

美国的困局的历史案例

2025 年 04 月 28 日

➤ **虽然历史不会简单的重复，但却总会压中相同的韵脚。**华夏五千年的历史让我们总觉得当下似曾相识，所以“以史为鉴”的研究方法一直以来都刻在中国人民的基因里。投资研究中，以宏观和策略用得尤其多。因为金融和经济这类影响极大的社会学科无法使用自然科学常用的实验法。所以研究者，除了演绎法（就是推理），就只剩下历史比较这种归纳法（找规律）可以采用。

➤ 所以我们将开启一个新的报告系列《历史比较法之于美国困局——请回答 2025 系列报告》。我们将带着大家，由近及远讨论当下的美国困局有什么历史案例值得参考。第一篇就让我们把时间稍往回拨几年，初步得到的结论：**当下美国的困局≈2021 年开始的中国房企债务问题+2022 年英国财政信任危机。**

➤ 案例一：2021 年的中国房企债 VS 当前的美国信用债

回顾 2021 年的中国房企债务问题：长久以来的高周转运营模式，导致中国房企积累了巨额债务，压力上升导致部分企业破产倒闭只是时间问题。随着中国的地产需求大周期下行和监管收紧，房企杠杆空间持续收缩，部分房企的债务问题开始暴露。这一过程中，房企债券融资呈现出融资贵、融资难、短久期的鲜明特征。伴随政策持续加力，房企债整体融资状况边际改善，但这个过程是需要时间的。

美国的债务问题我们在上一个系列《美国不是例外》当中详细阐述过，目前已经开始逐渐出现类似 2021 年中国房企面临的融资贵、融资难、期限缩短的迹象。

➤ 案例二：2022 年的英国财政信任问题 VS 当前美国全球关税战带来的美元信任问题

回顾整场英国财政信任危机，有助于大家更直观地理解我们报告《无能为力的联储，被迫强势的鲍威尔》中的结论：美联储轻易不宽松，可能不仅仅是意愿的原因，更有“无能为力”的因素。因为在美元不被信任的时候，宽松只会加剧这种担忧，让长期的问题看起来更严重（汇率和债券利率短暂企稳后进一步下跌，且进一步的宽松只会造成货币当局“日本央行化”——外逃多少钱印多少钱，印多少钱外逃多少钱的恶性循环）。只有解决了不信任的源头（这次是特朗普的关税政策），联储才能使得上劲。

➤ **综合来看，我们认为当下美国的困局≈2021 年开始的中国房企债务问题+2022 年英国财政信任危机。**核心问题暂时是联储爱莫能助的，只有关税政策的反转才是中期美国股债市场真正企稳的 Trigger。而政策要妥协到什么程度，市场才会开始“买账”，最重要的是观察美元指数能企稳反弹。在看到这个核心路标之前，债务周期的拖累和明年中期选举的压力都会持续导致特朗普政策妥协。这次，时间是白宫的敌人。加速妥协才能“亡羊补牢，为时未晚”。但目前来看实质的妥协是慢于预期的。

➤ **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。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 林彦

执业证书：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

分析师 张云杰

执业证书：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

相关研究

1. 2025 年 3 月工业企业利润点评：一季度“收官”后的工业走向-2025/04/27
2. 2025 年 4 月政治局会议点评：政治局会议：从“底线”看“预案”-2025/04/25
3. “关税冲击下的中国”系列（一）：关税观察：外贸大省招几何？-2025/04/24
4. 经济动态跟踪：二季度出口：“抢转口”对冲几何？-2025/04/21
5. 2025 年 3 月财政数据点评：财政“一季报”成色几何？-2025/04/19

目录

1 案例一：2021 年的中国房企债 VS 当前的美国信用债.....	3
2 案例二：2022 年的英国财政信任问题 VS 当前美国全球关税战带来的美元信任问题.....	7
3 风险提示	11
插图目录	12

