

中国宏观经济月报

2024/10/18

宏观经济研究员 杨曦

010-66555831

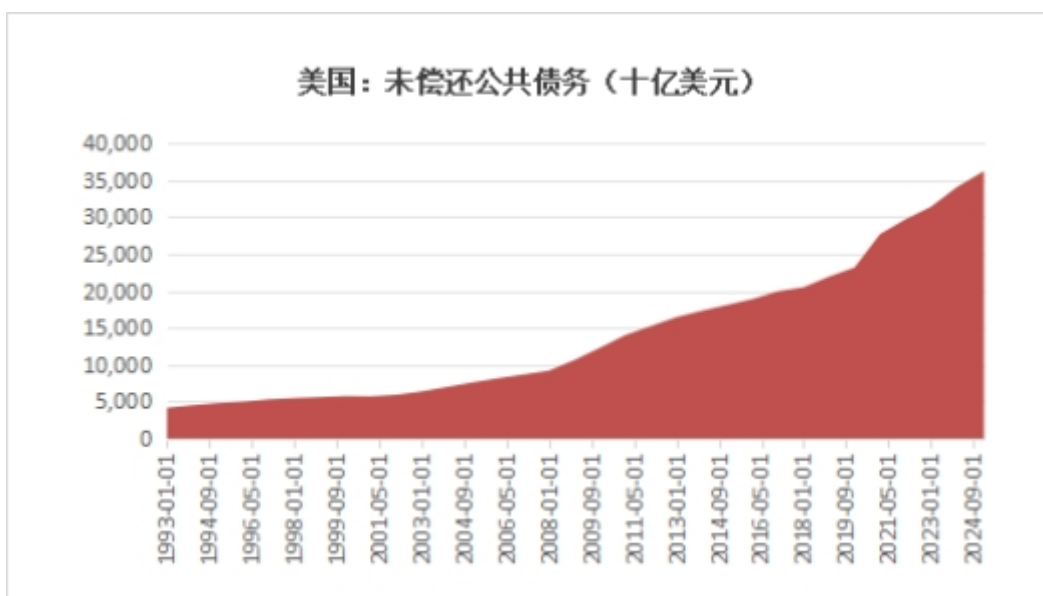
yijin_yan@chiefgroup.com

美国国债规模突破性攀升引发市场忧虑

截至 2025 年 1 月的最新统计数据 displays, 联邦政府未偿公共债务已攀升至 36.17 万亿美元的历史高位, 这一现象引发了国际金融市场对美元信用体系的深度思考。这一巨额债务的积累, 本质上是华盛顿长期实施赤字财政政策的必然产物。

作为全球资本市场的定价之锚, 十年期美国国债凭借其高度市场流通性和主权信用背书, 长期被国际投资者视为核心避险资产。根据国际清算银行的统计, 全球超过 60% 的主权财富基金都将美债作为外汇储备的基石配置, 特别是亚洲和欧洲的主要经济体在此类资产配置中占据重要地位。

造成债务规模持续扩张的深层原因在于联邦财政的结构性矛盾。五角大楼年均超 8000 亿美元的防务开支与覆盖 4600 万人口的医疗补助计划形成双重压力, 使得财政收支长期处于失衡状态。更值得关注的是, 当前政府采用“借新还旧”的债务展期模式, 在 2023 财年已产生超过 8500 亿美元的利息支出, 形成难以逆转的债务螺旋。



数据来源：美国财政部

从历史维度观察，美国公共债务呈现加速攀升态势：1980年代后期维持在3万亿区间，新千年之交突破5.6万亿关口；次贷危机后的2010年跃升至13.5万亿；新冠疫情冲击下2020年激增到27.7万亿。近三年新增债务规模更是以年均2万亿的速度递增，最终在2025年初突破36万亿大关。截至2025年2月10日，美国未偿债务总额达到36.17万亿美元。

近期美国国债市场呈现剧烈波动，其核心诱因可归结为多重风险因素的叠加共振。

首当其冲的是联邦政府债务规模的非理性扩张，2024财年前八个月新增债务量已突破2.2万亿美元大关，其中近半增幅集中在最近四个月，这种失速性增长使得联邦债务总量显著突破33.1万亿美元的法定举债额度，财政纪律的实质性失效引发市场深度忧虑。

货币政策层面的不确定性加剧了市场动荡。联储局近期连续释放鹰派信号，主席鲍威尔在多个公开场合强调，核心通胀指标的顽固性与就业市场的超预期表现，令短期内的利率政策调整窗口趋于关闭。在此背景下，基准十年期国债收益率持续突破心理关口，虽然高利率环境暂时缓解了资本跨境流动压力，但联邦财政的利息支出负担正以几何级数膨胀。这种利率水平与债务规模相互强化的反馈机制，正在形成难以破解的财政货币双螺旋困局。

更值得关注的是潜在的政治风险发酵。前总统特朗普近期公开质疑联邦债务统计数据的真实性，声称正在审查国债兑付流程的合规性，其支持者群体中甚至传出可能探索加密货币等非常规偿债途径的讨论。此类政策信号不仅动摇了国际投资者对美债信用基础的信任，更引发市场对非传统债务重组手段的隐忧——若采用虚拟资产进行债务重置，本质上等同于对既有债权进行技术性违约，这将彻底颠覆全球金融体系对主权信用的定价逻辑。当前市场波动率指数持续走高，反映出投资者正在重新评估美债作为无风险资产的核心地位。

