

论 Fed put 交易的终结：财政风险与逆全球化的双重压力

摘要

● **Fed put 交易的定义：**Fed put 交易的初始形态为“格林斯潘看跌期权”（Greenspan Put），是金融市场对美联储前主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）任内（1987-2006 年）货币政策行为的一种隐喻性解读。这一概念反映了市场参与者对美联储在股市危机中倾向于通过宽松货币政策（如降息、注入流动性）来稳定市场的预期，类似于金融衍生品中的“看跌期权”为投资者提供下跌保护。

● **次贷危机后的宏观拐点共振：联储货币宽松+中国复苏预期：**次贷危机后，从资产价格的角度来看，宏观拐点看似均存在着一个共振：美国宽松预期+中国复苏预期。也就是说当 Fed put 交易开始之时，往往有中国复苏预期这个重要驱动因子共振，使得 Fed put 交易拐点不止局限于美国资产，转变为全球宏观拐点的重要信号。

如何定义 Fed put 交易的开始？历次 USDOIS 2Y3M-3M 从加息预期转变为降息预期的时点，往往是美国 Fed put 交易的起点。周期拐点 2016、2018、2022，以及 2020 外生冲击，均出现 Fed put 交易。而 2001、2008 则因为宏观周期压力，Fed put 交易失效。2024 年之后至今一年半的时间，美股与降息预期已经形成显著脱钩，说明在全球经济非平稳状态下，传统的 Fed put 交易模式或许渐渐失灵。

● **Fed put 交易终结的逻辑：**

一是衰退预期加速财政风险暴露，经历过 2025 年 4 月贸易战升级冲击后，美国在 5 月倾向于主动缓和贸易战，这也许意味着美国已经意识到，像以往一样通过一次衰退人为压低利率的方法不复存在了，“弃股保债”宣布失败。经济衰退-联储宽松-利率下行，这条传导链条从第一环节就断了，在财政风险已经充分被市场认知的状态下，衰退初始状态会导致债务率快速攀升加速财政风险暴露，美债可能会被极致抛售，而联储又不会在经济没有明显变差的时候提前迅速降息，所以 fed put 交易将迎来阻力。

二是逆全球化将成为联储无限宽松的约束，在全球化较深时期，以往严重衰退冲击时的联储无限宽松救市，其带来的潜在负面效应被全球共担，全球经济平稳状态时，联储宽松拐点往往与中国复苏预期共振发生，联储的宽松叠加全球供给的抬升，不会形成严重通胀，同时带来全球资产价格分子分母两端共振利好；而当逆全球化大行其道时，中国不去配合美国宽松，基于以内为主的政策思路采取相对克制的刺激政策，同时贸易战本身阻隔了商品的流通，那么联储无限宽松的负面效应将被美国自己承担，这也成为联储无限宽松的约束，所以对于 fed put 交易来讲或将迎来阻力。

● **未来推演及风险点：**在贸易战的基本方向不变的情况下，需启用其他手段增加美债买盘。未来密切关注非美经济体的风险点，尤其是潜在的债务风险，如欧债、日债等，警惕美元回马枪。

● **风险提示：**模拟拟合效果不稳健的风险；美联储超预期宽松的风险。

西南证券研究院

分析师：程睿智

执业证号：S1250524050004

电话：18301668853

邮箱：chengzuoz@swsc.cn

分析师：李历

执业证号：S1250524120003

电话：13246286636

邮箱：llyf@swsc.cn

相关研究

1. 机器人和低空经济何时进行内部高低切换？——基于分析师盈利预期斜率捕捉产业投资内部切换的信号 (2025-03-14)
2. 论黄金定价框架的迭代——债务发散的宏大叙事与黄金重估账户 GRA 的轱辘 (2025-02-23)
3. 周期的再校准——2025 年市场策略展望 (2025-01-03)
4. 不止出口：关税疑云下，今年产能出海的分个股走势有何规律？ (2024-10-31)
5. 对当前 A 股的观点更新 (2024-10-01)
6. 2024Q2 公募基金持仓分析：港股仓位提升，增持电子，减仓食品饮料 (2024-07-25)

目 录

1 Fed put 交易的定义.....	1
2 次贷危机后的宏观拐点共振：联储货币宽松+中国复苏预期.....	2
2.1 周期拐点 2016、2018、2022，以及 2020 外生冲击.....	2
2.2 历史上的 Fed put 失灵.....	5
3 Fed put 交易终结的逻辑.....	8
3.1 衰退预期加速财政风险暴露.....	8
3.2 逆全球化将成为联储无限宽松的约束.....	13
4 未来推演及风险点.....	14

图 目 录

图 1: USDOIS 1Y3M-3M 和 USDOIS 2Y3M-3M 走势 (%)	2
图 2: 2016 Fed put 拐点 (标准化=1)	3
图 3: 2016 年初, 市场对全年加息预期快速走弱	3
图 4: 2018 Fed put 交易 (标准化=1)	4
图 5: 2022 Fed put 交易 (标准化=1)	4
图 6: 2001 Fed put 失灵 (左轴, %; 右轴, 点)	6
图 7: 美国制造业 PMI 和标普 500EPS 走势	6
图 8: 2008 年次贷危机复盘	7
图 9: 基于降息预期拟合的纳指	7
图 10: 10 年期美债利率的长期下行通道 (%)	8
图 11: 10 年期美债和标普 500 走势 (左轴, %; 右轴, %)	9
图 12: 美债利率和经济意外指数 (%)	10
图 13: 美元指数和全球避险倾向指数 (右轴标准化)	10
图 14: 情景 1 模拟政策冲击下的债务率	11
图 15: 情景 1 模拟政策冲击下的赤字率	11
图 16: 情景 1 模拟政策冲击下的债务发散风险指数	11
图 17: 情景 2 模拟政策冲击下的债务率	12
图 18: 情景 2 模拟政策冲击下的赤字率	12
图 19: 情景 2 模拟政策冲击下的债务发散风险指数	12
图 20: 情景 2 模拟政策冲击下的名义 GDP 增速 (%)	13
图 21: 债务发散风险指数 vs 海外持有美债年增量 (右轴, 十亿美元)	14
图 22: 财政疲劳现象	15
图 23: 十年期美债利率定价模型 (%)	16
图 24: 美债期限溢价的领先指标——债汇偏离度 (%)	16
图 25: 各国债务可持续性	17

1 Fed put 交易的定义

Fed put 交易的初始形态为“格林斯潘看跌期权”（Greenspan Put），是金融市场对美联储前主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）任内（1987-2006 年）货币政策行为的一种隐喻性解读。这一概念反映了市场参与者对美联储在股市危机中倾向于通过宽松货币政策（如降息、注入流动性）来稳定市场的预期，类似于金融衍生品中的“看跌期权”为投资者提供下跌保护。

Greenspan Put 起源：

1987 年股灾：格林斯潘上任不久即面临“黑色星期一”（道指单日暴跌 23%），美联储迅速降息并承诺提供流动性，避免金融体系崩溃。此举被视为“看跌期权”的雏形。

1998 年 LTCM 危机：美联储协调私人资本救助长期资本管理公司，并降息以应对全球信贷紧缩，强化了市场对“危机中必有救市”的预期。

2001 年科技泡沫破裂：美联储在股市下跌和经济衰退担忧中降息，被《金融时报》直接称为“格林斯潘看跌期权”的官方确认。

市场观察到美联储对股市下跌的反应（降息）比上涨（加息）更迅速，形成“下跌有保护，上涨无限制”的预期。这被批评者质疑会形成道德风险：投资者认为美联储会为市场托底，可能鼓励过度冒险行为（如高杠杆、追逐泡沫）。也许官方可以解释为美联储的政策目标并非直接救市，而是通过稳定总需求（如消费的财富效应）间接支撑股市。

正如布鲁金斯学会模型（伯南克 & 格特勒，1999）显示，央行应关注股价背后的经济信息（如通胀预期），而非股价本身。威廉·普尔（2007）统计发现，1950-2006 年间美联储仅在一半的股市见顶后降息，且降息常早于股市见顶，反驳了“系统性救市”的说法。然而随着经济金融化的日益加深，Fed put 交易也愈发成为一个基于学习效应的市场共识。西斯拉克 & 维辛乔根森（2020）发现，1994 年后美联储对股市下跌的反应强度（降息 1.2%）显著高于上涨（加息幅度较小）。同时，格林斯潘时代的争议为后续危机（如 2008 年、2020 年）提供了经验：美联储更明确区分“市场流动性支持”与“结构性救助”，并通过前瞻指引减少预期混乱。

