



宏观经济点评

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

美债新世界

特朗普将贸易谈判与美元、美债绑定，将其武器化为施压工具（如威胁欧盟加征 50% 关税），导致其传统避险资产属性崩塌。亚洲资金因担忧本币升值加速减持美债，日本养老金等长期机构调整美元敞口，叠加日元套息交易平仓潮，形成抛售压力放大器。

众议院通过“大漂亮法案”（OBBA），未来十年或增加约 3 万亿赤字，且“支出在前、减支在后”模式推升美债供需压力。政府削减支出计划仅完成目标的 8.75%，增收依赖 AI 等长期变量，财政可持续性遭市场质疑。

美元信用根基遭遇了三重裂痕：一是价值观疏离，特朗普政府否定“普世价值输出”，与传统盟友意识形态分歧扩大（如副总统抨击欧洲价值观）；二是实力优势收窄，中国 DeepSeek 时刻及印巴冲突揭示的美军事优势弱化，均在动摇美国例外论；三是美国货币政策独立性受侵蚀，政府施压美联储降息“化债”，削弱市场对货币主权信任。

政治工具化瓦解避险需求，财政扩张颠覆减债承诺，信用支柱松动撼动美元体系根基，正通过三重路径重塑美元资产定价：一是市场对美债风险（如关税反复、评级下调、财政赤字）的敏感性上升，并引发海外资金持续撤离美元资产，ETF 净流入下降；二是美债避险属性弱化导致其与美股相关性紊乱，传统股债组合策略失效，需转向依赖行为金融分析的“反脆弱”配置（如增持黄金）；三是美债抛售反噬美国经济，推高实体融资成本、加剧财政负担并放大金融脆弱性，或增加美股触发“戴维斯双杀”的可能性，而美联储货币政策在非经济因素驱动的美债抛售中亦可能陷入两难。