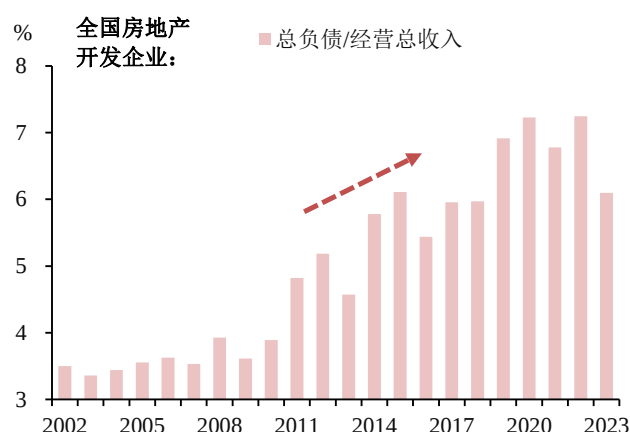
虽然历史不会简单的重复，但却总会压中相同的韵脚。华夏五千年的历史让我们总觉得当下似曾相识，所以“以史为鉴”的研究方法一直以来都刻在中国人民的基因里。投资研究中，以宏观和策略用得尤其多。因为金融和经济这类影响极大的社会学科无法使用自然科学常用的实验法。所以研究者，除了演绎法（就是推理），就只剩下历史比较这种归纳法（找规律）可以采用。

所以我们将开启一个新的报告系列《历史比较法之于美国困局——请回答2025 系列报告》。我们将带着大家，由近及远讨论当下的美国困局有什么历史案例值得参考。第一篇就让我们把时间稍往回拨几年，初步得到的结论：**当下美国的困局≈2021 年开始的中国房企债务问题+2022 年英国财政信任危机。**

1 案例一：2021 年的中国房企债 VS 当前的美国信用债

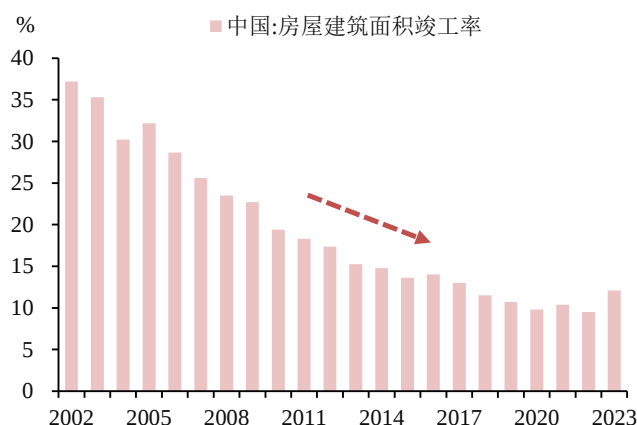
回顾 2021 年的中国房企债务问题：长久以来的高周转运营模式，导致中国房企积累了巨额债务，压力上升导致部分企业破产倒闭只是时间问题。高周转模式的房地产开发链条，体现为“筹措资金（含前期项目的预售资金）-拿地-开工-预售-施工-竣工-回款”。这一模式能够在房地产景气持续上行时期放大经营效益，但依赖于高财务杠杆和预售资金等支撑新项目的开发。这与美国这几年信用债带来的正反馈何其相似。指标上看，2022 年以前，房企负债收入比率长期趋于上行（利息覆盖倍数下行），而竣工率（竣工占总施工面积比重）持续走低。

