为它精，它就不忠诚。老买家能扛住波动、穿越周期；新买家只在价格划算时才留下。

需求没有消失。但它换了一副脾气：从耐心，变成挑剔。美国财政部要把这批越来越挑剔的钱一直留在桌上，只有一个办法——给得起它们要的价。

买家换班这件事，谁付账？不是没人买单，而是这张桌子往后要摆得更贵、更不安稳。当接盘的手随时可能松开，你觉得，是发债的一方更有底气，还是持债的一方？

风险提示：本文所涉数据均来自公开披露的官方统计（美国财政部 TIC、美联储 SOMA/H.4.1、投资公司协会 ICI 等），不同口径之间不可直接混用。文中对持有人结构的分析基于历史与当前数据，不代表未来趋势。本文不构成任何投资建议，历史不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

文/Opm.AI

美国债务的临界点，不是欠多少而是利率和增长率谁跑得快

国会预算办公室把未来三十年的路径算出来了

2024财年，一条线被悄悄跨过：美国政府一年付出去的**净利息**，**第一次超过了国防开支——8799亿美元对8507亿美元**，差出**292亿**（美国国会预算办公室 CBO 口径）。

到2025财年，净利息占GDP冲到**3.195%**，**1940年以来最高**（CBO口径）。

所有人盯着"欠了多少"这个数。可真正的临界点，从来不是某个债务总额——是利率和增长率，谁跑得快。

决定命运的不是总额，是那道坡

一个政府欠得多不多，单看绝对数没意义。日本债务率远高于美国，照样借得动；不少发展中国家债务率低得多，照样违约。分水岭在两个变量：利率 r ，和名义增长率 g 。

r 是政府为存量债务付出的利率， g 是经济这块饼长大的速度。 g 高过 r ，饼长得比利息快，旧债自己被稀释； r 高过 g ，利息滚利息，饼还没长出来，利息先长出来了。

这就是雪球。 r 一旦持续压过 g ，债务占GDP这颗球就开始自己往下滚——不需要谁去推它，坡度就是 r 和 g 的差。你不必多借一分钱，光是存量利息也会把比率顶上去。

过去二十来年，美国是反过来的： g 压着 r ，靠增长和低利率，把二战留下的那堆债一点点化掉。现在，坡度翻了个面。



一颗雪球停在缓坡与陡坡的交界处，坡面上刻着" r 减 g "，球身正压过临界那道线，身后拖出越滚越粗的痕迹

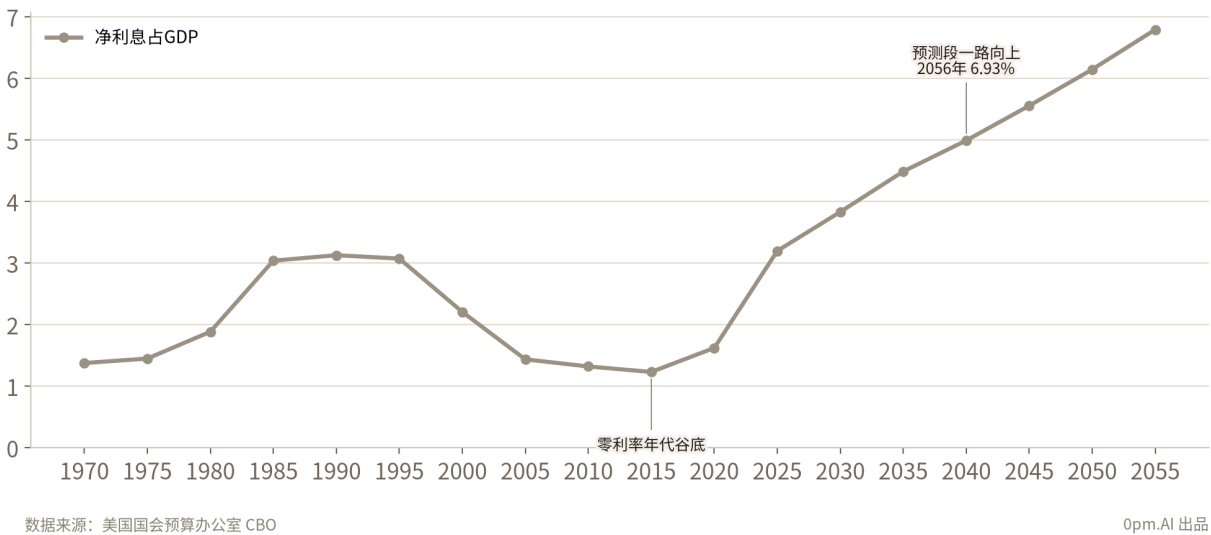
CBO把三十年画成了一条上翘的线

规则是抽象的，CBO把它画成了具体的一条线。

在2026年2月的基准情形里，净利息占GDP从2025年的**3.195%**，一路走到2036年的**4.591%**，再到2056年的**6.93%**。三十年，翻一倍还多。