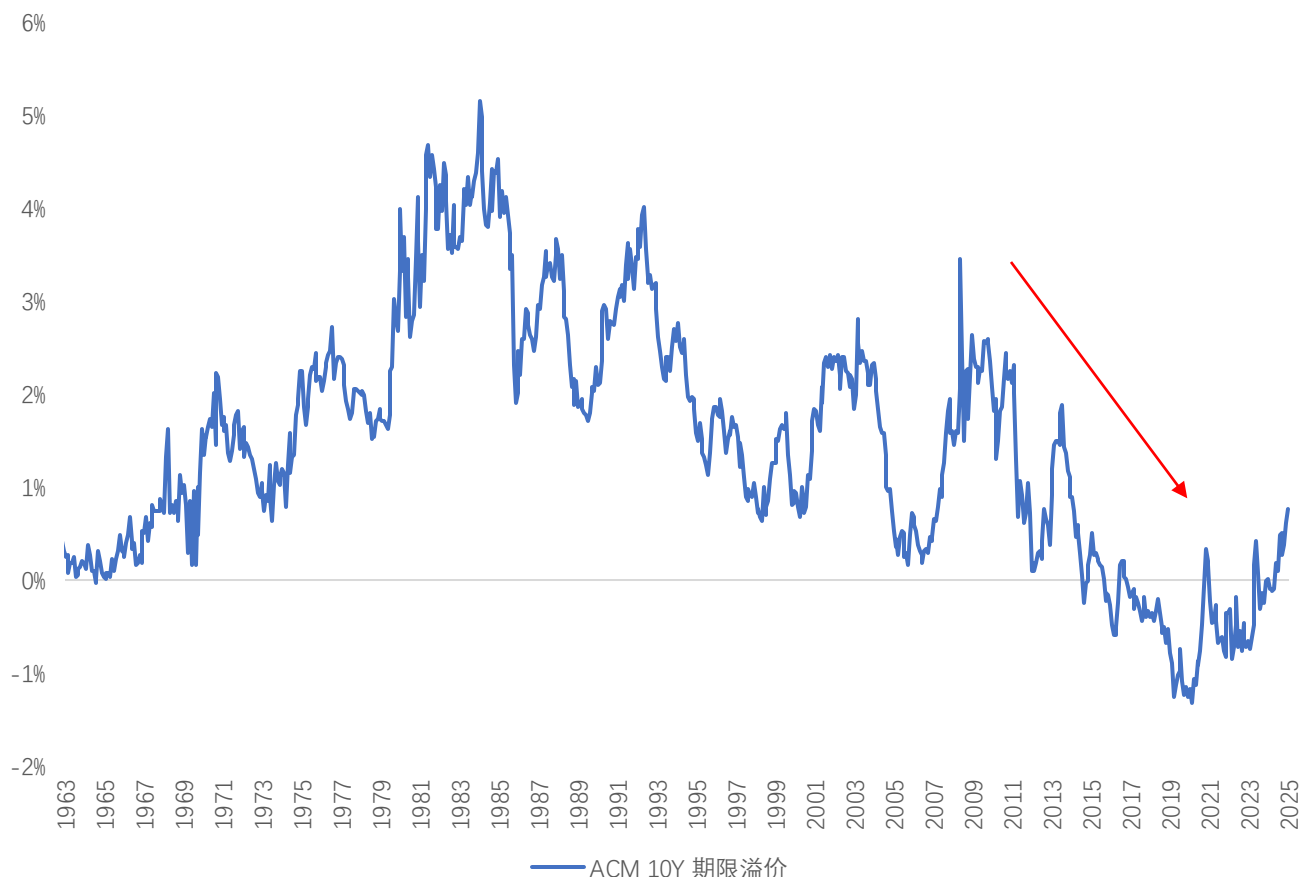
风险提示

- 1) 若特朗普以关税为手段有效增加了财政收入，可能缓解赤字压力并减少新债发行规模，从而降低美债供给冲击，短期提振市场信心并支撑美债价格。
- 2) 若美国政府减少支出幅度超预期，可降低债务发行需求，缓解美债供给过剩压力，并重新增强投资者对美债偿付能力的信任，吸引部分资金流入。
- 3) 若美联储超预期降息，则可能从收益率曲线的短端入手，降低长期美债收益率；同时宽松货币政策缓解市场流动性压力，刺激机构增持美债以对冲经济衰退风险。



美债的问题不在短期而在长期，不在短端而在长端，需求和供给都存在各自的担忧。需求动摇背后是美元信用的变化，供给则开始计入无法顺利减赤所带来的潜在增发预期，这些都反应在美债期限溢价的持续抬升。期限溢价的进一步正常化也将增加广义的美元融资成本，对于美元资产持有者形成天然的损耗。

图表 1：10y 美债期限溢价或已结束 2008 年至今的下降趋势



来源：Wind, 国金证券研究所

美债的信用担忧上升是慢变量，本质是美国政府的偿债能力。

财政增收是一个相对缓慢的过程。共和党人相信通过减税和放松监管能够刺激经济增长，带来更多的税收。¹特朗普认为可以通过征收关税的手段来弥补部分财政缺口，除此之外，还可能包括以关税大棒作威胁，强制出售商品、吸引外国对美投资、鼓励购买美国国债，乃至通过军费或类似“保护费”的形式获取收入²。

事实上，单纯的关税收入对美国财政总收入贡献非常有限。2024 年全年美国关税收入约 770 亿美元，而财政总收入接近 5 万亿美元，关税占比仅为 1.6%。从 2018 年至 2024 年，美国年关税收入累计增加 87%，但净利息支出上升了 171%。即使特朗普维持高关税税率，例如保持今年 4-5 月的平均关税月收入 202 亿美元³，使未来一年实现超过 2400 亿美元的关税收入总额，依然无法匹配高利率背景下超万亿美元的利息支出⁵。

虽然关税对增加财政收入的贡献有限，但关税谈判却先侵蚀到了美债的避险属性。不仅因为特朗普逆全球化的举动削弱了美元体系的全球化效率，还因为市场还认为特朗普会将美元（强行贬值）和美债（强制购买）作为贸易谈判的条件。贝森特近期于彭博采访中表示，“总统当前首要任务是处理债务问题及其可持续性”⁶，特朗普政府发动关税战的深层动机是化债。尽管贝森特⁷与米兰⁸均否认将货币和美债作为贸易谈判的一部分，但市场依然认为“海湖庄园协议”不是空穴来风。

将美元美债作为谈判的工具，促成了一众亚洲货币（新台币、韩元、日元等）的升值预期。亚洲资金主动寻求减少美

¹ <https://news.hbtv.com.cn/p/414307.html>

² <https://www.bbc.com/news/articles/cn93e12rypgg>

³ <https://www.fiscal.treasury.gov/files/reports-statements/mts/mts0425.pdf>

⁴ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833324513697380512&wfr=spider&for=pc>

⁵ <https://fred.stlouisfed.org/series/A091RC1Q027SBEA>

⁶ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-05-23/bessent-says-trump-paused-sovereign-wealth-fund-to-focus-on-debt>

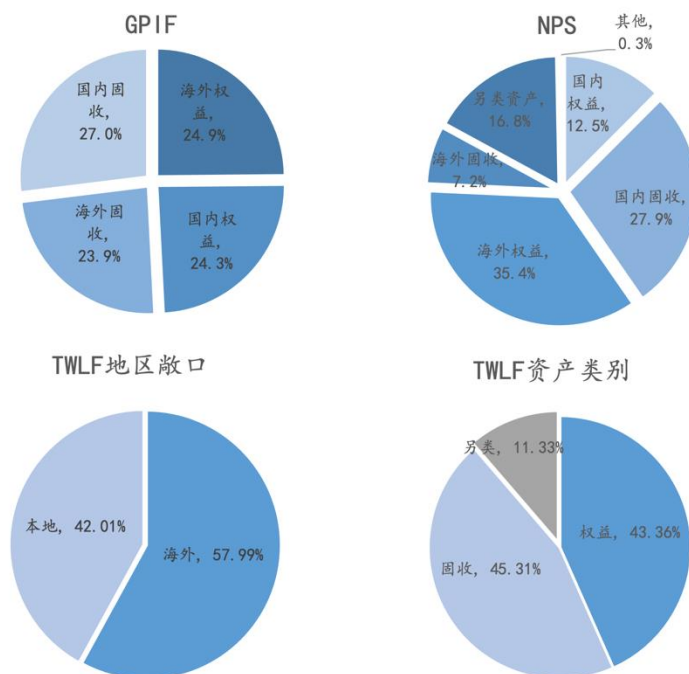
⁷ <https://wallstreetcn.com/articles/3747593>

⁸ <https://wallstreetcn.com/articles/3747673>



元资产敞口逐步减持美债。以日本养老基金（GPIF）为例，其资产通常由信托银行管理，约半数为本国资产（日元、日债、日股），另一半海外资产以美股、海外权益及美债为主。韩国养老金（NPS）、中国台湾养老金（TWLF）等长期配置机构在美元债上的风险敞口也相当大。一旦本币被迫升值，将面临汇兑损失（若未完全对冲）。由于养老金及保险机构的体量庞大，即使减持行为是渐进的，也会放大长周期美债的需求问题。

图表 2：日本（GPIF）、韩国（NPS）、中国台湾（TWLF）三地养老金组合配置结构



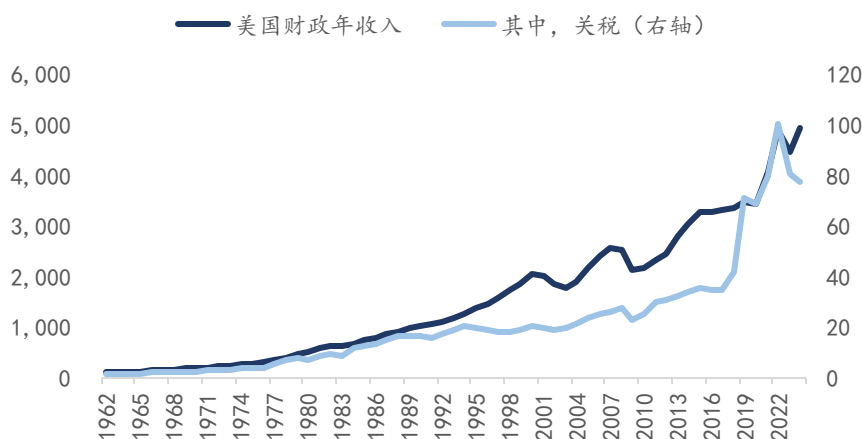
注：GPIF 为 2023 年年报数据，NPS 为截至 2025 年 2 月，TWLF 为截至 2025 年 3 月。

来源：GPIF, NPS, BLF, 国金证券研究所

其中，日本还因其庞大的套息交易资金和独特的货币政策周期，扮演着美债波动“放大器”的角色。长期以来，日本与美国在地缘政治、外交、军事等领域深度绑定，日本长期宽松的、稳定的、可预期的货币与财政政策，使日元成为了美元资产优质且稳定的“融资池”。投资者借入低息日元，投资于高息资产（通常是美元资产），赚取利差后再换回日元偿还。套息交易一头是美债为代表的安全稳定高收益投资，另一头是日债所代表的安全稳定低成本融资。这种关系也使得美债和日债“一荣俱荣，一损俱损”。此外，日元的加息周期也压缩了套息交易的空间，引起套息交易反转。