“美联储看跌期权”本质上是市场对美联储危机干预政策的叙事重构，反映了货币政策在金融稳定与经济目标间的复杂平衡。尽管从官方口径和实证研究未直接阐明美联储直接以股市为目标的证据，但其对市场预期的深远影响揭示了央行沟通与行为一致性的重要性。

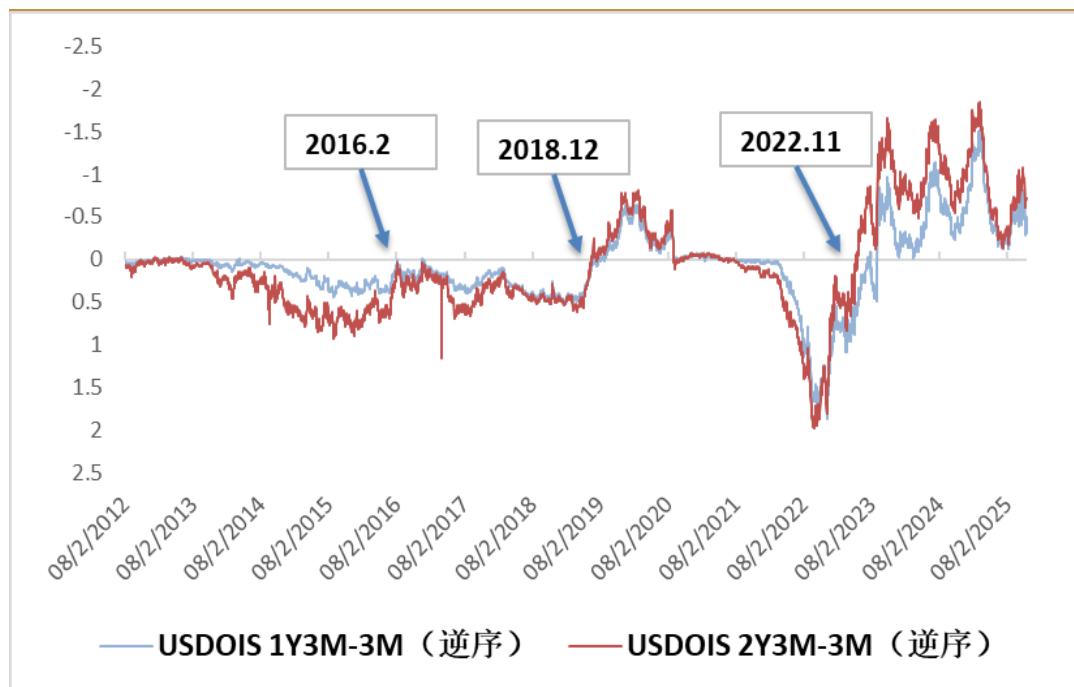
2 次贷危机后的宏观拐点共振：联储货币宽松+中国复苏预期

2.1 周期拐点 2016、2018、2022，以及 2020 外生冲击

次贷危机后，从资产价格的角度来看，宏观拐点看似均存在着一个共振：美国宽松预期+中国复苏预期。也就是说当 Fed put 交易开始之时，往往有中国复苏预期这个重要驱动因子共振，使得 Fed put 交易拐点不止局限于美国资产，转变为全球宏观拐点的重要信号。

首先如何定义 Fed put 交易的开始？如下图，历次 USDOIS 2Y3M-3M 从加息预期转变为降息预期的时点，往往是美国 Fed put 交易的起点。

图 1：USDOIS 1Y3M-3M 和 USDOIS 2Y3M-3M 走势（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

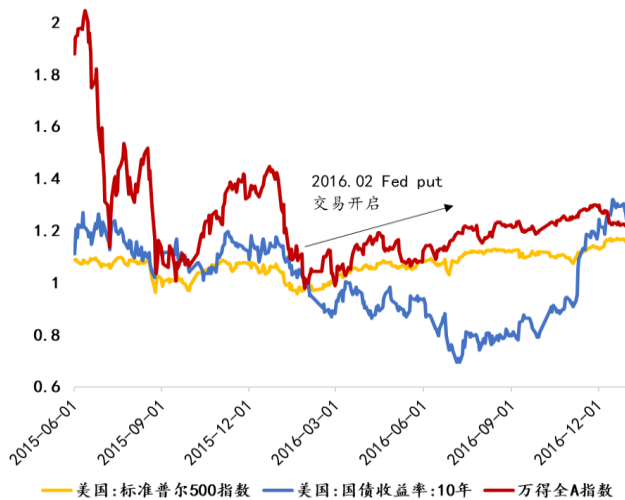
2016 拐点：

2015 年 12 月，联储结束了 08 年以来的量化宽松政策，正式步入加息进程，单次加息 25bp。尽管 2013 年以来市场对联储的加息预期就已经形成，彼时大家普遍认为预期充分的情况下风险资产反应可能较为平淡。但事与愿违的是，加息后全球风险资产、特别是新兴市场迎来大幅动荡：16 年开年美股标普 500 下跌 11%、欧股斯托克 600 指数下跌 17%；A 股则是受 15 年杠杆牛泡沫破裂，本身市场韧性就相当较弱，叠加熔断制度增加非理性恐慌情绪，Wind 全 A 开年回调 30%。市场剧烈回调的背后更多在于当时全球经济不确定性高企，无形中放大了加息的负面冲击。然而这反过来也倒逼联储不得不调整其加息路径，投资者对 16 年全球加息次数从一开始的 3 次快速下滑至 1 次。2016 年 1 月，美联储副主席费舍尔强烈暗示近期央行的货币政策将保持宽松，同时美联储加息将缓慢进行，理由是近期的市场动荡使得油价继续下跌，以及美元持续强势，这表明通胀将保持在低于美联储前期预计的水平。

受 Fed Put 言论影响，16 年 2 月初市场对全年加息次数预期一度清零，美股同时亦在 2 月中旬企稳，随后全年一路上行。

对于国内而言，16 年 1 月经济短周期同步指标确立了底部信号，经济复苏预期开始逐步形成。事后看，供给侧改革增厚企业利润+棚改货币化催生实物需求，共同打开国内新一轮补库周期，A 股同样在 2 月下旬逐步见底企稳。

图 2：2016 Fed put 拐点（标准化=1）



数据来源：Wind、西南证券整理

图 3：2016 年初，市场对全年加息预期快速走弱



数据来源：Wind、西南证券整理

2018 拐点：

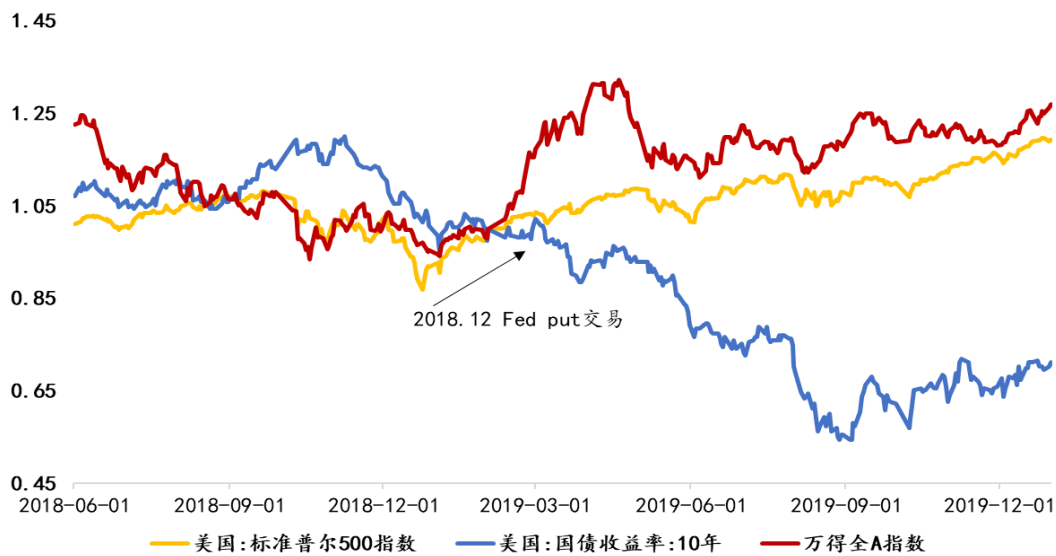
2018 年一整年联储从年初的 1.5% 水位共加息了 100 个 bp，直到年底的 2.5%。

