

# 美国国债真相（下篇）

## 国债是财政负担，还是国民财富？

文 | 徐令予

上篇我们讨论了国债的运行常识：新债换旧债、利率由市场决定，收益率随资金流动起伏；美联储通过流动性调控影响利率曲线，通胀与预期共同塑造债券价格。这是理解债务体系的底层框架，但仍停留在国债的“共性”层面。

下篇我们来看美国债务的“个性”。美国国债以内债为主、以美元计价，是全球资产配置的底仓，既是融资工具，也是财富存储容器；危机时私人去杠杆、政府接盘托底，债务在体系内部循环沉积，它不会破产，只是不断地堆高。这是本篇要讨论的主题。

### 一、美国债务为何“大而不倒”？

判断一个国家的债务风险，不能单看债务的规模，最关键的考核指标是：  
债主是谁？

债务用什么货币结算？

债卷在金融体系中处于什么地位？

这三个指标决定了美国债务风险远低于世界上大多数国家。

首先，美国国债的大部分债权握在美国人自己手里。

养老金、保险基金、共同基金、商业银行等美国机构持有大约为 60%

美联储持有约 15%

外国政府与机构持有不足 25%左右

美国不是高外债国家，而是高内债国家，美国发行国债更像是为国家未来的内部集资。在这个过程中，现金主要在国内的不同口袋之间的流转，政府利息支出的大头回馈给了本国居民与机构，肉烂在了美国这口大锅中。这与那些依赖外债的国家截然不同。

其次，美债以美元计价。历史上大多数国家的债务危机并非因为“债太多”，而是因为“债务是外币”。一旦汇率暴跌、外资撤离，政府无法获得足够的外币支付利息，财政瞬间崩盘。而美国借的是自己发行的货币，不存在还不上外币的问题。别人欠外币，美国欠美元。别人要换汇，美国印就行。

需要特别注意的是，虽然外国政府与机构持有大约 25% 的美国国债，但它们几乎全部以美元计价，因此从偿债的角度来看，这部分“外债”更像是由外国持有的美国资产，而非外币负债。美国无需用外汇续发债务，其风险与典型新兴市场完全不同。对其他国家来说，外债是汇率问题；对美国来说，外债依然是利率问题，与内债没什么区别。

最后，美债不是普通债券，而是全球金融体系的优质资产，是养老金配置的底仓、银行流动性的抵押品，也是稳定世界利率与汇率的锚。只要美元仍是结算货币，美债就难以被替代。债券作为一种投资产品，它的安全性、流动性比收益率更重要，所以美债从来就是投资者的抢手货。也正是这个原因使得美债的收益率长期处于低位，这也是推高美国债务的重要原因。因为低收益率减少了债务者的融资成本，不借白不借。

越富的人越能借到更多的钱，这本是金融世界的底层逻辑。说到底，美国政府的高负债就是国家富裕的代价和副产品。

## 二、债务与债权：一枚硬币的两面

对个人而言，财富的存储和保值一直是个难题：锁进保险箱不能增值而且也不是很安全；存入银行有利息，但跑不赢通胀，而且银行也会倒闭；房地产回报较高，但变现能力太差；股票回报高但风险也高。而国债是现代国家提供给私人与机构的一种低风险、可长期持有并有收益、又可随时变现的最佳投资方式。在成熟市场经济里，国债是养老金、保险基金、银行与稳健投资者的基础资产，换句话说，这是一种以国家信用为担保的财富存储容器。

因此，政府的高债务并非意味着钱花光了，相反，每一笔债务都对应同等规模的债权，财富只是换了一种存在方式。如果一个国家的债务规模庞大，往往说明国内资本充裕，市场有足够的资金承接债券；富国债务往往高，穷国反而难以举债，并不是因为穷国更节制，而是没人愿意借钱给穷国。国债市

场的存在本身，就说明金融体系能够吸纳庞大债权，高债务反映的是政府贫穷，民间富裕。

政府融资方式只有两种：税收与借债。税收是直接取之于民，带有强制性；借债是先取后返，通过未来税收支付利息，是自愿行为。对于富裕阶层与机构来说，纳税是成本，而购债是投资。在正常情况下，借钱给政府当然比直接缴税划算太多。因此，高债务在一定程度上并非财政失控，而是社会富裕的必然结果：资本更愿意把钱借给政府，而不是付税，国债也因此越滚越多。

国债利息的支付，本质上是一种社会内部财富再分配机制。政府以未来税收为抵押向市场融资，再用税金支付利息，资金先从社会流向财政，再回流给债权人。如果债券主要掌握在养老金、保险基金与中高收入群体手中，那么付息就构成了阶层间的财富转移；债务还可跨代滚动，还款与付息很可能由下一代承担，则又形成代际财富转移。债务不是财富流失的黑洞，而是一个不断周转的财富增值系统。

