



# 美国国债避险属性弱化的内在机制 与溢出效应

樊少华 吕昇之 罗晨

**摘要** 美国国债一直被视为全球首要避险资产，在市场动荡期，美债通常会有更多的需求。然而，自特朗普第二次执政以来，巨大的政策不确定性快速推升全球经济和金融市场风险，美债市场却出现避险属性失灵的异象，投资人对美债避险资产地位的质疑达到高峰。本文尝试建立美债避险属性弱化的内在机制。据此分析认为，美国不断加重的财政和债务负担、金融市场结构的脆弱性、弱勢美元等各种复杂因素相互作用，正逐步损害美债的避险属性及其对投资者的吸引力。而美债避险属性弱化也可能对全球市场产生溢出效应，一方面，避险资产供给格局可能从“美国独大”走向多元化和碎片化；另一方面，美债市场的流动性风险可能影响新兴经济体的金融市场稳定。

**关键词** 异常现象 避险属性弱化 内在机制 替代资产 多元化和碎片化

## 一、引言

在美国主导的国际金融秩序下，美国国债（美债）因其突出的安全性和流动性优势，即使在危机来临时，美债相对于其他金融资产风险最低，且能够以合适的价格迅速变现，一直在全球金融市场扮演“避风港”角色。近几年来，国际地缘政治与经济形势越发复杂多变，虽然美债规模仍在快速扩张，依然吸引全球投资人持续增持美债；但当面临系统性风险时，美债的避险资产地位似乎已有所松动。在2020年3月新冠危机和2025年4月关税危机的高峰期，投资者一反常态，大量集中抛售美债，美债作为避险资产的传统属性出现了阶段性失灵。

大量研究表明，美债避险资产地位的

形成并非单一因素主导，而是由美元的国际储备货币地位、美国经济实力与金融市场深度等多重因素共同作用的结果（巴曙松等，2025；Jiang & Krishnamurthy, 2023；Maurizio et al., 2020）。美元的国际储备货币地位可以帮助美国政府稀释债务违约风险，在全球形成规模庞大的美元资金池，而依托美元货币体系，美联储更能通过货币政策工具为美国政府债务融资和美债市场流动性提供兜底支持，这些作用构成对美债避险属性的基础性支撑。另外，投资人在市场压力上升时进入美债市场避险的重要决策依据还在于对美国经济增长韧性、金融市场深度和可靠性的高度信任，即使遭遇全球性危机，也相信美国能够抵御冲击并更早恢复经济和市场活力。

然而时至今日，全球经济的叙事环境

樊少华，中债资信评估有限责任公司创新部资深分析师；吕昇之、罗晨，中债资信评估有限责任公司创新部分析师。

已发生深刻变化。一方面，全球“去美元化”进程持续深化，美元的绝对主导地位有所弱化，通胀回升压力、美元信用边际恶化以及政策独立性争议升温导致美联储提供兜底支持的能力面临更强约束。另一方面，美国的贸易失衡、虚实经济失衡与财政失衡等结构性问题日益显性化，导致其经济增长过度依赖财政与货币政策的强力刺激。过去几年美国经济增长的波动表现初步验证，一旦政策力度退坡，经济不仅难以实现持续稳定增长，而且更频繁地面临陷入衰退的风险。

同时，金融市场中，货币政策调控的负面外溢效应、金融监管体系的漏洞以及非银行金融领域与银行体系的跨市场业务关联，不仅可能冲击金融机构的资产负债表，还可能滋生出一些隐蔽性较强的风险 (Caballero & Krishnamurthy, 2009 ; FSB, 2020)。由于监管机构难以对这类风险进行有效监测和及时干预，一旦突然爆发，可能会威胁整个金融系统稳定，2022 年的银行业危机和 2025 年私人信贷市场的暴雷事件便是典型例证。对于如何改变经济困境，美国政府倾向于将内部风险外部化，以不公平的国际秩序削弱其经济和科技的全球竞争优势为由，试图重塑国际秩序，其身份俨然从二战后国际秩序的创建者转变为破坏者。总之，美国内部的经济和金融系统问题叠加政府政策调整的不确定性，推动其国家风险溢价不断上升，并加剧了全球局势的动荡。

在此背景下，当美国自身成为全球金融风险的重要策源地时，美债的首要避险资产地位面临的冲击强度与持续性，亟须投资人谨慎评估。整体而言，全球“去美元化”是一个渐进过程，中长期内美元仍

将占据国际货币体系的主导地位，叠加美债规模的显著领先优势、市场机构长期形成的资产配置惯性和替代资产短缺等因素的支持，预计美债依然可维持相对稳固的避险资产地位 (He et al., 2016)。但同时也要注意，美国内部风险因素的不断累积，正在弱化美债的避险属性，逐渐侵蚀其核心避险资产的地位。

