

20250522—美债在跌是因为有人在卖，从负债端角度重新分析这句正确的废话和港股 A 股的关系

标题是一句非常正确的废话，但是这也是我认为目前最重要的信息。讨论美债利率上行多少是结果，是卖出这个负债端行为带来的结果。而分析 A-H 市场时也需要理解一点，目前中国权益资产的负债端已和前两年大不相同，和美元美债的相关性在显著下降。

美债在跌什么？比如大家可以举出一二三四五六七个例子；今天是州地方税抵扣上限超预期啦，昨天是 big beautiful bi 提交参议院啦等等。大家分析来分析去希望的都是的分时脉冲上找到归因，即明确事件驱动。



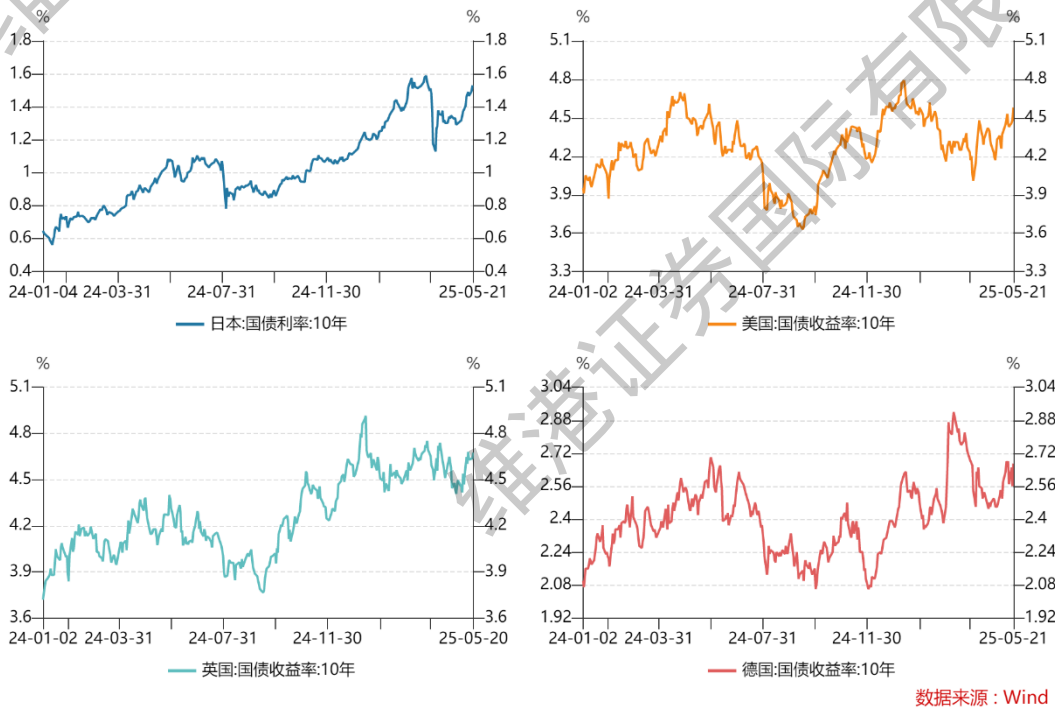
但这就是目前的美元美债市场和 4 月美国股债汇三杀阶段不一样的地方：图 2 是彼时的美债，图 1 是最近三天的美债。区别就在当时能明显的看到不同市场交易时段区分开的日内波动，随着关税或者其他什么新闻，有对冲中基金在做高频的动量交易。像大家熟悉的非农数据发布或者 CPI 什么数据公布后的美元美债上蹿下跳就是典型的这种对冲基金猛冲动量的结果。



而图1和图3是现在是美债和美元，和4月完全不一样；不一样的地方不是价格而是波动率，这是每天连绵不绝的阴跌，你找不出归因的那种。比如你最近再问美元美债在跌什么，这就不好从当天的新闻上找到归因了，而这其实是中国投资者非常熟悉的环节，在23-24年你问“A股今天在跌什么”经常是找不到理由的，村口死条狗都可以。当有人想卖的时候任何理由都可以，比如今天先迈左脚进办公室；想买的时候也一样，先涨了再有逻辑而不是先有逻辑再涨。



所以现在的美元美债一潭死水式下跌就非常像机构投资者们熟悉的 TWAP 卖单，有人每天不关注其他什么信息，持续不断稳定地卖，这是一个标准的负债端流出驱动，卖得多买的少的结果就是下跌；分析半天 A 股这个那个的，结论就是 23-24 年外资卖、公募赎回、散户不买所以任何理由都可以跌，现在 GJD 自己一直买所以涨，负债端逻辑比资产端逻辑大一个级别。



因此这周我们看到的现象是美债利率上行带着日债、英债、德债利率上行，全球投资者对有提赤字预期的西方经济体财政过度宽松担忧普遍升温，这约束了大钱加久期的需

求，但你说这叫不叫美债或者说危机，我觉得不算；24年8月日元套息交易 carry trade unwind 阶段算，那是对冲基金快速目高烈度的去杠杆。但目前的阴跌显然不是对冲基金或者其他看新闻做高频交易的交易员做的，是长钱的配置性思路发生了变化。要关注的地方不是这周需要怕全球长债联动下跌有没有风险，需要复盘的是4月10号一切问题的源头，即美元指数破位下跌。

复盘来看，4月整个一个月市场都是跟着贸易战交易的。4月9号川普宣布关税豁免90天、5月12号中美贸易和谈超预期让贸易战这个冲击翻篇了，中美经济都回到了3月的轨道上来。但是没回去的是什么？是4月10号美国参众两院敲定的预算法案规模超预期，财政开支削减严重不及预期；随后是一连串的事件强化这个叙事，因此美股美债的大劈又不是这周出现的，这个背离的趋势，仍应该用如下表述来总结：美国经济风险下行，但信用风险上行。M7所代表的美股盈利来自全球，当期业绩主要为私营企业B端需求beat支撑，因此相对免疫美国财政的远期担忧；而美元目前的弱势比美债更显著，美元弱是美债弱的原因，是负债端逻辑。



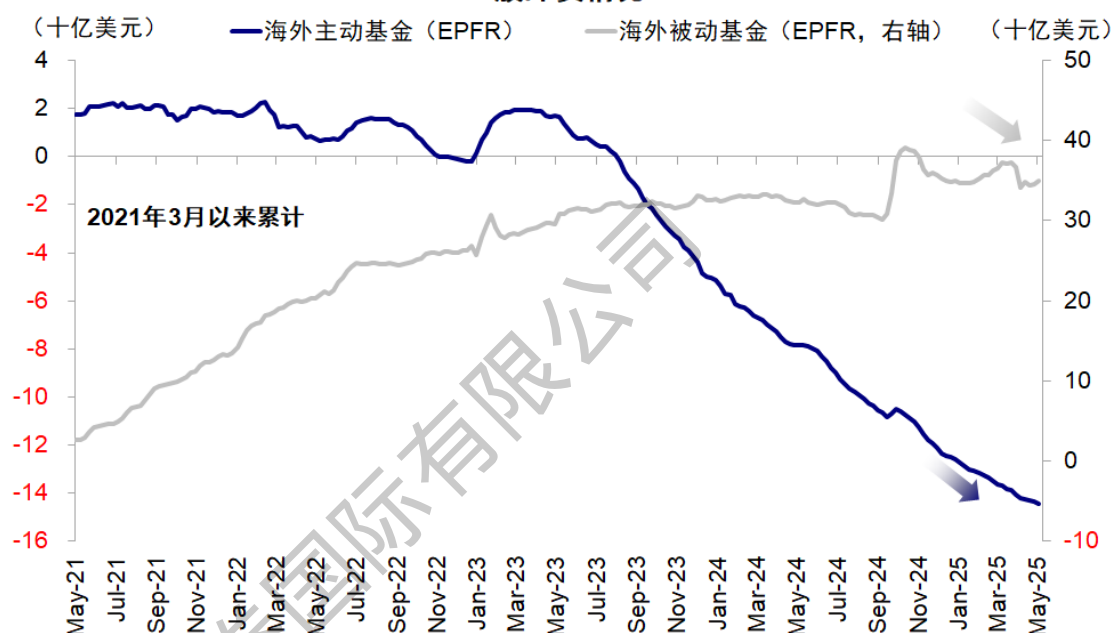
因此我前面最大的判断失误就是，认为美股反弹会带着美元美债修复；即认为美元指数的修复空间能看到4月10号那根明线的位置，反弹到103。因为本质上我不信美元黄昏，尤其是美国科技企业目前仍然是全球较强的分子端资产时更不信。但这种事情我信不信没用，客观现实就是美元指数连守住100都费劲，中期维度有长钱在卖美元美债，不是对冲基金在踩踏，美元到底强还是弱不是我用嘴说出来的，是钱用脚投票出来的；美股接近历史高位但美元都反弹不上103，这就是全球资本投出的弱美元一票，接受这个事实。

减税和赤字扩张必然带来美国居民部门需求的支撑，但交易这个事情可能是美股占优。因为如果你认为巨大规模的美债发行最后一定需要FED提供更充足的流动性支持，乃至至于重启QE购债，那么请问其他持有美元的美国贸易对手方为何要自己当那个代价？好处是美国居民拿的，而坏处是美元的海外持有者承担的。不过这个叙事太宏大对当期交易没有指导意义，就像4月中国大妈猛冲黄金时拿一个长期的美元黄昏叙事对着3500块的纽约金没意义一样。但是黄金跌不下去和美元反弹不上去，一个支撑位和一个压力位的组合之间，还是值得做个中长期思考的。

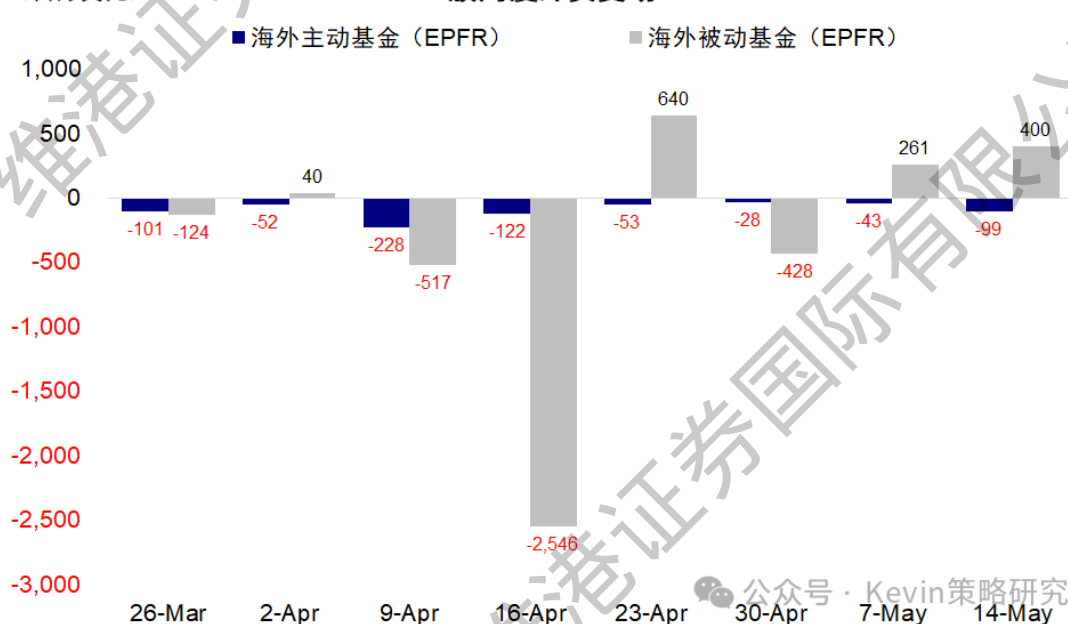
大家关心美元黄昏不黄昏、美债危机不危机主要还是关心对中国资产的影响，多头思路影响即东升西落会不会带动外资流入，而空头思路即担心美债炸了会不会导致外资流出港股补自己的美国头寸。我们还是从负债端视角出发给个评估：**目前A-H都不需要看这堆破烂事，外资回不来，也不会因为这个改变卖出行为。**

