



宏观经济点评报告

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

川式化债，越化越糟？

美股、美元、美国经济，均“让步”美债。川普认为短期弱美元可提振本土制造业出口，弱美股可实现财富再分配以缓解中下层债务压力，阶段性经济衰退则能倒逼美联储降息，为复苏积蓄动能。其民意基础源于选民对高通胀与高利率的不满，通过“排毒式”调整暴露泡沫问题，但需精准控制衰退程度以防危机失控。

美债高压因何而起？当前美债规模达 36.2 万亿美元，利息支出占财政支出 13%，利率飙升直接压制实体经济融资需求。川普在关税政策引发美债利率剧烈波动后紧急暂停行动，凸显化解付息压力与违约风险的紧迫性。财政边际紧缩与美联储独立性受损也可能成为影响其内外政策的矛盾。

“川式化债”动摇美债信用根基。通过勒索式“全球征税”提案以及美债“技术性违约”设想，叠加美联储独立性遭侵蚀，美债信誉风险骤升。市场以“股债汇三杀”回应，避险资金“弃美从金”，美元资产信用发生质变。

美债需求存长期隐患，但短期风险可控。尽管美债需求端结构暂时稳定，但若美元武器化持续，海外抛售或加剧。短期内美债替代品有限：黄金市场规模仅为 1.6%，高评级外币债收益率与流动性不足。川普虽对外极限施压，但为避免动摇美元霸权，发动金融战动机较低，短期风险仍可控。

风险提示

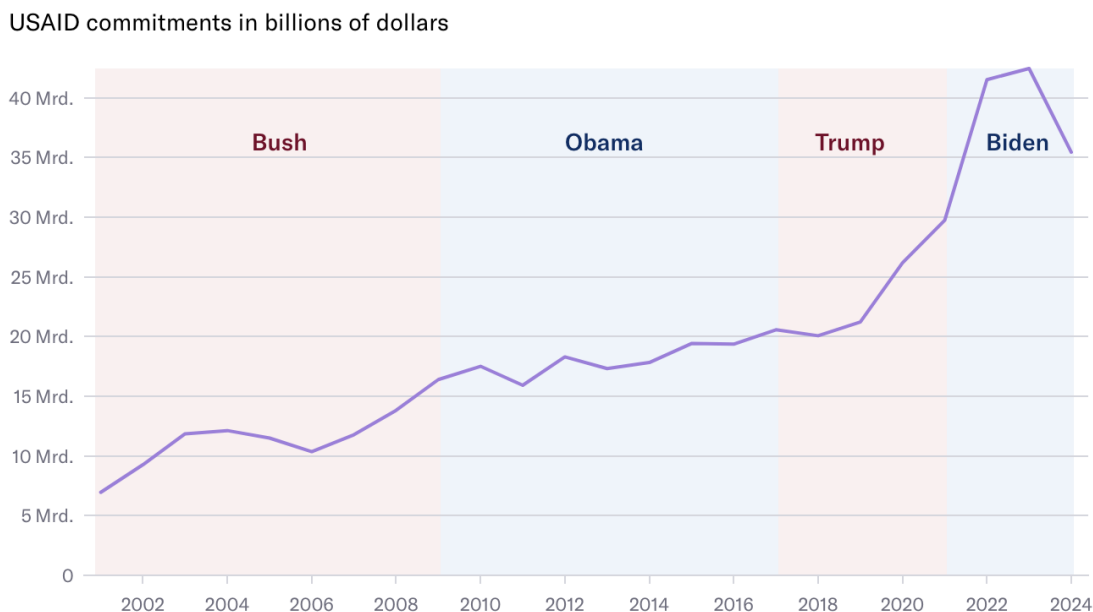
美国超预期关税引发贸易伙伴强烈反制，引发贸易战升级；美国内部政府效率改革超预期，淡化市场对美债的担忧。



川普自上任后，工作重心始终是“化债”。为了回应选民削减财政赤字的承诺，对内他任命马斯克对各部门进行审计以节省内部支出，史无前例地触碰了医保、社保、军费等传统改革禁区，对外他撤销了拜登时期大肆挥霍资金的国际开发署（USAID，拜登四年共花费约 2400 亿美元¹），并积极调停俄乌战争。甚至，还以公开“兜售”美国绿卡和向全世界发动关税战的方式，来谋求额外的经济利益。

