

## 没有货币，财政又变成问题？

2025 年 09 月 05 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

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@glms.com.cn

➤ **白宫关税行政令被判违法，对市场最直观的影响就是通胀预期的下修，以及美联储宽松预期的上修。**这为杰克逊霍尔会议后的市场主线——衰退&宽松交易在犹豫半月左右，再添一份助力。但另一条被市场忽略已久的“暗线”有可能也按耐不住了：对前期减税法案带来的宽财政预期的担忧。如果没关税收入“助攻”，美国的宽财政要怎么做？白宫怎么压住“蠢蠢欲动”的长端美债收益率？

➤ **我们不妨做一个极端情景的测算，**如果白宫在最高法维持“违法”判定下，最终不得不取消对等和芬太尼关税，按照 CBP 的数据测算，4-7 月相关关税收入约 720 亿美元，考虑到 8 月后关税税率进一步上调，年化规模或将超过 2000 亿美元)，能够影响赤字率至少 0.7 个百分点。

➤ **众所周知，疫情以来美国财政是经济增长的主要支撑之一。**从去年 Q3 开始汹涌的财政浪潮退去之后美国的经济增速已经开始匀速下台阶。在去掉进出口和库存快速变化（两者互相会抵消）的影响后，美国 24Q3-25Q2 的 GDP 环比折年增速已经从 3.8% 下降至 1.6%，不补上财政的窟窿，经济继续下降将是基准。

➤ **“一场及时雨”——7 月份通过的减税法案被市场理解为之前宽财政基调的延续。**我们在之前的报告（详见《“减税法案”埋了哪些“雷”？》）里面聊过减税法案的影响：永久化之前对企业的减税+增加军费+缩减对绿色能源、医疗保险和食品券补贴的即期组合对经济的边际作用比较间接且充满不确定性，取决于企业和居民的投资和消费选择。

➤ **与减税相比，对经济更加立竿见影的是政府能“超额”花费的钱，7 月减税法案对经济的真正刺激空间来自于 5 万亿的债务上限。**而这些长债发行规模对于发债时间点要求很高，发在高位会持续压缩未来非利息支出的财政空间，反之则能一鼓作气“续命”未来更长时间段内的非利息支出。作为“华尔街老狼”的贝森特不可能不知道这个问题，为了稳定长端债券投资者的预期，这位财政部长只能按兵不动，静待货政宽松的时机再发长债。

➤ **那么按兵不动难道就没有代价吗？**当然不是。不管是发行长债还是短债，高利率的债务置换都会拉高美债的加权平均利率。与之对应的就是美国财政中的利息支出不断上升，在赤字不提升的前提下，真正对经济支撑强的非利息支出就会被不断压缩。具体来看：

➤ **到期债务置换下，美国未偿国债的平均利率水平持续推升。**2020 年以来为应对疫情期间的经济下滑，美国财政部在 0.25% 的基准利率下发行了大量的国债融资，这使得未偿国债的加权平均利率维持在历史较低水平。但随着 2022 年加

## 相关研究

1. 政策动态观察：阅兵后的市场悬念-2025/09/03
2. “十五五”规划系列报告（六）：开学季映射的“十五五”线索-2025/08/31
3. 2025 年 8 月 PMI 数据点评：8 月 PMI：止跌的含金量-2025/08/31
4. 资产价格点评：人民币突破后的悬念和影响-2025/08/29
5. 海外市场追踪：日央行加息：美联储之外的“暗流”-2025/08/27

息的开启（基准利率从 0.25% 最高上升至 5.5%），到期短期债务不得不以更高利率置换，因此美国国债加权平均利率开始大幅飙升。

➤ 尽管去年年底美联储大幅降息 100bp，暂时缓解了其上升势头，但由于当前新发债利率仍远高于未偿国债的利率水平，因此当降息暂缓后，截至今年 7 月末国债平均利率水平再次回升至 3.352%。

