

美债的症结：“强卖”之下如何“强买”？

2025 年 05 月 25 日



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：shaoliang@mszq.com

➤ 当作为曾经全球三大资产泡沫之一的日债，都出现了“销售”问题，这本身就是对全球债市变局的一种警示。本周，20 年期日债和美债的“灾难性”拍卖，叠加美国众议院比较顺利地通过减税与支出法案，导致全球债市的动荡，日本和美国债市首当其冲。尽管有偶发因素，但背后凸显的矛盾却越发明显，**全球变局下债券逃不开的供需错配问题**，而所有这些问题的交汇焦点就在美债（以及美元）：无论是 4 月中下旬贸易摩擦下的外资抛售“恐慌”，还是 5 月初新台币的暴涨背后对于亚洲资金减配美元资产的担忧。

➤ 我们在之前的报告里反复强调**美债问题会是特朗普 2.0 最大的“背刺”**，当前这个观点没变，在本篇报告中，我们会进一步结合特朗普的减税和关税主线，给出美债风险的分析框架。

➤ **首先说说对于全球变局的看法，对于广义的债务来说，有供给和需求两个角度：**

➤ **贸易和地缘格局的重构本来应该意味着美国财政的相对紧缩、其他经济体财政更加积极，进而达成全球债务供给的某种平衡。**特朗普 2.0 至今的外交和外贸政策，无论是提高关税、平衡贸易还是要求他国增加国防支出，都意味着众多以往依赖美国终端需求和防务安全的国家，整体上需要增加内需（甚至对美投资）、提高财政支出。典型的例子是今年德国“里程碑式”的财政转向，而日本随着 7 月上议院选举的临近，反对党要求降低增值税率，也引发了市场对于日本“特拉斯时刻”的担忧。

➤ 相反，从全球再平衡的“经济账”来看，由于美国倾向于减少作为全球主导性大国的义务支出，收缩阵线、聚焦区域，其财政支出/赤字本应逐步相对应的减少。但**美国众议院近期通过的减税和支出法案，是对这种再平衡的直接挑战，也意味着全球政府债务供给将面临系统性的上升：**

➤ **减税和支持法案本身增加的赤字并不多。**根据美国国会预算办公室等的测算，众议院通过的减税法案支出本身将在未来十年增加 3.1 万亿美元的赤字（包含增加的利息）。值得注意的是这一测算没有考虑增加的关税收入。如果我们按 2024 年美国商品进口的规模 3.3 万亿美元测算，提高 10% 的关税税率可能带来约 3300 亿美元的关税收入（10 年就是 3.3 万亿美元），当然考虑到未来美国进口的萎缩，关税整体收入会低于上述测算，但无疑会明显缩减减税带来的赤字。

➤ **但更大的信号意义在于，特朗普政府完全没有主动降低政府赤字和债务的意愿。**而根据国会预算办公室的测算，不考虑减税和关税，未来十年美国年均增加的预算赤字仍在 2 万亿美元左右（2024 财年赤字规模是 1.8 万亿美元）。

➤ **需求的维度上，全球资金也面临着总量和结构性的压力。**而日本的债市算是“矿井里的金丝雀”：一方面，2021 年以来由于持续的低利率，日元的跨境融资规模大幅上升，已经超过 2008 年金融危机前，日元的利率和流动性情况对于全球的影响将是“釜底抽薪”式的；另一方面，从今年日本超长期国债的交易情况来看，传统的多头日本的保险和银行开始降低久期，反而是海外资金成为主要的净购买方。这也是为何市场越来越关注日本央行加息节奏和日本政府的支出冲