二、OBBS 过会、DOGE 淡化，重燃财政担忧

图表 3：美国财政收入中关税占比很低（单位：十亿美元）



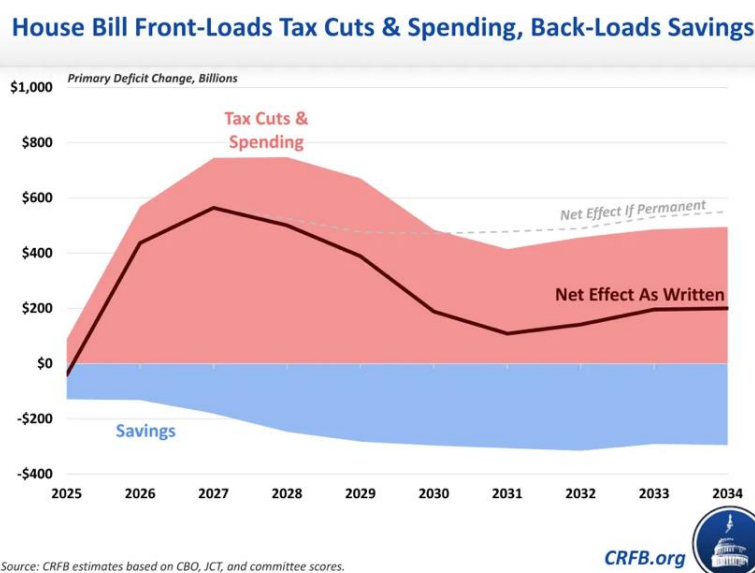
来源：wind, 国金证券研究所



5月22日美国众议院通过的“大漂亮法案（OBBA）”，点燃市场对于特朗普可能重走拜登赤字货币化老路的担忧。据CFRB测算，相较于让TCJA等大规模减税法案自然到期，OBBA在10年维度带来的增量赤字约为3万亿美元⁹。

特别是该法案的支出和减税措施（如增强儿童税收抵免和标准扣除额、小费和加班费免税、设备奖金100%折旧等）侧重于前期，减支和抵消措施（如医疗补助工作、IRA部分抵免废除、SNAP州配套基金等）侧重于后期，未来2-3年美国财政赤字可能进一步爬升至GDP的7%¹⁰，这与特朗普竞选时期的减支口号、贝森特的“3-3-3”目标几乎背道而驰。且近期美债信用本已面临广泛质疑，OBBA法案又以“支出在前、节约在后”的模式，意味着在需求低迷环境下进一步靠前举债融资，放大供需错配的压力。

图表4：OBBA法案对财政支出与收入的影响节奏：增支前置



来源：CRFB, 国金证券研究所

在削减支出方面，特朗普政府同样“言大于行”。截至5月26日，DOGE已削减支出1750亿美元，与其2万亿美元的削减目标相比，仅完成了8.75%¹¹。考虑到时间已过去四个多月（超过年计划的三分之一），按当前速度推算，全年削减额可能在5000亿美元左右，远低于计划中明年削减2万亿美元的目標。马斯克本人的退出¹²，又给DOGE的减支前景增添了新的迷雾。

三、“美国例外论”与“美式价值观”出现裂痕，动摇美元信用根基

美债的长期问题不止于利息支出和财政赤字本身，更在于美元信用的根基。对强大科技和军事实力的信赖、价值观的认同、地缘政治的紧密捆绑——这些是美元体系得以维系的基石。

但是本届美国政府所展现的价值观方向明显不同以往。特朗普总统近在沙特阿拉伯的演讲¹³，展现的价值观不仅与民主党大相径庭，与传统共和党的理念也显著偏离。

他否定了美国过去对外输出价值观的做法，认为无论是自由主义、保守主义还是干涉主义，都是对其他国家内部事务的“多管闲事”，转而赞扬沙特取得的社会治理成就（如街道整洁、社会秩序井然、民众幸福感高等）是建立在阿拉伯文明之上的发展道路，而非来自于西方“进步主义”、“自由主义”等舶来品。这种对于“普世价值观”的摒弃，体现了特朗普个人政治哲学的某种“升级”，也弱化了美国对其盟友的价值观拉拢作用。

