

美元潮汐

美联储怎么抽水放水，以及全世界的钱为什么跟着涨落

蜜蜡

费曼式写法 · 由多个 AI 代理撰写与互相审校

导读

美联储怎么抽水放水，以及全世界的钱为什么跟着涨落

先别看K线，先想一个画面：2022年，地球上相隔最远的三场灾难同时发生——斯里兰卡的加油站前排着几公里的队，因为国家没有美元买油了；伦敦的养老金基金经理半夜被电话叫醒，因为英镑崩了要补保证金；东京的主妇发现进口牛肉贵了三成，因为日元跌到了三十二年最低。

三件事看起来毫无关系：一个岛国破产、一个老牌金融中心差点连环爆仓、一个发达经济体的物价。但它们其实是同一件事的三个切面——那一年，美联储把利率从零加到了5%。

这本书要回答的问题就藏在这里：**为什么华盛顿一栋楼里的十二个人开会，能决定阿根廷的菜价、越南的房价和你账户里股票的估值？**答案是美元潮汐——美元像潮水一样在全世界涨落，而闸门的把手握在美联储和美国财政部手里。涨潮时廉价美元漫向全球，遍地牛市；退潮时美元回流美国，沙滩上露出所有裸泳的人。

坊间关于这个话题的流行叙事是「收割论」：美国先放水养肥全世界，再抽水剪羊毛。这个叙事爽，但是错的——它会害你。把潮汐当成阴谋，你就会去猜「美国下一步想干什么」；把潮汐当成一台机器，你才会去看仪表盘：净流动性在涨还是在跌？美元指数是不是在暴冲？离岸美元系统的警报器响没响？前者是算命，后者是气象观测。这本书教你做后者。

十三章分四段旅程。第一段（一至三章）拆机器：美元的霸权凭什么存在、印钞机的两个把手具体怎么拧。第二段（四至六章）看传导：潮汐怎么漫过国境、藏在离岸市场里的那个比美国境内还大的影子美元系统、以及一张你每周可以自查的流动性仪表盘。第三段（七至十一章）巡市场：同一波潮水打在各国的国债、黄金、股票、汇率上，为什么是五种完全不同的形状。最后两章看未来：稳定币——这个被美国政府刚刚收编的新物种，正在变成美元霸权在数字时代的出海口，以及这一切对你的钱包意味着什么。

读这本书不需要金融背景。每一个术语第一次出现时都会当场翻译成大白话，每一章都会落到一个「所以该看什么、做什么」的实处。你只需要带一样东西来：好奇心——想知道这台连着全世界水管的泵，到底是怎么转的。

那就从第一章开始。先认识那台泵。

第一章·一台连着全世界的泵

2020年3月，疫情刚爆发，美国股市一个月跌了三分之一。同年11月，美股创新高，比特币从3月的低点到年底涨了约六倍，韩国散户的账户爆仓又复活。这一切中间只隔了八个月。中间发生了什么？不是病毒消失了，是美联储把它的资产负债表从4万亿美元吹到了7万亿。

两年后潮水退去：2022年4月斯里兰卡国债违约、国家宣告破产，年底加纳国债违约，埃及镑一年多里贬了一半，土耳其老百姓排队换美元。这些国家彼此隔着半个地球，经济危机却在同一年扎堆爆发，像一个看不见的潮汐表在统一调度。

这个潮汐表是真的存在的。这本书要讲的美元潮汐，就是美元在全世界范围内的涨潮与退潮：美联储和财政部在美国本土「放水」时，多余的美元会顺着贸易和金融管道漫到全世界，把各国的资产价格抬高；等美国「抽水」，美元回流，别人家的海滩就露出礁石。全书想回答一个问题：**这台泵是怎么运作的，以及你能不能看着仪表盘提前知道潮水的方向。**

为什么偏偏是美元

全世界两百来个国家，各有各的货币，为什么美联储一动手，连阿根廷的菜价都跟着动？一句话：美元不只是美国的货币，它是全世界互相做生意用的「公共计价语言」。

看几个数字。全球跨境贸易结算，超过一半用美元开票——哪怕这笔生意跟美国毫无关系：巴西把铁矿石卖给中国，合同上写的常常是美元。各国央行的外汇储备，将近六成是美元资产。全球外汇交易，每100笔里有88笔的一边是美元。国际石油、黄金、大宗商品的报价，默认货币是美元。

这意味着，全世界绝大多数国家和企业，手上必须常年握着一笔美元——用来付账、还债、应急。而美元的「出厂价」和「出厂量」由谁决定？美联储。所以美联储调一次利率，等于给全世界的美元持有者重新定了一次价。这是潮汐存在的根本原因：**一个人都离不开的东西，由一家机构独家供水。**

潮汐到底是怎么起落的

先建立一个最简模型，后面几章再往里填零件。

想象美国的金融体系是一个大水库，水库里的水就是美元。水库连着两种管道：一根叫利率——借美元的价钱；一根叫数量——系统里总共多少美元。美联储拧这两个阀门。

放水的时候（利率降到接近零，同时开动印钞机买债券），水在美国本土便宜到几乎不要钱。资本是逐利的，在美国赚不到利息，就往外跑：买巴西的国债、买越南的股票、借给土耳其的企业。美元流出去的过程，就是别人家的资产价格被抬高的过程——股市涨、房价涨、本币升值，一片繁荣。

抽水的时候（加息、缩表），水往回抽。美国的国债收益率从1%涨到5%，全球的资本一算账：干嘛还在外面冒险？回家躺在美国国债上就能拿5%。于是美元回流，别国被抽走资本：货币贬值、股市跌、借了美元债的国家发现债务变重了。繁荣期的裸泳者一个个露出来。

大白话

大白话：美联储的货币政策从来不只是美国的内政。它调的是「全世界钱的价格」，所以它的每一次议息会议，实际上是给全球资产开一次定价会。你在新闻里看到的「美联储利率决议」，翻译成白话说就是——下个月全世界的钱是变便宜还是变贵。

这不是阴谋，是结构

讲到这，很容易滑向一个流行的说法：美元潮汐是美国精心设计的「收割机」，先放水养肥别人，再抽水剪羊毛。这个叙事传播很广，但它是错的，而且错得会误导你的判断。

说它错，是因为美联储的法定目标只有两个：美国的就业和美国的物价。它加息是因为美国通胀高了，降息是因为美国失业率升了——决策依据里根本没有「现在该收割谁」这一项。2022年美联储暴力加息，首当其冲亏得最惨的是美国自己的银行股和国债持有者（硅谷银行就是这么死的），这不是一台设计精密的收割机该有的表现。

但它又不是完全无辜。真相是：**潮汐是这个结构的必然产物，而美国是这个结构的最大受益者**。美元是世界货币，所以美国的危机可以让全世界分担（放水时通胀输出到国外），别国的危机却常常变成美元回流的燃料（出事时资本逃向美国）。这不是阴谋，是位置优势——就像住在水库下游第一户的人家，不旱也不涝。理解这一点，比骂它有用得多：你真正需要的是知道泵什么时候转向，而不是泵安什么心。

这本书怎么读

接下来十二章，我们把这台泵拆开看。第二、三章讲美元的霸权从哪里来、美联储和财政部具体怎么操作；第四、五章讲潮汐怎么传导到全世界，包括那个藏在美国境外、比境内还庞大的离岸美元系统；第六章给你一张「流动性仪表盘」——哪些指标能提前看出潮向；第七到十一章逐个市场过一遍：各国、国债、黄金、股票、汇率，同样的潮水打上去为什么形状不一样；最后两章讲一个正在发生的新变量——稳定币，美国正在把它改造成美元的新出海口，以及这一切对你的钱包意味着什么。

