

海外周报 20250413

美债抛售潮的原因：去美元化、流动性冲击与中期财政扩张

2025 年 04 月 13 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

研究助理 韦伟

执业证书：S0600124120012

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《一天一变的美国总统，如何衡量特朗普政策的不确定性？》

2025-04-10

《警惕关税带来的价格压力——3 月物价数据点评》

2025-04-10

■ **核心观点：**对美元资产信任的退潮、对流动性风险的担忧引致美债遭遇抛售潮，10 年美债利率本周飙升 50bps 至 4.5%，美元指数下破 100。本周公布的 3 月美国物价数据全面遇冷、消费者通胀预期则大幅飙升，但市场担忧的重点仍在于关税对通胀前景的高度不确定性。当前的价、量指标显示美元流动性尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产在二季度大概率延续震荡。

■ **大类资产：**流动性冲击与美元资产抛售潮下，美债、美元大跌，黄金价格上破 3200 美元/盎司。本周，关税政策冲击持续发酵，对美元资产的不信任加速了海外投资者对美元资产的抛售，美国遭遇股债汇“三杀”。全周（4 月 7 日至 11 日）来看，10 年美债利率自 3.99% 飙升至 4.49%，全周大涨 50bps，盘中一度突破 4.5%，2 年美债利率升 31bps 至 3.96%；美元指数跌 2.84% 收于 99.78，为 2022 年 4 月以来新低，全球主要货币均兑美元升值；美股在前半周延续下跌，后在特朗普暂缓对等关税 90 天消息后大幅拉升，标普 500、纳斯达克指数全周分别收涨 5.70%、7.29%。从驱动因素看，本周美债利率的罕见飙升来自两则“消息”，即美国可能会对海外投资者持有的美债利息收入征收 30% 利得税，以及日本银行正在抛售美债以止损。此外，有关对冲基金基差交易平仓、2025 年美债大规模到期等，也成为影响市场避险情绪、持续抛售美债的众多因素之一。我们认为，在当前市场避险情绪和流动性环境下，上述美债抛售潮的催化剂背后体现的是对美元资产信任的退潮、以及对流动性风险的担忧。尽管价、量指标显示当前的美元流动性冲击尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产震荡的余波在二季度大概率仍将延续。

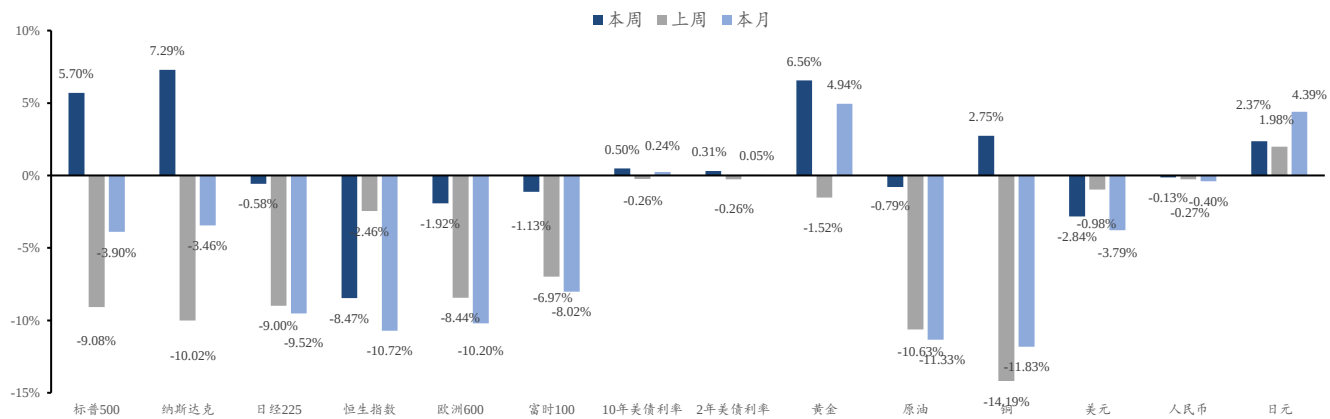
■ **海外经济：**3 月美国通胀数据大幅不及预期，但消费者通胀预期再度飙升，关税仍是主导通胀前景的核心因素。3 月美国 CPI 环比-0.1%，前值+0.2%，同比+2.4%，前值+2.8%，核心环比+0.1%，前值+0.2%，核心同比+2.8%，前值+3.1%，主要分项均大幅不及预期；其中核心商品转跌，核心服务中居住、交运服务均是显著拖累；周五公布的 3 月 PPI 同样大幅不及预期回落。4 月密歇根大学消费者信心指数初值 50.8，预期 53.8，前值 57；1 年期通胀预期初值 6.7%，预期 5.2%，前值 5.0%。三方面因素使得市场对本周全面遇冷的通胀数据反应平淡：①关税对核心商品的推升作用尚未显现，3 月核心商品环比-0.09%（剔除二手车后核心商品环比也仅-0.01%），低于 2 月的 0.22% 和 1 月的 0.28%，尽管对加、墨和中国关税以及钢、铝关税已于 3 月生效，但政策不确定性对居民消费需求下行的冲击暂时超过了关税对核心商品的潜在上行冲击；②超级核心通胀中高波动的酒店、机票、车险环比下跌，但其趋势不一定稳固；近期油价大跌拖累总体 CPI 增速，其下跌的可持续性同样存在不确定性；③4 月密歇根大学消费者通胀预期延续飙升，1 年期通胀预期升至 1981 年以来的新高。关税不确定性对通胀预期的推升仍主导了市场对未来通胀水平的担忧。向前看，在本轮美国居民需求下行、人民币贬值空间有限的情形下，关税对美国通胀的传导料将更难以被美国企业（美国 PPI）、人民币汇率和中国企业部门（中国 PPI）所分担，关税对美国通胀的冲击料将比 2018-19 年更大。本周波士顿联储主席柯林斯表示，预计高关税将推高通胀至 3%，纽约联储主席威廉姆斯则预计今年通胀将上升至 3.5%-4%。增长方面，截至 4 月 9 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 最新预测值为-2.4%，经黄金进口修正后的增速预测为-0.3%；截至 4 月 11 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q1 美国 GDP 预测值为+2.59%。

