



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

➤ **自“善变”的特朗普上台以来，做空美元似乎成了天生厌恶风险的投资人一致的偏好。**风险被“华尔街和学术界的精英们”形容成不确定性（从马科维茨的均值方差模型）。而影响全球经济和金融市场最大的不确定性可能就是美元这个全球货币（集清算、投资、储备等功能于一身）了。

➤ **为什么大家喜欢美元走弱的叙事？**因为每一次美元的大幅贬值，往往都会带来资产、尤其是非美资产的重估。第一篇报告，我们来聊一聊美元走弱背后的宏观逻辑和叙事，回答一个核心问题，**弱势美元的主线会持续多久？**我们的答案也很明确，**从今年初开始、可能要持续两年。**

➤ 宏观叙事往往是阶段性市场方向的主要推手，但对于交易而言，难点也许在时间上的模糊性。**这其中最具代表的可能就是储备货币地位削弱或者丧失的故事。**根据达里奥的研究，大国兴衰最终的结局往往是对内的动乱/革命，对外国际地位下降、失去储备货币地位，而这一切的往往都肇始于债务体量过大、无法接续——这正好是今年市场对于美国最热衷的话题之一。

➤ **为何“诱人”？因为“想象空间”很大。**历史上国际储备货币的“权力交接”并不多，但每一次都出现了资产重估的巨大机会。无论是 18 世纪末荷兰盾的没落，还是 20 世纪初英镑和美元的“权力交接”，“当值”的储备货币无论是相对“后继者”，还是相对黄金等贵金属都出现大幅贬值（如图 4）。

➤ **但越宏大的叙事需要越长的时间，且变化往往是非线性的。**尤其是对于储备货币这种具有十分明显路径依赖和网络效应的制度性变迁，即使崩溃相对较快的荷兰盾也花了近 10 年的时间。

➤ 储备货币更迭的周期，或者更常被叫做“国运周期”的叙事难免空泛，更加具备现实意义的可能还是“债务周期叙事”。**除了是储备货币更迭的重要导火索外，债务也是特朗普 2.0 “减税-关税”政策体系的核心问题。**

➤ **谁的债务问题才是真正的债务问题？**债务的主体和性质不同，化解方法和影响也不一样。我们可以从三个维度来透视美国的债务问题：

➤ **首先，从国别横向比较的维度看，**当一个问题是大家都有的问题，那就不是问题。整体的“私人+政府”债务负担上，美国并不算突出；从结构上，压力比较大的是政府部门的债务（接近意大利），相反美国居民和企业部门的负债水平从负债率的角度来看，相对健康（图 5）。这背后的一路坦途和玫瑰，也许就是联邦政府和联储在“负重前行”。

➤ **第二个维度是变化的维度，**全球公共卫生事件前美国的政府负债水平也不低（超过 100%），但是市场对此的担忧并不明显；全球公共卫生事件之后美国政府债务中枢确实出现明显上升，但从整体上看，这一上升更像是全社会的“杠杆大转移”：2023 年相对 2019 年，美国政府债务负担上升 14.6%，相对应家庭杠杆下降 3.1%，非金融企业杠杆下降 8.6%（图 6）。

➤ 因此，顺理成章，**如果要降低政府部门的债务负担，需要企业和家庭“行动起来”，**从历史上看也确实如此（图 6）。

相关研究

1. 2025 年下半年宏观经济展望：产业重塑下的宏观剧本 - 2025/06/16

2. 2025 年 5 月经济数据点评：5 月经济数据的“五大变数” - 2025/06/16

3. 2025 年 5 月金融数据点评：5 月金融数据：三个关注要点 - 2025/06/14

4. 海外市场点评：伦敦会谈：贸易谈判的“分水岭”？ - 2025/06/12

5. 贝森特“化债”的招靠谱吗？（一）：SLR 的“来龙去脉” - 2025/06/11

➤ **关键的问题是能否顺利过渡？**这也是我们十分关注当前美债和美国企业债的重要原因：前者决定着白宫平衡“稳定政府杠杆”和“稳定经济增速”的难度，而后者则直接影响到企业加杠杆扩张的行为。

➤ 因此，**第三个维度我们关注的美国债务到期（供给）的压力。对于美国政府债券而言，到期压力的积聚至少要到 2027 年第一季度。**我们剔除短期国债噪音，从不含短债的国债到期量及其占比来测算（图 8 至 9），2027 年第一季度的单季度美债到期量可能在 9 至 10 万亿美元。如果考虑到未来美国财政赤字可能稳定在 5% 以上的高位，美债的供给冲击可能更大（图 10 至 11，众议院通过的减税法案带来的赤字冲击最大影响也在 2027 年）。

