

美国评级下调确认，变化可能在 8 月

——2025 美债跟踪系列二

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

2025 年 5 月 16 日，穆迪将美国主权信用评级从 Aaa 下调至 Aa1，评级展望从负面调整为稳定。

核心观点

■ 美国主权信用评级下调

穆迪下调美国主权信用评级，体现了美国财政债务基本面状况，这点或多或少已经在此前美债、美元、美股的调整中得到体现。在当前时间点，关税战从 4 月初单边的对抗转向 5 月阶段性缓和，宏观风险未消但是边际上收敛，我们倾向于认为评级下调更多体现的是对于这一基本面状况的确认——评级展望从“负面”调整为“稳定”。

■ 美债供给：待上限调整

财政扩张的目标明确，市场处在对于达到目标的路径进行博弈的阶段，短期财政政策仍面临两党博弈的掣肘。

平衡美国宏观账户的一个路径在于“扩张”财政赤字规模。展望未来，美国“债务上限”仍会阶段性地提升市场对于美债的“避险情绪”，观察美联储的货币政策行为可能是一个间接的窗口（8 月美国 Jackson Holl 年会）。

平衡美国宏观账户的另一个路径在于“提升”财政收入。中美发表经贸会谈联合声明为市场预留了 90 天的关税调整期，宏观市场情绪呈现出阶段性改善。但是美国对外高压的政策并没有完全扭转，需要关注的是再次背景下市场波动的再次反弹可能。

■ 美债需求：待联储转变

美债需求可以简单拆解为三个部分：（1）美国私人部门的资产负债表能否承接未来供给的增加，随着美债收益率曲线的陡峭化，降低了金融机构的再次错配风险，需求相对中性；（2）美国官方部门（主要是美联储）的资产负债表政策是否转向扩张，当前依然是收缩状态，但边际上再放缓，预计 8 月可能是观察窗口；（3）非美经济体对于美债的需求在潜在风险未消的状态下，我们预计海外的美债需求仍存在不稳定性。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融市场波动风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
美国主权信用评级下调.....	3
2011 年 8 月 5 日	3
2023 年 8 月 1 日	4
2025 年 5 月 16 日	5
供给：法案受阻，约束暂未放开.....	6
对内：减税法案遇阻	6
对外：大棒依然举起	8
需求：持仓扩张，结构继续转变.....	9
FED：继续缩表，框架待变.....	9
TIC：中国降低美债持仓	10
PBC：中国增加黄金持仓	11

图表

图 1：美联储基准利率和美元指数 单位：%，指数点	3
图 2：美欧经济预期差值和收益率曲线差值 单位：BP	3
图 3：美联储基准利率和美元指数 单位：%，指数点	4
图 4：美欧经济预期差值和收益率曲线差值 单位：BP	4
图 5：美国债务上限 单位：万亿美元	5
图 6：美国净储蓄和利息支出占比 单位：亿美元，%	5
图 7：美联储基准利率和美元指数 单位：%，指数点	5
图 8：美欧经济预期差值和收益率曲线差值 单位：BP	5
图 9：美国财政赤字和美元指数 单位：%，指数点	7
图 10：美国利息支出和美元指数 单位：%，指数点	7
图 11：美联储持券规模和增速 单位：%，百亿美元	7
图 12：美联储逆回购和 TGA 账户 单位：千亿美元	7
图 13：美国金融压力的 5 月缓和 单位：指数点	8
图 14：美国和非美金融压力对比 单位：指数点	8
图 15：美国各期限国债发行和财政赤字情况 单位：%GDP，十亿美元	9
图 16：投资者持有的美债结构 单位：万亿美元	10
图 17：TIC 资本流动和美债利率 单位：亿美元，%	10
图 18：出口和外储增速对比 单位：%YoY	11
图 19：外储增速和黄金储备增速对比 单位：%YoY	11
图 20：央行资产负债表结构 单位：万亿元	11
图 21：央行资产负债表结构年度变动 单位：万亿元	11

