

美国政府关门：财政博弈的序曲

2025 年 10 月 03 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@glms.com.cn

➤ **美国政府时隔 7 年再度停摆，表面看是程序性危机，实则是美国政治极化与财政困局的集中缩影。**尽管基于政治影响力和中期选举的现实考量，两党最终难免就临时拨款法案达成妥协。但从中长期看，两党矛盾愈发尖锐，在财政扩张与债务膨胀问题上难解难分，这场“停摆风波”或许只是更大风暴的前奏。

➤ 因此，至少到明年中期选举前，美国财政问题的持续发酵仍将是市场不时面临的潜在波动风险；而在债务周期下行的大背景下，美元弱势格局难改，黄金配置价值仍在提升。

➤ **这场政府关门的闹剧最终将如何收场？**参考历史，政府停摆通常不超过两周。Polymarket 预测数据显示，10 月 14 日前结束停摆的概率超 60%，但因两党分歧尖锐，不排除延长可能。

➤ **毫无疑问的是，关门期间白宫将持续采用强硬策略向民主党人施压。**当前预算主管沃特已着手筹划联邦雇员解雇事宜，同时裁撤部分民主党支持项目，冻结 260 亿美元联邦资金（含纽约市 180 亿美元基建资金及 16 个州 80 亿美元绿色能源项目），向民主党施压。

➤ **但博弈胶着下，双方也不得不考虑政治反噬风险。**为安抚基本盘、避免拖累中期选举，两党或就医保条款部分让步，甚至可能先通过未涉及医疗调整的临时拨款法案（维持政府运营至 11 月 21 日），后续再重启医保谈判。

➤ **短期影响上，经济拖累有限，就业与联储政策风险更突出。**经济拖累程度一般取决于停摆时长，参考 2013、2018 年经验，每停摆一周约拖累实际 GDP 年化环比增速 0.1 个百分点，且大概率后续回补；而就业端风险更值得警惕——若特朗普兑现永久解雇联邦雇员的承诺，失业率或短期上行。

➤ **更关键的是对联储降息的扰动，**若非农、CPI 数据因停摆延迟，联储将不得不依赖私人数据决策。9 月 ADP 就业已经打响了“第一枪”：尽管其对非农的指示作用有所下降，且 9 月报告存在技术性调整的影响，但作为美联储可能参考的唯一就业数据，ADP 的超预期走弱几乎推动市场完全定价年内两次降息的可能。

➤ **往后看，本次政府关门风波可能仅是阶段性插曲，四季度到明年围绕财政的博弈或将更加“波涛汹涌”：**

➤ **两党分歧的深化，正加剧市场对美国财政可持续性的担忧。**此次民主党不惜以推动政府停摆为代价、也要坚持延长医保支出的强硬表态，不仅折射出两党矛盾的激化，也预示后续“大美丽”法案中部分关键减支条款的落地难度可能上升，美国财政和债务面临进一步扩张的压力。