2018 年 10 月，鲍威尔的一句“我们距离中性利率还很远”正式触发美股 Q4 的暴跌，标普 500 随后回调近 20%。2018 年 12 月，市场对美国经济基本面恶化的担忧愈演愈烈，叠加当时联邦基金利率已经抬升到接近前期联储给的 2.5% 这一中性利率区间下限，因此市场对联储开始边际转向报以更多的期待。当时联储副主席 Clarida 也在 12 月份表态，认为联储在未来应该更多考虑市场和经济会如何对美国的货币政策做出反应（We have to be thinking about how much further to raise rates and the pace at which we will raise rates. I think the way we will be approaching that is to be looking really carefully at how the markets and the economy and business contacts will be reacting to our policy）。由此市场参与者开始嗅到了一丝联储可能边际转向的可能性，当时一致预期认为联储可能会在下半年开始降息。美股于 12 月下旬圣诞节假期回来后正式开启反弹，进入 Fed Put 交易。

进入 2019 年 1 月上旬，鲍威尔也正式如同市场预期般改口，认为联储的货币政策操作并不会预设路径；如果货币政策真的成为经济问题，联储将会保持极大的灵活性；2019 年 1 月 9 日公布的 FOMC 会议纪要里面更加确认了联储货币政策开始边际转向这一基调，由此市场运行的逻辑继续延续“坏消息就是好消息”这一方向。

对于国内而言，经过 2018 年全年去杠杆冲击后，18 年年底的民营企业座谈会重新赋予市场信心，12 月下旬市场走出双底形态；叠加 19 年 1 月信贷数据开门红，货币等前瞻领先指标快速走高，复苏预期进一步加深，A 股从 19 年 1 月开始持续触底反弹。

图 4：2018 Fed put 交易（标准化=1）



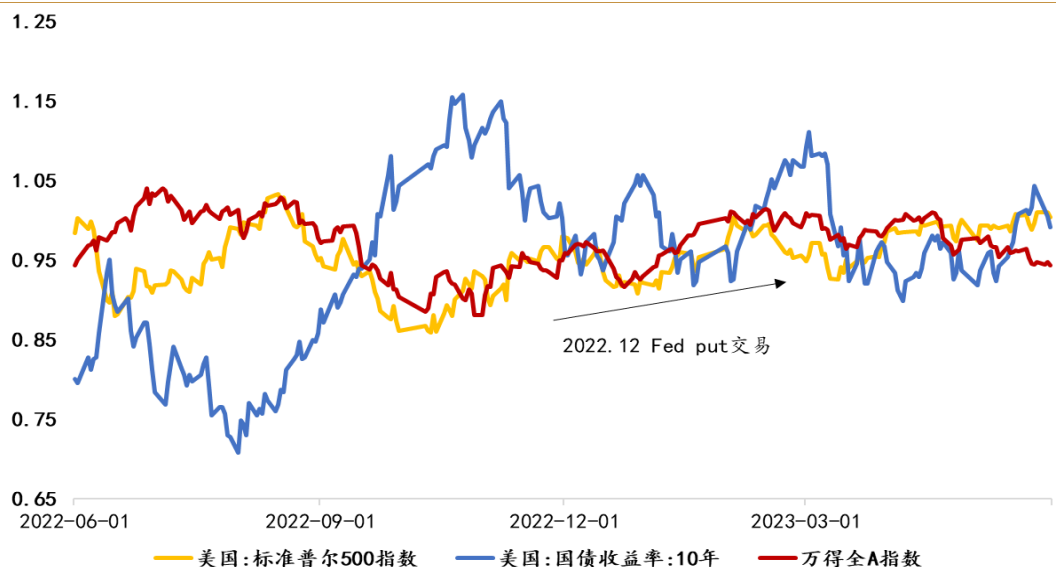
数据来源：Wind，西南证券整理

2022 年拐点：

22 年俄乌冲突扰动+就业市场过热触发联储祭出连续 4 次 75bp 加息，是自 1994 年以来最大幅度的加息节奏，全球风险情绪自 22Q2 开始快速走弱。10 月，记者 Nick Timiraos 的一篇文章引发市场对联储转向的猜测，文章里暗示未来联储的 75bp 加息幅度可能会在年底的会议上下调，并逐步结束加息，Fed put 交易开启。美股亦在 10 月中旬附近见底。11 月 FOMC 会议表态上新增加了“联储后续在货币政策上会更多考虑经济情况”的表述，这被市场认为是鸽派信号，会议决议公布后风险资产继续上冲。

国内方面，11 月防疫政策优化，国内经济复苏预期升温，A 股开启季度层面反弹。

图 5：2022 Fed put 交易（标准化=1）



数据来源：Wind，西南证券整理

2020 外生冲击：

2020 年 2 月，疫情逐步蔓延至全球，恐慌情绪升温。3 月 3 日和 3 月 15 日，FOMC 两次紧急降息共 150 个基点，将联邦基金利率目标区间从 1.5%-1.75% 降至 0%-0.25%，但市场波动率反倒进一步上行。3 月中旬全球流动性危机爆发，美股盘中出现多次熔断，黄金和美债等一众传统避险资产反而被急剧抛售。美联储随后出台大规模资产购买+流动性补救措施才得以平抑市场恐慌，随后美股于 3 月下旬止住下跌趋势并 V 形反弹。A 股在 2020 年春节假期回来后就已释放过一波恐慌情绪，且当时国内货币政策宽松对冲，因此 3 月下跌期间整体韧性相较海外更强。

2.2 历史上的 Fed put 失灵

2001 科网泡沫：

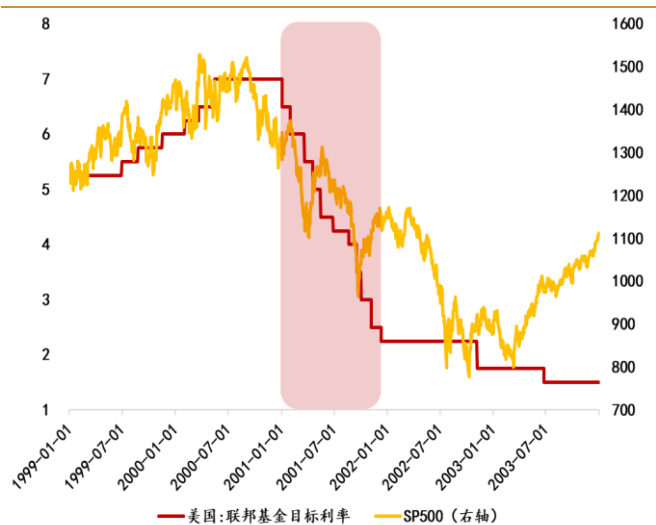
2000 年开始，在科技股估值泡沫+微软反垄断案+联储加息+市场担忧基本面见顶的担忧下，纳斯达克泡沫破裂，纳斯达克指数大幅回调近 18%。基本面上看，重要的宏观经济指标：制造业 PMI 于 1999 年 12 月见顶、零售数据于 2000 年 3 月见顶、半导体销售于 2000 年 8 月见顶，美国经济基本面出现拐点，宏观周期开始回落。

2001 年 1 月，美联储正式降息 50bp 以应对科网泡沫破裂危机。短期来看美股受 Fed Put 交易提振而开启反弹，一个月内反弹近 6%，但随后重回下跌趋势。2001 年全年，宏观经济进入衰退周期+安然事件+911 恐怖袭击，宏观压力带来盈利下行，叠加微观财务造假事件发酵，美股呈现单边下跌态势(纳斯达克指数此阶段下跌 46%，标普和道琼斯分别下跌 20%和 5%)。期间，尽管 2001 年 5 月美国制造业 PMI 已经见底，但当时美股盈利预期持续下调，EPS 周期直到 2001 年 11 月份才止住下行趋势，盈利下杀成为拉低股市表现的重要驱动。叠加安然事件爆发，刺激市场进一步担忧公司盈利，会计造假疑云下投资者人人自危。

2001 年 9 月，911 事件后美股短期大幅下跌，但同时也完成了利空消息的极致定价，叠加 2001 年以来联储已经多次降息、制造业 PMI 已然处于周期相对底部(市场认为基本面很难再恶化)，因此美股在 2001 年最后一个季度明显反弹，纳斯达克指数反弹 32%、道琼斯指数反弹 19%、标普指数反弹 16%。