■ **海外财政与流动性：**3 月美国财政赤字意外大幅收窄；美国 2025 财年预算决议落地，财政宽松力度高于市场预期。本周，美国财政部发布了 3 月联邦政府收支数据。收入端，3 月联邦政府收入同比+10.7%，其中

关税收入同比+34.7%，年迄今同比+15.6%，2、3月分别加征的部分地区和商品关税的收入效应开始显现。支出端，3月联邦财政支出同比-7.1%，其中强制性支出中，3月医疗保险、收入保障、退伍军人和福利支出项目均同比大幅减少，是3月财政赤字收窄的主要因素之一。而与此同时，3月净利息支出仍同比+17.5%。从收支平衡看，3月当月赤字录得1605亿美元，相较去年同期的2363亿美元有较为显著的收缩。2025财年迄今联邦财政赤字累计录得1.31万亿美元，高于去年同期的1.06万亿美元，而其中出利息支出外的赤字累计0.82万亿美元，与去年同期的0.63万亿美元差距有所收敛。2025财年全年预算方面，4月10日，众议院通过了由参议院提出的2025财年并行预算决议，标志着两院就2025财年预算案基本达成一致，这也为后续财政收支相关立法（如推进减税）的“预算协调（reconciliation process）”程序奠定了基础。相较于2月参议院、众议院分别提出的预算决议，最终通过的预算案比预期更为宽松：收入端，在延长当前TCJA减税法案（减税3.8万亿美元）以外，还包括从财务委员会和其他委员会共计借款2万亿美元，累计在未来十年增加5.8万亿美元额外赤字；支出端，法案提出的未来十年削减支出规模仅40亿美元，远低于此前参、众两院的方案。加上1.1万亿美元利息支出，则新预算案下累计新增赤字6.9万亿美元。综合来看，**特朗普加征关税、裁员减支的“紧财政”效果在3月财政数据中已有所体现，但中长期美国财政扩张步伐仍在加快**，CRFB测算2034年美国净利息支出/GDP将达到4.6%，2035年存在平均利率R高于经济增速G的可能，即美国债务的可持续性仍面临长期挑战。

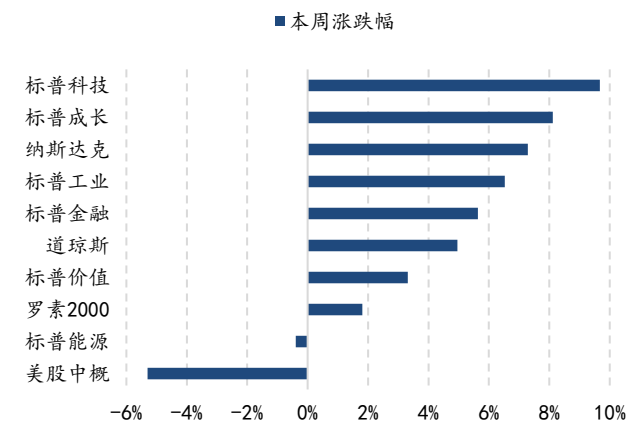
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1: 全球大类资产表现一览



