

2025 年 04 月 18 日

证券研究报告 | 策略专题报告

美国“化债”为何会动摇美元的根基？

两轮关税周期下的美元异动之谜

分析师：刘芳

分析师登记编码：S0890524100002

电话：021-20321091

邮箱：liufang@cnhbstock.com

分析师：郝一凡

分析师登记编码：S0890524080002

电话：021-20321080

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《历史重现却未重演——两轮关税周期下的美元异动之谜》2025-04-10

投资要点

④市场前段时间对所谓“海湖庄园协议”（Mar-a-Lago Accord）极为关注，一是因为其理论源头为特朗普当前经济顾问委员会（CEA）主席 Stephen Miran 提出；二是“海湖庄园协议”中提出将关税作为谈判工具的相关主张，已经在特朗普今年反复无常的关税政策中得到验证。

④Stephen Miran 在 2024 年 11 月发布的报告《重构全球贸易体系使用指南》中提出：1、将外国持有的美国国债置换为 100 年期零息债券，这种操作被市场普遍视为变相违约。2、对外国官方持有的美国国债征收使用费（如扣留利息或附加费用），这同样违反契约承诺。3、效仿 1985 年《广场协议》，通过联合汇率干预推动美元贬值，影响了美元本身的独立性和稳定性。

④海湖庄园协议通过非常规手段解决美国经济困局的同时，动摇了美元信用的三大支柱：债务偿付可靠性、汇率稳定性和政治中立性。美债历来被视为“无风险资产”，其偿付信用是美元作为储备货币的重要支柱。随着美债置换重组的逐步演绎，美元从全球储备货币变为胁迫工具的担忧逐步升温，而这样饮鸩止渴的策略将加速美元霸权的衰落。

④**风险提示：**经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，地缘风险，海外经济衰退风险，外部政策不确定性风险。

内容目录

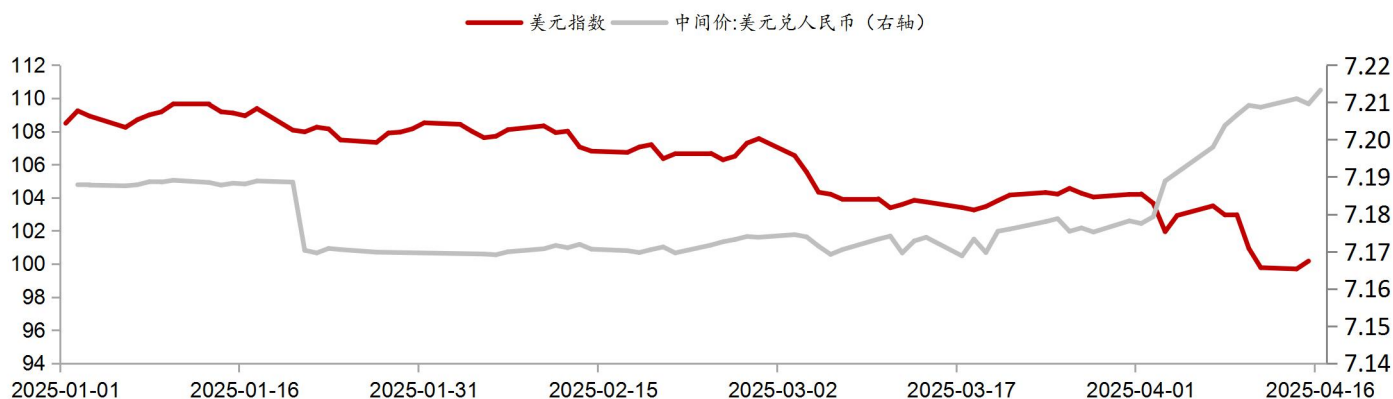
1. 美国政府当前财政赤字压力严峻.....	3
2. 美国“化债”为何会动摇美元的根基？	4
3. 风险提示.....	5

图表目录

图 1： 4 月以来美国关税政策频繁发布且多变，美元指数快速回落后维持弱势震荡.....	3
图 2： 美国财政赤字快速扩张，带动未偿还国债余额持续攀升.....	4
图 3： CBO 最新对未来财政赤字占 GDP 比重的预测.....	4
图 4： 加征关税理论上可为美国带来 7300 亿美元的财政收入（不考虑关税反制措施以及美元升值）	4
图 5： “海湖庄园协议”计划的框架.....	5

美元的长期走势主要受到美国与主要经济体的增长动能强弱、货币政策差别这些传统因素的影响。除此之外，美元作为全球储备货币，同样也受到全球资本配置偏好以及地缘政治风险溢价的影响。而在本轮关税浪潮下，为何这两个看似稳固的美元护城河也同步失效？当关税风暴席卷下，为何国际资本不再将美元视为避风港？美国因为政策短视性，动摇自身货币霸权的信用根基？

