



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

美股、美债与美元的分野

基本内容

从时间维度和可替代性的角度看，当前美股、美债与美元逐渐分野。美元定价的时间维度最长，美股最短，美债居中；而美股的可替代性较低，美元的可替代性较高，美债亦居于中间。

根本原因是三者的核心驱动存在差异，美股目前是短期情绪和资金驱动的资产；美债则交织着短期衰退预期和长期财政可持续性担忧；美元则是体现了中期关税因素和长期财政可持续性担忧。

从政治经济学的角度看，当前市场一致预期具有脆弱性，线性外推可能会得出错误的结论。

对于美股而言，特朗普的退缩(TACO)只是基于某个时刻的“最坏情况”而言，这并不代表对经济的伤害没有发生，且随着时间的推进，这种“最坏情况”的阈值更低，也更接近“翻车”的边际。

美元则需要更加综合看待，短期因经济数据弱化、衰退和降息预期升温、利差收窄，美元可能下行至 95 附近；但长期走势（如至 70-80）仍需从政治经济学角度持续观察。

而美债的交易价值依然胜过配置属性，且波动的不对称性会加剧。长期来看，参议院（包括众议院）的财政法案依然践行“今朝有酒今朝醉”，把问题留给以后，直至小问题成为大问题。

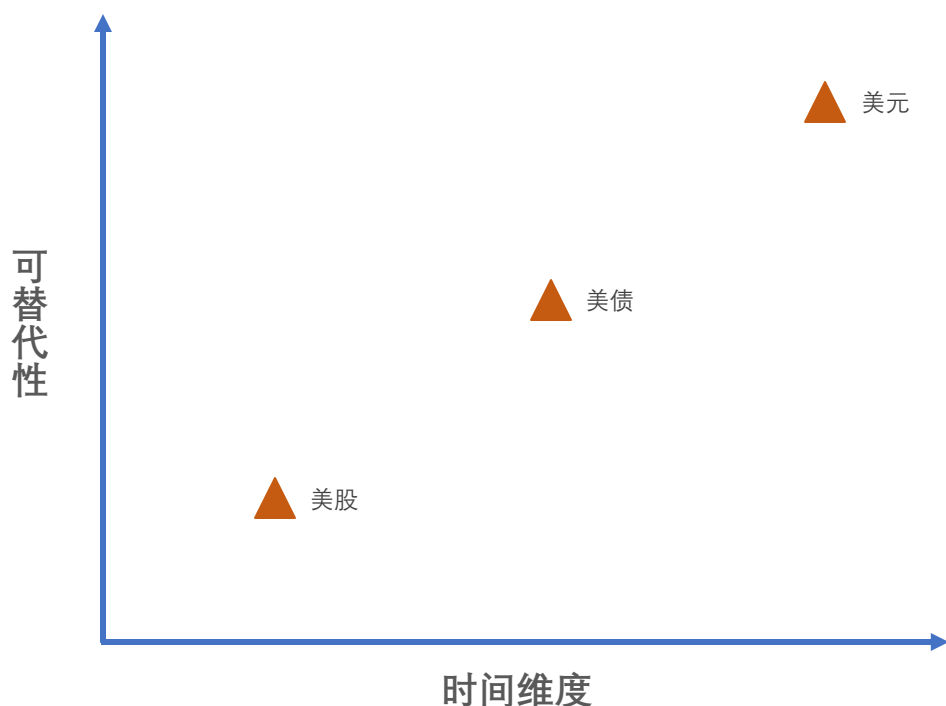
风险提示

1) 中东局势不确定性加剧显著推升油价水平，从而带来更明显的美国通胀。2) 特朗普的内政政策面临更大阻力，财政刺激加码，联储超预期宽松。3) 美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速，美元加速下跌，引发美国深度衰退。



从时间维度和可替代性的角度看，当前美股、美债与美元逐渐分野。美元定价的时间维度最长，美股最短，美债居中；而美股的可替代性较低，美元的可替代性较高，美债亦居于中间。