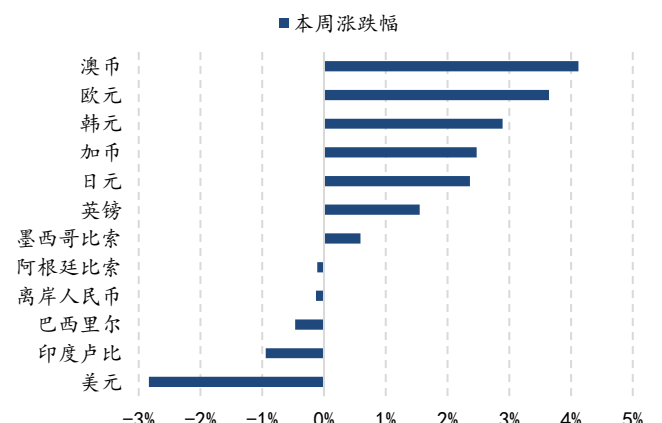
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 美债利率为绝对值变化, 其他为百分比变化幅度

图2: 美股大类和行业指数本周涨跌幅



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图3: 主要经济体汇率本周涨跌幅



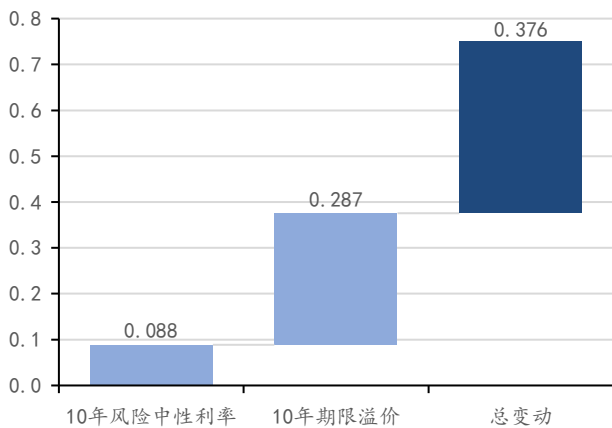
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图4: 10年、2年美债利率与利差



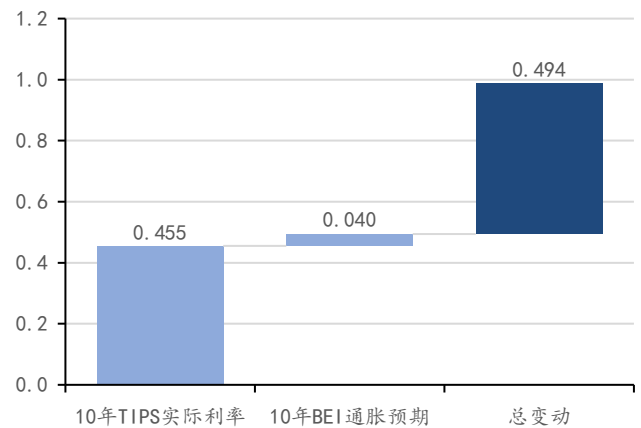
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(风险中性利率与期限溢价视角)



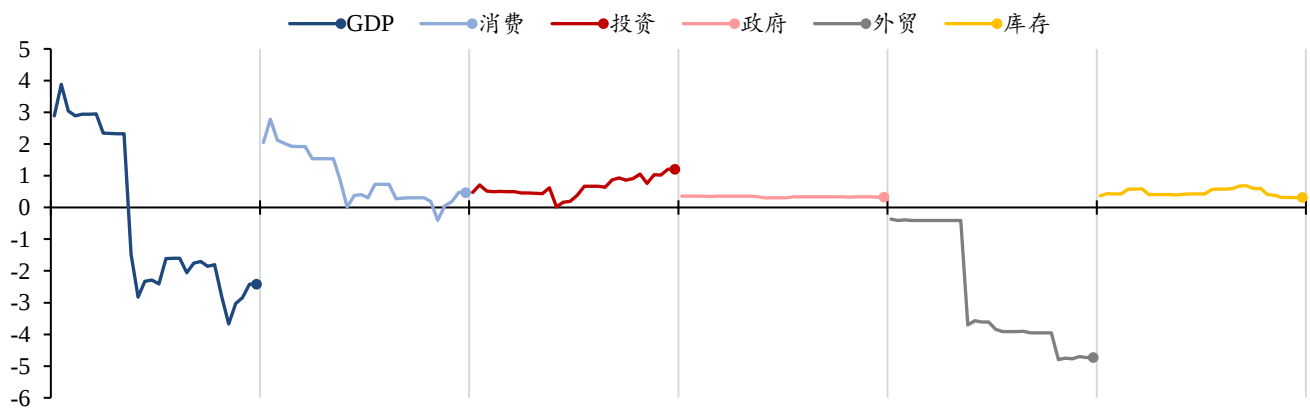
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图6: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(实际利率与通胀预期视角)