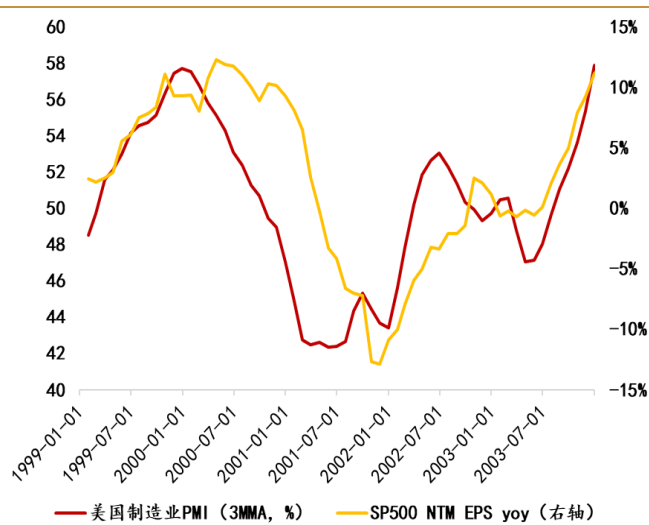
总结来看，2001 年全年在宏观压力下企业不断下修盈利预期，此时联储降息 475bp 亦于事无补，Fed Put 交易失灵。

图 6：2001 Fed put 失灵（左轴，%；右轴，点）



数据来源：Wind、西南证券整理

图 7：美国制造业 PMI 和标普 500EPS 走势



数据来源：Wind、西南证券整理

2008 次贷危机：

2007 年 8 月，法国巴黎银行暂停部分货币市场基金份额赎回，这是信用市场的首次中断，标志着金融危机的开始。07 年 9 月，联储迅速降息 50 个 bp，试图缓解市场压力的同时提供额外流动性支持。此阶段美股并未反应上述利空，同时联储宽松反倒提振短期市场表现，降息一个月内标普 500 上涨近 6%。但后续事态继续恶化：08 年 3 月，摩根大通收购贝尔斯登并承担其 300 亿美元有毒资产，这是影子银行系统崩溃的明显信号；08 年 9 月，雷曼兄弟破产，美国历史上最大破产案，触发全球金融市场恐慌，信用市场进一步冻结。同时 AIG 倒闭，Reserve Primary Fund 货币市场基金出现挤兑，TED 利差升至 300 个基点以上，银行间市场压力达到高峰。9 月末，试图通过政府购买有毒资产稳定市场的 TARP 计划被否决，更加进一步恐慌情绪。08 年 11 月，美联储宣布购买 1.25 万亿美元抵押贷款支持证券，启动量化宽松政策，试图降低长期利率，市场恐慌情绪才被初步压制。09 年 1 月，TED 利差降至 100 个基点以下，显示银行间贷款市场开始恢复，危机高峰过去，美股亦在 3 月正式企稳反弹。

此期间联储共降息 500bp 至零利率附近，但在大的宏观趋势面前，Fed Put 交易同样失灵。

图 8：2008 年次贷危机复盘

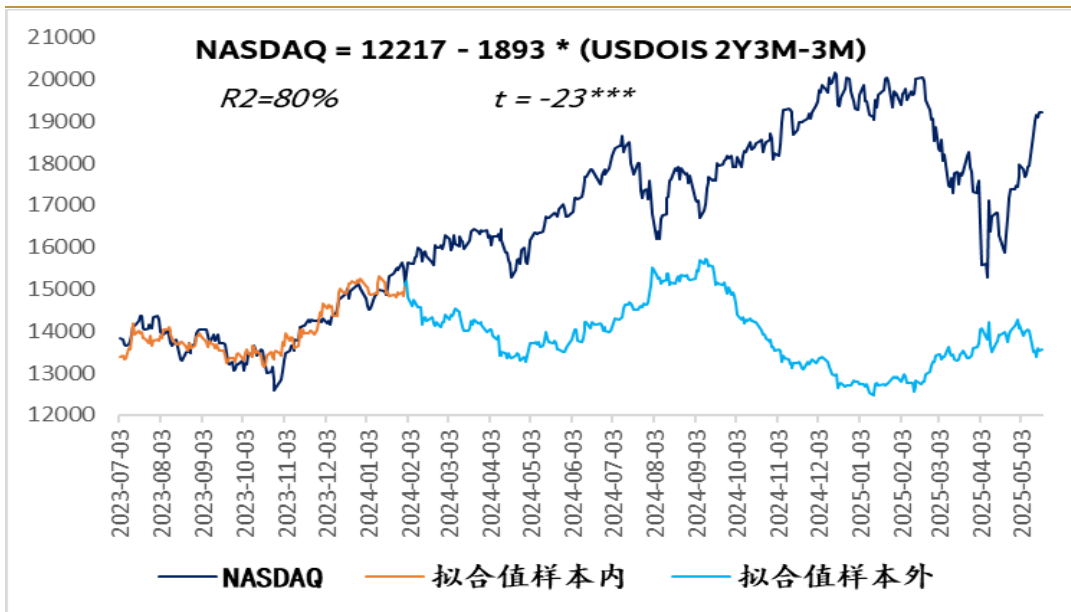


数据来源：Wind，西南证券整理

2024 之后：

2023 年下半年，美股依然跟随降息预期波动，但 2024 年之后至今一年半的时间，美股与降息预期已经形成显著脱钩。如果将回归样本内设定为 2023 年 7 月-2024 年 1 月，降息预期作对于纳指波动的解释力度有 80%，然而如下图所示的 2024 年后的样本外，两者形成显著偏离，美股不再跟随降息预期波动。

图 9：基于降息预期拟合的纳指



数据来源：Wind，西南证券整理

两者的偏离，说明在全球经济非平稳状态下，传统的 Fed put 交易模式渐渐失灵。

3 Fed put 交易终结的逻辑

3.1 衰退预期加速财政风险暴露

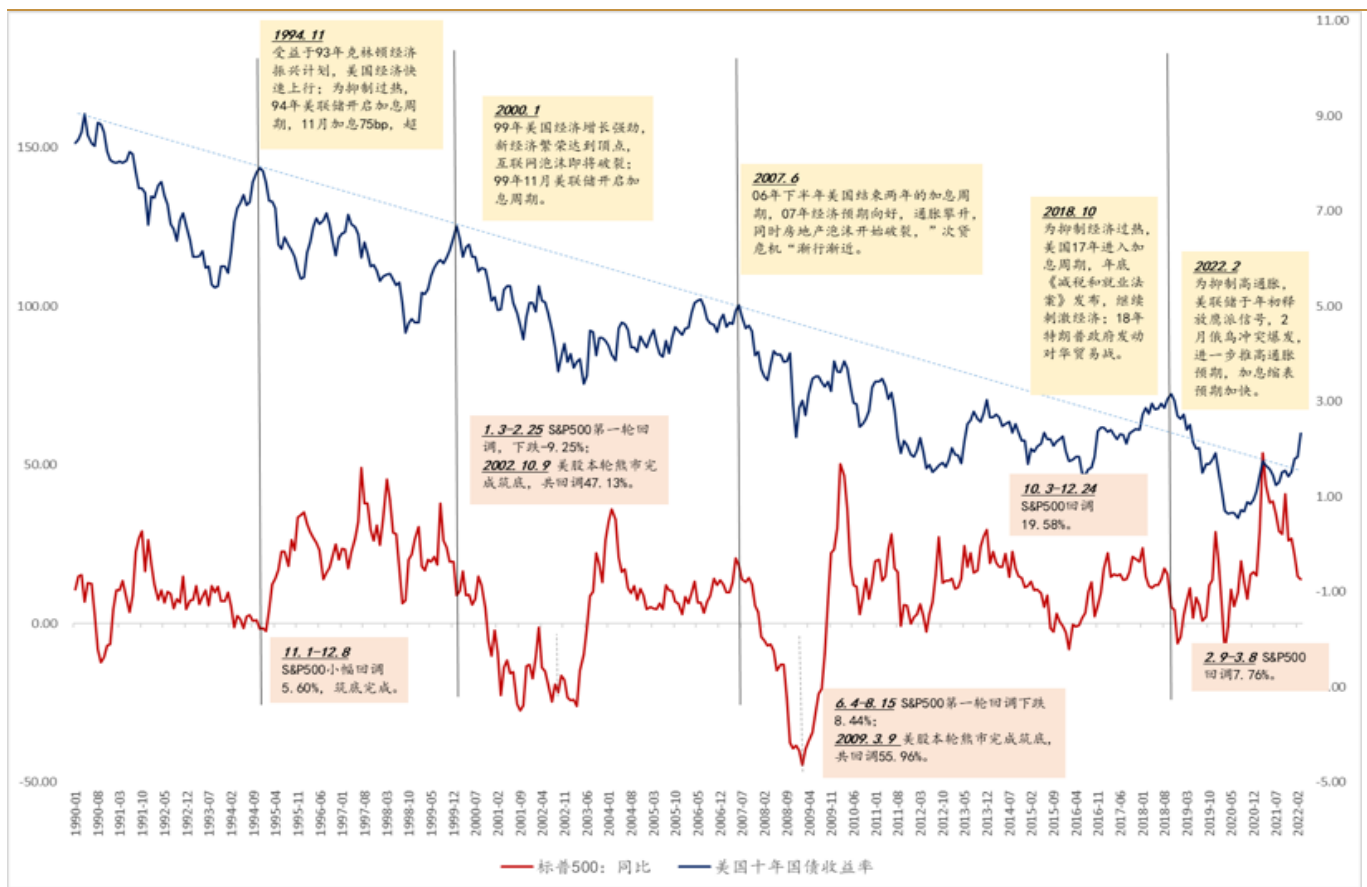
上文中所述 Fed put 交易大多从股的视角分析。从债的视角，80 年代以来到 2022 年之前，10 年期美债利率有一条长期下行通道。过去每次利率触碰到下行通道上轨形成的美债拐点无不与联储宽松有关。