美国主权信用评级下调

5月16日收盘后，穆迪成为最后一家将美国主权信用评级从完美的AAA下调至Aa1的主要评级机构。我们对这三次评级下调做了简单的回顾。

表 1：美国主权信用评级下调

	机构	事件	理由
2011年8月5日	标普	将美国评级从AAA下调至AA+	欧债危机加深，债务上限谈判进展慢
2023年8月1日	惠誉	将美国评级从AAA下调至AA+	利率上行，债务付息成本压力激增，财政长期可持续性
2025年5月16日	穆迪	将美国评级从Aaa下调至Aa1	债务和利息支付比率大幅上升，预计财政进一步恶化

资料来源：华泰期货研究院

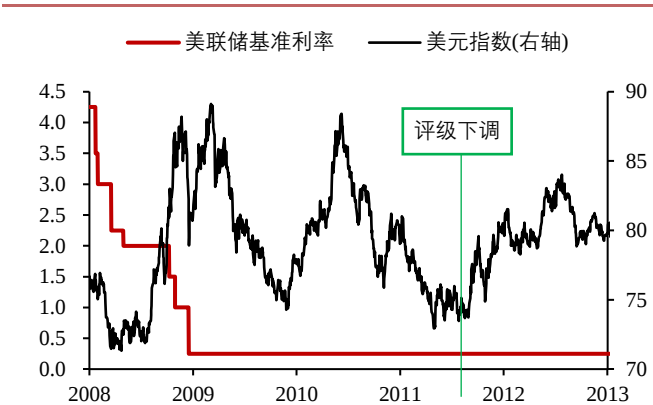
2011年8月5日

机构：标普

事件：将美国评级从AAA下调至AA+

背景：（1）欧债危机不断加深，市场对全球主权债务风险担忧上升；（2）美国中期债务状况不确定性上升，中期选举后国会分裂，财政议题分歧加大；（3）美国5月16日触及债务上限，两党直到8月2日实质违约前才达成一致，市场对美国债务违约风险的担忧上升。

图 1：美联储基准利率和美元指数 | 单位：% ， 指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：美欧经济预期差值和收益率曲线差值 | 单位：BP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

市场：(1) 美债先抑后扬，8月5日当天遭到抛售，十年期美债收益率上行10个基点，此后一个月内十年期美债收益率回落超过50个基点。(2) 美股短期回落，标普500指数在8月6日下跌超过7%，此后维持震荡。

影响：监管放松，降低美债抛售。在2011年8月之前，机构投资者只被允许持有Aaa级债券。而在2011年8月美国被标普下调信用评级后，美国SEC改变了监管规则，取消了对抵押品与信用评级直接挂钩的要求。与此同时，许多机构也修改了基金的投资规定，为美国国债专门设立了豁免条款。

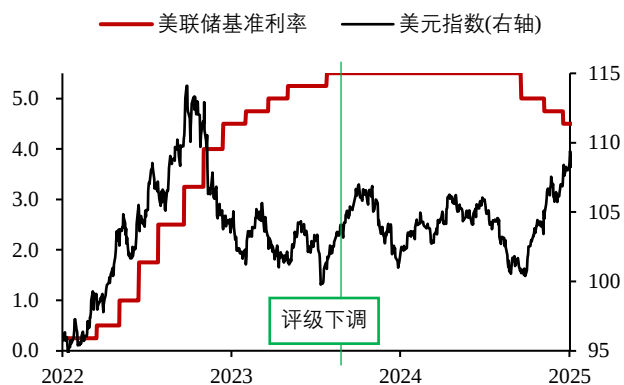
2023年8月1日

机构：惠誉

事件：将美国评级从AAA下调至AA+

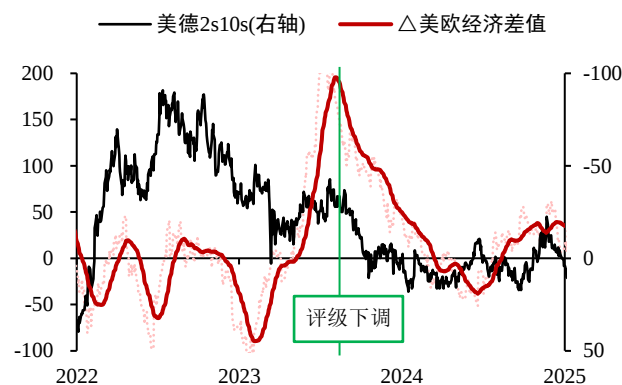
背景：(1) 美国联邦政府利息支付压力上升。疫情后美国加大财政刺激，在赤字不断扩张的同时，政府债务也快速膨胀，引起利率上行，债务付息成本压力开始显著上升。(2) 美国在2023年初再度触及债务上限，直至6月初才解决，提升美国财政长期可持续性的担忧。