短期来看，美债规模很难大幅缩小。

根据美国权威财政研究机构的最新预测模型，2025年度联邦财政收支缺口预计将突破1.9万亿美元大关，至2035年该缺口可能持续扩大至2.7万亿美元量级。这一持续走高的预测曲线，揭示了美国中长期财政平衡机制面临的系统性考验。

观察当前政策延续性，新任财政管理团队尚未展现出调整债务结构的实质性意向。尽管新任财政事务负责人贝森特曾公开质疑前期政府对短期国债的过度依赖，但其政策表态显示仍将财政收支平衡置于优先地位。在近期举行的政策听证会上，该官员多次强调将进行全面的财政影响评

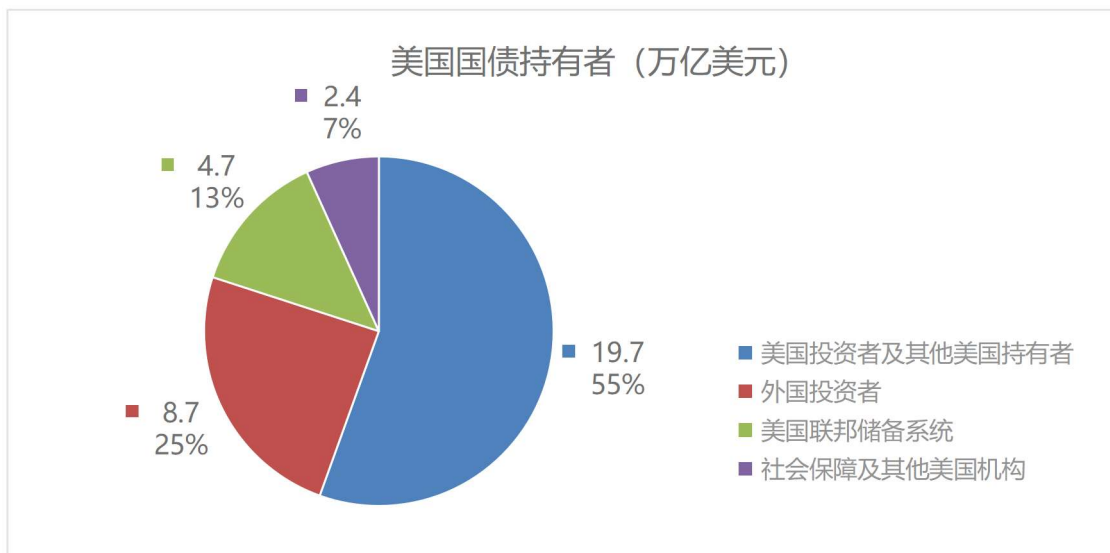
估后再作决策调整。这种审慎态度在现行利率环境下具有现实合理性——当前市场条件更有利于维持短期债务工具，而非增发长期债券。

值得注意的是，财政部在2月中旬公布的融资计划说明中明确表示，将在未来多季度维持固定利率证券与浮动利率票据的常规发行节奏。市场对此解读为债务规模持续扩张的明确信号。多家金融机构分析师指出，考虑到财政缺口的刚性存在，当局很可能在第三季度末之前不得不启动长期国债增发机制。

虽然美国债务高筑，但当下来看，美债违约的概率并不大。

关于债务违约风险，现有制度设计形成了风险缓冲机制。自上世纪三十年代确立的政府债务限额制度，通过百余次法定调整有效避免了技术性违约。虽然立法机构内部存在财政政策分歧，但各派系对突破债务上限可能引发的连锁效应具有清晰认知：若美债信用评级受损，不仅将引发全球资本市场剧烈震荡，更将动摇美元体系的根基，这种后果是任何政治力量都难以承受的。

深层分析债务持有结构可知，美国本土金融机构、投资主体及中央银行构成了美债的主要持有群体，种内生性持有特征形成了独特的利益保护机制。历史经验表明，尽管债务上限谈判时常陷入政治博弈僵局，但最终都能在临界时点前达成妥协方案。这种制度弹性在客观上维持了美债市场的相对稳定性。



数据来源：路透社

总体而言，美国持续攀升的国债规模虽构成全球经济体系的长期隐忧，但基于美元霸权地位及美债市场的深度考量，发生实质性违约的可能性仍然微乎其微。

从投资价值角度分析，当前美债在持有到期策略下仍具有显著收益优势，然而债券价格的上升空间或将受到货币政策转向以及关税提高的制约。随着美联储降息周期接近尾声，利率下行通道的收窄使得通过债券升值获取资本利得的超额收益空间正逐步压缩。同时，特朗普关税政策最终的落地方案也为收益率带来更多不确定性。如果美国对像加拿大等国家的基础产品提高税率，高额的关税会间接转移到美国消费者身上，势必会推升美国国内通货膨胀率，进一步降低加息预期。因此，投资者可能需更多关注票息收益这一核心回报来源，重点放在短久期，收益回报实现快的美债上。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司 香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼 电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	香港致富证券有限公司北京代表处 北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层 电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555831	香港致富证券有限公司上海代表处 上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室 电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	香港致富证券有限公司深圳代表处 深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼 电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665