



2024年10月15日之后，市场再没有一天愿意免费借钱给美国

文 / 0pm.AI

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%**。

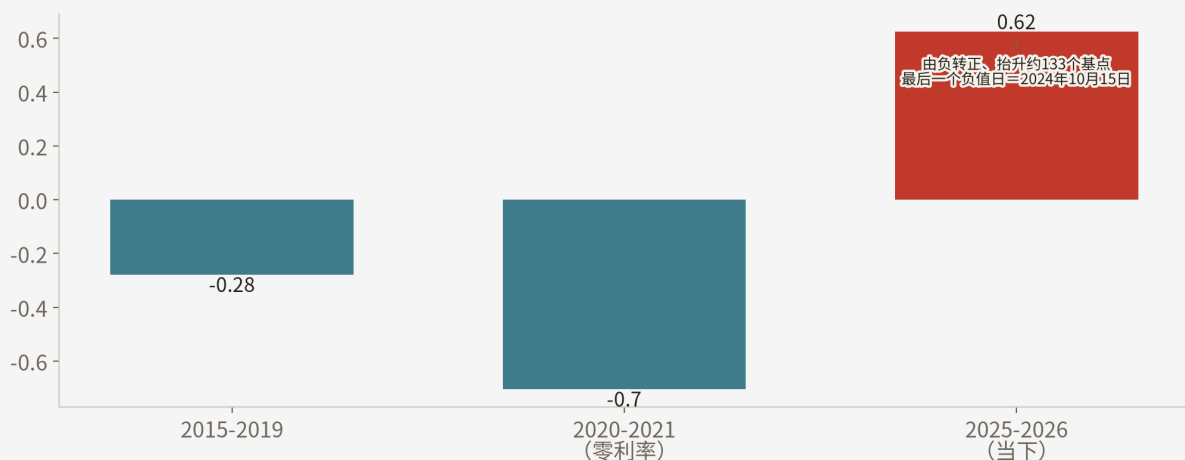
一个负数。翻译成人话：那天市场愿意为“把钱借给美国政府整整十年”这件事，倒贴一点点。锁定这么久本该要补偿，市场偏不要，还愿意让一点利。

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。

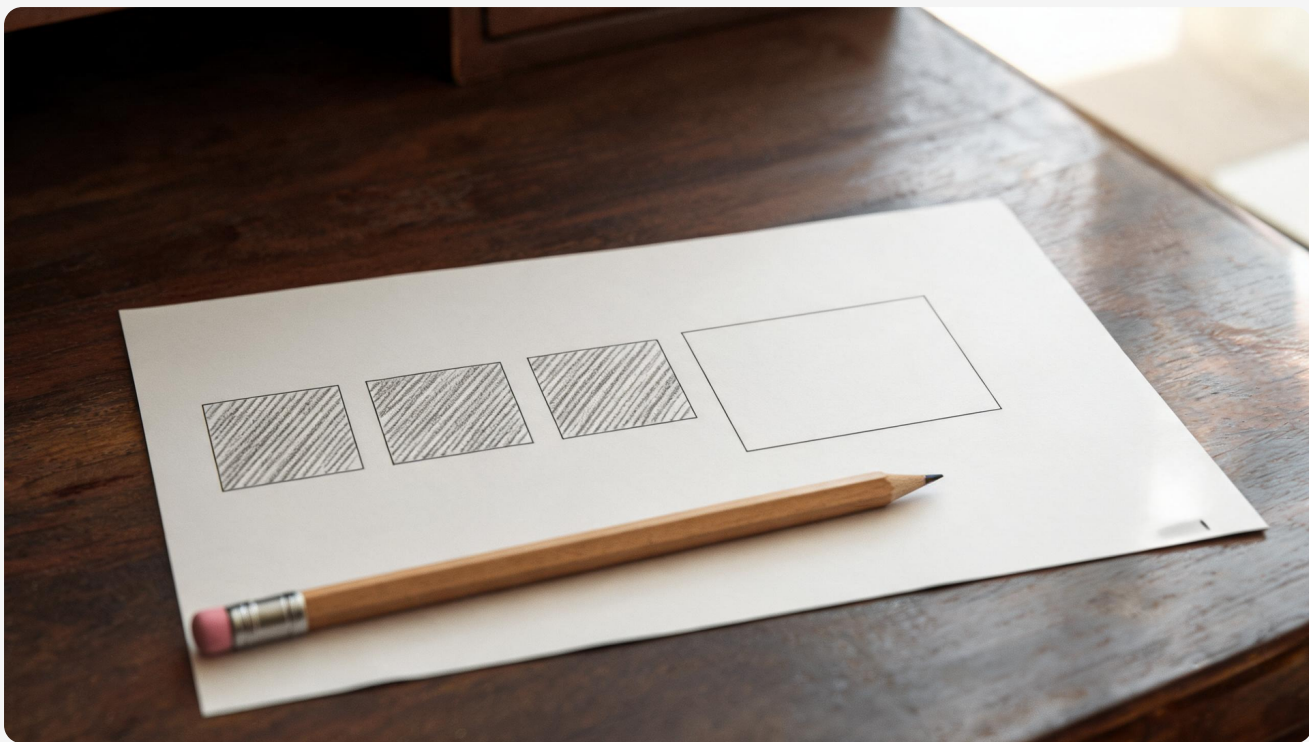
▸ 借得越久，欠条上那格空白要补偿

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不说准"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。你以为是加息、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。

