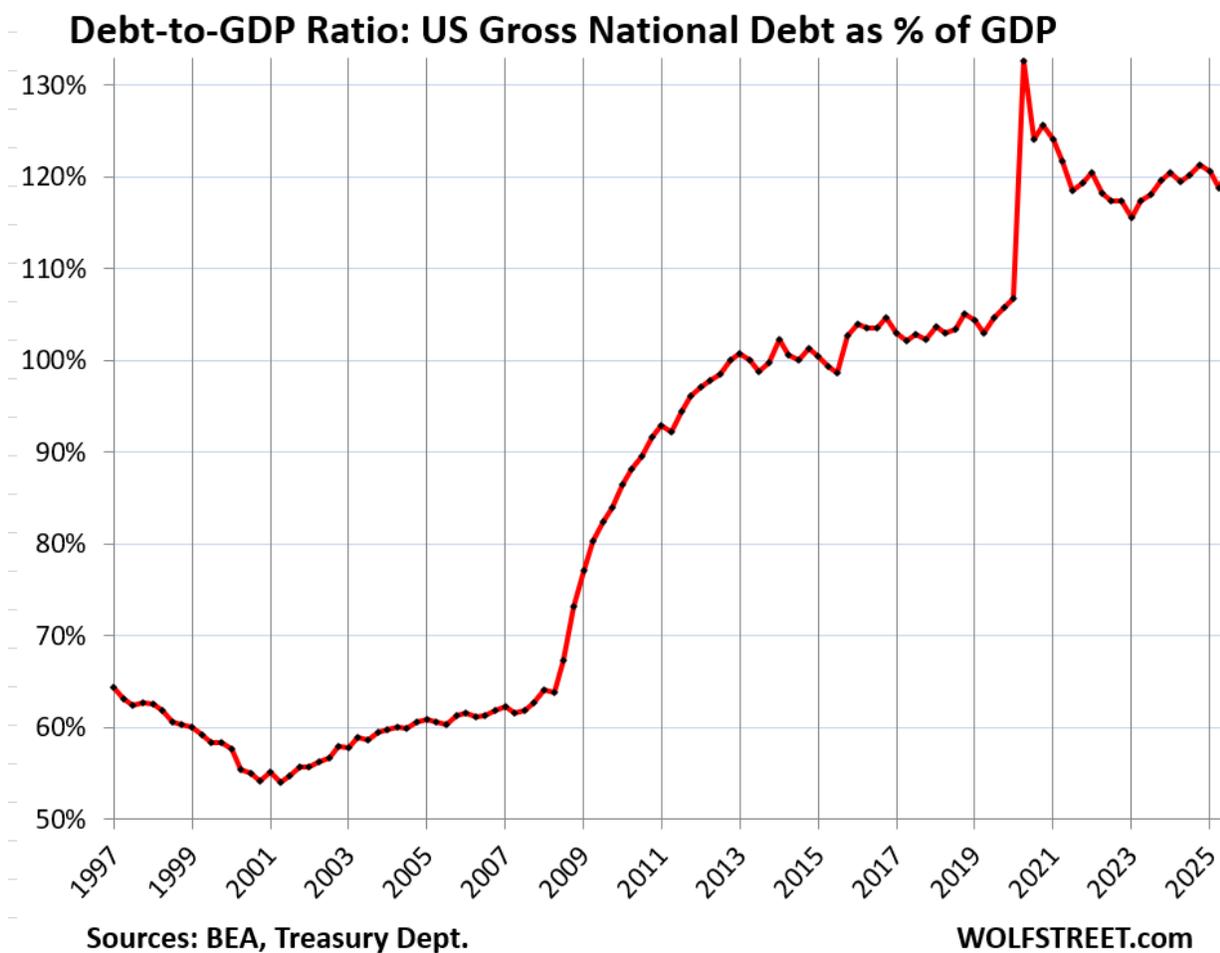


美国国债真相（上篇） ——债务结构与利率机制

文 | 徐令予

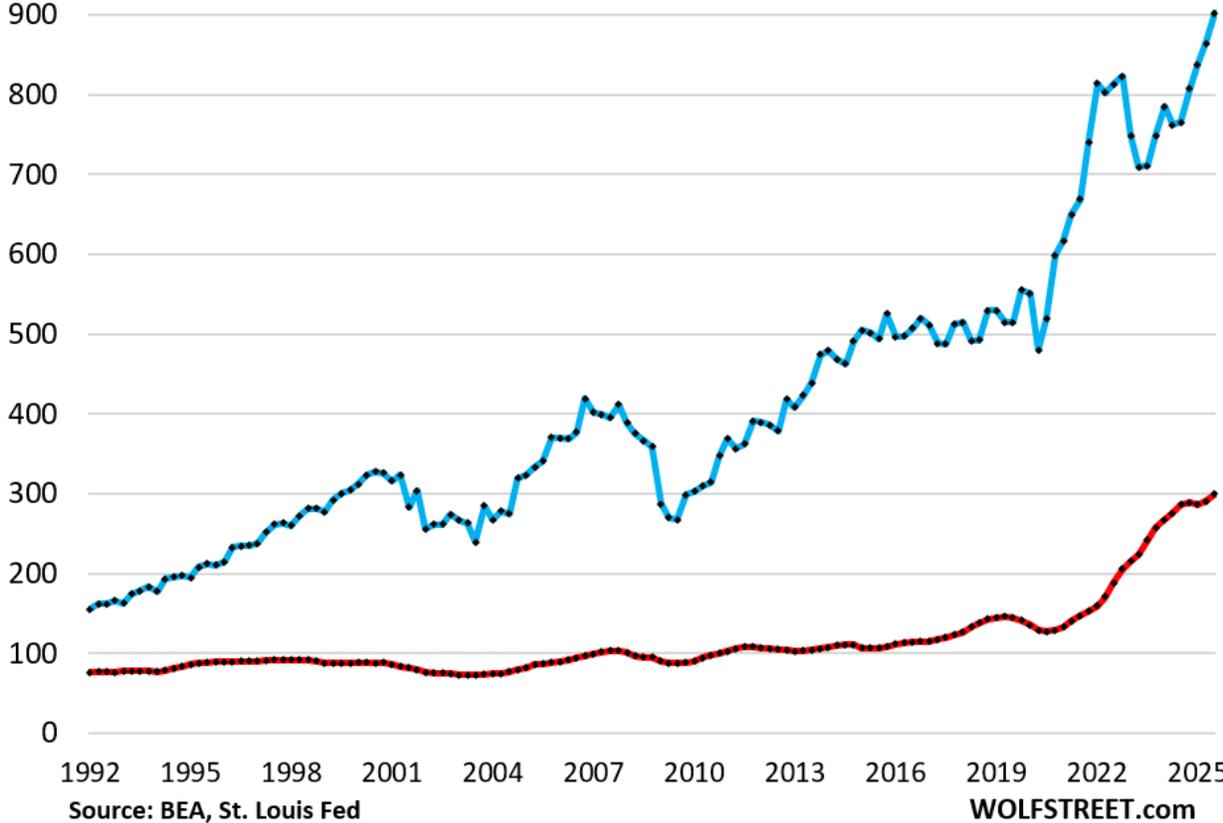
美国政府的债务状况一直是新闻焦点，下面这张美国债务与 GDP 之比的图片真是令人不堪直视！



过去三十年，美国债务曲线一直向上攀升。90年代债务占GDP只有六成，像一座低坡；2008年金融危机之后坡度突然变陡，疫情三年更像火箭升空，一举跃过130%。这几年虽然略有回落，却仍压在120%的高位。数字告诉我们一件事，债务不再是低缓的山丘，而是一座近乎直插云端的山峰。噫吁嚱！危乎高哉！黄鹤之飞尚不得过，猿猱欲度愁攀援。