回顾来看，川普“百日维新”的核心方向是避免美债违约。也只有这样，才能如贝森特 4 月底在 IMF 演讲题目所言——“捍卫美元体系”²。

图表 1：美国历届总统国际开发署预算支出统计（\$blns）



来源：Foreign Assistance，国金证券研究所

一、弱美元、弱美股、弱美国经济，都有其政治意义

对川普而言，弱美元、弱美股、弱美国经济，短期内均不足虑。

弱美元，有利于发挥美国本土制造业的竞争优势，降低商品出口的名义价格。弱美股，则是财富效应的“再分配”，让这一轮没有享受到美股上涨财富效应却承担了利率上行的债务负担和通胀上行的消费压力的中下层群体相对受益。阶段性的弱美国经济，也并非不可承受之重，美国在前期宽财政铺垫下经济已持续繁荣了两年有余，本身具备周期性走弱的动能。以经济衰退倒逼美联储降息，让中产家庭和中小企业修复资产负债表，也会为后续美国经济的复苏增添动力。

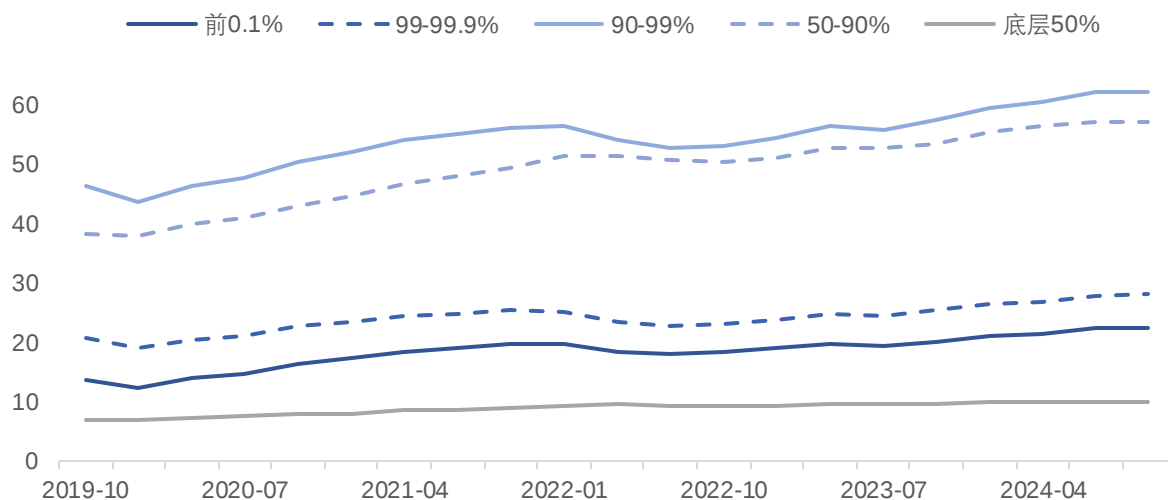
选民的支持与关注是川普手中另一件武器。去年川普之所以在摇摆州大获全胜，表面上是领袖魅力超过哈里斯，核心原因是选民向高通胀和高利率投下了反对票，而从当时关于经济议题的民调来看，选民更信任特朗普能处理好经济和通胀的事务。

¹ <https://www.nzz.ch/english/a-closer-look-at-usaid-how-the-us-spent-its-development-aid-ld.1871424>