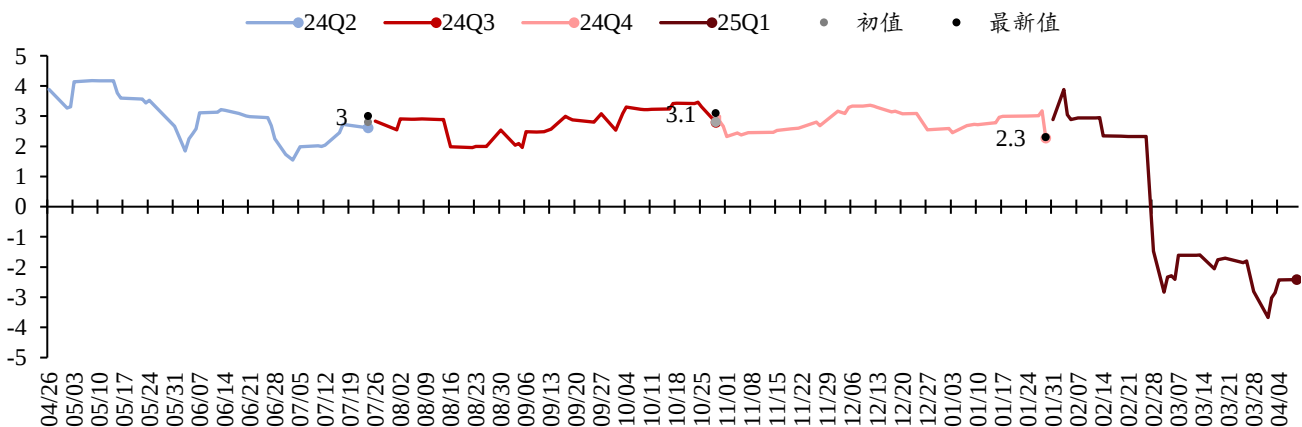
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 及各分项贡献度实时预测



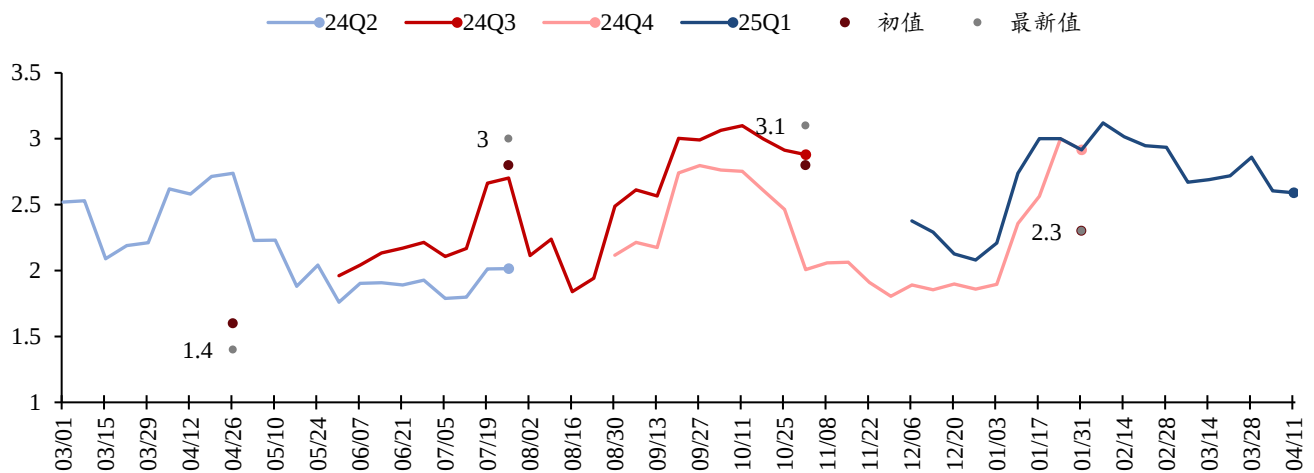
数据来源: 美联储、东吴证券研究所; 横轴为预测时间, 最新为4月9日, 纵轴单位%, 季调环比年率

图8: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近四个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