图 10：10 年期美债利率的长期下行通道（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：10 年期美债和标普 500 走势（左轴，%；右轴，%）

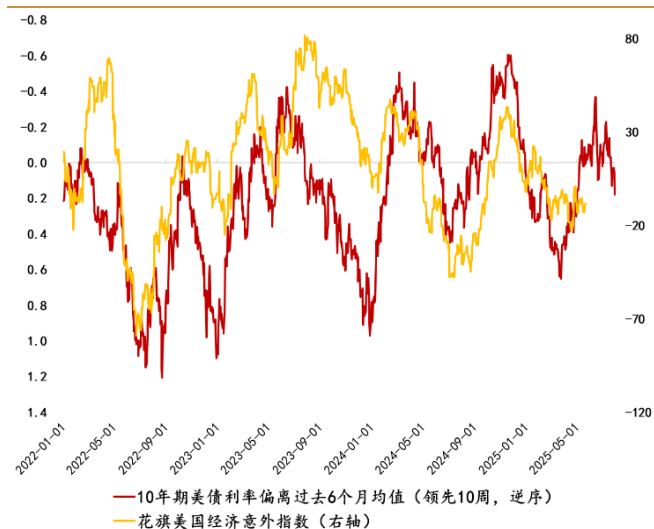


数据来源：Wind，西南证券整理

然而这个通道已经在 22 年后被向上突破，世界从全球化走向对抗的同时，全球经济的平稳状态已经被打破。2005 年，艾伦·格林斯潘曾用“难题”一词来形容美联储加息后美国长期债券收益率却异常地拒绝上涨的现象。现在我们又面临一种新的难题。经济数据大幅走弱，但 10 年期债券收益率却拒绝下跌，甚至还在走高。

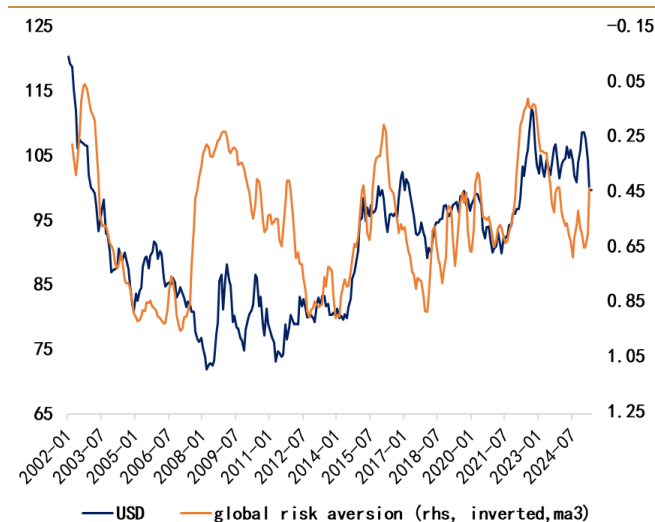
同时，全球避险倾向指标历来与美元指数同向，但这次却出现了背离。避险情绪抬升反而美元贬值，说明美国成为风暴的核心，就类似于次贷危机演绎前期。

图 12：美债利率和经济意外指数（%）



数据来源：WIND、西南证券整理

图 13：美元指数和全球避险倾向指数（右轴标准化）



数据来源：Wind、西南证券整理

对于美国的债务发散风险，如我们在 2023 年 3 月报告《银行风险揭露 higher for longer 的代价：美国债务发散风险逐步抬升》中所呈现，从债务动态可持续性角度测算美国财政空间，也就是理论层面美国债务发散风险对应债务率的阈值，是 WIND 口径的政府债务率达到 115%，2023 年末这个数字是 113.4%，对于今年来讲已经基本达到理论阈值了，所以债务风险在加速暴露。

经历过 2025 年 4 月贸易战升级冲击后，美国在 5 月倾向于主动缓和贸易战，这也许意味着美国已经意识到，像以往一样通过一次衰退压低利率不复存在了，“弃股保债”宣布失败。经济衰退-联储宽松-利率下行，这条传导链条从第一环节就断了，在财政风险已经充分被市场认知，衰退初始状态会导致债务率快速攀升加速财政风险暴露，美债可能会被极致抛售，而联储又不会在经济没有明显变差的时候提前迅速降息，所以 fed put 交易将迎来阻力。

正如 25 年 4 月份贝森特访谈中所讲到的关于美债的看法，他表示自二战后以来，美国国债现在首次将主权信用风险定价。收益率不再只是通胀预期和美联储政策的函数，它们现在是对以下因素的影子定价：债务展期压力（9 万多亿国债在未来 12 个月内到期）、外国撤离（例如日本、中国抛售美国国债）、财政功能障碍（不断膨胀的赤字、政治僵局）、货币信誉侵蚀（美联储资产负债表通过逆回购/设施套利作为武器）。因此，他的核心论点是：利率抬高，主要是因为美国财政风险暴露给利率加了一项风险溢价。

当前，美国遇到的财政窘境我们有两点假设：

（1）如果实施财政整顿，以降息+QE 做对冲，它的前提一定是名义增速的快速下行，同时短期无法解决问题因为货币宽松到经济修复传导路径过长；将难以压制债务率的上行；

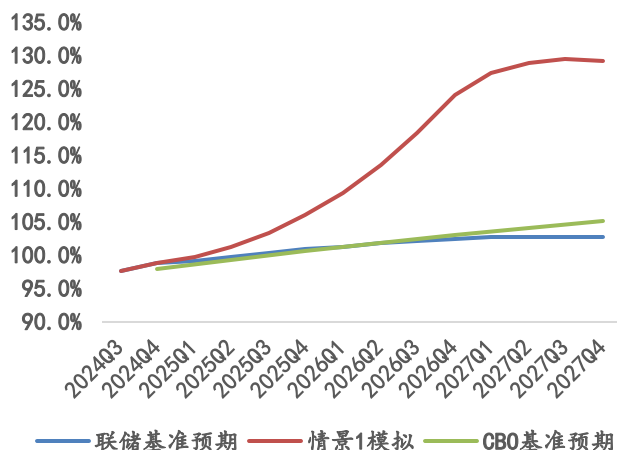
（2）如果继续实施财政宽松的话，更难以降低债务率，信用问题爆发，利率难以下行。

根据 25 年 2 月美国国会预算办公室(CBO)更新的美国财政预算展望：美国联邦债务预计将从 2025 年占 GDP 的 99.9%增长到 2035 年的 118.5%持续创出新高，且美国的利息支出正在快速上升。那么从理论角度我们探讨几种情景之下美国债务率的走向。我们使用美联储 FRB/US 模型做多次情景模拟，FRB/US 是美国联邦储备委员会开发的大规模的美国经济估计一般均衡模型，自 1996 年以来一直用于经济预测和政策分析。

(1) 股票风险溢价冲击之后，降息+财政扩张

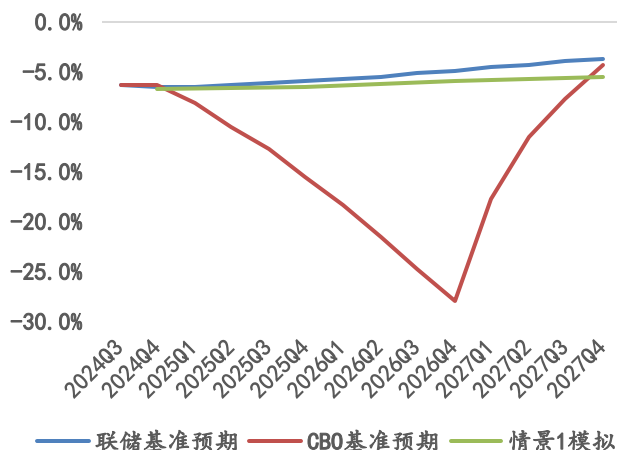
首先我们展示如果像原来一样，假设 24Q4 由衰退预期引发股票风险溢价一个单位的负向冲击后，做货币财政双宽松的逆周期调节对于债务率意味着什么：我们假设从 24 年 Q3 开始降息共 175bp 至 25 年 Q3,同时 25 年 Q1 大选落定之后实施持续两年的财政扩张冲击，使得财政支出占 GDP 之比增加 2%。