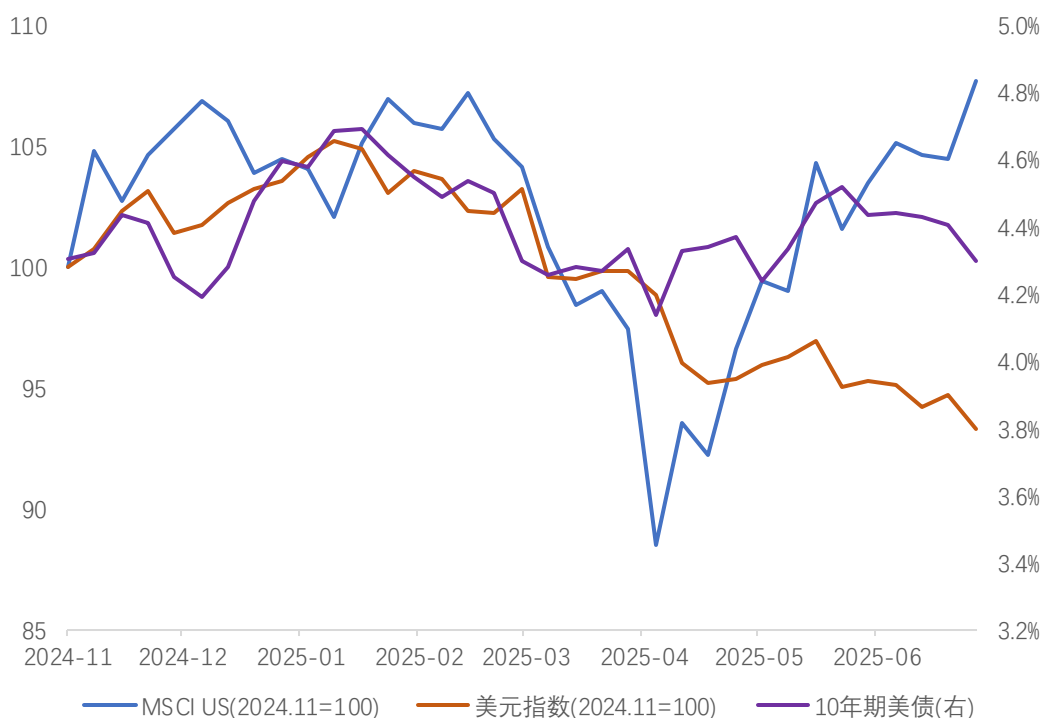
图表 1：美股目前的定价最为“短视”



来源：国金证券研究所

根本原因是三者的核心驱动存在差异，美股目前是短期情绪和资金驱动资产；美债则交织着短期衰退预期和长期财政可持续性担忧；美元则是体现了中期关税因素和长期财政可持续性担忧。