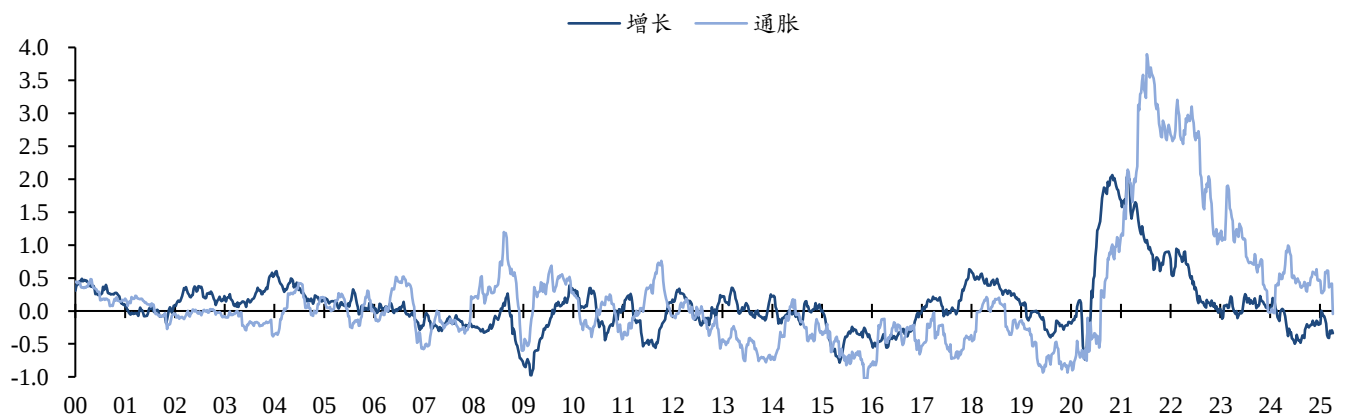
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图9: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近四个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图10: 美国经济意外指数增长与通胀分项



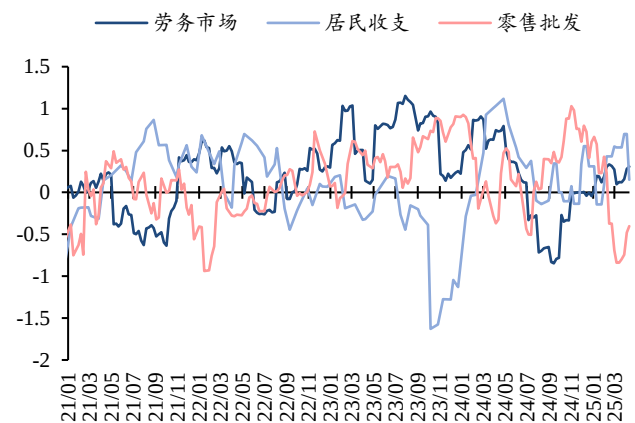
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数企业部门分项



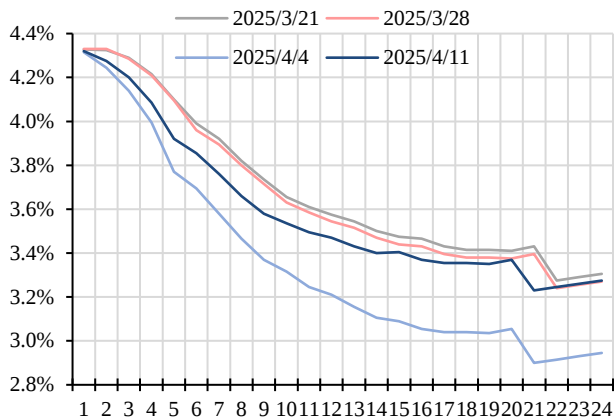
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 美国经济意外指数家庭部门分项



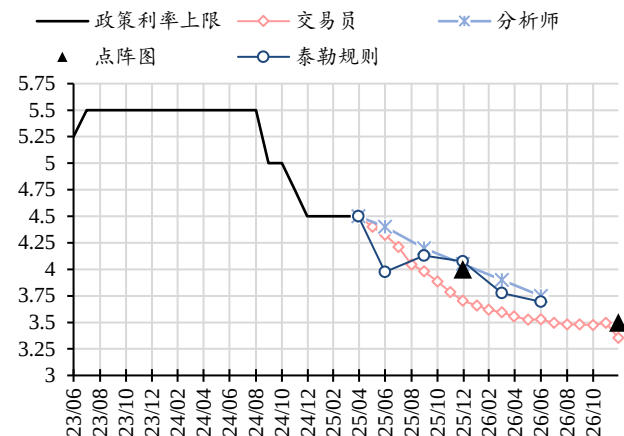
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