➤ **利息支出的飙升一定程度上挤压了非利息支出的财政空间。**在持续扩大的国债融资规模和攀升的国债利率影响下，联邦政府的利息支出大幅上行，2024 年美国联邦政府公债利息首次突破 1 万亿美元大关。

➤ 而这也挤压了非利息支出的财政政策空间，根据美国财政部数据，非利息支出在财政支出中的占比自 2020 年最高超过 95% 下降至当前的 85% 左右，而同期利息支出占比从不足 5% 上升至近 15%；而利息赤字率占总赤字率的比重则从 2020 年的 10% 左右大幅上升至 2024 年的近 50%。

➤ **而这一趋势预计仍将延续。**虽然市场普遍预测美联储 9 月降息 25bp，但后续的节奏和幅度可能有限，考虑到当前存量美债利率仍低于新发行利率，在偏缓的降息节奏下，债务置换会进一步拉高存量融资成本，增加利息支出负担。根据 CRFB 的基准预测，美国利息赤字率将从 2025 年的 3.2% 上升至 2035 年的 4.1%，而非利息赤字率将从 2.5% 收缩至 1.7%（下降 0.8pct）。

➤ **我们来简单算一笔账，看看未来一年存量美债利率上行的情况下，利息支出会对非利息财政空间产生多大程度的挤压。**我们假设赤字率维持在 5.9% 的水平（参考 CRFB 对于减税法案和关税影响下 2026 财年赤字率的估计），存量美债利率每上升 1%，将导致非利息赤字率下降 0.9 个百分点左右。我们假设未来一年存量美债利率上升到 3.5%-4.5% 的区间（假设到明年三季度最多降息 100bp），在此情形下，非利息赤字占 GDP 比重将从当前的 2.5% 下降【0.1pct, 1.1pct】至【2.4%，1.4%】。

➤ **而赤字率的“水分”就体现在此，在扣除利息负担后，能对经济产生的实际带动作用会大打折扣。**因此如果美债利率无法得到有效下降，在赤字率难以有效扩张的情形下（债务约束），那么美国财政空间和经济潜力会被很大程度上压缩。接着上述的预测，我们假设美国财政乘数为 0.7（对于美国财政乘数的学术研究多集中在 0.3-1 之间，这里取中值），存量美债利率每上升 1%（非利息赤字率下降 0.9%），美国 GDP 增速会被拖累约 0.6 个百分点。

➤ **那如果要保持财政的刺激效果（非利息赤字率和 2025 年类似），自然有两个途径：一是增发美债、扩大非利息赤字国模；二是美联储大幅降息。**这就产生了两个问题：

➤ 首先增发美债以补充非利息赤字会进一步突破财政约束，导致赤字率中枢抬升，而新增的美债也要承担更多的利息支出，加剧债务负担。我们仍然以存量利率上升 1% 的情况进行估计，若要保证非利息赤字率维持在 2025 年的水平，2026 年总赤字率会从 5.9% 进一步抬升至 6.8%，其中，利息赤字率也上升 0.1pct 至 4.4%。

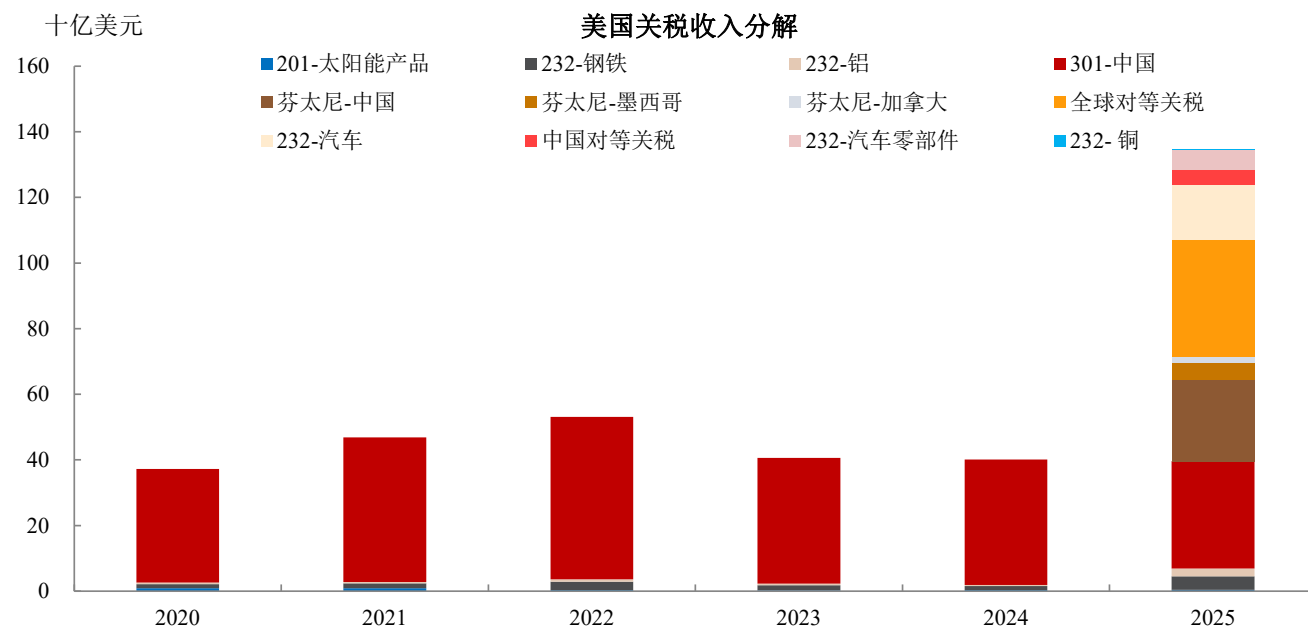
➤ 这对美国财政构成了不小的压力，因此对于白宫来说更行之有效的办法是依赖美联储降息，尽可能使存量利率维持在当前 3.3% 左右的水平，不再大幅扩张。鉴于当前联邦基金目标利率维持在 4.5%，这也就意味着美联储至少要降息 100bp 以上，才可能一定程度上缓解国内的债务付息压力。

➤ **因此不管短期内预期如何变化，至少 4 季度，更有可能是到明年上半年，货政配合力度低的情况下，财政仍处在收缩区间，对经济下行支撑有限，“滞胀”的基本面会迫使市场定价修正，这也是当下市场最值得交易的预期差。**

➤ **资产配置的建议上**，贵金属“压舱石位置”不变，美债的期限结构走陡还有很大空间，一旦市场再度担忧美信用问题时这个数只高不低；此外，风险资产上，估值不便宜的海外风险资产落袋为安或者高低切换有一定必要性。

