


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：裴明楠

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

➤ 后疫情时代全球资产配置的一条主线是“美国例外论”。而“美国例外论”基本面上的突出特征就是，这轮加息没有出现明显的金融条件收紧，进而导致企业经营困难、经济出现衰退迹象。而近期“美国例外论”开始松动（详见报告 20250311《美股在跌什么》）。不由让市场反思**加息带来的金融条件收紧究竟是“杞人忧天”还是“时候未到”？**

➤ **这轮紧缩周期，美国各个部门的流动性环境都较为宽松。**2022 年美联储的这轮紧缩周期力度是上世纪 70 年以来最高，2022 年 3 月~2023 年 7 月累计加息 525 个基点，且一直维持到 2024 年 9 月才转向降息，但本轮加息对不管是公共部门、居民部门、还是企业部门似乎都没有明显影响：

➤ **居民部门**，当前还贷支出/可支配收入的比值 11.3%，低于 2019 年底 11.7% 的水平；消费在 2022-2024 年维持强劲。

➤ **企业部门**，信用债 OAS 利差自 2022 年下半年以来持续下降、目前历史低位，信用环境仍在历史极宽松的区间内，企业融资十分容易；盈利增速较疫情之前加快；利息支出/税前利润的比值持续下降，偿债指标不断改善。

➤ **流动性方面**，美国的流动性溢价几乎没有出现极高水平的情况，流动性环境宽松。只在 2023 年 3 月出现过一次硅谷银行（SVB）风险事件，但 FDIC 迅速干预，并在一周内解决。

➤ **背后的主要原因是，宽松周期内的信用债还未开始大量到期。**

➤ **加息的紧缩传导是有时滞的。**美国经济的各个部门在 2020 年以极低的成本大量融资，公司发债规模在 2020 Q2 激增，商业银行也在 2020 年低利率环境中大量发放工商业贷款。根据彭博数据计算，2022 年美国共发行公司债 3.0 万亿美元；仅 2020 Q2 就发行了 1.1 万亿美元。2020 年发行的企业债券中 91% 为固定利率债，锁定了极低的成本。而在加息后的高利率环境中，企业因为已拥有充足的资金，又有不错的盈利，融资活动显著回落。

➤ **当前面临的问题是：**2020 年发行的企业债将在 2025 年大量到期，企业面临两难选择：要么发新债还旧债，那么必须容忍当前较高的融资成本；要么用现金还债、那么则不得不削减资本开支。

➤ **2 季度将面临缩表后相对脆弱的流动性环境遇上偿债高峰。**

➤ **二季度，企业债到期将迎来历史峰值。**根据彭博数据，如果不考虑提前偿还，2025 年二季度应到期偿还的企业债将超过 6 千亿美元，对应了 2020 年企业债史无前例的发行高峰，规模较 2024 年下半年两季度平均值上升 70%。二季度即将到期的公司债超一半发行于 2020 Q2 和 2015 Q2。我们估算，**这些债的平均发行融资成本为 3.6%，而如果再融资，即使不出现信用溢价的上升，以当前融资成本展期（约 5.5%），也要增加 190bps 的财务成本。**

相关研究

1. 海外市场点评：美股在跌什么？-2025/03/11
2. 2025 年 2 月通胀数据点评：CPI “转负”，这次有何不同？-2025/03/09
3. 2025 年 2 月外贸数据点评：如何看待“抢出口”不及预期？-2025/03/09
4. 美国就业数据点评：2 月非农的“隐忧”-2025/03/08
5. 2025 年财政预算案点评：今年预算报告的“新鲜事”-2025/03/07

➤ **缩表后的流动性环境已经难言宽松。**作为流动性“缓冲池”的美联储隔夜逆回购 (ONRRP) 已较前两年大幅降低; 伴随美联储持续缩表 (QT), 商业银行体系的超储也明显减少, 随称不上紧张, 但也难言宽松。

➤ 当前流动性环境相对脆弱, 若再遇上偿债高峰, 可能导致信用利差快速上升。往前看 3 次加息周期 (图 7), **企业债 OAS 利差的高点, 滞后于最后一次加息的时滞平均 24 个月。**本轮“史诗级”加息结束于 2023 年 7 月, 按历史经验大致推算, 今年内出现信用溢价大幅上行的概率不低。那么上文提到的融资成本上升将远远超过 200bps。

➤ **债务上限和缩表太迟结束, 有可能“火上浇油”。**

➤ **年中若批准新的“债务上限”法案, 或引发流动性暂时大幅收紧。**1 月 2 日美国财政部启用“非常措施”来维持政府运营, 2 月 14 日财政部“非常措施”已耗 70%, 预计最后期限“X-DATE”或在今年 6 月附近。历史经验来看, 白宫通常在最后时刻签署新的债务上限法案, 虽然国债违约概率很低, 但“X-date”后或出现财政发债大增、导致市场流动性收紧。