图3：美联储基准利率和美元指数 | 单位：%，指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图4：美欧经济预期差值和收益率曲线差值 | 单位：BP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

市场：(1) 短期，美债收益率当日快速拉升，但美股全线回落。(2) 中期，美债、美股在此后一个月内延续跌势。

影响：美联储降息预期降温。受到美国联邦财政赤字持续走高、财政国债增发以及美国经济软着陆甚至不着陆的预期升温影响，市场降低美联储降息预期。

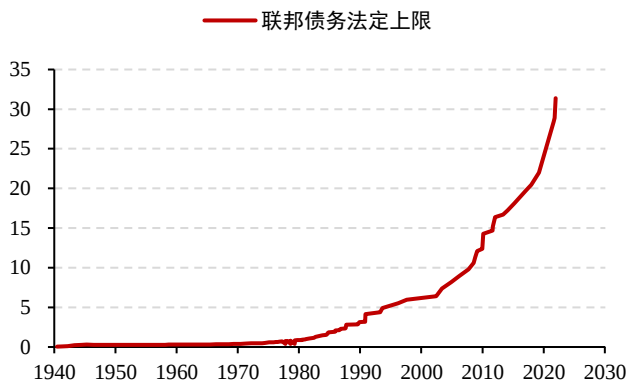
2025 年 5 月 16 日

机构：穆迪

事件：将美国评级从 Aaa 下调至 Aa1

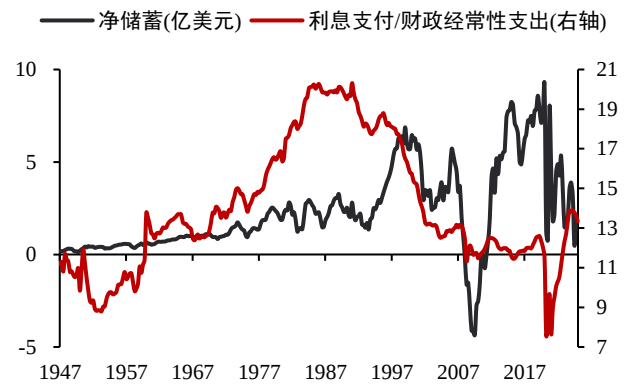
背景：（1）现实规模大。截止 2025 年美国债务和利息支付比率大幅上升，已经远高于同等评级的其他国家；（2）预期规模增。当前减税和支出法案通过的前景下，市场预期美国财政将进一步恶化，而关税战之下当前的经济优势不足以抵消财政指标的恶化。

图 5：美国债务上限 | 单位：万亿美元



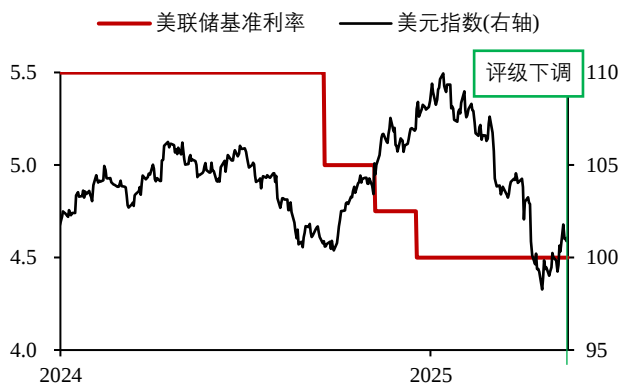
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：美国净储蓄和利息支出占比 | 单位：亿美元，%



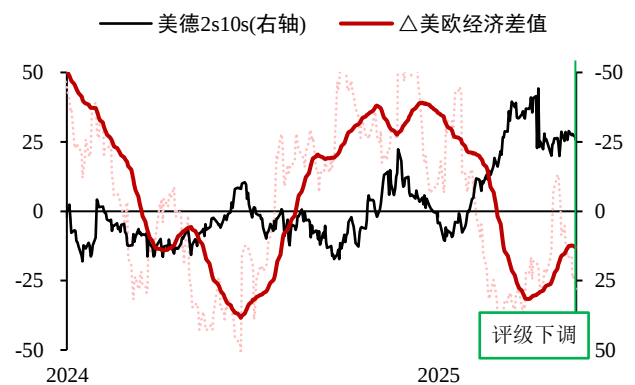
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：美联储基准利率和美元指数 | 单位：%，指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：美欧经济预期差值和收益率曲线差值 | 单位：BP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

市场：5 月 16 日消息公布后，美债短期扰动再现，十年期美债收益率一度上涨接近 4.5%。

供给：法案受阻，约束暂未放开

我们需要进一步拆分事件的影响。穆迪下调美国主权信用评级，体现了美国财政债务基本面状况，这点或多或少已经在此前美债、美元、美股的调整中得到体现。在当前时间点，关税战从4月初单边的对抗转向5月阶段性缓和，宏观风险未消但是边际上收敛，我们倾向于认为评级下调更多体现的是对于这一基本面状况的确认——评级展望从“负面”调整为“稳定”。

那么站在当下，未来对于宏观风险缓和带来扰动的主要因素：（1）从供给的角度来看，在美国财政赤字压力较大的情况下，美国国债再融资能否继续，涉及到年中美国债务上限约束问题。（2）从需求的角度来看，美国私人部门的资产负债表能否承接供给的增加、美国官方部门（主要是美联储）的资产负债表政策是否转向扩张以及非美经济体对于美债的需求是否改善。

对内：减税法案遇阻

穆迪的评级下调是对美国财政压力的反馈。美国财政部5月12日公布的数据显示，4月美国预算盈余达到2584亿美元，但本财年前七个月美国财政赤字仍高达1.05万亿美元，同比增长13%。在（1）医疗、利息等支出具有刚性；（2）高利率、高关税对于实体需求形成预期降低的影响下，美国财政有必要继续保持较高的支出增速，而这种高增速也将接近耗尽维持在联邦债务上限以内的能力（即“X”日美国财政部无法按时支付所有政府账单的日子）：

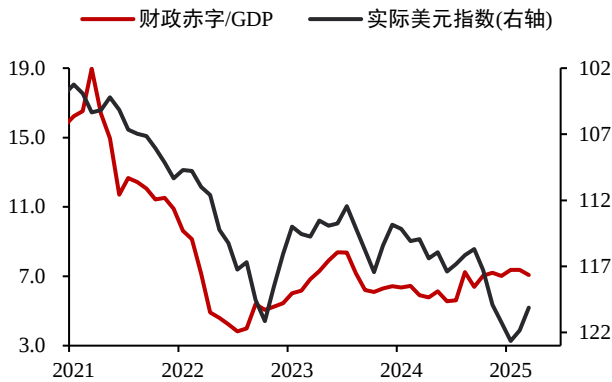
国会预算办公室主任 Phillip Swagel 表示，目前联邦收入与此前预测相符，表明财政部可能可以撑到夏末——8月或9月。

通过减税改善经济的活力，不仅是特朗普竞选的承诺，也是实体经济改善的必要选项。美国财政指向或通过提高债务上限进行对内减税，或债务上限约束难以达成通过对外征税实现财政“平衡”。目前看，财政扩张的目标明确，市场处在对于达到目标的路径进行博弈的阶段。对内来看，短期财政政策仍面临两党博弈的掣肘。