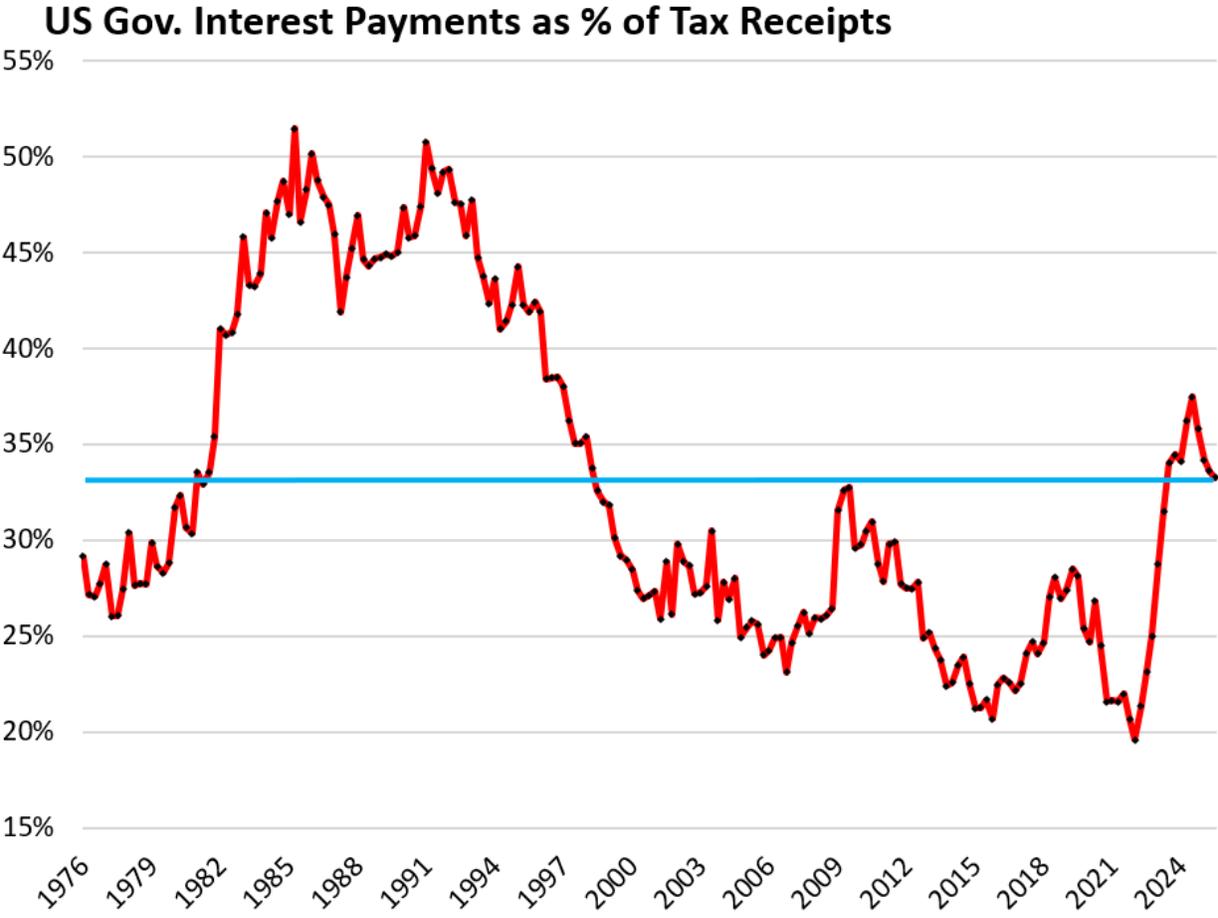
克服焦虑的有效途径是换一个视角看问题，再上一张图片压压惊。第二张图中的蓝线为税收，红线为国债利息支出，图片展示的是美国依靠税收支付国债利息的能力。1992 年利息支付不过 1000 亿美元，如今接近 3000 亿美元，涨幅不小，但税收也从 1500 亿增长到 9000 亿以上，两者之间的差距竟然在扩大，税收增长大于付息增长。单看这一张图，很难说美国财政已到悬崖边，至少现阶段，税收仍能覆盖利息支出，财政运作看起来还有一些回旋空间。

US Gov: Tax Receipts & Interest Payments, Billion \$



第三张图显示国债利息支出占税收的比例，该图把美国历年来还债能力展示得一清二楚。美国付息占税收比例在 80 年代曾高达 50% 以上，之后一段时间回落到 25% 左右的“安全区”。但近几年，这条曲线突然掉头向上，一度冲到 35% 附近，速度之快令人不安。越是接近历史均值与压力带，越意味着财政预算正被利息蚕食。如果未来利率维持高位，债务置换成本继续上升，很可能会重演上世纪 80 年代的财政紧绑时代，这不是崩溃，而是长期吃紧、

增长受限、预算被利息吞噬。真正需要警惕的不是利息支出占税收的比例的本身，而是这条比例曲线的斜率，那根红线再次昂起的态势令人担忧。



Source: BEA St. Louis Fed

WOLFSTREET.com

讨论美国债务时，人们往往盯着债务总额，但真正压得政府喘不过气的不是债务本身，而是付息成本。债务到期可以置换续借，利息却必须按月、按季、或按年定期支付，一次都不能脱单。所以判断财政是否吃紧，关键指标不是“债务/GDP”，而是“利息支出/税收”。

利息支出由两件事决定：债务有多少（规模），债务的利息多高（平均利率）。其中平均利率更关键，因为债务是分批到期、滚动续发的。旧债到期，政府会发行新债还旧债，这像长期借房贷不断展期（重新贷款 refinance），本金不一定还，但利率一旦抬高，续借成本就跟着升。若利率长期维持高位，利息支出会像雪球越滚越大。

因此，国债的期限结构就是财政的心脏节律。短债占比高，如同使用浮动利率贷款，市场利率稍升，付息压力就立即传导；长期国债更像固定房贷，利率锁定几十年，升息也暂时无关痛痒。美国在过去的低利率时期大量发行短债，续借成本在高利率时代迅速抬升，这正是利息支出近年猛增的重要原因。

