



美债利率是全球资产的分母，但它怎么涨比涨多少更重要

文 / 0pm.AI

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

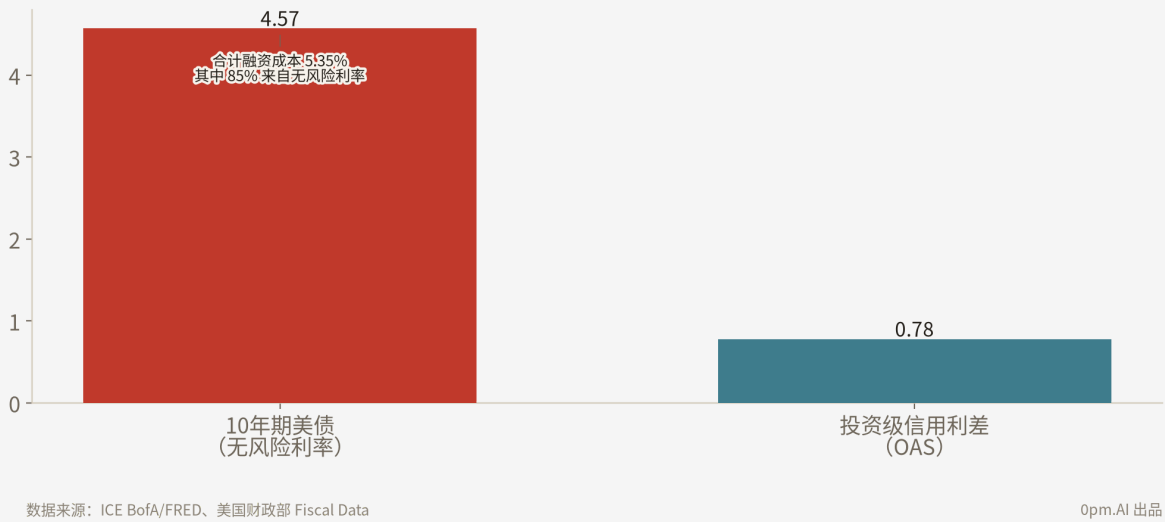
再往下走一层，走到最日常的地方。

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



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。

你并不持有一张美债，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）。

◆ 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。