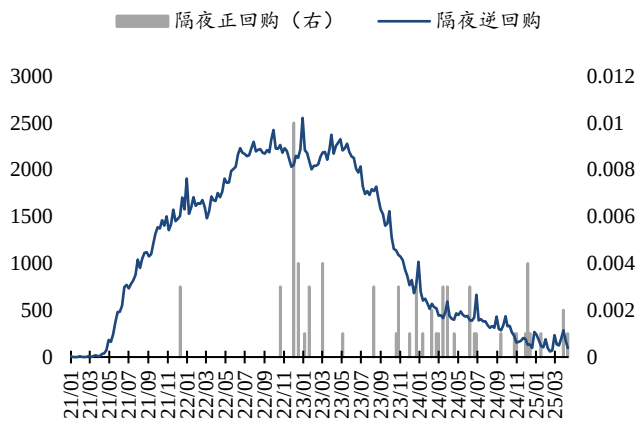
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图14: 各方对美国政策利率路径预测



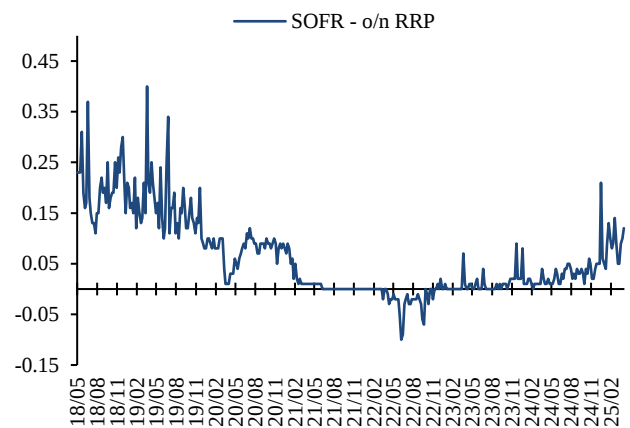
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图15: 纽约联储每日回购情况



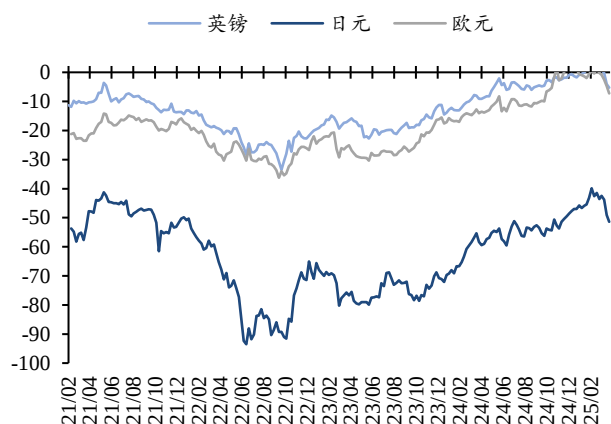
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位十亿美元

图16: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位 bps

图17: 主要货币互换掉期点差



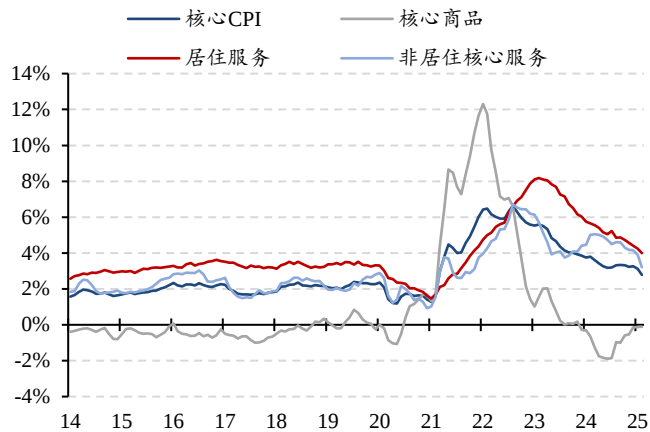
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位 bps

图18: 彭博金融条件指数



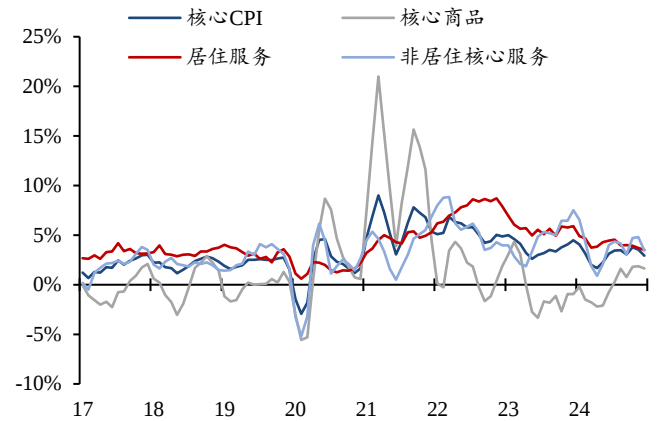
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图19: 美国核心 CPI 及三大分项同比增速