读完全书，你不一定能预测市场——没人能——但你会拥有一张地图：下次新闻里说「美联储暗示可能暂停加息」，你会知道该去看哪几个数字验证它，也知道这对你手里的资产意味着什么。

第二章·美元凭什么

先想一个日常的问题：你钱包里的人民币，凭什么能换到包子？凭的是全中国人都认它。现在把这个逻辑放大到全世界：美元凭什么能让沙特的石油商、日本的出口商、阿根廷的进口商都认它？答案不是「美国枪多」这么简单——军事实力是背景板，真正的支柱是三个具体的东西：**一段历史留下的信任存量、一个全世界最大的债券池子、和一张谁先进来谁占便宜的关系网。**

第一块基石：历史留下的信任存量

1944年，二战还没打完，44个国家跑到美国一个叫布雷顿森林的小镇开会，商量战后世界用什么钱做生意。最后定下的规矩很简单：美元跟黄金挂钩，35美元换一盎司黄金，各国货币再跟美元挂钩。美元成了整个体系的「锚」。

为什么轮到美元？因为1945年的美国握着全球大半的黄金储备，经济占世界的一半，而且是唯一一个本土没被炸烂的工业大国。别人不是不想自己当锚，是真没有那个本钱。

1971年，这个体系出了件大事：美国印了太多美元，黄金不够兑付了，尼克松总统干脆宣布美元跟黄金脱钩——相当于借条不再保证能换成金子。按理说美元该崩。但奇妙的是，什么都没发生：各国继续用美元。为什么？因为用了三十年，所有的合同、管道、习惯都长在美元上了，换一套体系的成本高到没人付得起。**货币霸权最硬的内核不是黄金，是惯性。**一段靠谱的历史存下的信任，在借条撕掉之后还能再吃五十年。

第二块基石：全世界最大的债券池子

信任是虚的，得有个实体的东西接住它。这个东西就是美国国债——美国政府打的借条，承诺到期还本付息。

全世界的央行、主权基金、保险公司、养老基金，手上攒了巨额的美元，这些钱不能塞床底下，得找个地方放着生息，还要满足两个苛刻条件：一是**绝对安全**，不能跑路；二是**池子足够深**，几百亿砸进去随时能取出来、不引起价格大地震。同时满足这两条的资产，地球上基本只有一种：美国国债。二十多万亿美元的市场，每天成交几千亿，史上从未赖账。

大白话：别的国家也想让自己的货币当世界货币，但光印钞票没用——你得同时提供一个足够大、足够安全的「停车场」，让全世界的钱愿意停进来。美国国债就是这个停车场，而且是目前唯一够格的停车场。这是后来欧元、人民币始终没能真正撼动美元的核心原因之一：欧元区的国债是二十多个国家各自打的借条，不是一个统一的池子。

第三块基石：谁先进来谁占便宜的关系网

经济学里有个概念叫网络效应：一个东西用的人越多，它对每个人就越有用。电话、微信是这样，货币也是这样，而且更极端。

想象你是个智利商人，要把铜卖给韩国。用智利比索报价？韩国人不认。用韩元？你自己不要。那怎么办？选一种「我们俩都信、都能方便换成自己货币」的中间货币——环顾四周，只有美元符合条件，因为美元的兑换市场最发达、买卖价差最小。于是你们用美元开票。而这个决定本身又让美元更好用了一点，下一个印尼商人更没理由选别的。每一笔交易都在给美元的垄断地位投票。

配套的硬件设施也全是美元规格的：全球银行间的报文系统 SWIFT、美元清算系统 CHIPS，每天清算的天量美元都要经过美国监管触手可及的管道。这就是为什么美国制裁伊朗、俄罗斯那么疼——不是冻结你手里的美元，是把你从管道上拔下来，让你有美元也花不出去。

霸权的红利与代价

这套地位给美国带来的好处，法国人在1960年代就送了个词：嚣张的特权。具体是三层红利：

- **借钱便宜**：全世界抢着买美国国债，等于全世界排队借钱给美国政府，利率自然压得低。美国政府的赤字能常年比别国大，靠的就是这个。
- **印钞出口**：美国人拿印出来的美元直接换别国的商品和服务——经济学家称之为铸币税，造钱的人白赚的那一份。
- **危机免疫**：出了事，全世界的资本反而逃向美元，美国总能在别人着火时低价抽水灭火。

但特权有个暗面，叫特里芬难题：要当世界货币，就得源源不断向全世界供应美元；怎么供应？靠美国常年买别人的东西比别人买它的多，也就是贸易逆差。也就是说，美元霸权天生要求美国持续「失血」输出美元——制造业外流、逆差扩大，其实是这个设计的内置功能，不是bug。后面我们会看到，特朗普政府想消除逆差又要保住霸权，这两件事在逻辑上是互相打架的。

记住这三块基石——信任存量、国债池子、关系网。下一章我们看具体的操作：美联储和财政部这两个机构，是怎么一左一右拧动这台泵的。

第三章·印钞机的两个把手

很多人以为「印美元」是一个动作，一个按钮。实际上它是两台机器配合的结果：**美联储管银行系统里有多少钱，财政部管政府花多少钱**。看懂这两个把手，你才算真正看懂了泵的构造。这一章稍微硬核一点，但它是后面所有章节的零件库，值得啃下来。

先把舞台搭好：银行准备金

现代金融体系的底部，躺着一种普通人永远摸不到的钱：银行准备金——商业银行存在美联储账上的存款。我们平时转账、刷卡用的钱，其实是银行之间债权债务的记录，而银行之间最终结账，用的就是准备金。它是「银行用的美元」，地位相当于整个货币体系的地基。

关键来了：准备金的数量，美联储想造多少就造多少。它不是从税收来的，不是印钞厂印出来的，是美联储在电脑上加个数字就有的。这一点是所有后续操作的基础。

把手一：美联储的QE与QT

2008年金融危机后，美联储发明了（其实是学日本央行）一个大招：量化宽松（Quantitative Easing，简称QE）。操作说起来一句话：美联储拿凭空造出来的准备金，到市场上买国债和房贷债券。

这个动作有三个后果，每个都值得单独看：

- **系统里凭空多出钱**：卖债券给美联储的机构，账上多了准备金。银行系统的水位直接上升。
- **债券价格被买高、利率被压低**：美联储这么个巨无霸买家进场扫货，国债收益率被压下去。而国债收益率是全市场利率的地板，地板降了，企业贷款、房贷、所有利率跟着降。
- **把钱往外赶**：手握债券的机构把债券卖给了美联储，拿着现金总得买点什么——国债收益率已经低得可怜，只好去买股票、公司债、新兴市场资产。这叫「再平衡效应」，是QE推高股价的传导管道。

反向操作叫量化紧缩（QT）：美联储持有的债券到期了不再续买，让它自然缩水。准备金被抽走，水位下降，效果全反过来。2020年疫情，美联储QE买了约4.6万亿；2022年起QT，两年缩了约2万亿。这就是潮汐的发动机本体。

大白话：QE就是央行亲自下场买买买，用的是自己印的钱。它不改变政府的债务总额（国债只是从市场手里换到美联储手里），但它改变了系统里「活钱」的数量和风险偏好——手里全是低息现金的人，会变得愿意冒险。

把手二：财政部的TGA

财政部（美国的「国库」）在美联储也开了一个账户，叫TGA（Treasury General Account，财政部一般账户）——联邦政府的钱包。税收进来、发债筹的钱进来，都进这个账户；政府发工资、付利息、发救济，从这个账户出。

这个账户有个鲜为人知但极其重要的性质：**钱进TGA，等于从银行系统抽走；钱出TGA，等于注入银行系统**。因为TGA在美联储的账上，不属于商业银行体系——你交的税从你的银行账户划走，准备金就消失了，变成财政部钱包里的数字，暂时退出了流通。

