

“抛美债”是金融核弹吗？

——被神话的金融武器与真实的市场逻辑

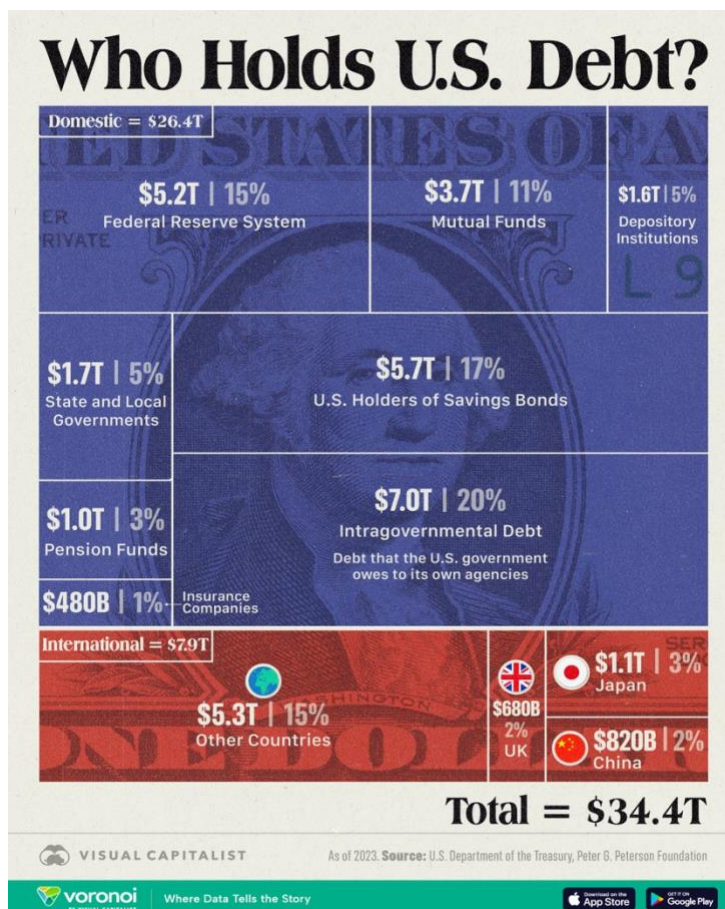
文 | 徐令予

网络讨论中常能听到一种颇具戏剧性的说法：中国只要一抛美债，美国立刻就会“跪下”。这种表达简单直接，情绪张力十足，仿佛金融博弈也可以像电子游戏一样，按下一个“必杀键”就能分出胜负。然而，现实中的金融体系远比这种想象复杂得多。美债市场是全球规模最大、流动性最强的债券市场之一，任何单一国家试图通过抛售美债来制造系统性崩溃，更可能引发短期波动，而非决定性冲击。要真正看清这个问题的本质，有必要对“抛美债”的现实后果、潜在得失以及可行性与可操作性，作一次更为冷静、客观的分析。

一、谁在持有美债？先看清基本盘

讨论抛美债，第一步是弄清楚一个基本事实：谁在持有美债，中国的分量到底有多大。很多人的直觉是，中国手里握着大量美债，因此一旦抛售就会对美国构成致命冲击。但从美债整体结构来看，美国国内机构和个人长期持有了绝大部分国债，外国持有者只是其中的一部分。而在外国持有者中，中国所占比例也并不处于压倒性地位。详细数据请看右图。

这意味着，在一个以数十万亿美元计的庞大市场中，中国的持仓更像是一个普通参与者，绝不具有左右全局的



份量。即便实施较大规模的减持，更多体现为阶段性的市场扰动，而难以演变为系统性崩溃。把“抛美债”想象成一种可以一击制胜的工具，本身就是对美债市场体量和结构的误判。

二、抛完美债，钱往哪里去？资产配置的四重约束

假设可以顺利抛售一大笔美债，紧接着必须面对的现实问题是，这些资金该如何重新配置。对于国家级外汇储备而言，资产配置并不是想买什么就买什么，而需要同时满足几个基本条件：安全性、流动性、可承载规模以及收益率。