图 14：情景 1 模拟政策冲击下的债务率



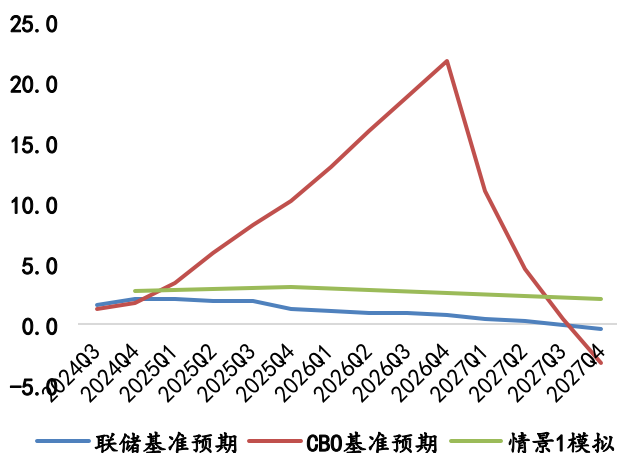
数据来源：Wind、西南证券整理

图 15：情景 1 模拟政策冲击下的赤字率



数据来源：Wind、西南证券整理

图 16：情景 1 模拟政策冲击下的债务发散风险指数



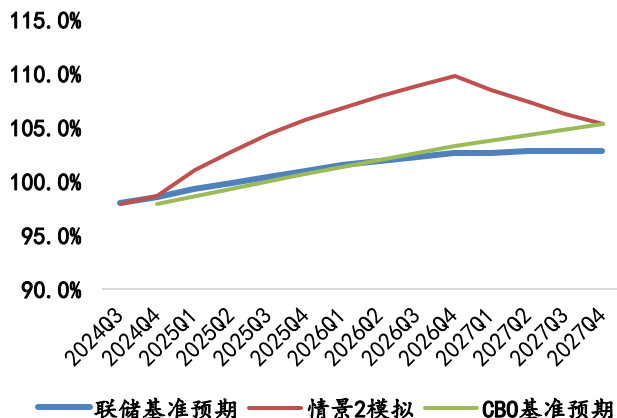
数据来源：Wind、西南证券整理。注：DDR 为债务发散风险指数 ($d(r-g)-pb$)，构建逻辑详见报告《银行风险揭露 higher for longer 的代价：美国债务发散风险逐步抬升》

可以很明显的看出，在经济的负向冲击的前提下，即使是货币财政的适度宽松都将带来债务率相对于基准情形的快速大幅抬升，25年底债务率达到105.9%，相对于联储基准情形高了5pp，并在27年接近130%；赤字率大幅扩张，债务发散指数（DDRI）在未来两年也将快速冲高，债务风险快速临近。

（2）降息+财政整顿

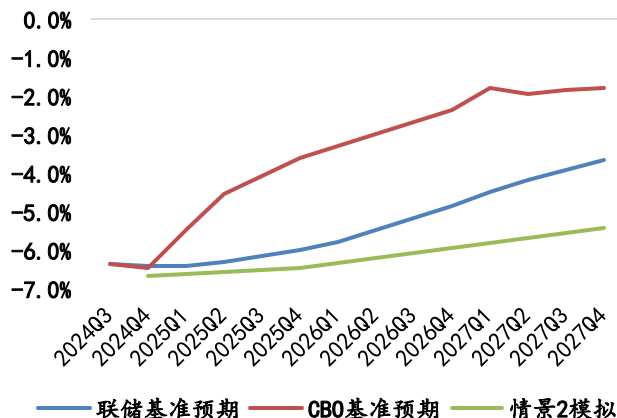
如果在没有股票风险溢价负向冲击的前提下，大选后美国执政者意识到债务问题的严重性，实施债务率约束规则，同时采取财政整顿的同时使用更大幅度降息对冲负面影响。我们假设从24年Q3开始缓慢降息200bp至25年Q3，同时25年Q1大选落定之后实施财政收缩冲击，使得财政支出占GDP之比降低2%。根据美国财政部财政服务局的分析，要使财政政策可持续，2025年所需的平均基本赤字的收缩幅度应该为GDP的4.3%。如果财政整顿推迟到2035年，所需的调整量将上升到GDP的5.1%，如果改革推迟到2045年，则为6.3%。随着财政整顿的时点越拖延，越意味着未来形成更严重的负担。

图 17：情景 2 模拟政策冲击下的债务率



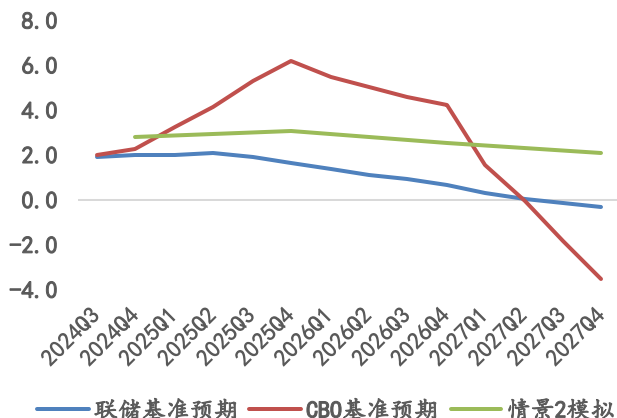
数据来源：Wind、西南证券整理

图 18：情景 2 模拟政策冲击下的赤字率



数据来源：Wind、西南证券整理

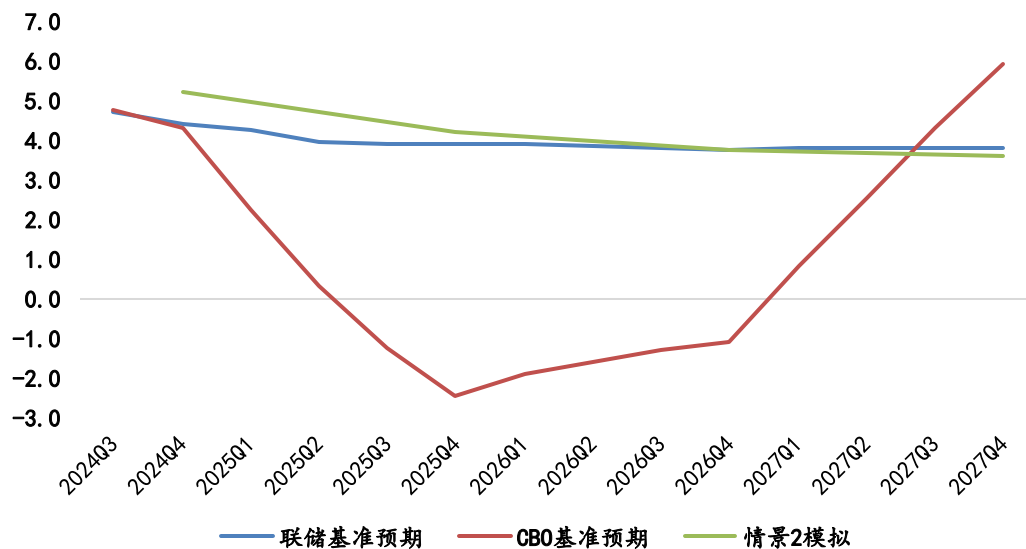
图 19：情景 2 模拟政策冲击下的债务发散风险指数



数据来源：Wind、西南证券整理。注：DDRI 为债务发散风险指数（ $d(r-g)-pb$ ），构建逻辑详见报告《银行风险揭露 higher for longer 的代价：美国债务发散风险逐步抬升》

可以看出，财政整顿的同时降息依然无法压制债务率扩张的步伐，债务率在 25 年末上行至 105.6%，相对基准高了 5pp，同时债务率上行至 26 年接近 110%。而且名义 GDP 增速从 25 年开始呈现大幅回落并陷入衰退，大幅向下偏离基准。