图 1：4 月以来美国关税政策频繁发布且多变，美元指数快速回落后维持弱势震荡



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，数据截至 2025 年 4 月 16 日

1. 美国政府当前财政赤字压力严峻

美国政府当前财政赤字压力严峻。根据 CNBC 的报道，预计将有近 3 万亿美元的美国债券在 2025 年到期，其中大部分为疫情期间发行的低息债券，而若以当前美债收益率进行展期滚动发行，融资成本将飙升，为美国政府带来较高的利息支出压力。根据 CBO 测算，2025 年公众持有债务占 GDP 比重预计将达到 100%，接近二战时期的历史高点，而在 2055 年会进一步升至 156%，其中利息支出占 GDP 比重将从 2025 年的 3.2% 增至 2035 年的 6.1%，这意味着联邦财政收入的 30% 将用于支付利息。

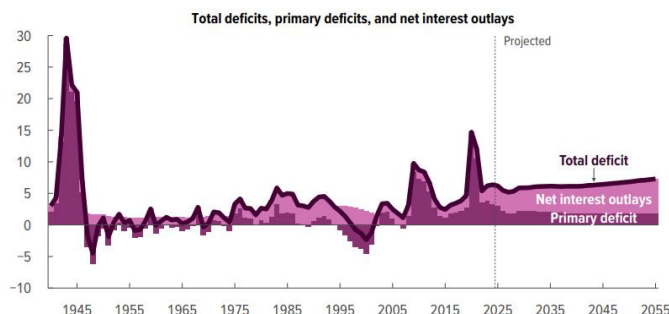
随着政府债务负担上升，长期也将拖累美国经济，进而影响美元信用：其一，债务展期成本上升迫使财政部加大短期国债发行，形成“借新还旧—利息攀升—再融资需求扩大”的螺旋；其二，随着政府债务水平的上升，其对私人投资的挤出效应将加速显现。其三，当前沉重的付息压力将占用联邦政府 30% 的财政支出，政府在其他方面的投资将会相应减少从而降低财政赤字的压力。没有一个国家债务可以无限扩张，当利息支出增速超过美国经济增速后，将对美国政府信用形成打击。

图 2：美国财政赤字快速扩张，带动未偿还国债余额持续攀升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

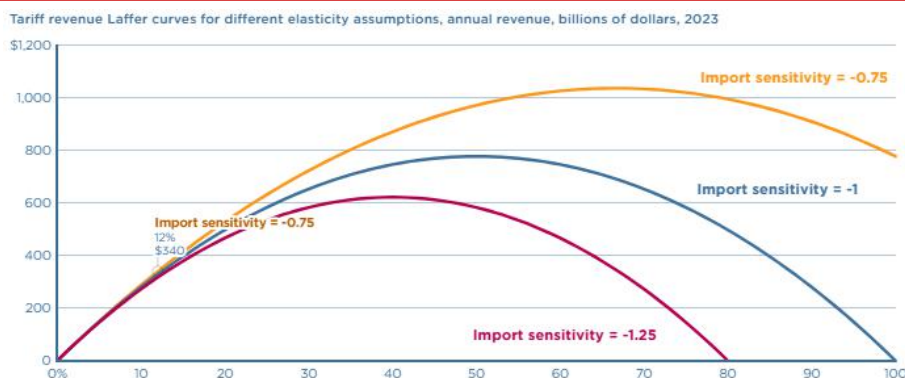
图 3：CBO 最新对未来财政赤字占 GDP 比重的预测



资料来源：CBO，华宝证券研究创新部

事实上本轮特朗普推出“对等关税”激进政策的根本动因之一，也是试图减少美国财政赤字危机。根据美国彼得森国际经济研究所在去年发布的报告，若不考虑关税反制及美元升值影响，特朗普对全球征收 10%、对中国征收 60% 的关税，将使政府财政收入每年增加 2250 亿美元，占 2023 年美国财政赤字的 12.7%。若特朗普将关税税率提高到 50%，关税收入最高可达 7300 亿美元，占 2023 年美国财政赤字的 41%。而特朗普上台后的其他举措包括政府官员喊话“10Y 美债收益率应自然回落”、对政府效率部（DOGE）的激进改革、削减对北约的军费支出等，其共同目标也是通过“开源节流”缓解美国债务压力。

图 4：加征关税理论上可为美国带来 7300 亿美元的财政收入（不考虑关税反制措施以及美元升值）



资料来源：PIIE，华宝证券研究创新部

2. 美国“化债”为何会动摇美元的根基？

而特朗普政府这场以关税为武器的豪赌，为何会成为撕裂美元霸权的基石？市场前段时间对所谓“海湖庄园协议”（Mar-a-Lago Accord）极为关注，一是因为其理论源头为特朗普当前经济顾问委员会（CEA）主席 Stephen Miran 提出；二是“海湖庄园协议”中提出将关税作为谈判工具的相关主张，已经在特朗普今年反复无常的关税政策中得到验证。

