


分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

➤ **本周四至五，美国市场出现了罕见的股债汇三杀的行情。**我们在报告《关税疑云：交易逻辑与展望》中提到的除了风险偏好驱动美股下跌以外，“**美债前景也有不确定性。如果美元指数进一步下跌，美债可能也不完全安全。**”的逻辑如期得到引证。

➤ 我们决定将这篇报告作为我们“美国不是例外”系列报告的收官作，因为此时此刻市场预期已经从“美国例外论”完全转向了另外一个极端，这也验证了我们这个系列报告的意义。

➤ **除了美国股债汇同跌以外，在多币种多资产市场上，还出现了一些令投资人不安的信号。**我们的报告《美元的归途：破百的条件和时机？》中的结论——“**今年美元是很可能破百的，时间窗口在第二和第三季度**”如期验证，美元指数突破心理点位 100。而与此同时，日元在主要发达国家货币中表现名列前茅，但日本的主要金融资产（日债和日股）却表现弱势。

➤ **资金正从前两年表现最好、利率最高的美国市场开始流向借贷利率最低，流动性相较最宽松的日本。**但资金回流日本后并没有买入日本资产，一个合理的解释是前期大量的“便宜钱”正在被偿还，这对全球来讲都是在降杠杆。

➤ **因为日元是这个地球上最容易获得的“便宜钱”，所以日本银行也是大多数金融机构的贷方。**而这个体量还不小——从 2021 年 Q2 至 2024 年 Q2，日元跨境融资累计增加 19 万亿日元、存量规模刷新历史纪录。“便宜钱”开始被偿还还是全球 risk-off 的充分条件，市场理所应当开始担心全球性的流动性危机。

➤ **其实，所有的危机都是伪装成别的危机的债务危机。**科网泡沫从 1995 年开始被市场吹大，直到 2000 年的高峰，期间涨幅高达 220%。为什么科网泡沫没有有在涨幅最大的 1997-1998 年之后就破裂，而是在 2000 年 Q2 开始出现瓦解？

➤ **同样地，06-07 年的房价泡沫已经非常明显且部分房屋按揭贷款已经开始违约，但直到 2008 年 Q2 市场才开始认识到这所谓的“次贷危机”问题的严重性？**

➤ **答案在于：这些时间点正好是美国企业债务到期量大幅提升的时间点。**因为美国企业的倒闭机制，与国债相比，信用债的担保和背书更加单薄，也更容易成为债务链条中“最脆弱的一环”。

➤ **资产价格泡沫总是充满弹性的，但债务是刚性的。**随着某种短期不可证伪的乐观“叙事”（例如互联网革命或房价会一直上涨）被市场定价，经济预期的上修带来通胀预期，进一步促使政策利率上升。与此同时，与市场上升斜率同步的还有债务上升的斜率。而最后，与叙事一起证伪的是企业的偿债能力（债务总量和利率上升但盈利能力和资产价值开始缩水），违约且扩散也是顺理成章的。

➤ **此时，债务违约开始借着信用利差扩大开始在企业间传染，经济开始陷入危机。**而人们顺理成章地把债务的违约怪罪到“叙事”上，这轮的“叙事”可能是“美国例外论”也可能是特朗普政策对关税的影响，抑或两者的叠加。

➤ **《二季度美国的流动性挑战》（2025 年 3 月 12 日）是笔者履新之后的第一篇专题，也是这个系列报告的第一篇：**在市场都聚焦于特朗普政策预期反转会带

相关研究

1. 经济动态跟踪：增量政策的愿望清单-2025/04/10
2. 经济动态跟踪：政策前奏：三条主线-2025/04/06
3. 美国政策前瞻：关税疑云：交易逻辑与终局-2025/04/06
4. 经济动态跟踪：关税风暴：政策对冲的经济账-2025/04/05
5. 经济动态跟踪：以史为鉴：重大关税冲击下的市场演绎-2025/04/02

来怎么样的经济和市场影响时，我们选择避开这种胜率不高的推测，在报告里分析了美国低息债务到期高峰将可能带来不小的风险。我们得到了“少了流动性支撑和 ONRRP ‘保护垫’，债务上限遇上企业债务到期高峰，美国流动性、基本面、乃至美股或在二季度再迎考验”这样置信度更高的结论。

➤ **那么目前流动性问题演绎到那一个阶段了呢？我们提供几个观察路标：**

➤ **美元在岸与离岸流动性溢价 (CP-OIS & SOFR-OIS)**，这代表这市场上美元的充足度。近期两者加速走阔，但整体仍处于历史相对较低水平，并未出现大的流动性风险。

➤ **美元指数**，主要是下跌的斜率和日元在其中的负向贡献变化，这可以作为全球降杠杆的速率。2月以来美元指数大跌，下跌斜率几乎逼近2001年、2008年以及2023年几次大的流动性冲击，同时资金回流日本市场避险，日元快速走强。

➤ **美国 IG 和 HY 的 OAS (引申信用利差)**，这个指数的绝对值和上升斜率往往同步于企业破产，领先于美联储核心中间变量——失业率，也可能是后期联储转松的前置指标。近期美国信用债 OAS 快速上行，债务违约风险上升，已触及2007年美联储大幅降息的点位。

➤ **当以上三类指标都处在历史危机时刻的水平，尤其是信用溢价“直线上升”时，企业违约-裁员加速-失业率上升的链条开始演绎。**在当前失业率接近自然失业率(4.2-4.3%)的情况下再上升0.5%，将再次触发“萨姆法则”。就业在央行决策函数中的权重或上升且压过通胀，联储宽松或将出现充分条件。当然金融市场的稳定也是美联储的政策路标之一，在上述指标预警出现前，美国股债市场出现更大幅度的波动就驱动联储就开始宽松，也是一种无法忽略的情景。

➤ **当然，除了联储以外，特朗普的关税政策变动，无法否认，也是市场风险偏好的核心驱动因素之一。**联储与白宫中有一者妥协都有希望缓解当前的流动性问题。

➤ **我们提供以下几种情景假设供各位投资人参考：**

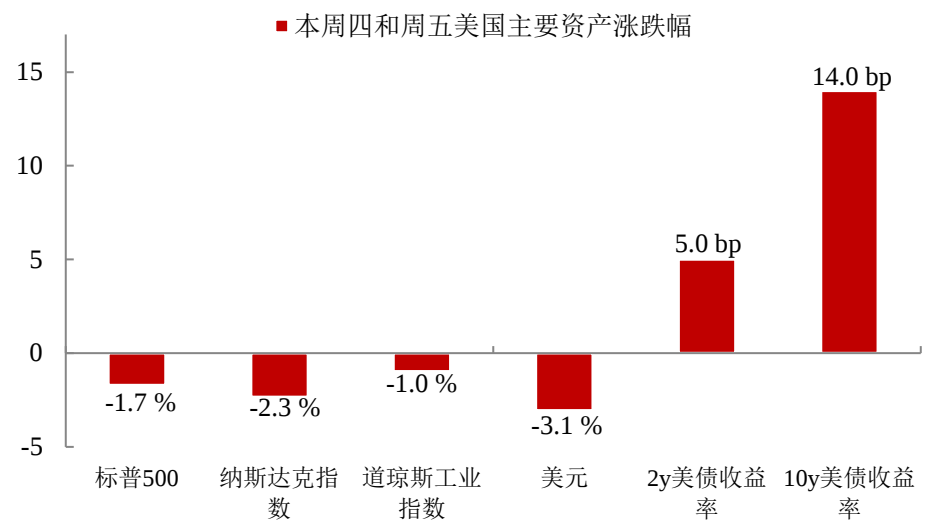
➤ **悲观：白宫和联储都不让步。**路径上是，债务到期高峰→OAS上升→美股阴跌→联储因为关税带来的通胀预期“落后于曲线”，不愿在缺乏数据证据的情况下提前宽松。与此同时白宫在关税问题上也继续坚持，那将出现“Max 版”的2022年——类似1970年代的滞胀，全球风险偏好持续下降。

➤ **基准：白宫或联储让步。**路径上是，债务到期高峰→OAS上升→美股继续下调→触发联储维护金融市场稳定的政策路标，或逼迫白宫在关税政策方面进一步妥协（比如继续延期或者彻底取消），市场风险偏好改善，去杠杆结束。

➤ **乐观：白宫主动让步**（从目前的表态来看，联储预防式宽松的概率不高）。在美股进一步大幅下跌（再跌10-15%），同时美债利率上升斜率增大，美元贬值趋势延续，也就是股债汇持续三杀。资金外逃加速导致白宫提前让步，关税政策向经济和金融困局妥协，市场风险偏好可能在企业大量破产之前提前反转。

➤ **风险提示：**美股超预期继续大幅下跌，直接导致美国经济衰退；特朗普把降通胀、降利率放在首位，不惜引发深度衰退。

图1：本周四和五美国市场出现股债汇三杀行情



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：美元指数跌破 100 的心理点位



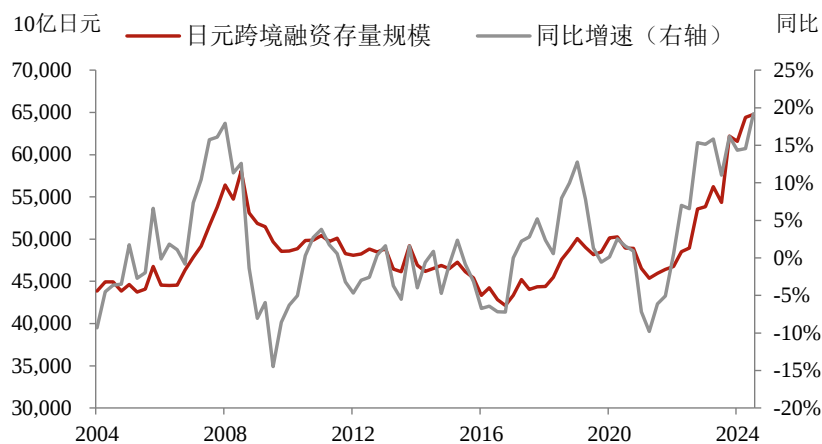
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：资金回流日本市场，日元大涨，但日股表现弱势



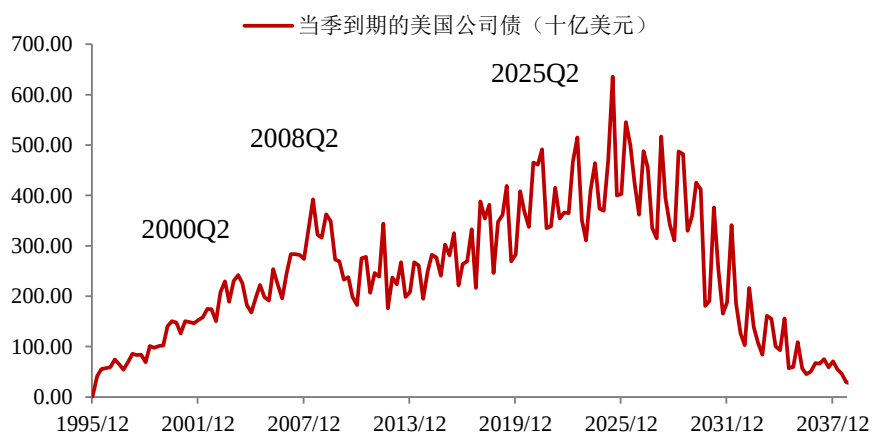
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2021年之后日元跨境融资持续上升至历史高位