本文结合关税战高峰期美债避险属性失灵的异常表现，聚焦美债避险属性弱化的内在机制，融合宏观信用、金融市场结构和货币等维度，分析美债避险属性面临的长期挑战，并探讨美债避险属性弱化对全球金融市场可能产生的溢出效应。

## 二、关税战高峰期美债避险属性失灵的市场表现

过去几十年全球金融市场动荡的历史表明：在金融市场动荡期，通常情况下美国股市会大幅下跌，全球避险资金涌入美债市场导致其收益率下降，美元汇率则受益于全球资金回流美国而升值，其他避险资产如黄金因配置需求下降而出现价格下跌。

然而近几年来，这一历史经验在新冠疫情和关税冲突两次重大危机中均被打破，资产价格的表现明显偏离过去规律。不过，两次危机期间的资产价格走势既有共性，也存在差异。共性层面，危机高峰期均出现“股债对冲”失效的现象，而呈现了美股下跌、美债收益率上行同步发生；差异之处在于，2020 年 3 月新冠危机高峰期，美元指数上涨、黄金价格下跌，整体符合历史经验，而在 2025 年 4 月关税战高峰期，则呈现出美元指数与美股、美债价格同跌、黄金价格走高的行情。具体而言，



关税战高峰期各类资产价格的独特表现主要体现在以下方面。

一是“股债对冲”、美元汇率上涨的传统逻辑失效,出现股债汇“三杀”,美债避险属性失灵。在新冠危机中,2020年3月9—19日,新冠疫情逐渐蔓延至整个美国,美国三大股指的跌幅在10%~16%,美国10年期国债收益率累计上行58 bps<sup>①</sup>。尽管股债同跌,但美元指数逆势上涨8.0%<sup>②</sup>。然而,在2025年关税战高峰期,美国金融市场出现罕见的股债汇“三杀”。特朗普公布“对等关税”政策之后的4月2—12日,美国三大股指的跌幅均在5%左右<sup>③</sup>,10年期美债收益率累计上行28 bps,在此期间4月6—12日的一周内,10年期美债收益率累计上行近50 bps<sup>④</sup>,创2001年以来最大单周涨幅。4月2—12日,美元指数波动下降3.8%并跌破100的心理关口<sup>⑤</sup>。

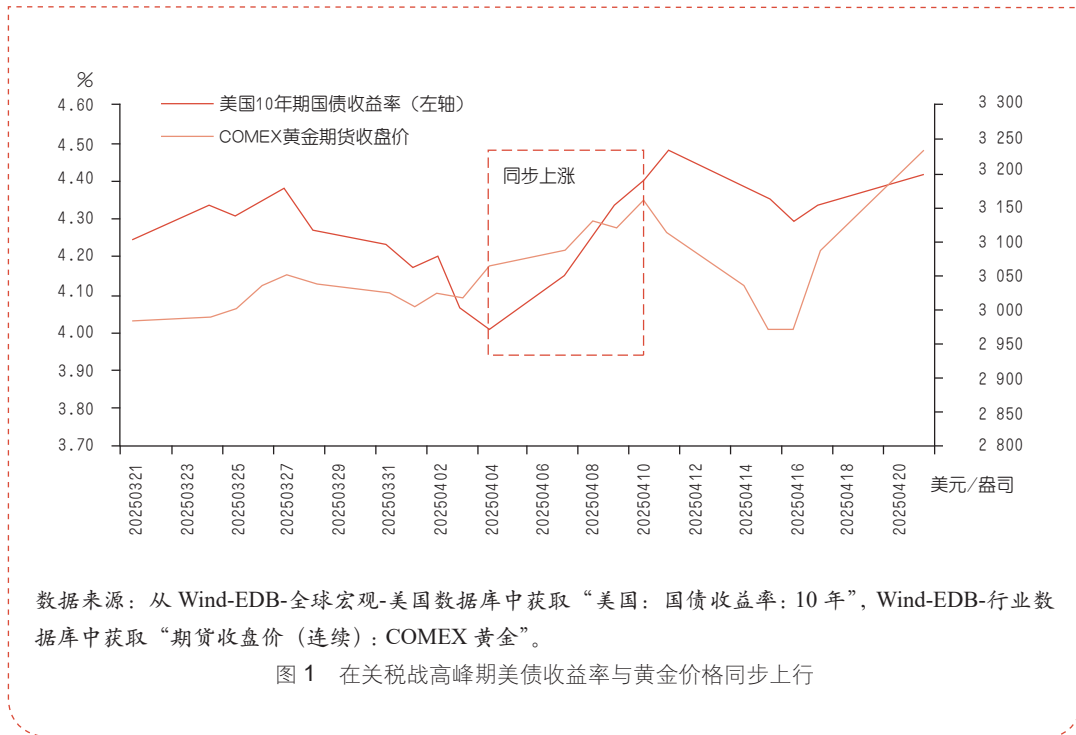
长期美债作为传统避险资产,在关税危机高峰期遭到严重抛售,收益率涨幅创历史纪录,避险资产属性出现失灵。结合关税战爆发前后美国5年期主权信用违约互换(CDS)利差大幅走高约21 bps的信号,以及对比新冠危机爆发前后该指标上升约