图 20：情景 2 模拟政策冲击下的名义 GDP 增速（%）



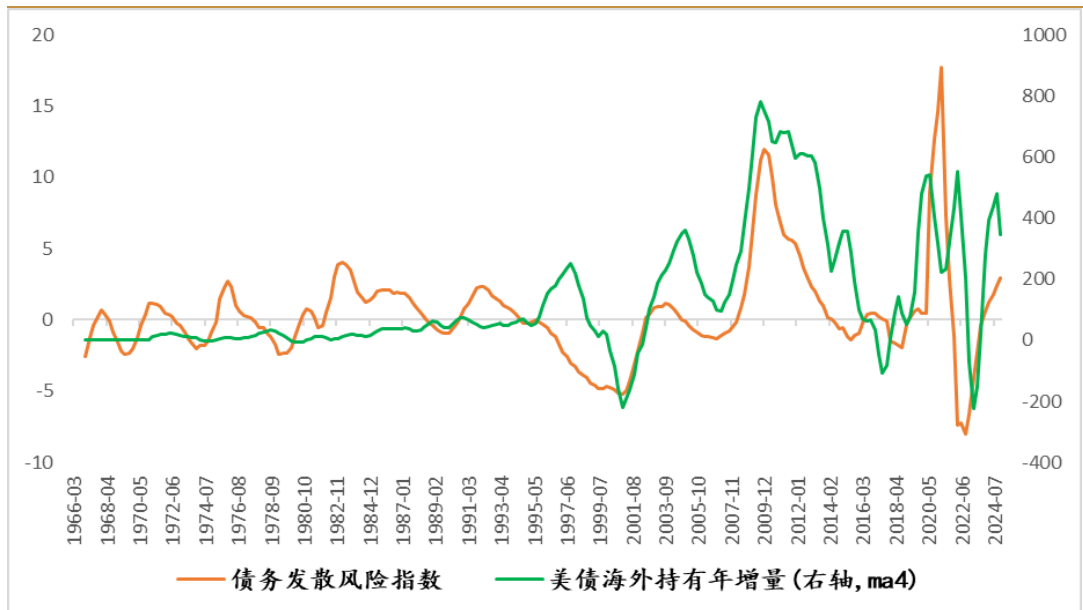
数据来源：Wind，西南证券整理

所以在没有经济衰退冲击的前提下，进行财政整顿的同时进行多次降息对冲，并不能对冲经济的下行，更无法将债务率的上行趋势压制。

3.2 逆全球化将成为联储无限宽松的约束

一个新的变化在于，在全球化较深时期，以往严重衰退冲击时的联储无限宽松救市，其带来的潜在负面效应被全球共担，正如前文所分析的，全球经济平稳状态时，联储宽松拐点往往与中国复苏预期共振发生，联储的宽松叠加全球供给的抬升，不会形成严重通胀，同时带来全球资产价格分子分母两端共振利好；而当逆全球化大行其道时，中国不去配合美国宽松，基于以内为主的政策思路采取相对克制的刺激政策，同时贸易战本身阻隔了商品的流通，那么联储无限宽松的负面效应将被美国自己承担，这也成为联储无限宽松的约束，所以对于 fed put 交易来讲或将迎来阻力。

图 21：债务发散风险指数 vs 海外持有美债年增量（右轴，十亿美元）



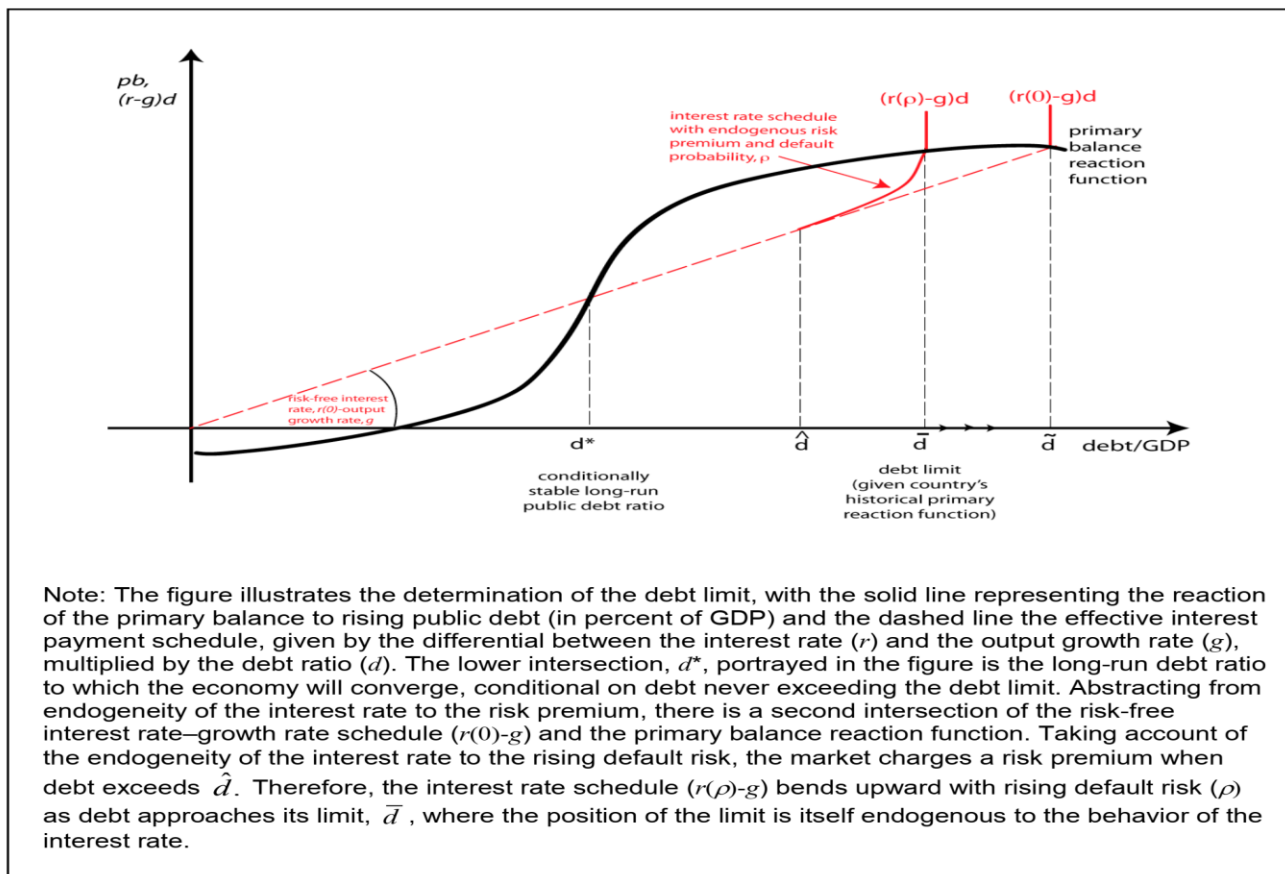
数据来源：Wind，西南证券整理

4 未来推演及风险点

在财政疲乏理论中，决定债务发散风险临界值是由两个债务率的函数相交得到，这两个函数其中之一是（利率-经济增速）*债务率这个线性函数，其斜率取决于利率增长之差，另外一个函数是财政反应函数，是基本财政盈余对债务率的反应函数，一系列学术研究表明其是债务率的三次或四次项函数，债务发散风险临界值是以上两个函数相交的不稳定均衡点。然而，在现实层面，风险偏好可能导致线性函数在债务率接近临界值时发生向上弯折：利率越高，市场容忍度越低，抛盘越大，加速利率上行和财政风险暴露。当前财政风险愈发被市场充分认知时，可能就类似于处于弯折阶段，那么债务发散临界值会倾向于向右收缩，进一步加速财政风险的暴露。