于是财政部的「花钱节奏」本身成了一个流动性开关。2023年下半年就是个经典案例：财政部一边大规模发债（抽走流动性），一边TGA余额高企（钱躺在钱包里没花），市场流动性被双头挤压；而2020年则是反过来，财政部疯狂发救济金，TGA泄洪，叠加美联储QE，造就了史上最快的一波涨潮。

缓冲垫：隔夜逆回购

还有个零件得认识：隔夜逆回购（ON RRP，Overnight Reverse Repo）。听起来绕，其实就是「货币基金在美联储的活期存款」。货币基金手里现金太多没处放，就存到美联储过夜，赚个保底利息。

为什么说它是缓冲垫？2021-2022年，这个账户一度堆到2.3万亿美元——那是QE放出来的水漫过了银行系统，溢出来存在这里的。后来美联储QT抽水时，先抽干的就是这个池子：货币基金把存在美联储的钱拿出来买新发的国债，等于用「溢出来的旧水」去接「财政部的新债」，银行系统的准备金反而不怎么受伤。这就是为什么2023-2024年美国一边QT一边股市照涨——抽的是缓冲垫，没抽到筋骨。但缓冲垫2024年基本见底后，再抽就是真抽了。

一个公式，全书的钥匙

把上面这些零件装进一个公式，你就得到了观测美元流动性最核心的指标，圈子里叫它净流动性：

$$\text{净流动性} = \text{美联储资产负债表规模} - \text{TGA余额} - \text{隔夜逆回购余额}$$

翻译一下：央行总共放了多少钱，减去被财政部钱包锁住的，再减去被货币基金存回央行的，剩下的才是**真正在银行系统里流动、能去买资产的钱**。这个数涨，潮水涨；这个数跌，潮水落。它比单看「美联储缩表了吗」精确得多——2023年美联储在缩表，但TGA泄洪+逆回购放水，净流动性反而是涨的，市场于是照涨不误。只看新闻标题的人被晃点，看这个数的人没有。

第六章我们会把它连同其他指标做成一张完整的仪表盘。现在先去解决下一个问题：泵在美国境内转，水是怎么漫过国境线的？

第四章·加息降息如何掀起潮汐

上一章讲了泵的构造，这一章讲泵的动力：**利率**。QE/QT 调的是水的「量」，利率调的是水的「价」。而驱动美元跨境流动的，往往不是美国利率的绝对高低，而是它和别国利率之间的**利差**——两个国家借钱成本的差。

利差是资本的万有引力

设想你管理着一笔十亿美元的基金，可以在东京买日本政府债券，收益率0.5%；也可以在纽约买美国国债，收益率1%。看起来差不了多少？等美国的收益率涨到5%，而日本还是0.5%，这4.5个百分点的差，放在十亿美元上就是每年4500万美元的白捡利润——还几乎不用承担风险（美国国债 vs 日本国债，都算安全资产）。资本一定会动：抛日元资产，换美元，买美债。抛日元的人多，日元贬值；买美元的人多，美元升值。

这就是潮汐的微观发动机：**利差变了 → 资本换边 → 汇率动 → 资产价格跟着动**。美联储每一次加息，等于把全球资本的天平往美国这边压了一块砝码。反过来，降息就是拿掉砝码，资本重新流向收益率更高的海外。

三轮实例：看潮汐怎么运转

2008-2014：危机放水，涨潮淹向新兴市场。金融危机后美联储把利率降到零、QE三轮，美国本土资金便宜到发指。廉价美元涌向巴西、土耳其、印尼：这些国家股市楼市齐涨，企业发现借美元债比借本币债便宜太多，于是大借特借——2010到2014年，新兴市场美元债规模翻了一倍还多。当时巴西财长公开抱怨美国在打「货币战争」，用廉价美元冲垮别国的汇率防线。注意这个词：涨潮的时候，被淹的人就已经觉得疼了。

2013：一句话引发的退潮预演。2013年5月，美联储主席伯南克只是「暗示」未来可能减少购债，市场立刻抽搐：美债收益率飙升，美元大涨，印度、印尼、巴西、土耳其、南非的货币和股市集体跳水——史称「缩减恐慌」（Taper Tantrum）。**水还没真抽，只是说要抽，潮水就开始退了。**这告诉你一个重要规律：市场交易的是预期，等靴子落地，行情往往已经走完。

2022：四十年来最猛的一次抽水。为了压住疫情后9%的通胀，美联储一年内把利率从0加到5%以上，同时QT。结果如教科书般展开：美元指数涨了近20%，创二十年新高；日元跌破150，日本政府三十年首次进场干预；英镑差点崩盘，英国养老金差点连环爆仓；而斯里兰卡、加纳这些借了太多美元债的国家直接违约。全世界的央行被迫跟着加息——不是它们想加，是不加资本就跑光了。

大白话

大白话：美联储加息的时候，全世界央行行长都在心里骂娘——因为不管自己国内经济需不需要，都得跟着加，否则本币就要崩。日本2022年硬扛着不加，代价是日元贬到32年最低。这就是「美元是我们的货币，却是你们的麻烦」这句名言的现代版演示。

为什么是「潮汐」而不是「开关」

注意到上面的例子有个共同点：资本流动不是均匀连续的水流，而是「长时间缓慢积聚、短时间猛烈逆转」。涨潮期可以拖很多年——便宜的钱一年年渗出去，杠杆一年年垒起来，人人都觉得好日子会永远继续；退潮却往往以「危机」的形式在几个月内完成，因为所有人同时往出口挤。

行为金融的解释是：涨潮时杠杆是慢慢加上去的，没人需要急着卖；退潮时杠杆变成了绞索，借新还旧的链条一断，所有人被迫同时抛售。所以美元潮汐的节奏是不对称的——**涨潮以年计，退潮以周计**。这也是为什么观察拐点比预测水位重要得多。

一个反常识：加息初期市场有时照涨

2015-2018年美联储加息周期，美股涨了约50%。2022年加息最猛的时候，美股反而跌。矛盾吗？不矛盾。利率只是潮汐的一个变量，另外两个是经济增长和净流动性：加息如果是因为经济火热（2015年），企业盈利的上涨能盖过利率的拖累；加息如果是为了扑灭失控的通胀（2022年），说明央行宁可打崩市场也要抽水，那就是另一回事了。**不要问「加息还是降息」，要问「为什么加、加到什么时候、抽水抽到谁的头上」**。这正是第六章仪表盘的用处。

下一章去一个更少人知道的地方：上面说的都是「美国的美元」，但其实全世界美元体系的大头根本不在美国境内。那是一个监管几乎管不到、出了事却要美联储救火的影子世界。

第五章·看不见的离岸美元

问一个问题：美国境外的美元，总量有多少？答案会吓你一跳——国际清算银行（BIS）估算，美国境外银行体系里的美元负债超过13万亿美元，再加上外汇掉期等表外工具里的美元义务，真实规模可能接近或超过美国境内。而这个庞大的影子系统，不归美联储直接管，用的却是美联储印的钱。

这就是本章的主角：离岸美元，老一辈叫它「欧洲美元」——指存在美国境外银行（伦敦、东京、开曼……）的美元存款和信用。名字里的「欧洲」纯属历史遗留，今天它遍布全球。

离岸美元是怎么凭空长出来的

最初是冷战笑话：1950年代苏联怕存在美国的美元被冻结，把钱挪到伦敦的银行。银行发现这些美元存款可以拿去做美元贷款，完全不用经过美国——一个平行于美国本土的美元信贷系统就此诞生。