² <https://news.qq.com/rain/a/20250424A00P0A00>

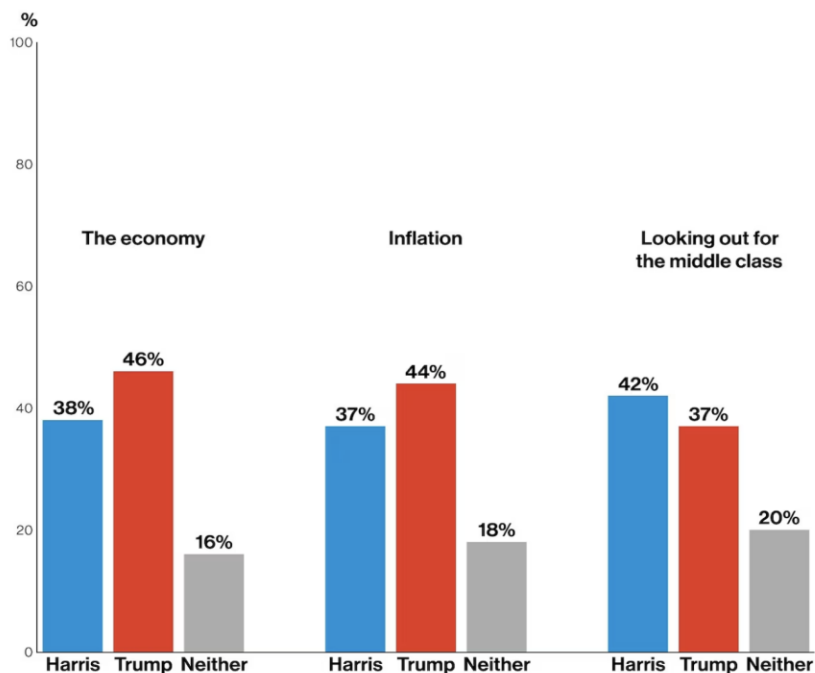


图表 2：美国各财富分位数家庭总资产变化 (\$Trillions)



来源：Federal Reserve Bank of ST. Louis, 国金证券研究所

图表 3：益普索调查：在“Trust on Economic Issues”问题上川普领先哈里斯



来源：ABC News, Ipsos poll, 国金证券研究所

因此，短期的经济衰退和美股调整，既是贝森特口中的“排毒”³，也是财政改革和去杠杆的必然代价。越早让泡沫破灭，暴露出来财政效率低下的问题，也能及时凝聚政治共识、推进改革，但关键是要把控好衰退的“火候”，要短期、要温和，否则金融危机和经济萧条都可能接踵而至。

从节奏上看，若财政紧缩下今年二、三季度美国发生衰退，年底经济逐步自发性恢复，届时利率、通胀都已回落，再叠加可能出台的减税政策，明年 11 月中期选举前美国经济和美股的表现或许能成为一个非常有利的铺垫。

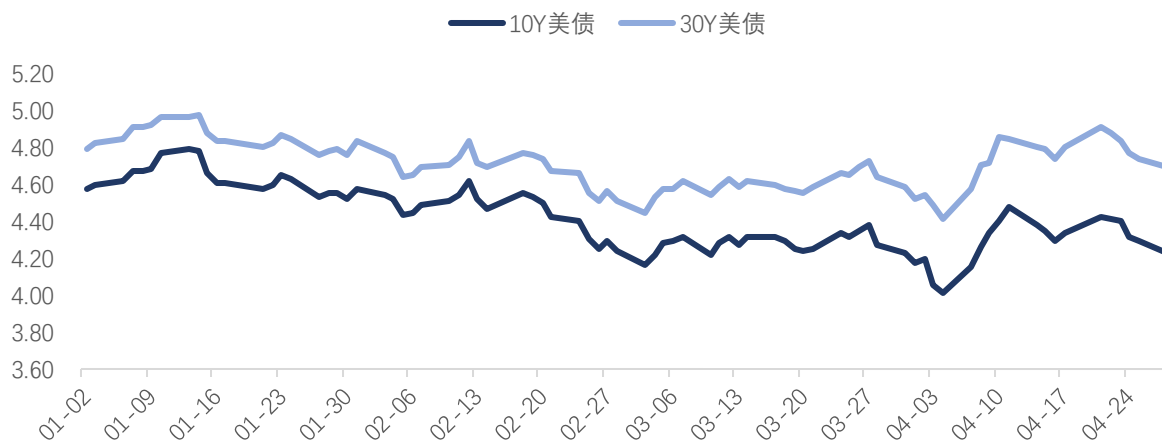
二、美债，是压在川普头顶的一座大山

³ <https://www.cnbc.com/2025/03/13/bessent-says-a-detox-period-for-the-economy-does-not-have-to-be-a-recession.html>



4月2日川普宣布对等关税后，市场对全球经济衰退的担忧加剧，10年期美债利率一度从4.3%迅速下行到3.9%。但之后的三个交易日内，10年期美债利率大幅跳涨了50多个基点，一度向上触及4.5%，30年期美债利率则触及5%。高利率对美国金融市场与实体经济的压制作用明显，高利率直接抑制实体融资需求，而硅谷银行倒闭的重要原因之一即是在高利率环境下发生流动性挤兑。因此，美债利率“V”型反弹真正触碰了特朗普的神经。

图表 4：4月初长端美债利率出现“V”型反弹



来源：Wind，国金证券研究所

截至4月25日，存续美债规模36.2万亿美元，加权平均票息率2.81%，均处于历史的高点。2024财年（2023.10-2024.09）美国政府利息支出达到8810亿美元，占财政支出13%，较2023财年上升2.3个百分点。2025财年上半年联邦政府支出3.57万亿美元⁴，较上年同期继续增长9.7个百分点。而马斯克的政府效率部（DOGE）削减支出的实际进度也始终偏慢，截止4月20日仅削减1600亿美元，与其1万亿美元的目标还相去甚远。⁵

