



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

美债正在失去“避险光环”

近期美债市场正经历动荡，其作为“避险资产”的地位也遭遇挑战。本周前三个交易日，10 年期美债收益率累计飙升超 60 个基点至 4.5%，并形成股债汇三杀局面。

股债违背历史相关性的背后，是对冲基金主导的万亿美元基差交易爆仓所致，这类高杠杆套利策略因波动率激增触发保证金追缴，形成“抛售-价格下跌-再抛售”的恶性循环，叠加 3 年期美债拍卖需求雪崩，加剧了市场信心崩塌。

美债下跌的更深层次危机在于美元信用体系的动摇：特朗普将美债政治化作为关税谈判筹码，白宫提议对外国持有者征收费用甚至重组债务，这些政策加速了海外债主抛售，技术性违约担忧升温。尽管美联储曾通过量化宽松充当最后买家，但当前政治干预削弱了美债的“无风险”属性，若流动性危机持续升级，可能引发全球金融体系的连锁反应。

风险提示

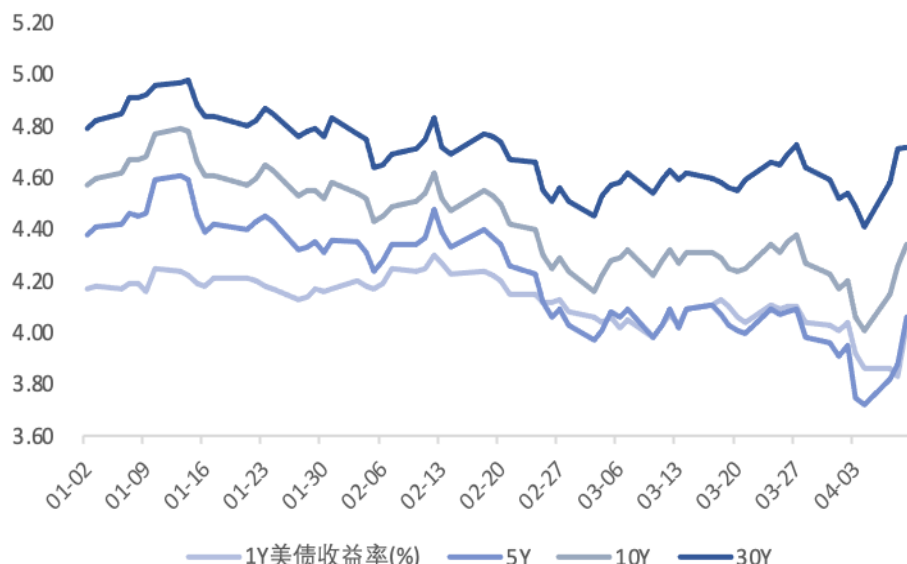
- 1) 海外货币当局及投资者大幅抛售美债，导致特朗普对美债的重视程度升级，一定程度软化对外贸易政策；
- 2) 共和党党内纷争加剧，导致特朗普不得已阶段性搁置将美债“政治化”的意图；
- 3) DOGE 削减政府支出若见成效，市场或对美国财政可持续性的担忧降低。



美国罕见股债汇三杀

本周美债市场接连跳水，10 年期美债收益率在三个交易日里最多累计上行了超过 60 个基点，甚至较特朗普口中的“美国解放日”水平还高出 30 多个基点。

图表 1：本周前三个交易日，美债收益率大幅反弹



来源：Wind，国金证券研究所

值得注意的是，这一轮美债暴跌，是在美股下跌、美元走弱的背景下进行的，这明显违背了三者的历史相关性规律。以往市场抛售美债大多是基于美国经济基本面预期好转，抬升了美联储政策利率预期。但近期在特朗普“地图炮式”加关税的事件冲击下，市场对美联储降息预期上升，美债反而面临抛售，这难免让市场开始担忧流动性枯竭的风险。

图表 2：截至 4.9，期货市场已经定价今年有 37% 的概率美联储降息四次

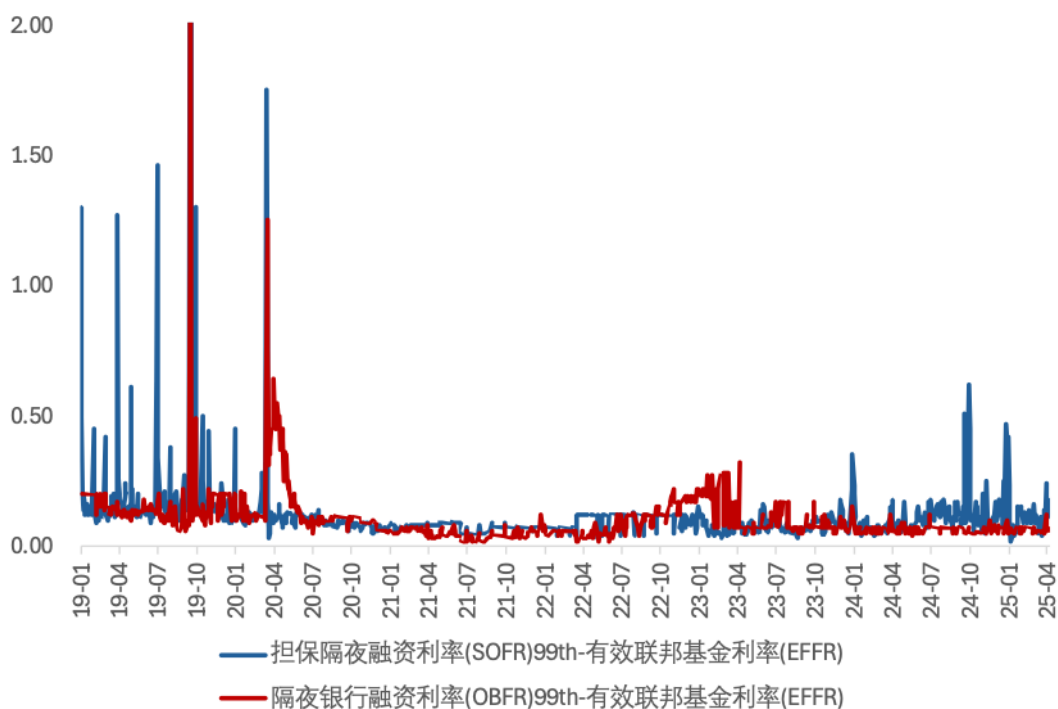
	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.4%	59.6%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	40.4%	59.4%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	35.1%	56.9%	7.8%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	25.4%	50.9%	21.4%	2.2%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	36.0%	38.6%	13.4%	1.3%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	23.9%	37.4%	25.4%	7.1%	0.6%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	1.0%	8.8%	26.3%	35.3%	22.2%	5.9%	0.5%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.3%	3.2%	13.8%	28.9%	31.5%	17.5%	4.4%	0.4%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.7%	4.6%	15.7%	29.2%	29.8%	15.9%	3.9%	0.3%	0.0%
2026/6/17	0.2%	1.4%	6.6%	18.2%	29.3%	27.2%	13.7%	3.2%	0.3%	0.0%
2026/7/29	0.2%	1.7%	7.4%	18.9%	29.2%	26.3%	13.0%	3.0%	0.2%	0.0%
2026/9/16	0.5%	2.8%	9.7%	21.0%	28.6%	23.7%	11.0%	2.5%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.5%	2.6%	9.1%	20.0%	27.9%	24.1%	12.1%	3.2%	0.4%	0.0%
2026/12/9	0.5%	2.5%	8.6%	19.2%	27.4%	24.4%	13.0%	3.8%	0.6%	0.0%

来源：CME FedWatch，国金证券研究所

当前，从“量”、“价”两个维度看，美元市场流动性已边际收紧，但仍远未到达 2019 年、2020 年流动性危机时的高点。不过考虑到流动性风险传导的速率较高，近期仍需对其保持高度关注。

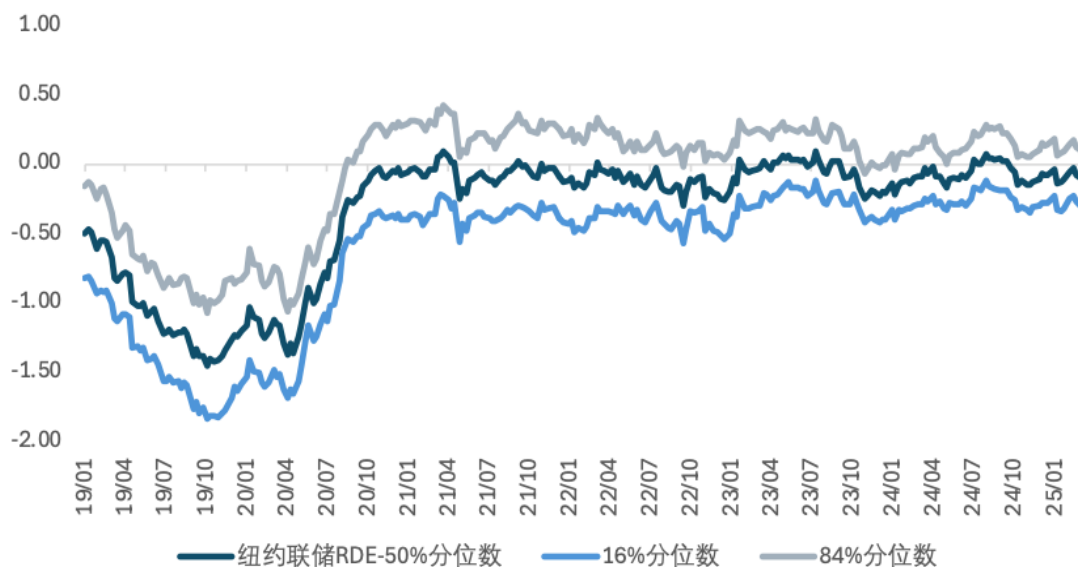


图表 3：衡量银行短期流动性的 $OBFR-EFFR$ 、衡量非银短期流动性的 $SOFR-EFFR$ 均处低位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：当前纽约联储存款准备金弹性（RDE，衡量准备金规模每增加银行总资产的 1%时，联邦基金利率与准备金利率间的利差变动幅度）显著小于 2019-2020 年



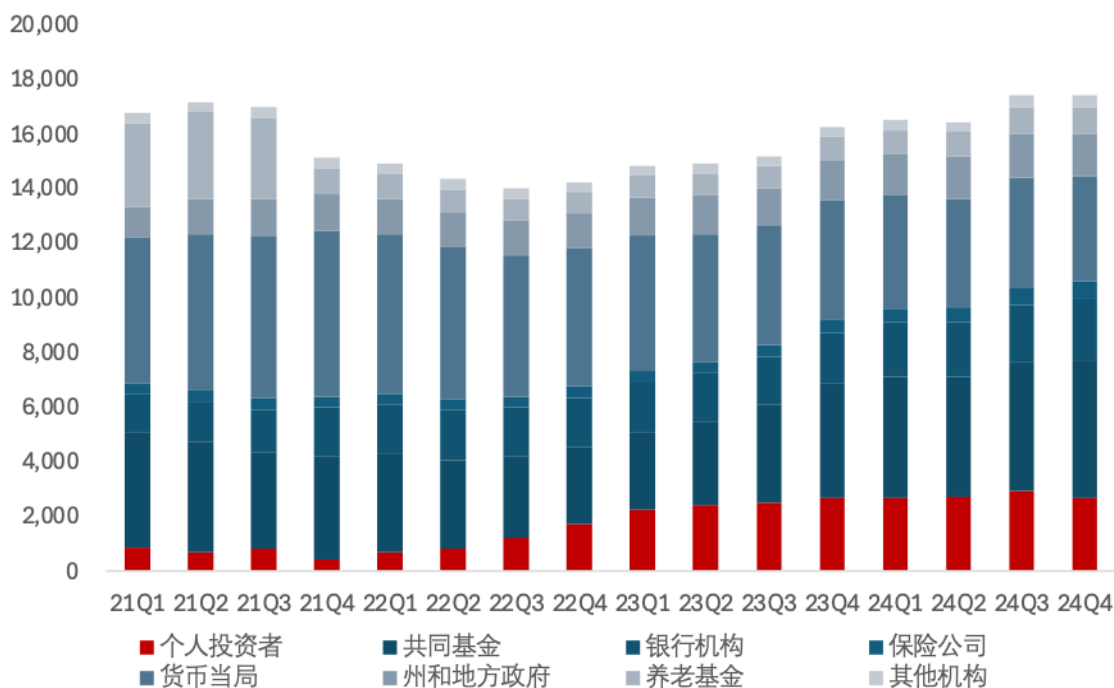
来源：Federal Reserve Bank of New York，国金证券研究所