净利息占GDP已站上1940年以来最高，而路径还在往上

美国联邦净利息支出占GDP（%）· 1970-2025 实际值，2026-2056 为 CBO
2026年2月基准情形预测



CBO 2026年2月基准情形：净利息占GDP从3.195%(2025)升至4.591%(2036)、6.93%(2056)，一条持续上翘、越走越陡的曲线

绝对额更直观。净利息2025年约**9700亿美元**，逼近万亿；CBO预测**2026年破1万亿**，到2036年翻到**2.1万亿**。光是2026到2036这十年，累计要付出去**16.2万亿**的利息。

惠誉早在降级报告里引过CBO同一条路径：利息成本到**2033年翻一番**至GDP的3.6%。三家评级机构算法各不相同，方向上没人算反。

值得同时盯的是g那一头。标普把美国实际增速预测为2026年**2.1%**、2027年**1.9%**——增长在往下走台阶。一边是利率黏在高位，一边是增速下沉，r和g的缺口只会越张越大。到这一步，问题已经不是雪球滚不滚，是滚多快。

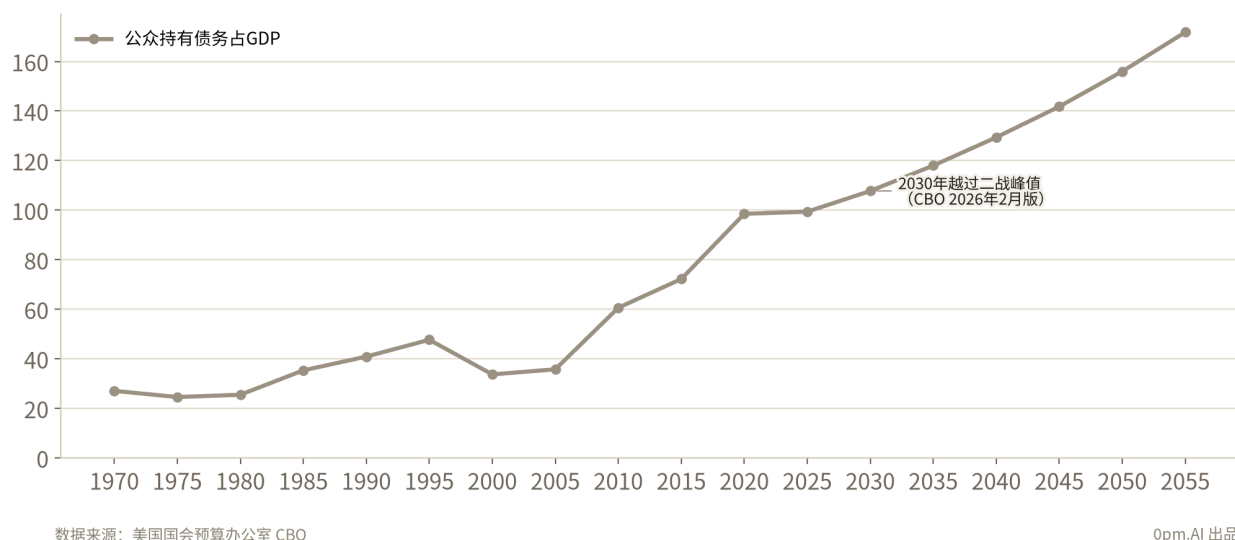
债务比二战还高，只是时间问题

利息是流量，债务是存量，存量那颗球滚起来更沉。

CBO这一版算出：公众持有的联邦债务，将在**2030年突破二战峰值**，达到GDP的**106.1%**。半年前那一版给的时点是2029年——差一年，纯属版本更新，不是路径变好了。

2030年，美国债务率将越过二战留下的那道纪录

公众持有联邦债务占GDP（%） · 1970-2025 实际值，2026-2056 为 CBO 2026年2月基准情形预测



CBO 2026年2月基准情形：公众持有联邦债务占GDP将于2030年越过二战峰值，达106.1%，创美国历史新高

这里有个坑得先给你提上：外面流传的"美国债务率都123.9%了"，那是IMF的一般政府口径，含州和地方政府；CBO这条106.1%是公众持有的联邦债务。两者差**24个百分点**，纯是口径，不能拿来自己吓自己，更不能混着比。

每0.1个百分点，就是三千多亿

这颗球的坡度，只看利率。

CBO官方只发布了0.1个百分点的情形：利率整体每高**0.1个百分点**，2036年当年就要多付约**600亿**，2027到2036这十年累计多付**3790亿**。

0.1个百分点而已。把它放大到1个百分点，按CBO明示的可缩放规则粗略推算，就是万亿级的量级——精确数字得标"推算"，但那股杠杆感你已经摸到了。这也是为什么市场会为几个基点的期限溢价吵翻天：在这么大的存量上，一个基点，是要用千亿去乘的。

别忘了，这条上翘的线，本身就假设了降息

这是我最想让你记住的一点。

CBO这条看着已经够吓人的路径，不是加息情形——它**已经假设**短端利率会在2026年第四季度降到**3.4%**附近。这是降息之后的样子。

可美联储6月自己的预测中值，2026年底是**3.8%**，比3月那版还上修了40个基点，隐含年内可能不降反加；2027、2028年的中值3.6%、3.4%，也全都压在长期中枢3.1%之上。