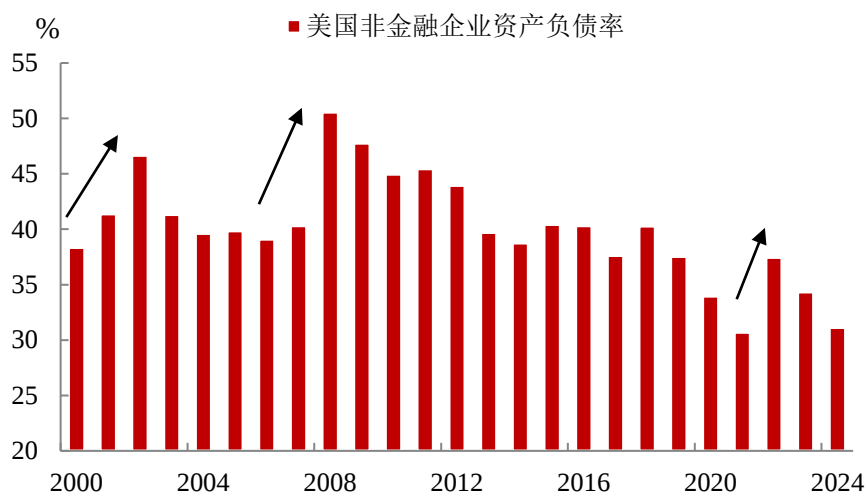
资料来源：BIS，民生证券研究院

图5：美国企业债务到期时间滞后于危机发生时点



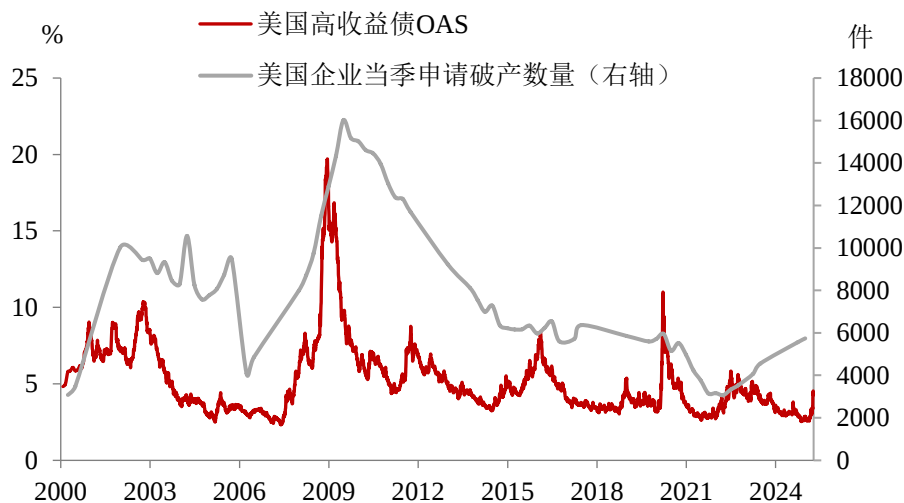
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：随着乐观“叙事”的证伪，企业负债率也终将恶化



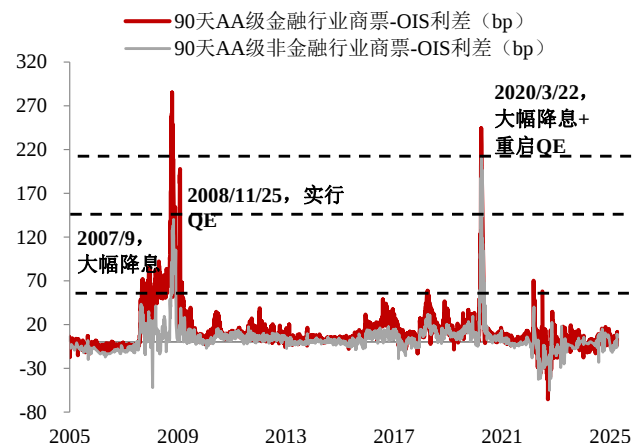
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：信用风险扩散下，企业破产数量上升



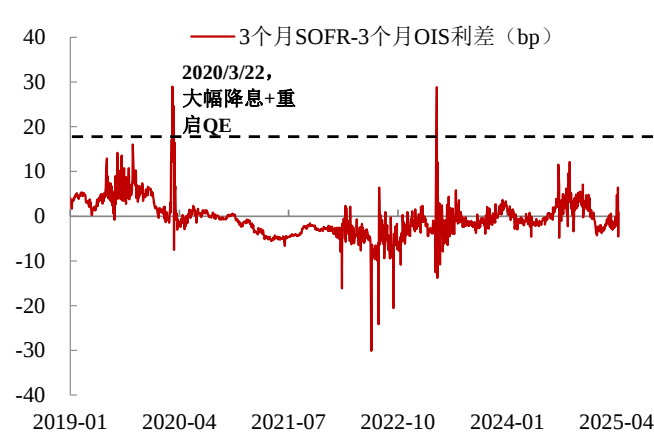
资料来源：wind，民生证券研究院

图8: CP-OIS 利差整体处于相对较低水平



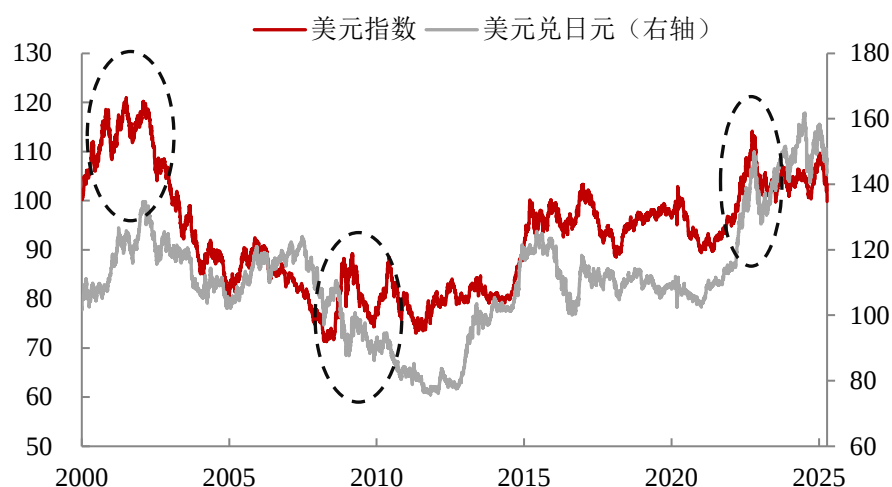
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: SOFR-OIS 利差加速走阔



资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2月以来美元贬值斜率加快



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: IG 和 HY OAS 目前接近 2007 年 9 月美联储大幅降息水平



资料来源: wind, 民生证券研究院

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