图1：2022 年以前，房企负债收入比率长期趋于上行



资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：高周转模式的一大体现，在于竣工率持续走低

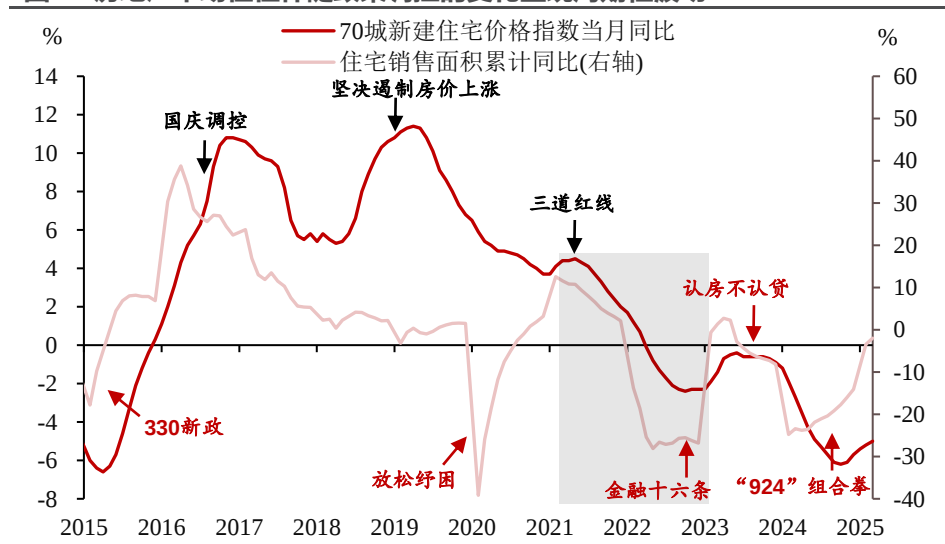


资料来源：iFind，民生证券研究院

随着中国的地产需求大周期下行和监管收紧，房企杠杆空间持续收缩，部分房企的债务问题开始暴露。

随着人口格局的转变，以及政策在融资端和需求端的调控落地，房企资金流压力明显加大。2021 年，“三道红线”政策开始全面实行，严格约束房企有息负债。房地产贷款集中度管理制度建立，对公贷款、个人按揭贷款明显收紧。再加上核心城市限购升级、公共卫生事件冲击，2021 年下半年起房地产销售景气快速回落。

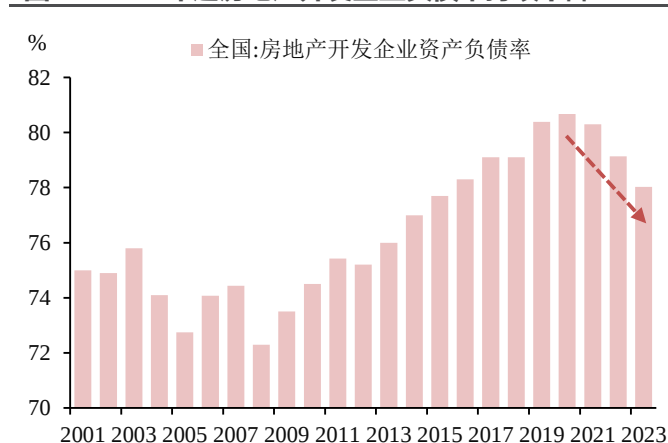
图3：房地产市场往往伴随政策调控的变化呈现周期性波动



资料来源：国务院、住建部、Wind，民生证券研究院

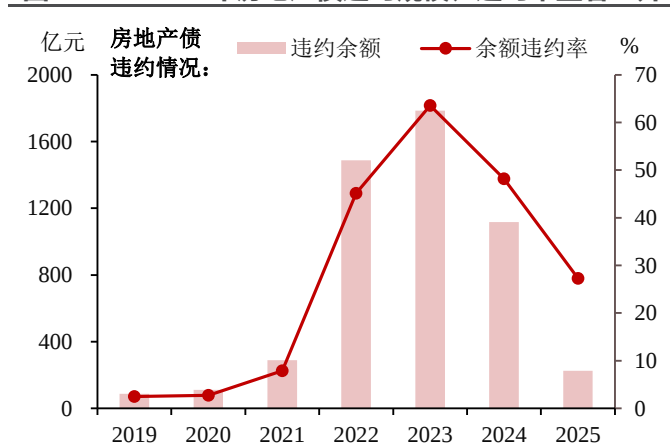
这就导致，尽管政策约束下房地产“降杠杆”取得成效、2021 年起房地产开发企业负债率持续下降，但房企债的违约规模、违约率等显著上升。

图4：2021 年起房地产开发企业负债率持续下降



资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：2021-23 年房地产债违约规模、违约率显著上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：2025 年数据截至 4 月 25 日

