



大类资产配置专题报告 2025年5月12日

美债与美股的反向螺旋

研究员：于军礼
从业资格证号：F0247894
交易咨询资格：Z0000112
联系邮箱：yujunli@greendh.com

摘要：

从经济四周期配置大类资产5月篇

美国征收对等关税，意味着二战后美国和非美世界的贸易逆差、资本顺差的金融环流趋于消亡，并开始逆向流动。

新增美债找到接盘侠的难度剧增，存量美债开启反向流动，收益率快增时，美联储将被迫再次下场启动大规模持续买入。

2024年底时存量美股总市值约60万亿美元，海外金融潮水开始退却，全球金融资产再配置启动，美股的反向螺旋启动。

高利率下，美国上市公司回购规模将下降，预期美国上市公司的盈利降幅更大。全球三大泡沫之一的美股泡沫正在破灭，大概率在2026年引爆经济金融危机。

预期中国权益市场是全球金融资产再配置的主要流入地，A股有望出现资金推动型上涨。

全球经济上行方向尚未发生实质性改变，支持大宗商品价格。

黄金阶段性涨幅过大，正常调整。

全球信用货币大贬值开启，对债券持有人是实质性征税。

预期中美大交易，离岸人民币汇率有望阶段性走强。

各项大类资产5月展望：

权益类资产：全球金融资产再配置，预期国际金融资本涌入，A股有望走出资金推动型上涨；

大宗商品：全球经济上行方向未改变，支持大宗商品价格；

黄金避险资产：黄金阶段性涨幅过大，正常调整；

债券类资产：全球信用货币大贬值开启，对债券持有人征税；

外汇资产：预期中美大交易，人民币升值；

格林大华期货交易咨询业务资格：

证监许可【2011】1288号

成文时间：2025年5月12日星期一



更多精彩内容请关注格林大华期货官方微信



前言

四大经济周期定义

1、基钦周期：

约瑟夫·基钦（Joseph Kitchin），英国统计学家。他在1923 年发表的论文《经济因素的周期和趋势》中，对1890-1922 年间英国和美国的商业周期进行了研究，发现了经济短周期（Business cycle）运行的规律。基钦发现金融和商业数据中银行信贷活动、大宗商品价格、利率存在着3年半左右的周期波动规律，并且三者之间存在着领先与滞后的相对关系。后人将基钦观察到的经济周期波动，命名为基钦周期，也称为经济短周期。

2、朱格拉周期：

1862年法国医生、经济学家克里门特·朱格拉(C Juglar)在《论法国、英国和美国的商业危机以及发生周期》一书中首次提出资本主义经济存在着9~10年的周期波动。“朱格拉周期”也称为制造业投资周期，又称中周期。

3、库兹涅茨周期：

1930年，美国经济学家库兹涅茨（S·Kuznets）提出了存在一种与房屋建筑业活动相关的经济周期，这种周期平均长度为20年。被称为“库兹涅茨”周期，也称建筑业周期。

4、康波周期：

俄国经济学家康德拉季耶夫（N·D·Codrulieff）于1925年提出资本主义经济中存在着50~60年一个的周期，故称“康德拉季耶夫”周期，也称长周期。康波周期分为复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段。康波萧条期是康波周期大循环中最动荡的周期时段，通常会充斥着混乱、战争、饥荒、大通胀、货币剧烈贬值等现象。

人类社会重大的科技创新通常出现于康波萧条期，因此康波周期也被称为科技创新周期。每一轮科技创新周期都会有一个科创中心国，本轮科技创新周期的中心国是中国。人工智能是本轮科创大时代最伟大的科技创新。AI人形机器人是本轮科技创新的终极代表。

DeepSeek打开了AI极低成本、大规模、本地化部署的极广阔应用空间，将带来全球生产力的大迸发。

人类社会正在进入科幻世界，未来已来。



一、美国征收对等关税，意味着二战后美国和非美世界的贸易逆差、资本顺差的金融环流趋于消亡，并开始逆向流动

二战后，全球构建起了以美国为核心的经济体系，美国向全球输出流动性。

70年代后，金本位解体，美国以最大原油进口国的身份，要求中东石油出口国的石油以美元结算，石油顺差投资美国债市和股市，石油美元形成。

80年代后，里根总统推行自由主义，美国制造业向其它国家大规模转移，美国贸易逆差快速增加。美国通过贸易逆差输出美元，向全球提供流动性，贸易盈余国以顺差美元买入美债和美股，美国实现资本顺差。