CBO的算术假设利率往下走，美联储的点阵图指着利率黏在上头。真按后者走，那条上翘的线只会更陡——多出来的每一段，都是雪球自己滚出来的，不用谁添一铲雪。

评级机构盯的，也不是哪个数字关口

标普把美国评级钉在AA+、展望稳定，理由里有一句值得玩味：它说下调的触发点「不是债务上限」。连评级机构看的都不是哪个整数关口——是收入追不追得上利息。在它的广义政府口径下，净利息已经吃掉财政收入的**11.6%**。

这就是临界点真正的样子：它不是某个会上新闻的债务总额，也不是"106%"那样一道整数关口。它是一道坡的方向。

雪球不需要谁去推。它只需要 r 一直高过 g 。

美国过去三十年赢在 g 压着 r ，未来三十年的官方路径写的却是 r 压着 g 。那道分界线，2024年利息越过国防的那一刻，可能已经迈过去了。

最后留一个问题给你：一条连基准情形都建立在"利率会降"之上的路径，若利率偏偏不降，你还会把它叫"基准"吗？

来源：美国国会预算办公室（CBO）《The Budget and Economic Outlook: 2026 to 2036》（2026-02-11）及长期预算数据；标普、惠誉主权评级行动原文；美联储2026年6月经济预测摘要（SEP）；IMF 2026年第四条款磋商（口径对照）。口径以各机构官方文件为准，净利息、债务比率均标注CBO 2026年2月基准情形，为预测而非既成事实。

风险提示：本文仅为信息与观点分享，不构成任何投资建议。历史数据不代表未来，预测存在不确定性。市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

主权债务危机的触发器，从来不是还不起

是不想再按这个价格借——英国2022年演过一遍完整剧本

2022年9月23日，伦敦。

一份被叫作"迷你预算"的减税方案递到市场手里。没人怀疑英国还得起钱——它有央行、有本币、有几百年来不违约的记录。市场只做了一件事：不想再按原来的价格，把钱借给这个政府。

金边债券的收益率几天里往上蹿。麻烦不在利率本身。英国养老金普遍用一种叫LDI的负债驱动策略，背后压着杠杆。债价一跌，保证金电话就打进来，养老金被迫卖债换现金；越卖，债价越低，追保电话越多。一个自我强化的螺旋。（欧洲经济政策研究中心 CEPR 事后研究）

英格兰银行只能亲自下场买债，把螺旋摁住。

注意，这里没有"违约"两个字。英国一分钱本息都没少还。击穿它的，是一句市场用脚投出来的判决：这个价格，我不借了。

这就是主权债务危机真正的样子。

它极少以赖账的方式到来。它以另一种方式慢慢发生：利率被逼着抬高，利息挤占别的开支，预算变成政治战场，治理进一步失分，借钱更贵。一圈一圈，不需要任何人宣布破产。

真正危险的从来不是"还不起"，是"不想再按这个价格借"。

三张判决书，签在美国头上

过去三年，评级机构一张接一张把判决书递了出来。

2023年8月1日，惠誉把美国长期主权评级从AAA下调到AA+。理由不是算不清账，是「治理水平的持续侵蚀」和「反复上演的债务上限对峙」。

2025年5月16日，穆迪跟上，降到Aa1。这一下，摘掉了美国自1917年以来保留的最后一个AAA。三大评级里，再没有一家给美国打满分。



意象图说——三大评级机构如法官落槌，AAA金冠被逐一摘下（供出图）

三张判决书陆续签下，没有一张写着违约

美国主权信用评级行动 · 2011-2026



数据来源：标普/穆迪/惠誉

Opm.AI 出品

结论图说——2023年8月惠誉、2025年5月穆迪相继下调，美国AAA时代终结，2026年6月标普维持AA+/稳定（图表/09a_三大评级时间线.png）

最反直觉的一句，来自最新那张判决书

2026年6月26日，标普再次确认美国AA+、展望稳定。同一份文件里，它把下调评级的触发条件写得很清楚——不是债务上限。

这句话值得停一下。

过去十几年，市场几乎把“债务上限闹剧”和“美国要出事”划了等号。每一轮两党对峙、政府关门倒计时，都被读成危机预演。标普的意思正相反：那场反复上演的政治戏，吵得再凶，也不是它按下降级按钮的理由。它盯的是另一组东西——赤字的持续性、利息对财政的挤压。

标普给的数字，冷静得多。广义政府口径下，美国净债务已经到GDP的**96%**（2025年，标普净债务口径），并预计在**2029年**升破100%。净利息吃掉财政收入的**11.6%**（2025年，标普广义政府口径）。2026到2029年，广义政府赤字年均**6.0%**。

压垮评级的不是某一场对峙，是每年都要多借的那6个点。

2025年那场债务上限战，其实没那么响

回头看最近一轮。2025年1月21日，财政部启用非常规措施腾挪空间。现金账户余额一路降到6月12日的低点**2608.07亿美元**。然后7月4日，国会立法把上限提前解除——非常规措施还没耗尽，戏就散场了，上限一次性上调**5.0万亿美元**，抬到**41.1万亿美元**。

市场怕了吗？看信用违约互换。那一轮1年期美国CDS峰值只有**52bp**。

作为对照，2023年那轮债务上限对峙，1年期CDS一度冲到**177bp**——是2025年的三倍多。

同样是债务上限，2025年的市场情绪比2023年平静得多。把2023年的恐慌数字安到2025年头上，是很多人正在犯的错。这也反过来印证了标普那句话：债务上限，不是那个真正让人睡不着的触发器。