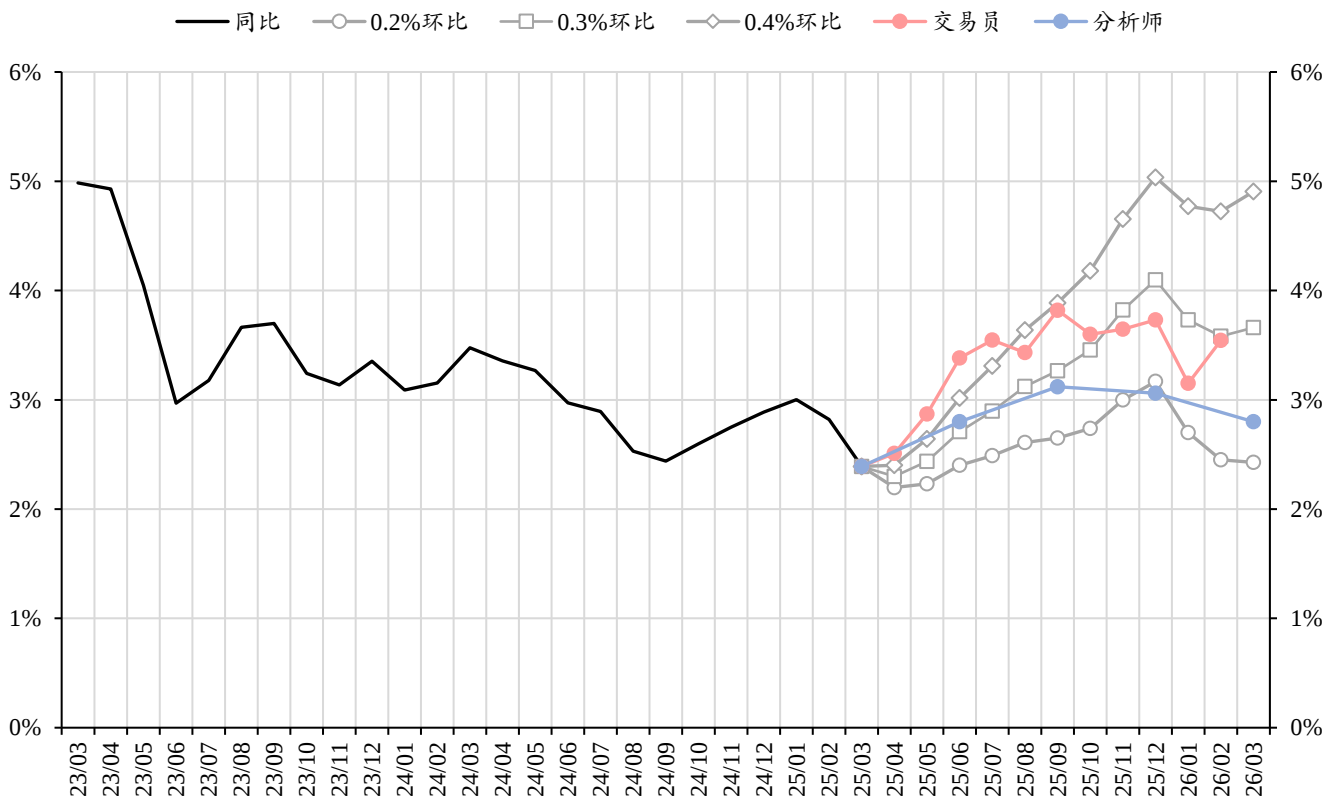
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图20: 美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图21: 研究机构对 2024-25 年各月美国 CPI 同比预测



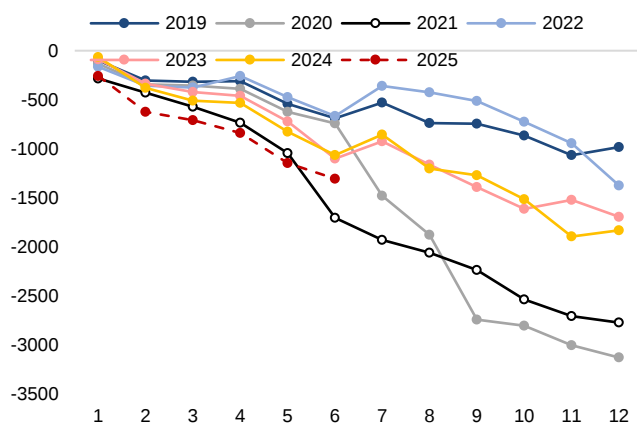
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图22: 美国联邦政府月度财政收支、盈余及分项