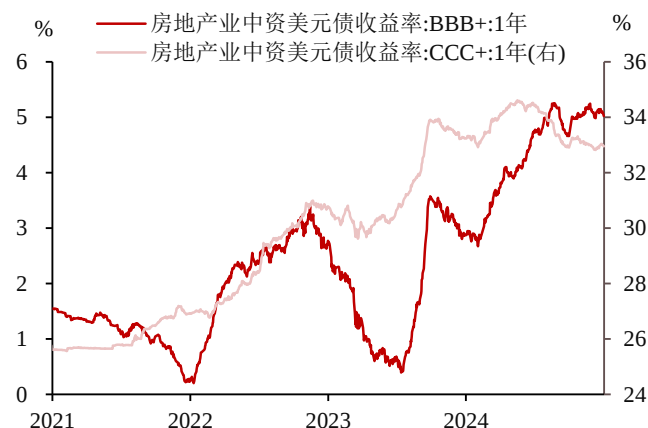
这一过程中，房企债券融资呈现出融资贵、融资难、短久期的鲜明特征。

一是融资贵，房企债利率大幅上行。随着房地产行业的流动性压力持续、违约

事件频频发生，房企债信用风险溢价抬升，2022年中资美元地产债利率大幅上行。

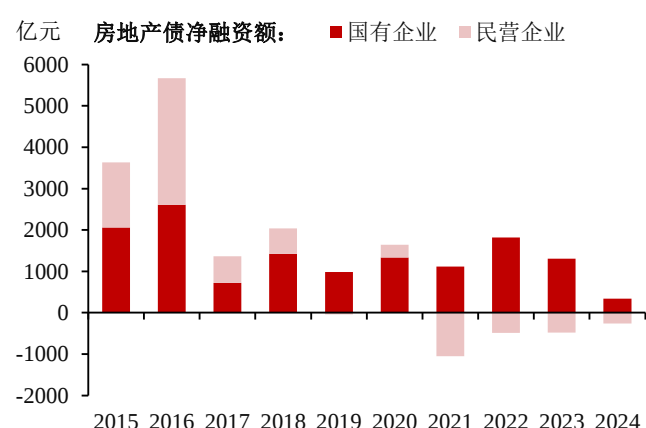
二是融资难，民营房企债券净融资持续为负。2021年以来，信用资质较好的国有房企债券融资较为稳健。相比之下，民营房企债券融资呈现较大收缩压力。

图6：2022年中资美元地产债利率大幅上行



资料来源：iFind，民生证券研究院

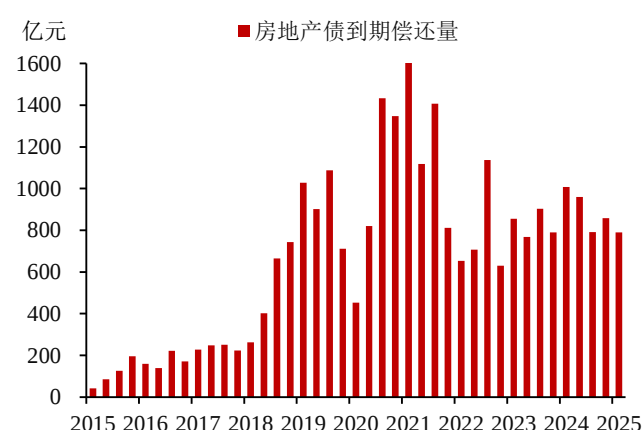
图7：2021年起民营房企债券净融资持续为负



资料来源：Wind，民生证券研究院

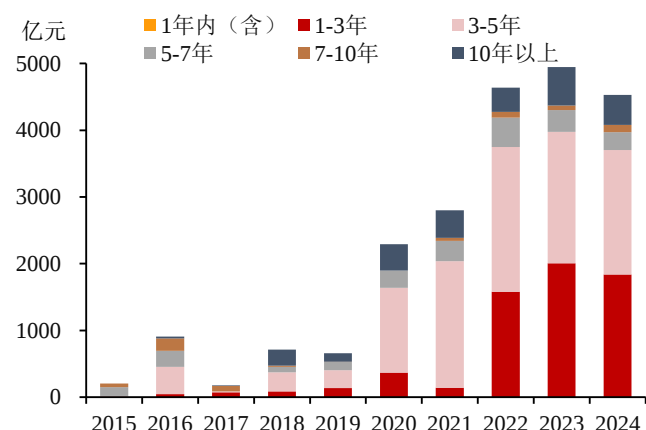
三是短久期，债务到期压力下，短期限的地产债发行占比提升。2022年起，房地产开发企业的信用债发行规模明显上升，发行期限缩短的特征也更加突出，其中1-3年期的比重较2021年大幅上升28.9个百分点至34%。伴随债务滚续，房企的短期融资诉求依然较强，2023年以来新发行的地产债中，1-3年期的占比进一步升至40%以上。

图8：近年来，房地产债到期压力持续处于较高水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：2022年起，地产债“短短久期”特征凸显