5月14日，众议院筹款委员会以26票对19票，正式通过了最新的税改立法草案。

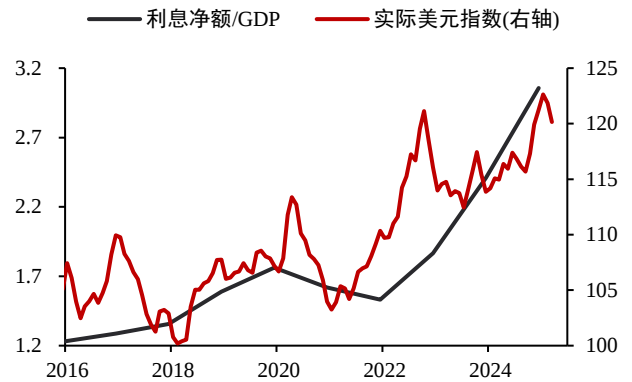
5月16日，据华尔街日报消息，美国众议院预算委员会中的财政鹰派成员于周五否决了一项旨在推进《一项宏大而美丽的法案》（One Big Beautiful Bill Act, OBBB）的关键投票，该法案涵盖了总统特朗普的立法议程。

图 9：美国财政赤字和美元指数 | 单位：%，指数点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

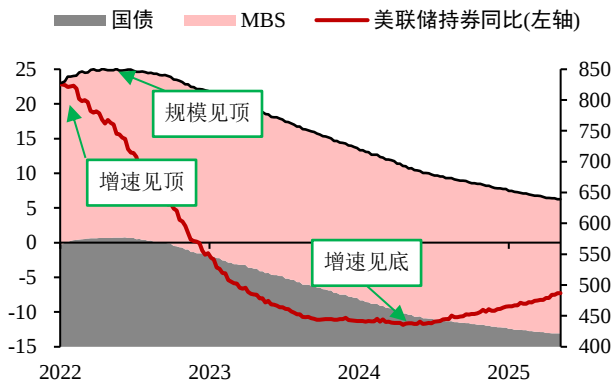
图 10：美国利息支出和美元指数 | 单位：%，指数点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

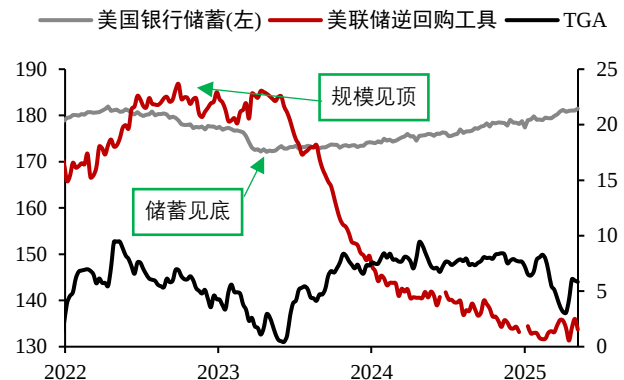
平衡美国宏观账户的一个路径在于“扩张”财政赤字规模。展望未来，我们认为尽管美国“债务上限”仍会阶段性地提升市场对于美债的“避险情绪”，但是观察美联储的货币政策行为可能是一个间接的窗口。5 月 15 日美联储主席鲍威尔在托马斯·劳巴赫研究会议上表示：美联储正在重新评估其货币政策框架的“关键部分”，包括对通胀目标的设定方式和所谓“就业缺口”的处理方法。实际利率走高不再是技术性波动，而可能是结构性变化的信号，预示着一个长期利率重心上移、通胀波动加剧的周期，正在替代昔日的“低通胀、低利率”秩序。美联储政策框架为应对“供给冲击”不得不进行再次调整，3 月的议息会议上美联储虽然维持利率不变，但是降低了 QT 的上线规模，边际上的转变已经开始，但是节奏仍需等待框架的明确（8 月美国 Jackson Holl 年会可能是观察窗口）。

图 11：美联储持券规模和增速 | 单位：%，百亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：美联储逆回购和 TGA 账户 | 单位：千亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

对外：大棒依然举起

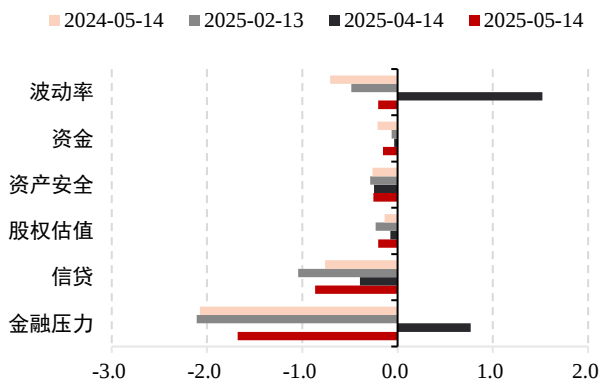
平衡美国宏观账户的另一个路径在于“提升”财政收入。5月12日，中美发表经贸会谈联合声明¹，调整当前的关税政策为“一取消一暂停一保留”，为市场预留了90天的关税调整期，宏观市场情绪呈现出阶段性改善。但是美国对外高压的政策并没有完全扭转，需要关注的是再次背景下市场波动的再次反弹可能：