占比	同比贡献度	十亿美元	当月同比	FY25至今同比	2025/03	2024/03	FY25至今	FY24同期
100.0%	3.3%	联邦政府收入	10.7%	3.3%	367.64	332.08	2260.29	2188.10
50.6%	2.5%	个人所得税	15.1%	5.0%	185.10	160.83	1143.81	1089.30
7.1%	-1.0%	企业所得税	20.3%	-14.6%	17.82	14.81	161.60	189.28
36.1%	1.4%	社保税	4.5%	3.9%	144.68	138.41	815.68	784.75
0.6%	0.0%	社保-失业保险	-6.6%	-0.7%	0.32	0.35	13.80	13.90
0.2%	0.0%	社保-其他退休	-6.3%	11.4%	0.74	0.79	4.25	3.82
2.1%	0.2%	消费税	4.2%	11.9%	7.12	6.83	47.03	42.04
1.9%	0.3%	关税	34.7%	15.6%	8.17	6.06	43.58	37.69
0.6%	-0.1%	房地产及赠与税	-12.0%	-13.0%	1.55	1.76	12.90	14.82
0.8%	0.3%	其他收入	-4.9%	40.9%	2.14	2.25	17.64	12.52
100.0%	9.7%	联邦政府支出	-7.1%	9.7%	528.17	568.37	3567.43	3252.52
13.1%	1.0%	国防	-3.9%	7.6%	67.44	70.19	466.20	433.19
21.7%	1.8%	社保	18.2%	8.5%	144.58	122.28	775.26	714.84
13.7%	1.9%	净利息	17.5%	13.9%	92.88	79.03	489.32	429.42
13.4%	0.9%	医疗保健	0.5%	6.7%	79.66	79.26	478.39	448.52
13.1%	2.6%	医疗保险	-61.0%	20.0%	25.90	66.47	468.63	390.60
10.7%	0.8%	收入保障	-27.4%	7.8%	59.88	82.47	383.28	355.68
5.2%	1.2%	退伍军人福利与服务	-46.1%	22.3%	15.76	29.25	185.39	151.55
0.8%	0.0%	国际事务	25.6%	-5.7%	5.33	4.25	28.75	30.47
0.6%	0.0%	一般科学、空间和技术	1.2%	3.3%	3.31	3.27	20.69	20.04
0.3%	0.2%	能源	10.9%	67.5%	1.26	1.13	11.00	6.57
1.5%	1.6%	自然资源和环境	35.8%	104.1%	5.57	4.10	54.85	26.87
0.9%	0.1%	农业	120.8%	16.2%	3.96	1.79	30.59	26.33
-0.1%	0.1%	商业和住房信贷	55.3%	-106.4%	-3.29	-2.12	-4.17	65.44
1.9%	0.2%	交通运输	8.7%	10.7%	10.22	9.41	66.26	59.83
1.2%	0.8%	社区和区域发展	-22.7%	63.1%	4.00	5.17	43.92	26.94
2.8%	0.0%	教育、就业和社保	-12.3%	0.1%	11.73	13.37	99.26	99.13
1.2%	0.1%	司法部门	24.5%	4.7%	8.39	6.74	42.96	41.05
0.5%	0.2%	一般预算	-44.1%	40.2%	1.36	2.42	17.17	12.25
-2.5%	-0.1%	未分配抵销收入	-1.7%	5.0%	-9.76	-9.93	-90.30	-86.00
		财政盈余			-160.53	-236.29	-1307.13	-1064.42
		财政盈余(除净利息支出)			-67.66	-157.25	-817.82	-635.00

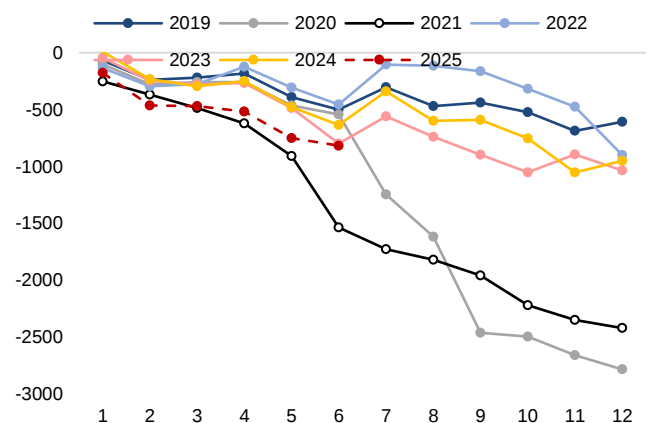
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图23: 各财年联邦政府累计赤字规模



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元, 年份代表财年, 横轴为月份

图24: 各财年联邦政府累计赤字(除净利息支付)规模



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元, 年份代表财年, 横轴为月份

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>