英国的剧本，给的是触发器的形状，不是结局

历史类比最容易骗人的地方，是让你以为形状一样，结局就一样。

英国2022年那场螺旋，高度依赖一个特定结构：养老金的LDI杠杆。债价一跌就被迫保、被迫保就砍仓，这个正反馈是英国债市自己长出来的病灶。美国国债市场没有一模一样的引信。

更要紧的是三点底层差异。

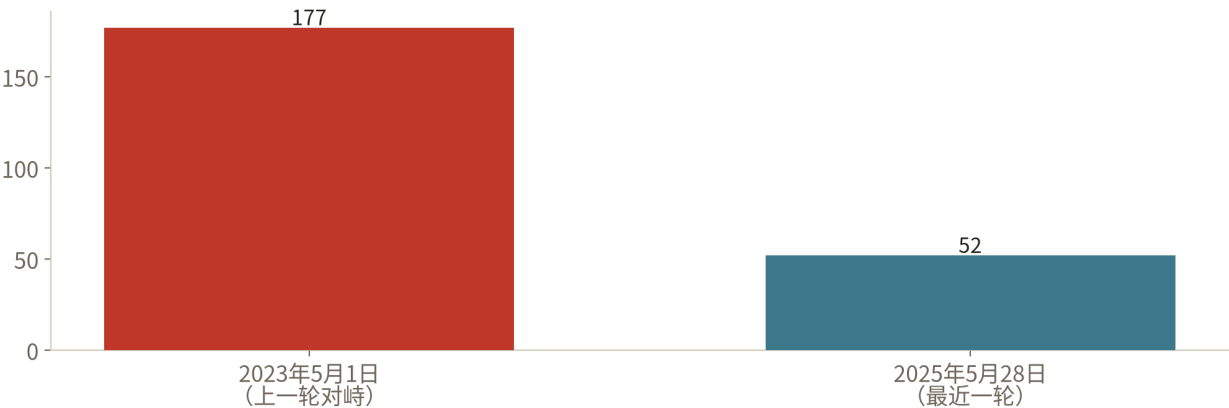
美国国债市场的深度，是全球任何一个主权债市都比不了的。

美元仍是全球储备货币。2025年二季度，它在全球已分配外汇储备里占**56.32%**（IMF 国际货币基金组织官方外汇储备币种构成（COFER）已分配口径）。全世界还在拿美债当压舱石。

美国的债，用自己的货币计价。它永远可以印钱还本息，"还不起"这条路几乎被堵死——但也正因如此，风险不在违约，而在价格：利率、通胀，以及债主愿不愿意继续持有。

2025年那轮对峙， 市场的恐慌读数只有2023年的三分之一

美国主权信用违约互换（CDS）1年期利差 · 两轮债务上限对峙峰值对比（基点）



数据来源：芝加哥联储、LSEG 数据 · CNBC 具名报道

Opm.AI 出品

结论图说——英国2022剧本逐项对照美国：LDI杠杆引信、市场深度、储备货币地位、本币计价，四点里美国占三点不同，触发机制不可直接照搬（图表/09b_英国2022剧本对照.png）

所以英国剧本能告诉美国的，只有触发器长什么样——市场对价格的耐心有限，一旦转向，速度极快。它没法告诉你美国会不会重演，更没法告诉你哪一天。这是类比的边界，越过去就是叙事谎言。

国际货币基金组织2026年第四条款磋商，把美国短期限债务占比上升点成了金融稳定的尾部风险，并建议做一次相当于GDP**4%**的前置式财政整顿。广义政府债务，它算的是2025年**123.9%**、2031年奔**140%**（IMF口径，含州与地方，与标普净债务口径不可直接比）。

判决书越签越多，但没有一家说美国明天会出事。它们讲的是同一件事的两面：账，越来越难看；可市场，暂时还愿意按这个价格借。

标普在同一份文件里留了一句前瞻——2027年，债务上限会"再次具约束力"。

到那时候，市场还愿不愿意按今天这个价格借，才是真正要盯的刻度。至于美国还得起还不起，这个问题从来没有悬念。

风险提示：本文仅作信息与观点交流，不构成任何投资建议。历史不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

文/0pm.AI

来源说明：本文数据与事实引自标普、穆迪、惠誉主权评级公告，国际货币基金组织2026年第四条磋商文件与COFER，美国财政部债务上限相关文件，欧洲经济政策研究中心（CEPR）相关研究，以及芝加哥联储、LSEG经具名媒体报道的CDS数据。