美国大规模征收对等关税，美国制造业加速回流，美国对日本的谈判要求是实现日美贸易平衡。

美国已经是原油的净出口国，此次美国大规模缩减贸易逆差，意味着全球围绕美国的贸易逆差、资本顺差的金融环流趋于消亡，并开始逆向流动。

二、新增美债找到接盘侠的难度剧增，存量美债开启反向流动，收益率快增时，美联储将被迫再次下场启动大规模持续买入

存量美债源于美国政府的寅吃卯粮，源于美国各大利益集团对美国中下层阶层的持续分肥，医疗集团、军工复合体、国会山股神们，都是受益者。

马斯克的政府效率部已经灰头土脸，“百日革命”失败。革命不是请客吃饭，希望由改良改变美国，在坚固的利益集团面前，注定无果。

美国的历史太短，对标中国历史的话，当前的美国财政困局，相当于中国的明末吧，“东林党”们不当差，不纳粮，将国家税赋大规模转嫁给无地的贫苦农户。美国内部的李自成们正在谋划起义，内部矛盾激化，同时关外精税的八旗大军正准备大举入关。

美国的国债已超过37万亿，财政赤字形成贸易逆差，贸易逆差转化为资本顺差，持续购买美债。随着大规模征收对等关税，美债的国外买家开始大幅减少，不仅增量减少，巨额的存量美债也开始被甩卖。4月日本金融体系直接大规模卖出美债，背刺美国。



美债的庞氏特征越发明晰，6月有6.5万亿美债需要以旧换新。随着海外美债接盘侠的消失，美债要么提高收益率以吸引买家，要么就是由美联储大规模买入美债，财政赤字货币化。

财政赤字货币化，即QE，美其名曰“现代货币理论”。这个“现代货币理论”并不现代，中国历史上就多次大规模实践过，从宋朝的交子、明朝的大明宝钞、解放前的法币和金圆券，都是财政赤字货币化的“典范”。当前的“优秀代表”国家是阿根廷。

三、2024年底时存量美股总市值约60万亿美元，海外金融潮水开始退却，全球金融资产再配置，美股的反向螺旋启动

依靠资本顺差的大规模流入，美国长期以来是全球资本市场的中心，2024年底时存量美股市值约60万亿美元。

2023年，标普500指数的上涨主要由7家大型科技公司贡献，其他493家公司集体打酱油。2024年，标普500指数的走强主要由英伟达贡献。

2025年春节前，中国的DeepSeek击垮了美国大型科技公司的AI堆算力护城河。美股走出A浪下跌，美国大规模加征关税后，纳指走出猛烈的C浪下跌，美股市值蒸发10万亿美元，其中7大科技公司蒸发6万亿美元，以对冲基金为代表的聪明钱大规模出逃。

4月底，聪明的贝莱德CEO宣布英国资产严重低估，开启抄底英国资产行动。作为管理着11.6万亿美元资产的全球最大投资公司，贝莱德的投资动向常常被视为市场风向标。抄底英国只是将卖出美国换了个称谓，本质是美国国际资本的全球再配置。

美国开启大规模征收对等关税后，众多养老金和主权财富基金或暂停了美国资产的增配，或大规模从美国资产撤退。

海外金融潮水大规模退却，全球金融资产再配置，美股已开启反向螺旋。

高利率限制了美股上市公司的回购规模，对等关税及海外国家的反报复使美国上市公司利润跌幅比股价跌幅更大。美股可能已进入股价越跌，市盈率越贵的恶性循环。

本轮的美股反弹已收复对等关税跌幅，但反弹的主要买入力量是散户群体，美国金融资本只是二次拉高出货。

全球三大泡沫之一的美股泡沫正在破灭，大概率在2026年引爆经济金融危机。



四、预期中国权益市场是全球金融资产再配置的主要流入地，A股有望出现资金推动型上涨

4月25日政治局会议指出，持续稳定和活跃资本市场，上证指数、沪深300指数均走出了横向整理，以中国资本市场的稳，映衬美股的剧烈动荡。

国际金融资本面临全球金融资产的再配置，畸高的美国资产配置占比是需要持续下降的，英国、欧盟、日本、香港的资产配置占比是需要持续增长的，但上述地区只是绿叶。而最重要的方向，真正的红花，就是向中国流动。