若价值观拉拢和地缘政治捆绑的作用减弱，绝对实力就显得更为关键。构成美元实力的核心是科技和军事优势，这两方面今年均遭遇了挑战：今年中国春节期间引发华尔街热议的“DeepSeek时刻”，标志着美国在关键前沿科技领域的领先地位面临严峻挑战¹⁴；近期印巴战机在“超视距”远程空战的战争模式，也揭示出美国遥遥领先的军事优势可能

⁹ <https://www.crfb.org/blogs/house-reconciliation-bill-would-massively-increase-near-term-deficits>

¹⁰ <https://www.crfb.org/press-releases/crfb-reaction-house-reconciliation-passage>

¹¹ <https://doge.gov/savings>

¹² <https://finance.china.com.cn/industry/renwu/20250530/6246393.shtml>

¹³

<https://www.whitehouse.gov/articles/2025/05/in-riyadh-president-trump-charts-the-course-for-a-prosperous-future-in-the-middle-east/>

¹⁴ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1824471747843305345&wfr=spider&for=pc>



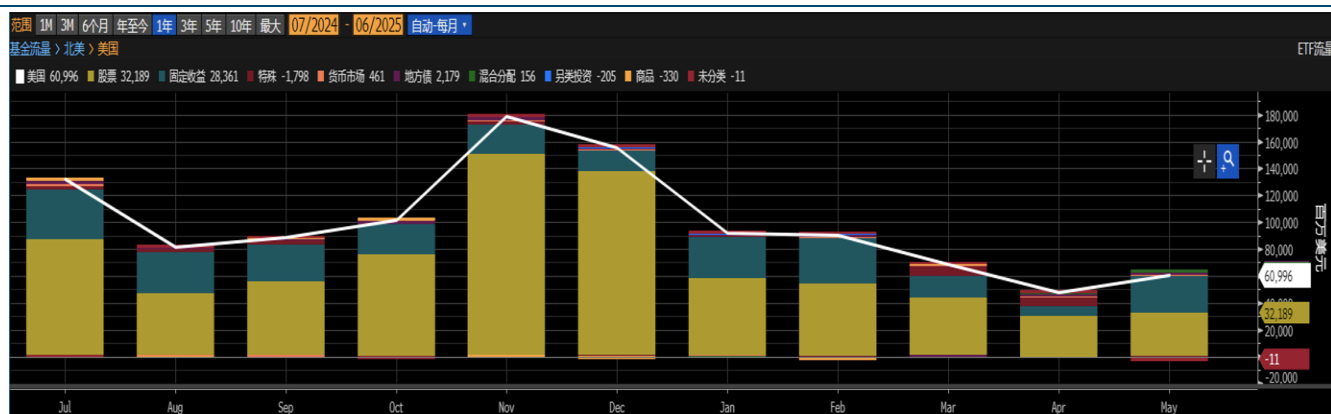
正在发生变化¹⁵。

这些事件对美元体系产生了不可忽视的撼动。美元的强势长期依赖于其科技的引领性和军事的绝对优势。若这两大优势被“拉平”，那么支撑美国财政与经常账户双赤字“美国例外论”基础将受到重创，美元信用会因此面临重大考验。

四、美债作为全球资产的“定价锚”发生动摇，对资产配置会产生一系列影响

今年二季度以来，市场对美国负面消息的定价更为充分，比如关税政策、信用评级下调、财政增赤举措等均对美债产生冲击。彭博口径下，今年1-5月美国ETF基金（含股票型、债券型、货币型等）平均月净流量437亿美元，较去年11-12月均值1108亿美元下降了约61%。