相关研究

1. 市场动态点评：港股的定位或因地缘政治改变-2025/05/21

2. 2025 年 4 月财政数据点评：财政靠前发力有哪些线索？-2025/05/20

3. 经济动态跟踪：降息的“弦外之音”-2025/05/20

4. 2025 年 4 月经济数据点评：关税颠簸下的宏观拼图-2025/05/19

5. 2025 年 4 月金融数据点评：4 月金融数据：三个不寻常信号-2025/05/14

动。除此之外，由于全球经贸和地缘格局的重构和动荡，非美资金的本土化和多元化配置需求也会进一步上升，客观上会增加美债市场的压力。

➤ **其次，我们再来进一步说说美债的市场供需错配问题。**

➤ 在上一部分我们已经阐述在美国目前的财政预算框架下，每年约 2 万亿美元的国债供给可能在所难免，**那么就是谁来接盘的问题。**

➤ 从美债的持有情况来看，我们大致可以分为四大主体：美联储、美国商业银行、美国居民部门（企业/家庭等）和海外资金。我们预计**海外资金依旧是当前最重要的稳定盘：**

➤ 美联储由于货币政策的原因，仍处于缩表和净卖出阶段。重启趋势性购买美债需要货币政策的调整和转向，**而就今年的情况看，除非出现市场危机性事件，美联储政策转变的可能性存疑。**

➤ 美国商业银行受到监管约束，对于美债的吸收能力有限。这也是为何今年财政部长贝森特多次强调要修改 SLR（补充杠杆率）规则的重要原因——通过调整美债的风险系数，释放银行购债的结构性空间。但空间也谈不上大，2020 年美国曾阶段性从 SLR 中豁免国债，美国银行滚动四个季度增持美债的最大规模约为 4380 亿美元。

➤ **美国居民部门的空间同样面临逆风。**一方面，疫情后居民的超额储蓄消耗殆尽，每年能增加的储蓄十分有限（远不及万亿）；另一方面，由于债务到期压力，美国企业的现金流情况也在持续恶化。此外，还要考虑当前美国居民和企业持有美债的占比，已经回到 21 世纪全球化加速之前阶段的水平。

➤ **外资可能更多是意愿问题，而不是空间问题。**一方面，近年来美国的贸易赤字居高不下，从去年底开始更是开始加速扩大，流到海外的美元规模持续增加；另一方面，外资持有的美债比例基本是稳中有降。

➤ **而影响外资意愿的核心因素，短期内是美国的贸易谈判和关税问题，中长期是美国债务的可持续性问题。**

➤ 我们始终认为**今年美国股债汇的“阵眼”在美债。**而在短期内，如果把我们将上述的“全球变局下的债券供需错配问题”具象化和聚焦化，在未来 1 至 2 个月内，**最重要的两条主线依旧是减税和“关税”（贸易）问题：**减税的进展直接影响未来美债供给的确定性，而关税谈判的进度则会影响对于美债增量外资需求的预期。而矛盾的集中点可能会在**6 月中下旬至 7 月初。**

➤ 我们把减税和关税问题的情景划分为四个情形：

➤ 情景①：减税法案顺利/超预期通过国会+关税谈判陷入僵局（美欧闹掰，美日也磕磕绊绊）：股债汇出现三杀的概率很大。美债方面，供需错配矛盾的预期最强，下跌压力最大；美元则可能在美元信用下降和关税冲击的双重打击贬值；再次情况下，美股是无法独善其身的。**这也是我们当前认为最有可能发生的。**

➤ 情景②：减税法案没有及时通过审议/赤字规模被调降+关税谈判陷入僵局。美债在经济滞胀预期和抛售担忧下继续面临压力，美元跟随贬值；而美股在滞胀情境和资金流出压力下难有表现。