由于财政支出边际削减并不顺利，如何避免美债违约，如何降低付息压力，是当前美国真正的痛点。这也解释了为什么在10年期美债利率三天大幅上行50个基点之后，川普便立即宣布将对等关税暂停90天。

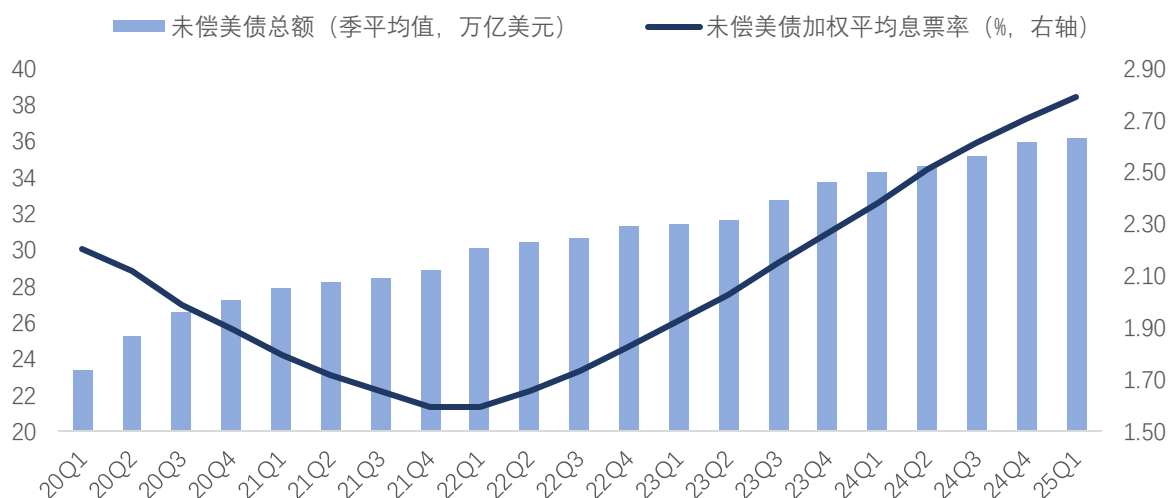
总之，川普执政百日里一切诉求都围绕美债：对内容忍美国经济衰退，接受美股“排毒式”下跌，甚至威胁更换联储主席，以此逼迫鲍威尔降息；对外，则举起关税大棒无差异讹诈，甚至在“违约式化债”的边缘疯狂试探。尽管特朗普的出发点是正确的，目标也很明确，但他为了达到目的所用的手段，可能加大了美债的信用风险。

⁴ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1829148250242143588&wfr=spider&for=pc>