5月13日-14日，美国财政部连续发布两轮制裁公告，指控相关企业及个人协助伊朗从事石油贸易及弹道导弹项目，并将中国大陆与香港地区的企业、个人和船舶列入“特别指定国民和被封锁人员名单”（SDN List）。

5月15日，美国商务部下属工业安全局公告显示，在世界任何地方使用华为昇腾芯片均违反美国出口管制。

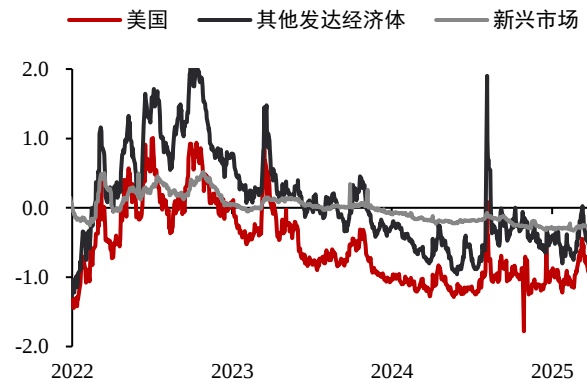
5月16日，据报道，美国国会共和党人提出的一项新法案计划对非公民向海外的所有汇款征收5%的税，将影响H-1B、F-1签证持有者和绿卡持有者。

图 13：美国金融压力的 5 月缓和 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 14：美国和非美金融压力对比 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

¹ 参见华泰期货专题报告《贸易战 2.0 系列三：从黄金走向人民币资产》

需求：持仓扩张，结构继续转变

美债需求的角度可以简单拆解为三个部分：

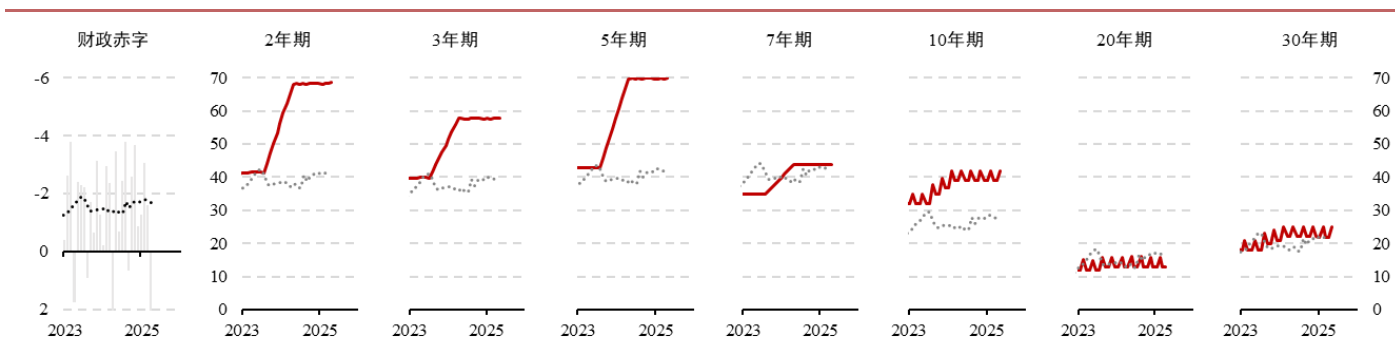
- (1) 美国私人部门的资产负债表能否承接未来供给的增加；
- (2) 美国官方部门（主要是美联储）的资产负债表政策是否转向扩张；
- (3) 以及非美经济体对于美债的需求是否改善。