➤ **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：美国关税收入拆分



资料来源：美国海关，民生证券研究院

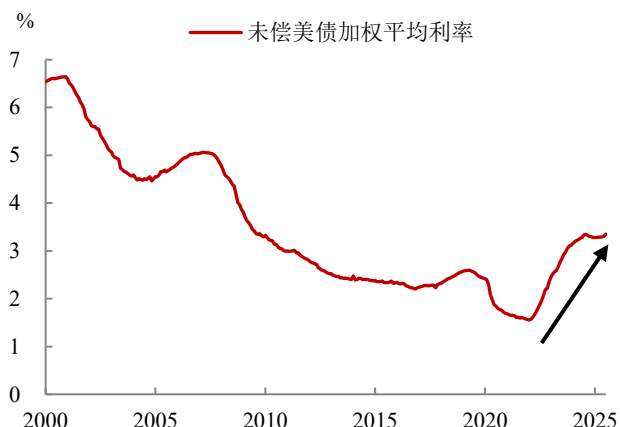
注：分项数据为美国海关评估，与财政部实际关税收入有出入；2025年为1-7月。

**图2：美国 GDP 数据一览**

| 美国实际GDP增速一览 |           |         |         |         |         |                  |         |         |         |         |
|-------------|-----------|---------|---------|---------|---------|------------------|---------|---------|---------|---------|
|             | 环比折年率 (%) |         |         |         |         | 对GDP环比折年率的贡献 (%) |         |         |         |         |
|             | 2025-06   | 2025-03 | 2024-12 | 2024-09 | 2024-06 | 2025-06          | 2025-03 | 2024-12 | 2024-09 | 2024-06 |
| 实际GDP       | 3.3       | -0.5    | 2.4     | 3.1     | 3.0     | 3.3              | -0.5    | 2.4     | 3.1     | 3.0     |
| 个人消费支出      | 1.6       | 0.5     | 4.0     | 3.7     | 2.8     | 1.1              | 0.3     | 2.7     | 2.5     | 1.9     |
| 商品          | 2.4       | 0.1     | 6.2     | 5.6     | 3.0     | 0.5              | 0.0     | 1.3     | 1.2     | 0.6     |
| 耐用品         | 2.6       | -3.7    | 12.4    | 7.6     | 5.5     | 0.2              | -0.3    | 0.9     | 0.5     | 0.4     |
| 非耐用品        | 2.3       | 2.1     | 3.1     | 4.6     | 1.7     | 0.3              | 0.3     | 0.4     | 0.6     | 0.2     |
| 服务          | 1.2       | 0.6     | 3.0     | 2.8     | 2.7     | 0.6              | 0.3     | 1.4     | 1.3     | 1.3     |
| 国内私人投资      | -13.8     | 23.8    | -5.6    | 0.8     | 8.3     | -2.7             | 3.9     | -1.0    | 0.2     | 1.5     |
| 固定资产投资      | 3.3       | 7.6     | -1.1    | 2.1     | 2.3     | 0.6              | 1.3     | -0.2    | 0.4     | 0.4     |
| 非住宅         | 5.7       | 10.3    | -3.0    | 4.0     | 3.9     | 0.8              | 1.4     | -0.4    | 0.6     | 0.5     |
| 建筑          | -8.9      | -2.4    | 2.9     | -5.0    | 0.2     | -0.3             | -0.1    | 0.1     | -0.2    | 0.0     |
| 设备和器械       | 7.4       | 23.7    | -8.7    | 10.8    | 9.8     | 0.4              | 1.1     | -0.5    | 0.5     | 0.5     |
| 知识产权产品      | 12.8      | 6.0     | -0.5    | 3.1     | 0.7     | 0.7              | 0.3     | 0.0     | 0.2     | 0.0     |
| 住宅          | -4.7      | -1.3    | 5.5     | -4.3    | -2.8    | -0.2             | -0.1    | 0.2     | -0.2    | -0.1    |
| 私人库存变化      | --        | --      | --      | --      | --      | -3.3             | 2.6     | -0.8    | -0.2    | 1.1     |
| 出口          | -1.3      | 0.4     | -0.2    | 9.6     | 1.0     | -0.1             | 0.0     | 0.0     | 1.0     | 0.1     |
| 商品          | -4.0      | 6.5     | -4.6    | 10.3    | 0.9     | -0.3             | 0.4     | -0.3    | 0.7     | 0.1     |
| 服务          | 3.8       | -9.7    | 8.5     | 8.4     | 1.2     | 0.1              | -0.4    | 0.3     | 0.3     | 0.1     |
| 进口          | -29.8     | 37.9    | -1.9    | 10.7    | 7.6     | 5.1              | -4.7    | 0.3     | -1.4    | -1.0    |
| 商品          | -34.6     | 51.6    | -4.9    | 10.7    | 8.4     | 4.9              | -4.8    | 0.6     | -1.1    | -0.9    |
| 服务          | -6.0      | -6.3    | 10.9    | 11.0    | 4.3     | 0.2              | 0.2     | -0.3    | -0.3    | -0.1    |
| 政府支出        | -0.2      | -0.6    | 3.1     | 5.1     | 3.1     | 0.0              | -0.1    | 0.5     | 0.9     | 0.5     |
| 联邦政府        | -4.7      | -4.6    | 4.0     | 8.9     | 4.3     | -0.3             | -0.3    | 0.3     | 0.6     | 0.3     |
| 国防          | 1.5       | -7.1    | 4.8     | 13.9    | 6.4     | 0.1              | -0.3    | 0.2     | 0.5     | 0.2     |
| 非国防         | -12.5     | -1.2    | 2.9     | 2.6     | 1.5     | -0.4             | 0.0     | 0.1     | 0.1     | 0.0     |
| 州和地方政府      | 2.6       | 2.0     | 2.5     | 2.9     | 2.3     | 0.3              | 0.2     | 0.3     | 0.3     | 0.3     |