⁵ <https://doqe.gov/savings>

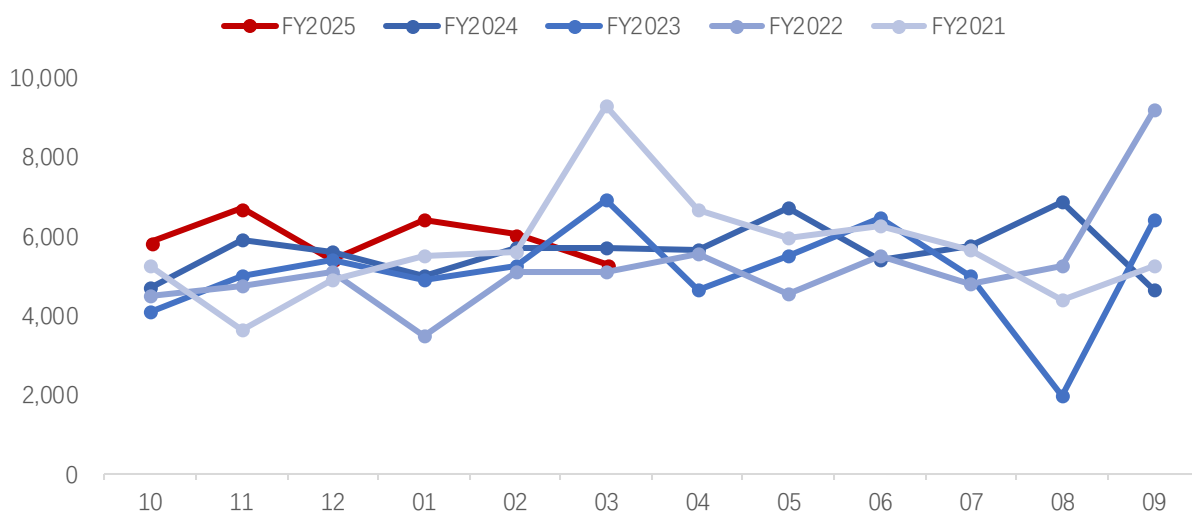


图表 5：存续美债规模与加权票息成本



来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表 6：美国历年月度财政支出（亿美元）



来源：Wind, 国金证券研究所

三、“川式化债”，正令美债信誉发生质变

美债本身是安全的，可一旦白宫释放出“违约式化债”的信号，就像打开了潘多拉的盒子，违约的阴影如同恶魔萦绕，想市场信心完全恢复如初，变得非常困难。

美国白宫经济顾问委员会主席 Steve Miran 近期演讲中，称美元和美债为美国为世界提供的“全球公共品”，赤裸裸地提出五项针对非美国国家的“建议”⁶：第一，单方面接受美国关税且不反击；第二，强制扩大美国商品进口；第三，增加国防开支并采购美国武器；第四，赴美建厂推动制造业回流；第五，直接向美国财政部“打钱”。其中的第五条建议，与其去年流传的“海湖庄园协议”里的化债思路一脉相承：通过“美元贬值+债务重组”，将短期美债置换为百年零息美债，使美债技术性违约。

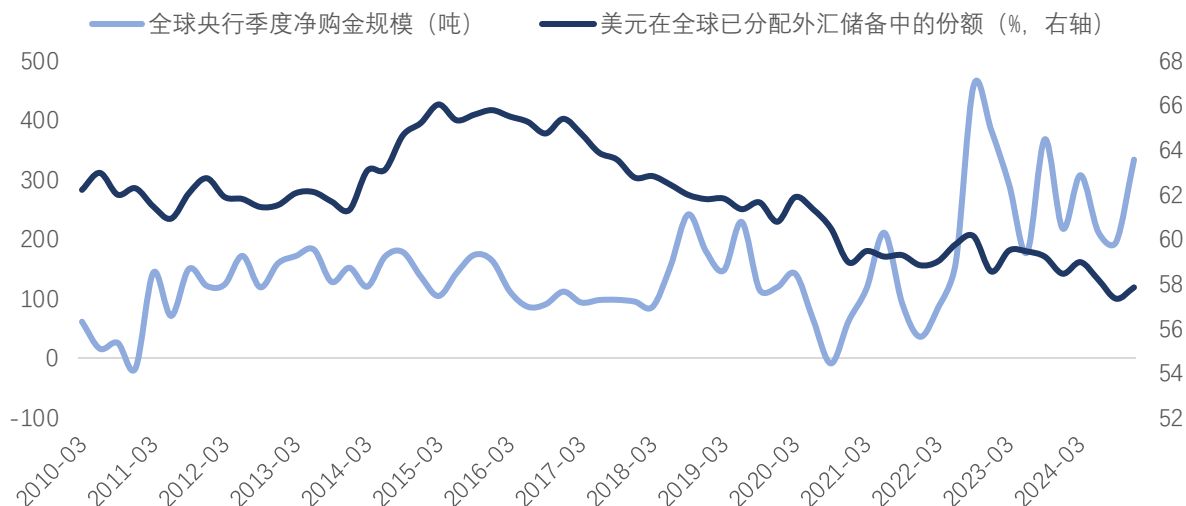
而美债违约并非空谈。2022 年俄乌冲突时，美国冻结俄罗斯外汇储备并挪用利息，已构成事实上的违约。这一事件也

⁶ <https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/2025/04/cea-chairman-steve-miran-hudson-institute-event-remarks/>



成为黄金暴涨的起点——各国央行清醒意识到，美债可能因政治理由被“上锁”，从而加速去美元化。若特朗普延续拜登政府对美债的“武器化”使用，黄金作为稀缺的避险资产上涨将无天花板。

图表 7：全球央行储备连续 10 年减持美元，2022 年后大幅增持黄金



来源：Wind, World Gold Council, 国金证券研究所

只要美国持续释放“向全球征收美元税”的信号，美债的信誉危机便难以化解。本质上，市场正在用脚投票：当“无风险”标签被撕下，美元体系的根基便开始了不可逆的侵蚀。

另一方面，特朗普数次威胁替换美联储主席鲍威尔，被市场认为是对美联储独立性的侵蚀。美联储独立性是美元国际地位的核心支柱之一，特朗普的干预行为打破了“央行独立决策”这一国际共识。