➤ 而对于美债需求的问题我们在之前报告（《美债症结：“强卖”之下如何“强买”？》以及《贝森特“化债”的招靠谱吗？》系列）里也已经提及，尽管美国政府已经考虑通过放松监管释放机构需求，绑定稳定币增加短期需求，但特朗普不拘一格的内外政策、企图重构全球经贸的“野心”**无法解决美债、尤其是中长期美债的增量需求问题**

➤ **对于美国企业债**，我们在之前的报告（《关于美国这次流动性危机的思考》）中其实也反复强调最近几年美国此前的低息企业债集中到期，其中目前数据显示美国企业债整体的到期高峰是今年，而后直至 2028 初都将处于相对高位，而如果考虑到到期进行短久期续作，未来 2 至 3 年内的到期量不容小觑——之前 2020 年低利率时期企业倾向于发行 5 至 10 年的期限，当前利率偏高，企业续作的久期大概率会在 5 年之内——2 至 3 年甚至更短；如果选择偿债，企业流动性和 Capex 投资都会遭遇负面拖累。**无论如何对于企业层面的加杠杆都不是好消息。**

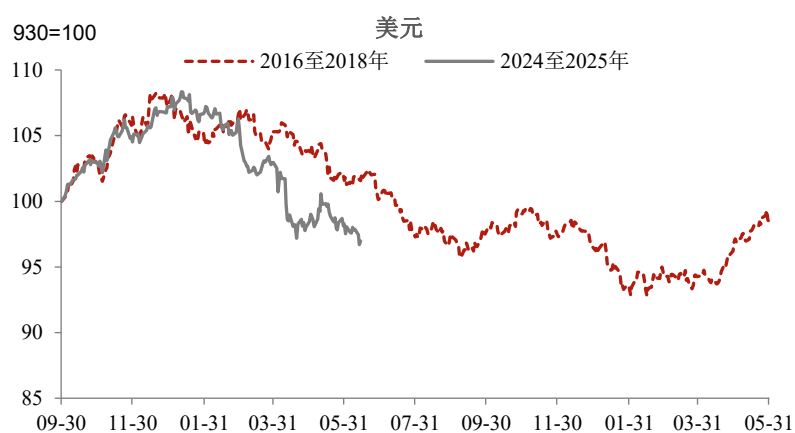
➤ 因此我们倾向于认为**未来两年是美国债务周期过渡的重要时间窗口**，不一定每时每刻都是市场主线，但会是影响美国财政、货币以及美元指数的中枢变量。

➤ **有没有其他破局的方法？当然有。**比如美联储快速大幅降息，甚至学习日本央行进行 QE 或 YCC(收益率曲线控制，当然可能性不大)，能够降低美国政府和企业的债务负担，也有利于私人部门加杠杆。但无疑直接的后果是美元大幅贬值，甚至有重蹈日本央行（BOJ）覆辙的风险，将美元也变成一种“融资货币”，印多少外逃多少。

➤ 此外，无独有偶，**美元周期的历史经验也能提供过一些有趣的经验。**此前两轮美元贬值都呈现出有趣的特征。贬值过程一般分为两大阶段，第一阶段是最初 2 年左右的快速贬值区间，例如 1985 年 3 月至 1987 年 12 月，2002 年 3 月至 2004 年 12 月；第二季阶段则是长达七年左右的底部宽幅震荡行情。本轮美元贬值的周期的起点，我们更偏向选择 2025 年 1 月，而非 2022 年 10 月（本轮美元升值的绝对高点出现在 2022 年 10 月，如图 13）。主要原因在于过去两年多的特殊基本面，美元指数一直处于高位宽幅震荡，类似 2000 年至 2002 年，我们倾向于选择美元快速破位下跌前冲高的时点，也就是今年 1 月。因此，如果简单借鉴历史，可能到 2027 年底，美元都处于相对弱势的行情中。

➤ **风险提示：**美国经贸政策极端化，导致美元超预期更快更大幅贬值；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

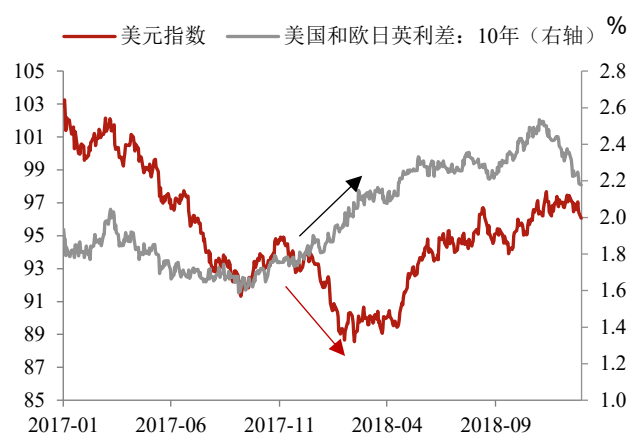
图1：美元指数：特朗普 1.0 VS 特朗普 2.0



资料来源：iFind，民生证券研究院

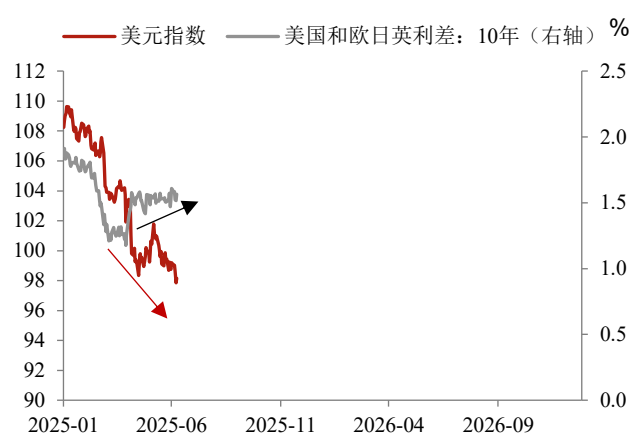
注：以 2016 和 2024 年 9 月 30 日作为两个时间段的起点

图2：美元指数和利差：2017 至 2018 年



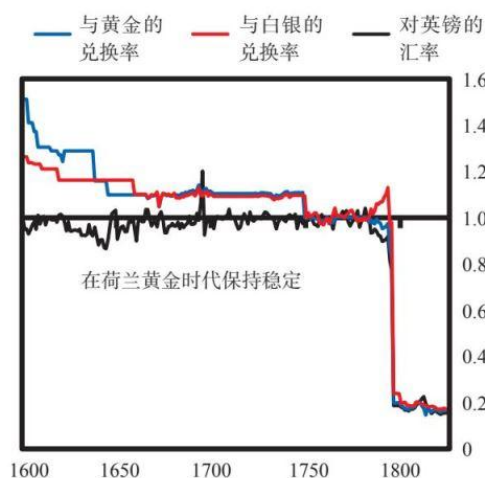
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：美元指数和利差：2025 年——

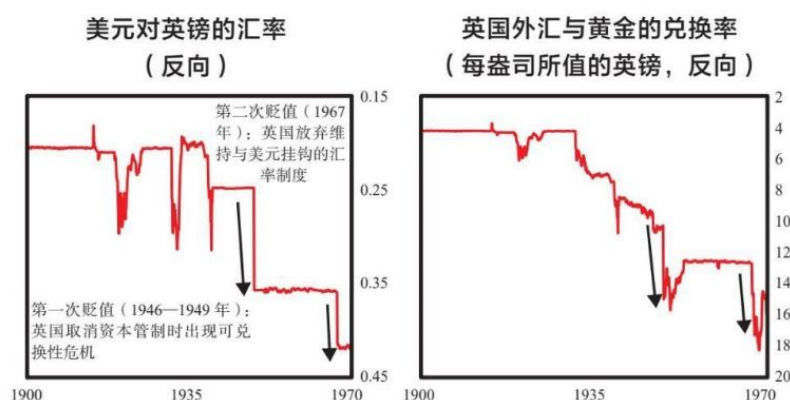


资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：前两次储备货币交换时当值的储备货币相对“后继者”和贵金属都出现大幅贬值