它的繁殖机制和境内银行一模一样：银行不需要先有美元存款才能放贷，**贷款本身就是凭空记账造出来的**。伦敦的银行给巴西企业放一笔美元贷款，巴西企业账上就多了一笔美元存款——离岸美元就这么被「印」出来了。全世界的非美国银行都在干这件事，几十年滚下来，滚出了一个比美国境内还大的美元世界。

外汇掉期：离岸系统的血液

离岸美元系统里最隐秘也最重要的器官，叫外汇掉期（FX swap）。一句话解释：两家银行约定「我今天用日元换你的美元，三个月后按事先说好的汇率换回来」——本质是一笔以货币作抵押的短期美元借款。

它大到什么程度？BIS估算全球外汇掉期和远期里藏着的美元债务超过80万亿美元——注意，这些债务是**表外的**，不体现在任何银行的资产负债表上，监管报表里几乎看不见。一个日本养老金想买美国国债吃利差，又怕美元贬值，标准操作就是：买美债 + 同时做一笔外汇掉期把美元风险对冲掉。全世界的机构每天几百万次地这么干，于是天文数字的美元借借还还都在这个市场里滚动。

关键在于：这些掉期大多是三个月内的超短债，到期必须滚续。风平浪静时没人觉得有问题；一旦市场恐慌，滚续成本暴涨甚至根本借不到，持有美债的外国机构就被迫抛售美债换美元还债——**美债的「安全买家」瞬间变成被迫卖家**。2020年3月美债市场那场外人也看不懂的闪崩，一半的原因就在这里。

出了事谁来救：货币互换额度

离岸美元系统有个先天缺陷：它可以凭空造美元信用，但危机时刻要兑付的「真美元」——美联储的准备金——只有美联储能印。伦敦的银行挤兑了，英格兰银行救不了，因为它印的是英镑。

所以每次大危机，你都能看到同一条新闻：美联储与欧洲央行、日本央行、瑞士央行等签署**货币互换额度**（swap lines）——美联储把美元直接借给这些央行，央行再转借给本国银行，事后连本带息还回来。2008年互换额度峰值用到5800亿美元，2020年用到4500亿。这是美元体系最赤裸的一幕：**全世界美元系统的最终贷款人，在华盛顿**。而且注意，拿到互换额度的是「被选中的」十几家央行——没在名单上的国家（比如大部分新兴市场），危机时只能去求IMF，或者硬扛。这张名单本身就是美元霸权的权力地图。

观测离岸压力的晴雨表：基差

好消息是，这个影子系统的紧张程度有一个公开可看的温度计：外汇掉期基差（cross-currency basis）。理论上，通过掉期借美元的成本应该和直接借美元一样（这叫利率平价）；一旦市场对美元饥渴，借美元就要额外加价，基差就会变负——负得越厉害，说明离岸美元越紧缺。

2020年3月，日元-美元基差一度崩到-100个基点以上，意思是机构愿意为拿到美元多付1%的年化成本——那是离岸系统窒息的声音。平常日子基差在零附近小幅波动；哪天你看到它突然深度跳水，不用等新闻，离岸美元系统已经在缺氧了。这个指标会出现在下一章的仪表盘上。

说到仪表盘——前面五章讲的每个零件（净流动性、利差、基差、汇率……）都有对应的公开数据可看。下一章把这些仪表一个个装到面板上，给你一张能每周自己看一遍的流动性仪表盘。

第六章 · 流动性仪表盘

前五章把泵拆开了，这一章装仪表盘。目标很实际：**每周花二十分钟，你自己就能判断潮水在涨还是在退**。所有指标都是公开免费的，主要来自美联储官网（fred.stlouisfed.org）和财经行情网站。

仪表盘分四层：水位、水压、温度计、警报器。

第一层：水位——系统里到底有多少钱

净流动性（第三章的公式：美联储资产负债表 - TGA - 逆回购）。这是总水阀。美联储每周四公布资产负债表（H.4.1报告），TGA和逆回购数据在FRED上都能免费查到，自己做减法就行，嫌麻烦的话也有不少分析师每周代算。看趋势别抠绝对值：连续几周上行，就是涨潮环境，风险资产有顺风；连续下行，逆风。

银行准备金余额：净流动性里真正要紧的成分。美联储内部的经验法则是，准备金跌破某个「充裕下限」（市场估计在3万亿上下），货币市场的利率就会开始不听话——2019年9月的回购市场暴雷，就是准备金被抽过头的前科。看到准备金逼近这个区域，要警觉。

第二层：水压——钱的价格

美元指数 DXY：美元对一篮子六种货币（欧元占近六成）的汇率。它是最直观的「全球美元饥渴指数」：DXY快速上行 = 全世界在抢美元 = 潮汐在退。注意它是个相对价格，美元指数涨不一定因为美国强，也可能因为欧洲更烂——看的时候要带着第十一章的相对思维。

SOFR：现在美元利率世界的锚，全称「有担保隔夜融资利率」，说人话就是「拿国债做抵押借一晚上美元的实际成交利率」。它平时贴着美联储的目标利率走；**一旦它莫名往上蹿，说明回购市场（金融机构的短期借钱市场）缺钱**——2019年9月回购利率一夜之间从2%附近跳到10%，SOFR也被带得明显偏离目标区间，就是抽水抽过头的警报。美联储每天公布。

实际利率（10年期通胀保值国债TIPS的收益率）：名义利率减去通胀预期，是「钱真实变贵了多少」。它是黄金的定价核心（第九章细说），也是成长股估值的隐形地心引力。FRED上

免费看。

第三层：温度计——市场怕不怕

MOVE指数：美债市场的恐慌指数，相当于股票界VIX的债券版。它量的是交易员愿意为「防国债利率剧烈波动」付多少保险费。MOVE长期高于120，说明债市神经紧绷，而债市是所有市场的地基——地基晃，楼上的股票迟早晃。2023年3月硅谷银行暴雷那周，MOVE冲到180以上。

信用利差（高收益债收益率 - 国债收益率）：市场愿意为多担风险索要多少补偿。利差收窄=市场贪；利差快速走阔=市场怕，而且往往走在股市前面。FRED上搜「BAMLH0A0HYM2」就有。

第四层：警报器——离岸系统缺氧的信号

外汇掉期基差（第五章讲过）：负值加深 = 离岸美元饥渴。彭博终端看得最全，免费渠道可以看主要券商研报和BIS季度评论。它是最快的「全球美元挤兑」早期信号，比新闻快。

美联储货币互换额度的使用量：平时接近零。它一旦跳升，说明有大型外国银行系统在向美联储求救——这不是演习，是真着火了。每周的H.4.1里有这一项。

怎么用：一张每周清单

1. **先看方向**：净流动性四周趋势，涨还是跌？
2. **再看压力**：DXY是不是在快速上行？SOFR有没有异常？
3. **三看情绪**：MOVE、信用利差是不是在恶化？
4. **最后查警报**：基差、互换额度有没有异常？

四个层面指向一致时（比如净流动性上行+DXY走弱+利差收窄），信号最可靠；互相打架时（比如水位涨但警报响），信警报——**水位决定趋势，警报决定生死**。

最后泼一盆必要的冷水：这套仪表盘帮你看清「现在是什么环境」，它不能预测拐点。美联储的转向由就业和通胀数据驱动，而那两个数据本身不可预测。仪表盘的价值不是算命，是**让你在潮水已经转向的时候，比看新闻头条的人早几周知道**——在金融市场里，几周就是一切。

仪表盘装好，接下来四章我们拿着它逐个市场巡视：先是各个国家，然后是国债、黄金、股票、汇率。同一波潮水打上去，形状完全不同。

第七章·潮汐拍岸，各国的体质不同

2022年那次大退潮，同一年里：斯里兰卡违约、加纳违约、阿根廷通胀冲向三位数、土耳其货币五年贬了八成——而日本、韩国、新加坡虽然货币也在贬，却毫发无损，甚至趁机出口大赚。同一个月亮引起的潮水，为什么有的海滩只是湿了湿沙，有的海滩被卷走了房子？