图表 5：今年以来美国市场ETF基金净流量持续放缓



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

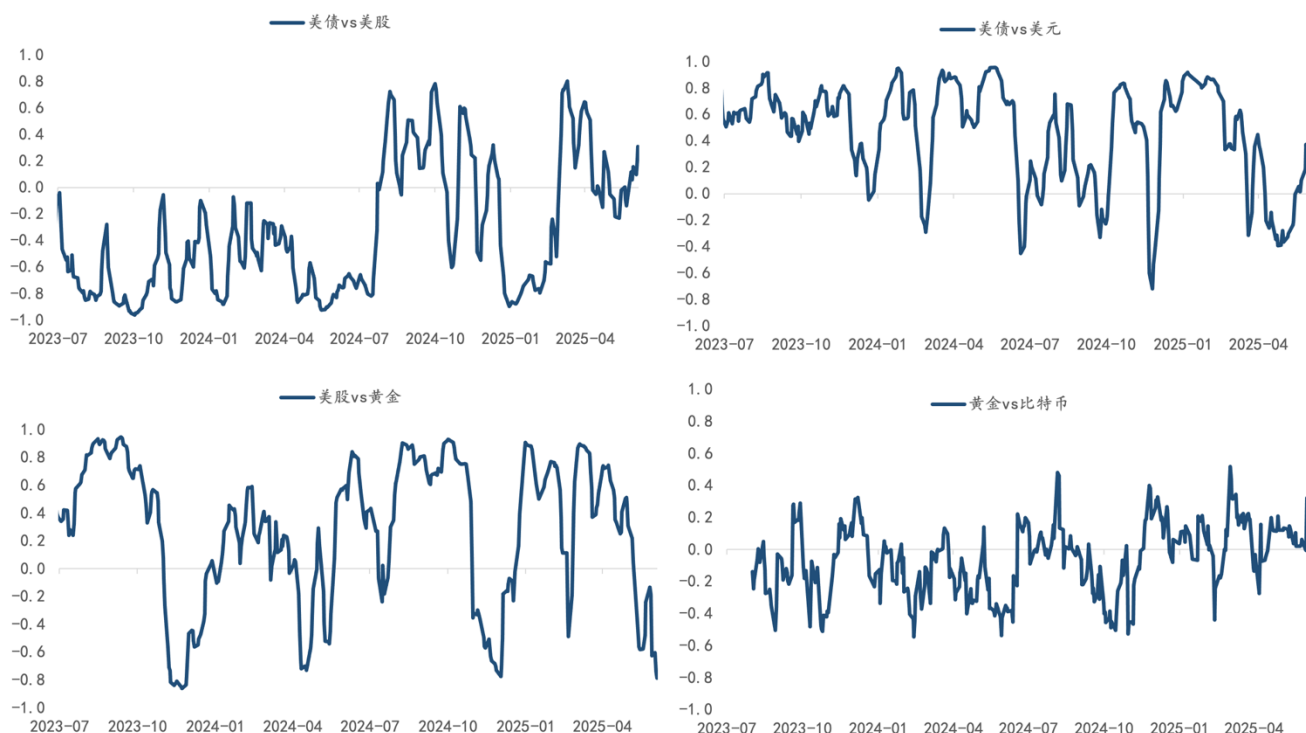
美债作为全球资产“定价锚”的地位下降，对一些传统策略组合的有效性构成挑战。过去，股债60/40组合通常依靠债券的避险属性来对冲美股风险，但如今美债信用风险与美股盈利预期恶化的同步性打破了这一规律。二季度以来，美债与美股的滚动相关性时常为正。今年4月初，美债收益率与标普500波动率VIX同步飙升，资金撤离美元资产，一度形成股债汇三杀，风险溢价上升对美元资产的共同冲击已经显现。

不止股债，美股与黄金的负相关性也奔向极值，黄金作为避险资产、比特币作为风险资产，二者维持多年的负相关性近期屡次转正。

¹⁵ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833004033968106689&wfr=spider&for=pc>



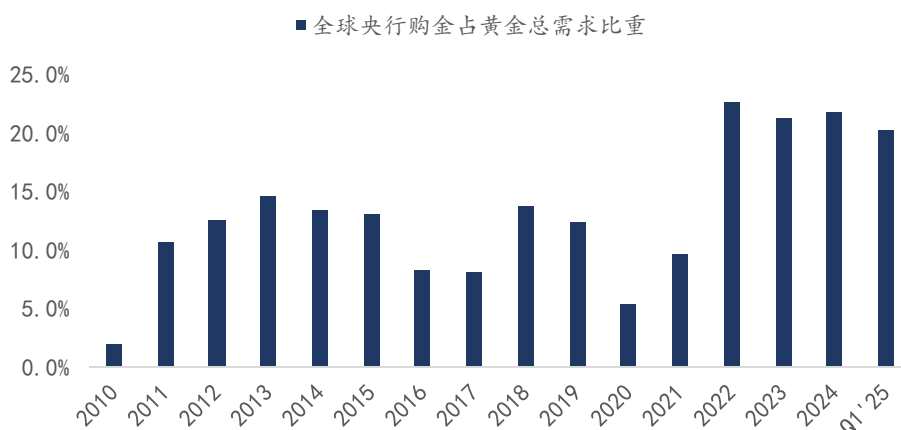
图表 6：美债、美股、美元、黄金与比特币之间，部分类别的价格变动相关性已发生变化（ma20）



