



全球三大非均衡正反馈发散系统下的范式重塑

——李嘉图不等价、购买力不平价与利率不平价

摘要

- **理论基础：从均衡到非均衡，负反馈到正反馈，收敛到发散。**传统经济金融理论的“均衡”范式已难以适配当前全球经济现状，大类资产的定价框架与旧框架形成了显著偏离，全球经济系统正从均衡演进到非均衡，负反馈演进到正反馈，收敛演进到发散的状态。普利高津指出在远离平衡态的开放系统中，通过与环境交换能量和物质，系统可以自发形成新的有序结构——耗散结构，一旦外部能量供给中断，系统将发生剧烈相变。
- **全球经济三大非均衡正反馈发散系统的形成。**2000-2022年的旧框架下全球经济形成了稳定的三角循环：**(1) 美国：李嘉图不等价。**在债务率较低的区间，政府依据财政反应函数微调税收或支出，债务率一旦越过临界上限，财政反应函数失灵，可能导致债务螺旋式上升，推高利率并减缓经济增长；**(2) 中国：购买力不平价。**在均衡系统中，制造业效率的提升应该转化为国民收入的增长，但疫情之后，中国生产能力与内部购买力之间出现背离，导致价格水平持续低迷；**(3) 日本：利率不平价。**通缩时期的日本采取利率上限设定的方式，债务偿付压力暂时受控，但进入正常的通胀区间后，货币政策正常化使得利率弹性被释放，日元-日债死亡螺旋风险开启。
- **对抗熵增：三大非均衡发散系统所虹吸的能量。**三大非均衡发散系统如同黑洞，必须持续虹吸外部负熵以维持内部秩序。**(1) 美国：**为了增加美债需求维持债务系统不崩，虹吸货币政策信用（央行独立性）以及经济数据的公信力等；**(2) 中国：**通过提升组织化程度，将社会资源高度集中于技术攻坚和产能升级，但社会短期消费的弹性空间也相应受到了阶段性的约束；**(3) 日本：**由于长债利率飙升，日本财政融资呈现短期化的特征，收益率曲线逐步上移，日元随着日本国债收益率的上升而贬值，金融机构也面临着巨额浮亏和潜在流动性风险。
- **三大发散系统对全球大类资产定价范式的重塑。**随着传统定价范式的瓦解，大类资产定价不再遵从于经济周期框架，而是对抗熵增的叙事，短期价格越来越像“符号交易”，宏观不再是慢节奏的周期轮动，而是高频的相变脉冲。市场逐渐开始由叙事和流动性冲击双轮驱动：流动性平稳的时期，价格波动由叙事强度主导，最终形成自我加速的FOMO状态，而在流动性冲击时间，叙事松动。
- **美元视角的宏观拐点。**美元指数在跌破长期上行趋势线下台阶时，往往伴随着从“多边协作”向“单边地缘冲突”驱动的定价逻辑转变，但事后来看都无法彻底扭转下行的大趋势；美元指数在趋势区间内的小周期拐点的触发，本质上都是通过“制造全球流动性稀缺”或“引爆非美地区尾部风险”来实现的。本次美元下行源于三大系统发散与美债地位削弱，美国靠战争延缓跌势，但中东战事失控又将引发通胀、财政风险。如果未来遇到全球风险冲击，美债的抵押品功能系统性瘫痪，或许将导致全球流动性冲击的严重性被放大数倍。
- **风险提示：**系统演化路径识别偏差风险、物理学耗散结构理论在社会科学中的适用性局限风险、“相变”时点的随机性与不可预测风险。

西南证券研究院

分析师：程睿智
执业证号：S1250524050004
电话：18301668853
邮箱：chengzuo@swsc.com.cn

相关研究

1. 2026年策略展望：大类资产定价的K型背离——黄金坐标系的切换与财政风险溢价的扩散路径 (2025-12-04)
2. 系统动力学模型研判市场系列之二：来自物理学的预警——LPPL模型如何提示历史行情主升浪顶部 (2025-09-11)
3. 基于系统动力学模型的牛市正反馈切换点识别与当前市场研判 (2025-09-04)
4. 美国财政主导阶段的行为扭曲与潜在通胀风险 (2025-08-25)
5. 己日革之，待时而动——2025年中期策略展望 (2025-07-09)
6. 论Fed put交易的终结：财政风险与逆全球化的双重压力 (2025-05-27)

目 录

1 理论基础：从均衡到非均衡，负反馈到正反馈，收敛到发散	1
1.1 旧范式的崩塌：“均衡”执念的终结.....	1
1.2 新范式的理论基础：普利高津耗散结构理论.....	2
1.3 从负反馈到正反馈的系统演化.....	2
2 全球经济三大非均衡正反馈发散系统的形成	3
2.1 美国：李嘉图不等价.....	3
2.2 中国：购买力不平价.....	4
2.3 日本：利率不平价.....	7
2.4 旧框架下三大系统耦合到新框架三大系统发散的断裂.....	9
3 对抗熵增：三大非均衡发散系统所虹吸的能量	9
3.1 美国发散系统黑洞所吸收的能量.....	9
3.2 中国发散系统黑洞所吸收的能量.....	11
3.3 日本发散系统黑洞所吸收的能量.....	12
4 三大发散系统对全球大类资产定价范式的重塑	16
4.1 大类资产定价不再遵从于经济周期框架，而是对抗熵增的叙事.....	16
4.2 时间和空间扭曲：叙事定价时空维度极致压缩.....	16
4.3 回溯 2022 年 10 月后大的主流叙事与宏观拐点：.....	17
5 美元视角的宏观拐点	21
5.1 美元指数跌破长期上行趋势下台阶时的挣扎.....	21
5.2 美元指数在趋势区间内的小周期拐点的触发.....	23
5.3 避险资产的缺位与流动性收缩螺旋.....	25
6 风险提示	28

图 目 录

图 1: 通缩-通胀机制转换.....	1
图 2: 美国债务发散风险指数 vs 美债海外持有年增量 (左轴, %; 右轴, 十亿美元)	3
图 3: 债务率可能失控加速上行.....	4
图 4: 隐含通胀预期 vs 通胀平减 (%)	5
图 5: 购买力平价模型 (%) vs 人民币汇率.....	5
图 6: 实际利率领先实际汇率 (左轴, %)	6
图 7: 产能过剩度量.....	6
图 8: 日元-日债死亡螺旋的正反馈机制.....	7
图 9: 日本债务发散风险指数 (%) vs BOJ 持有日债增量 (十亿日元)	7
图 10: 美元兑日元 vs 美日利差 (右轴, %)	8
图 11: 日元套息货币对收益率 vs 全球制造业周期.....	8
图 12: 货币宽松冲击与政治压力冲击对通胀的不同影响.....	10
图 13: 非农就业人数 (百万人): 修订后 vs 此前公布.....	10
图 14: 新增非农就业人数 (千人): 修订后 vs 此前公布.....	11
图 15: 2024 财年末, 按期限类型划分的一般债券未偿余额明细及其平均利率	12
图 16: 2 年期日本国债拍卖平均收益率 (%)	13
图 17: 日本财政结构逐渐依赖短期债券发行.....	13
图 18: 日本 2025 财年预算支出结构.....	14
图 19: iShares Core Japan Government Bonds ETF 走势.....	15
图 20: 日本寿险公司浮亏.....	15
图 21: 全球信贷脉冲 vs CRB 商品指数.....	16
图 22: 人民币名义和实际有效汇率指数.....	17
图 23: 实际美元指数.....	18
图 24: 纳指 vs 中国 30 年国债期货.....	18
图 25: 纳指 vs 韩国 kosdaq.....	19
图 26: 2024 年 5 月 20 日前后各大类资产走势.....	19
图 27: 日本套息逆转导致低息日元快速升值、高息墨西哥比索贬值, 美股下挫	20
图 28: 2025 年 2 月纳指和中国 30 年国债期货 TL 阶段性触顶.....	20
图 29: 黄金 vs 韩国综指.....	21
图 30: 美元指数走势.....	21
图 31: 美元指数走势.....	23
图 32: 通胀互换曲线.....	25
图 33: 地缘冲突前后美债利率表现统计.....	25
图 34: 美日英德便利收益率.....	27

1 理论基础：从均衡到非均衡，负反馈到正反馈，收敛到发散

1.1 旧范式的崩塌：“均衡”执念的终结

传统经济学、金融学核心理论骨架——“均衡”一词正在干扰甚至误导当前的投资者对于未来世界的判断。正如我们在前期报告《大类资产定价的 K 型背离：黄金坐标系的切换与财政风险溢价的扩散路径》所展示的，大类资产的定价框架与旧框架形成了显著偏离。全球经济系统的演进模式正在驶入一个陌生航域，然而大部分市场参与者讨论仍然囿于“均衡”框架的执念之中。我们认为，全球经济系统正从均衡演进到非均衡，负反馈演进到正反馈，收敛演进到发散的状态。

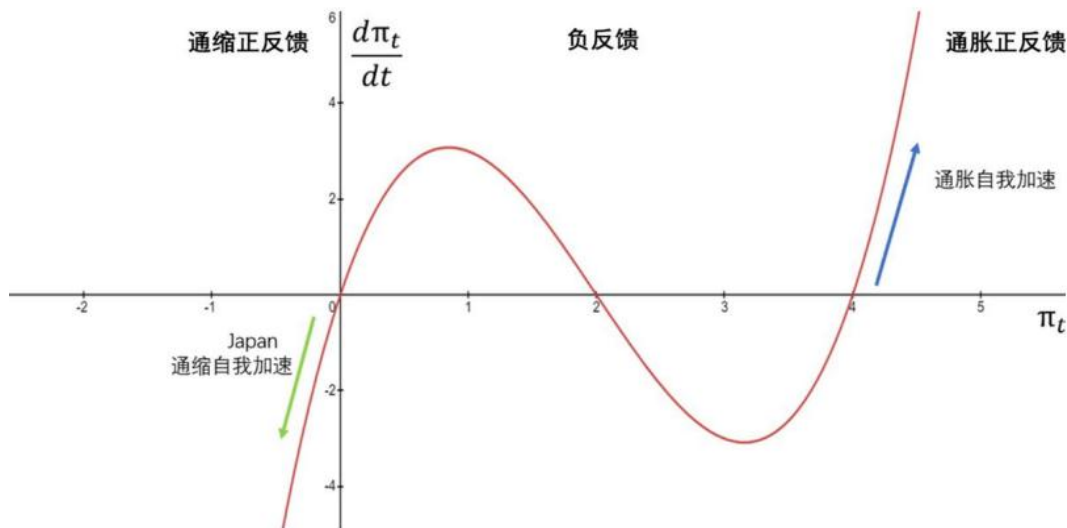
这一点我们从通胀相位图可以很好的展示，正如我们在报告《日元-日债死亡螺旋：为何加息反而扣动了日元贬值的扳机》中展示的，宏观经济系统中通胀状态有三个区间，类似图中通胀的变化率是通胀读数的三次函数，日本可能从通缩正反馈区间走入负反馈区间，所以基于此开启了货币政策正常化的步伐：

(1) 经济变量互相钳制的负反馈区间：价格过高，需求减少，价格回落；价格过低，需求增加，价格修复；

(2) 通胀正反馈区间：通胀越高，需求越强；

(3) 通缩正反馈区间：通缩越强，需求越弱。

图 1：通缩-通胀机制转换



数据来源：西南证券整理

需要注意的是，图 1 是通胀变化率的相位图，横坐标轴是通胀的度数而非时间。我们传统的经济金融理论，大部分时间都是在讨论负反馈区间中所发生的事，所以大部分投资者天然地认为，价格高了需求就会被抑制，进而抑制价格上行，但这只是在一定价格限度之内才会发生的情形。价格涨过或者跌破一定临界值之后，就会发生跟所谓的常识完全相反的状态：

价格越低供给越大、价格越高需求越高。这就是系统从负反馈收敛系统切换到正反馈发散系统的一个案例，也就意味着均衡系统不复存在，而是演变为一个非均衡系统。

那么问题来了，非均衡系统一定意味着不稳定吗？并不一定，因为进入非均衡系统之后，系统的确倾向于不稳定性增强，用物理中的热力学定义来讲意味着熵增，然而最后的结果是否是整个系统的崩塌，还取决于短期内系统能否吸收更多“负熵”来抵消内部的“熵增”，如果能够吸收，系统短期内也会维持一定的暂时稳定，使得发散继续，直到“负熵”能量不足以抵消内部的混乱，最终形成系统崩溃，也就构成了更大级别的“均值回归”，这也蕴含着经济学中所谓的“周期嵌套”的思想。所以基于以上分析，我们借鉴了物理学中的普利高津耗散结构理论来描述以上非均衡发散系统的状态。