➤ **此外，尽管最高法院拒绝立即罢免库克，但白宫和美联储的博弈大戏还远未结束。**我们在此前的报告《没有货币，财政又变成问题？》中提出，美国债务问题

相关研究

1. 2025 年 9 月 PMI 数据点评：9 月 PMI：两连升成色几何？ - 2025/09/30

2. 2025 年 8 月工业企业利润点评：8 月工业企业利润：缘何强势反弹？ - 2025/09/27

3. 海外市场点评：降息生变：警惕非农上修风险？ - 2025/09/26

4. 2025 年 9 月经济数据前瞻：9 月经济：如何影响四季度政策布局？ - 2025/09/25

5. 人民币汇率跟踪：汇率贬值股市涨，这次不一样？ - 2025/09/25

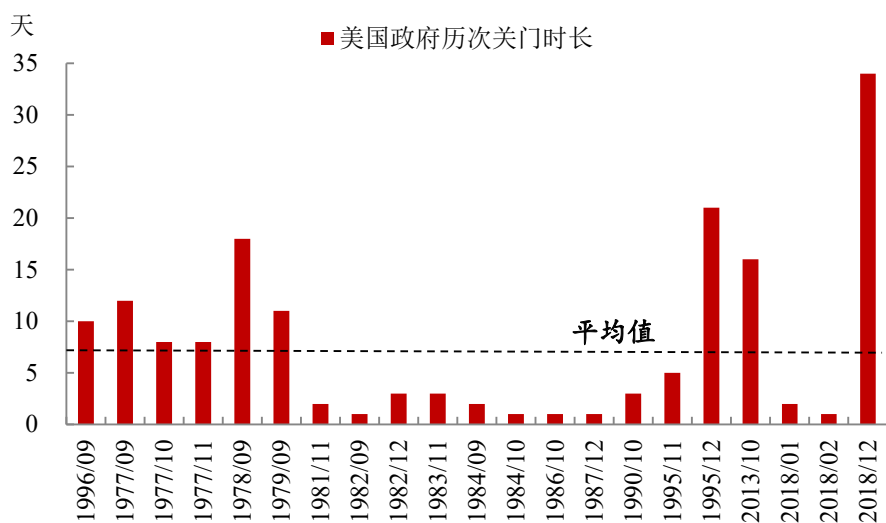
和付息压力的加剧，正蚕食美国经济增长的空间。当前美国存量债务利率维持在 3.4% 左右，仍远低于美联储的政策利率区间，因此小幅降息无法解决债务的根本问题，至少要 100-150bp，这也是特朗普政府一直以来的诉求。

➤ 但通胀压力下，美联储顾虑重重，降息节奏难言顺畅。后续白宫对联储的政治施压远未结束，对米兰的任用和库克的诉讼也只是“冰山一角”。

➤ **综上，我们维持此前的观点**，在美国财政和债务下行的大背景下，美元难以摆脱贬值命运，贵金属的配置价值仍在上升；美债期限利差仍有较大走阔空间；美股表现则需观察 AI 叙事持续性等因素。

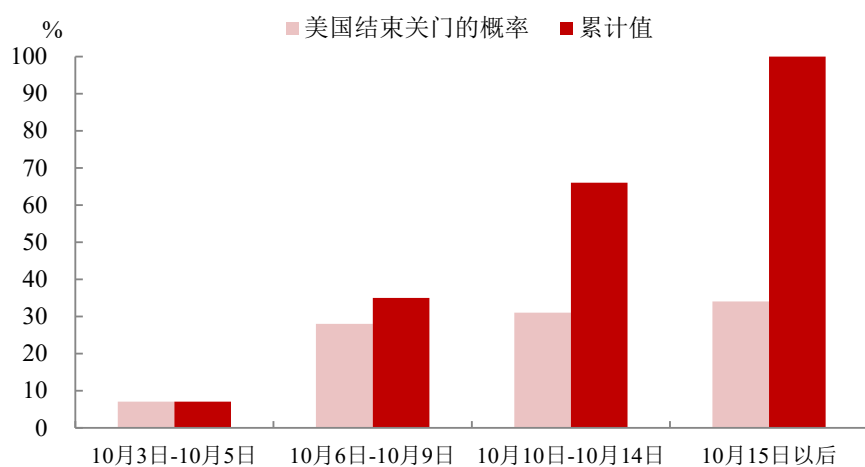
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：历次政府关门一般不超过两周