图 22：财政疲劳现象

Figure 1. Determination of Debt Limit



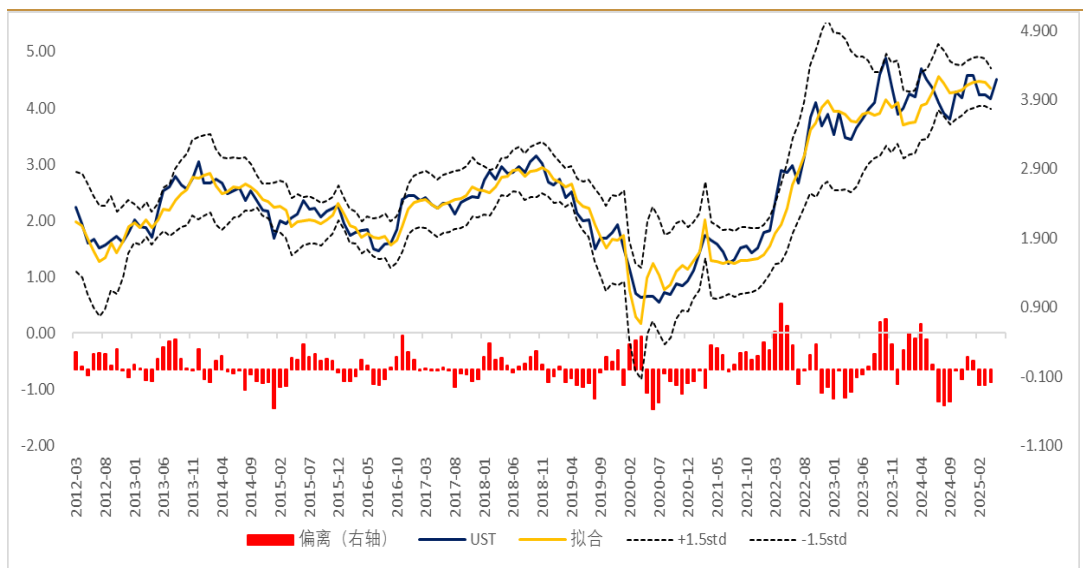
数据来源：Ostry(2010)，西南证券整理

上图展示了财政反应函数与债务率的动态水平，纵轴是基本财政盈余 pb ，以及滚雪球效应乘积 $(r-g) \cdot d$ ，横轴代表债务率水平 d ；黑色实线是财政反应函数，代表 pb 是 d 的三次函数，红色线代表 $(r-g) \cdot d$ 约束，其中 r 与 g 在这个动态系统中作为外生变量，所以是一条穿过原点的直线；最初，直线与反应函数有两个交点，其对应的债务水平 d^* 和 $\bar{d}$ ，其中 d^* 是一个长期稳定点，因为 d^* 右侧， $pb > (r-g) \cdot d$ ，那么 d 将向左收敛，在 d^* 左侧， $pb < (r-g) \cdot d$ ，那么 d 将向右收敛，最终稳定在 d^* ；而如果债务水平超过 $\bar{d}$ ，那么债务将无限发散，导致债务不可持续，所以当前的 d 与 $\bar{d}$ 的距离称为财政空间。而正是这个原因，所以超过 $\bar{d}$ 之后，直线开始向上垂直弯折。如果将利率水平中加入风险偏好溢价 ρ ，也就是债务水平到达 $\hat{d}$ 时，市场开始考虑接近财政上限时的违约风险，则直线将提前向上弯折，将财政空间上限压缩至 d^- ，财政空间进一步缩窄。

当美债利率增加一项风险溢价成为共识，所有风险资产定价公式的分母这一端必然会受到影响，估值会受到冲击。正如前文分析的，Fed put 交易迎来终结，估值再不能向以往一样，受益于联储的宽松预期，除非估值基于自身因素回落至合意的区间。

基于全球平稳状态下的 10y 美债利率模型中包含增长、通胀、政策理论、中性利率四因子，动态滚动回归模型指示当前美债中枢为 4.35%，中枢以上 1.5 倍标准差为利率的波动上轨，当前点位为 4.72%，但如果美债定价模型中嵌入一个新的与财政风险相关的风险溢价，那么上限可能会突破 4.72% 的上轨。

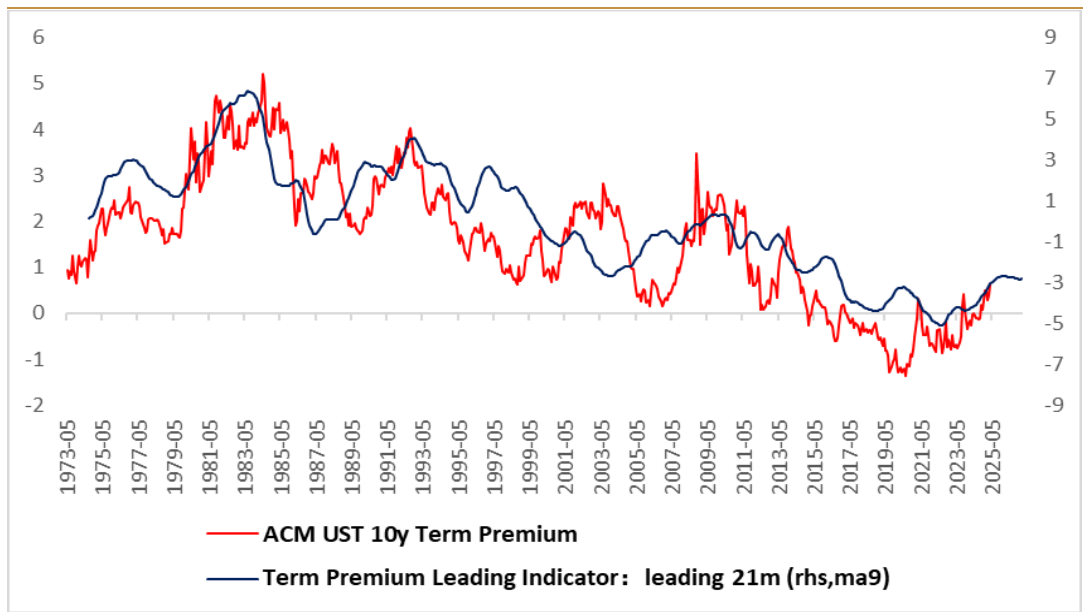
图 23：十年期美债利率定价模型 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

我们曾在 24 年年度策略报告中提到了对于美债期限溢价的领先指标——债汇偏离度，指示美债期限溢价将进一步抬升。

图 24：美债期限溢价的领先指标——债汇偏离度 (%)

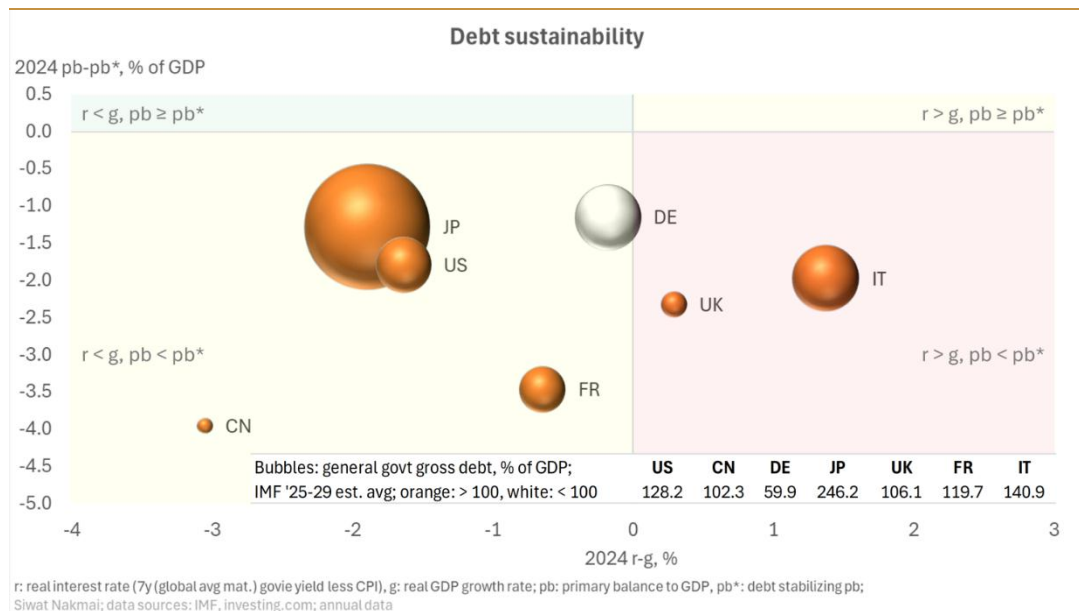


数据来源：Wind，西南证券整理

当以上风险出现时，我们考虑的不可局限于静态的风险演进图景，而是应该考虑到美国当局在这个状态下可能做出的挣扎。在贸易战的基本方向不变的情况下，需启用其他手段增加美债买盘。可能采取风险目标转移：如触发其他国家风险暴露。然而这一次，若像以前一样通过激进的收紧离岸美元流动性输出波动率，却又会直接打击到美债买盘，如何精准导流美债成为一个棘手的问题。未来密切关注非美经济体的风险点，尤其是潜在的债务风险，如欧债、日债等，警惕美元回马枪。

举例来讲，从静态的财政可持续性指标（考虑实际利率增长率差异 $r-g$ 和债务稳定基本财政盈余 pb ）来看，美国、德国、日本、法国和中国的财政可持续性尚可（下图第三象限 $r < g$, $pb < pb^*$ ），而英国和意大利则同时面临财政可持续风险较大（下图第四象限 $r > g$, $pb < pb^*$ ）。

图 25：各国债务可持续性



数据来源：IMF，西南证券整理

然而从动态的视角来看，根据我们的债务发散动态微分方程 $\Delta d = d(r-g) - pb$ 测算，美国、日本、法国、英国均已经接近或超过其债务发散的阈值，财政不可持续风险加剧。

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn