



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

➤ 人们总喜欢看戏剧性的大起大落，但这个世界的变化更多是从慢到快的非线性进程，且多数叙事是被短期扰动驱动的。从长时间的维度来看这些叙事多是“噪声”，而非“信号”。比如“东升西落”的交易可能就是基于一季度中美利差的收敛和经济预期增速走扩，但这样的证据未免太过片面，一旦短期经济出现扰动，市场马上开始反向交易，可以看到三月中开始美股小幅反弹、AH 股则同步回撤。

➤ **从我们的观察来看，年内“东”目前还是以稳为主，但是“西”的周期性下降已经箭在弦上。**全要素生产率没有提升的当下，这个世界的竞争规则是“比烂”，尤其是在资本市场上，只要有波动和预期差就有盈利机会。

➤ **2023-2024 年全球的资产配置逻辑被投资人总结为“美国例外论”。**“美国例外论”其实借鉴的是一个政治哲学概念，最广为人知的引申就是弗朗西斯·福山在《历史的终结？》中提到，西方的现代自由民主体制已经战胜了所有可行的政治制度替代选项——美国的制度就是最好的制度。这与 2023-2024 年全球市场美股一枝独秀，美与非美经济体利差持续提供套利空间，全球资金对美元资产青睐有加的现象似乎是互相印证的。

➤ 我们在报告《注定不对等：对等关税分析指南》中提到“2021 年至 2024 年外资增持 7.8 万亿美元美股（含市值变化）和 1.4 万亿美元的长端美债（含公司债等）。”从经济上看也是一样，主要大经济体（中、日和欧）在疫情之后都很难回到疫情前的增长中枢，只有美国是个“例外”。

➤ **但曾几何时，中国资产在 2020-2022 年年中，也是国际市场的“宠儿”，在疫情的冲击下依靠供应链的绝对实力几乎“独善其身”。**尤其 2021 年，北向资金净流入创纪录的 4322 亿元人民币；境外对中国债券投资的净流入为 938 亿美元。此时此刻恰如彼时彼刻，我们发现一切好像又回到了宏观周期研究的范畴内，但这次似乎又与之前的情形有着很大不同。

➤ 以前我们常听到一句话“美国的经济周期领先中国半个身位”，这句话隐含着两个前提，第一个是中美的“身位”一样长（要不然这半个身位的描述就没有意义了）；第二个则是美国和中国的周期存在某种因果性，或者说至少是相关性。

➤ **我们认为这其中的逻辑：一是在全球贸易的发展中，中国和美国各自承担了最大生产国和最大消费国的职能。**大量的货物贸易保证了物价出现有时滞的传导，通胀的周期性（库存周期）传导又会导致美国的货币政策出现周期性的变化，进而改变美国的金融条件。**二是中国金融市场的逐渐开放，**导致美国的货币政策对人民币币值的影响加大，也同时掣肘了中国的政策和信用周期。

➤ **但这两者在疫情前后发生了本质的变化：一是中美贸易摩擦，导致通胀的传导不像以前那么直接了，**中国在去地产化的大周期背景和部分传统产业产能过剩的影响下进入了通胀下降的周期。反之，美国则在大量的政策刺激和劳动力市场转紧的背景下出现了非暂时性的通胀。中美经济周期更像是“你走你的阳关道，我过我的独木桥”。

➤ **二是因为疫情导致的供给侧冲击，这一次中国的货币和信贷政策周期以我为**

相关研究

1.宏观经济专题：注定不对等：对等关税分析指南-2025/03/27

2.2025 年 1-2 月工业企业利润点评：开年工业“哪家强”？-2025/03/27

3.经济动态跟踪：关税下的出口：已知压力和未知风险-2025/03/26

4.2025 年 1-2 月财政数据点评：如何理解开年财政个税高增长？-2025/03/25

5.海外政策跟踪：4 月的新关税如何演绎？-2025/03/24

主，疫情初期没有跟随其他国家搞“大水漫灌”式的刺激，而是利用自身供给侧的优势在人民币升值的背景下出口进一步走强，给中国经济提供了强有力的支撑。当然，这也给了后面中国敢于挤出房地产泡沫提供了勇气；相反美国则在天量刺激之后开始进入近 20 年来最大的紧缩周期，却到现在还没衰退。

➤ **既然中美之间周期谐振的逻辑发生了变化，中美的周期其实更应该分开来研究。**我们在报告《美元的归途：破百的条件和时机》中提到了：“**美国长周期下行的本质：逃不开的债务周期。**逻辑是简单的：美国经济是消费驱动的，消费是收入及其预期的函数，收入和预期与企业盈利相关，企业盈利又是资产收益率（ROA）和财务杠杆的乘积。在技术没有大幅跃迁的前提下，ROA 的变化相对杠杆是小的，所以杠杆，也就是债务是驱动美国经济变化的最重要的变量之一。当债务压力难以承受时，会面临一轮出清。”

➤ **债务周期的驱动因素其实是由债券流动性（量）、利率和久期的共同驱动的。**在利率低、久期长、流动性充足的环境下，企业的融资条件非常友好，企业可以长时间锁定低利率。在盈利不出现明显下滑的情况下，保证了企业在这个久期内不需要频繁地再融资，因此**对加息是钝感的（不在利率高的时候多借钱），也能进行规模大且稳定的资本开支。**

➤ **但当条件完全相反时，信用周期恶化则会很快。**流动性体量的收紧会导致债务的各种溢价都会上升（包括信用溢价，期限溢价和流动性溢价），企业融资的成本将会叠加式的上升（不仅仅是基准利率还有流动性环境转紧造成的溢价上升）。融资成本的上升必然导致债务久期的缩短（贵的钱谁都不愿长借），从而导致债务到期的周期一再缩短。**企业融资贵、融资难，现金流下降，抵御信用风险的能力下降。但另一方面因为久期短，到期高峰又会比之前频繁许多。信用压力测试会如海浪般不断且加快地冲击已经出现裂痕的堤坝。**

➤ 就算在前几轮的冲击中“侥幸生还”，用高利率的债务置换低利率的债务也会让财务成本不断侵蚀损益表。在不断借新还旧的压力中，企业对长期的资本开支更加犹豫和谨慎。而且因为现金流得被部分或全部用来偿债，真的被用于 Capex 也会有心无力。高额的利息支出也会导致偿债指标的恶化，进一步拉升信用溢价，收紧流动性环境，进入一个恶性循环。在这样的环境中，再有定力的企业家或许也只能“断尾求生”。

➤ **现在的美国已经开始出现流动性转紧、基准利率处在高位且企业债务的久期快速缩短等迹象。**

➤ 高利率并不是在 2025 年才开始出现的（因为在 2023 年基准利率就到达顶峰了），但当时美联储缩表的紧缩效果还未出现，海外的资金也在持续流入美国资本市场，债券久期在 2020 年的无限量宽松刺激下被拉长至二十年来的最高。**久期的拉长在时间维度上延展了美国“舒适”的周期，这也是为什么其他的制造业国家（中日欧）走入去库的下行周期时，美国“例外”，是因为其周期被拉长了，和其他制造业国家的周期长度不匹配，别的国家经济恶化的时候美国还能支撑，并不代表其没有周期。**

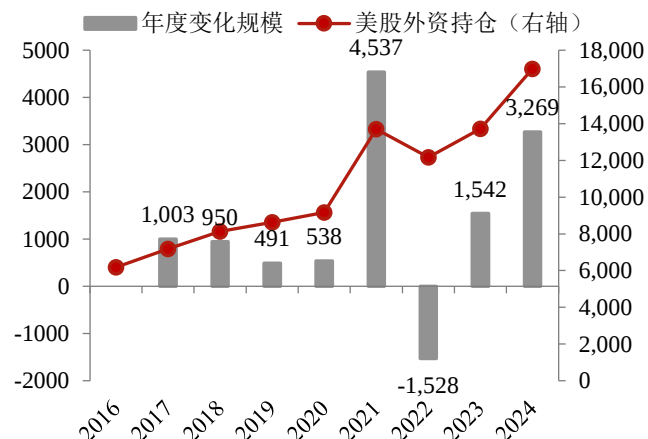
➤ **虽然现在信用溢价还处于历史低位。**但我们认为，随着到期债务规模上升，再融资需求激增会导致流动性环境恶化，溢价上升只是时间问题。需要注意的是信用溢价是信用环境的同步指标，因为信用债的投资人无法承担错配的风险（到手的钱不借出去则会损失利息），所以更多的时候是市场的价格接受者，只有在供需环境变化时才会有所反应，并没有什么前瞻性。加息之后久期开始下降，且在今年创下了 2000 年以来的新低，到期高峰出现的频率也会比之前快。

➤ 这就是我们在《二季度美国的流动性挑战》这边报告中提到，为什么随着企业债的到期高峰期的临近，我们觉得这次加息以来最“像样”的第一次信用紧缩有可能出现在 2025 年 Q2。因为它同时满足了利率高，流动性紧和久期缩短三个信用违约概率加大的条件。当然这在美国历史上并不是什么新鲜事，以往的解决办法是“凯恩斯主义”的宽财政叠加联储的宽松。