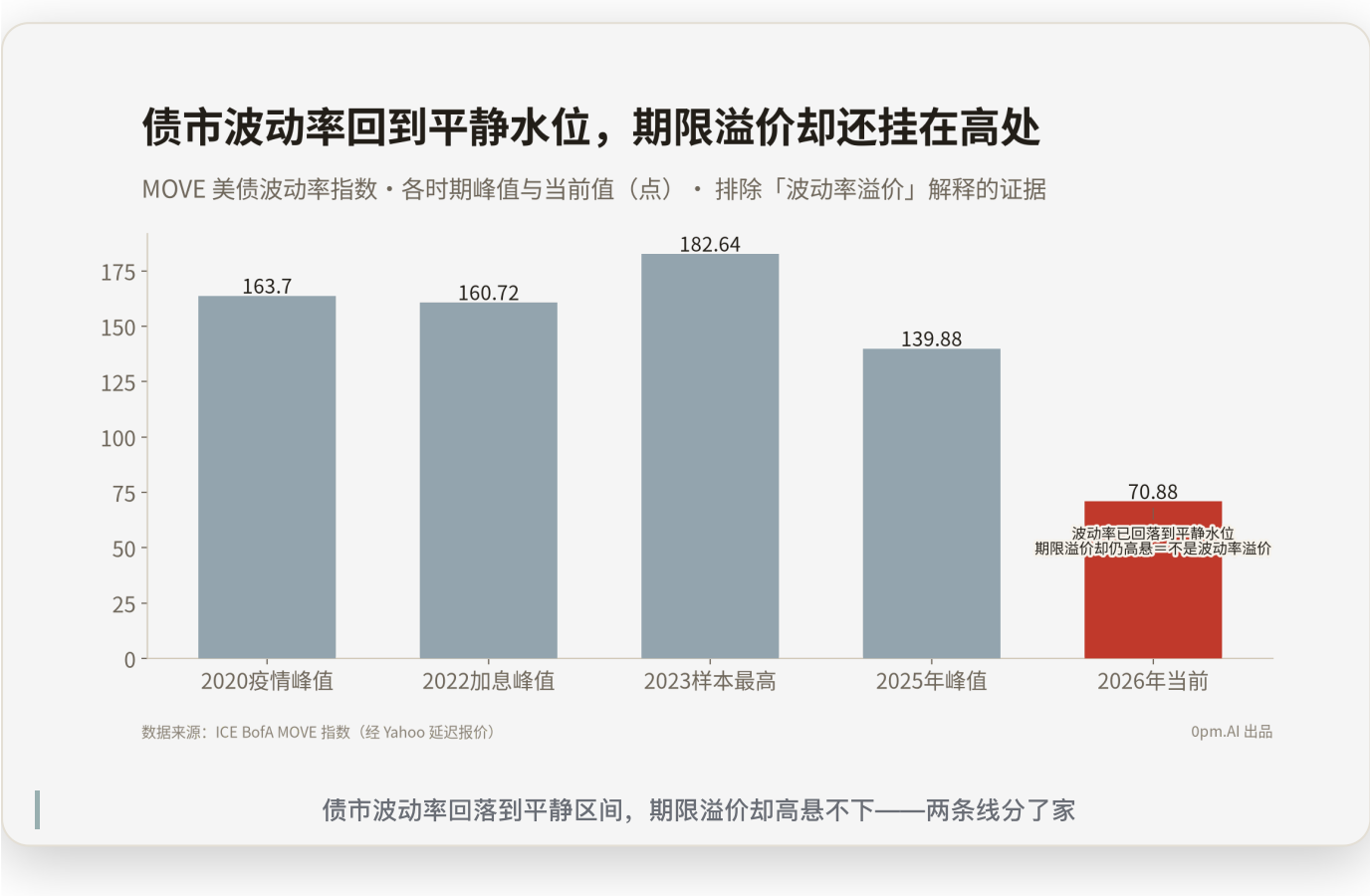
› 不是波动，因为债市正安静得反常

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。



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。

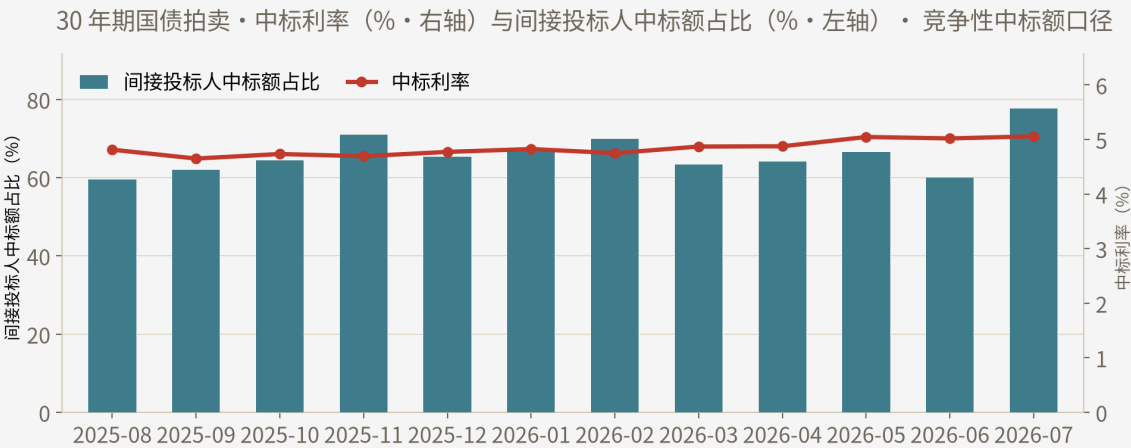
▸ 价更贵，但人没走

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



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？

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。

◆ 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。