图表 2：越“短视”，收益相对越高



来源：Wind, FRED, 国金证券研究所

美股：定价时间维度最短，当前由情绪和资金驱动

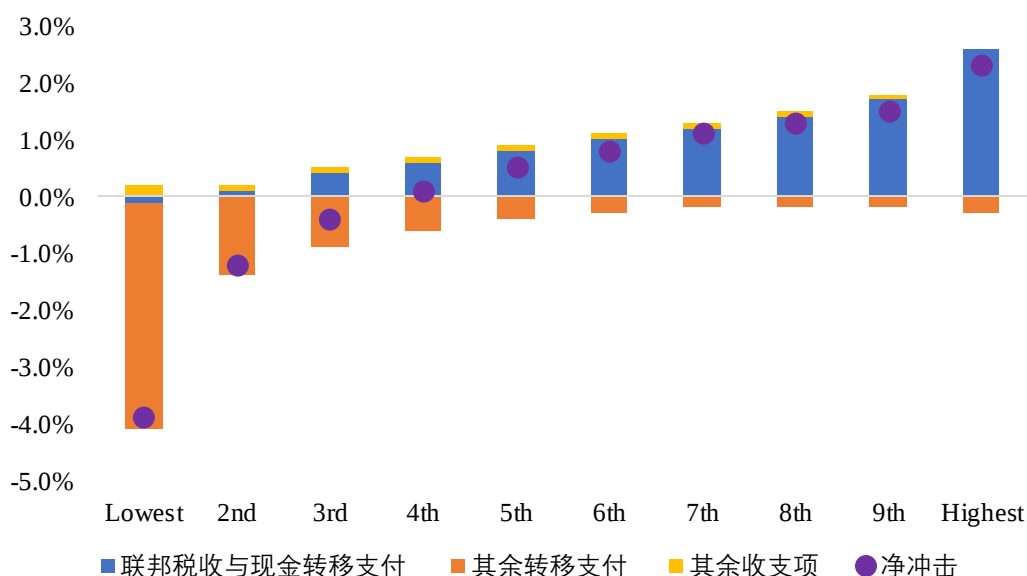


首先，美股趋于短期化，散户化；在4月初对等关税前，特朗普反向的政策预期（大力反移民、DOGE改革）明显冲击经济，而关税预期则强化市场冲击。4月后反弹主要由情绪和资金驱动：散户成为主力，投机心理主导。

短期利好包括减税的持续推进、财政收缩缓和（如马斯克离开DOGE）和关税冲击缓和（仅保留10%基线税，以及90天缓和期），在此基础上华尔街“TACO”心态助推短期情绪；但这些的可持续并未受到明显重视。

其次，动摇美股根基的问题并没有得到解决。**AI叙事动摇**：基座模型更新放缓，能力进步及商业化进程延长。**贫富差距仍在扩大**：美股上涨结构分化，关税（穷人税）和减税（富人税）可能加剧贫富差距和美国政治信任问题。**财政问题持续**：滚动赤字率未明显收缩，短期利好美股但长期利空美元资产；同时外国投资者还需额外考虑汇兑损失。

图表 3：家庭预期收入年均变化（2026-2034），底层人民明显受损



来源：CBO，国金证券研究所

图表 4：美国滚动赤字率依然居高不下



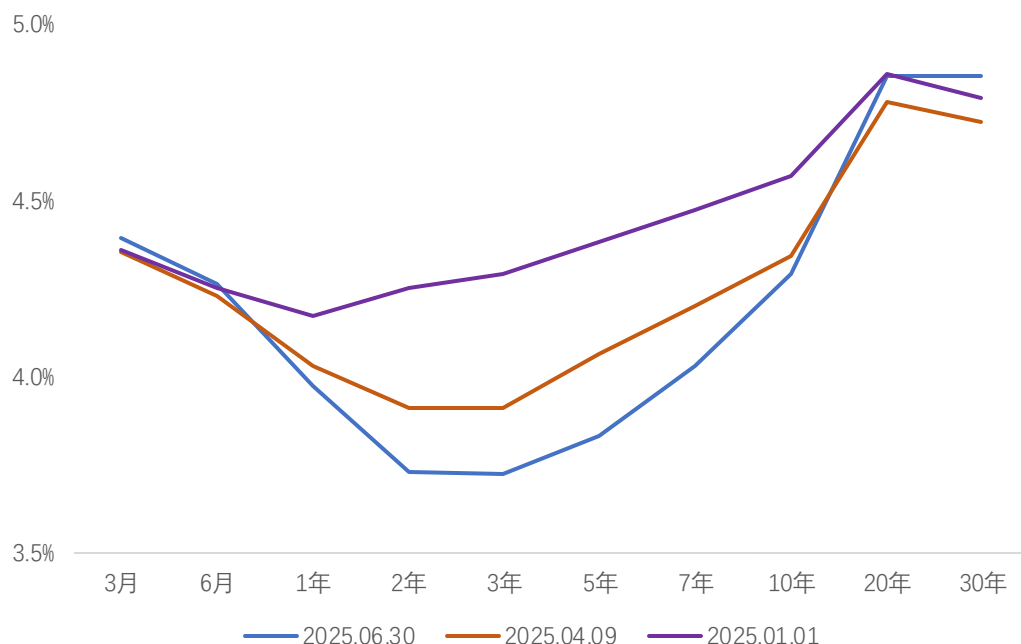
来源：FRED，国金证券研究所

美债：定价时间维度中等，短期经济衰退与长期财政可持续性担忧的交织

美债定价的时间维度较复杂，短期与长期定价并存。短端（1-10年）更多定价衰退和降息预期，长端（10-30年）更多定价远期财政可持续性担忧及关税对美元信用的冲击。从2024年9月解除倒挂后（2s10s），美债收益率曲线开始陡峭，且中腹部下行更为明显。



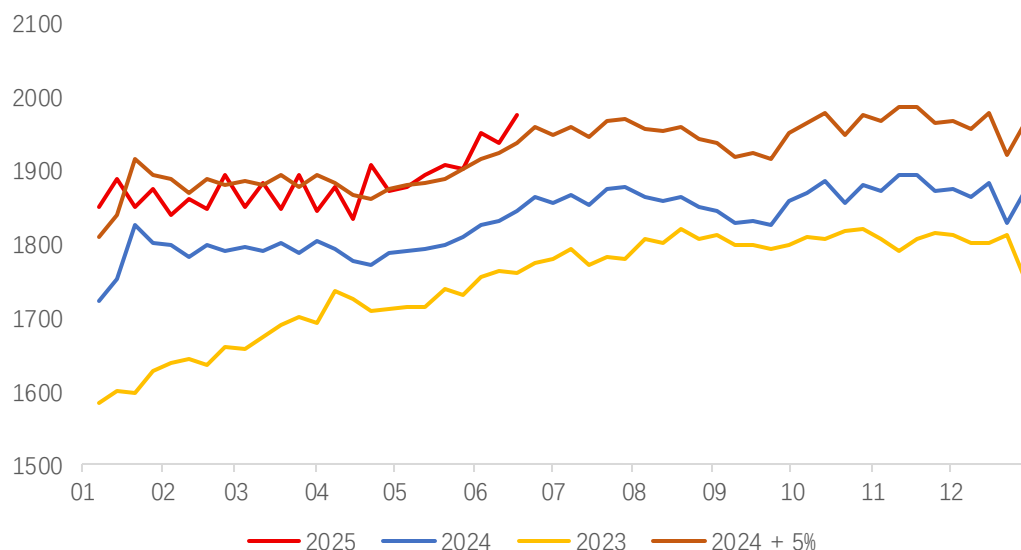
图表 5：年初至今美国曲线明显走陡，且中腹部下行更为明显



来源：FRED，国金证券研究所

首先，从短期来看，美国经济走弱的迹象越发清晰，居民消费的透支效应进一步展现。美国越来越多的数据正在发出“警报”，例如持续申领失业金人数再次大幅高于我们设定的5%偏离值之上，劳动力市场压力将变得更大。

图表 6：持续申领失业金人数的上行指向更大的劳动力市场压力(单位：千人)



来源：Wind，国金证券研究所

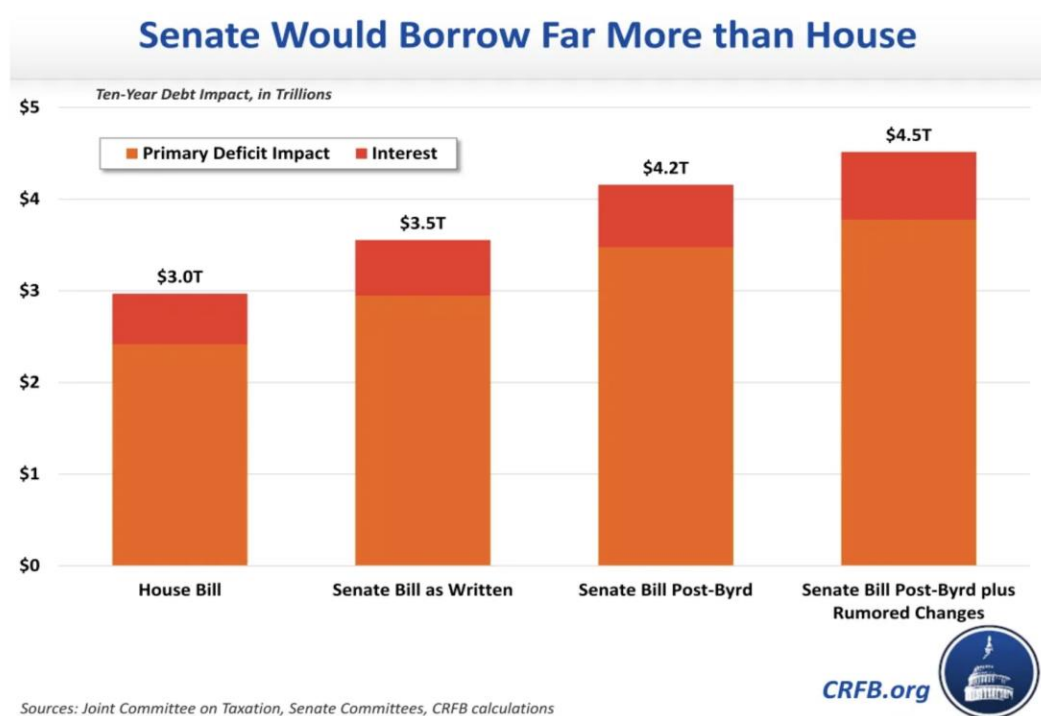
同时 5 月 PCE 数据反映出进一步走弱的收支结构：5 月实际支出环比收缩 0.3%，实际收入环比收缩 0.4%，收支数据的重要程度远胜于核心 PCE 通胀小幅超预期。如果收入下降，支出自然下降，没有需求，短期自然也就无需担忧通胀。

通胀下行、数据走弱为联储降息创造条件，美债短端利率可能进一步走低。

与此同时，美国财政的可持续性也没有得到解决。最新的 OBBA 法案（截止 6 月 30 日的参议院版本）并没有明显的在支出（赤字削减）上发力，反而是进一步展现了参议院的财政鸽派姿态。根据 CRFB 的最新估计，参议院和解法案将在未来十年的维度增加约 3.5 万亿至 4.2 万亿美元的水平，这比众议院通过的法案版本多出近 1 万亿美元的水平。



图表 7: OBBB 法案最新的参议院版本或将进一步催化美国财政不可持续的担忧



来源：CRFB，国金证券研究所

截至目前公布的条款因受到伯德规则的约束而面临较多调整的不确定性，照当下推演，债务/GDP 比重在 2034 年将达到 125%左右的水平，这远高于现行基线情形的约 117%水平；虽然未来还会有众多修正，但当前进一步的鸽派演化无助于财政担忧的缓解。