8 bps且快速回落的情况来看<sup>⑥</sup>,此次市场动荡的主导因素,或许是主权信用风险而非常规的经济或金融市场风险,这意味着投资者对美国政府信用的担忧已超越了对流动性风险的考量。

二是美债收益率与黄金价格的负相关关系发生逆转,二者同步上涨,黄金的避险价值明显上升。一般而言,黄金在持有期间属于无息资产,美债收益率上行意味着持有黄金的机会成本上升,投资人为锁定高收益会减持黄金、增配美债,因此美债收益率与黄金价格往往呈负相关关系。

2020年3月9—19日新冠危机高峰期,10年期美债收益率快速上行的同时,COMEX黄金期货收盘价由1672.9美元/盎司跌至1477.5美元/盎司,下跌了11.7%<sup>⑦</sup>。当时,黄金价格下跌除了受到美债收益率上行、美元走强的压制以外,更重要的原因是在系统性流动性危机中,投资人对美元以外资产的无差别抛售,黄金本身的避险属性暂时失灵。但在2025年关税战爆发后,4月2—12日,COMEX黄金期货收盘价上涨了2.2%,在10年期美债收益率快速上行的一周,黄金价格的涨

- 
- ① 从Choice-EDB-全球宏观-美国数据库中获取“道琼斯工业平均指数”“标准普尔500指数”“纳斯达克综合指数”,计算2020年3月9—19日三个指标的跌幅;从Wind-EDB-全球宏观-美国数据库中获取“美国:国债收益率:10年”,计算2020年3月9—19日的累计涨幅。
  - ② 从Wind-EDB-全球宏观-美国数据库中获取“美元指数”,计算2020年3月9—19日的涨幅。
  - ③ 从Choice-EDB-全球宏观-美国数据库中获取“道琼斯工业平均指数”“标准普尔500指数”“纳斯达克综合指数”,计算2025年4月2—12日三个指标的跌幅(4月12日周六无数据,用4月11日数据代替,下同)。
  - ④ 从Wind-EDB-全球宏观-美国数据库中获取“美国:国债收益率:10年”,计算2025年4月2—12日的累计涨幅,用2025年4月11日(当周五)数据减去4月4日(上周五)数据得出4月6—12日一周内的涨幅。
  - ⑤ 从Wind-EDB-全球宏观-美国数据库中获取“美元指数”,计算2025年4月2—12日的跌幅,4月11日为99.8。
  - ⑥ 数据来自: <https://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/united-states/5-years/>。2025年2月24日—4月24日,美国5年期主权CDS利差由低位30.58上升至最高值52.25基点,持续上涨约2个月;2020年2月26日至3月21日,由低位15.4上升至最高值23.3基点,持续上涨不到一个月就快速回落。
  - ⑦ 从Wind-EDB-行业数据库中获取“期货收盘价(连续):COMEX黄金”,计算2020年3月9—19日的跌幅。



数据来源：从 Wind-EDB-全球宏观-美国数据库中获取“美国：国债收益率：10 年”，Wind-EDB-行业数据库中获取“期货收盘价（连续）：COMEX 黄金”。

幅更是达 6.5%<sup>①</sup>（图 1）。实际上，近几年来黄金价格正处于上涨周期，关税战爆发后美债收益率大幅上涨并未打断这一趋势，这可能主要是因为关税战加剧了全球经济颓势和地缘政治博弈，反而促使避险资金进一步增加了黄金配置。美债收益率和黄金价格同步上行的走势表明，在美债避险属性阶段性失灵的同时，黄金的避险价值得到强化。

事实上，对于关税战爆发后美债收益率与其他资产价格违背历史经验的表现，究竟是技术性异常抑或周期性调整，还是投资者因质疑美债避险属性而向非美元资产均衡转变的结果，仍是一个悬而未决的议题。如果跳脱出关税战时期金融市场异常表现的短期视角，近几年来，美债未偿

余额中，外国投资者持有规模占比整体下行、部分国际投资机构推动资产配置多元化、全球央行增持黄金储备的长期趋势表明，投资者对美债无风险属性的传统认知已发生动摇。在 2025 年关税危机中，投资者向非美元资产分散配置的行为，对美债避险属性失灵所发挥的影响可能较新冠危机时期更为显著。这一判断在一定程度上也得到了美联储的间接印证。在美联储于 2025 年 5 月公布的货币政策会议纪要中，提及了对美债避险资产地位下降的担忧，指出 4 月份股债同跌和美元贬值的不寻常模式，可能预示着更深层次的转变。