1972 年美国总统尼克松施压时任美联储主席伯恩斯施行扩张型货币政策，被视为 1970 年代大滞胀的开端⁷；2020 年全球公共卫生事件后，土耳其频繁撤换央行行长，引发里拉汇率几度崩盘⁸。此类先例让市场担心特朗普粗暴的干预行为会加速动摇美元长期信用的根基。

4 月 2 日“对等关税”落地后的四个交易日里，标普 500 指数暴跌 10%；10 年期美债利率则在 4 月 7 日之后的五个交易日内飙升 60 多个基点；美元指数于 4 月 11 日正式跌破 100 关口；4 月 10 日美元兑瑞郎单日暴跌超 3%更是历史罕见。“股债汇三杀”往往是流动性风险的信号，而这次流动性风险的源头是美元资产的风险溢价抬升。即使美元的信用风险仍然非常微小，但考虑到全球美元资产的庞大体量，一条微小的信用裂痕就足以引发警惕。

四、6 月并没有“6 万亿美债到期”，美债重在“需求侧”，短期风险尚可控

近期，市场传言“6 月将有 6 万亿美元美债集中到期，是去年全年总额的 6 倍”⁹，一度引发部分投资者担忧。然而这一传言并非真相，因为到期量中大部分是不断滚续发行的短债，滚续完成后继续作为短债存在。因此从到期分布图上看，未来临近时点的到期量显得更多，而过去时段的到期量更少。但拉长跨度来看，美债每年的到期存量是相对均匀的。

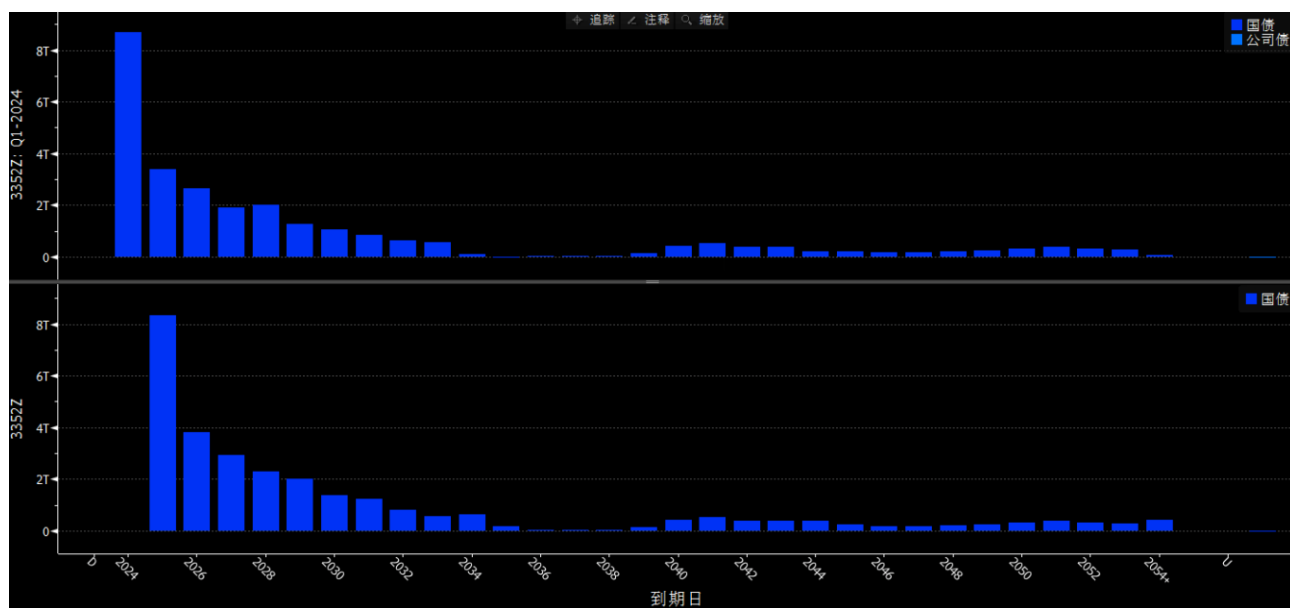
⁷ https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/jep_2006_abrams_how_richard_nixon.pdf

⁸ [https://en.wikipedia.org/wiki/Turkish_economic_crisis_\(2018%E2%80%93%E2%80%93current\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Turkish_economic_crisis_(2018%E2%80%93%E2%80%93current))