FED：继续缩表，框架待变

美国财政再融资需要扩张²。自今年年初以来，债务上限已使债务管理者无法增加国债总供应量，迫使动用现金储备和所谓的“特殊会计措施”来履行支付义务。(1) 从到期情况来看，截至 2025 年 5 月，2025 年共有 8.3 万亿美元美国国债到期，对比 2024 年同期美债到期情况基本持平。(2) 从财政融资计划来看，美国财政部 4-6 月计划净发行债务 5140 亿美元，相较于此前公布的预期金额增加 3910 亿美元。

联储资产负债表政策的配合。美联储资产负债表规模的扩张和收缩形成了美元流动性的扩张和收缩，在美国政府部门收缩、私人部门扩张有限的情况下，美国对外的美元供给继续表现为收缩状态，在欧洲和中国的扩张预期下，形成流动性的供需错配压力将增强。而对于美国国内而言，资产负债表收缩带来的美元资产压力也在逐渐上升，未来需要密切关注的是随着压力的上升，美联储 QT 政策的结束甚至逆转（重新 QE）。

图 15：美国各期限国债发行和财政赤字情况 | 单位：%GDP，十亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

² 参见华泰期货专题报告《美联储系列十九：密切关注美联储 5-6 月的 QT 政策》和《2025 美债跟踪系列一：美债未来的三种情境》

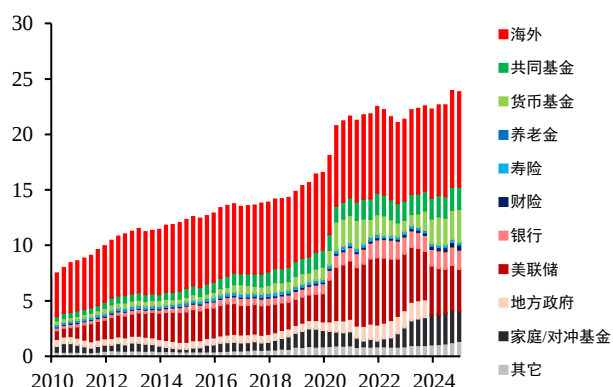
TIC：中国降低美债持仓

需求扩张，结构转变。5月16日，美国财政部报告显示，3月外国购买美债连续第二个月显著增长，创下新高。但是中国大陆3月所持美债下降189亿美元，至7654亿美元（较2月末减少189亿美元）；在英国3月所持美债增加290亿美元至7793亿美元的情况下，英国持仓量首次超越中国，晋升为全球第二大美债持有国，中国成为美债的第三大债主。

截止3月，即关税战之前，在美国前十大债权国中，仅中国和爱尔兰呈现减持态势，卢森堡持仓保持稳定不变，其余七国均不同幅度增持。

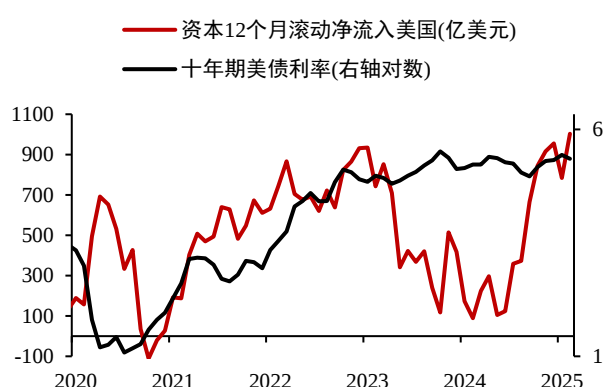
4月关税战引发的美元资产调整，加剧了美债需求的不确定性。受到保险机构在货币错配环境下的风险对冲影响（资本全球化形成的“本土融资+美元投资”模式下，中国台湾保险行业积累了高达7000亿美元的海外资产敞口），不仅仅新台币在5月2日、5月5日连续暴涨3%和4%，刷新1988年以来（37年）最大单日涨幅，其他亚洲货币也出现较大的升值压力。在潜在风险未消的状态下，我们预计海外的美债需求仍存在不稳定性。