另据 Jiang et al. (2025) 研究显示，长期以来，投资者因看重美债的安全性和流动性而愿意为持有美债支付额外的“安

① 从 Wind-EDB-行业数据库中获取“期货收盘价（连续）：COMEX 黄金”，计算 2025 年 4 月 2—12 日、4 月 6—12 日一周内的涨幅。

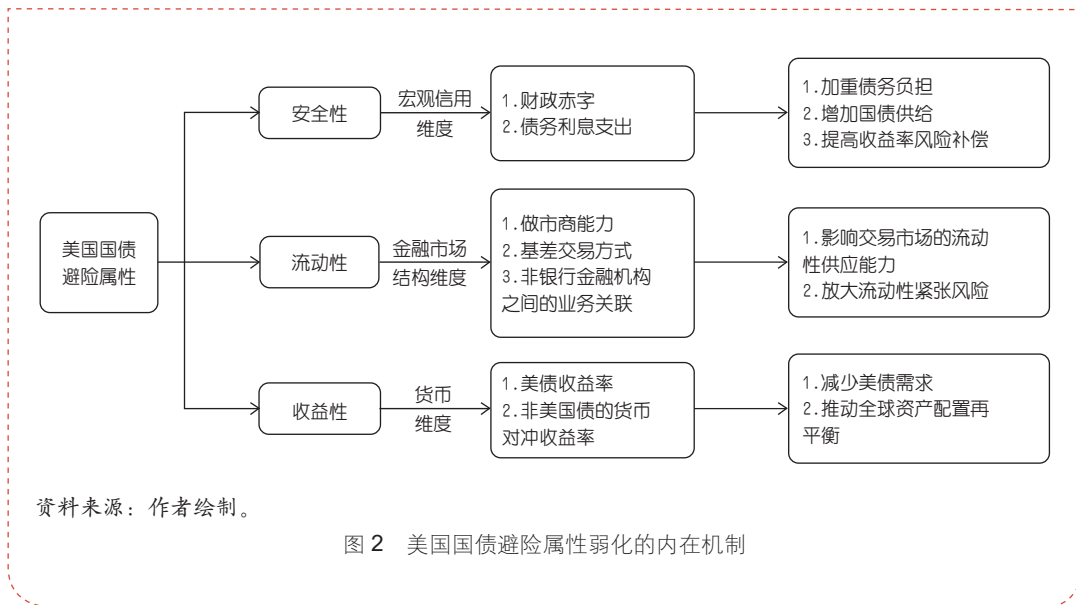


图2 美国国债避险属性弱化的内在机制

全溢价”，接受较低的美债收益率，使得美债便利收益率（Convenience Yield of U.S. Treasuries）<sup>①</sup> 保持正值，但目前这一局势已发生根本性逆转。近年来，美债的便利收益率有所下降，并在多个期限上呈现负值，尤其是长期国债的便利收益率下降幅度大于短期国债。这意味着投资者对美债安全性和流动性的信任度下降，从愿意支付“安全溢价”转变为要求更高的收益率补偿。这一转变的核心原因在于美债市场供给扩张、交易结构异化与需求端承压的全链条调整，直接削弱了美债的安全性和流动性优势，使得美债的潜在吸引力趋于下降。

总之，关税战期间美债和黄金的避险价值此消彼长的现象，叠加投资者资产配置多元化的趋势、美债便利收益率下降的特征，共同表明美债的避险属性正呈现弱化态势。而驱动这一变化的根源，需追溯至影响美债避险属性的内在机制。

### 三、美债避险属性弱化的内在机制

美债的安全性和流动性共同构成美债避险属性的基础，美债的投资回报即收益性也是国际投资人持有美债的重要考量因素。从美国内部风险演化的视角出发，评估美债的安全性、流动性和收益性可以分别从三个维度展开（图2）。

一是从宏观信用维度评估美债的安全性，主要考察美国的财政赤字、债务利息支出等关系政府信用根基的指标。如果美国政府的债务负担持续加重，不断增加国债供给压力，在风险溢价中枢抬升的背景下，市场对美债的风险补偿要求可能随之提高。

二是从金融市场结构维度评估美债的流动性，主要考察美债市场的做市商能力、基差交易方式和非银行金融机构之间的业务关联，这些因素在市场波动加剧与杠杆去化的叠加场景下，可能影响流动性供给，

① 美债的便利收益率是指期限匹配的掉期利率与国债收益率的差值。

进而放大流动性紧张甚至阶段性萎缩的风险。

三是从货币维度评估美债的收益性，主要是将美债收益率与其他国家国债对美元汇率的货币对冲收益率做对比，以此判断美债是否具有相对收益优势。在跨境资产配置多元化的趋势下，如果美债的相对收益优势持续下降，国际投资人可能会减少对美债的配置需求，这一资金流向变化或将进一步推动全球资产配置再平衡进程。

### （一）安全性方面，巨额赤字和高利息负担严重侵蚀联邦政府的信用基础

2000年以来，美国进入大财政时代，经过多轮经济刺激计划的实施，以及减税、增加医疗与社保支出等结构性改革后，财政赤字和债务规模快速膨胀。2024财年，美国财政赤字率达6.2%，公众持有的联邦政府债务占GDP比重为98%<sup>①</sup>。近年来利率高企进一步加重联邦政府偿债负担，2024财年政府债务净利息成本约占财政收入的18%<sup>②</sup>，美国已经形成一种“赤字-发债-利息支出负担加重-赤字扩大”的恶性循环趋势。

特朗普政府的“大而美”法案可能进一步恶化美国财政与债务前景。美国负责联邦预算委员会（CRFB）根据特定情形预计，2025—2034财年，“大而美”法案将使联邦政府赤字增加4.1万亿美元，财政赤字率将上升至7%~8%，到2034财年

公众持有的联邦政府债务占GDP比重可能达127%。CRFB预计2025—2034财年美国政府债务净利息支出将增加约7000亿美元<sup>③</sup>，而2024财年的净利息支出为8820亿美元。据此测算，2024—2034财年美国政府债务净利息支出的年均复合增速约为6%，大概率将超过美国的经济增长率，进而加剧“赤字-债务”螺旋，并带来长期、系统性的信用风险。在此背景下，美债收益率中可能将逐步隐含信用风险补偿，从而损害其“无风险”资产属性。

### （二）流动性方面，金融市场结构的脆弱性加大了危机时期美债市场流动性崩盘的风险

美债市场中，一级交易商的流动性供应能力相对不足。一级交易商是美债市场的做市商，承担着维系市场流动性的重要职能，但由于一级交易商的资产扩张速度远低于美债规模的增长速度，导致其流动性供应能力严重不足（Liang & Parkinson, 2020）。2010—2024年，美国证券经纪人和交易商金融资产存量、美债未偿余额（适销国债）的年均复合增速分别为1.9%和8.5%<sup>④</sup>，二者的增长节奏显著失衡。

影子交易商未充分发挥流动性补充功能。2008年金融危机以来，随着美国监管机构将依附于银行控股集团的一级交易商纳入更加严格的银行监管体系，美债投资者结构逐渐发生重要变化，对价格更为敏感、偏好短期交易的个人投资者（包括居

① 美国财政部: Financial Report of the United States Government.

② 美国债务利息负担创28年新高[EB/OL]. 澎湃新闻, 2024-10-20. [https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_29091013](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_29091013).

③ CRFB: The Senate OBBBA in Charts.

④ 从Wind-EDB-全球宏观-美国数据库中获取“美国: 证券经纪人和交易商金融资产存量”“美国: 国债未偿余额: 适销国债”，根据年均复合增速公式计算得出。



民和对冲基金)对美债市场的参与度明显提升。2022—2024年,个人投资者持有美债的占比由7.7%升至10.5%,而且个人投资者是三年中净增美债的最大买家,年均增持规模约7 200亿美元,占年均净增美债总额的71.8%<sup>①</sup>,大幅领先其他机构。对冲基金和高频交易商作为影子交易商,在市场平稳期一定程度上发挥了流动性补充的功能,但由于影子交易商的资本基础薄弱、不承担明确的做市职责,当危机来临投资者大规模抛售美债时,其主动承接美债的意愿不足(Menand & Younger, 2023)。此举可能导致市场恐慌情绪蔓延,进一步加剧流动性紧张局势。

对冲基金主要通过基差交易的方式参与美债市场,其危机时期的平仓行为易导致市场流动性崩盘(Duffie, 2025)。2022—2024年,美联储持续加息并维持高利率,同期美债发行规模快速扩张。市场环境的变化导致美债现货与期货价格差异更明显,促使美国对冲基金通过高杠杆融资开展基差套利交易。据市场机构研判,截至2025年4月,美债基差交易的总规模约为1万亿美元,最高杠杆率可能达到100倍<sup>②</sup>。然而,当市场风险形势较为复杂,现货与期货的价差背离收敛预期、反而不断扩大时,对冲基金为满足期货市场增加保证金的要求,可能进一步抛售现货美债,导致市场流动性急剧收紧,在极端市场环境下甚至可能引发流动性崩盘。2020年3月和2025年4月美债市场剧烈波动均与对