来源：wind, Investing.com, 国金证券研究所

全球资金正在进行新一轮“再平衡”，主题是非美资产和另类资产。一方面，主权资金在加码多元化资产配置，其中首要的增配资产就是黄金。据 WGC 数据，全球黄金需求中央行购金的比例从 2020 年末的 5.4% 上升至 2025 年 3 月的 20.2%，中国、土耳其等地缘大国以及新加坡为代表的国家均增加了黄金储备占比。另一方面，不少跨国金融机构也在分散化组合：如 PIMCO 低配超长期美债、青睐中短期美债和非美债券¹⁶，桥水基金扩大非美市场和大宗商品敞口¹⁷，贝莱德则相对看好日本与欧洲投资级公司债¹⁸。

图表 7：全球央行购金需求占比自 2022 年以来大幅上升



来源：WGC, 国金证券研究所

即使短期内大规模抛售美债的可能性不大，部分资产类别已经具备较强的“确定性”。例如，收益率仅约美债一半的德国长期主权债券被视为机构避险的临时选项¹⁹；再如战略资源品的代表——铜，兼具“去美元化”交易属性与绿色

¹⁶ <https://news.qq.com/rain/a/20250603A015NV00>

¹⁷ <https://www.barrons.com/articles/trump-tax-bill-medicare-health-insurance-aca-7b294cf7>

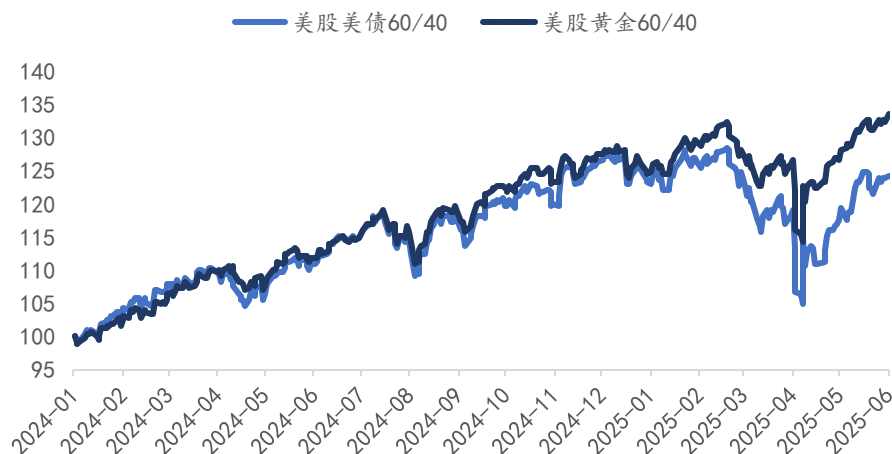
¹⁸ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834012918673087835&wfr=spider&for=pc>

¹⁹ <https://caifuha0.eastmoney.com/news/20250411201513201924630>



转型的刚性需求，使铜价 2025 年迄今累计上涨 11.4%；此外，黄金与比特币等另类资产也成为本轮资金再平衡浪潮下的重要标的，2025 年迄今分别上涨 27.1%、13.2%。与“股债 60/40”组合相比，“股金 60/40 组合”今年迄今累计回报率跑赢前者 6.4 个百分点。

图表 8：2025 年迄今，传统的“股债 60/40”组合表现不及“股金 60/40”组合 (2024/1/2=100)



来源：wind, 国金证券研究所

风险提示

- 1) 若特朗普以关税为手段有效增加了财政收入，可能缓解赤字压力并减少新债发行规模，降低美债供给冲击，短期提振市场信心并支撑美债价格。
- 2) 若美国政府减少支出幅度超预期，可降低债务发行需求，缓解美债供给过剩压力，并重新增强投资者对美债偿付能力的信任，吸引部分资金流入。
- 3) 若美联储超预期降息，则可能从收益率曲线的短端入手，降低长期美债收益率；同时宽松货币政策缓解市场流动性压力，刺激机构增持美债以对冲经济衰退风险。



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。

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：北京市东城区建国门内大街 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