图 16：投资者持有的美债结构 | 单位：万亿美元



数据来源：Bloomberg iFinD 华泰期货研究院

图 17：TIC 资本流动和美债利率 | 单位：亿美元，%



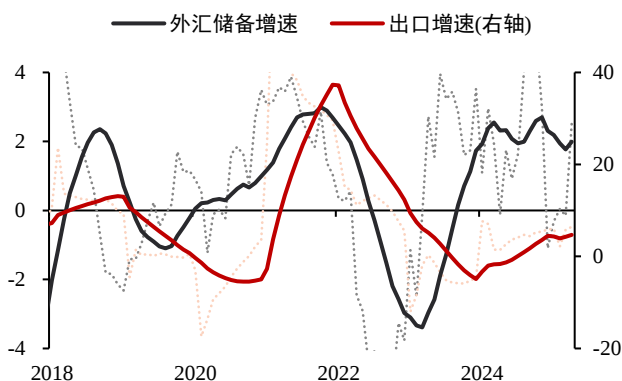
数据来源：Bloomberg iFinD 华泰期货研究院

PBC：中国增加黄金持仓

中国继续增加黄金储备。5月7日，国家外汇管理局发布的数据显示，截止4月末，中国外汇储备规模为32817亿美元，较3月末上升410亿美元，升幅为1.27%；中国黄金储备达到7377万盎司，环比增加7万盎司，为连续六个月增持黄金。在过去六个月中，中国央行持有的黄金增长近100万盎司，约合28吨。

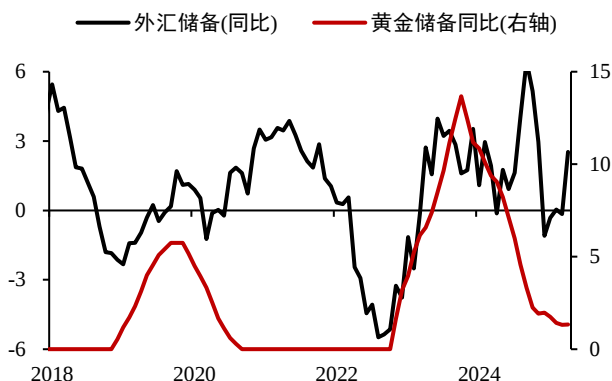
在中美脱钩的情况下，中国央行继续增加黄金储备，而长期来看，对应的央行资产结构仍在持续的变化过程中（见图19-20）。

图18：出口和外储增速对比 | 单位：%YoY



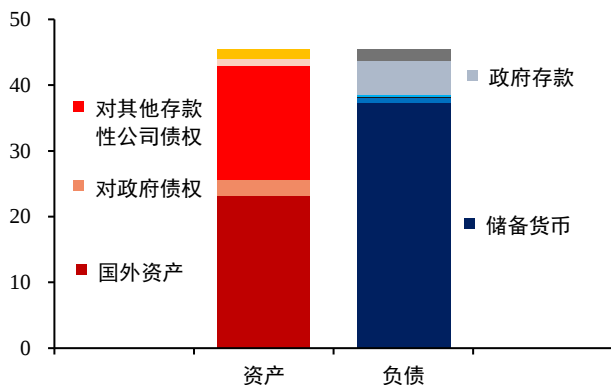
数据来源：Bloomberg iFinD 华泰期货研究院

图19：外储增速和黄金储备增速对比 | 单位：%YoY



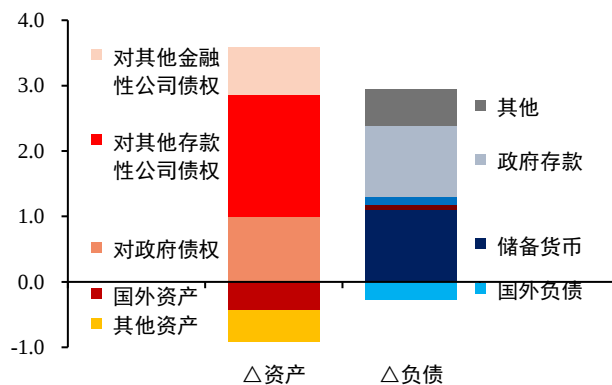
数据来源：Bloomberg iFinD 华泰期货研究院

图20：央行资产负债表结构 | 单位：万亿元



数据来源：Bloomberg iFinD 华泰期货研究院

图21：央行资产负债表结构年度变动 | 单位：万亿元



数据来源：Bloomberg iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com