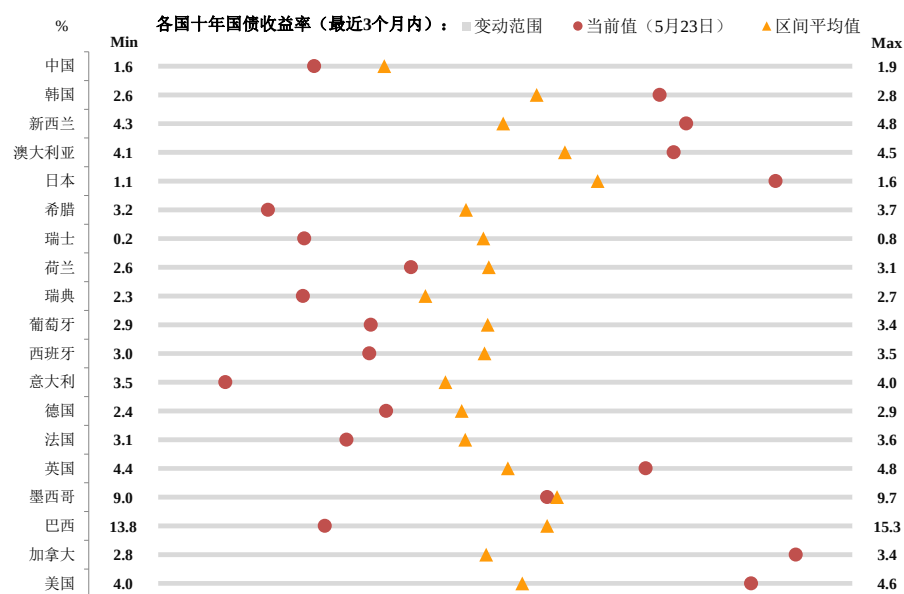
➤ 情景③：减税法案顺利/超预期通过国会+关税谈判取得明显进展（美日等达成协议，美欧谈判也有进展，尤其是在关税换美债购买方面）。经济改善预期和债务压力下依旧会有一定压力，但可控；而预期改善和关税冲击相对下降下，美元和美股企稳回升。

➤ 情景④：减税法案没有及时通过审议/赤字规模被调降+关税谈判取得明显进

展。美债的供需矛盾预期缓和，加上经济放缓预期有所升温，美债可能上升；而在关税冲击下降和宽松预期升温的影响下，美元可能陷入震荡，美股则可能企稳反弹。**不过这种情形我们认为最难发生。**

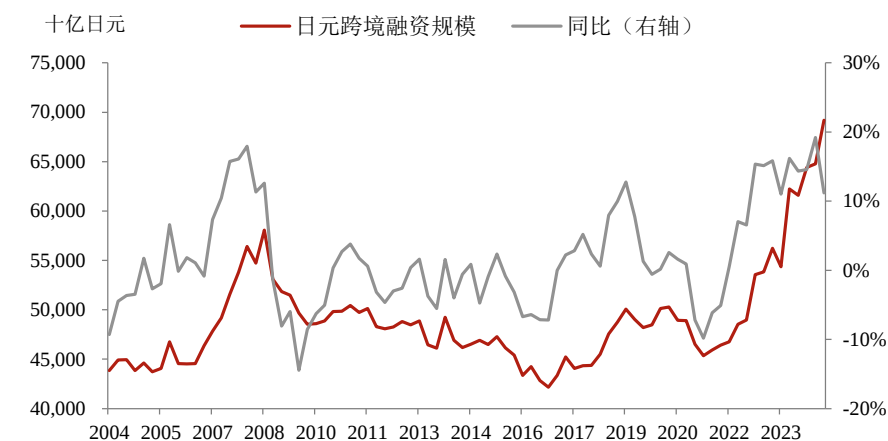
➤ **风险提示：**若减税大超预期，美国赤字继续大幅增加，那无论关税谈判如何，美债可能崩盘；如果关税谈判毫无结果，特朗普和非美经济体矛盾超预期激化，可能带来美债美元和美股的超预期抛售。