（上图：荷兰盾丧失储备地位后，相对英镑和贵金属出现大幅贬值）



（下图：英镑丧失储备地位后，相对美元和黄金出现大幅贬值）

资料来源：达里奥：《原则：应对变化中的世界秩序》，民生证券研究院

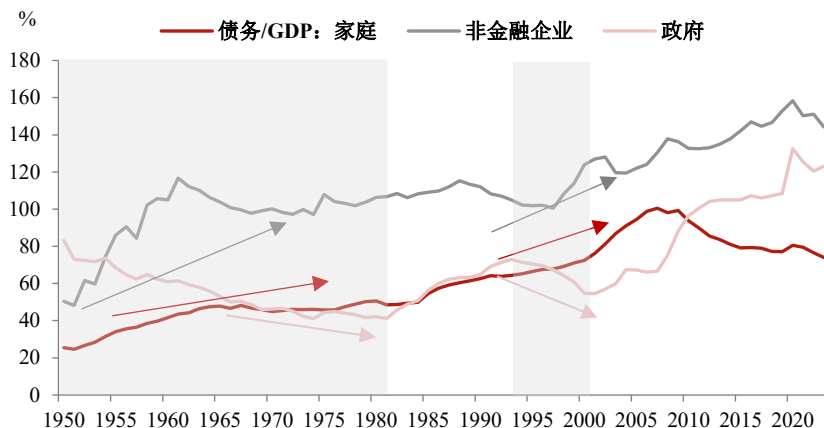
注：上图是1荷兰盾能兑换英镑和贵金属的量；下图是1美元或1盎司黄金能兑换的英镑量。

图5：美国和其他主要国家政府和私人部门负债的情况（2023 年）



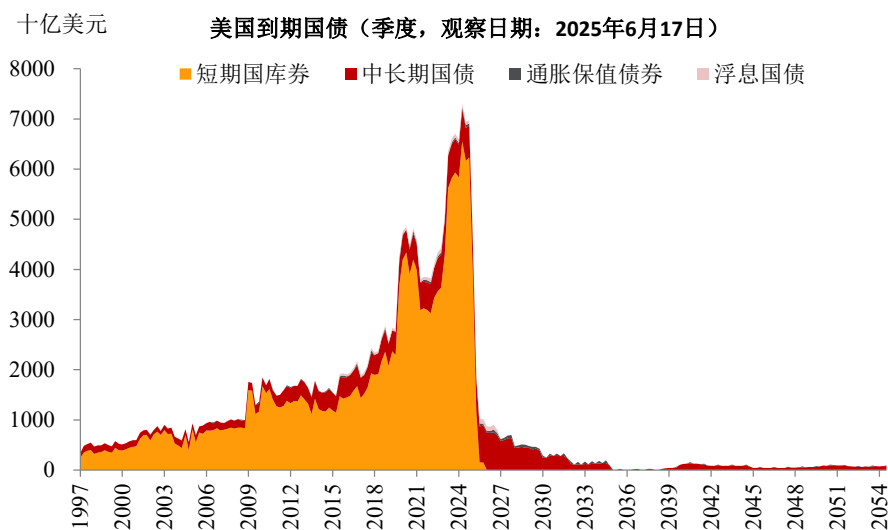
资料来源：IMF，民生证券研究院

图6：美国三个主要部门债务杠杆的变化



资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：短期国债使得未来美债到期数据充满噪音



资料来源：彭博，民生证券研究院

图8：美国国债到期量：不含短期国债



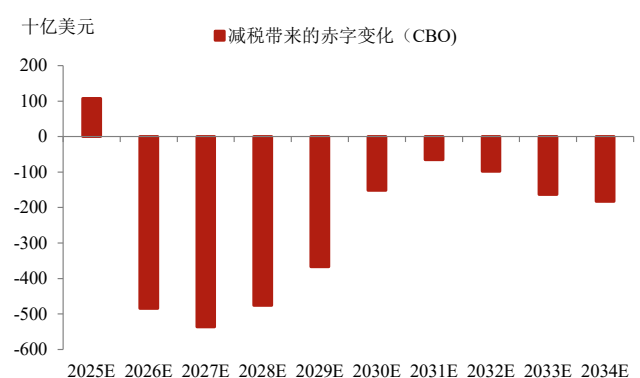
资料来源：彭博，民生证券研究院

图9：不含短国债的到期量占比



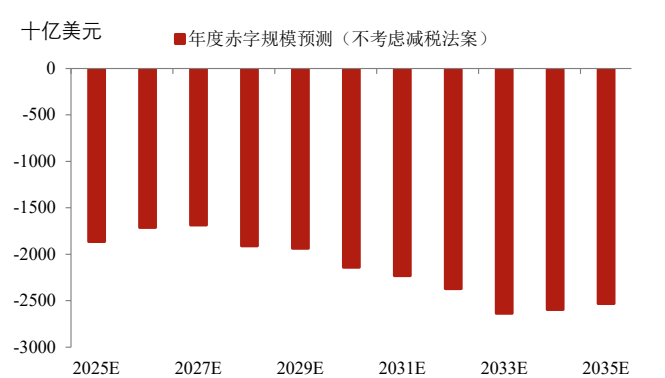
资料来源：彭博，民生证券研究院

图10：特朗普新减税法案可能带来的赤字变化



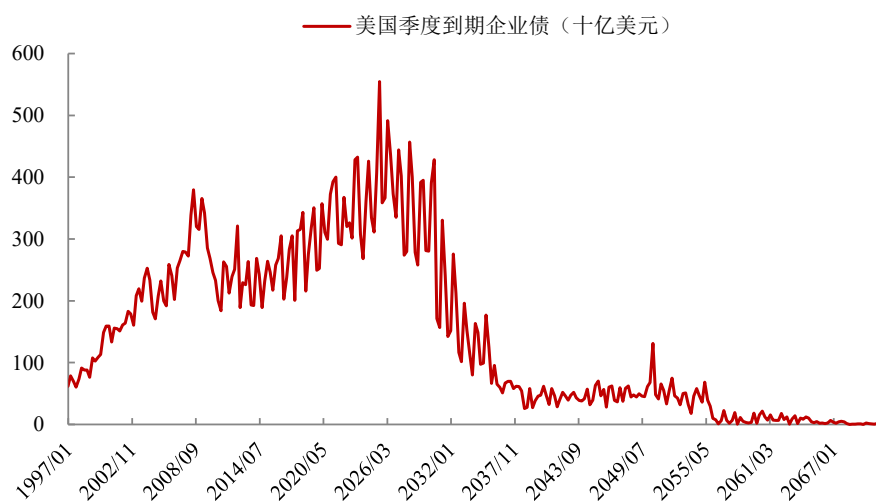
资料来源：CBO，民生证券研究院

图11：不考虑新减税法案的赤字规模预测



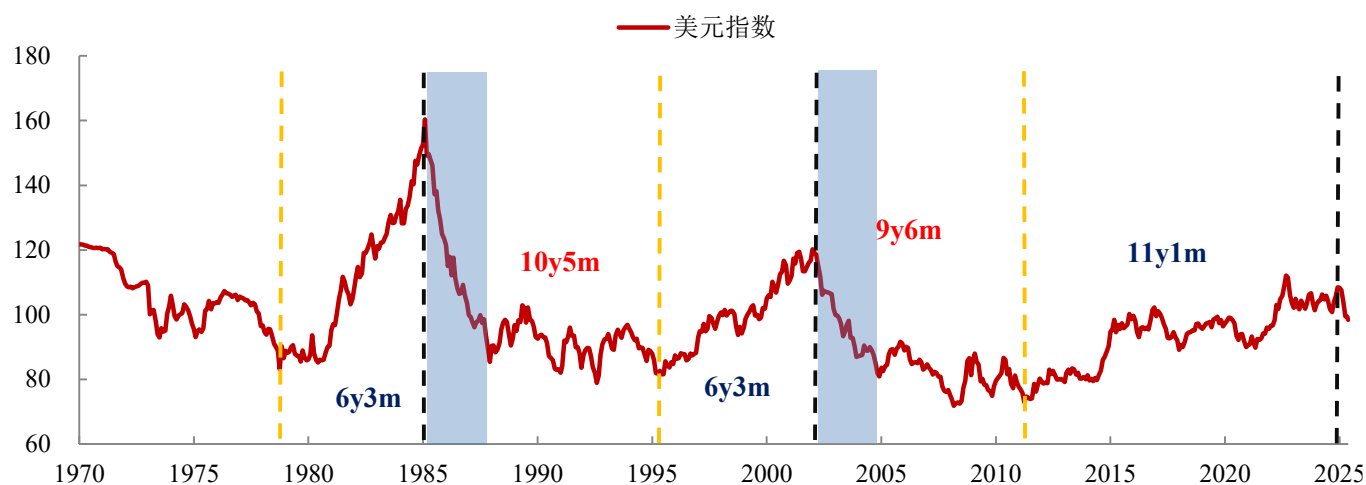
资料来源：CBO，民生证券研究院绘制

图12：美国企业债到期量的分布



资料来源：彭博，民生证券研究院

图13： 美元指数的涨跌周期



美元下行周期					美元上行周期				
周期	下行跌幅	前一期涨幅	下跌月份	月均跌幅	周期	上行涨幅	前一期跌幅	上涨月份	月均涨幅
1970-1978	-31.8%	--	105	-0.3%	1978-1985	93.1%	-31.8%	75	1.2%
1985-1995	-49.1%	93.1%	125	-0.4%	1995-2002	47.4%	-49.1%	78	0.6%
2002-2011	-38.5%	47.4%	114	-0.3%	2011-2022	51.7%	-38.5%	133	0.4%
2025-	-9.3%	51.7%	6	-1.5%					

资料来源：iFind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048