



大类资产配置专题报告 2025年6月3日

## 日债泡沫的湮灭

宏观金融 于军礼  
研究员：

从业资格证号： F0247894

交易咨询资格： Z0000112

联系邮箱： yujunli@greendh.com

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6月3日星期二



更多精彩内容请关注格林大华期货官方微信

### 从经济四周期配置大类资产6月篇

摘要：

日本通胀持续上升，40年期国债收益率连续创新高，全球三大泡沫之一的日债泡沫，从破裂走向湮灭。

日债泡沫的湮灭将使日本银行体系从流动性创造转向流动性消灭，重创全球金融的流动性。冲击美债和美股。

5月初中美贸易协议达成后，集运美线价格暴涨，美国进口商展开大规模主动补库存。美国没有牌，8月前的谈判大概率延续10%的对等关税，并有可能取消因氛太尼对中国加征的20%关税。

美国众议院通过“大漂亮”减税法案，美国财政加速恶化，30年期美债收益率越过5%。

美股在构筑大型双顶。华尔街密集访华，全球金融资产再配置将推动全球金融资金流向A股。

1年期存款利率史无前例下降至1%以下，预期居民部门储蓄资金、保险资金加速向股市迁移。息差扩大增利银行板块。

美国大补库支持大宗商品，原油存在脉冲式上涨可能。

黄金仍在技术调整中，稳定币难掩黄金光芒。

50年期国债发飞；全球大通胀正在到来。

贸易、资本有望双顺差，离岸人民币汇率有望继续走强。

#### 各项大类资产6月展望：

**权益类资产：**存款利率降至1%以下，预期居民部门储蓄资金、保险资金加速向股市迁移，全球金融资产再配置利多A股；

**大宗商品：**美国大补库支持大宗商品，原油存在脉冲式上涨可能；

**黄金避险资产：**黄金仍在技术性调整中，稳定币难掩黄金光芒；

**债券类资产：**50年期国债发飞；全球大通胀正在到来；

**外汇资产：**贸易、资本有望双顺差，离岸人民币有望继续走强；

**服务类集运指数：**美线抢运利多集运欧线2506、2508合约；



### 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·Kondratieff）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、日本通胀持续上升，40年期国债收益率连续创新高，全球三大泡沫之一的日债泡沫，从破裂走向湮灭

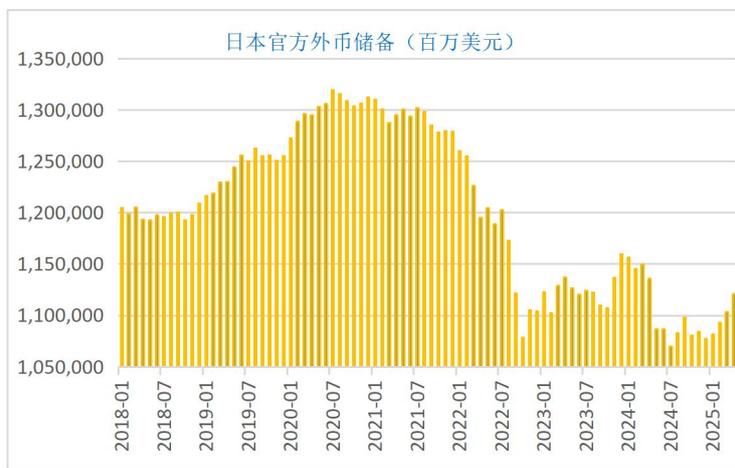


资料来源：WIND 格林大华研究院

日本经济在90年代泡沫破裂后持续和通缩作斗争，在经历了失去的三十年后，日本经济终于在2021年9月走出通缩，进入通胀持续上升的时期。

进入2025年，日本通胀持续在3%以上运行。在通胀压力下，日本央行逐步退出国债市场。日本40年期国债收益率、30年期国债收益率创出有记录以来的新高。

日债泡沫是全球最坚固的三大泡沫之下，日债泡沫已在2021年底开始碎裂，在2025年破裂加速，有望在2026年走向湮灭。



资料来源：WIND 格林大华研究院



日本政府债务杠杆率居全球之最，之所以能长期维持是因为日本的持续顺差，但日本的顺差格局随着日本经济竞争力的下降已被颠覆，自2022年起经常性出现月度贸易逆差，日本的外汇储备自疫情后已消失2000多亿美元，外汇储备下降已成大趋势。