对冲基金正在“去杠杆”

自 2022 年美联储缩表以来，美国对冲基金是美债最大的边际买家之一，对冲基金的购买需求可以大致用一个近似指标——居民部门美债持仓（包括注册在美国的对冲基金以及美国国内居民购买的对冲基金份额）来观察。



图表 5：美债境内持有人结构（单位：十亿美元）



来源：Wind，国金证券研究所

对冲基金持续大规模购买美债，并非真的看多美债，而是在做美债的基差套利交易：即左手做多美债现券、右手做空美债期货。而且，对冲基金往往仅有少量自有资本，主要依靠在回购市场上滚续高杠杆买入美债现券维持着交易。基差交易本质上是在做空波动率。当市场波动不大时，期货持有到期可以较低风险地赚取套利收益。但一旦波动率大幅上升，基差交易被迫平仓，就会形成“抛售一切换取现金”的恶性循环，这时高流动性的美债、美元、黄金都会面临抛售。

当下就正值美债波动率上升的背景。衡量美债隐含波动率情况的美银 MOVE 指数本周一已飙升至 125.7 上方，创下年内新高。

图表 6：美银美债期权价格隐含波动率 (MOVE 指数)



来源：MacroMicro，国金证券研究所



另一方面，在股市下跌背景下，投资者也存在优先抛售高流动性资产以填补杠杆仓位保证金缺口的动机。

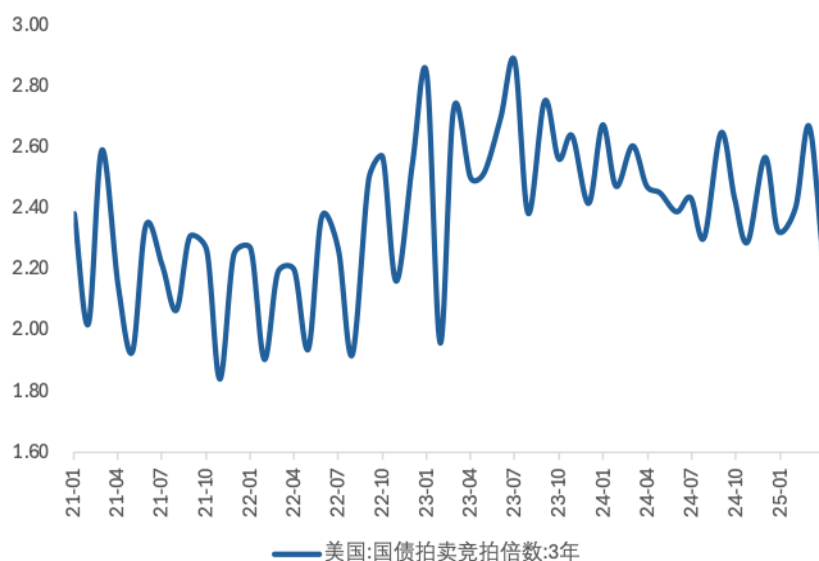
正是这种“现金为王”的避险逻辑，在两个市场上同时加速了当下美债市场的流动性挤兑。

而引发对冲基金抛售美债的另一个重要诱因，是周二惨淡的 580 亿美元 3 年期美债拍卖：

一方面，本次拍卖的“尾部利差”（得标利率-预发行利率，越高说明需求越不足）高达 2.4 个基点，此前只有 2020 年大流行时期及 2023 年硅谷银行破产时期出现过更大的尾部利差；