➤ 但目前特朗普政府的财政政策不确定性较大，本来就要减支的他，能否维持美国财政岌岌可危的平衡的同时进行财政刺激？联储的宽松态度也明显犹豫且滞后于利率曲线，仅仅是扩表加上缓慢的降息能不能“挽狂澜于既倒，扶大厦之将倾”？这些不确定性让市场左右横跳，**但拉长周期来看，随着债务周期的下行，美国的经济压力越来越大是大概率事件。在资产配置上，也许是时候进行长周期的再平衡了。**

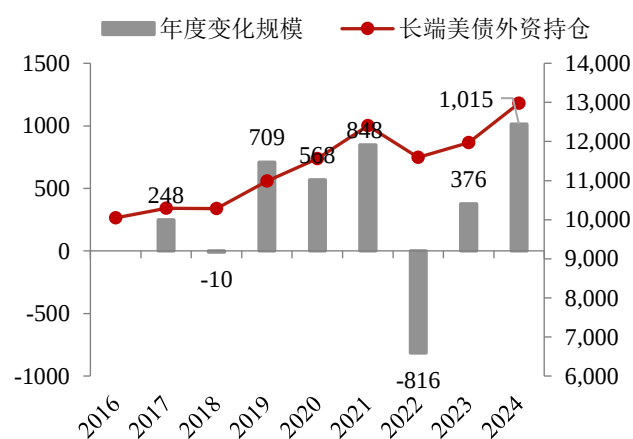
➤ **风险提示：**美国经济基本面变化超预期，特朗普政策超预期。

图1：2020年之后外资增持美股（单位：十亿美元）



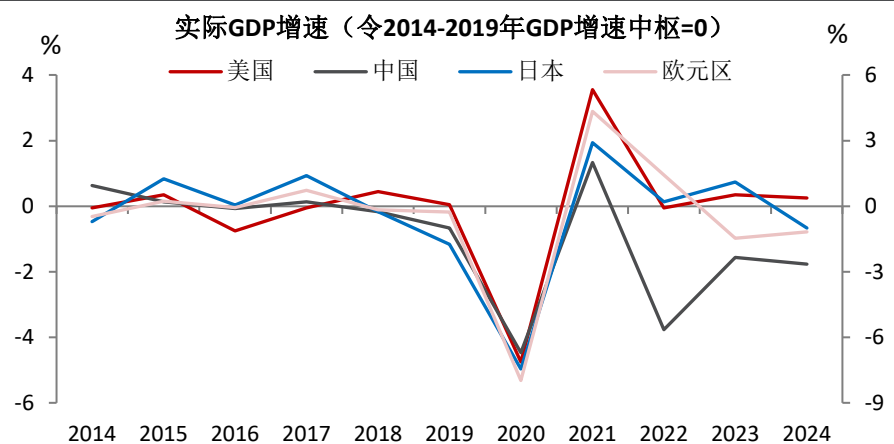
资料来源：US Treasury, 民生证券研究院

图2：2020年后外资增持长端美债（单位：十亿美元）



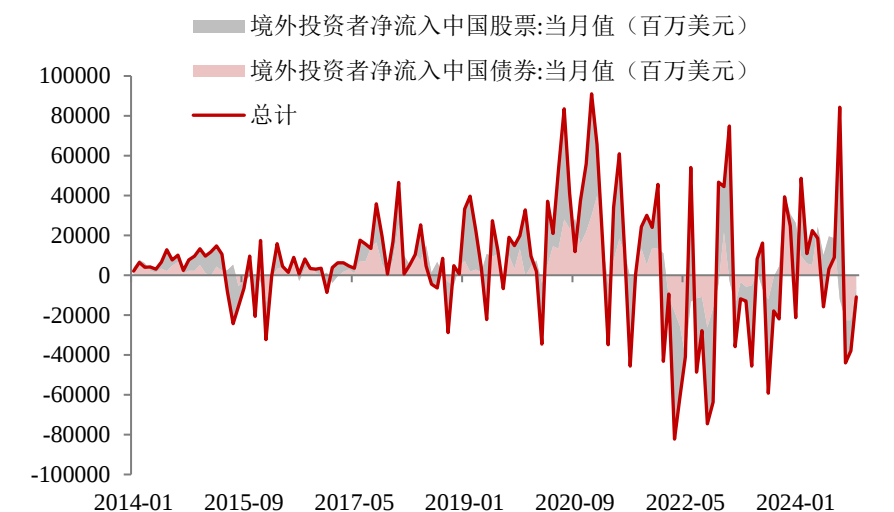
资料来源：US Treasury, 民生证券研究院

图3：主要经济体的实际经济增速的变化



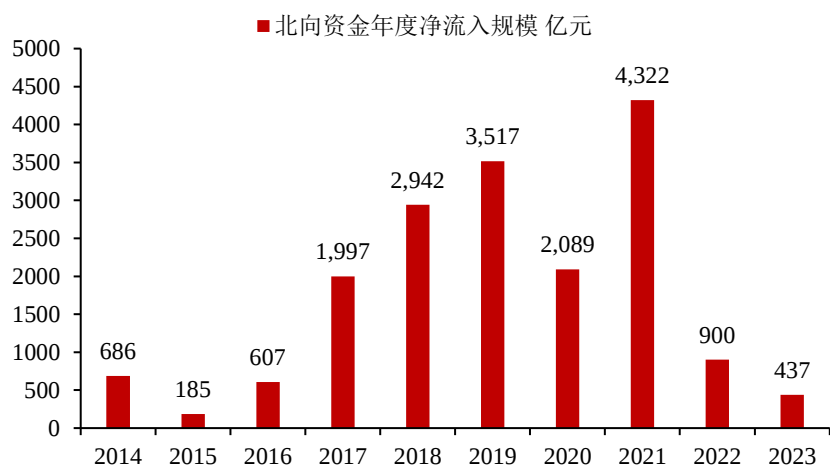
资料来源：ifind, 民生证券研究院

图4：2020-2022年中，境外投资者加速流入中国股债市场



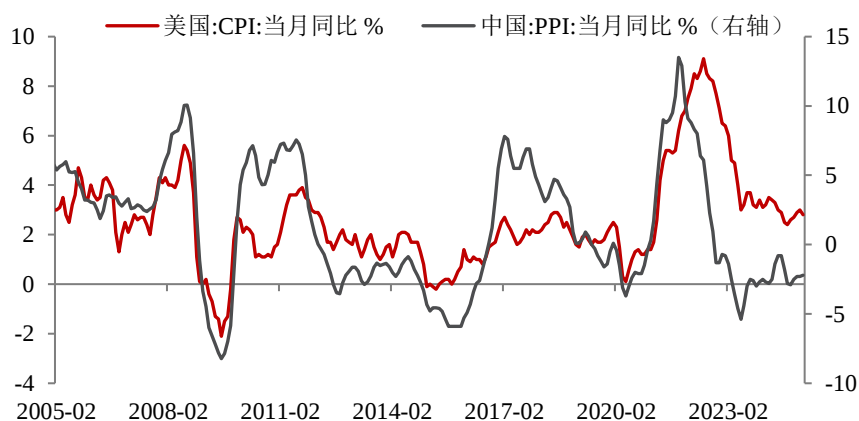
资料来源：彭博, 民生证券研究院

图5：2021 年北向资金净流入破 4000 亿元