➤ **当前市场对于美联储结束 QT 的预期产生差异:**1 月 FOMC 会议纪要显示, 部分联储官员认为在“债务上限”问题解决前暂停或减缓 QT 是合适的; 但联储调查问卷显示, 华尔街主要银行和基金经理预期 QT 在 6~7 月停止。若 QT 太晚结束, 可能给流动性进一步增添压力。

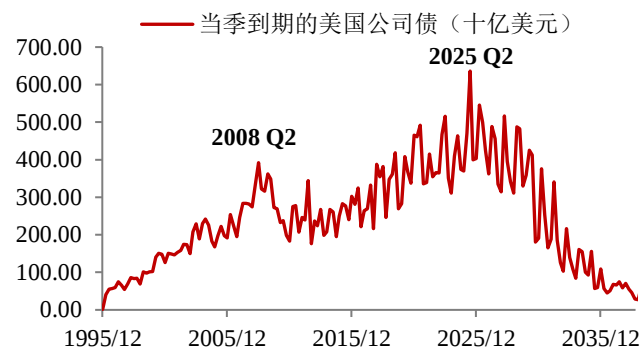
➤ **总言之, 二季度美国流动性环境转紧的风险恐难忽视, 美股可能还有一轮的调整。**回顾美国最近一次的流动性危机——硅谷银行 (SVB) 暴雷, 2023 年 3 月 7 日至 13 日全球股市调整, 美元指数下跌, 美债和黄金等避险资产的价格上涨, 尤其短端 2Y 美债收益率一周之内从 5.05% 下行至 4.03%, 而 SVB 和其他区域银行债券被抛售。

➤ 当前中国的科技, 欧洲的财政正在抽走美股市场资金, 另外, 日本薪资增速创下新高, 日本央行年内再次加息可能性增加, 去年 Carry Trading 反转的带来的流动性冲击还历历在目。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。

➤ **风险提示:** 美国经济基本面恶化超预期, 美国“债务上限”谈判进程超预期, 特朗普政策超预期。

图1：美国企业债季度发行规模

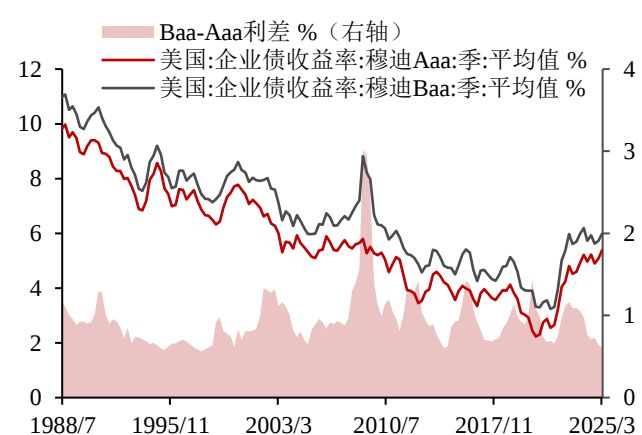

资料来源：彭博，民生证券研究院

图2：美国企业债季度到期规模


资料来源：彭博，民生证券研究院（数据包括活跃债券和非活跃债券）

图3：美国所有商业银行工商业贷款：每周变化


资料来源：美联储，民生证券研究院

图4：美国企业债利率上升、但信用利率仍较低


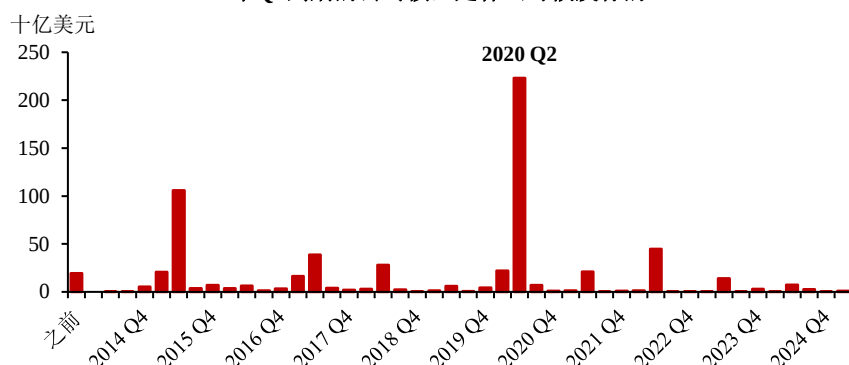
资料来源：彭博，民生证券研究院

图5：美国投资级企业债的利息覆盖倍数


资料来源：Apollo，民生证券研究院

图6：二季度即将到期的企业债，发行于何时？

2025年Q2到期的公司债，是什么时候发行的



资料来源：彭博，民生证券研究院

图7：企业债 OAS 利差的高点滞后于加息周期结束



资料来源：彭博，民生证券研究院

注：图中三次企业债 OAS 高点分别之后于加息周期最后一次加息 28 个月、30 个月、15 个月

图8：美国财政部 TGA 账户余额正在下降



资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：作为流动性“缓冲池”的逆回购较前两年明显降低



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图10：伴随着美联储缩表，银行体系准备金下降



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