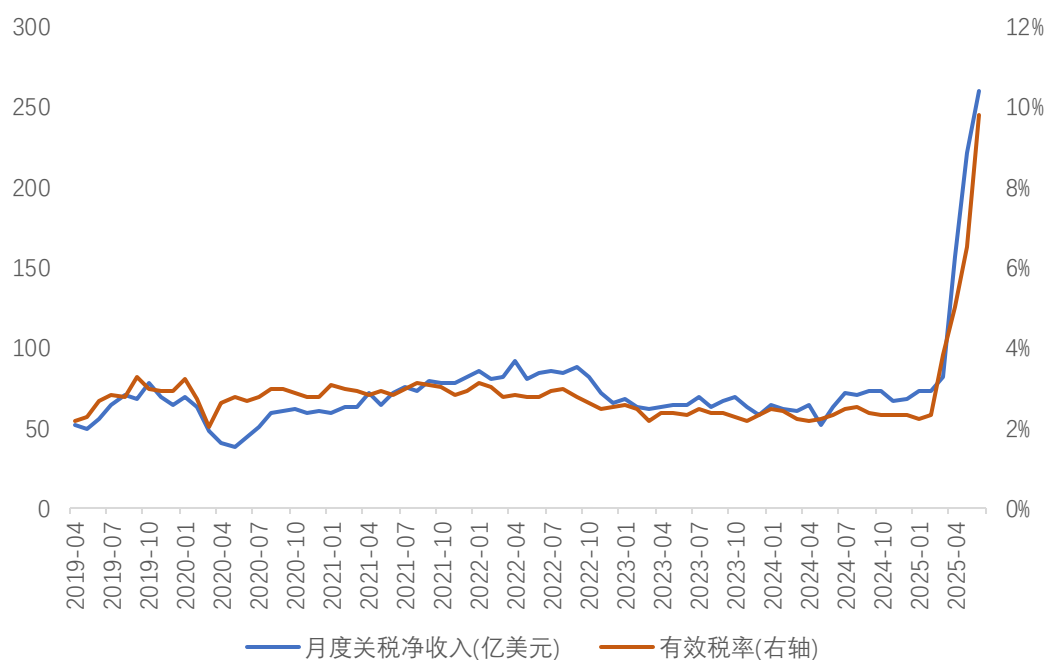
美元：定价时间维度最长，但“信用受损”难以量化

美元相较年初跌 10%左右，定价综合反映中期关税因素和长期财政可持续性导致的信用受损。

关于关税威胁，我们认为 8 月份左右可能会逐渐减弱。对等关税实施以来，特朗普将美元和美债作为关税谈判威胁工具，导致美元承压（尤其对亚系货币）。谈判预期引发非美货币广泛的升值及美元资产减持。预计 8 月左右关税威胁可能随谈判框架达成而减弱，提供美元转折的可能。



图表 8：2025 年 6 月美国月度净关税收入进一步增长至 260 亿美元



来源：FRED，国金证券研究所

但财政长期可持续担忧的判断较为复杂，既有主观因素（特朗普化债手段）也有客观因素（美国竞争力）。

主观因素是特朗普正激化美债长期可持续性矛盾；而客观因素更多反映在美元根基（价值观、科技军事优势等）正持续被质疑。近期地缘事件（如以伊冲突）暴露美国实力不确定性及介入困境，担忧不利结果进一步损害美元信用。

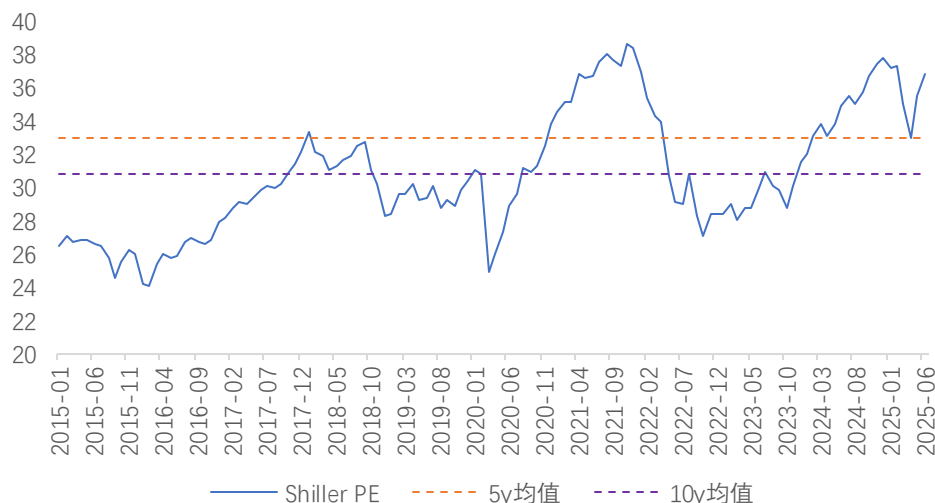
市场对美元走弱预期趋同，分歧在时长和幅度：部分长期看空（看至 70-75），认为特朗普无力解决财政问题，回归赤字货币化老路，但信用的问题难以明确估量。同时不容忽视的是，若特朗普延续赤字货币化，美国经济基本面的韧性会成为美元走弱的天然对手方。