国债利率看似由财政部发行的债券的票面利率决定的，但真正决定政府融资成本的是发行时的市场利率。票面利率只是债券按期支付利息的名义比例。而投资者买债时看的却是实际收益率。假设财政部发行一张 100 美元面值、票面利率 3% 的债，每年付息 3 美元；如果市场利率也是 3%，债可以按 100 美元顺利卖出，政府确实是以 3% 的成本融资。

但如果市场利率已升到 4%，投资者怎么会愿意买 3% 利息的债？财政部可以维持票面 3% 的利率，但只能降价发行债券。假如以 95 美元卖出，同样付 3 美元利息，投资者真实收益率就变成约 $3 \div 95 \approx 3.16\%$ ，仍低于市场利率，债可能仍卖不动，最终就必须继续降价直到收益率接近市场水平。

因此，政府要把债顺利售出，要么提高票面利率，要么更低价格发行，无论哪种方式，市场都会把债券真实利率拉回与市场利率接轨，票面利率无法长期偏离市场。换句话说：真正决定政府付息成本的不是票面利率数字，而是发行时债券卖得出的价格。市场利率才是政府融资成本的锚。

这也意味着财政部不能随意通过“降低票面利率”来压低利息支出，债券能卖出，卖得多，全靠市场信心与利率环境。国债利率的升降，是市场根据通胀预期、风险偏好、资产回报等因素做出的定价结果；票面利率只是利息的“标签”，而不是真实的融资成本。

影响市场利率的主要因素是通胀。因为投资者关心的是未来收到的本金加利息还值多少钱？若预期通胀高，购买力会缩水，投资者就需要更高利率补偿风险；通胀低，现金购买力稳定，低利率债券也有人愿意持有。因此，利率的底线是由通胀决定的，通胀不下去，利率下不来。通胀预期决定利率下限，经济预期决定利率走向。

讨论通胀和市场利率都离不开美联储。虽然美联储的职责是稳定物价、促进就业，但货币政策会间接影响债市：加息先顶住短期利率，使短债成本立刻

上升；量化宽松（买债）会推高债价压低长期利率，量化紧缩（卖债）则可能推高长期利率。美联储在控通胀与稳增长之间走钢丝，而债券收益率也就随着钢丝左右摆动。

债券收益率随着时间不断变动，不同期限债卷的变动又是不一致的，有时甚至是相反的，而美国政府的债务池中有长、中、短各种期限的债卷，这些因素共同决定了每年付息的总支出，美国国债的年平均利率就是当年付息总支出与债务总额之比。

再看最后一张图：这是过去二十多年美国国债的平均利率走势。2001 年时利率高达 6% 以上，此后一路下行，长期维持在 3% 上下，甚至在 2021 年短暂跌破 2%。可以说，美国能够在债务节节攀升的同时财政仍游刃有余，其实是享受着低利率时代带来的福利。债虽滚得快，但平均利率低，财政还能从容应对。

但疫情后风云突变，通胀推高融资成本，美联储急速加息，平均利率重新爬升并停在 3.5% 以上。利率的转折意味着另一件更严酷的现实，过去十几年低息发行的大量旧债将在未来陆续到期，当它们被换成更高利率的新债，财政压力会逐步抬高。疫情后平均利率的数值虽然并不太吓人，但是这条曲线陡峭上扬的态势才真正令人寝食难安！



美国并非没有应对高利周期的经验，也不是明天就会掉入财政深渊；危险在于，如果平均利率高位驻留得足够久，利息支出将迅猛推高债务。债务是山，利率是坡，山不怕高，就怕坡陡！

经过以上讨论，我们已经梳理了国债运作的基本机制：政府以发新债置换到期旧债，本金长期滚动，真正起决定作用的是平均利率，它决定债务滚动的资金成本与扩张速度。债券利率由市场形成，受资金供求、通胀预期和风险偏好影响，收益率随债价反向波动；美联储虽不直接决定长期利率，但通过政策利率与流动性操作影响收益率曲线。这些是现代债券市场的基本常识，也是理解财政压力的关键视角。

但上述机制只是国债的共性，是多数现代财政体制共享的底层逻辑。更值得关注的是美国国债的“个性”：以内债为主、以美元计价，同时又是全球最核心的优质金融资产；债务并非单纯负担，而与债权相伴，成为财富沉积与转移的载体。危机时私人去杠杆、政府接盘托底，债务在家庭、企业与财政之间迁移，滚动累积而非清算消失。因此，美国债务的核心问题不是“会不会破产”，而是“会以多快的速度增长”。这些将是下篇讨论的重点。

徐令予 作于美国南加州（2026年2月）