答案：潮水对所有人是一样的，**体质**是各家自己的。看一个国家扛不扛得住美元潮汐，主要看三张体检表。

体检表一：欠了多少美元债

这是最要命的一项。经济学里有个刺耳的词叫原罪（original sin）：新兴市场国家信用不够硬，国际市场上没人肯借本币给它们，只能借美元、欧元这些硬通货。于是它们的债务是美元，收入（税收、出口）却是本币——**债务和收入不是一种钱**。

平时没事。退潮时两刀齐下：本币贬值，同样一笔美元债折算成本币变重了；同时全球资本撤离，借新还旧的路断了。斯里兰卡就是典型：欠了500多亿美元外债，其中大半是硬通货，而外汇储备在疫情和退潮中烧到见底，2022年4月只能宣布还不起。一个国家的破产流程，和公司现金流断裂一模一样，只是没有破产法院给它重组。

反过来，日本负债率比斯里兰卡高得多（国债是GDP的两倍多），但它欠的几乎全是日元债——真到悬崖边，日本央行可以印日元接盘。用自己印得出来的货币欠债，和用别人印得出来的货币欠债，是两种完全不同的生物。

体检表二：家里囤了多少外汇储备

外汇储备是央行为雨季囤的干粮：本币被抛售时，央行卖出美元、买回本币，顶住贬值压力；外债到期时，储备就是还款来源。经验法则看储备能不能覆盖短期外债和几个月的进口。

亚洲国家是1997年亚洲金融危机的幸存者，那一课学得太狠：危机时IMF的救助附带苛刻条件，等于交出经济主权。于是此后二十年，中国、韩国、泰国、新加坡都在疯狂囤储备——中国囤到3万亿以上。2022年退潮时这张安全网显灵了：亚洲货币贬归贬，没有一个国家出

债务问题。而常年「月光」的土耳其，储备一度是负的（扣除央行自己借来的部分），里拉就只能自由落体。

体检表三：经常账户——靠自己挣还是靠别人给

经常账户看一个国家和全世界做生意的净账：出口挣的外汇够不够付进口和利息。常年顺差的国家（中国、韩国、德国），美元是自己挣来的，潮水退了也不渴；常年逆差的国家（土耳其、以前的印度印尼），美元靠资本流入补——资本一撤，外汇立刻断供。

2013年「缩减恐慌」时被市场点名的「脆弱五国」（印度、印尼、巴西、土耳其、南非），共同点就是当时都有大额经常账户逆差。有意思的是，印度印尼后来痛定思痛压缩逆差、改善财政，到2022年退潮时表现就好得多——体检表的分数是可以改的，只是要趁早。

发达经济体的不同烦恼

发达国家不怕挤兑（借的是本币、有储备、还有第五章的互换额度），但潮水以别的方式打它们：**被动跟随**。美联储加息，欧洲、英国若经济跟不上，加息就是被硬拽着走——2022年欧洲在衰退边缘被迫加息，就是这个滋味。日本选择不跟，代价是日元崩到32年低点。这就是所谓的「三元悖论」现实版：汇率稳定、独立货币政策、资本自由流动，三者最多选两个，美元潮汐会替你做选择。

一张简化的风险地图

把三张表合起来，退潮期的风险从大到小大致是：**高美元债+低储备+大逆差的国家**（阿根廷、土耳其、斯里兰卡型）最先倒；**高美元债但家底尚可的**（部分东欧、拉美国家）挨揍但扛得住；**低外债+高储备+顺差的**（中国、韩国、新加坡型）只受皮外伤；**有互换额度的高级玩家**（日本、欧洲）疼在别处——汇率和被迫的货币政策。

对投资者的实操含义很直接：潮水转向退潮时，先做空的不是「新兴市场」这个整体，而是体检表三项全红的具体国家；反过来，潮水转涨时，弹得最快的往往也是那些体质尚可但被恐慌错杀的——2016年、2020年下半年的新兴市场反弹，都是这个剧本。

说完国家，下一章去看这场戏真正的主角、全球资产定价的地心引力——美国国债本身。

第八章·国债：潮汐的锚

如果全球金融体系是一座太阳系，美国国债就是太阳：所有资产的定价都绕着它的引力转。这一章讲清楚两件事：**美债凭什么当地心引力，以及它的「收益率曲线」在不同形态下分别说什么话。**

为什么一切价格都从美债长出来

金融里所有估值的根子是一个问题：这笔投资未来的钱，折算到今天值多少？折算用的「折现率」，起点永远是无风险利率——地球上公认最接近「绝对安全」的收益率，也就是美国国债的收益率。股票估值、房贷定价、公司发债、甚至比特币的隐含预期回报，全是在美债收益率上加一个「风险溢价」算出来的。

所以美债收益率一动，所有资产重新定价。10年期美债收益率从1%涨到4.5%（2020到2023年真实发生的事），意味着全球每一笔资产的「地心引力」突然强了三倍多——估值高的（科技股、加密货币）被拽得最狠，因为它们的价值大部分在遥远的未来，对折现率最敏感。这就是为什么看美股的人必须先看美债：**利率是估值的引力场，引力变了，同样的盈利也撑不起同样的股价。**

第二章说过，美债还是全球央行的储备资产、银行的核心抵押品、回购市场的硬通货。它不只是「一种债券」，是金融体系的通用质押物——就像土地之于农业社会。这也是为什么美债市场本身不能出事，一出事就是系统级的：2020年3月美债闪崩，美联储被迫以每天750亿美元的速度下场买债救市——这个速度超过了以往任何一轮QE。

收益率曲线：三种形态三种话

美债不是单一利率，是一组从3个月到30年的利率，连起来叫收益率曲线。曲线的形状是债券市场对未来的集体投票，三种典型形态：

形态一：正常的上坡（短期利率低、长期高）。长期借钱风险大，利息自然该高，这是健康状态。坡度变陡，通常意味着市场预期未来经济增长和通胀回升——涨潮的前奏。

形态二：倒挂——短期利率比长期还高。这违背常理（借得越久利息反而越低），只有一个解释：**市场认定美联储现在把利率抬得太高，将来经济扛不住，迟早要降息**。倒挂是历史上最准的衰退预言家：二战后美国几乎每次衰退前都出现倒挂，2022-2024年那次深度倒挂之后，衰退虽然迟到但制造业和地产确实先凉了。注意倒挂预言衰退，但真正的杀招往往在「解除倒挂」——也就是美联储开始降息救火——的时候才落地。

形态三：熊市陡峭化——长期利率快速上行、曲线变陡。这是2023-2025年反复出现、也最值得警惕的形态：它说明市场开始要求更高的补偿才肯长期借钱给美国政府。背后两个推手：一是财政赤字失控、国债供应泛滥（利息支出已超过军费）；二是海外大买家（日本、中国）买债意愿下降。**如果哪天连「全世界最深的池子」都需要靠高息揽客，那就是美元信用本身开始被定价的信号。**

谁在给池子供水，谁在撤

美债的买家结构正在悄悄变天，这是未来几年最重要的慢变量：

- **美联储**：QE时代是最大买家，QT时代在持续撤退。
- **海外官方**（各国央行）：占比从2010年代的约四成降到三成以下。中国在减持，日本因国内收益率回升而摇摆。央行们边际上在把储备从美债挪向黄金（下一章的主角）。
- **国内私人部门**：养老金、货币基金、家庭在接棒——但他们是要看收益率才买的「价格敏感型」买家，不像央行那样无条件持有。