无论是 Deepseek 行情还是现在，外资长钱都一直头也不回地卖出港股 A 股；原因无他，就像中概股早晚都会从美国退市一样，有一天白宫没收你全部在 CN 投资是不需要讲道理的：所以留这钱没意义，账面利润都是虚拟数字，不如回美国。

A股外资情况

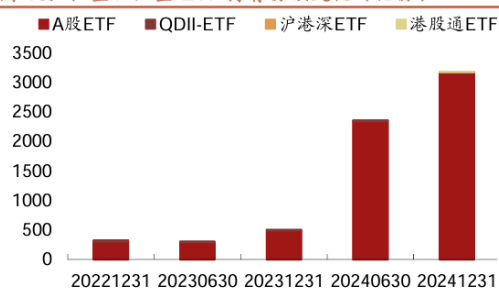


A股周度外资变动



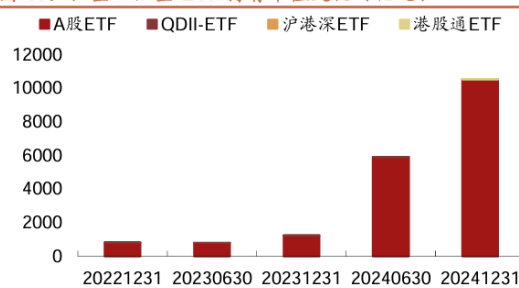
分析这个事情对 A 股权益无效的地方在于，你负债端的根源找错了。21 年到现在主动管理的外资机构一共从 A 股撤出了 140 亿美元，但 GJD 资金在 4 月护盘这半个月里就充值了 2000 亿 RMB，比外资四年卖盘加起来还多。

图 16: 证金、汇金 ETF 持有份额变化 (亿份)



资料来源: Wind, 招商证券

图 17: 证金、汇金 ETF 持有市值变化 (亿元)



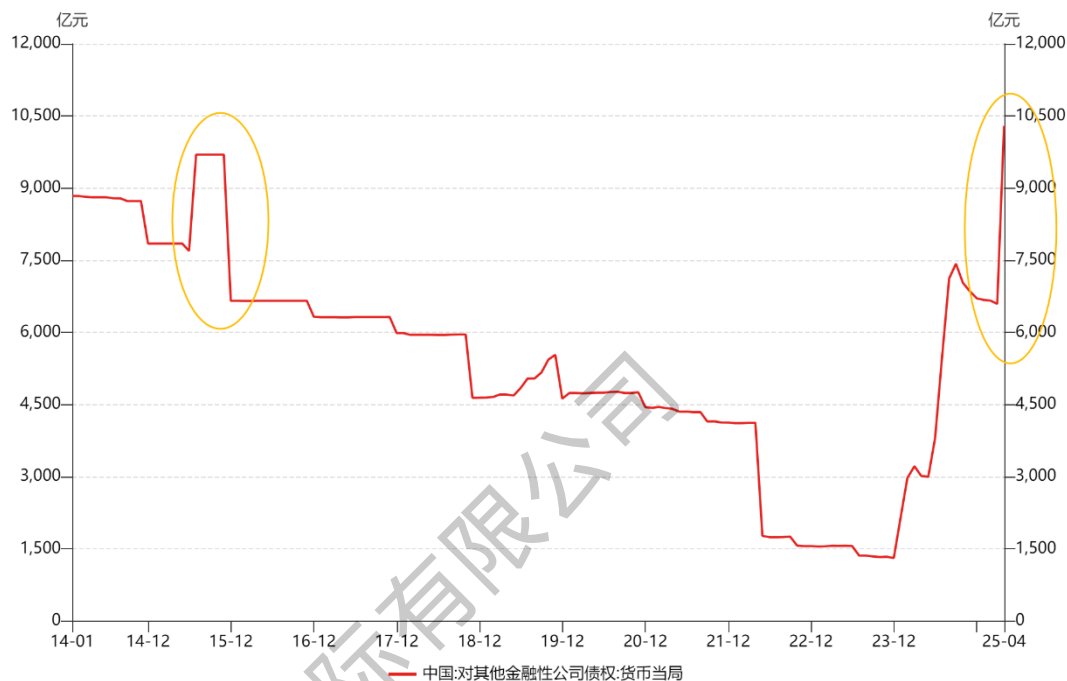
资料来源: Wind, 招商证券

下面看图 7-图 9, 23 年证金汇金的 ETF 持仓才 2000 亿, 24 年底就已经到了 1 万亿, 今年加仓完之后哪怕 A 股横一年, 这也有 1.3 万亿左右。15 年 7 月股灾期间 YM 给了证金汇金 2000 亿再贷款去救市护盘, 护盘结束之后就把钱还了。而 4 月一个月的再贷款规模就跳增 3700 亿, 比 15 年那次的规模还大。这次护盘结束之后会快速偿还么? 我认为不会, 再贷款利率已经降到了 1.5 左右, 而 300 的股息率在 3% 以上; 借钱躺着就能赚 1.5-2% 的净息差, 划得来。之前不做一个是因为上市公司分红不积极, 一个是因为指数波动率太高; 为了那 2% 的股息率承担 20% 回撤风, 险不划算。但这次加仓之后一堆宽基 ETF 的 GJD 持仓占比能达到 80%, 不好意思控盘的就是可以为所欲为; 低波动+强制提高分红比例都能实现, 所以说真别试图去交易这个了, 你打不赢锁仓 8 成的老庄的。放着这最大的负债端变动不分析去分析外资在 A 股那仨瓜俩枣意义真不大, 就是真东升西落了外资能跟 GJD 一样一年买 8000 亿 A 股 ETF? 要是不能的话看他干嘛

图 5: 本轮 (4/7-4/17) ETF 净流入规模居前的几只 ETF 均为“国家队”此前所青睐的传统宽基品种

序号	ETF 代码	ETF 名称	跟踪指数	本轮净流入规模 (亿元)	2024Q4“国家队”持仓比例
1	510300.SH	沪深300ETF	沪深300	413.3	70%
2	510330.SH	沪深300ETF华夏	沪深300	317.0	82%
3	510310.SH	沪深300ETF易方达	沪深300	306.3	73%
4	159919.SZ	沪深300ETF	沪深300	201.6	79%
5	510500.SH	中证500ETF	中证500	180.0	62%
6	510050.SH	上证50ETF	上证50	170.8	73%
7	512100.SH	中证1000ETF	中证1000	138.2	74%
8	159845.SZ	中证1000ETF	中证1000	90.4	84%
9	159915.SZ	创业板ETF	创业板指	59.3	34%
10	560010.SH	中证1000ETF指数	中证1000	57.1	87%
11	588080.SH	科创板50ETF	科创50	32.4	30%
12	159629.SZ	1000ETF	中证1000	23.7	75%
13	159928.SZ	消费ETF	800消费	12.2	0%
14	512660.SH	军工ETF	中证军工	10.4	0%
15	512170.SH	医疗ETF	中证医疗	9.3	0%
本轮净流入总计 (亿元)				2021.9	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所



中国央行在逐渐减持美债增持黄金来降低外汇储备风险，大多数行业都为脱钩断链储备了多年，该炸的雷都炸差不多了，A股的问题得从自身找，**一个是地产到底怎么样，一个是DS到底能不能跑通**；此外是微盘高歌猛进要是再炸了GJD何时重启买入宽基指数。进一步上涨是内因，而如果要跌也是内部结构性原因，总之，和美元美情本身的关系都不大，要找准谁才是核心负债端。