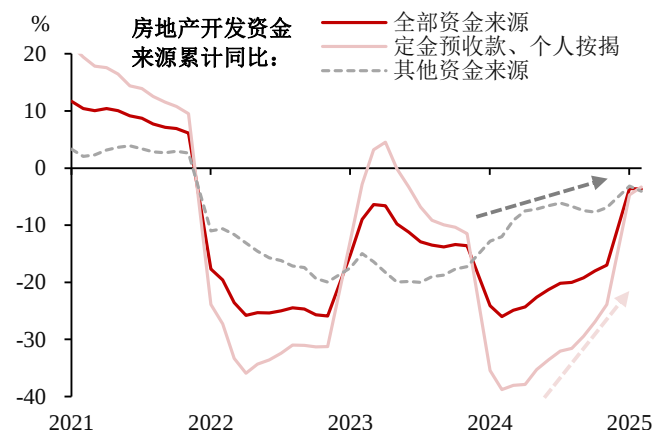
资料来源：Wind，民生证券研究院

伴随政策持续加力，房企债整体融资状况边际改善，但这个过程是需要时间的。

2023年以来，房地产支持性政策力度不断加大。具体看，“金融16条”、第二三支箭扩容、房地产融资协调机制建立、白名单扩围等，带动房地产开发资金

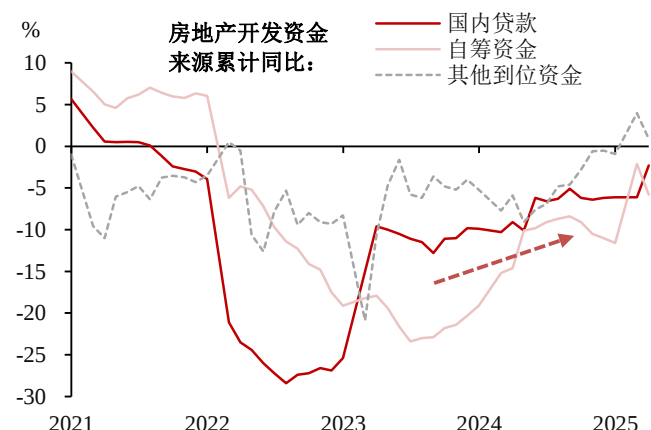
来源持续改善。尤其在去年“924”后，房地产销售景气明显回升。随着融资状况好转，较高信用等级的房企债利率稳中有降，违约率改善，信用利差亦出现收窄。

图10：政策加力带动房地产开发资金来源边际回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：房地产对公贷款、债券融资等均呈现改善



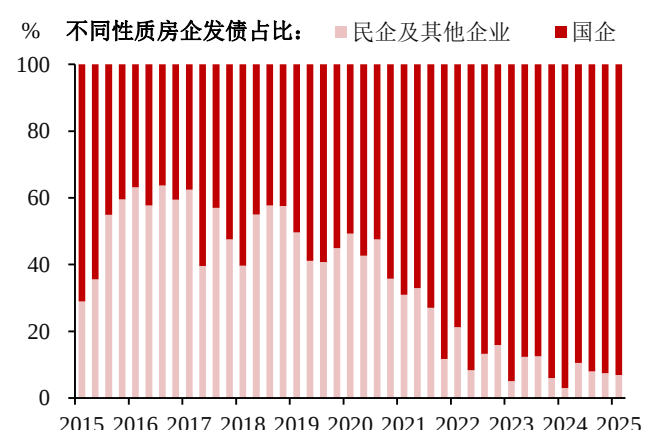
资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：境内房企债利率平稳，信用利差收窄



资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：民营房企的发债现状仍较“边缘化”



资料来源：Wind，民生证券研究院

美国的债务问题我们在上一个系列《美国不是例外》当中详细阐述过，目前已经开始逐渐出现类似2021年中国房企面临的融资贵、融资难、期限缩短的迹象。

债务周期的起因和尾声都是相似的。债务的超发让投机者尝到了甜头，正反馈的过程中“吹哨者”的声音是微不足道的。问题最后也都是以出清贪婪者的杠杆收尾的，没有捷径。所以美国信用债问题如果靠自己化解，将会是漫长且痛苦的。而以往美国赖以解决债务问题的“良方”——货币和财政政策也面临史无前例的约束。

2 案例二：2022 年的英国财政信任问题 VS 当前美国全球关税战带来的美元信任问题

现在市场对美元的不信任是我们进入“单极”世界格局后不常见的，我们在报告《关税疑云：交易逻辑与终局》第一次提到，这一轮的 Risk Off 交易谈不上经典，因为美元与美债利率出现了剪刀差。后面我们又在报告《无能为力的联储，被迫强势的鲍威尔》讨论过出现这种剪刀差的原因是市场对美元信任的下降。这就让最近一次发达国家货币出现信任问题——2022 年英国袖珍财政法案引发的英国股债汇三杀，更有回顾和比较的意义。