⁹ <https://x.com/Hnbhger17/status/1910230972634989028>



图表 8：2024Q1、2025Q1 时点下，美债到期分布情况（按年度，万亿美元）

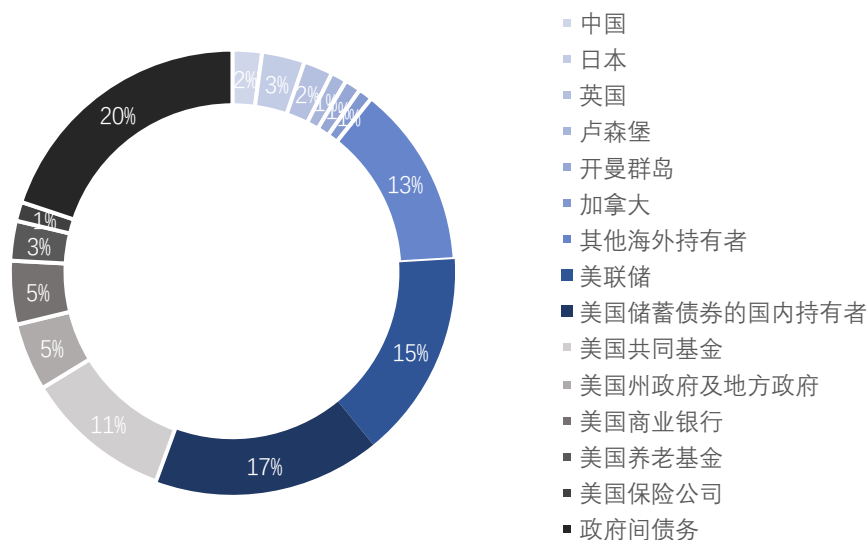


来源：Bloomberg，国金证券研究所

从供需角度来看，美债的风险更侧重于需求。由于美国短债的流动性相对较好，需求方是资金相对稳定的货币市场基金。美国长债的需求结构也相对稳定，截至 2024 年底，美联储、美国国内机构、海外投资者（含央行与金融机构）、政府间各自持有比例为 15%、41%、24%、20%。

尽管传统的美债持有者——美联储于中、日央行近年来减持美债，但美国国内机构成为主要承接方，阶段性稀释了抛售压力，但反映出市场对美元流动性的依赖加深。如果川普未来继续将美债和美元武器化，用于与各国进行威胁和博弈，海外美债的抛盘可能加剧。届时一旦美债需求不足，供给压力便会出现。

图表 9：美国联邦政府债务持有人结构 (%)



注：数据截止 2024 年 12 月

来源：金十数据，国金证券研究所

虽然美债长期需求可能下降，短期内这一风险尚且可控。

一方面，美债的替代资产暂时非常有限。



美债的一个潜在替代品是黄金，黄金同时具备天然避险属性和极高的流动性。但黄金市场体量相对有限，全球黄金市场过去十年总需求保持在 4500-5000 吨左右，按当前金价换算，存量黄金市场总规模不到 6000 亿美元，仅为存量美债市场的 1.6%。