资料来源：美国国会，民生证券研究院

图2：市场预计在 10 月 14 日前结束关门的概率达到 60%以上



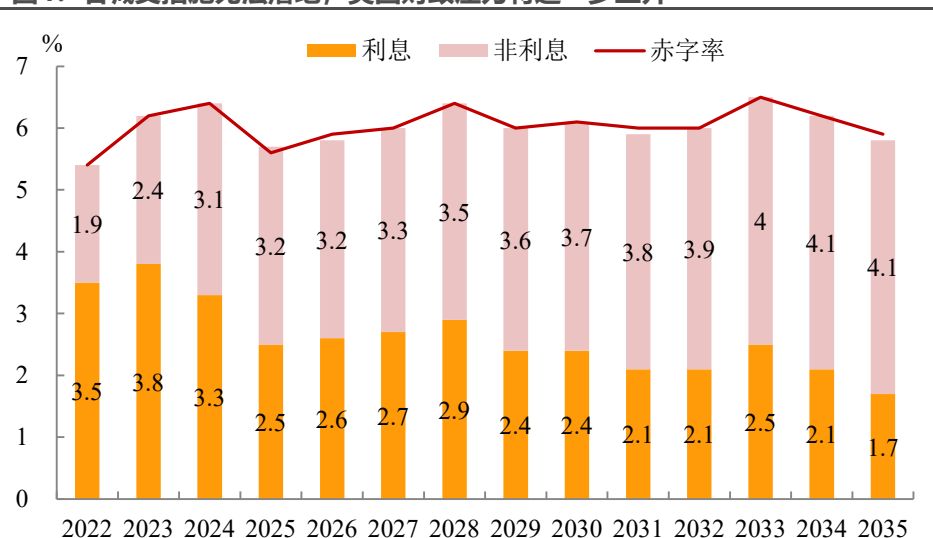
资料来源：Polymarket，民生证券研究院

图3：9月ADP就业超预期下行

美国新增ADP就业人数								
	绝对值（万人）				环比变化（万人）			
	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
ADP新增就业	-3.2	-0.3	10.4	-2.3	-2.9	-10.7	12.7	-3.2
自然资源 and 采矿业	0.4	1.0	0.9	0.8	-0.6	0.1	0.1	1.1
建筑业	-0.5	1.0	1.5	0.8	-1.5	-0.5	0.7	0.2
制造业	-0.2	-1.8	0.7	1.8	1.6	-2.5	-1.1	2.4
贸易、运输和公用事业	-0.7	-1.7	1.8	1.3	-1.7	-3.5	0.5	2.1
信息业	0.3	-1.3	0.9	0.6	1.6	-2.2	0.3	0.2
金融活动	-0.9	0.8	2.8	-1.2	-1.7	2	4	-2.9
专业和商业服务	-1.3	-0.1	0.9	-5.7	-1.2	1	6.6	-4.4
教育和医疗服务	3.3	1.8	-3.8	-4.8	1.5	-5.6	1	-3.2
休闲和酒店	-1.9	1.0	4.6	3.3	-2.9	-3.6	1.3	1
其他服务	-1.6	-1.0	0.2	0.7	-0.6	-2	-0.5	0.2

资料来源：Iifind，民生证券研究院

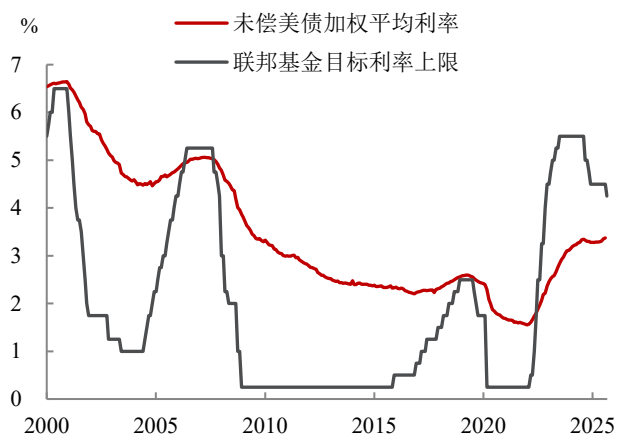
图4：若减支措施无法落地，美国财政压力将进一步上升



资料来源：CRFB，民生证券研究院

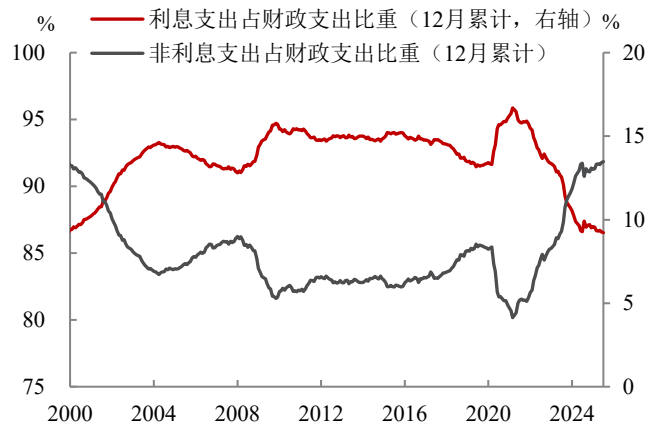
注：2026年后为预测值

图5：当前利率仍高于存量美债利率



资料来源：Bloomberg, Ifind, 民生证券研究院

图6：美国非利息支出快速上升



资料来源：CEIC, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048