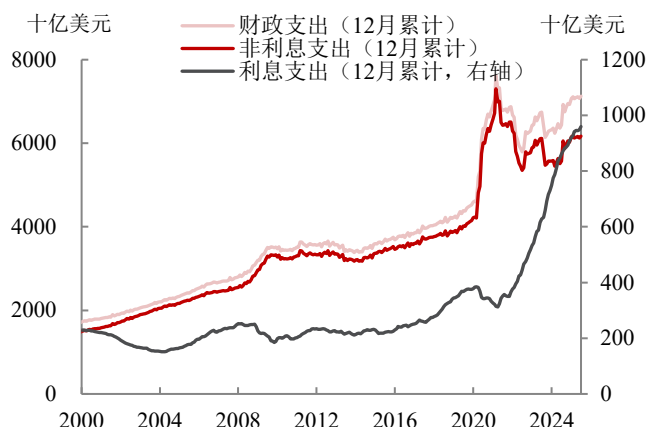
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2023 年以来未偿美债加权利率持续走高



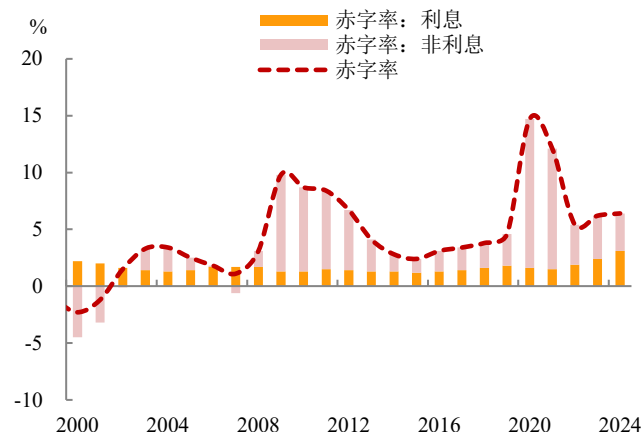
资料来源：CEIC，民生证券研究院

图4：美国利息支出飙升



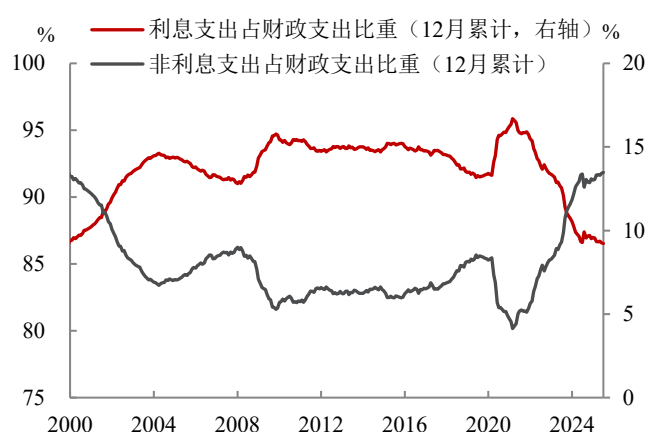
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图5：利息赤字率逐步上行