内债不是债纯属谎言，日本也并不例外。日债泡沫的破裂速度不是线性的，大概率2026年到达临界点后会快速湮灭。日债泡沫的湮灭对全球金融市场的冲击，类似于金融核爆。

## 二、日债泡沫的湮灭将使日本银行体系从流动性创造转向流动性消灭，重创全球金融市场的流动性，对美债和美股冲击力度最大

在低利率乃至负利率时代，日本银行体系是全球流动性的发动机，海量日元流动性从日本银行体系创造出来，向以美股、美债为代表的全球金融市场流动。

日债收益率的上升改变了一切。日债价格的大跌重创了日本的寿险公司，5月26日，明治安田生命保险公司宣布，在截至今年3月底的上一财年中，他们所持有的日本国内债券的账面亏损（未实现损失）暴增超过8倍，从1614亿日元飙升到约1.386万亿日元（约合97亿美元）。5月23日，日本最大的寿险公司—日本生命保险（Nippon Life）发布警告，该公司上一财年持有的日债出现3.6万亿日元账面浮亏，同比暴增两倍。住友生命保险公司截至3月债券账面亏损增长两倍多，达到1.518万亿日元。

日本四大寿险公司（包括日本生命、第一生命、住友生命、明治安田）在上一财年账面浮亏高达8.5万亿日元，折合大约600亿美元，同比增长三倍。日本保险公司持有大量超长期国债比如30年、40年期日债，以匹配几十年后的保单赔付需求。

如果利率持续上升，保险持有人会赎回保单，将资金转向收益率更高的资产，保险公司将被迫卖出日债。新发债券账面收益率更高，保险公司可能抛售存量账面低收益率债券，购买新发账面高收率债券。

日本寿险公司只是日本众多金融机构困境的冰山一角。随着更多的存量债券被抛售，债券收益率继续上行，从而导致更大规划的债券抛售和金融机构更大规模的的账面亏损，恶性循环，出现雪崩效应。



随着日本利率的快速上升，在资金成本压力下，海量的从日本银行体系流出的，分布在全球金融市场的流动性开始回流。从日本银行体系创造出的全球流动性开始消失，快速转向流动性消灭。

日本银行体系的流动性消灭将冲击全球流动性，对美债和美股市场的冲击力度最强烈，将迫使美联储被动提前启动QE。

**三、5月12日中美贸易协议达成后，集运美线价格暴涨，美国进口商展开大规模主动补库存。美国没有牌，8月前的谈判大概率延续10%的对等关税，并有可能取消因芬太尼对中国加征的20%关税。**

5月12日中国5月12日中美贸易协议达成后，美国进口商展开大规模主动补库存，不仅要把4月份停运的损失补回来，还有5、6、7三个月的正常补库。由于对美国政府关税政策的不信任，美国进口商希望把圣诞节前的货，都提前补出来。

集运美线瞬间进入沸腾模式，6月15日的美线报价暴涨至9100美元每大柜，而5月初的价格只有2200美元每大柜。船东正在将派往南美东、南美西、中美洲、欧线的船只调往美线，导致南美东、南美西、中美洲的集运价格暴涨。

美东和美西的港口以低效率而闻名，6月蜂拥而至的集运船只大概率会导致拥堵，引发停靠在美港口等待卸货的集运船只大幅增长，大概率会推升集运欧线2506、2508合约的运价。

美国3月消费品进口额大升至1013亿美元，贸易逆差大升至1615亿美元，均创下历史新记录。对应的6月、7月大规模主动补库存，美国进口额有望再创新记录。

对中国的关税已引发美国国内的激烈反对，特朗普要求沃尔玛吞下30%的关税，但沃尔玛的利润率只有2%，显然吞不下去，通胀上行是必然，而通胀上行推动美债收益率进一步走高，威胁美债市场的稳定。农场主是共和党的基本盘，但农场主们和农业州已经极为愤怒。

当地时间5月23日，美国财政部长贝森特在接受福克斯新闻采访时表示，将再次与中国代表会面，就关税问题展开谈判，且他本人将亲自参与此次面对面谈判。此次谈判重点预计集中在取消20%的芬太尼关税以及剩余的10%对等关税。

5月28日美国国际贸易法院裁定美国对等关税越权，美国对等关税进入法律战。尽管白宫可以依据其它法律条款延续关税，但白宫的每一步，都将面临法律诉讼。

美国没有牌，中国有望赢得此次中美关税大战的胜利。



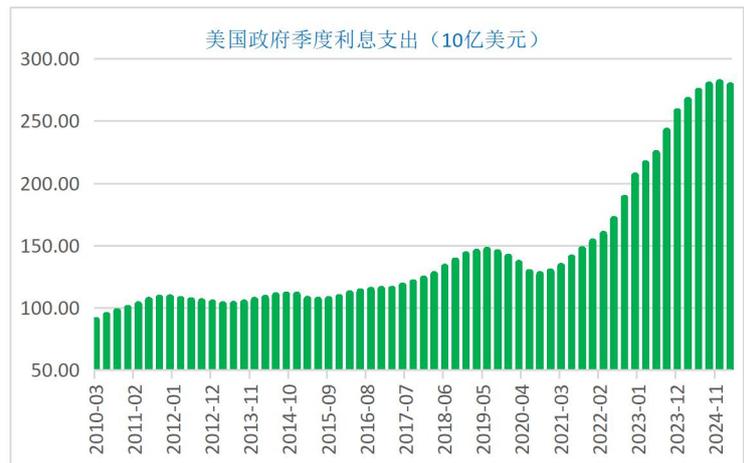
## 四、美国众议院通过减税法案，美国财政加速恶化，30年期美债收益率越过5%

美国众议院以一票之差通过了争议巨大的名为“大漂亮”的减税方案，减税方案将为美国未来10年新增3至4万亿美元的债务。

美国总统特朗普在西点军校毕业典礼上表示，军费不仅不会削减，还会增长到1万亿美元。同时公布了美国星球大战计划的第二版本，金穹计划。

6月是美国债务以旧换新的集中到期时点，低利率的疫情期间债务将置换为高利率债务，美国年国债利息支出将轻松越过1.2万亿美元。

达利欧呼吁美国财政改革，但美国财政没有在临界点停步，反而在6月后将加速脱离临界点，美国债务最后的改革时间点已然错过，美债和美元走上了不归路。



资料来源：WIND 格林大华研究院

美国财政加速恶化，30年期美债收益率已经越过5%，叠加对等关税引发的通胀上行，美债收益率上行的天空已打开。

## 五、美股在构筑大型双顶。华尔街密集访华，全球金融资产再配置将推动全球金融资金流向A股



美国在4月7日见底后顽强回升，纳指已回到年初的平台区。诡异的是，推动美股本轮回升的主力是散户，一众专业投资机构则纷纷逢高跑路，而“聪明钱”对冲基金的美股空单则创下了历史记录。

5月28日，花旗发布了一份重磅报告，研究了全球最大的15家资管机构的动向。这些机构合计管理超20万亿美元资金，是全球资金流向的风向标。

资金流向数据显示，全球大资金正集体“去美国化”，减少美股、美债、美元配置。而“买亚洲和欧洲”正成为全球大资金达成的共识。

5月30日，中国贸促会新闻发言人赵萍在中国贸促会5月例行新闻发布会上表示，美国摩根大通集团董事长兼首席执行官杰米·戴蒙于近期访华。美国工商界人士密集访华，就是在用“脚”投票。

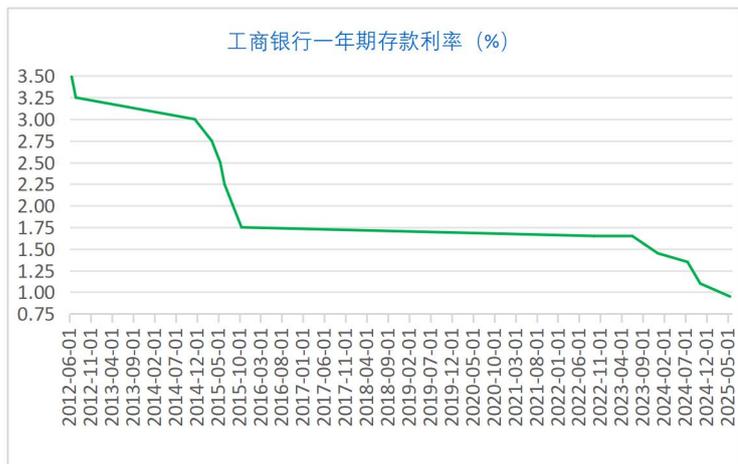
摩根大通亚太区股票研究部主管苏文杰表示，从2024年底开始，形势发生了变化。外国投资者开始逐渐高配包括在岸及离岸市场在内的中国资产。

美股大厦将倾，美国金融资本需要寻找新的宿主。从政治角度，敌人的敌人就是朋友，代表民主党的华尔街金融资本有望和中国展开深度合作。

中国A股，有望深度受益于全球金融资产的再配置。

### 六、1年期存款利率史无前例下降至1%以下，预期居民部门储蓄资金、保险资金加速向股市迁移。息差扩大增利银行板块。

1年期存款利率史无前例的下降至1%以下，庞大的国内居民部门储蓄资金有望加速向股市迁移。





资料来源：WIND 格林大华研究院

存款利率降低后，保险资金需要配置收益更高的项目，叠加政策要求，保险资金流向A股的速度同样会加快。

2025年中国股市进入低波动状态，受益于中国经济从投资拉动模式转向消费拉动模式，资本过剩的传统产业转向股市分红和回购。股市盈利模式从赚取宽幅波动价差收益，转向赚取低波上行持有收益。A股开始复刻多年前美股长牛的低波上升模式。

本轮降息，1年期存款利率下调了15个基点，5年期存款利率下调了25个基点，但贷款利率只下调了10个基点，意味着银行息差在扩大，银行板块受益。

6月3日，银行ETF（512800）再度创下新高。



资料来源：WIND 格林大华研究院

人民币升值吸引外资持续流入，全球金融资产再配置利好A股，等待利多力量突破A股当前的低波横向整理局面。



### 七、美国大补库支持大宗商品，原油价格存在脉冲式上涨可能

在美国国内巨大压力下，美国政府被迫在5月12和中国达成阶段性贸易协议，美国零售商、批发商、制造商展开大规模补库存。

美国5月12日后三个月的大规模补库存，有望支持大宗商品。

OPEC+官宣7月继续维持超规格增产，连续第三个月按照41.1万桶/日的速度解除限产。OPEC+在油价低位持续增产，事出反常必有妖。从表面上看，沙特此举是惩罚伊拉克、哈萨克斯坦等未遵守减产纪律的国家，但实质上，OPEC+剑指美国页岩油产业，和美国页岩油资本争夺全球石油市场份额。

根据达拉斯联邦储备银行季度能源调查，页岩油生产商需要65美元/桶的油价才能实现收支平衡。美国石油公司正在削减支出并闲置钻机，行业巨头警告称持续十年的页岩油行业繁荣即将落幕。

美国石油资本会坐以待毙吗？答案是不会的，美国石油资本大概率剑指伊朗。

美国和伊朗的核协议在快速推进中，这是以色列最不愿意看到的。媒体在密集曝光以色列在进行攻击伊朗核设施的演练。

一旦美伊核协议接近达成，以色列攻击伊朗核设施大概率会实施。随着伊朗的反击，以色列大概率会攻击伊朗的原油出口基础设施。伊朗每天约200万桶的石油市场份额将被抢夺。伊朗在愤怒之下，会不会宣布封锁霍尔木兹海峡呢？

6月2日，乌克兰宣布通过无人机特种作战，摧毁了40多架俄罗斯战略轰炸机，俄罗斯的愤怒报复将升级，而乌克兰很可能加大攻击俄罗斯石油基础设施。

深层政府仍然掌控着欧洲和美国的建制派，共和党MAGA派被处处掣肘。

在康波萧条期，和平通常是短暂的，所谓的和谈通常是缓兵计，战争的规模大概率越打越大。从东欧到中东，进而外溢到印巴。

在以色列攻击伊朗核设施的概率持续上升背景下，原油价格很可能会出现一次脉冲式大幅上涨。

### 八、黄金仍在技术性调整中，稳定币难掩黄金光芒

在中美贸易大和解、美国对等关税陷入法律战的大背景下，风险对冲的需求在下降，黄金大概率仍处于技术性调整中。



5月21日，美国参议院通过了美元稳定币法案，美元稳定币和美元1:1兑换，美元稳定币资金主要投资于美国短债。

美元稳定币的目标，是希望虹吸全球资本管制国家的富豪、中产资金，虹吸全球黑灰产业资金，以实现为美债续命。

中国和欧洲都不愿意被虹吸。5月30日，香港特别行政区政府在宪报刊登《稳定币条例》，《稳定币条例》正式成为法例，中国在香港果断推出港元稳定币，后期很可能会推出离岸人民币稳定币。欧洲也准备推出欧元稳定币，5月11日，欧盟理事会正式通过《加密资产市场监管法案》（MiCA）的最终版本，完成稳定币立法工作。

有一利必有一弊，美元稳定币的推出，对于美国银行业将形成巨大冲击，传统银行业的商业模式将被大规模替代。美元信用下降的根源在于美国失控的国债规模，美元稳定币不会改变美元信用快速下降的趋势。美元信用的瓦解，也就意味着附着在美元信用之上的美元稳定币的瓦解。

美国佛罗里达州州长罗恩·德桑蒂斯于当地时间5月27日签署法案，承认黄金和白银为法定货币。

所谓的美元稳定币，只是便利兑换工具，并非良好的储值工具，无法掩盖黄金的光芒。在人类数千年的货币史上，黄金是最诚实的货币，是人类社会的货币王者。

### 九、50年期超长期特别国债发飞

今年首只50年期超长期特别国债遇冷“发飞”。

5月23日，今年超长期特别国债首只50年期品种发行落地，加权平均中标利率为2.1%，高于银行间债市同期限债券收益率，较2月同期限国债续发行时的收益率低点上行约19BP（基点）。债券以高于二级市场收益率的票面利率发行，意味着新发行债券吸引力偏弱，需要以更高的预期收益吸引资金，反映出市场看多做多的积极性不强。

在降准落地后，资金价格整体不降反升，进一步引起市场对宽货币持续性的担忧。从国债发行情况来看，包括50年超长期特别国债在内，23日财政部合计发行国债3900亿元，今年前4个月累计发行国债4.69万亿元，较去年同期增加超万亿元。

美国30年期国债收益率上冲至5%，日本40年期国债收益率持续上升，德国30年期国债收益率上升。主要经济体长久期国债收益率的快速上升，预示着全球大通胀的即将到来。



人民日报6月1日发文《新能源汽车决不能打“价格战”兴奋剂》，车企须坚守长期主义发展理念，通过技术创新、管理创新降低生产成本，给广大消费者带来更优质、更具性价比的产品。莫要在资本裹挟下扭曲商业逻辑，只会用价格战来追求短期市值和股价。否则，等资本套现离场后，产业就只剩“赔本赚吆喝”的空壳，出海进程也将被迟滞。

人民日报发文是中国反内卷综合整治的檄文，意味在全球大通胀即将到来的大背景下，中国的通胀上行力度也将加快。

### 十、看好贸易、资本项下双顺差，离岸人民币汇率有望继续走强

随着中美贸易的大和解，离岸人民币汇率升值至5月16日的7.16元。

随着全球金融资产再配置的启动，意味着大量国际金融资金向中国股市、债市流动，中国有望迎来贸易项下、资本项下的双顺差。

上海黄金交易所开始设立中东交割库，人民币-石油、人民币-黄金开始形成闭环，人民币正在加速国际化。

离岸人民币，有望向7.0元进发。



### 十一、各项大类资产6月展望

#### 各项大类资产6月展望：

**权益类资产：**存款利率降至1%以下，预期居民部门储蓄资金、保险资金加速向股市迁移，全球金融资产再配置利多A股；

**大宗商品：**美国大补库支持大宗商品，原油存在脉冲式上涨可能；

**黄金避险资产：**黄金仍在技术性调整中，稳定币难掩黄金光芒；

**债券类资产：**50年期国债发飞；全球大通胀正在到来；

**外汇资产：**贸易、资本有望双顺差，离岸人民币有望继续走强；

**服务类集运指数：**美线抢运利多集运欧线2506、2508合约；

#### **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。