安全性意味着资产本身不易出现违约或极端信用风险。流动性意味着在需要时可以迅速变现，而不会对价格造成过度冲击。可承载规模意味着市场深度足以容纳数千亿美元级别的资金进出。收益率则意味着长期持有能够带来相对稳定、可预期的回报，而不是完全依赖价格波动。

在这些约束条件下，很多看似诱人的替代选项都是不合格的。例如黄金常被视为安全资产，但它是无息资产，长期持有并不能产生稳定现金流，大规模买入和卖出还会对价格本身形成明显冲击。对几千亿美元规模的资金而言，进场可能推高价格，出场又压低价格，最终反而是“偷鸡不成蚀把米”。其他国家的国债在规模、流动性和收益稳定性方面，也很难同时达到美债的综合水准。这也是为什么在现实世界中，美债长期被世界各国视为外汇储备中的基础性配置资产，而不是轻易可以被替代的对象。

三、美债背后的真实所有者与外汇流动性问题

外汇储备中的美债名义上由央行或官方机构持有，但背后对应的是：

- 外资在华投资形成的外汇结算沉淀
- 中资企业的海外美元头寸
- 居民和企业通过金融体系形成的美元资产负债错配
- 以及各类跨境资本项目下的“托管型资产”

因此美债中许多是官方的代持资产，它承担着整个金融体系对美元流动性的底层支撑作用。外汇储备的一个重要用途，是在资本流动、企业外币支付出现风险时，提供随时可用的外汇缓冲。

如果将高流动性的美债大规模置换为流动性较差或非美元资产[1]，那么在外部环境发生变化时，可能出现账面上资产不少，但短期内却无法获得足够美元的情况。这种流动性错配在金融历史上并不罕见，往往会放大汇率波动和市场不安预期。因此，作为外汇储备的美债的核心功能首先是金融稳定工具，而不是情绪化博弈的筹码。

四、你抛，他能接：现实中的金融博弈

在博弈层面，集中抛售美债并不意味着市场无人承接。美债市场背后有全球范围内的机构投资者网络，在极端情况下，美国自身的金融体系也具备通过政策工具（量化宽松）吸收部分抛压的能力。更重要的是，大规模抛售所带来的价格冲击，往往首先由卖方承担。抛得越急，价格下行越快，后续卖出的资产反而会以更不利的价格成交。

因此，这类操作不仅难以给对方形成决定性打击，还可能在资产价格和金融稳定层面对自身造成伤害。将复杂的金融博弈理解为单边按按钮的对抗，本身就低估了市场的自我调节能力。

结尾

把前面的几点合在一起，其实可以看出一个有点“反直觉”的结论：

- 对美国：抛售美债可能带来波动，但难以构成致命打击；
- 对自身：却可能带来资产损失、外汇流动性压力和金融稳定风险。

这类操作，更像是“伤敌一毛，自损八百”。因此，“抛美债”更像是情绪化宣泄，而绝不是有效的策略。

注释：

[1]美债的流动性与期限结构密切相关，但并非简单等同于“期限越短，流动性越好”。一般而言，短期国库券由于价格波动小、在回购市场中广泛用作抵押品，接近“准现金”，在需要快速变现或应对短期资金压力时，流动性优势最为明显。尤其在市场紧张时期，资金往往更倾向于涌向短久期资产，因此短期美债通常更容易成交，价差也相对较窄。

与此同时，2年、5年、10年期等中期美债在日常交易中反而更为活跃，它们是利率定价和宏观交易的重要基准期限，参与者众多，市场深度很高，因此在正常市场环境下具备极佳的流动性。相比之下，20年、30年期等超长

期美债更多由保险公司、养老金等长期资金持有，交易频率较低，对利率变化更为敏感，在市场波动加剧时，其流动性相对更容易下降。

从大资金或外汇储备管理的角度看，短期美债更适合承担“随时可动用的流动性工具”功能，中期美债则兼顾流动性与收益稳定性，而超长期美债更偏向收益锁定工具，通常不适合作为高频流动性储备。这也是现实中常见的做法，即通过不同期限的组合来平衡流动性需求与收益目标。

徐令予 作于南加州（2026年2月16日）