

关于美国这次流动性危机的思考

2025 年 06 月 02 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

➤ 在市场面前，意外的出现实属常态。从原有框架出发我们似乎没有观测到美国的流动性危机，但这个词又反复被市场和媒体提及，说明这次的流动性收紧和往常有所不同。从 3 月 11 日的报告《二季度美国的流动性挑战》开始，笔者就持续关注着美国的流动性溢价和信用溢价等传统流动性指标的走势。我们同市场一样通过观察这些指标的变化来提示流动性风险。在 4 月关税第 1 周时，这些传统指标存在明显走高的趋势，但之后又快速下降，目前已经大幅回吐了之前的涨幅（图 1-2）。那么是不是我们就可以宣布流动性的冲击已经缓解了？

➤ 笔者觉得现在得到这样的结论还为时尚早，这些指标似乎有滞后的风险。可能被我们忽略的是，美国的信用债券市场是个流动性强且资质要求很高的市场，所有如果我们把目光锁定在 2025 年 Q2 到期的公司债（无论是投资级还是高收益级）发行主体只有不到 1000 只（约 876 只），比美股市场的股票数量还要少许多。所以美国信用债券的发行可以理解为一件与美股发行同样甚至更困难的事情。简言之，能发出债的公司都是在美国偿债能力相对最靠前的一批公司。如果连这些企业的融资条件都开始变得十分困难，可能代表着全社会的经济环境出现明显恶化。再加上这几年非金融企业的在手现金在历史相对高位，不排除企业继续缩表（用在手现金还债）与债务高峰做“困兽之斗”的可能，所以相关流动性指标暂时没有出现明显恶化的状况。

➤ 所以我们争取先看一步，以史为鉴，观察后续企业财务上最可能面临的局面和应对之策。总体上看，4 月 28 日我们在报告《美国的困局的历史案例》曾对比过当下美国企业债务与 2021 年 H2 的中国地产企业债务。

➤ 两者存在着许多共同点：

- ①都是面临长期债务到期高峰；
- ②融资利率都在快速上升；
- ③民营企业开始净偿还；
- ④融资久期缩短导致债务到期加快，规模扩大（原本要到期长端债+为滚续而发行的短期债）。

➤ 更加艰难的融资环境会让资本开支的决心开始动摇，即使是最坚定的企业家也可能有心无力。美企的 CAPEX 也大概率如 2021 年 H2 民营地产企业拿地开始大幅下滑。

➤ 其实，美国需求环境开始恶化的证据已经开始出现：美国小企业信心指数（反映投资意愿的关键指标）快速走弱，表明中小企业对经济前景较为悲观，2024 年破产公司的数量也已经创下 2010 年以来的新高（图 3-4）。

➤ 虽然部分科技巨头（如 Meta、Alphabet）及制造业龙头因 AI、供应链重组需求，仍维持或增加资本支出（Capex），承诺不会因为融资大环境的改变而减少，但是意愿不代表能力，我们只需要观察一下作为超级企业代表的 Mag7 的债务状态、偿债指标和总信用（速冻资产+融资额度）的成本就可以得到一个大概的结论：

相关研究

1. 2025 年 5 月 PMI 数据点评：5 月 PMI：反弹成色-2025/05/31
2. 经济动态跟踪：渐行渐近的政策性金融工具-2025/05/30
3. 海外市场点评：关税“叫停”，几多利好？-2025/05/29
4. 2025 年 4 月工业企业利润点评：中游行业缘何“逆流向上”？-2025/05/27
5. 海外市场点评：美债的症结：“强卖”之下如何“强买”？-2025/05/25

➤ **大企业的资本开支也会之后像中小企业一样进入下滑周期：**

➤ 第一，虽然债务融资并不是这些科技巨头的主要融资手段，但是大多数公司也确实没有抵御住美联储“无限量宽松”的“诱惑”，在零利率且量化宽松时期发行了债务，从图 5 中可以看到 23 年-27 年都是 Mag7 的低息债务到期相对较为集中的区间。

➤ 第二，Mag7 中多数企业的速动比率在全球公共卫生事件后盈利增速和经营性现金流不断改善的背景下还在下行，说明了这些巨头对未来 AI 产业的预期相对乐观，Capex 支出增加侵蚀了这些企业的偿债能力。

➤ 第三，从 Mag7 速动比率的绝对数值来看，偿债能力难言健康：苹果和亚马逊仅为 0.6 和 0.9，绝对值小于 1，必然需要通过动用今年的净利润或者再融资来偿债，资本开支会受到一定掣肘。偿债手段中，前者会侵蚀今年的利润增速，后者需要承担当下高企的利率水平。其他企业中，微软的速动比率也仅有 1.1。且除去偿债压力较低的英伟达和 META（2025 年后三季度没有债务到期），其他公司的速动比率也没有超过 2（谷歌 1.7、特斯拉 1.4），意味着如果 Capex 的承诺周期超过两年，不久的将来也必须动用净利润或者高利融资来践行资本开支承诺（前提是联储不大幅降息，我们的观点详见《无能为力的美联储，被迫强势的鲍威尔》）。

➤ 第四，顶着当前的高利率再融资并不是件容易的决定。虽然当下 Mag7 的平均评级多为 AA 级及以上（穆迪），但是 2025 年新发债平均利率也高达 4.5%。这与 Mag7 在 2025 年 Q2-4 要到期的债券利率相比大多都有较大幅度的上升（除了 2020 年才开始全年盈利的特斯拉融资成本小幅下降约 20bps，其他企业上升 72-404bps）。

➤ 第五，首先，企业的选择无非是牺牲短期利润“硬着头皮”为未来投资，或者“咬着牙根”借更贵的资金进行资本开支。无论是何者企业都是要么缩减资本开支，要么短期就无法维持此前如此高的增速。前者可能会减少 AI 产业链企业的收入和利润，后者对于企业和美股估值可能更不是好事。

➤ 为什么说资本开支的减少会减少 AI 产业链企业的收入和利润，我们可以简单算一笔账，以英伟达 Q1 的数据中心芯片净营收为例（391 亿美元），一年的营收预期超过 1500 亿美元。按照芯片与数据中心的成本比例计算，数据中心的建设成本就会超过 3000 亿美元，大致的总资本开支在 6000 亿美元左右。随着融资条件的收紧，一旦资本开支下降，AI 产业的营收与净利润必然打折（类似上文提到的 2021 年 H2 的中国地产企业）。

➤ 此外，再考虑财务成本上升对盈利的侵蚀，标普 500 的盈利增速预期可能会继续下调，那么美股当前的估值可能并不“便宜”。

➤ 综上所述，以 Mag7 为例，美国大型企业虽然拥有较高的在手现金，但随着前几年资本开支和利率快速上升，目前超大型企业也开始逐渐受到金融条件收紧的掣肘，乐观的业绩预测与相对应的高估值让美股价格存在“既杀估值，也杀盈利”的可能。

➤ 另一方面跨境资本流动对美股也有不小的影响。目前市场对关税谈判的敏感度随着中美日内瓦的联合声明发布之后明显转为钝感。接棒的是美国减税法案的流程加速，“新的风暴已经出现”。

➤ 近期日债和美债的发行不及预期只是前奏，我们在 4 月 6 日的报告《关税疑云：交易逻辑与终局》中强调：

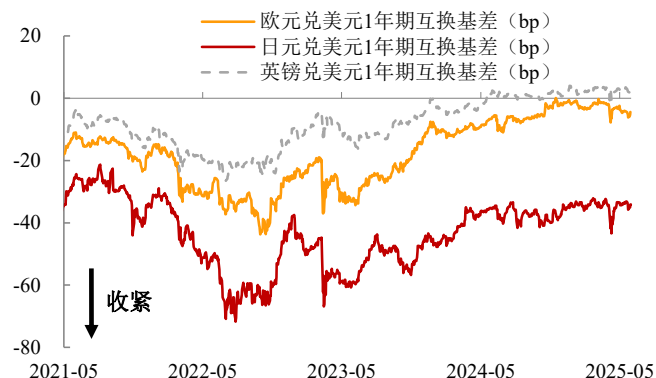
- “本轮资金流向的逻辑并不是经典的 Risk-Off。前期 2 至 3 月 ‘过热回吐’ 交易时美元是净流出的，体现为 ‘各回各家、各找各妈’（非美货币同时升值）。”
- 并且在 4 月 12 日的报告《**如期而至的流动性危机——写在美国股债汇三杀之时**》中强调：
 - “资金正从前两年表现最好、利率最高的美国市场开始流向借贷利率最低，流动性相较最宽松的 Japan。但资金回流日本后并没有买入日本资产，一个合理的解释是前期大量的 ‘便宜钱’ 正在被偿还，这对全球来讲都是在降杠杆”，“而 ‘便宜钱’ 开始被偿还还是全球 risk-off 的充分条件，市场理所应当地开始担心全球性的流动性危机。”
 - 美股指数目前已经回到对等关税征收（4 月 2 日）之前的水平，而美元指数却相较当时的水平还有差距。说明外资没有维持之前的净流入趋势，美股的反弹更多是依赖美国国内的剩余流动性（多数是之前持仓较少的美国散户）在支撑，后续潜在能流入权益的资金恐有限。
 - 这就是与以往相似环境不同的地方，这轮 RiskOff 涨的不是美元指数，美债溢价也就没跟着走高。其实这一方面归因于前期美债利率（短期持有到期）和美股上涨带来的浮动盈余了结带来的资金再平衡，另一方面归结于特朗普政府的一些出尔反尔的政策组合让美元风险溢价有所上升。未来，过去几年美元资产上的溢价都有可能均值回复成折价，带来的不仅仅是美元资产的重估，还有美元本身的重估。这也会深刻的影响到非美市场的市场重估。因此，我们再次强调《**港股的定位或因地缘政治改变**》中的结论，港股的投融资规模都有较大的上升空间。
 - **风险提示：**特朗普政策过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退；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：美国债券违约风险下降



资料来源：彭博，民生证券研究院

图2：离岸美元流动性改善



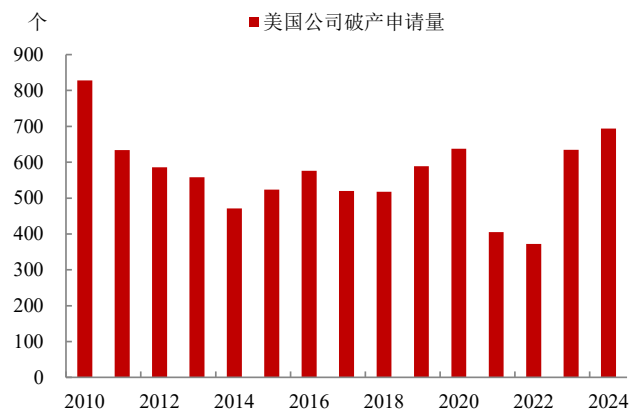
资料来源：彭博，民生证券研究院

图3：美国中小企业信心下降



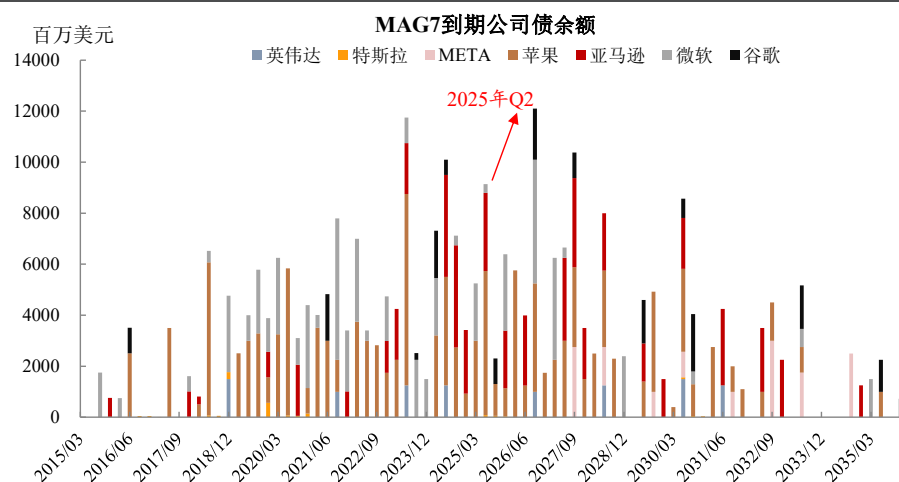
资料来源：彭博，民生证券研究院

图4：美国公司破产数量创 2010 年以来新高



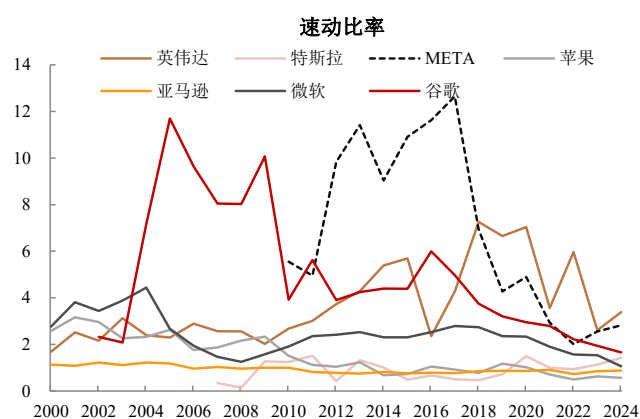
资料来源：S&P Global Market Intelligence，民生证券研究院

图5：Mag7 到期公司债规模



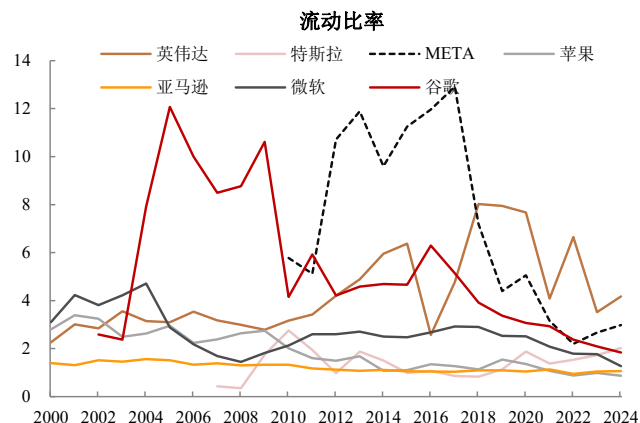
资料来源：彭博，民生证券研究院

图6：Mag7 速动比率



资料来源：彭博，民生证券研究院

图7：Mag7 流动比率



资料来源：彭博，民生证券研究院

图8：Mag7 相关财务指标

MAG7相关财务指标一览							
	英伟达	特斯拉	META	苹果	亚马逊	微软	谷歌
到期债务							
2025Q2-Q4到期公司债规模（百万美元）	0.0	170.0	0.0	8002.6	5316.1	3350.0	1000.0
负债指标（2024年）							
流动比率	4.2	2.0	3.0	0.9	1.1	1.3	1.8
速动比率	3.4	1.4	2.8	0.6	0.9	1.1	1.7
利息支出/有息负债（%）	2.6	4.3	1.9	3.5	4.6	5.7	2.5
利息保障倍数	128.3	20.2	127.5	29.1	28.5	37.3	419.4
融资成本变化幅度							
2025Q2-Q4到期债务平均发行利率（%）	--	4.7	--	1.4	3.8	2.9	0.5
2025年新发债平均利率（%，AA级以上债券近似）	4.51						
融资成本上升幅度（bp）	--	-19.1	--	311.8	72.1	157.8	403.9

资料来源：彭博，民生证券研究院

图9：美股“收复失地”，但美元距对等关税仍有距离



资料来源：同花顺，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机构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