中国资本市场具有容量大、估值低、成长性高、确定性高的特征。国际金融资本无国界，具有天然的逐利性，中国资本市场已成为国际金融资本的最佳承载地。

至5月12日，A股已收复对等关税以来的跌幅，重回前期大型整理平台。

在国际金融资本眼中，A股是全球金融资产再配置的宝藏。在全球金融资本再配置的大潮下，有望推动A股走出资金推动型的上涨行情。

五、全球经济上行方向尚未发生实质性改变，支持大宗商品价格

据联合早报4月26日报道，多家中国出口商表示，包括沃尔玛在内的美国大零售商，已经通知一些中国供应商恢复发货，关税由美国买家承担。

对于美国的大型零售商来说，对中国商品的加价幅度是非常非常高的，几倍乃至十几倍是常态，承担关税，只是意味着零售商钱赚的少一些，大部分新增关税成本可以转嫁给消费者。货架空空，则意味着零售商的人工、卖场、库房的天价固定成本无法覆盖，零售商会血亏。

贸易转移是需要时间的，三个月？或者6个月。以美国对5000亿美元中国商品的直接需求，全球无法找到如此巨大体量的供应国。供应链的重建或许需要五年，或许需要十年，也或许永远不会发生。

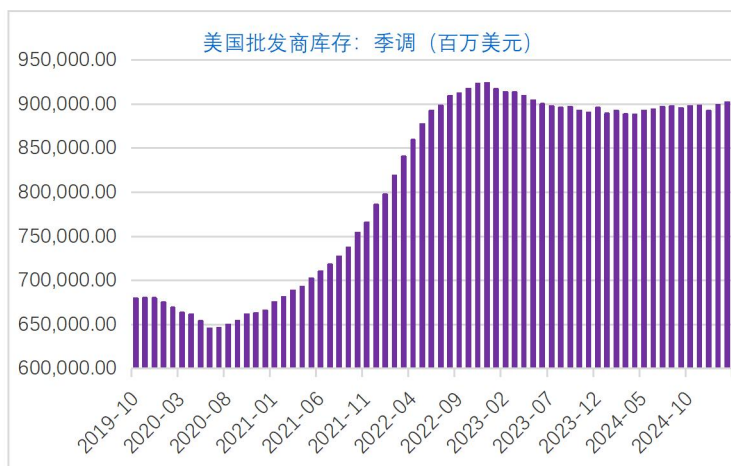
美国内不少产品对中国依存度较高。当前美国不仅在很多消费品上离不开中国，很多投资品和中间产品也需要从中国进口，有若干品类依存度超过50%，短期内在国际市场上很难找到替代来源。在全球产供应链深度交融的大背景下，中美贸易不可能完全中断

美国的消费者、零售商、批发商的存货能够等三个月吗，答案是否定的。以2月库存为例，美国零售商销售额为6278亿美元，美零售商库存为8227亿美元，可供销售的库存为1.3个月



。2月美国批发商库存为9023亿美元，可供零售商销售1.4个月。零售商库存和批发商库存合计可供销售2.7个月，但不管是零售商库存还是批发商库存，都不可能无限趋近于零，因此可以认为2个月大致是美国零售商的库存极限。以此推算，对应中国商品的库存最多只有两个月的库存，叠加船运、物流还需要时间，5月底消费者将面临空空货架，中国商品价格将大涨。

虽说美国的制造商库存2月有8648亿美元，但美国制造商的中间品大规模来源于中国供应链，并且很多中间品是不可替代的，缺少中国的中间品，美国制造商生产最终产品的节奏会大打折扣。



资料来源: WIND 格林大华研究院

民众的愤怒将淹没白宫，毕竟喊口号是一回事，柴米油盐的日常生活是另一回事。大概率美国政府会在5月下旬主动大幅妥协，对中国的关税战阶段性大失败。

从5月12日早上中国谈判团队在瑞士召开的发布会内容看，中美经贸高层谈判已经取得实质性进展。

以此推算，6月开始，国际贸易的日常有望大部分恢复，出于对美国政府政策摇摆的不信任，延误的订单还可能会产生报复性增长，以及美国国内贸易商、批发商、制造商会加速主动补库存，有望对大宗商品需求构成支持。



六、世界进入乱纪元，黄金阶段性涨幅过大，正常调整

治大国若烹小鲜，需要高度审慎，老成谋国。商人出身的特朗普将经商策略运用到超级大国的治国，如同大象进入瓷器店，还美其名曰：“交易的艺术”。

美国对世界开征对等关税，标志着当今世界已经进入乱纪元，叠加美债的飞升，黄金是乱纪元中最佳的财富储值品。

黄金价格急升至3500美元，震动世界，美国的金融统治面临倾覆的危险，必然会全力压制黄金价格，希望为美国的金融霸权续命。

中国是当今国际金融体系的受益者，不会去主动掀桌子。黄金的过快急升不符合主流国家的利益。

黄金在3500美元受阻是正常的，伴随对等关税的缓和，黄金进入阶段性调整，调整空间并不大，但时间会长一些。

下一个黄金飞升的大时间点是四季度或2026年初，美国基钦周期见顶下行，美国进入经济下行和通胀上行的滞胀状态，美国大概率引爆经济金融危机之时。

七、全球信用货币大贬值开启，对债券持有人是实质性征税

康波萧条期，历史上通常对应主权货币的大贬值，对债券持有人进行大规模实质性征税。

市场流传的“海湖庄园协议”是美元贬值20%—30%，近期欧元、日元对美元急升，中国台湾省的新台币对美元急升10%，亚洲新兴市场货币也对美元上升，印证“海湖庄园协议”正在持续推进。

市场流传的“海湖庄园协议”要求将日本等国持有的美债转换为百年无息债券，类似的债务重整在英国衰退时发生过。



资料来源：WIND 格林大华研究院

本轮对等关税引发的中国国债价格反弹，短久期2年期国债收益率波动不大，长久期30年期国债反弹幅度大，市场收益率曲线再度趋于扁平化，这种扁平化注定无法持久。



资料来源：WIND 格林大华研究院

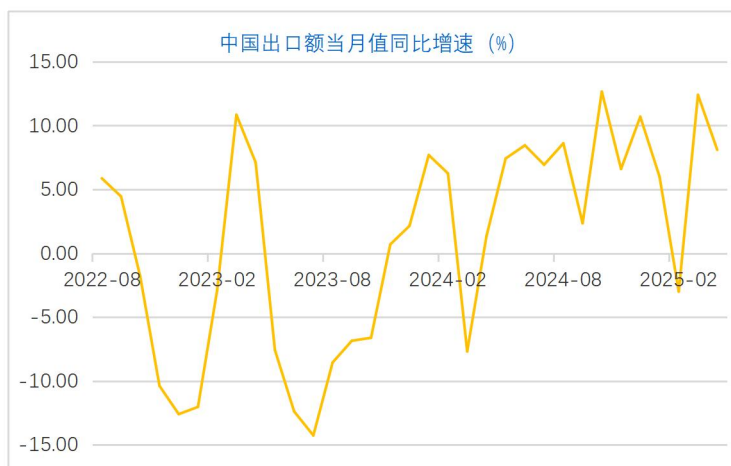
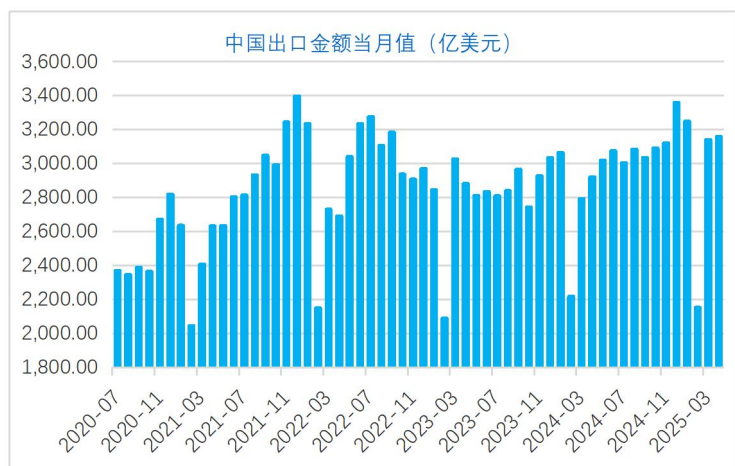


八、预期中美大交易，离岸人民币汇率有望阶段性走强

从5月12日早上中国谈判团队在瑞士召开的发布会内容看，中美经贸高层谈判已经取得实质性进展。

4月中国出口3156亿美元，当月同比增速为8.1%，大超市场预期。

离岸人民币汇率有望向7.0元进发，人民币资产将获益。



资料来源：WIND 格林大华研究院



资料来源：文华财经 格林大华研究院



九、各项大类资产5月展望

各项大类资产5月展望：

权益类资产：全球金融资产再配置，预期国际金融资本涌入，A股有望走出资金推动型上涨；

大宗商品：全球经济上行方向未改变，支持大宗商品价格；

黄金避险资产：黄金阶段性涨幅过大，正常调整；

债券类资产：全球信用货币大贬值开启，对债券持有人实质性征税；

外汇资产：预期中美大交易，人民币升值；

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，格林大华期货研究院力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经格林大华期货研究院许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。