美债利率是全球资产的分母，但它怎么涨比涨多少更重要

期限溢价驱动还是增长驱动，结果完全不同

2024年10月15日，纽约联储期限溢价模型（ACM）算出的十年期美债期限溢价，还是一个负数。

七个月后，2025年5月21日，它冲到**0.897%**。

从负到正——同一根十年期收益率，就算涨的幅度一样，市场重新开始为"借这么多、借这么久"收费，性质已经完全变了。

这就是本篇要讲的事：美债利率是全球所有资产的贴现率分母，可它怎么涨，比涨多少更重要。

全世界的资产，都在偷偷用它做除法

十年期美债收益率，是无风险利率的锚。

你手里一只股票值多少钱，本质是把它未来能赚的现金流，按一个贴现率折回今天。这个贴现率的地基，就是十年期美债。

分母变大，分子不动，商就变小。

道理简单，管的范围却大得吓人：美国的成长股、欧洲的地产、新兴市场的主权债、A股里那些靠"远期故事"撑估值的公司——只要估值里含着"未来现金流折现"这四个字，就绕不开这个分

母。

它涨，不是美国一家的事。



一根十年期美债收益率的曲线是天花板，下面挂着股票、房子、基金等各类资产，全被同一根线牵着往下压

涨100个基点，可能是账单，也可能是风险税

这是本篇最容易被漏掉的一层：**同样涨100个基点，来源不同，杀伤力完全不同。**

如果收益率上行，是因为经济要变好、企业盈利往上走——分母涨了，分子也涨了，风险资产未必吃亏。这叫增长驱动。

如果收益率上行，是因为市场要为“这么大的发债量、这么高的债务”多要一层补偿——分子没动，只有分母在涨。这叫期限溢价驱动。

国际清算银行(BIS)的研究给了一条更硬的判据：美债上行会不会砸到新兴市场，取决于两件事——是不是期限溢价在驱动、有没有伴随美元走强。

美债利率是全球资产的分母，但怎么涨决定了砸向谁

10年期美债收益率 4.57%（2026年7月16日） · BIS 研究：期限溢价驱动 + 美元升值时，外溢冲击才真正传导



数据来源：ICE BofA/房地美 PMMS/FRED、BIS 国际清算银行、日本财务省/美国财政部 TIC、美联储

Opm.AI 出品

传导链路图：美债收益率上行→区分期限溢价驱动/增长驱动→叠加美元走势→决定是否冲击新兴市场，当前这一轮走的是期限溢价驱动这条通路

当前这一轮，期限溢价正从负数回到正数（纽约联储ACM模型口径，属模型估计值、不是市场挂出来的价）。这条传导链，是通的。

至于市场为什么要多收这层费，Warsh在就任美联储主席前、以个人身份的一次讲座里（2025年4月）有一句判断：「美国财政政策正走在一条危险的轨道上。」那是他就任前的个人观点，但市场对"轨道"的担忧，恰恰会以更高的期限溢价定价出来。

值得把尺度放清楚。堪萨斯城联储的高频研究测算，债务 / GDP两年内多上升1个百分点、且是市场没预期到的供给冲击，当期只把十年期收益率推高约**1.3个基点**。这是弹性，不是"这轮上行里财政占了多少"——别把它当贡献度分解，但方向明确：多借的债，确实在给分母加码。

2022年9月，英国演示过一次现成的。特拉斯政府一份没有配套融资的"迷你预算"抛出去，金边债收益率几天内失控，市场用一轮期限溢价的暴涨，把政策逼了回去。那不是增长驱动，是市场对财政纪律的定价。期限溢价驱动长什么样，那次看得最清楚。

这个分母，也被别人推着动

不能把美债说成一个只会单向外溢的源头。

美联储Kim与Ochoa的研究显示，来自美国以外的冲击，至少能解释十年期美债日度波动的**20%**。全球资金的避险、抛售、再配置，反过来也在推这个分母。

分母牵着全世界，全世界也牵着分母。这是一条双向的绳。

日本不是在清仓，是在高位回落

一提美债的海外买家，最先被点名的往往是日本。这里要先纠一个正在流传的误读。

日本持有的美债，2026年2月见顶**1.2393万亿美元**，到5月降到**1.1431万亿美元**。光看跌幅，像是在撤。

把镜头拉长：2025年5月，这个数字是**1.1428万亿美元**。一年下来，几乎原地踏步。

这是年内高位的回落，不是清仓。同期日本财务省的数据里，2025年日本投资者对海外中长期债券仍是净买入，规模**12.02万亿日元**。

买家没走。分母的海外地基，没有塌。

落到你的账户：中债和美债之间那条不能直接减的缝

现在把这个分母，挪到你自己的资产上。

截至2026年7月17日，中国十年期国债收益率是**1.7404%**（中债信息网）。同期十年期美债停在高位。两个数字摆在一起，很多人第一反应是相减，算出一个“中美利差”。

这里得泼一盆冷水：这个利差没有官方口径。中国人民银行、国家外汇管理局、中债，都不发布它。更麻烦的是两端算法根本不是一回事——美方的CMT是按面值收益率、单利年化编出来的，中方是到期收益率曲线。编制方法不同的两个数直接相减，得到的数字看着精确，其实不可复现。