买家从「不计较价格的央行」换成「计较价格的家用钱包」，结果就是美债收益率的波动中枢抬升、对财政赤字更敏感。而最新的一个变量是稳定币——USDT、USDC 的发行方拿着用户的钱大买短期国债，已经跻身美债前二十大「持有者」。这是美国财政部乐见其成的新水源，第十二章专门讲。

对投资者的含义

三个可以直接用的观察：**一**，10年期收益率是所有资产的地心引力，它的趋势比美联储的短期利率更能解释股市估值的松紧；**二**，倒挂本身不是卖点，「解除倒挂」才是警报；**三**，盯住长债的拍卖结果和海外买家动向——池子的水位变化，比任何单一经济数据都更早预告美元的长期信用走向。

下一章去看那个专门给美元信用投「不信任票」的市场——黄金。

第九章·黄金：不信任票的计量器

黄金是个奇怪的资产：不生息、不分红、工业用途只占需求的一成，几千年却从没过气。关于金价的流行解释——「通胀高所以黄金涨」——近二十年基本是失效的：2021年美国通胀冲到9%，黄金却在跌；2023年通胀回落，黄金反而开始创新高。要真正看懂金价，得换一个仪表盘：**黄金量的不是通胀，是对美元系统的不信任程度。**

黄金的真实定价核心：实际利率

黄金不生息，所以它的竞争对手是「生息的安全资产」——美债。持有黄金的机会成本，就是你放弃的美债利息。但通胀会吃掉利息的购买力，所以真正要紧的是实际利率（美债收益率 - 通胀预期，常用10年期TIPS收益率代表）。

规律非常干净：**实际利率上行，黄金承压；实际利率下行甚至转负，黄金起飞。**2009-2011年实际利率深度为负，金价从700美元涨到1900；2013-2015年实际利率回升，金价腰斩；2020年实际利率再次砸到-1%，金价首破2000。这一条能解释金价八成的日常波动——比「乱世买黄金」的民谚精确得多。

大白话

大白话：把黄金想成一张「利率为零的永久债券」。当真正的债券给你的实际回报是负数，零利率的黄金反而成了优等生；当债券能给你实打实5%的利息，谁还抱着不生息的金属？黄金和实际利率之间是一场零和竞赛。

2022年之后：模型失灵了，而失灵本身就是信号

2022年美联储暴力加息，实际利率从-1%飙到+1.5%以上。按上面那个模型，黄金该大跌——2022年它也确实跌了。但反常的是：2023-2025年，实际利率一直维持在高位，金价却从1600美元一路涨到2600美元以上，不断刷新历史纪录。四十年来最灵的关系断了。

谁在用脚投票？各国央行。2022年起，全球央行连续三年每年净购金超过1000吨——是此前十年平均水平的两倍多，买主力是中国、波兰、印度、土耳其、新加坡。它们为什么在高

利率环境下逆势囤金？

导火索在2022年2月：俄乌开战后，美国和欧洲冻结了俄罗斯央行约3000亿美元的外汇储备。这件事给全世界央行上了一课——**存在别人系统里的美元储备，是有开关的；而金库里的金条，没有开关。**从那以后，「储备多元化」从学术词汇变成了各国央行的采购清单。黄金是地球上唯一一种不依赖任何国家信用的储备资产，于是成了去美元化最顺手的工具。

金价的三个层次，别混在一起看

把上面的零件组装起来，金价其实同时在讲三个故事，时间尺度各不相同：

1. **月级别：跟着实际利率走。**实际利率是地心引力，短期偏离会被拉回。
2. **年级别：跟着潮汐走。**涨潮期（降息+扩表预期）黄金顺风；2024年后市场反复交易「降息预期」，金价对每次美联储会议都高度敏感。
3. **十年级别：跟着美元信用走。**财政赤字失控、美债买家退潮、储备武器化——这些慢变量指向同一个方向：世界在给「纯美元体系」买保险，保费就是金价中枢的抬升。央行购金不是短线炒作，是结构性的建仓。

三个层次方向一致时（比如2024-2025年：降息预期+央行购金+赤字失控），黄金走出的是历史级行情；互相打架时，以更长周期的层次为准——这就是为什么2023年「实际利率高企」没能压住金价：十年级别的故事压过了月级别的引力。

对投资者的含义

几个诚实的提醒。一，黄金不产生现金流，它的全部回报来自「下一个人愿意出更高价」——所以它的角色是**保险，不是引擎**，配置比例通常是个位数到百分之十几。二，买黄金ETF（如GLD）买的是价格敞口，买金条买的是「系统外的资产」——2022年后这两者的差别变得真实，取决于你防的是下跌还是断网。三，判断金价环境，盯住三个数：10年期TIPS收益率（引力）、美联储降息预期（潮汐）、央行季度购金量（信用投票，世界黄金协会每季公布）。

如果说黄金是对美元系统的「不信任票」，那么股票市场就是对美元潮汐最敏感的「信任放大器」。下一章看股票。

第十章·股票：潮水中的船

股市和美元潮汐的关系，一句话就能说破：**股票价格 = 盈利 × 估值倍数，而潮汐主要作用于后面那半**。盈利是企业自己挣的，估值倍数是流动性给的。看懂这半条公式，你就能解释大部分年份里股市为什么涨、为什么跌。

估值倍数是流动性的温度计

一只股票该值多少钱？教科书答案是未来所有利润折现到今天。这个公式里最敏感的变量是折现率——而折现率的地板是美债收益率（第八章），天花板之上的浮动部分，是市场愿为风险支付的胆量。潮汐把两个变量一起搅动：

- **涨潮期**：利率低（折现率的分母小）+ 流动性泛滥（市场胆大，愿意给未来更多溢价）→ 估值倍数膨胀。2021年标普500的市盈率冲到24倍，盈利只比2019年多了三成，股价却比疫情低点翻了倍——多出来的全是倍数，也就是潮水。
- **退潮期**：利率高+流动性收缩 → 倍数压缩。2022年标普盈利其实没怎么跌，指数却跌了25%，跌的几乎全是估值倍数。

所以判断股市环境，别只盯着企业财报，先问一句：**现在的潮水在给倍数充气还是放气？** 充气期，平庸的公司也能起飞；放气期，优秀的公司照样被拽下来。

成长股是潮汐的放大器

为什么2022年跌得最狠的是科技股和加密货币，2023-2024年反弹最猛的也是它们？因为它们的价值结构特殊：一个还没盈利、利润都在「五年后」的AI公司，其估值几乎全部来自遥远未来的折现——折现率每抬高一点，未来的那部分价值就缩水一大截。这类资产被交易员叫作长久期资产，久期就是「价值兑现的平均距离」，距离越远，对利率越敏感。

反过来，能源、银行、公用事业这些「当下就在赚钱」的公司，价值在近处，利率怎么动都不太影响——2022年纳斯达克跌33%的那年，能源板块涨了60%。同一个退潮，海滩不同位置的水深完全不同。**这不是哪个板块更好，是它们对潮汐的「杠杆倍数」不同。**

大白话：把股市想成海滩上的船队。成长股是吃水浅、帆最大的帆船，潮水一动它蹿得最高、落得也最狠；价值股是笨重的货轮，慢，但稳。潮汐转向的时候，先决定你要坐在哪种船上，再谈选哪一艘。

美元强弱的第二通道：汇率损益

除了估值倍数，潮汐还通过汇率直接咬上市公司的利润。标普500成分公司约四成收入来自海外，美元大涨时，海外利润折算回美元就缩水——2022年美元涨20%，大公司的财报电话会里「汇率逆风」成了出现频率最高的词。反过来，美元走弱周期里，跨国公司报表自动美颜。这就是为什么美元走弱年份，美股里的跨国巨头和新兴市场股市往往同时跑赢——它们吃的是同一个变量。