从 Stephen Miran 在 2024 年 11 月发布的报告《重构全球贸易体系使用指南》可以看出，他认为美国经济结构性失衡（制造业流失+贸易逆差）的根源在于美元作为全球流通货币的特殊地位引发的“特里芬难题”：一方面，为满足全球储备需求，美国必须通过持续贸易逆差向国

际市场输出美元；另一方面，为维持币值稳定美国政府又需发行大规模的国债回收美元流动性。这种机制形成了“贸易逆差扩大→国债增发→财政赤字扩大”的双赤字螺旋式扩张的恶性循环，长期积累将引发美元信用质疑。

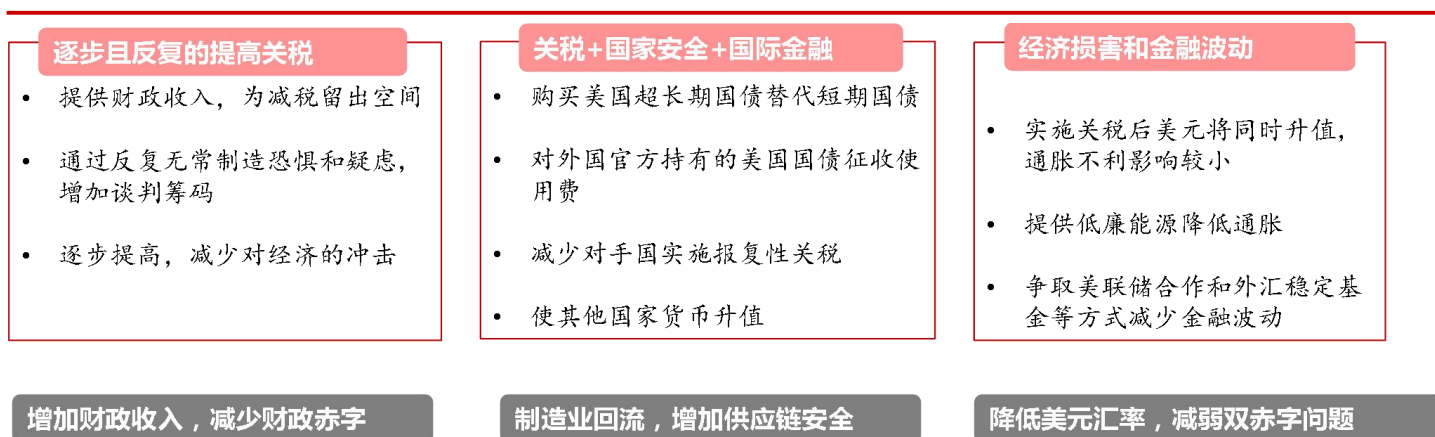
对此他主张分阶段施策：初期实施关税措施，改善贸易逆差并引导制造业回流，随后运用安全及金融威慑手段引导美元贬值，以修正结构性双赤字（贸易与财政赤字）。而为了引导美元贬值，报告提出：

1、将外国持有的美国国债置换为 100 年期零息债券，这种操作被市场普遍视为变相违约。传统美债的流动性、收益性和安全性是其作为“全球安全资产”的基石，而置换后的“世纪债券”既无利息又无法流通，相当于强制债权人承担长期债务贬值和流动性冻结风险。

2、对外国官方持有的美国国债征收使用费（如扣留利息或附加费用），这同样违反契约承诺。通过行政手段（如《国际紧急经济权力法》）征收使用费，将导致持有者的实际收益缩水，同时也违背了市场自由原则。若追溯适用已发行债券，相当于直接违反债券发行时的契约承诺，动摇投资者对美债偿付可靠性的信任。

3、效仿 1985 年《广场协议》，通过联合汇率干预推动美元贬值，影响了美元本身的独立性和稳定性。人为操纵汇率虽能短期提振出口，但会引发市场对货币主权信用的长期质疑以及美国政府干预市场的长期担忧。

图 5：“海湖庄园协议”计划的框架



资料来源：PIIE，华宝证券研究创新部

海湖庄园协议通过非常规手段解决美国经济困局的同时，动摇了美元信用的三大支柱：债务偿付可靠性、汇率稳定性和政治中立性。美债历来被视为“无风险资产”，其偿付信用是美元作为储备货币的重要支柱。随着美债置换重组的逐步演绎，美元从全球储备货币变为胁迫工具的担忧逐步升温，而这样饮鸩止渴的策略将加速美元霸权的衰落。

3. 风险提示

经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，地缘风险，海外经济衰退风险，外部政策不确定性风险。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。