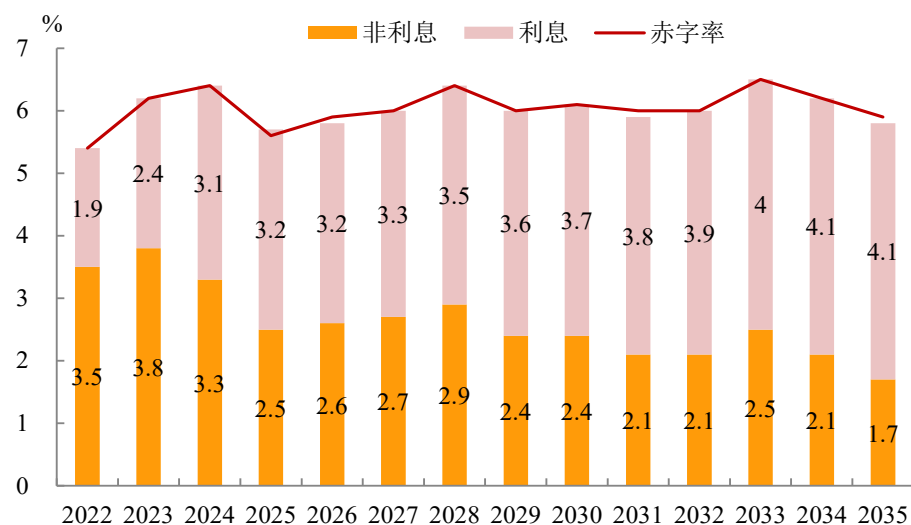
资料来源：CEIC，民生证券研究院

图6：利息支出压缩非利息支出空间



资料来源：CIEC，民生证券研究院

图7：后续利息支出占 GDP 比重在逐步扩大



资料来源：CRFB，民生证券研究院

注：2026 年以后为预测值。

图8：美国财政空间测算

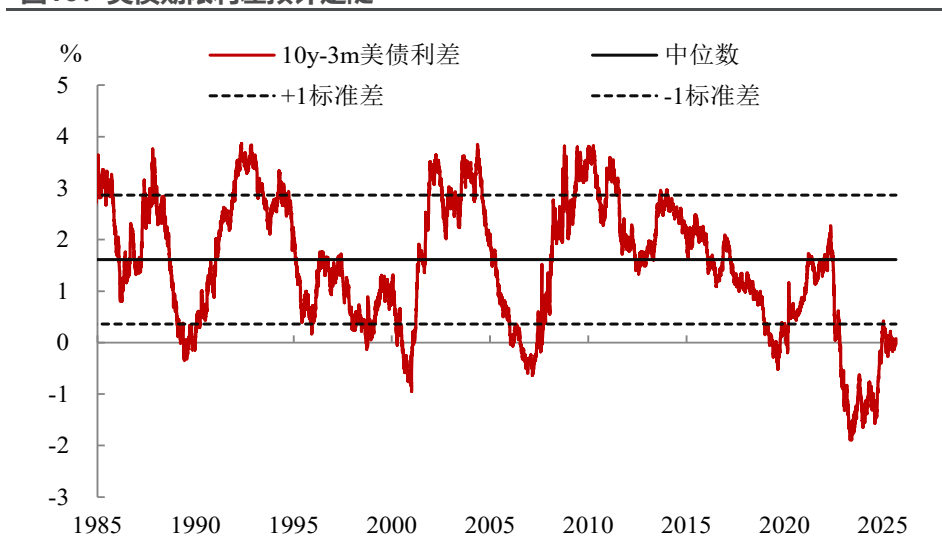
| 未来一年不同存量美债利率下的财政空间 |      |         |         |           |        |        |        |        |        |              |
|--------------------|------|---------|---------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 项目                 | 单位   | 公式      | 2025年   | 2026年（预测） |        |        |        |        |        | 存量利率每上升一个百分点 |
|                    |      |         |         | 情形一       | 情形二    | 情形三    | 情形四    | 情形五    | 情形六    |              |
| GDP                | 十亿美元 | a       | 30507.2 | 31717.6   |        |        |        |        |        |              |
| 赤字率                | %    | b       | 5.6     | 5.9       |        |        |        |        |        |              |
| 公众持有的全部政府债务        | 十亿美元 | c       | 30102.7 | 31882.6   |        |        |        |        |        |              |
| 存量美债利率（假设）         | %    | d       | 3.30    | 3.30      | 3.50   | 3.75   | 4.00   | 4.25   | 4.50   | 4.30         |
| 赤字：利息              | 十亿美元 | e=c*d   | 961.0   | 1052.1    | 1115.9 | 1195.6 | 1275.3 | 1355.0 | 1434.7 | 1371.0       |
| 赤字：非利息             | 十亿美元 | f=a*b-e | 747.4   | 819.2     | 755.4  | 675.7  | 596.0  | 516.3  | 436.6  | 500.4        |
| 赤字率：利息             | %    | g=e/a   | 3.2     | 3.3       | 3.5    | 3.8    | 4.0    | 4.3    | 4.5    | 4.3          |
| 赤字率：非利息            | %    | h=f/a   | 2.5     | 2.6       | 2.4    | 2.1    | 1.9    | 1.6    | 1.4    | 1.6          |
| 财政乘数               |      | i       | 0.70    |           |        |        |        |        |        |              |
| 对GDP边际影响（较2025年）   | %    | j=Δh*i  |         | 0.09      | -0.05  | -0.22  | -0.40  | -0.58  | -0.75  | -0.61        |

资料来源：ifind，CEIC，民生证券研究院测算

**图9：保持财政刺激效果的两种途径影响**

| 未来一年不同存量美债利率下的财政空间      |          |                |            |              |                   |            |
|-------------------------|----------|----------------|------------|--------------|-------------------|------------|
| 项目                      | 单位       | 公式             | 2025年      | 2026年（预测）    |                   |            |
|                         |          |                |            | 存量利率每上升一个百分点 | 弥补措施一：增债融资补充非利息赤字 | 弥补措施二：降低利息 |
| GDP                     | 十亿美元     | a              | 30507.2    | 31717.6      |                   |            |
| <b>赤字率</b>              | <b>%</b> | <b>b</b>       | <b>5.6</b> | <b>5.9</b>   | <b>6.8</b>        | <b>5.9</b> |
| 公众持有的全部政府债务             | 十亿美元     | c              | 30102.7    | 31882.6      | 32159.3           | 31882.6    |
| 存量美债利率（假设）              | %        | d              | 3.3        | 4.3          | 4.3               | 4.3        |
| 赤字：利息                   | 十亿美元     | $e=c*d$        | 961.0      | 1371.0       | 1382.9            | 1094.3     |
| 赤字：非利息                  | 十亿美元     | $f=a*b-c$      | 747.4      | 500.4        | 777.1             | 777.1      |
| <b>赤字率：利息</b>           | <b>%</b> | $g=e/a$        | <b>3.2</b> | <b>4.3</b>   | <b>4.4</b>        | <b>3.5</b> |
| <b>赤字率：非利息</b>          | <b>%</b> | $h=f/a$        | <b>2.5</b> | <b>1.6</b>   | <b>2.5</b>        | <b>2.5</b> |
| 财政乘数                    |          | i              | 0.7        |              |                   |            |
| <b>对GDP边际影响（较2025年）</b> | <b>%</b> | $j=\Delta h*i$ |            | <b>-0.6</b>  | <b>0.0</b>        | <b>0.0</b> |

资料来源：ifind，CEIC，民生证券研究院测算

**图10：美债期限利差预计走陡**


资料来源：ifind，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