全球股市的轮动地图

把潮汐和汇率合起来，全球股市有一张粗略但实用的轮动地图：

- **退潮期（美元强、利率升）**：美国跑赢世界（资本回流+避险），新兴市场跑输；美股内部防御板块跑赢成长板块。
- **拐点期（加息见顶、降息预期起）**：成长股、小盘股、加密资产率先暴动——它们对利率最敏感，抢跑最凶。
- **涨潮期（美元弱、流动性泛滥）**：新兴市场、大宗商品、欧洲日本等「非美资产」开始跑赢——美元走弱本身就是新兴市场盈利和汇率的双引擎。

这张地图不是宿命论，2023-2025年就出了大bug：加息周期里美股AI板块靠真实的盈利爆发逆天改命。**潮汐决定的是「难度等级」，不是输赢本身**——逆风局也有赢的玩家，只是赔率不站在你这边。投资和赌博的区别，就在于只打顺风局。

对投资者的含义

三条可执行的原则。一，先定潮汐环境（第六章仪表盘），再定仓位大小——逆风期仓位轻、顺风期仓位重，这一条比选股重要。二，利率上升期回避长久期资产，下降期拥抱它

们，别用「好公司」对抗地心引力。三，美元走弱周期里，别只盯着美股——非美资产和新兴市场往往才是那轮潮汐的主角。

说到汇率——这一章里它一直作为「第二变量」出没，其实汇率市场本身就是全球最大的市场，每天七万多亿美元的成交。它有自己独特的脾气：别的资产都有「涨跌」，汇率只有「相对」。下一章专门讲它。

第十一章 · 汇率是被挤出来的价格

汇率市场有个让新手抓狂的性质：**一种货币永远没法单独涨跌，它只能相对于另一种货币涨跌**。「美元涨了」这句话其实不完整——完整的是「美元对欧元涨了」「美元对日元涨了」。2022年美元对日元涨了三成，对人民币涨了一成，对巴西雷亚尔几乎没动——同一个美元，三个故事。理解汇率，得先丢掉「绝对」的执念，学会在三股力量的掰手腕里看相对强弱。

力量一：利差——平时最大的那只手

第四章讲过的利差逻辑，是汇率的日常主宰。两国国债收益率的差，和两国货币的汇率走势，相关度高得惊人：2021-2024年，美欧利差和美日利差几乎一对一地解释了欧元和日元的贬值。交易员甚至给这个策略起了名字：套息交易（carry trade）——借低息货币（日元）、换成高息货币（美元）存着吃利差。只要利差在、市场稳，这个交易就是提款机；而它的集体平仓（2024年8月日元套息交易大平仓，一天之内日股暴跌12%）也能瞬间搅动全球市场。利差是潮汐在汇率上的直接投影。

力量二：避险——恐慌时接管一切

一旦市场恐慌，利差逻辑立刻失效，避险逻辑接管：全球资本不计价格地涌向「最安全的地方」。讽刺的是，这个最安全的地方常常就是危机的发源地——2008年雷曼倒闭，美国金融危机爆发，美元反而暴涨；2020年3月美股熔断，美元指数一周拉了8%。

为什么危机越大美元越涨？因为恐慌时全世界都需要美元来还债、补保证金、囤流动性（第五章的离岸美元债务链条在收缩），需求瞬间爆炸。交易员称之为「美元微笑」：**美国经济特别强时美元涨（利差逻辑），全球经济特别差时美元也涨（避险逻辑），只有中间不温不火时美元走弱**。这个微笑曲线是判断美元方向最实用的框架之一。

力量三：贸易与长期基本面——最慢但最倔

再长的金融周期，也绕不开实体：一个国家长期买别人的东西比别人买它的的多，外汇就要持续流出，货币承受贬值压力。购买力平价（同样的汉堡在两国该卖一样的价）在长期像万有

引力一样拽着汇率回归。土耳其里拉二十年的贬值路，根子不在任何一次美联储会议，在于它常年通胀比美国高、逆差比美国大——潮汐只是让这个过程变得剧烈，方向是基本面对定的。

三股力量怎么排座次

时间尺度决定谁是老大：**日内到几月，看利差和资本流动；恐慌时刻，看避险；以十年计，看通胀差和贸易差。**三股力量常常打架——2023年的日元就是经典僵局：利差说贬（美国利率5%、日本0%），贸易面说该升（日本常年顺差、日元被低估到荒谬），结果利差赢了两年，直到2024年日本加息+美国降息预期起来，天平才开始回摆。

对中国读者额外说一句人民币：它不完全由这三股市场力量决定，央行通过中间价、离岸流动性管理深度参与定价。所以它对美元潮汐的反应是「被管理的反应」——弹性比日元小，趋势比日元长。看人民币，与其猜央行的意图，不如盯美元大周期：美元指数见顶回落的年份，人民币的贬值压力自动缓解。

对投资者的含义

三个落点。一，**汇率是最大的单一宏观变量**——对非美投资者，买美股的真实收益=美股涨跌幅+美元涨跌幅，2022年欧洲投资者手里的美股其实是赚的（股票跌、美元涨更多），2025年反过来。跨境投资不算汇率账等于白算。二，美元微笑曲线告诉你：无论美国经济特别好还是全球特别差，美元都不弱——只有「美国温和放缓、别处逐步复苏」的窗口才是美元的趋势性熊市，那样的窗口值得抓住配置非美资产。三，套息交易是免费午餐的幻觉：它能连续赚三年小钱，然后一个月吐回去——别碰你自己看不懂平仓机制的「稳定收益」。

讲完了所有传统市场。下一章进入这本书最「新」的部分：一个十年前还不存在、今天已经悄悄改变美元潮汐流向的东西——稳定币。它可能是美元霸权的掘墓人，也可能是美元霸权的新出海口，而美国政府的答案已经非常清楚。

第十二章·稳定币：美元的新出海口

前面十一章讲的都是老世界：银行、央行、债券市场。这一章讲一个2009年之后才存在、2025年才被美国政府正式收编的新物种——稳定币：一种发行在区块链上的代币，承诺1个代币永远能换1美元。它和比特币那种价格乱跳的加密货币相反，存在的全部意义就是「价格不动」。

别小看这个不起眼的品种。到2025年，稳定币总市值约2500亿美元，年链上结算量以十万亿美元计，体量已可比肩Visa这样的传统卡组织。而美国政府对它的态度，在2025年发生了一百八十度的大转弯——从围剿变成了收编。读懂这个转弯，就读懂了美元霸权在数字时代的续命方案。

稳定币是怎么运作的

以最大的两家为例。USDT（Tether发行，市值约1400亿美元）和USDC（Circle发行，市值约600亿）：你给它1美元，它在链上给你1个币；它把收到的美元拿去买美国国债和存银行，赚利息；你随时可以把币还给它，换回1美元。

这个商业模式说白了就一句话：**用户把美元交给它白嫖利息**。用户拿稳定币是为了在链上转账、交易、避险（不生息）；发行方把这笔钱买成5%收益率的国债，利息全归自己。Tether靠这门生意，一百来人的公司一年赚上百亿美元，人均利润冠绝全球金融业。

关键在于它买什么：短期美国国债。Tether一家的国债持仓超过1000亿美元，放进国家排名里能进前二十——超过德国、澳大利亚。也就是说，稳定币行业整体已经是美债市场的前二十大买家，而且还在快速增长。

GENIUS法案：一纸收编令

2025年7月，美国签署了《GENIUS法案》，稳定币第一次有了联邦级的合法身份。法案的核心条款读起来像一份「收编协议」：

- **储备必须1:1**，且只能放在现金、短期美债等最高安全性的资产里——想合法发币，先成为美债的买家。

- **发行方不得向持有者付息**——利息差价是这门生意的命根，这条保证了发行方的利润，也防止稳定币和银行存款正面抢生意。
- **接受美国监管、具备冻结能力**——执法机构可以要求冻结特定地址的币。去中心化的外衣下，开关装回了美国手里。