图1：全球主要经济体 10 年国债收益率的涨跌情况



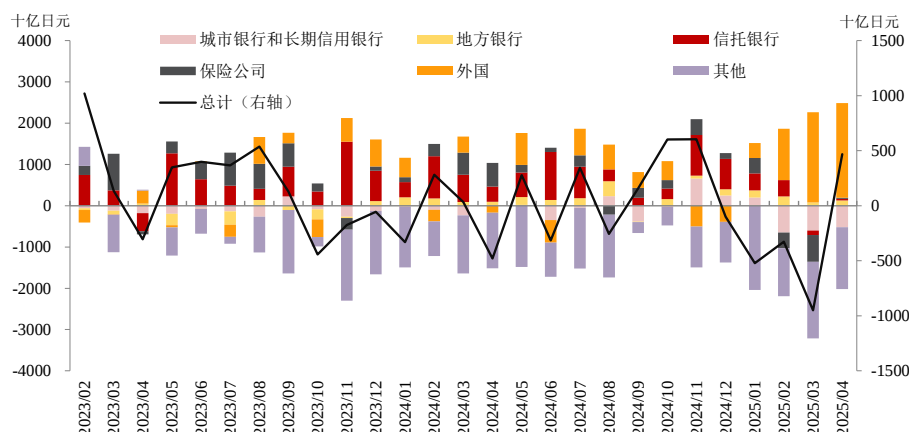
资料来源：彭博，民生证券研究院

图2：日元跨境融资规模在 2024 年底刷新历史新高



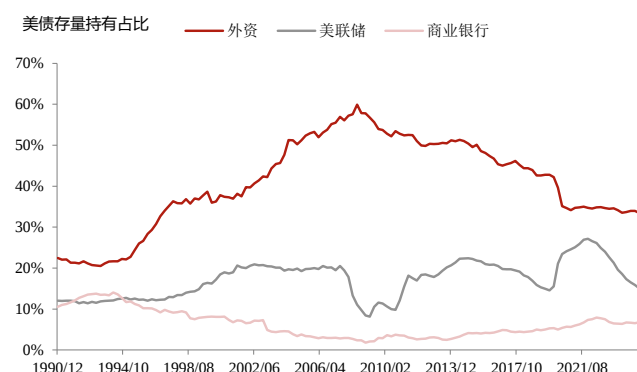
资料来源：BIS，民生证券研究院

图3：日本超长期国债不同主体的月度净交易规模



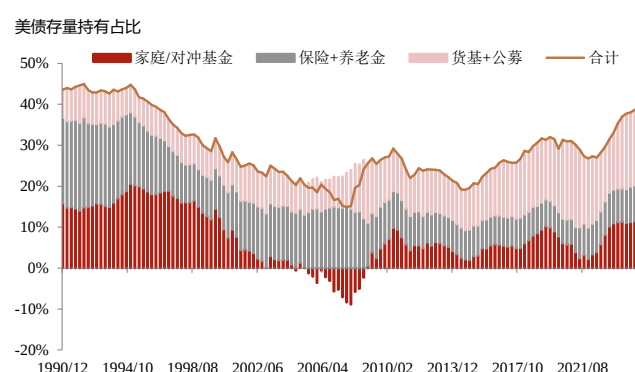
资料来源：彭博，民生证券研究院

图4：美债持有：美联储、外资和商业银行



资料来源：彭博，民生证券研究院

图5：美债持有：企业/家庭直接或间接持有



注：银行持有的部分应该也属于这个范畴，但由于不好细分，所以暂时未计入内。

资料来源：彭博，民生证券研究院

图6：减税和关税对于美债等资产的影响



注意：减税↑：7月4日前顺利通过国会审议，或者计划赤字规模小幅调增。减税↓：7月4日无法通过审议，或计划赤字规模调降。关税↑：7月8日协议成果有限，美欧闹掰、美日也磕磕绊绊。关税↓：7月8日美日等达成协议，美欧谈判也有进展（临时协议等）。

资料来源：中国政府网，白宫，CBO等，民生证券研究院绘制

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