冲基金的基差交易活动有较强的关联性,根据市场机构估算,2025年关税危机高峰期美债收益率的涨幅中基差交易平仓的贡献率可能超过30%(温彬等,2025)。

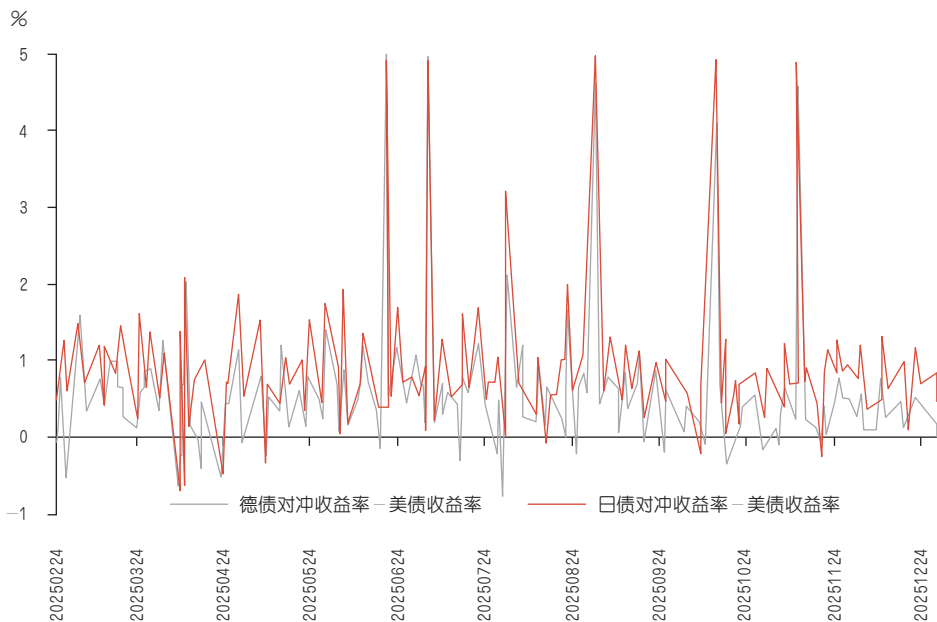
同时,非银行金融机构之间的业务关联可能会加快流动性风险的扩散。对冲基金、共同基金等非银行金融机构广泛参与美债市场业务,并通过回购协议和保证金交易等路径建立了密切的业务关联。在相关业务中,美债作为核心抵押品普遍存在再抵押行为,叠加非银机构的高杠杆操作,一旦单一抵押品价值缩水或某类机构流动性出现问题时,风险可能通过多层中介链条迅速传导至众多机构,进而引发更广泛的流动性风险。

目前,美联储正在推动将美国8家全球系统重要性银行的强化补充杠杆率(eSLR)由5%降至3.5%~4.5%,以期释放银行的购债需求。根据美联储2025年6月发布的《拟议规则制定公告》,eSLR下调1.4个百分点理论上可释放3.2万亿美元的美债购买空间<sup>③</sup>。但全球系统重要性银行增持美债的意愿受到持有美债占总杠杆敞口比例的约束和高收益资产竞争的影响,实际增购规模可能明显低于理论值。且只下调eSLR,却未在计算SLR时剔除美债,预计银行业面对市场冲击时,流动性压力仍会显著上升(易峘和胡李鹏,2025)。同时,虽然美联储已进入降息通道,可能会压制基差交易的套利空间,但在特朗普政府的高财政赤字预期下,美债的供应还会

① 从Wind-EDB-全球宏观-美国数据库中获取“美国:国债持有额”“美国:国债持有额:个人投资者”以及其他持有机构数据。

② 100倍杠杆,1万亿持仓,对冲基金在美债上做什么交易?[EB/OL].华尔街见闻,2025-04.25.<https://www.toutiao.com/article/7497164640300925477/>。

③ 美国联邦公告局:<https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2025-07-10/pdf/2025-12787.pdf>。



数据来源：从 Wind-EDB- 全球宏观 - 美国（德国、日本）数据库中分别获得“美国：国债收益率：10 年”“德国：国债收益率：10 年”“日本：国债收益率：10 年”，从 Wind-EDB- 外汇数据中分别获取“远期汇率：欧元兑美元：12 个月”“远期汇率：美元兑日元：12 个月”，从 Wind-EDB- 地区宏观 - 中国台湾数据库中分别获取“即期汇率：欧元兑美元”“即期汇率：美元兑日元”；在 EXCEL 中用公式  $(1/\text{远期或即期汇率})$ ，将德国的汇率转化为“远期汇率：美元兑欧元：12 个月”“即期汇率：美元兑欧元”；在 EXCEL 中用公式  $“即期汇率 \times (1 + \text{本国国债收益率}/100) / \text{远期汇率} - 1”$  分别计算德债和日债的对冲收益率，再分别与美债收益率进行比较。

图 3 德国和日本 10 年期国债对冲收益率高于美债收益率

持续增加，这将提高市场流动性、影响现券价格波动、扩大国债期货交易需求，为基差交易提供更多机会。因此，基于美债供需缺口与套利空间预计，未来基差交易规模还将维持在高位。

综合来看，美债市场做市商长期受到监管框架的约束，难以有效吸收局部市场的集中抛售压力，叠加对冲基金的杠杆化基差交易遇到市场波动易同步集中平仓，进一步放大阶段性供给冲击。而非银行金融机构一旦收紧融资条件，可能引发杠杆资金连环去化，且风险传导具有隐蔽性与跨机构关联性，容易加速抛售压力的跨市

场扩散，最终导致局部流动性紧张升级为全市场层面的流动性崩盘风险。

### （三）收益性方面，考虑货币因素后，美国长期国债收益率低于主要非美国国家国债的对冲收益率

国际投资人在投资美债时除了考虑安全性和流动性之外，还需考虑汇率波动对其未来投资收益的影响。投资者通过对比美债收益率与德债、日债等其他避险资产的汇率对冲收益率，在风险调整后收益最大化与风险分散化的平衡原则下，可能会选择具备相对收益优势的资产。特朗普第二次执政后，为提高美国产品的出口竞争



力，倾向于实行弱势美元政策。2025年，美元指数呈下跌趋势，全年跌幅约9.4%<sup>①</sup>，年内德国和日本10年期国债的对冲收益率分别比美国10年期国债收益率平均高出55 bps和90 bps（图3），美债收益性处于劣势。

目前，美联储已进入降息周期，市场预期2026年美联储主席换届后降息力度将有所加大，可能带动美债收益率和美元指数继续下行。即使降息后美债收益率仍高于其他非美国债收益率，但随着美元贬值，部分非美国债对冲收益率领先美债收益率的幅度可能进一步扩大，美债对国际避险资金的吸引力或持续下降，更多的资金有望流向德债、日债和黄金等其他避险资产，从而强化国际投资人的全球资产配置再平衡趋势。

基于上文的分析可知，在美国自身成为全球金融风险的重要策源地的背景下，对于美债的避险属性，需结合美国财政可持续性、金融市场结构、汇率走势等因素进行综合研判。从目前的形势来看，预计上述因素将驱动美债避险属性持续走弱。

#### 四、美债避险属性弱化的溢出效应

从全球避险资产的更替历史来看，美债避险属性的弱化，正为其替代资产创造发展空间，这与百年前“英镑-英债体系”的衰落形成呼应，但因时代背景差异又呈现出独特特征。历史路径上，尽管美国的GDP总量早在19世纪70年代就已

赶上英国，但在一战之前英国政府永续债仍是全球首要安全资产。随着英国经济与货币危机频发、全球经济重心转移，以及美国不断完善金融市场制度基础和提高国际化水平，美债通过扩大国债发行规模、依托美元崛起后的制度保障，在20世纪20年代实现避险吸引力跃升，逐步完成对英国政府永续债的替代，最终形成单一核心的全球避险资产格局（Eichengreen & Flandreau, 2008；He et al., 2016a）。

在现实变局中，美债正面临类似英国政府永续债的困境：国际三大评级机构已全部撤销美国的AAA最高主权信用评级，外资持有美债比例已降至30%左右<sup>②</sup>，全球央行纷纷增加黄金与非美货币资产储备。但差异同样显著，当前没有任何单一经济体能够复制美国在战后国际局势下拥有的全面优势，全球经济和货币体系呈现多极化格局，且替代资产在市场规模、深度和流动性方面都与美债存在较大差距，未来替代资产并非指向新的单一核心，而是朝着多元化方向发展。

在此背景下，美债避险属性弱化的溢出效应主要体现在两个层面。一是全球层面，避险资产供给格局可能从“美国独大”走向多元化和碎片化。随着美债避险属性弱化，黄金、欧元区债券、人民币资产等具有一定避险属性优势的替代选项的投资吸引力可能持续提升。国际货币基金机构官方论坛《2025年全球公共投资者报告》显示，在全球75家央行中，40%的央行

① 从Wind-EDB-全球宏观-美国数据库中获取“美元指数”计算得出。

② 从Wind-EDB-全球宏观-美国数据库中获取“美国：国债未偿余额：逆销国债”“美国：外国投资者持有美国国债金额”计算得出。

表示将在未来 10 年内持续增加黄金储备，30% 的央行拟增持人民币<sup>①</sup>。但这种多元化体系可能因不同资产的流动性、安全性、收益性差异而同时呈现出碎片化特征。