真要给个量级，2026年7月16日同日两端一手数据自行测算约**282.6个基点**——请记住，这是自行测算，不是谁发布的官方数字。

它的意义不在小数点，而在方向：只要美债这个分母停在高位，人民币资产的定价、跨境资金的性价比，就一直被这条缝牵着。

你不碰美债，但你的房贷和公司都在替它买单

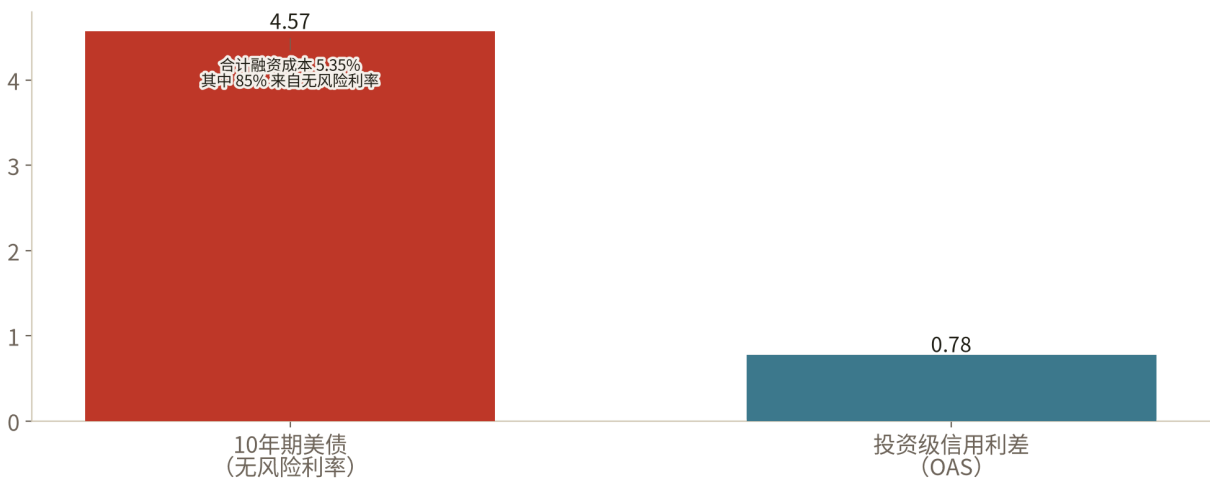
再往下走一层，走到最日常的地方。

美国的三十年期房贷利率、企业发债的融资成本，地基都是这个无风险利率。分母抬一寸，买房的月供、企业的利息账单，跟着抬一寸。

关键在于抬的是哪一截。

企业多付的钱，几乎全进了无风险利率那一格

美国投资级企业融资成本拆解（%） · 2026年7月16日



数据来源：ICE BofA/FRED、美国财政部 Fiscal Data

0pm.AI 出品

无风险利率vs信用利差分解：把企业融资成本拆成无风险利率和信用利差两段，这一轮上升几乎全部来自无风险利率那一段，信用利差基本没动

把企业融资成本拆开看，这一轮上升几乎全部来自无风险利率那一截，而不是信用利差走阔。不是企业变危险了，是分母本身变贵了——连质地没变的公司，融资也一起变贵。

外溢到新兴市场是同一个道理。IMF的研究测算，美国货币政策每收紧1个百分点，新兴市场十年期利率平均被抬高约**61个基点**。到2026年二季度末，新兴市场美元主权债对美债的利差是**235个基点**（摩根大通EMBI全球多元化指数）——分母之上，还叠着一层风险补偿。

你不持有一张美债，但你的每个资产都在用它做分母

回到最初那个从负到正的期限溢价。

它提醒的不是"美债又涨了"，而是这一轮涨，市场是在为借得多、借得久收费，不是在为增长鼓掌。分母正在以最不友好的方式变大。

你的股票、你的房子、你手里那只基金的净值，没有一个能从这个分母底下走开。

所以真正该盯的，从来不是十年期美债今天涨了几个基点，而是它为什么涨——期限溢价，还是增长？这两个字的差别，决定了你手里的资产，是在被重新定价，还是在被悄悄收税。

风险提示：本文不构成投资建议；历史不代表未来；市场有风险，投资需谨慎。

来源：纽约联储ACM模型、国际清算银行、堪萨斯城联储、IMF、美国财政部、日本财务省、中债信息网、摩根大通、美联储（Kim & Ochoa研究）。

文/0pm.AI

说美国要完的人，请先回答这五个问题

给得出证伪条件的警告，才是可信的警告

一个警告，如果永远不可能被证明是错的，它就不是分析，是情绪。

前面十篇，我拆的是同一台机器：利息正在换挡，未来十二个月有超过十万亿美元的低息债要滚成高息债，净利息在FY2024第一次越过了国防开支。这些是账，不是预言。

但从"融资成本在变贵"到"美国要完了"，中间隔着一道坎——你得先说清楚：什么情况出现，你的警告才算成立；什么情况出现，你就该认错。

给不出这个的警告，我不信。所以这一篇，我把前十篇的判断按到桌上，给它五条证伪线。哪一条被拨动，警报才真的响。

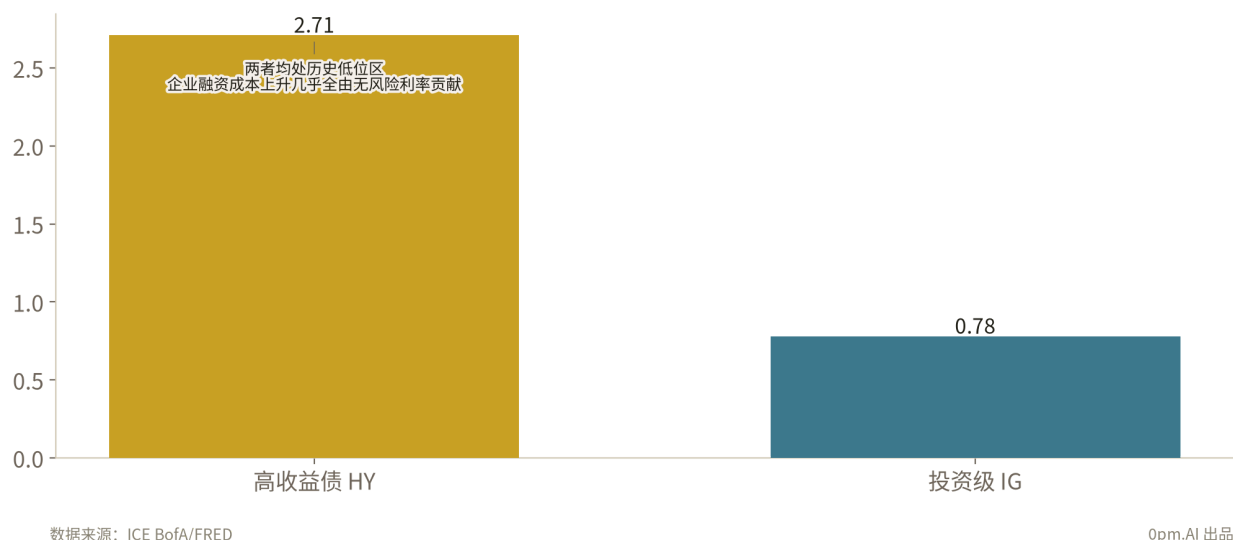
证伪线一：市场根本没在给信用危机定价。

高收益债利差2.71%，投资级0.78%，都趴在历史低位区。企业借钱确实更贵了，但贵的这部分几乎全来自无风险利率的抬升——信用利差没有走阔。

市场定的是"钱更贵了"，不是"美国要出事了"。这两件事，价格分得很清楚。

市场定的是钱更贵了，不是美国要出事了

美国公司债期权调整利差 OAS (%) · 2026年7月16日 · 信用利差仍处历史低位区



高收益债与投资级利差都趴在历史低位——市场在给"钱更贵"定价，没在给"信用危机"定价

要拨动这条线，得看到高收益利差持续走阔、投资级跟着抬头，说明买家开始索要"违约补偿"了。那才是危机定价的第一声。现在没有。

证伪线二：外国并没有在抛售。

境外持有美债总额，从2025年5月的9.0217万亿美元，涨到2026年5月的9.3711万亿，一年净增3.9%。

你常听到"外国持有占比从三分之一掉到不足四分之一"——数字没错，从33.9%掉到23.9%。但那是分母涨的：美债总盘子从18万亿膨胀到39万亿，占比被稀释，绝对额反而创了新高。

真正在变的是结构：官方在撤，私人在接。不是全世界在逃。

要拨动这条线，得是境外持有的绝对额连续几个季度净减少，而不只是占比下滑。现在是净增。

证伪线三：利率创新高，不等于需求崩了。

2026年7月9日，30年期国债中标利率5.058%，2006年8月以来最高。听上去像没人要了。

同一场拍卖，间接投标人——主要是外国央行和基金——拿走了77.74%的中标额，是2008年有记录以来第二高；一级交易商只兜底了10.05%。

利率高，是因为钱本来就贵；需求，一点没弱。如果有人拿“投标额占比”去说交易商被迫吃下大半，那是把“报价”当“承接”，口径错了，结论正好反过来。



拍卖大厅里，利率数字刷新十九年高点，举起来的投标的手却比以往更多

要拨动这条线，得是一级交易商中标额占比持续飙高、间接投标人塌下去，才说明真买家在退场。这场拍卖，是反着的。

证伪线四：美联储在托底，不是在撤退。

它手里握着4.51万亿美元国债，截至2026年7月15日。缩表在2025年12月1日就结束了——那是鲍威尔任内的决定。现在到期的国债本金全额滚动再投资，机构债回笼的钱转头买国库券，短债持仓从1955亿一路回补到5059亿。

沃什2026年5月接任主席后，对资产负债表唯一的正式动作，是设一个工作组做开放式评估：「回顾美联储资产负债表政策，包括充裕准备金体制和资产持有结构，问这套体制的利弊何在、有哪些替代方案。」是评估，不是缩表。

他早年确实说过狠话。2025年4月，还是私人身份时，他讲「美国财政政策正走在一条危险的轨道上」，还有「我很难为美联储开脱这个国家的财政挥霍」。但那是就任前的个人观点。坐上主席位子之后，他做的是全额再投资。