看懂了吗？这不是监管，是**把稳定币产业改造成了美元体系的一个新器官**：它每长大一分，美债就多一个刚性买家，美元的使用场景就扩张一圈。美国财政部长公开预计稳定币市场将膨胀到数万亿美元——财政部眼里，那是数万亿美元的美债需求。

大白话

大白话：别的国家发愁「资本外逃」，美国发现一个更高级的玩法——把逃亡通道修成自己家的。阿根廷人、尼日利亚人、土耳其人想逃离本币、囤积美元？以前要买现钞或开离岸账户，门槛高；现在手机上下个钱包就能存美元稳定币。这些需求最终都变成对美国国债的购买。稳定币不是美元的掘墓人，是美元在数字世界的新出海口。

潮汐的新管道

从本书的视角看，稳定币给美元潮汐加了三个新变量：

一，退潮更狠。以前新兴市场居民在退潮期想换美元，受外汇管制、银行额度层层阻拦；稳定币把这堵墙打了个洞。阿根廷、尼日利亚、土耳其的稳定币渗透率全球领先——本币越贬，当地人越往稳定币里躲，形成自我强化的螺旋。对这些国家，资本管制时代事实上正在结束。

二，涨潮有了新的蓄水池。链上的美元不再只是银行体系里的数字，它沉淀在一个7×24小时、全球可达的新池子里，有了自己的利率（链上借贷利率）和自己的周期。传统仪表盘之外的「链上流动性」——稳定币总市值的变化、交易所稳定币余额——成了加密市场涨跌的先行指标：稳定币总盘子膨胀，钱就在进场；缩水，钱就在离场。

三，风险换了形状。稳定币的风险不是价格波动，是「承诺兑付」本身：2017-2021年Tether长期不肯公开储备明细；2022年算法稳定币TerraUSD（没有真实储备、靠算法维持锚定）崩盘，连带姊妹币LUNA，一周内整个生态400多亿美元归零；2023年硅谷银行倒

闭，USDC因33亿储备存在里面而短暂脱锚到0.87美元。GENIUS法案之后，合规稳定币的储备风险大幅下降，但「发行方倒闭/被制裁/被黑客」的尾部风险永远存在。

对投资者的含义

下一章细讲机会，这里先立三条规矩：一，稳定币是**工具不是资产**——持有USDT/USDC本身没有收益（法案禁止付息），它生息的方式是放进链上借贷、国债代币化产品里，每多一层就多一层对手方风险。二，把稳定币总市值当作你观察「加密世界潮汐」的水位计，它的拐点往往领先加密市场的拐点。三，警惕一切「给稳定币付高息」的产品——GENIUS法案禁止发行方付息，所以高息一定来自别的什么地方（借贷、杠杆、或庞氏），先搞清楚收益从哪来，再决定要不要。

最后一章，把全书十三块拼图装成一个完整的决策框架：什么信号下看哪个市场，以及稳定币时代有哪些真实存在的机会和必须躲开的风险。

第十三章 · 顺着潮汐做决策

十二章下来，零件都摆上桌了。这最后一章把它们装成一台你能开走的机器：一个从「看信号」到「定动作」的完整框架。先说免责声明：这不是投资建议——没人知道明天，包括美联储自己。这里给的是一种看世界的方式，让你在潮水转向时知道自己在海滩的哪个位置。

第一步：判断潮汐相位

每周用第六章的仪表盘，把环境归入四种相位之一：

- **涨潮**：净流动性上行 + 降息周期 + 美元走弱 + 利差收窄。特征年份：2009、2017、2020下半年。
- **退潮**：净流动性下行 + 加息/缩表 + 美元走强 + 警报指标（基差、MOVE）恶化。特征年份：2013年中、2018年四季度、2022。
- **拐点向下**：加息见顶但还没降息，倒挂开始解除——历史上市况最微妙的时刻，衰退交易和软着陆交易反复拉锯。
- **拐点向上**：降息启动+恐慌出清完毕。往往诞生未来三年最好的买点——2009年3月、2020年4月、2023年3月（硅谷银行恐慌出清后）都是。

最重要的纪律：**拐点比相位值钱**。市场定价的是变化率，不是绝对水平。「美联储还在加息」不重要，「加息速度在放缓」才重要——资产价格拐点平均领先利率拐点几个月。

第二步：各市场的相位手册

把第七到十一章压缩成一张速查表：

- **涨潮期**：成长股、新兴市场、大宗商品、加密资产是主角；黄金顺风但通常跑不赢股票；长久期美债可以拿（利率往下走）。
- **退潮期**：现金（美元）和短债为王——「现金是垃圾」只在涨潮期成立；回避一切长久期资产和外债沉重的新兴市场；黄金看实际利率脸色。
- **拐点期**：久期资产（长债、成长股、黄金）对「降息预期」最敏感，往往抢跑；但抢跑错了会被打回，仓位分批进。

- **永远生效的两条：**跨境投资必须算汇率账；任何「稳定高息」产品，先问收益从哪来。

第三步：稳定币时代的几个真实机会（和它们的真实风险）

稳定币产业链是这几年少有的、由真实需求（而非纯投机）驱动的增量市场。值得了解的几个方向，按风险从低到高排：

- 1. 短期美债本身。** 稳定币和代币化基金把「买美债吃4-5%利息」的门槛降到了几百美元（通过合规平台上的代币化国债产品）。对能合法持有美元的读者，这是退潮期最朴素的选择：不做任何预测，直接收潮汐的利息。*风险：*平台合规性、跨境资金安排的合法性，取决于你的所在地——这条对中国大陆居民基本不适用，别硬绕。
- 2. 产业链的「卖水人」。** 淘金热里稳赚的是卖铲子的。稳定币越普及，越受益的是：发行方（Circle已上市，股本波动大但商业模式清晰）、合规交易平台、托管和支付基础设施公司。*风险：*估值已计入大量预期，且监管风向仍是最大变量。
- 3. 链上生息。** 把稳定币放进头部借贷协议或国债代币化产品，赚3-8%的利息。*风险：*每一层都叠一个对手方——协议被黑、平台跑路、底层资产出问题，2022年Celsius、BlockFi的储户至今没拿回全部钱。只碰头部、分散放、别放身家。
- 4. 把稳定币当指标，而不是仓位。** 对多数读者，稳定币最大的价值是第十二章说的水位计：稳定币总市值和交易所稳定币余额的拐点，是加密市场潮汐最诚实的先行信号——不投币也可以看它。

坚决不碰的：承诺「稳定币年化20%保本」的一切（GENIUS法案下发行方都不能付息，高息必有妖）；算法稳定币的复活版本；让你把人民币换成稳定币的灰色中介（法律风险远大于收益）。

收个尾：潮汐观是一种谦逊

这本书从一台泵讲起，最后想留给你的的是一个姿态。美元潮汐这套系统，比任何单个参与者都大——包括美联储自己。2022年没人料到通胀到9%，2023年没人料到银行股先崩，2024年没人料到日元套息交易平仓能掀翻全球股市。**潮汐图不能让你预测未来，只能让你识别自己所处的环境，并承认环境会变。**

所以它真正改变的不是你的仓位，是你的提问方式。看到任何一条财经新闻，养成三个反射：这对美元的「价」（利率）和「量」（净流动性）意味着什么？资本会因此往哪边流？我手里的资产在这个流动里站在什么位置？

能持续问出这三个问题，你就已经比这个地球上绝大多数盯着K线的人，多了一整张地图。潮水还会涨还会落，月亮不会为谁停下——但从今天起，你听得见它转向的声音了。

美元潮汐 · 蜜蜡