另一方面，对冲基金、养老金、共同基金等直接竞标者（Direct Bidders）获配比例仅为 6.2%，较上个月的 26% 雪崩。3 年期美债拍卖体现的弱势需求，进一步引发市场对本周剩余 10 年期、30 年期美债需求的担忧，一度加剧长债抛售的演绎。

图表 7：4 月 8 日 3 年期美债竞拍倍数 2.26x，为近一年来新低



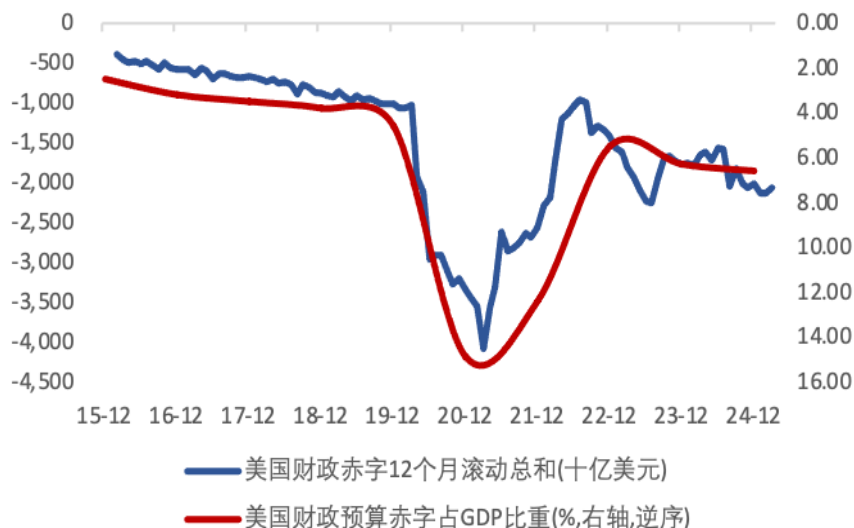
来源：Wind，国金证券研究所

更大的担忧是美债技术性违约

自上任以来，特朗普政府团队对削减美国财政赤字的努力从未停止。

去年 9 月，现美国副总统 J. D. Vance 曾公开指出美债的“死亡螺旋”风险，即当政府债务规模逐渐不可控时，美国政府不得不支付更高的利息以吸引投资者，而债券利率上升又会使政府财政支出进一步膨胀，并最终摧毁美国的财政。甚至，他以 2022 年英国前首相利兹·特拉斯作为反面教材——其财政刺激计划引发市场恐慌，导致英国国债收益率飙升，最终迫使政府垮台。

图表 8：美国赤字问题依然严峻，不可低估特朗普的减赤决心



来源: Wind, 国金证券研究所

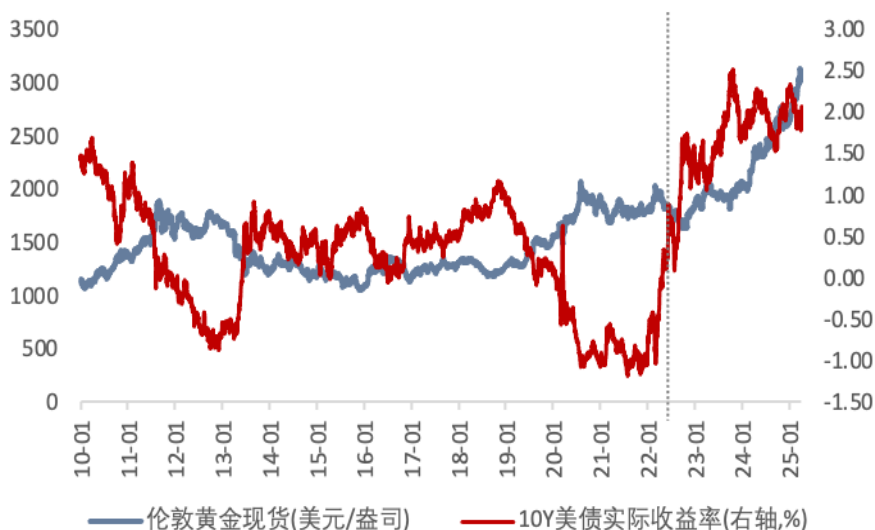
但是，病急也不能乱投医。

当地时间4月7日，白宫经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰在哈德逊研究所的最新讲话中，再次语出惊人。他称，应该考虑对美债等资产的外国持有者征收费用，因美国为提供美元和美债这样的“全球公共产品”承担了巨大成本。他干脆为非美国国家指明了五条“建议”：第一，接受对美国关税且不得反击；第二，开放市场并增加美国商品进口；第三，增加国防开支并采购美国的国防商品；第四，直接在美国投资建厂来“避开”关税；第五，简单地向财政部“开出支票”。¹

该提议的荒谬性不禁让市场回忆起去年11月其提出的“海湖庄园协议”系列经济方案——让美元贬值+让美债重组。其中，后者的潜在实现方式是“说服”债权国们将所持有的短期美债置换成100年期的零息超长债，特别是美国“安全区”辖内的国家必须照做，否则将面临关税制裁。

客观而言，不论这些国家是否有照做的动力，只要该政策真正落地，美元信用将遭受又一次“洗礼”，且冲击很可能不亚于2022年美国公开冻结俄罗斯的海外美元资产。

图表 9: 2022 年以来黄金与美债实际利率正式脱钩



来源: Wind, 国金证券研究所

¹ <https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/2025/04/cea-chairman-steve-miran-hudson-institute-event-remarks/>



于市场而言，美债重组计划中短期内加剧了其技术性违约的担忧，收益率波动风险实际在扩大，其真实化债效果已然适得其反。

如今，市场的关注点已经移向那些美债的海外大型持有者，他们任何减持美债的迹象，都可能进一步击碎脆弱的市场信心。

美联储还能在美债“兜底”么？

历史上，每当美债发生流动性问题，美联储最终都通过紧急扩表的方式充当美债的最后“承接人”，暂时缓解危机。

图表 10：历史上美联储非常规时期的货币政策工具箱

非常规货币政策工具名称	简称	投入使用时期	市场背景	流动性面向对象
定期拍卖工具	TAF	2007.12-2010.3	2008金融危机	存款机构
定期证券借贷工具	TSLF	2008.3-2010.2		一级交易商
资产支持商票流动性工具	AMLF	2008.9-2010.2		货币市场基金
货币市场投资基金工具	MMIFF	2008.10-2009.10		货币市场基金
货币市场基金流动性工具	MMLF	2020.3-2021.3	2020公共卫生事件	货币市场基金
一级&二级市场企业信贷工具	PMCCF&SMCCF	2020.3-2021.12		企业
主街贷款计划	MSLP	2020.4-2021.1		企业
薪资保障计划流动性工具	PPPLF	2020.4-2020.12		企业
市政流动性工具	MLF	2020.4-2020.12		地方政府
量化宽松	QE	2008-2014；2020	2008金融危机 & 2020公共卫生事件	全市场
定期资产支持证券贷款工具	TALF	2009.3-2010.6；2020.3-2020.12		个人
一级交易商信贷工具	PDCF	2008.3-2010.2；2020.3-2021.3		一级交易商
商业票据融资工具	CPFF	2008.10-2010.2；2020.3-2021.3		企业
银行定期资助计划	BTFP	2023.3-2024.6	2023硅谷银行危机	存款机构

来源：Federal Reserve，国金证券研究所

但特朗普如果以美债为筹码，与关税一道作为要挟他国和利益谈判的工具，那么政治因素将会显著影响美债定价。毕竟，任何一类被用作政治手段的资产，都不可能是“无风险”资产。

风险提示

- 1) 海外货币当局及投资者大幅抛售美债，导致特朗普对美债的重视程度升级，一定程度软化对外贸易政策；
- 2) 共和党党内纷争加剧，导致特朗普不得已阶段性搁置将美债“政治化”的意图；
- 3) DOGE 削减政府支出若见成效，市场或对美国财政可持续性的担忧降低。



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。

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：北京市东城区建国门内大街 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



【公众号】
国金证券研究