### 三、政府债务只是冰山一角：债务在三大部门之间流动

讨论美国债务，不能只盯着联邦财政的债务总额，真正的全景是：政府、企业和居民三大部门整体都处在高杠杆运行状态，只是承担风险的能力不同而已。美国企业部门负债规模长期接近 GDP 之比的 70%-80%，居民部门的房贷、教育贷款、信用卡债务同样非常庞大，并在金融周期中不断积累与释放。

与政府不同，私人部门的债务有违约、破产、出清机制，企业可以倒闭，居民可以断供，坏账可以注销；但债务不会凭空消失，它会在危机中“转移宿主”。2008 金融危机就是一个典型：房地产泡沫破裂，家庭去杠杆化，企业资产缩水，银行系统濒临崩盘，最终是财政赤字与央行扩表承接了巨额资产，私人债务被打包转化为公共债务。换言之，并不是债务消失，而是债务从私人账本搬进了政府账本，债务只不过换了位置、换了名字。

这种“私人去杠杆——政府接杠杆”的路径几乎是美国应对金融危机的共同模式。每当危机来临，居民与企业不得不收缩开支、减少负债、削减投资，而政府则通过赤字刺激、扩表救市、降低利率与量化宽松将资金注入系统以维持经济稳定。金融体系因此得以避免崩塌，但代价是公共部门债务快速抬

升。当经济恢复后，私人杠杆缓慢上升，政府杠杆则在高位“停驻”，形成新的平衡。

这意味着，美国债务问题并不是财政部一家的故事，而是一种动态分配过程：繁荣时期债务在私人部门累积，危机时债务被政府吸纳；政府高债务往往正是私人危机出清后的结果。理解这一点，就能明白为什么美国债务看似累积惊人，但经济仍能运转——债务并未堆成死山，而是在企业、居民、政府与央行之间不断流动、转嫁与重组，形成一种“负债代谢机制”。

#### 四、政府债务与私人债务的根本区别

很多人喜欢用“家庭欠债会破产”比喻国家债务危机，其实两者的运行逻辑并不相同。家庭续贷要看收入、资产与信用，而政府债务的续贷是制度化、常态化的操作，旧债到期，财政部发行新债置换即可，其实连利息支付也是靠新增债务解决的。

私人借贷的抵押品是房产、有价证券等可量化资产，银行收不回贷款就会拍卖抵押资产；而国债背后抵押的是整个国家发展前景和税收能力，是一种信用抵押而非实物抵押。私人现金流断裂会破产，政府现金流紧张则可以增税、缩支，或通过货币政策获得时间缓冲。政府虽然不能随意印钱，但体系允许其在必要时通过美联储与金融市场获得流动性，这一点是私人完全做不到的。

因此，对于以内债为主的国家，公共债务的风险不是国家破产，只是债务越堆越高，这就是目前美国财政的真实状态。传统观点认为国债的抵押品是未来税收，但现实中税收并没有去还债，只是维持政府机器运转；债务滚动靠的是债市信心，而不是国库余额。真正的抵押品是制度、信用与市场需求，而不是税收本身。

现代国家（尤其是美国）税收不需要盈余，利息不靠税收支付，而靠新债覆盖。债务不靠还，而靠滚，只要市场愿意承接，债务可以无限续期，所以这种国家的财政不存在破产可能。

回顾上、下两篇，我们从国债的共性出发，梳理了现代债务的基本运行逻辑：国债以滚动为常态，本金并不真正清偿，决定财政压力的关键在于平均利率；利率由市场形成，由通胀预期、风险偏好与流动性等因素决定，美联

储通过政策工具间接塑造收益率曲线。在此基础上，文章进一步讨论了美国国债的特殊性：以内债为主、以美元计价，既是政府融资工具，也是全球金融体系的核心资产；债务与债权相伴而生，危机时私人去杠杆、政府接盘托底，债务在不同部门之间迁移累积而非清算消失。由此可见，美国债务问题的关键不在“会不会破产”，而在“以什么结构存在、以多快速度增长”。

但这些讨论仍然停留在传统财政政策框架之内。更具挑战性的问题还在后面：当利息本身主要依靠举新债来解决，当债务增长不再受税收约束而更多取决于市场承接能力与制度信心，这套体系究竟将如何演化？利率、通胀、资产价格与政治约束之间，又会形成怎样的互动？这些问题，已超出本文的范围，却正是理解未来财政与金融风险不可回避的关键，这些将留待续篇进一步展开。

徐令予 作于美国南加州（2026年3月18日）