要拨动这条线，得是美联储重启缩表、让到期本金不再滚动，把定价权真的甩回市场。现在它在买。

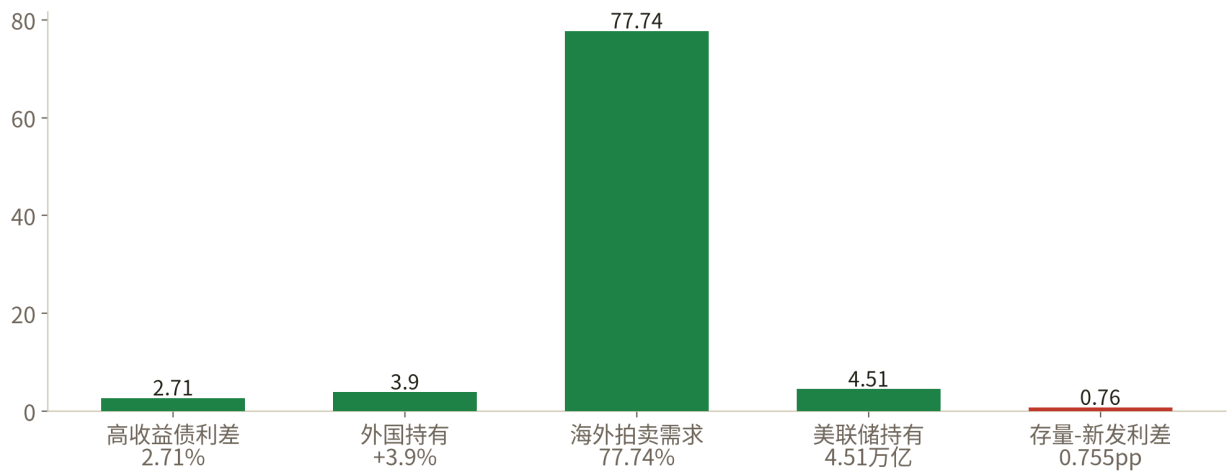
证伪线五：本币计价的债务，不存在技术性违约。

美国的债，是用它自己印的钱计价的。只要不在债务上限上自己表演，“技术性违约”这个词，物理上就不成立。

剩下的全是路径问题。美国国会预算办公室（CBO）的基准预测里，已经假设2026年四季度降息到3.4%。要是降息来得更快、更深，新债和旧债之间的替换利差就收窄，整条利息上升的曲线会被重画。

五条证伪线，四条现在都指向「还没到危机」

对「美国债务危机」判断的边界检验 · 前四条指向「还没到危机」，末条指向「传导未完」 ·
各柱单位不同、仅作方向对照



数据来源：ICE BofA/FRED、美国财政部 TIC、美国财政部 TreasuryDirect、美联储、美国财政部 Fiscal Data Opm.AI 出品

五条证伪线对照当前证据——四条都指向“警报未响”，只有滞后传导是算术、无法被证伪

这条最软，它不靠单一事件，靠一串宏观假设。利率路径、通胀、增长，任何一个拐弯，结论都得跟着改。

但五条里，有一条几乎没法证伪——因为它不依赖任何预测。

未来十二个月，10.146万亿美元的可流通国债要到期重发。2020年发出去的债，加权票息0.974%；2026年新发的，4.009%。中间3.035个百分点的差，是白纸黑字的合同，不是模型跑出来的数。

这批债只要到期，就得按新利率换一遍。存量的加权下一次利率重定价期限只有70.3个月——一大半的债，几年内都要被重新定价一遍。

这不是预言，是算术。它是五条线里唯一一条，你没法用"市场很稳"去反驳的。

所以，把问题问对，比喊得响重要。

美国会不会违约？不会。这个答案我很确定。

但这台利息账真正的压力，不在"违约"两个字上。净利息在FY2024已经第一次越过国防；标普按广义政府口径（含州与地方）算过，净利息已经吃掉财政收入的11.6%——换成联邦口径，这个数字是18.53%。

当一笔越滚越大的固定开支，开始把别的选择一项项挤出预算表——被挤掉的是什么，谁来决定先挤哪一个。

这才是值得盯的地方。不是等一个永远不会来的违约，是看着账本上那行利息，慢慢占满本该属于别处的位置。

风险提示：本文所涉数据均来自公开来源，不构成任何投资建议。历史不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

来源说明：美国国会预算办公室（CBO）、美国财政部（MSPD / MTS / 财政部债务管理办公室（ODM）季度再融资数据）、纽约联储（一级交易商拍卖数据）、美联储（H.4.1 及国会货币政策证词）、标普全球评级、财政部国际资本流动（TIC）报告。

文/Opm.AI

◆ Opm.AI 出品

美国债务融资成本的滞后账单

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源

美国财政部 Fiscal Data / MSPD / 每日财政报表 / ODM-TBAC 季度再融资 · TreasuryDirect 官方拍卖结果 · CBO 2026年2月预算与经济展望及 2026-2056 长期数据 · 美国管理与预算办公室历史数据表 · 纽约联储 ACM 期限溢价 · FRED · 美联储资产负债表周报、资金流量表、联邦公开市场委员会声明与逐字稿、经济预测摘要、FEDS 工作论文 · 财政部 TIC · 国际货币基金组织官方外汇储备币种构成 (COFER) 与财政监测报告 · 穆迪 / 标普 / 惠誉官方评级公告 · ICI · BIS · 芝加哥联储 · 堪萨斯城联储 · 国会研究服务处 CRS · 中国人民银行 · 中债信息网 · 日本财务省

访问官网



扫码直达 Opm.ai
官网入口
Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。