二是新兴经济体层面，压力与机遇双重交织。由美债市场集中抛售行为引发的流动性崩盘风险可能通过资本流动、汇率传导、资产定价和金融机构等渠道对新兴经济体的金融市场产生外溢影响，造成资本外流、汇率双向剧烈波动、股票和债券市场动荡等问题。另外，新兴经济体面临国债市场安全性不足、流动性较弱的挑战，但美债避险属性弱化催生的替代需求将为其提升本币国债的吸引力提供关键窗口期，促使其加快本币国债市场的规范化建

设与国际化发展。

结合当前国际格局的发展趋势来看，全球避险资产体系的重构，可能并非简单重复单一核心替代的历史经验。未来的关键，或许不是哪种新资产能够完全取代美债，而是如何在美债避险属性弱化的背景下，构建一个更分散、更有弹性的全球避险资产体系；新兴经济体如何在抵御外部冲击的同时，抓住多元化机遇提升本币资产的全球认可度。这些问题的答案，将决定未来国际金融体系的稳定程度与发展格局。<sup>[N]</sup>

学术编辑：韦燕春

#### 参考文献

- [1] 温彬,杨刚,张丽云.本轮美债抛售潮:原因、影响与展望[J].债券,2025(7):91-96.
- [2] 易昶,胡李鹏.联储下调eSLR会增加美债需求吗? [R].华泰证券,2025.
- [3] 巴曙松,张帅,庞溟.国际货币体系再平衡中的美债地位及其冲击评估[J].清华金融评论,2025(9):103-107.
- [4] Caballero R J,Krishnamurthy A.Global imbalances and financial fragility[J].American Economic Review: Papers & Proceedings,2009,99(2):584-588.
- [5] Duffie D.How US Treasuries can remain the world's safe haven[J].Journal of Economic Perspectives,2025,39(2):195-214.
- [6] Eichengreen B,Flandreau M.The rise and fall of the dollar, or when did the dollar replace sterling as the leading international currency?[R].NBER Working Paper No. 14154,2008.
- [7] He Z,Krishnamurthy A,Milbradt K.A model of safe asset determination[R].NBER Working Paper No. 22271, 2016.
- [8] He Z,Krishnamurthy A,Milbradt K.What makes US government bonds safe assets?[J].American Economic Review: Papers & Proceedings,2016,106(5):519-523.
- [9] Holistic review of the March market turmoil[R].Financial Stability Board (FSB),2020.
- [10] Jiang Z,Krishnamurthy A,Lustig H.Dollar safety and the global financial cycle[R].NBER Working Paper No. 27682,2023.
- [11] Jiang Z,Richmond R J,Zhang T.Convenience lost[R].NBER Working Paper No. 33940,2025.

<sup>①</sup> OMFIF最新报告称，未来十年预计30%的央行将增持人民币[N].环球时报,2025-06-26.<https://www.toutiao.com/article/7520021520505111074/>.



- [12] Liang N, Parkinson P. Enhancing liquidity of the U.S. Treasury market under stress[R]. Hutchins Center Working Paper #72, 2020.
- [13] Menand L, Younger J. Money and the public debt: Treasury market liquidity as a legal phenomenon[J]. Columbia Business Law Review, 2023(1):224-337.
- [14] Maurizio Michael Habib, Livio Stracca, Fabrizio Venditti. The fundamentals of safe assets[R]. European Central Bank (ECB) Working Paper Series No 2355, January 2020.

### **The Spillover Effects of a Weakened Perception of U.S. Treasury Securities as Safe-haven Assets**

FAN Shaohua LV Shengzhi LUO Chen

(Innovation Department, China Bond Rating Co., Ltd.)

**Abstract** U.S. Treasury securities have long been regarded as the world's premier safe-haven asset, typically experiencing heightened demand during periods of market turbulence. However, since the beginning of Donald Trump's second term, growing policy uncertainties have rapidly amplified risks in the global economy and financial markets. At the same time, an anomalous phenomenon has emerged in the U.S. Treasury market—its safe-haven attribute has shown periodic lapses. As a result, investor skepticism of the safe-haven status of U.S. Treasuries has reached a peak. This paper seeks to construct the internal mechanism behind the weakening of the safe-haven status of U.S. Treasury securities. Based on this analytical framework, it argues that a combination of complex factors—including the United States' escalating fiscal and debt burdens, fragilities in the financial market structure, and a weakening U.S. dollar—are interacting and progressively undermining the safe-haven status of U.S. Treasuries. This is reducing the appeal of Treasuries to investors and could create spillover effects on global markets. On one hand, the supply landscape for safe-haven assets is likely to shift from a U.S.-dominated scenario toward a more diversified and fragmented environment. On the other hand, liquidity risks within the U.S. Treasury market could pose potential threats to the financial stability of emerging economies.

**Keywords** Abnormal Phenomenon, Weakening of the Safe-Haven Attribute, Internal Mechanism, Alternative Assets, Diversification and Fragmentation

**JEL Classification** E43 F31 G15