美股、美债、美元定价分野的另一个原因是可替代性的差异。

美股的可替代性相对较低，近期购买美股的资金很多来自美国散户。放在全球来看，美股吸纳的众多公司依然展现出极强的盈利能力和成长增速。

尽管从 Shiller PE 的角度看美股估值依然偏贵，但是过去数十年的“肌肉记忆”使得美股投资者不刻意关注估值问题。即估值本身并不令人担忧，担忧的是公司增长缺乏持续性，或整体经济环境不确定加大，而这正是美股多年未见但当下正在经历的情形。

图表 9：正常年份，高估值本身并不是问题，问题是当前缺乏确定性





来源：FRED，国金证券研究所

短期来说，投资者难以找到其他可完全替代的公司。例如，在日欧难以找到类似的新兴成长型公司，只有在中国，特别是港股，能找到一些“new money”；然而，从体量和市场/资产熟悉程度上来说，与美股仍难以匹敌。

美债具有一定的可替代性。长久期的美债可以被短久期的美债替代，短久期的美债亦可被日债、德债、黄金或其他现金类资产替代，所以美债的替代物相对较多。

站在久期的视角上来看，相对短久期的美债利率是回落的，市场对短期美债出现问题的担忧程度较低；但长久期的美债利率面临着诸多的上行催化，性价比可能相对有限，投资者需承担更大的波动。

美元的替代选择更多；海外持有者预期美元长期走弱时，更易转向其他货币（人民币、欧元）或商品（黄金）。

拒绝线性外推，市场一致预期具有脆弱性

从政治经济学的角度看，当前市场一致预期具有脆弱性，线性外推可能会得出错误的结论。

对于美股而言，特朗普的退缩(TACO)只是基于某个时刻的“最坏情况”而言，这并不代表对经济的伤害没有发生，且随着时间的推移，这种“最坏情况”的阈值更低，也更接近“翻车”的边际。

诚然，我们当前已经见到的政策（关税、移民等等）并不会直接触发衰退，但是这个边界已然不远；任何关税的再升级，地缘的恶化，乃至美国非法移民混乱的加剧都很可能戳破这层窗户纸。除此之外，当前仍无法低估特朗普坚持化债、降赤字、减利息负担的长期承诺；若中长期经济预期恶化，美股将首当其冲。

美元则需要更加综合看待，当前特朗普对不同政策的掌控力出现差异，同时也表现出了明显的主观偏好：例如进一步加快中美谈判步伐，倒逼其余谈判进程（加拿大、欧洲相关议题出现明显进展），但对于其他外部议题则有所搁置。

因此海外投资者仍需要寻求对已有头寸的保护，这将体现在美元走弱趋势的持续。在那些特朗普掌控力下降的议题更明晰前，依然会有资金以最稳妥的方式规避风险（直接卖出美国资产以减少敞口），只是短期斜率可能放缓。

短期因经济数据弱化、衰退和降息预期升温、利差收窄，美元可能下行至 95 附近；但长期走势（如至 70-80）仍需从政治经济学角度持续观察。当下美元中长期走弱看法基于对特朗普政策前景的悲观预期（放弃改革、回归赤字货币化）。但特朗普任期尚长，至中期选举前仍有时间和空间行动。难以断言美元长期持续贬值、信用持续受损。

而美债的交易价值依然胜过配置属性，且波动的不对称性会加剧。财政/债务可持续性慢变量，而硬数据的走弱（增长担忧）相对较快，这意味着美债利率很可能呈现“缓上急下”。长期来看，参议院（包括众议院）的财政法案依然践行“今朝有酒今朝醉”，把问题留给以后，直至小问题成为大问题。

风险提示

- 1) 中东局势不确定性加剧显著推升油价水平，从而带来更明显的美国通胀，阻碍联储降息。
- 2) 特朗普的内政政策面临更大阻力，财政刺激加码，联储超预期宽松，带来阔表。
- 3) 美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速，美元加速下跌，引发美国深度衰退，联储更快降息。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究