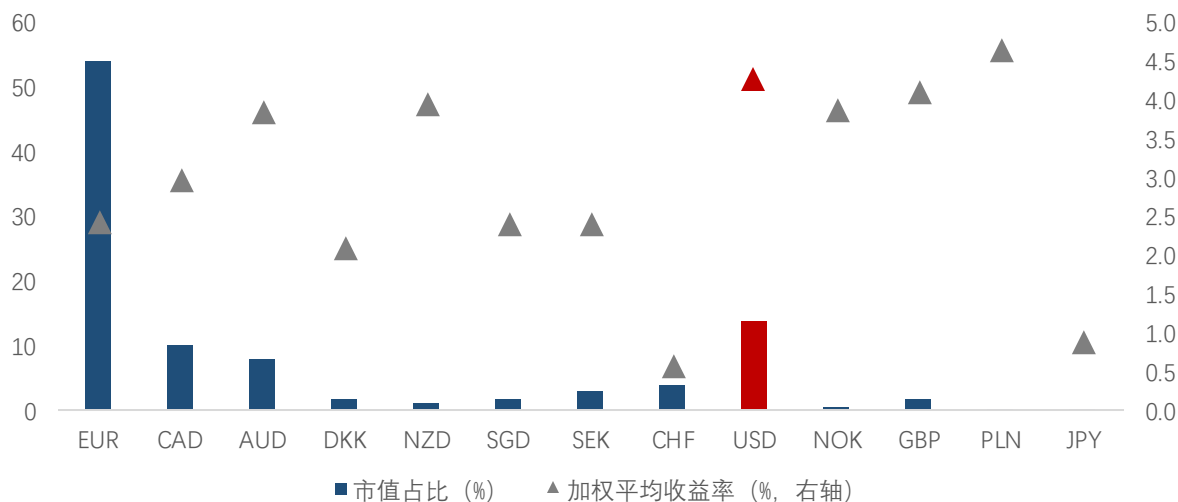
图表 10：全球黄金供需平衡表（吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
供给										
金矿产量	3362.4	3516.2	3580.6	3658.4	3605.0	3484.0	3572.8	3631.7	3644.1	3661.2
生产商净对冲	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-36.6	-5.4	-12.3	67.4	-56.8
回收金	1067.1	1232.1	1112.4	1131.7	1275.7	1293.1	1135.8	1136.3	1234.4	1370.0
黄金总供给	4442.3	4786.0	4667.4	4778.5	4886.9	4740.5	4703.2	4755.7	4945.9	4974.5
需求										
金饰制造	2479.3	2018.8	2257.3	2289.7	2151.8	1323.7	2230.8	2195.3	2191.0	2003.5
金饰消费	2459.5	2103.8	2240.5	2250.1	2126.6	1398.0	2148.1	2087.8	2110.6	1877.1
金饰库存	19.8	-85.0	16.8	39.6	25.2	-74.3	82.7	107.5	80.4	126.4
科技用金	338.0	329.4	339.4	341.7	332.7	309.0	337.2	314.8	305.2	326.1
电子行业	268.1	261.6	272.1	274.9	268.6	255.3	278.7	257.7	248.7	270.6
其他工业	51.4	50.1	51.0	51.5	50.1	41.9	47.1	46.8	47.1	46.5
牙科	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.4	8.9
黄金投资	967.4	1616.2	1315.0	1160.9	1274.7	1794.9	991.5	1112.5	945.5	1179.5
金条金币	1091.0	1073.1	1044.3	1090.7	871.1	902.3	1180.3	1222.1	1189.8	1186.3
金条	790.7	797.6	780.1	775.8	583.6	542.8	810.9	802.2	781.7	860.0
官方金币	224.3	207.9	188.1	241.9	220.7	290.4	284.4	320.9	293.5	201.0
奖章/仿制金币	76.0	67.7	76.1	73.0	66.8	69.1	84.9	98.9	114.6	125.2
黄金ETF及类似产品	-123.6	543.1	270.7	70.2	403.6	892.5	-188.8	-109.5	-244.2	-6.8
各国央行及官方机构	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1080.0	1050.8	1044.6
黄金需求	4364.2	4359.2	4290.2	4448.6	4364.5	3682.6	4009.6	4702.6	4492.5	4553.7
场外投资及其他	78.1	426.8	377.2	329.9	522.3	1057.9	693.6	53.1	453.4	420.7
黄金总需求	4442.3	4786.0	4667.4	4778.5	4886.9	4740.5	4703.2	4755.7	4945.9	4974.5
LBMA 金价 (US\$/oz)	1160.1	1250.8	1257.2	1268.5	1392.6	1769.6	1798.6	1800.1	1940.5	2386.2

来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, ICE Benchmark Administration, World Gold Council, 国金证券研究所

美债的另一个替代品是全球其他高评级政府债，但收益率和市场规模同样是短期内投资者难以回避的问题。彭博全球综合 Aaa 指数所跟踪的 4900 只高等级固定利率本币债券中，欧元、美元、加元、澳元计价债券分别占比 54%、14%、10%、8%，欧元债券占比超过一半。然而欧元债券当前市值加权平均收益率 2.4%，远低于美元债券的收益率 4.3%；收益率更高的港元债券（4.63%）市场体量又仅有 0.08%，承载力非常有限。因此从性价比来看，短期内投资者对美债的粘性或仍强。

图表 11：全球高等级债券市场规模与收益率综合“性价比”



来源：Bloomberg, 国金证券研究所



另一方面，川普将关税战转向金融战的可能性不大，或意味着美债冲击有顶。尽管特朗普对外采取极限施压的策略，但其核心诉求仍是谋求经济利益，并捍卫美元霸权体系和美债信用。从这一角度出发，对外加征关税是把美元和美债当成“拯救”对象，而金融战是把美元和美债当成“人质”推向风暴之眼，最终只会与其目的背道而驰。对于生平不好冒险和赌博的川普来说，发动金融战的动机非常有限。

风险提示

美国超预期关税引发贸易伙伴强烈反制，引发贸易战升级；美国内部政府效率改革超预期，淡化市场对美债的担忧。



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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