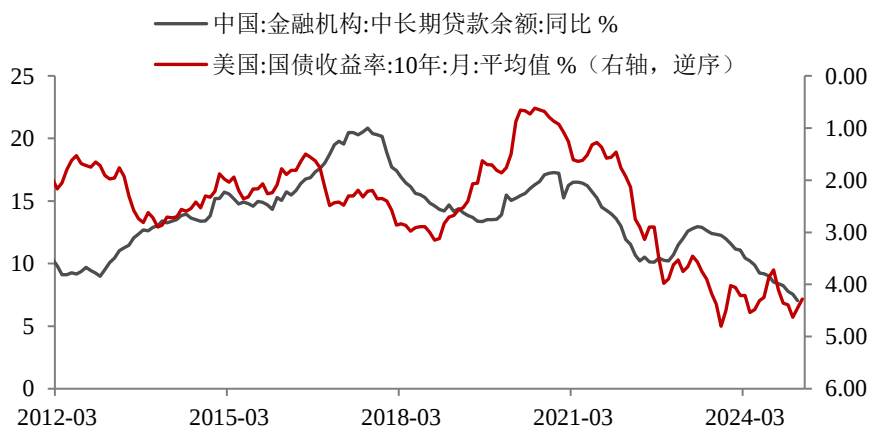
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：美国 CPI 和中国 PPI 的传导



资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：美国货币政策掣肘了中国的信用周期



资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：美国逆回购规模和美债收益率



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图9：美国银行体系的储备金迅速下降



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图10：美国政策利率和企业债 OAS (单位: %)



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

图11：美国信用债历史平均久期



资料来源：彭博，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。	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
	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