政策矛盾的起点

2022 年 9 月 23 日，英国新任首相特拉斯领导的政府推出“袖珍预算案”（Mini-Budget），核心内容包括大规模减税（约 450 亿英镑）和能源补贴计划（1500 亿英镑），旨在通过财政扩张刺激经济增长。然而，这些措施缺乏资金支持，需通过增发国债融资，导致市场对英国财政可持续性 & 通胀前景的担忧急剧升温。

政策逻辑的冲突

减税政策与英国央行加息抗通胀的目标形成直接矛盾。英国当时 CPI（2022 年 7 月）已升至 10.1%（40 年新高），而减税可能进一步推高需求侧通胀，迫使央行以更大幅度加息。市场对政府与央行政策协调性的信任崩塌，成为危机的导火索。

袖珍财政法案的冲击与资产走势

国债市场崩盘

收益率飙升：减税计划公布后，英国长期国债遭抛售，10 年期国债收益率从 2022 年 9 月 22 日的 3.63% 飙升至 9 月 27 日的 4.53%，30 年期收益率一度突破 5%，创 1998 年以来新高。

流动性危机：英国养老金因采用高杠杆的“负债驱动投资（LDI）”策略，需追加保证金，被迫抛售国债、股票等资产，形成“抛售→收益率上升→追加保证金”的死亡螺旋。

汇率与股市动荡

英镑闪崩：英镑兑美元汇率从 2022 年 9 月 22 日的 1.13 跌至 9 月 28 日的 1.07，创历史新低，单周贬值幅度达 4.7%。

股市重挫：富时 100 指数单周（2022 年 9 月 22 日-9 月 27 日）下跌 2.4%，房地产基金、金融股领跌。

图14：英国国债市场崩盘



资料来源：Wind，民生证券研究院

图15：英镑和股票市场大跌



资料来源：Wind，民生证券研究院

信用风险扩散

国际评级机构下调英国主权信用展望，国债风险溢价（CDS）飙升，市场担忧英国可能成为首个因政策失误引发主权债务危机的发达经济体。

图16：英国国债风险溢价（CDS）飙升



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

危机应对与政策反转

英国央行紧急干预

2022 年 9 月 28 日，英国央行宣布“无限量”购债计划，两周内买入 650 亿英镑长期国债以稳定市场，暂停原定的量化紧缩 (QT)。此举短期遏制了收益率飙升，但被批评为“财政赤字货币化” (MMT)，加剧通胀预期。

财政政策 180 度转向

2022 年 10 月 3 日，财政大臣夸西·科沃滕取消针对高收入者的 45% 所得税减税计划。2022 年 10 月 14 日，特拉斯解职科沃滕，任命杰里米·亨特为新财相。亨特宣布撤销几乎所有减税措施，缩减能源补贴规模，并计划通过加税和削减开支填补财政缺口。

市场逐步企稳

政策反转后，英镑汇率回升至 1.14 (2022 年 10 月 4 日)，国债收益率回落至 4% 以下，股市流动性恢复。2022 年 11 月 1 日，英国央行重启缩表，但承诺“有序”退出购债。

图17：政策反转后，国债收益率回落至 4% 以下



资料来源：Wind，民生证券研究院

图18：汇率稳步回升，股市流动性修复

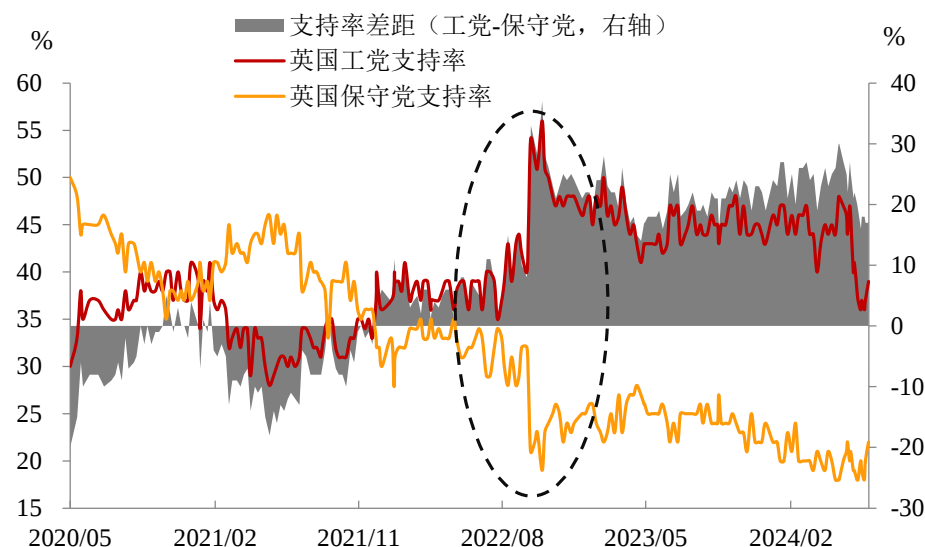


资料来源：Wind，民生证券研究院

危机余波与教训

特拉斯于 2022 年 10 月 25 日辞职，成为英国史上任期最短首相，保守党支持率暴跌至 20%，工党领先优势扩大至 36 个百分点。养老金 LDI 策略的最高杠杆率高达 7 倍，管理资产规模远超英国国债市场容量，凸显全球低利率环境下高杠杆金融工具的脆弱性。危机揭示了财政与货币政策冲突的破坏性。IMF 罕见公开批评英国政策，强调“无资金支持的减税”在通胀高企期不可持续。

图19：保守党支持率暴跌，工党领先优势飙升



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

回顾整场英国财政信任危机，有助于大家更直观地理解我们报告《无能为力的联储，被迫强势的鲍威尔》中的结论：美联储轻易不宽松，可能不仅仅是意愿的原因，更有“无能为力”的因素。因为在美元不被信任的时候，宽松只会加剧这种担忧，让长期的问题看起来更严重（汇率和债券利率短暂企稳后进一步下跌，且进一步的宽松只会造成货币当局“日本央行化”——外逃多少钱印多少钱，印多少钱外逃多少钱的恶性循环）。只有解决了不信任的源头（这次是特朗普的关税政策），联储才能使得上劲。

综合来看，我们认为当下美国的困局≈2021年开始的中国房企债务问题+2022年英国财政信任危机。核心问题暂时是联储爱莫能助的，只有关税政策的反转才是中期美国股债市场真正企稳的 Trigger。而政策要妥协到什么程度，市场才会开始“买账”，最重要的是观察美元指数能企稳反弹。在看到这个核心路标之前，债务周期的拖累和明年中期选举的压力都会持续导致特朗普政策妥协。这次，时间是白宫的敌人。加速妥协才能“亡羊补牢，为时未晚”。但目前来看实质的妥协是慢于预期的。

3 风险提示

1) **特朗普政策过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退**：关税大幅推高通胀、抑制需求的背景下，债务负担与货币紧缩的双重压力或推升美国经济“滞胀螺旋”；若特朗普未能及时妥协或美联储转向不及时，经济有陷入衰退的风险。

2) **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**：谨防关税超预期扩散导致全球供应链风险明显上升，贸易和经济增长大幅放缓的可能；且市场避险情绪激增或进一步导致流动性承压，放大资产价格波动。

插图目录

图 1: 2022 年以前, 房企负债收入比率长期趋于上行	3
图 2: 高周转模式的一大体现, 在于竣工率持续走低	3
图 3: 房地产市场往往伴随政策调控的变化呈现周期性波动	4
图 4: 2021 年起房地产开发企业负债率持续下降	4
图 5: 2021-23 年房地产债违约规模、违约率显著上升	4
图 6: 2022 年中资美元地产债利率大幅上行	5
图 7: 2021 年起民营房企债券净融资持续为负	5
图 8: 近年来, 房地产债到期压力持续处于较高水平	5
图 9: 2022 年起, 地产债“缩短久期”特征凸显	5
图 10: 政策加力带动房地产开发资金来源边际回升	6
图 11: 房地产对公贷款、债券融资等均呈现改善	6
图 12: 境内房企债利率平稳, 信用利差收窄	6
图 13: 民营房企的发债现状仍较“边缘化”	6
图 14: 英国国债市场崩盘	8
图 15: 英镑和股票市场大跌	8
图 16: 英国国债风险溢价 (CDS) 飙升	8
图 17: 政策反转后, 国债收益率回落至 4% 以下	9
图 18: 汇率稳步回升, 股市流动性修复	9
图 19: 保守党支持率暴跌, 工党领先优势飙升	10

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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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