1.2 新范式的理论基础：普利高津耗散结构理论

诺贝尔化学奖得主普利高津（Ilya Prigogine）的耗散结构理论为理解当前全球经济系统范式转移提供了强大的理论透镜。他的核心洞见在于提出，在远离平衡态的开放系统中，通过与环境交换能量和物质，系统可以自发形成新的有序结构——耗散结构。这一理论的关键概念包括：

（1）分叉点（Bifurcation Point）：

当系统参数跨越临界值时，系统可能从一种稳定状态跃迁到另一种稳定状态。在分叉点，微小的涨落可能被放大并决定系统的最终演化路径。

（2）涨落（Fluctuation）：

在平衡态附近，涨落被系统吸收并衰减。但在临界点附近，涨落被放大，成为驱动系统演化的关键力量。

（3）能量流动与熵产生：

耗散结构通过持续的能量流动维持有序状态，同时产生熵并将其排出系统。

“黑洞效应”的本质：三大系统如同宇宙中的黑洞，通过极端的引力扭曲（政策扭曲、价格扭曲、利率扭曲）虹吸外部资源，以维持内部结构的暂时稳定。但这种稳定是耗散结构——必须持续消耗外部负熵，一旦外部供给中断，系统将发生剧烈相变。

1.3 从负反馈到正反馈的系统演化

正反馈系统的关键特征：

- （1）路径依赖：一旦进入特定路径，自我强化机制使其难以逆转；
- （2）多重均衡：系统可能存在多个稳定状态，最终状态取决于初始条件和随机冲击；
- （3）临界点行为：在临界点附近，系统对微小扰动的敏感性急剧增加。

这种从收敛向发散的系统性演化根植于过去二十年全球分工的深层裂痕之中，当耗散结构中的“涨落”积累到阈值时，旧范式下的全球“三位一体”循环（美国的信用输出、中国的产能供给与日本的廉价流动性）便从彼此锚定的均衡态，跌入了各自强化的发散轨道。以下我们将详细拆解这三大系统是如何逐步演化出具有“黑洞”特征的非均衡正反馈机制的。

2 全球经济三大非均衡正反馈发散系统的形成

在 2000-2022 年的旧框架下，全球经济形成了稳定的三角循环：

美国作为全球货币信用生产中心，为全球提供安全资产作为杠杆资金高等级抵押品；

中国作为全球制造业商品生产中心，为全球提供高质量低价格的中间品与消费品；

日本作为全球廉价流动性生产中心，通过低利率环境和日元套息交易为全球活跃资金提供廉价流动性。

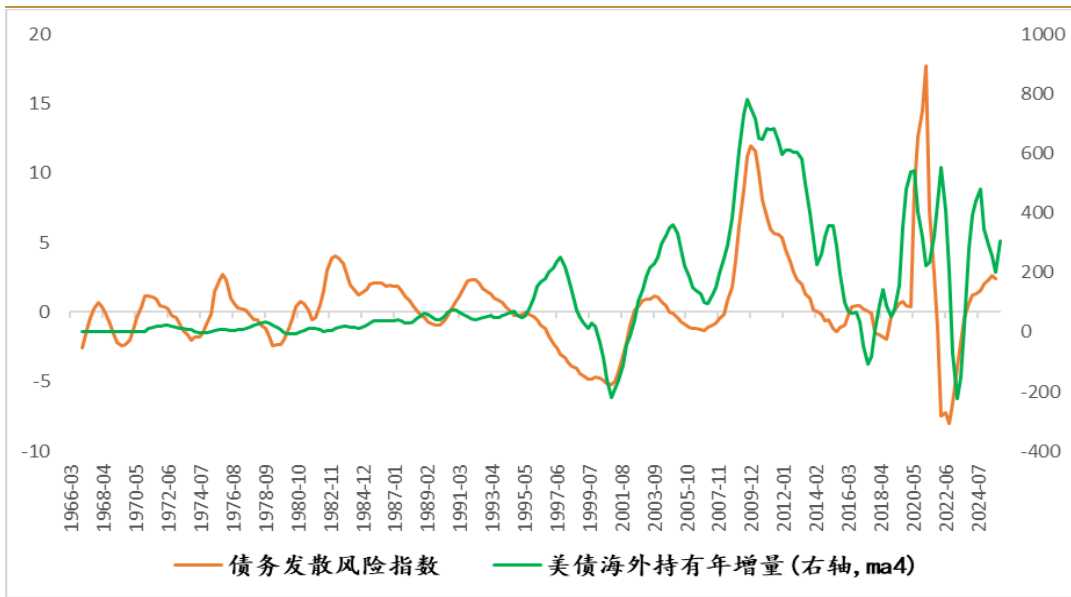
2.1 美国：李嘉图不等价

传统李嘉图等价定理认为，政府债务只是税收的时间平移——理性预期会抵消财政政策的差异。在债务率较低的区间，系统处于普利高津所说的“线性区”或“近平衡态”。当系统受到微小扰动（如一次轻度衰退导致债务率上升）时，系统的财政反应函数是有效的。政府依据财政反应函数通过微调税收或支出，产生的“负熵流”足以抵消债务产生的“熵增”，此时可以认为系统处于稳态均衡。

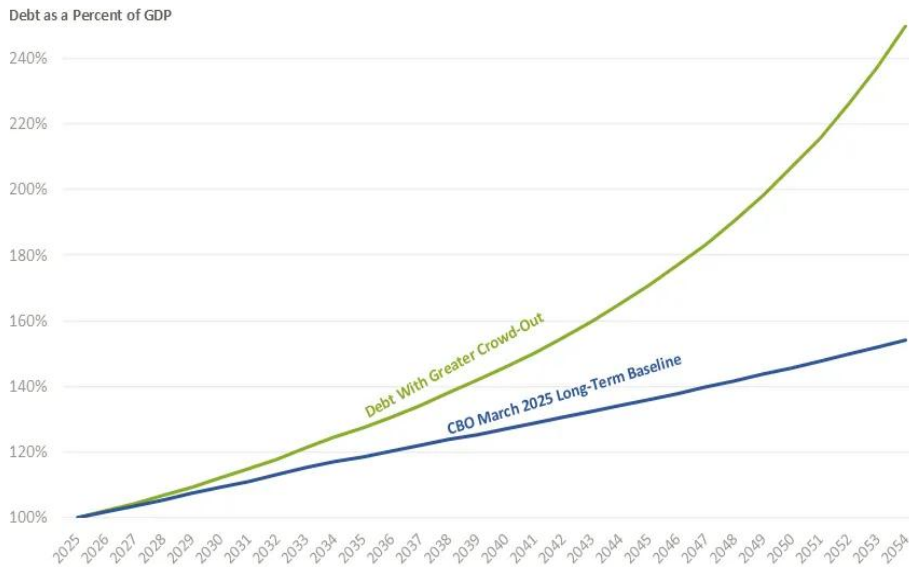
一旦越过临界上限，系统进入非线性区，逻辑发生了根本性的逆转：从“均值回归”变为“无限发散”。财政反应函数在此阶段失灵，因为利息支出已经吞噬了财政空间，政府失去了产生“负熵”的能力。随着债务增加，它会形成自我强化机制，并可能导致债务螺旋式上升。高额债务会推高利率，减缓经济增长。这反过来又会增加利息成本，减少收入，从而进一步推高债务。利率对债务越敏感，债务增长的速度就越快。

根据我们于 2023 年发布的报告《银行风险揭露 higher for longer 的代价：美国债务发散风险逐步抬升》中的建模，2025 年美国债务率已经临近债务发散临界点。

图 2：美国债务发散风险指数 vs 美债海外持有年增量（左轴，%；右轴，十亿美元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：债务率可能失控加速上行


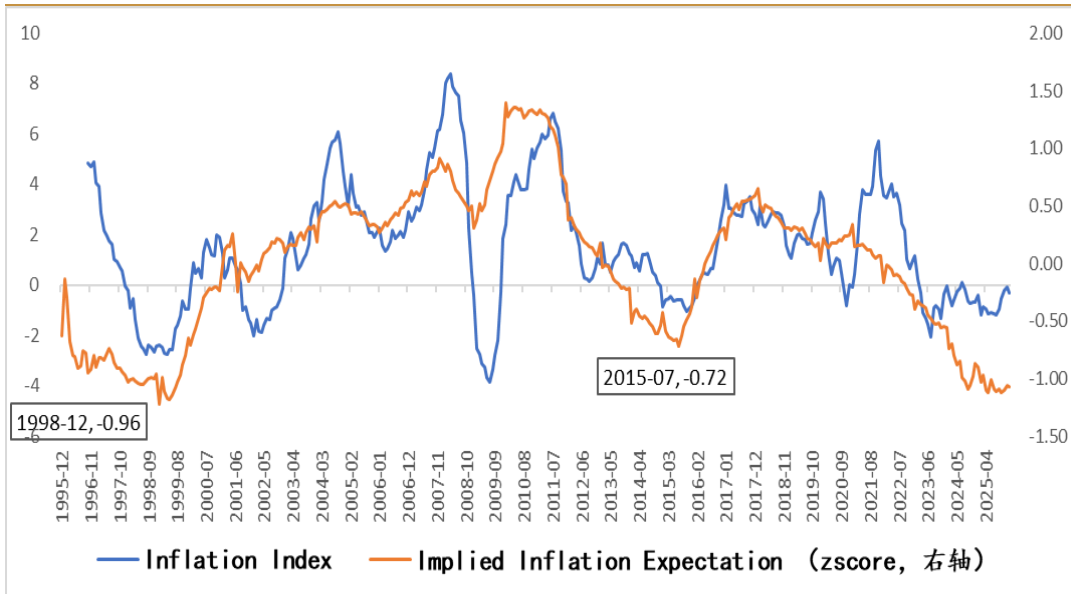
数据来源：美国国会预算办公室，西南证券整理

2.2 中国：购买力不平价

在经典的国际贸易理论中，购买力平价(PPP)认为在长期内，由于套利机制，不同国家的商品价格应该趋于一致。在均衡系统中，制造业效率的提升应该转化为国民收入的增长，进而转化为购买力（内部消化）。分析开放经济中非贸易价格演变的主要模型是巴拉萨（Balassa, 1964）和萨缪尔森（Samuelson, 1964）建立的框架。他们的模型假设在一个小型开放经济体，具有完全竞争的可贸易部门（价格由世界市场决定）和非贸易部门（价格由国内决定）。劳动力是唯一的生产要素。他们表明，假设一价定律适用于可贸易商品，这一部门生产率的增长推高了可贸易部门和非贸易部门的实际工资。这导致非贸易品相对价格上涨，从而导致实际汇率升值，这就是通常所说的巴拉萨-萨缪尔森效应。

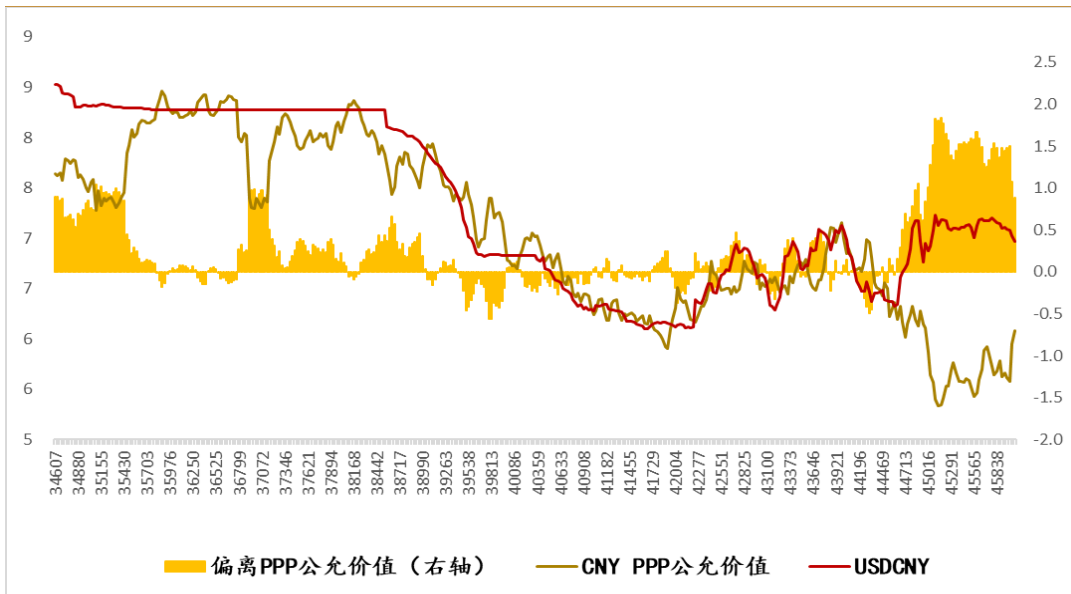
疫情之后，我国与海外主要经济体的一个核心差异在于贸易部门与非贸易部门的相对强弱。海外的财政刺激直接修复了受到疫情冲击的私人部门资产负债表，使得消费大幅向上偏离趋势线，服务业相对制造业表现更强；而我国基于防风险的背景对地产、金融、互联网平台、教育等非贸易部门进行调控，同时持续以较低利率对制造业部门形成支持，制造业相对服务业更强。中国系统通过极致的成本压缩，使得其生产能力与内部购买力之间出现了显著背离，体现为一定的价格持续低迷的现象。

图 4：隐含通胀预期 vs 通胀平减 (%)



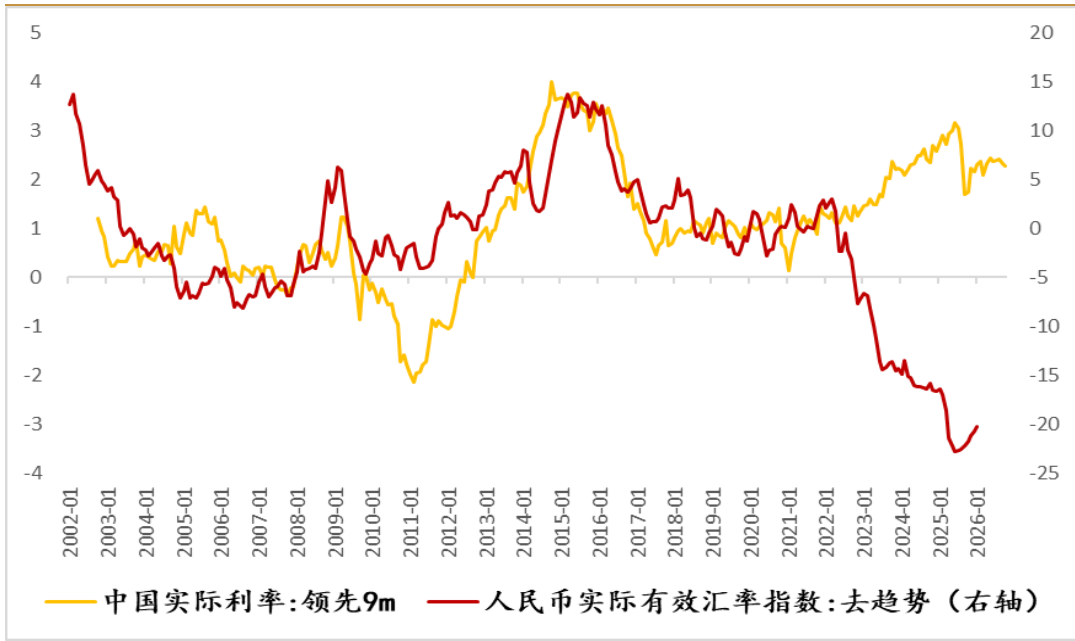
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5：购买力平价模型 (%) vs 人民币汇率



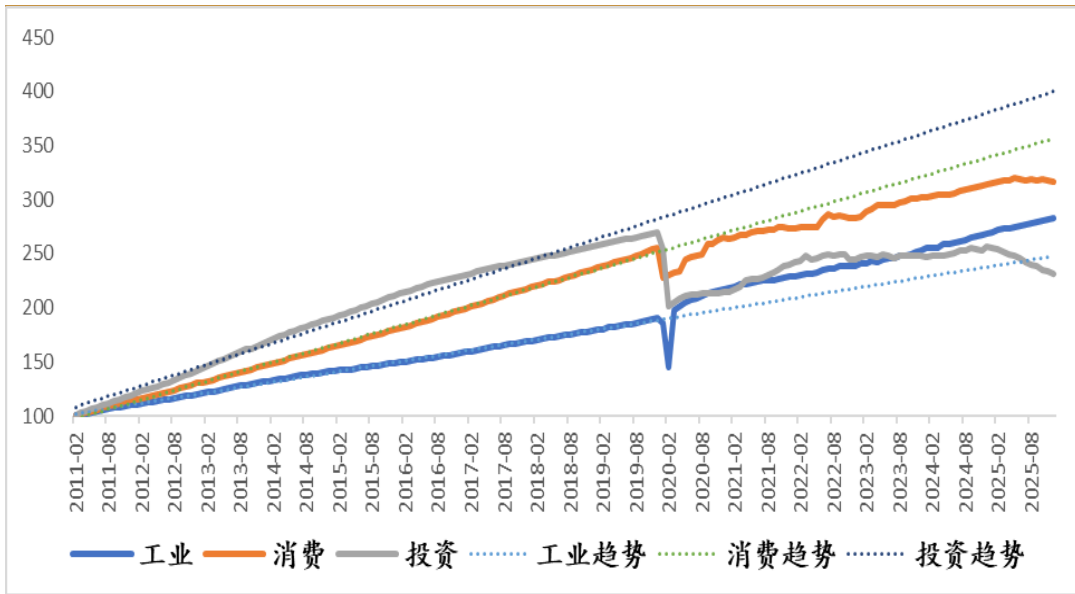
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6：实际利率领先实际汇率（左轴，%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：产能过剩度量



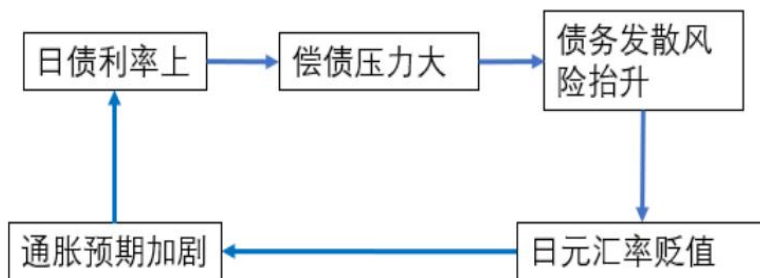
数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 日本：利率不平价

日本正处于“债务-汇率死亡螺旋”的边缘。加息本应吸引资本回流，但在非均衡态下，加息反而触发了对主权信用崩溃的恐惧。长时间的通缩以及通缩带来的政策扭曲让所有人忘记常识，忽略了一个全球第三大经济体的债务持续性的风险。当然，通缩区间日本实施负利率以及 YCC 的政策相当于给利率设定了上限，这也意味着日本的债务偿付压力暂时看上去受控；当日本被认定为从通缩走出进入正常的通胀区间，日本央行进行货币政策正常化，意味着利率弹性被释放，债务发散风险将重新产生影响。

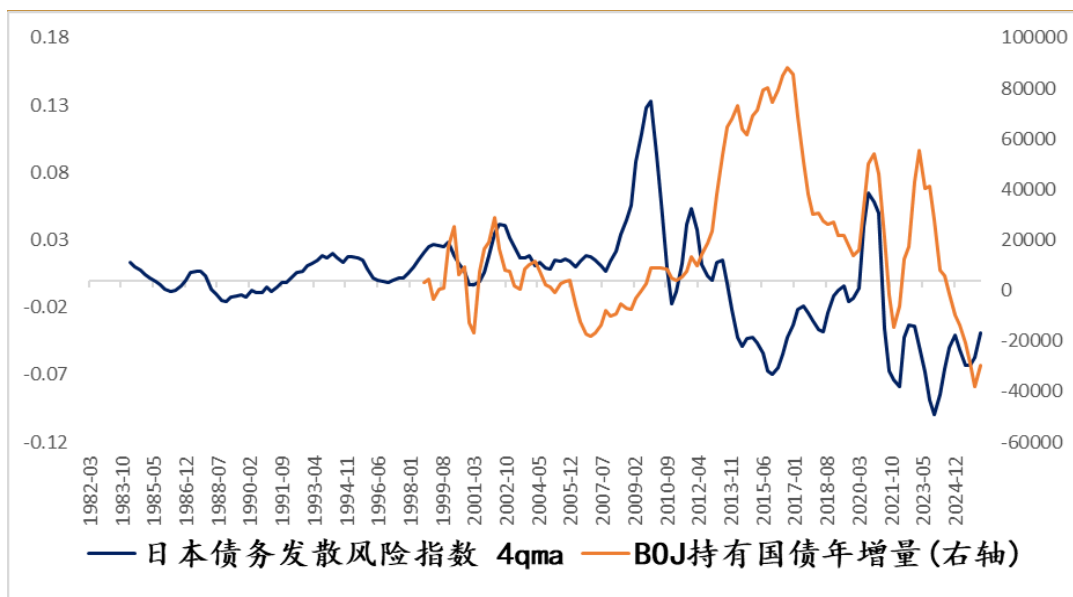
汇率定价机制发生切换之时，这可能导致日元-日债死亡螺旋的风险开启：日债利率越上，债务发散风险增加，日元越贬值，输入性通胀越高，日债利率越上……

图 8：日元-日债死亡螺旋的正反馈机制



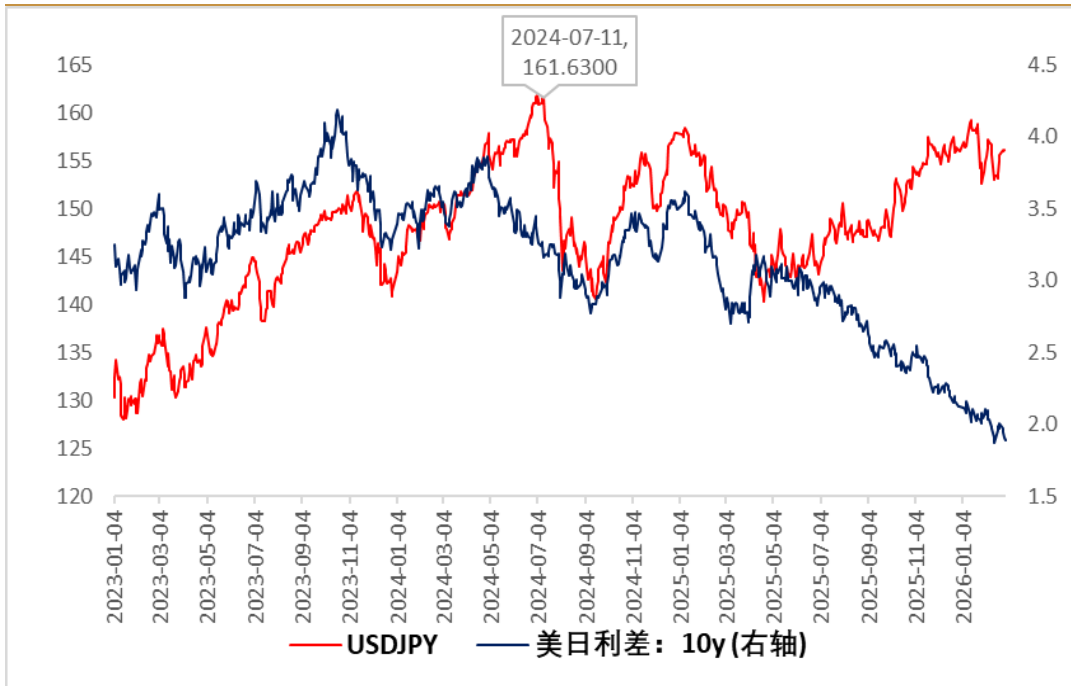
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 9：日本债务发散风险指数 (%) vs BOJ 持有日债增量 (十亿日元)



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：美元兑日元 vs 美日利差（右轴，%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：日元套息货币对收益率 vs 全球制造业周期



数据来源：Wind，西南证券整理

2.4 旧框架下三大系统耦合到新框架三大系统发散的断裂

美国和中国两大收敛系统切换入发散状态，意味着全球产生了两大产能过剩：美国输出的货币信用产能过剩，中国输出的商品产能过剩，所以 2022 年之后，美元信用的价格——美元指数，呈现下行趋势，同时全球通胀被中国的商品的输出压制显著。当两大系统均产生过剩亟待廉价流动性承接之时，廉价流动性输出中心——日本，也发生了货币政策取向的扭转，使得流动性的获取也不再像以前一样廉价，甚至套息交易逆转的触发反而放大了流动性收缩的剧烈程度，为全球资产的波动率陡升火上浇油。

美国向全球输出过剩的货币信用意味着必须采取一定的手段来增加美元信用的承接力，这是美国近几年一系列动作的底层逻辑。就是不惜付出一定的能量来换取全球对过剩美元信用的承接。从另一个角度来讲，就是为了维持非均衡发散系统一定限度内不崩塌而吸收的能量。

3 对抗熵增：三大非均衡发散系统所虹吸的能量

普利高津的耗散结构理论揭示了一个深刻的真理：任何有序结构的维持都需要持续的能量输入。在热力学中，这被称为“负熵”（Negentropy）——系统从外部环境中吸收的能量，以抵消内部的熵增。

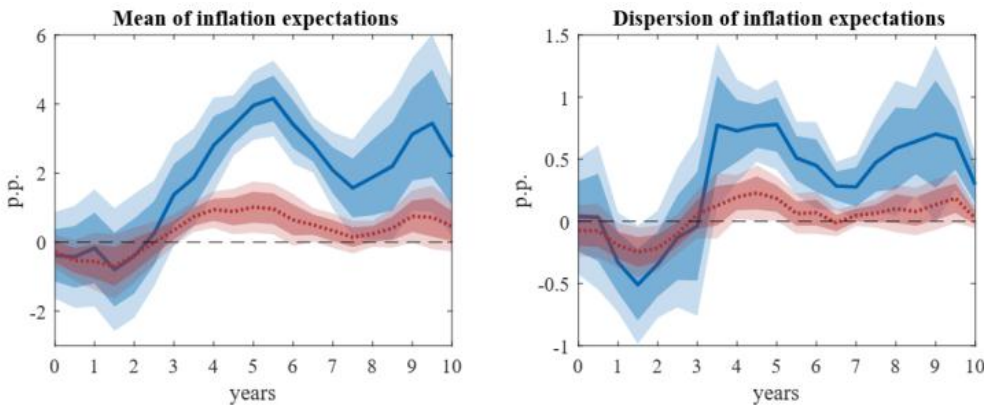
与传统政治、经济秩序产生对抗之后，三大发散系统就像三个黑洞，产生对不同资源的虹吸效应：美国债务系统发散，使美国想尽办法去增加美债的需求维持债务系统不崩，比如给联储施加压力降息，比如更换 BLS 领导人使得经济数据操纵更容易，所以这个黑洞虹吸的是货币政策的信用或者说央行的独立性以及经济数据的公信力；日本债务-汇率死亡螺旋发散，使得日本想尽办法维持债务系统不崩，所以在牺牲政策主权的同时以高通胀维持名义增速的面子，黑洞虹吸的是劳动力实际工资的收缩以及政治的全面右转倾向带来的不稳定因素，以及金融体系公允价值巨亏的极限压力。三大非均衡发散系统如同黑洞，必须持续虹吸外部负熵以维持内部秩序。一旦负熵供给中断，系统将发生剧烈相变。所以未来我们观测全球经济系统的视角，不应仍执念于旧的经济周期、政策周期框架，而是全面转向对三大发散系统主体为了维持系统暂时有序而做出“负熵”动作进行定价。

3.1 美国发散系统黑洞所吸收的能量

（1）联储独立性的丧失：从“中立裁判”到“财政代理人”

长周期风险暴露短期化，扭曲美国官方行为，财政主导模式愈发清晰，所有都要为化债让路，不得不以牺牲中期通胀风险为代价，进行一系列紧急修补操作：长端需求不足，那么财政发债久期缩短，同时加强旧券回购，然后多次在公开场合给联储压力加快降息步伐，然而经济数据没有非常差的情况下，对联储独立性形成显著冲击；Thomas（2025）收集了美国总统与美联储官员之间私人互动的新数据库，提出了一种叙事识别策略，用于分离美联储政治压力的外生变量，并定量测算其宏观经济影响，结论明确指向央行独立性受损或将推升中期通胀预期。所以，这种虹吸榨取的是长期通胀预期的锚定力。一旦联储失去了作为通胀终极捍卫者的公信力，美元的“避险溢价”将发生不可逆的坍塌。市场不再相信联储会为了抗通胀而接受深度衰退，因为这会导致财政黑洞的瞬间内爆。

图 12：货币宽松冲击与政治压力冲击对通胀的不同影响



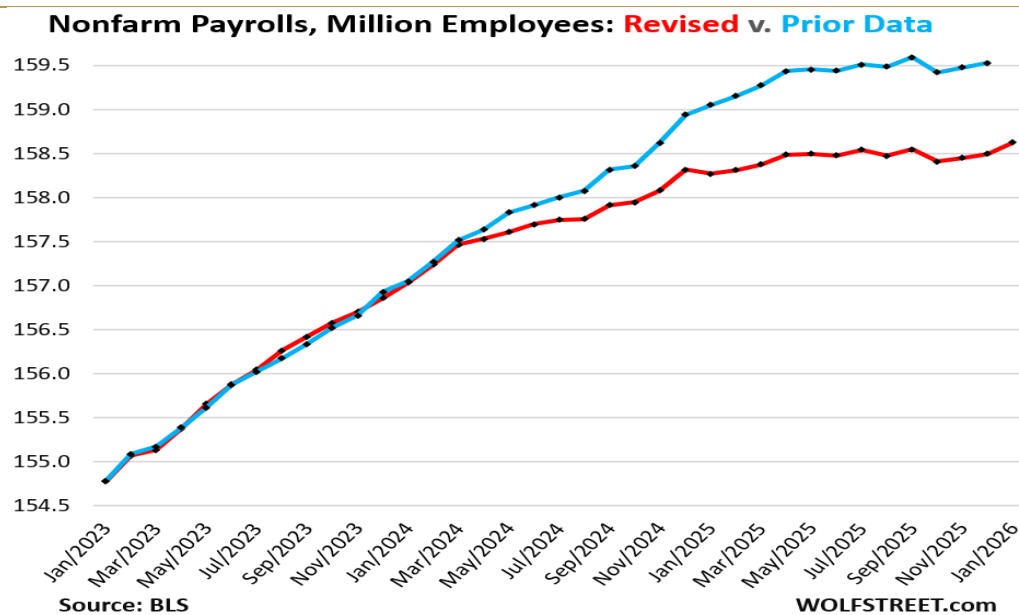
数据来源：Drechsel (2025)，西南证券整理；线条表示中位数响应，深色区域表示 68%置信区间，浅色区域表示 90%置信区间。

(2) 数据公信力的腐蚀：叙事对现实的物理遮蔽

为维持美国经济韧性的叙事，官方数据（如就业、通胀数据）开始频繁出现大规模的事后修正；甚至直接更换 BLS 领导以方便粉饰数据。数据操纵会导致市场对公布的数据信任降低，天然倾向于往比公布的数据更差的方向去预期；当基准数据不再提供真实信号，市场必须支付更高的“信息核查成本”，导致资本配置效率的熵增。

美国劳工统计局公布了最终基准修订方案，并重新计算了过去多年的月度数据。此外，它还修订了过去多年的季节性调整数据。此次修订导致截至 2025 年 12 月的非农就业增长预期减少了 103 万个工作岗位，预计 2024 年和 2025 年的就业增长速度将远低于此前公布的数据。图 13 中蓝色部分为截至 2025 年 12 月的先前数据（1 月份公布），红色部分为截至 1 月份的修订后数据。

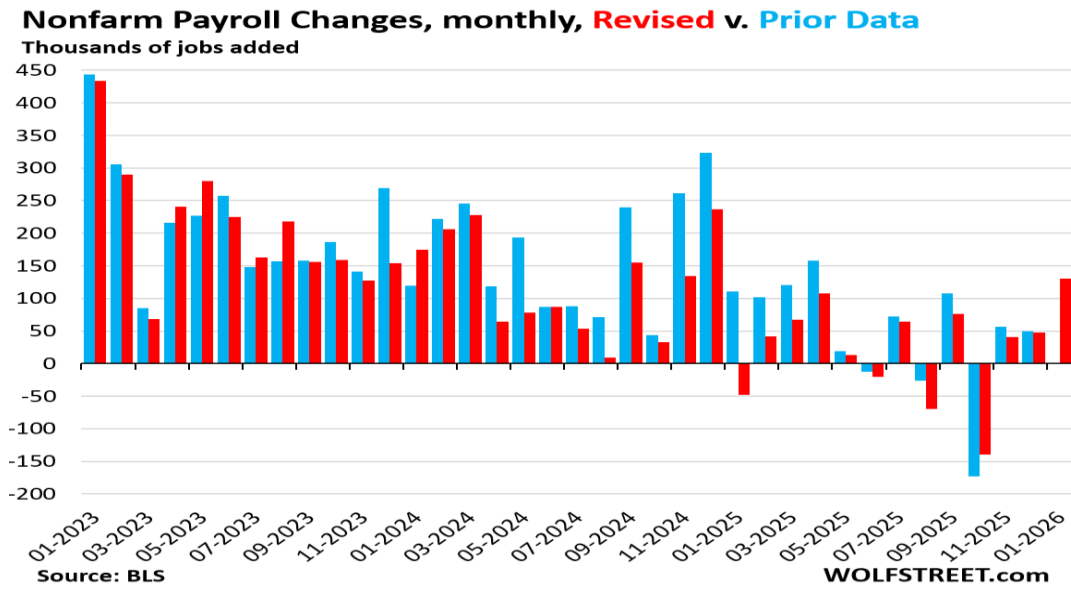
图 13：非农就业人数（百万人）：修订后 vs 此前公布



数据来源：BLS、Wolfstreet，西南证券整理

图 14 显示了非农就业人数的月度变化：蓝色代表一个月前公布的数据，红色代表修订后的数据。2024 年和 2025 年的大幅变动是由于基准利率的调整。2023 年的较小变动是由于季节调整系数和其他因素的调整。

图 14：新增非农就业人数（千人）：修订后 vs 此前公布



数据来源：BLS、Wolfstreet，西南证券整理

（3）盟友关系的工具化：收割外部负熵

如果说传统的“马歇尔计划”是美国向外输出能量以构建有序的全球收敛系统，那么“海湖庄园协议”则是其反向过程：通过强权干预，将盟友体内的秩序与资源（负熵）强行抽回，以对冲美国内部日益失控的财政熵增。美国声称不再通过提供安全的公共品换取领导权，而是直接通过金融和贸易政策暴力收割盟友的工业根基。强制要求盟友必须在美境内建立完整的闭环产业链，而不仅仅是组装厂。美国将国防支出变成了一项强制性的高溢价采购合同。企图强行切断盟友与非美能源的联系，将其能源成本锚定在美方的溢价体系内。这种行为正在使得二战以来的同盟体系日渐松动，迫使全球进入去美元化的自卫状态。

3.2 中国发散系统黑洞所吸收的能量

长期以来，中国经济呈现出“高投资、高储蓄、低消费”的结构特征。从国民收入分配的角度看，居民部门在 GDP 中的初次分配比重相对稳健，但在再分配环节与社会保障支出的传导上，依然存在一定的结构性空间。这种“偏向生产端的分配机制”，实质上是将社会创造的财富更多地留存到了产业资本和公共基础设施领域，系统有效地抑制了国内物价水平对生产成本的过快推升，从而在客观上形成了一种“内需为外需让渡空间”的战略态势。所谓的“购买力不平价”，在微观层面表现为国内要素成本（土地、能源、环境及劳动力部分溢价）的内部化处理。通过结构性的政策引导，中国系统将原本应由终端消费承接的价值流，转化为制造业的研发再投入与规模效应。这种机制使得中国制造在面对全球通胀波动时，具备了极强的价格缓冲垫，从而在全球供应链中扮演了通胀压制者的角色。这种模式虽然在短期内铸就了“世界工厂”的绝对所有权和实物账本优势，但也导致了系统对外部需求的深度依赖。当全球主要经济体进入“物理审计”和“贸易再平衡”阶段时，这种长期压抑内需所

积累的熵（如人口结构压力、消费动能不足）将考验系统从“外循环主导”向“内生增长”转化的柔韧性。

在对抗全球经济下行风险的过程中，中国系统通过提升组织化程度，将社会资源高度集中于技术攻坚和产能升级。这种集中力量办大事的负熵提取模式，本质上是对社会短期消费弹性的一种预支，但换来的是未来国家安全和持续发展的保障。在未来的范式重塑中，如何平滑这种分配偏向，将成为系统避免从“有序发散”转向“结构性疲劳”的关键。

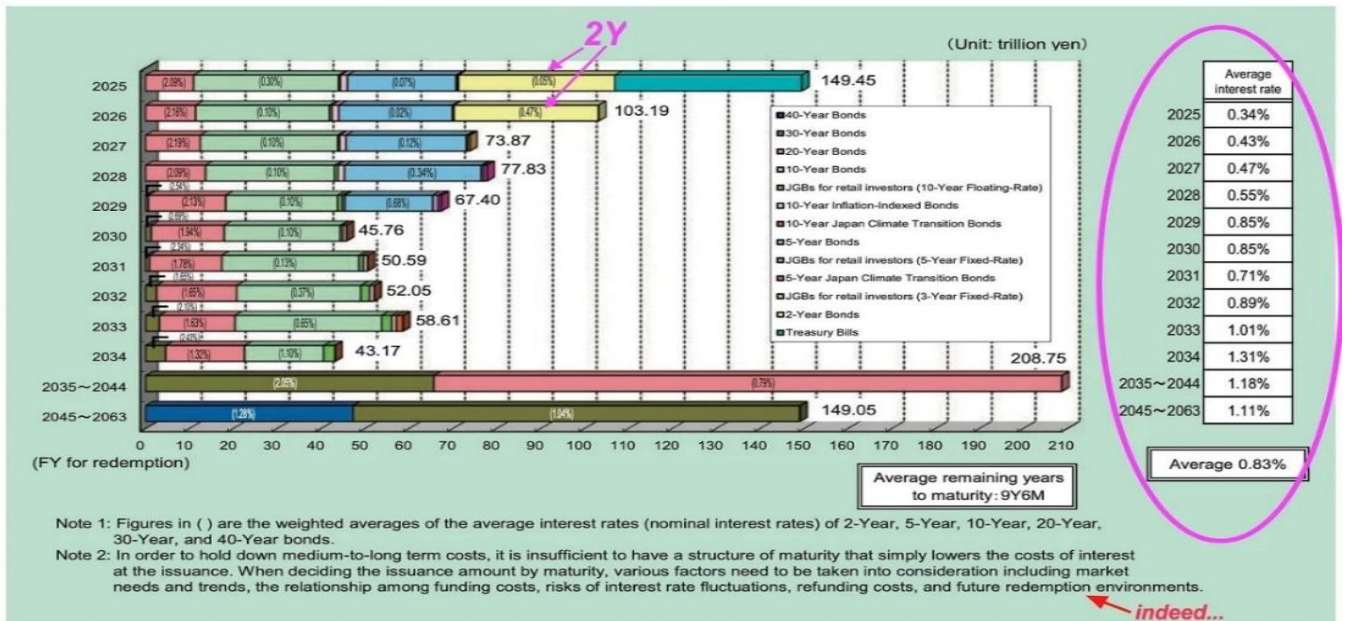
3.3 日本发散系统黑洞所吸收的能量

(1) 财政融资短期化将引致财政融资成本飙升

2025 年中期至今，长期日本国债（10 年期、20 年期、30 年期和 40 年期日本国债）收益率开始飙升至历史新高，作为应对措施，日本央行开始逐步缩减长期日本国债的购买规模，而财政部突然停止发行新的长期日本国债，以控制长期日本国债的供应量，并将债务发行转向短期日本国债：国库券、2 年期和 5 年期日本国债。一旦 2 年期债券的发行利率达到 1%，展期就变成了一个非常严峻的问题。2023-2024 年发行的短端政府债融资成本几乎为零，但它们即将在今年到期日，需要进行再融资，这意味着融资成本的快速攀升。

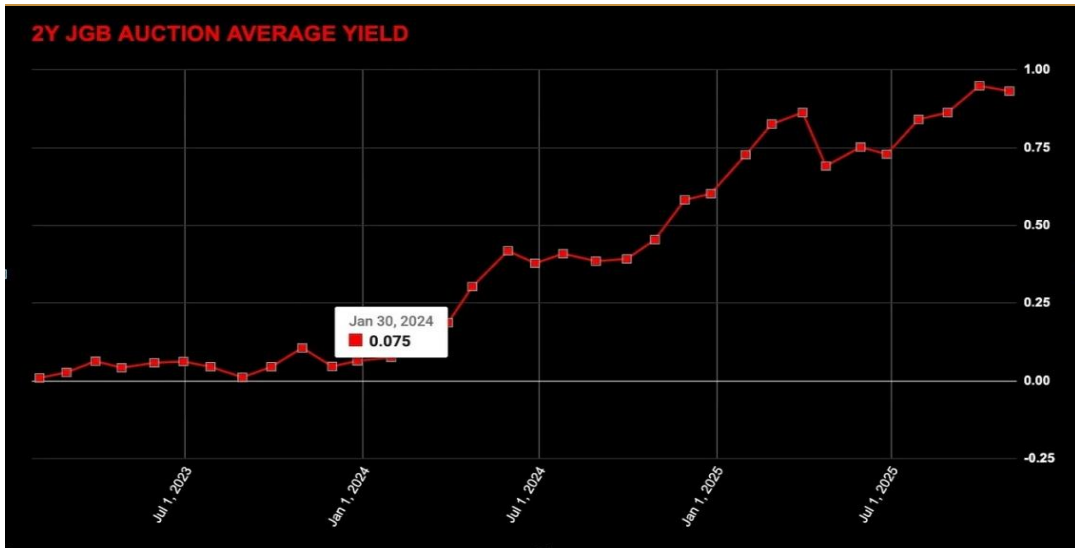
图 15：2024 财年末，按期限类型划分的一般债券未偿余额明细及其平均利率

(13) Breakdown of the Outstanding Amount of General Bonds by Maturity Types and Their Average Interest Rate at the end of FY2024



数据来源：日本财务省，西南证券整理

图 16：2 年期日本国债拍卖平均收益率 (%)



数据来源: TradingView, 西南证券整理

如果日本财政部在结构上过度依赖短期债券发行，而短期债券收益率却随着债券发行不断攀升，收益率曲线就会受到前端债券的拖累而上移。即使长期债券发行量减少，这种情况也可能发生，因为财政冲击会通过国库券和长期债券的发行反映在现金流中。随着这种重新定价的持续，日元可能会随着日本国债收益率的上升而贬值，这并非传统意义上的利率差异所致，而是因为资本开始将日本视为一个财政状况恶化、融资选择不稳定的融资体系。

图 17：日本财政结构逐渐依赖短期债券发行

Highlights of FY2026 Debt Management Policy

Points of the Fiscal Year 2026

- Government bond issuance volume**
 - The total amount of government bonds issued in FY2026 is set at 180.7 trillion yen (a decrease of 8.9 trillion yen compared to FY2025 supplementary budget).
 - Based on dialogues with the market, issuance of super-long-term bonds (40-, 30-, and 20-year bonds) will be reduced by 100 billion yen per month, while issuance of medium-to-long-term bonds (2-, 5-, and 10-year bonds) will be maintained at the scale of FY2025 supplementary budget.
- Strengthening Communication with the Market (Mid-Year Hearing)**
 - Starting in FY2026, to enhance flexibility in responding to market environment changes, we will introduce "Mid-Year Hearing" with market participants around June regarding issuance plans for the current fiscal year. ※When sudden changes occur in the market, flexible actions will be made as before.

New Initiatives for Fiscal Year 2026

- Expansion of Target Customers for Retail Government Bonds ("Retail Government Bonds Plus")**
 - In addition to individuals, the target for sales will be expanded to include non-profit organizations and similar entities (such as incorporated educational institutions and condominium management associations) that are expected to hold the bonds for a stable period (scheduled to begin with the January 2027 issue (December 2026 offering)).
- New Floating-Rate Government Bonds to Begin Issuance**
 - Based on market demands, issuance of floating-rate government bonds linked to short-term interest rates will commence (planned for January 2027 or later, with details currently being coordinated with market participants).

FY2026 JGB Issuance Plan
< Breakdown by Legal Grounds > (trillion yen)

	FY2026 (Initial)	Changes from FY2025 (Initial)	Changes from FY2025 (Supplementary Budget)
Newly-Issued Bonds (Construction Bonds and Special Deficit-Financing Bonds)	29.6	+0.9	-10.8
FILP Bonds	13.0	+3.0	+1.0
Refunding Bonds	135.8	-0.5	+1.0
Other Bonds	2.3	+0.4	-0.2
Total	180.7	+3.8	-8.9

< Market Issuance Plan by Issue > (trillion yen)

	FY2025 (Supplementary Budget)	FY2026 (Initial)	Changes from FY2025 (Supplementary Budget)
Market Issuance by Periodic Auctions	184.2	174.8	-9.4
40-Year	2.5	1.8	-0.7
30-Year	8.7	7.2	-1.5
20-Year	10.2	8.4	-1.8
10-Year	31.2	31.2	-
5-Year	29.1	30.0	+0.9
2-Year	32.1	33.6	+1.5
TBs	49.2	40.8	-8.4
Sales for Households	5.4	5.9	+0.5
Total	189.6	180.7	-8.9

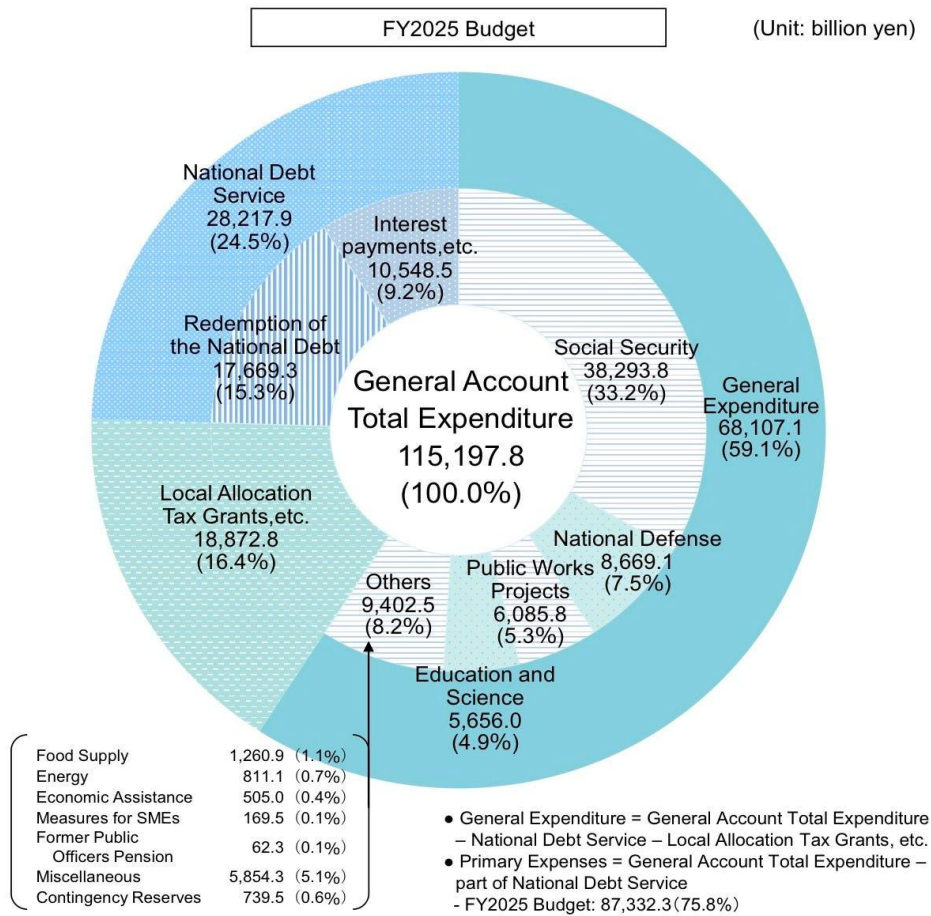
数据来源: 日本财务省, 西南证券整理

图 18：日本 2025 财年预算支出结构

1. General Account Budget for FY2025

(1) Expenditure

As for the total expenditure in the general account, social security expenditures, local allocation tax grants, and national debt services account for about three-quarters of the total expenditure .



(Note 1) Figures may not add up to the totals due to rounding.

(Note 2) The figures based on the revised budget.

(Note 3) The ratio of social security expenditure to general expenditure is 56.2%.

数据来源：日本财务省，西南证券整理

(2) 金融机构巨额浮亏带来潜在的流动性风险

日本国债的持有结构：日本央行持有约 49% 的份额；约 15.8% 由日本保险公司持有；约 15.2% 由日本银行持有；约 6.8% 由外国投资者持有。

根据最新官方数据，日本国债未偿付总额为 1342.2 万亿日元，约合 8.5 万亿美元。根据 2021 年上市的 iShares Core Japan Government Bonds ETF，其至今下跌幅度大约 25%。

图 19: iShares Core Japan Government Bonds ETF 走势



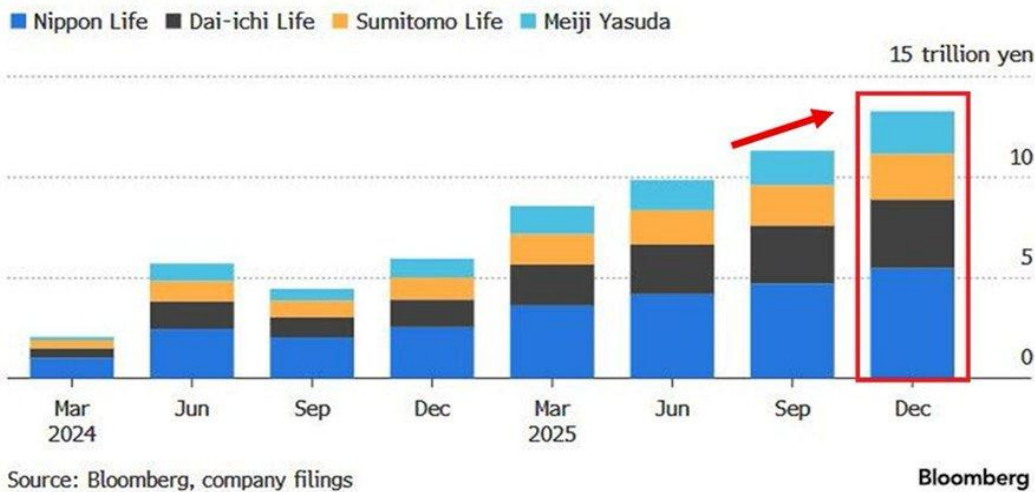
数据来源: Wind, 西南证券整理

ETF 追踪的是富时日本政府债券指数的表现，该指数衡量的是机构投资者可以购买的固定利率、本币计价的日本政府债券的表现。该指数采用市值加权，且债券的最短到期期限至少为一年。日本央行、保险和银行持有的日本国债组合类型并不相同。日本央行和银行通常持有与未偿日本国债总体久期相近的投资组合；而保险公司则倾向于持有久期较长甚至超长久期的投资组合。这意味着总损失并非均匀分布，保险公司的损失要大得多。当银行需要流动性来维持运营时，它们会在回购市场以抵押品进行借款，而这些抵押品（包括政府债券）并非按面值而是按市场价值接受。因此，银行账面上高质量资产的损失越深，银行能够借入的用于日常运营和现金流平衡的流动性就越少，政府债券收益率的不断攀升会导致银行体系的潜在的流动性风险。

图 20: 日本寿险公司浮亏

Paper Losses on Japanese Bonds Expand at Life Insurers

Latest unrealized losses swell to 13.2 trillion yen



Source: Bloomberg, company filings

Bloomberg

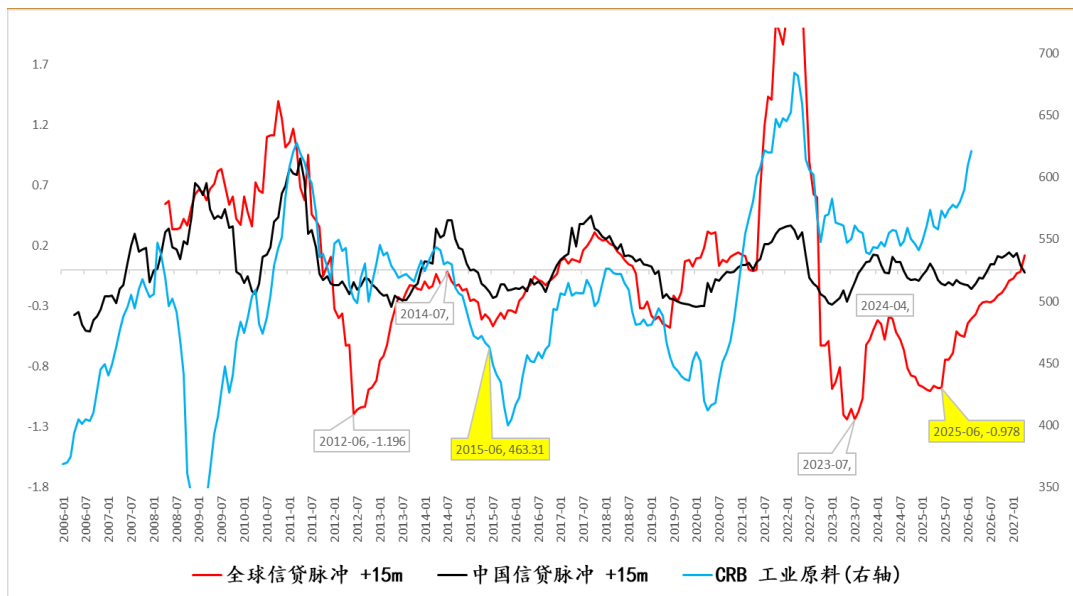
数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

4 三大发散系统对全球大类资产定价范式的重塑

4.1 大类资产定价不再遵从于经济周期框架,而是对抗熵增的叙事

当这三大发散系统为了维持内部秩序而不惜“虹吸”货币信用、数据公信力及短期购买力等外在能量时,其副作用便是对原有资产坐标系的彻底扭曲。在这种“对抗熵增”的背景之下,资产定价不再是对经济周期波动的线性映射,短期价格越来越像“符号交易”,受宏大叙事(如 AI 革命、去美元化、地缘避险、能源转型)驱动,结合杠杆和 ETF 形成高频闭环。基本面依然重要,但往往在 3-5 年维度才发挥作用,而短期路径被叙事重写。所有资产都在向 MEME 模式靠拢,包括传统资产如黄金、白银。

图 21: 全球信贷脉冲 vs CRB 商品指数



数据来源: Wind, 西南证券整理

4.2 时间和空间扭曲: 叙事定价时空维度极致压缩

由于 AI 带来的叙事统治、人性 FOMO 的数字化加速、以及资产定价对均值的极端偏离,宏观不再是慢节奏的周期轮动,而是高频的相变脉冲。

周期压缩: 原本需要 5-10 年完成的一轮市场逻辑,现在被压缩到 2-3 年甚至 1 年内,拆分成 3-5 个 mini-cycle。上涨和下跌都变得更快、更陡峭、更极端。这源于 AI 加速信息消化、杠杆和期权放大波动、企业快速响应等因素,导致市场反应速度大幅提升。

旧范式: 价格 = 现金流折现 (DCF 模型)。

新范式: 价格 = 叙事强度 × 传播速率 × 杠杆。

叙事就类似一种不断流窜的能量。基本面只是燃料,叙事才是点火器。当去美元化或 AI 算力这种宏大叙事出现时,市场不再等待财报验证,而是直接通过期权和杠杆进行抢跑。这是一种预期的透支与坍塌。

总的来说，我们进入了一个叙事和流动性的双轮驱动的航域：

(1) 常规时间，叙事为王：在流动性平稳的时期，价格波动由叙事强度主导，最终形成自我加速的 FOMO 状态。

(2) 流动性冲击时间，叙事松动：流动性冲击按照烈度分为急性或者慢性

- 慢性流动性紧缩：比如美联储加息缩表、财政部 QRA 抽流动性。
- 急性流动性紧缩：比如偶发事件冲击引起，如战争、局部杠杆断裂等。
- 流动性危机：大的金融危机引致整体市场崩溃，与流动性挤压的相互加速的危机。

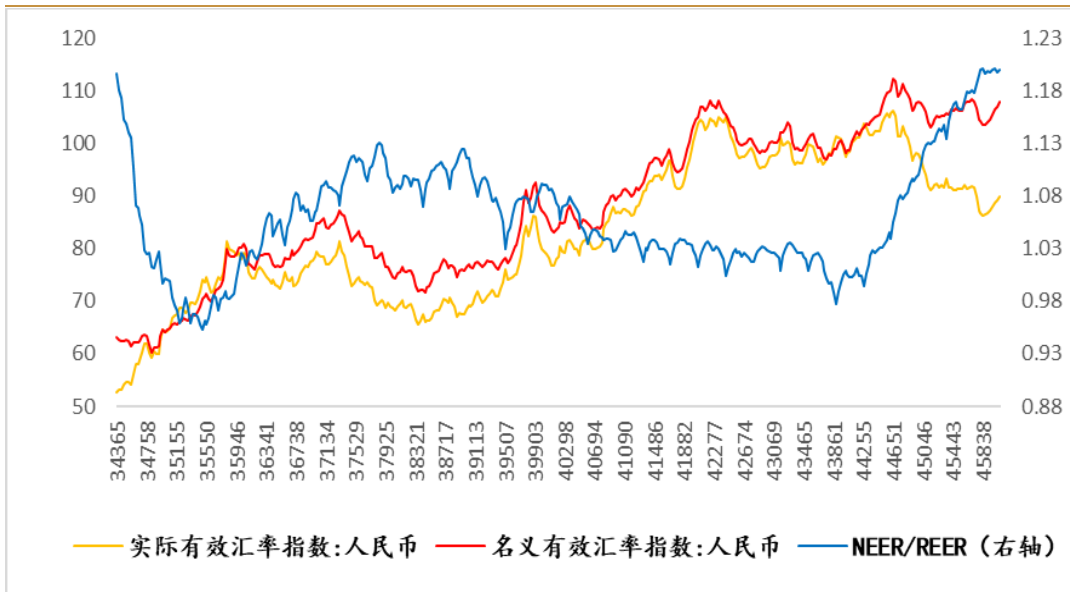
4.3 回溯 2022 年 10 月后大的主流叙事与宏观拐点：

基于以上逻辑，我们复盘了 2022 年以来三轮主要的主流叙事与宏观拐点，均验证了当流动性边际发生变化时，极致的叙事往往会遭遇“现实重估”，从而触发资产价格从“过激”回归“均衡”。

(1) 主流叙事 (2022.3-2022.10)：加息+全球产业链重构——拉美、东南亚

此时市场给人民币资产定价极度悲观，人民币兑一篮子货币从 2022 年开始，无论名义有效汇率还是实际有效汇率均呈现出显著下行态势。

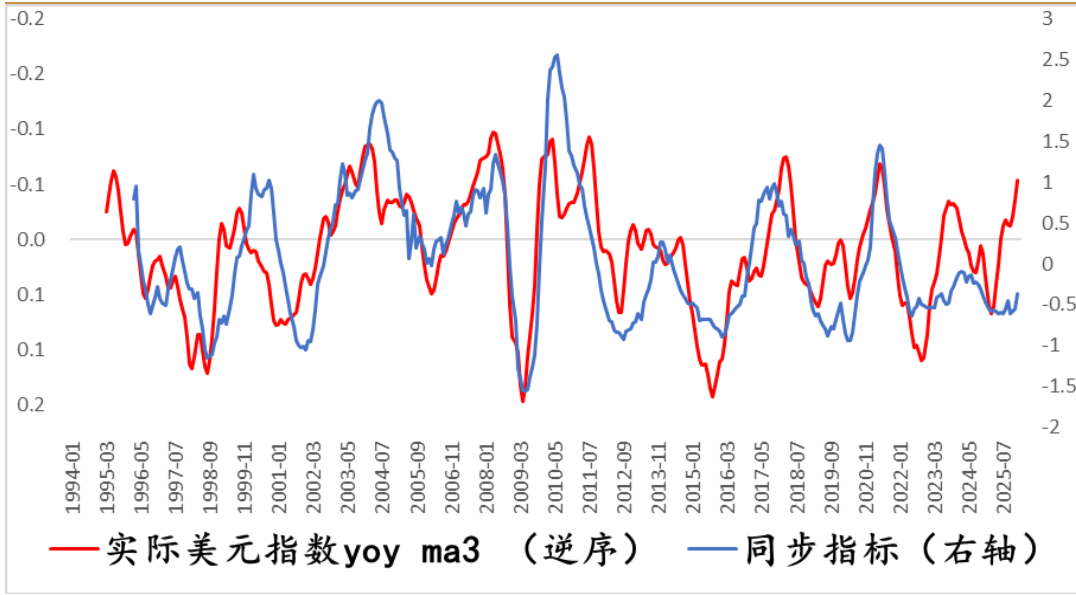
图 22：人民币名义和实际有效汇率指数



数据来源：Wind，西南证券整理

宏观拐点：2022.10 美国货币政策转鸽，同时市场开始预期中国防疫政策的优化，叙事转向经济重启和复苏，2022 年 9 月底美元指数触及 114 左右的阶段性高位后回落，人民币资产也得以阶段性企稳。

图 23：实际美元指数



数据来源：Wind，西南证券整理

(2) 主流叙事 (2023-2024.9)：美国例外论+中国低物价——美股+TL

2023 年 Q1 按照传统交易降息周期开启的一个季度，全球一波 risk on 之后逐渐冷静，国内逐渐形成了使用 TL 对冲长期低物价叙事的一致预期，而对海外来说，随着 SVB 暴雷、Q3 美债上冲 5%，美国例外论的叙事逐渐成为对冲债务裂痕的第一个抓手。

宏观拐点：2024.5.20，传统宏观周期微型复苏拐点显现。2024 年 Q1 全球经济经历了短暂的复苏，进入二季度后全球制造业 PMI 走势疲弱，经济复苏势头被“证伪”。此外，由于美国通胀数据连续三个月超预期，2024 年 5 月美联储鹰派转向，打消了此前市场对 6 月份降息的预期，全球大类资产走势出现拐点。

宏观拐点：2024.7.11 日本套息逆转冲击，标志着第三大发散系统开始偏离均衡区间。

图 24：纳指 vs 中国 30 年国债期货



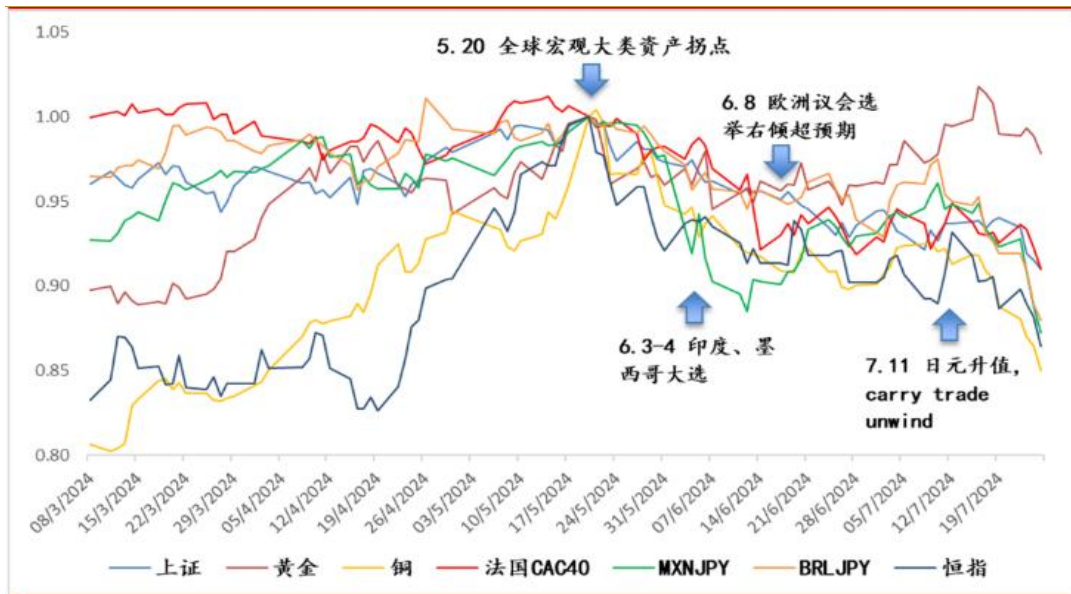
数据来源：TradingView，西南证券整理

图 25：纳指 vs 韩国 kosdaq



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 26：2024 年 5 月 20 日前后各大类资产走势



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 27：日本套息逆转导致低息日元快速升值、高息墨西哥比索贬值，美股下挫



数据来源：TradingView，西南证券整理

（3）主流叙事：（2025.2-2026.1）：AI+去美元化——金属、非美市场

随着全球三大发散系统演绎愈发加深，全球市场一端使用贵金属、有色、非美市场作为表达去美元的头寸，另一方面，却又寄望于人工智能的持续迭代提升劳动生产率，以此对冲债务危机爆发的风险。

宏观拐点：2025.2 海湖庄园协议：美国例外论破裂+算力平权打破中国疲弱经济预期；

图 28：2025 年 2 月纳指和中国 30 年国债期货 TL 阶段性触顶



数据来源：Wind，西南证券整理

宏观拐点：2025.4 贸易战冲击，是非美行情的起点；

图 29：黄金 vs 韩国综指



数据来源：Wind，西南证券整理

宏观拐点：2026.1 日元日债冲击后贵金属暴跌。

5 美元视角的宏观拐点

5.1 美元指数跌破长期上行趋势下台阶时的挣扎

美元指数在跌破长期上行趋势线下台阶时，往往伴随着从“多边协作”向“单边地缘冲突”驱动的定价逻辑转变。

图 30：美元指数走势



数据来源：Wind，西南证券整理

（1）1987 两伊战争护航行动及贸易战、意识形态战争

1987 年《卢浮宫协议》虽试图通过联合干预止跌，但由于美德利差矛盾和 1987 年“黑色星期一”股灾，该协议的信用一度濒临崩溃。在这一背景下，美国确实在地缘政治和全球安全框架上采取了一系列操作，通过制造安全资产溢价和打击竞争对手货币预期来延缓美元跌势：

- 两伊战争中的“护航行动”：1987 年 7 月，美国海军开启了二战后规模最大的海上护航行动，直接介入两伊战争的“油轮战”。通过军事介入波斯湾，美国维持了对全球石油供应命脉的控制权。这种武力展示确认了“石油美元”的排他性地位，强制性地将全球能源安全与美元挂钩，诱导避险资金回流美债。
- 对日“301 条款”贸易战与半导体协定：在 1987-1988 年间，日元是挑战美元地位的核心货币。美国在 1987 年首次引用“301 条款”对日本电子产品征收 100% 报复性关税，并强迫日本签署《半导体协定》。
- 苏联末期的外交挤压与东欧渗透

1987 年里根发表著名的“推倒这堵墙”演讲，同时利用阿富汗战争进一步拖垮苏联财政。这种地缘攻势强化了美国作为“冷战终极胜出者”的预期。在全球政经格局动荡时，即便美国自身有逆差，但相比于处在崩溃边缘的苏联和前途不明的欧洲，美元依然是唯一的“末日避险”选项。

（2）2003 伊拉克战争

2003 年美元跌破长期趋势线的背景是互联网泡沫破裂后的降息周期，以及欧元（Euro）正式进入流通并试图挑战美元地位。当时萨达姆政权公开宣布计划在石油出口中改用欧元结算。如果这一趋势扩散，将导致全球对美元的“结构性需求”坍塌，使美元指数陷入不可控的下台阶。

战争爆发后，美国通过武力重新确立了对欧佩克（OPEC）核心产油国的威慑，确保了石油结算的单一美元化。

（3）2026 年伊朗史诗狂怒行动

2026 年的情况更为极端，债务系统濒临发散的美国正面临公开化的去美元化挑战，美元指数再次跌破关键的技术支撑位，即使 2026 年 1 月委内瑞拉军事行动也无法挽救美元跌势，于是美国开始了针对伊朗的史诗狂怒行动。

虽然 1987 和 2003 年的美国一系列操作之后美元指数确实有不同程度的反弹延缓了美元的跌势，但事后来看都无法彻底扭转下行的大趋势；即使这两次美国货币政策的取向整体是偏紧缩的，也无法阻止全球新的生产中心新加入全球分工体系对美元带来的冲击：90 年代的拉美、亚洲四小龙贸易自由化、金融自由化，2000 年之后的中国加入全球分工体系，成为美元指数下行的核心驱动。同时，1989 年之后刺破泡沫的日本陷入长期通缩，逐渐开始承担廉价流动性的输出中心，尤其是 2000 年后的 0 利率政策之后。

5.2 美元指数在趋势区间内的小周期拐点的触发

美元指数在“下台阶”后通常会出现轨道线之内的低位反转，图 31 中绿色箭头所代表的节点，本质上都是通过“制造全球流动性稀缺”或“引爆非美地区尾部风险”，来强制扭转美元的弱势。

图 31：美元指数走势



数据来源：Wind, 西南证券整理

（1）1992 年：欧洲汇率机制（ERM）危机与英镑退欧

1992 年 9 月（黑色星期三），当时德国因两德统一面临通胀压力而坚持高利率，导致欧洲内部汇率机制（ERM）崩挫。索罗斯等投机资本狙击英镑，最终英国被迫退出 ERM。欧洲内部的货币动荡导致大量资金出逃欧洲，寻求美元避险。即使美国当时由于海湾战争后的经济疲软并未大幅加息，但由于竞争对手（英镑、里拉）的“自残式”崩盘，美元指数在底部获得了强力支撑并实现反转。

（2）1995 年：加息引发墨西哥龙舌兰危机

1994 年美联储在一年内将利率从 3% 翻倍至 6%，直接抽干了拉美的流动性，给墨西哥金融自由化狠狠上了一课。

（3）1997-1998 年：亚洲金融危机

在强势美元回归的背景下，泰国、印尼等国因本币挂钩美元且外汇储备不足而崩溃。这一阶段是典型的货币政策收紧+触发非美金融危机组合。美元作为“唯一安全资产”的需求被推向高潮，美元指数完成了从下台阶后的 V 型反转。

(4) 2008年3月：次贷危机深水区的“反直觉”反转

美元指数在2008年初触及历史最低点71.15。虽然危机源自美国，但当贝尔斯登(2008.3)倒闭、雷曼危机全面爆发时，全球陷入“美元荒”。由于当时全球绝大多数债务以美元定价，去杠杆过程引发了极度的美元空头回补。

(5) 2011年8月：美债危机与欧债危机并存

8月美债评级下调利空落地，但欧债危机恶化导致资金只能留在美元体系。

(6) 2014年7月：克里米亚与页岩油革命

这是一个完美的“地缘+产业”双击。美国通过制裁俄罗斯(地缘冲突)叠加页岩油放量压低油价(大宗商品砸崩)，导致资源型国家货币全面贬值，同时做高美国经济数据形成美国相对非美的经济相对优势，美元指数出现史诗级的一波流拉升。

(7) 2018年3月：贸易战+缩表与加息周期

美联储试图缩减庞大的资产负债表并连续加息，直接导致离岸美元供应收紧，美元在这一年实现了平稳的阶梯式抬升。

(8) 2021年5月：通胀觉醒与加息预期

面对疫情后的恶性通胀，市场先行定价美联储的超常规紧缩，美元指数在“大放水”后的底部快速拉起。

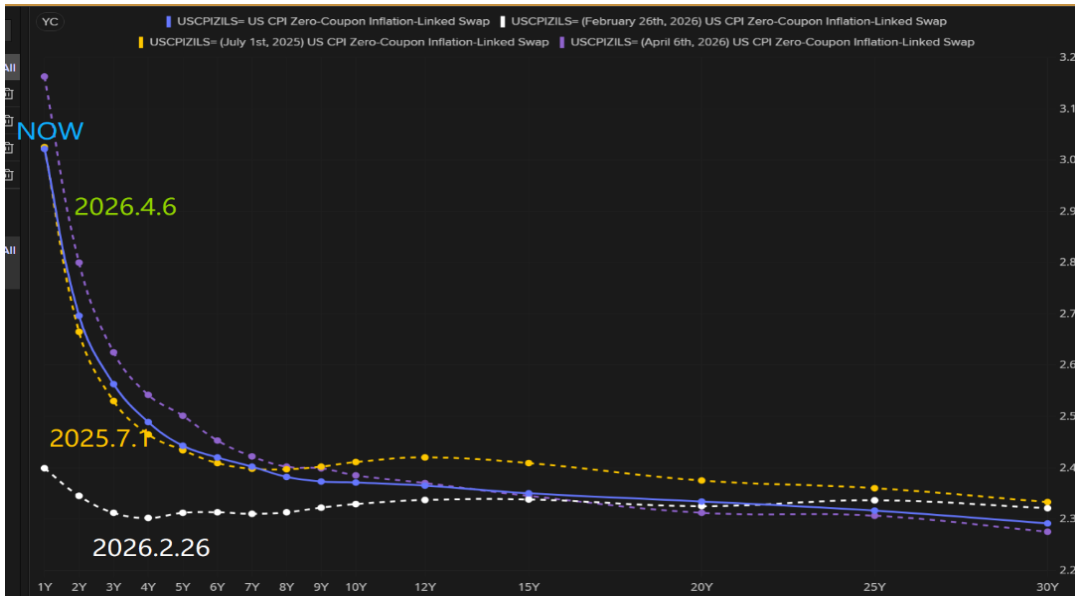
(9) 2024年9月：欧债失控风险

法国因政局不稳导致财政赤字失控风险飙升，法国国债利率大幅上行，法德利差(OAT-Bund Spread)剧烈走阔。

所以对于当前来讲，这一次与以往不同的是，暂时来看推动美元下台阶的核心是全球三大发散系统的演绎，美债作为安全资产的地位被极大削弱，而非由于有新的生产力加入全球分工体系带来的美元下行。所以这一次面对的问题更为复杂，美国既难以通过货币政策紧缩风险，又难以通过触发衰退风险，来实现其目的，因为无论哪种都会带来债务率的攀升。所以只能以战争形式来延缓美元下台阶的跌势。从伊朗战争的初期来看，确实起到了一定效果，但前提是通胀预期要压住。如果中东地区战争失去控制，通胀将反噬其做出的所有努力，财政风险将扩大，且选民负担能力危机也将进一步威胁共和党的执政地位。

通胀不仅仅是美国行为的约束，更是日本的约束。如果中东战争失控，能源暴涨叠加美元强势的组合，将对日本形成输入性通胀的威胁，所以系统的裂隙可能从日元-日债这一发散系统率先触发，再次形成全球的流动性冲击。

图 32：通胀互换曲线

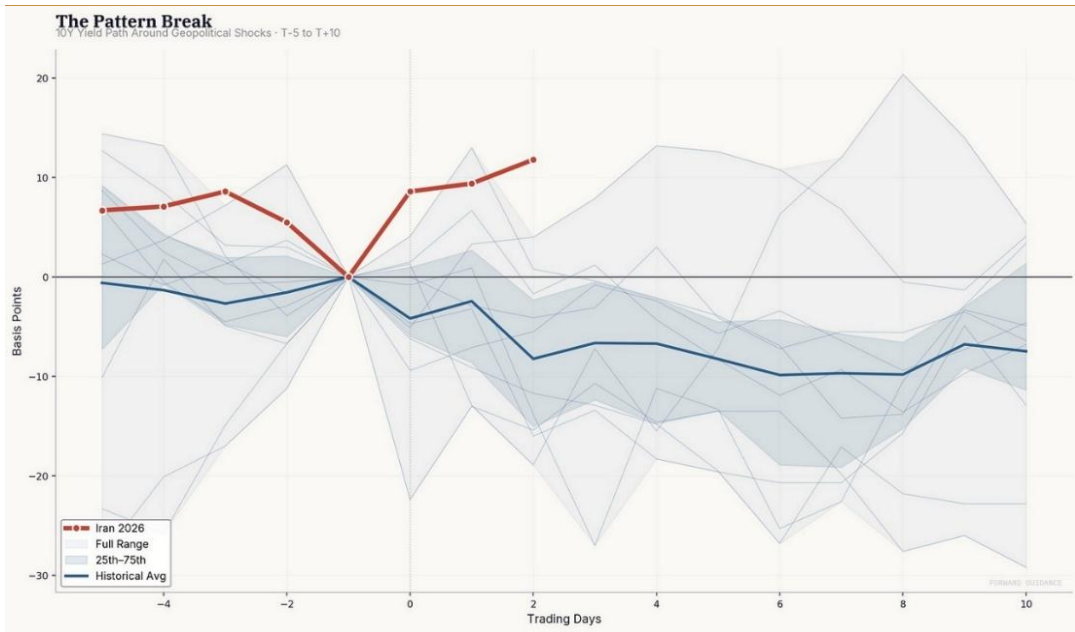


数据来源：Wind，西南证券整理

5.3 避险资产的缺位与流动性收缩螺旋

从 2025 年 4 月的贸易战冲击第一次将美债避险属性的消失公之于众，这一点在 2026 年史诗狂怒行动冲击时又得到了加强。在伊朗空袭发生前，美国国债收益率一直在下降。随后，随着空袭开始，国债价格彻底逆转，开始大幅下跌，债券市场的这种反应与我们近期所见的任何地缘政治冲击都截然不同。在典型的地缘政治供应冲击下，石油价格上涨，与此同时，国债收益率也会下降。但本次美债利率呈现出大幅上行的反应。

图 33：地缘冲突前后美债利率表现统计



数据来源：Substack，西南证券整理

这一点在提醒我们，如果未来遇到全球风险冲击之时，我们面对的是一种避险资产缺位的异常图景。当前与 2000-2008 年的全球化鼎盛时期不同，当时各主要经济体都处于均衡的负反馈系统，所以弱美元，弱日元，代表的是全球流动性的宽松；然而当前处于的非均衡的正反馈系统，财政风险阴影下，美元走弱的同时，美债利率却走高，作为全球抵押品的价值在削弱；日元走弱的同时，日债利率却走高，代表全球负债端成本陡升，也就是流动性看上去呈现出量增的状态，但是价格却变高了，与 2000s 年的状态完全不一样。

我们将这一流动性冲击过程拆解为四个关键的演化阶段：

阶段一：财政主导下的“便利收益”（Convenience Yield）侵蚀

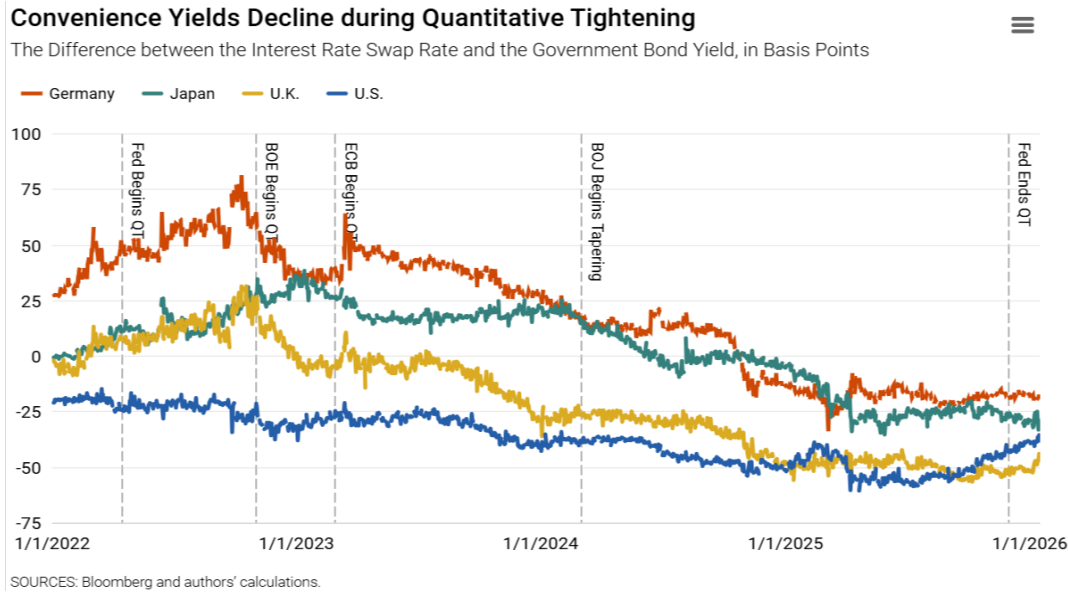
长期以来，美债被视为“无风险资产”，其价值中包含了一块由于极高流动性和安全性带来的溢价，即便利收益率。衡量便利收益率通常依赖于将政府债券与另一种具有非常相似的支付计划和利率风险特征的资产进行比较。基本策略是找到一种资产，其收益率包含与国债相同或几乎相同的预期短期利率和期限溢价，但不提供相同的非货币收益。这两种资产收益率之间的差异可以解释为持有国债的便利收益率。正如 Julian Kozlowski 和 Nicholas Sullivan 在相关研究中所述，这种方法可以通过多种比较来实现，包括 AAA 级国债利差、互换利差。

根据 Jiang & Lustig 的模型，美债的总价值远超其未来财政盈余的现值，这部分超额价值正源于其作为全球顶级抵押品的“货币属性”。当美国债务率跨过临界点，叠加财政赤字进入自燃状态时，美债开始从“信息不敏感”资产转变为“信息敏感”资产。State Street 指出，2022 年后的数据显示，长久期美债已无法在股市回撤时提供有效对冲。一旦市场开始质疑其财政担保的真实性，美债的便利收益将发生趋势性坍塌，导致美债价格相对于基础利率出现额外的“财政风险折价”。

下图中的蓝线绘制了自 2022 年初以来 10 年期美国国债的便利收益率。在此期间，美国国债的便利收益率为负。负的美国国债便利收益率表明，持有国债并不能带来任何特殊的流动性或安全性优势，反而可能造成成本，因为它们会占用有限的资产负债表空间（即金融机构在监管资本和杠杆约束下持有资产的能力有限）。因此，与持有隔夜利率互换等类似替代品相比，持有美国国债的成本更高。文献表明，自 2007-2009 年全球金融危机以来，美国国债的便利收益率呈现长期下降趋势。危机前，所有期限的便利收益率均为正值，但随着时间的推移，便利收益率逐渐下降并最终转为负值。

图 34 还显示，其他国家也经历了类似的走势。2023 年之前，德国、日本和英国政府债券的便利收益率（分别以红线、绿线和金线表示）普遍为正，介于接近于零到约 80 个基点之间。过去两年，这些收益率逐年下降。到 2025 年底，这四个国家的便利收益率均转为负值，介于约 -20 至 -60 个基点之间。

图 34：美日英德便利收益率



数据来源：圣路易斯联储，西南证券整理

阶段二：回购市场（Repo）的管道效应与抵押品去货币化

在全球金融体系的“管道”——回购市场中，美债是流通量最大的抵押品。当财政风险导致美债价格波动率异常放大时，回购协议中的折让率（Haircut）会非线性跳升。在市场压力期，贷款人（现金提供方）的讨价还价能力增强。如果美债作为抵押品的质量存疑，贷款方不仅会提高回购利率，还会严格限制接受美债作为抵押品的规模。

阶段三：金融机构资产负债表的“被动减杠杆”

一级交易商是美债市场的核心中介。当美债价格因财政风险下跌且波动加剧时，交易商面临双重打击：一是库存价值缩水，自有持仓的账面损失削减了资本金；二是保证金追加，由于抵押品价值下降，交易商必须额外追加保证金或减少融资规模。当交易商的资产负债表空间被大量待清算的美债挤占时，美债会出现显著的流动性折扣，产生不便利收益。这种“不便利”会导致金融机构为了保护自身的流动性安全，主动缩减向非银机构（如对冲基金）提供的融资额度。

阶段四：全球流动性的螺旋式收缩

金融机构为了回笼现金以应对美债抵押品的价值折损，开始抛售其他高流动性资产（黄金、非美本币、蓝筹股）。

总结来说，美债的危机并非表现为单一的违约，而是表现为其“抵押品”功能的系统性瘫痪，这或许将导致全球流动性冲击的严重性被放大数倍。

6 风险提示

系统演化路径识别偏差风险：若系统实际仍处于传统的负反馈区间，或政策干预产生的“负熵流”足以抵消内部熵增，则报告中关于系统性崩溃或剧烈相变的研判可能出现时点与方向的偏差。

物理学耗散结构理论在社会科学中的适用性局限风险：报告借鉴普利高津的物理学范式来描述经济现象。然而，人类社会的政策主动干预和行为动机调整具有高度不可预测性，可能并不完全遵循热力学第二定律或耗散结构的确定性演化路径，存在模型拟合失灵的风险。

“相变”时点的随机性与不可预测风险：虽然模型能识别“发散”趋势，但在耗散结构理论中，系统跨越“分叉点”引发相变的具体瞬间往往由随机涨落驱动。这意味着即便趋势研判正确，也无法精确锁定剧烈波动触发时点的“择时失效”风险。

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn