下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

【粤开宏观】美国联邦政府债务：从财政困局到治理危机

2026 年 08 月 25 日

投资要点

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

分析师：晁云霞
执业编号：S0300525090001
电话：
邮箱：chaoyunxia@ykzq.com

分析师：马家进
执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】为何一线城市消费冷热不均？——北上广深社零分化的三重机制》2026-08-24

《【粤开宏观】以“投资于人”推动高质量发展：基本内涵与重点任务》2026-08-21

《【粤开宏观】7 月经济的表与里：“供强需弱”及其深层逻辑》2026-08-17

《【粤开宏观】从大国基建到 AI 底座：中美电力比较（2026）》2026-08-12

《【粤开宏观】如何看待新旧动能转换？》2026-08-09

摘要

近期，美债市场波动加剧，成为全球金融市场关注的焦点。2026 年 8 月，美国长期国债收益率明显上行，30 年期美债收益率一度突破 5.3%，升至 2007 年以来的高位。市场对美国财政赤字居高不下、政府债务规模不断扩张以及财政可持续性的担忧进一步升温。

1、当前美国联邦政府债务呈现出四个相互交织的典型特征。

一是债务规模快速扩张，负债率持续攀升并处于高位。2026 年 7 月末，美国联邦政府债务总额已达 39.8 万亿美元；2025 财年末，债务总额与国内生产总值之比达到 124%。

二是债务平均利率处于高位，净利息支出压力持续加大。2026 年 7 月末，美国存量附息国债平均利率为 3.4%，庞大的存量债务叠加较高利率，使政府利息负担不断上升。

三是债务期限结构趋于短期化，短期偿付和再融资压力凸显。2026 年 6 月末，未来 12 个月内到期的可交易附息国债规模达 10.3 万亿美元，约占全部存量可交易附息国债的三分之一，意味着美国政府需要频繁滚动融资，对市场利率变化更加敏感。

四是海外持有者占比较高，债务融资对国际资本市场的依赖性较强。2026 年 3 月末，海外和国际投资者持有的美国国债占可交易国债余额的 32.6%，美债需求容易受到全球资本流动和投资者风险偏好变化的影响。

上述四个特征相互强化，使美国财政体系越来越依赖持续滚动融资，并对利率变化、资本流动和市场信心高度敏感。

2、美国联邦政府的巨额债务是短期冲击、长期结构性矛盾和政治因素共同作用的结果。

首先，战争、经济危机和重大公共卫生事件往往导致财政支出短期激增，是美债在特定时期阶段性跃升的直接诱因。

其次，美国经济长期增速放缓，财政增收能力受到制约，而人口老龄化又推动社会保障、医疗保险等强制性支出不断扩张，形成财政收支长期失衡的结构性压力。

最后，更深层的原因在于两党政治博弈导致财政纪律持续废弛：共和党倾向于减税但难以同步削减支出，民主党倾向于增加社会福利和公共投资但增税又面临较大政治阻力，由此形成“减税容易增税难、增支容易减支难”的棘轮效应。两党轮流执政并未形成有效的财政纠偏机制，反而推动债务不断累积，债务上限也逐渐由财政约束机制异化为党派政治博弈的筹码。

下载日志已记录，仅供内部参考

3、更值得警惕的是，美国联邦政府债务问题正在由财政困局加速演变为治理危机，其影响已从财政领域向货币政策和美元信用传导。

其一，特朗普政府试图通过“对内减税、对外加征关税、削减支出”的政策组合缓解债务压力，但这些短期政策难以扭转财政失衡。《大而美法案》的减税规模显著大于支出削减规模，将进一步扩大财政赤字；试图通过高关税弥补减税造成的财政缺口，同样难以取得预期效果。2026 年以来，关税政策在不同法律授权之间不断转换，也进一步暴露出其短期性和不稳定性。

其二，巨额债务和利息负担正在对美联储独立性形成越来越大的压力，“财政主导”风险加速显现，即美联储可能被迫为降低政府债务融资成本而压低利率，甚至偏离控制通胀等货币政策目标。特朗普持续公开施压时任美联储主席鲍威尔降息，凯文·沃什接任美联储主席后，特朗普对美联储的影响已由针对具体利率决策的公开施压，进一步延伸至人事安排和政策取向层面。

其三，财政纪律松弛和货币政策政治化正在侵蚀美元和美债赖以维系的制度信用。美国既需要不断扩大美债供给以满足全球对安全资产的需求，但推动美债持续扩张的财政纪律松弛，又在不断侵蚀美债自身的安全性和美元信用，由此形成“新特里芬难题”。因此，美债风险已不再只是财政收支和偿债能力问题，而是美国政治体系能否恢复财政约束、维护货币政策独立性并持续支撑美元信用的国家治理问题。

4、美国联邦政府债务问题的根本解决，有赖于恢复财政纪律，推进需要跨党派共识的中长期财政改革，审慎改革社会保障与医疗保险等强制性支出项目，构建更加负责任的税收体系，并维护货币政策独立性和美元长期信用。但在美国国内政治极化持续加剧的背景下，推动此类改革面临巨大现实阻力。

对于全球其他经济体，应推动国际货币体系向更加多元化的方向发展，减少对单一主权货币的过度依赖，并加强宏观政策协调以防范系统性风险蔓延。

对于中国而言，应将美债风险从单纯的市场风险重新界定为包含政治和治理风险的复合风险敞口，在保障资产安全性和流动性的前提下，战略性、渐进式优化外汇储备结构，增加黄金等非美元资产配置；持续深化金融领域改革开放，增强人民币资产的国际吸引力；同时从国家金融安全高度完善风险预案，提高对交易冻结、市场剧烈动荡等极端情景的应对能力。

风险提示：美国财政、货币及贸易政策调整存在不确定性；全球资本流动和金融市场波动可能影响美债市场运行

下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

一、美国联邦政府债务的现状及特征 4
（一）债务规模快速扩张，负债率持续攀升并高于发达国家平均水平 4
（二）债务平均利率处于高位，净利息支出压力持续加大 5
（三）债务期限结构趋于短期化，短期偿付和再融资压力凸显 5
（四）海外持有者占比较高，债务融资对国际资本市场的依赖性较强 6
二、美国联邦政府巨额债务的成因 6
（一）债务水平阶段性跃升的直接诱因：战争、经济危机等短期冲击下的赤字增加 7
（二）债务持续上行的根本压力：经济社会发展形势导致的财政增收困难与刚性支出扩张 8
（三）债务螺旋的核心驱动机制：两党政治博弈下的财政纪律废弛 9
三、美国联邦政府债务的治理危机：短期政策无效与长期根基动摇 10
（一）特朗普政府的政策实践：一个无效且危险的“解决方案” 10
（二）“财政主导”风险的显现：货币政策独立性遭受损害 12
（三）美元信用的“新特里芬难题”：根基动摇与全球“去美元化”加速 13
四、结论与政策建议 15

图表目录

图表 1：　2000－2025 财年美国联邦政府负债率 4
图表 2：　1900 年以来美国联邦政府负债率变化及主要原因 6
图表 3：　1962－2025 财年美国联邦政府强制性支出情况 9
图表 4：　1900－2024 财年美国加权平均关税税率及关税收入占联邦政府收入比重 11
图表 5：　美国联邦政府净利息支出占总支出比重与有效联邦基金利率 12
图表 6：　各国中央银行减持美元外汇储备、增持黄金储备 15

下载日志已记录，仅供内部参考

一、美国联邦政府债务的现状及特征

截至 2026 年 7 月末，美国联邦政府债务总额已攀升至 39.8 万亿美元。这一庞大的债务主要由两部分构成。**第一部分，也是最核心的部分，是公众持有的债务（Debt Held by the Public），规模为 32.0 万亿美元，占比约 80%。**这部分债务由联邦政府向国内外投资者（包括个人、企业和外国政府）发行，大部分可在市场自由交易，是反映联邦政府真实负债水平的核心指标，也是金融市场交易层面通常所指的“美债”。**第二部分是政府部门持有的债务（Intragovernmental Holdings），规模为 7.8 万亿美元，占比约 20%。**这部分债务通常不可交易，是各类为特定目的设立的政府部门账户（如联邦老年和幸存者保险信托基金、联邦政府公务员退休及伤残基金、国防部军人退休基金等）所持有的国债，更类似于政府内部的资产与负债。

当前美国联邦政府债务呈现出四个相互交织的典型特征。

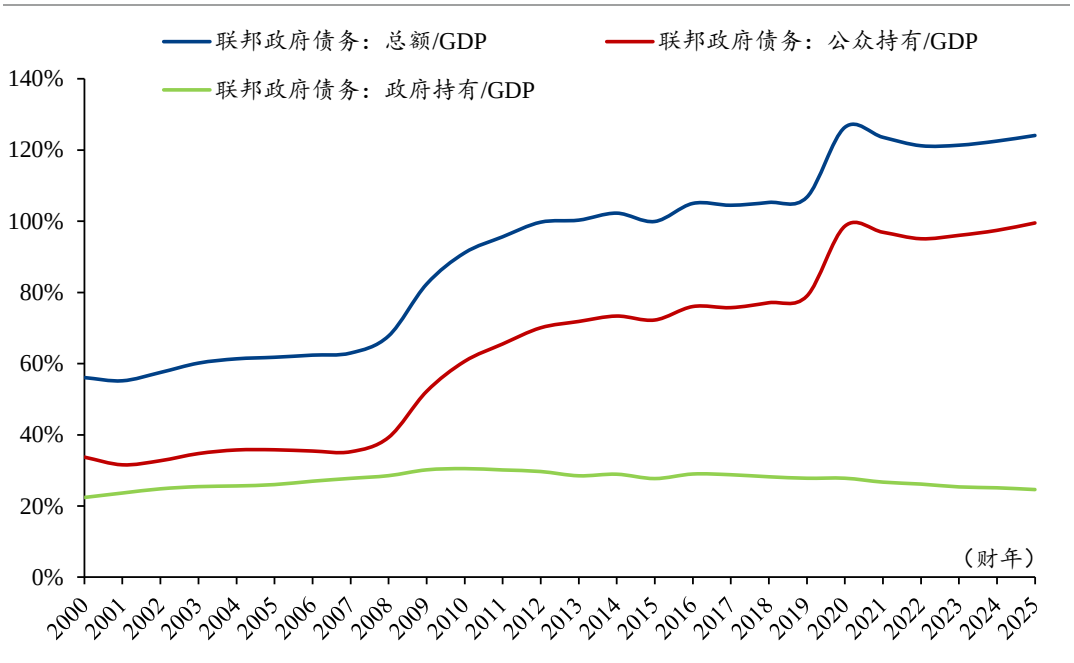
（一）债务规模快速扩张，负债率持续攀升并高于发达国家平均水平

美国联邦政府债务的首要特征，就是规模庞大。根据美国国会预算办公室（CBO）数据，截至 2025 财年（上一年的 10 月 1 日至当年的 9 月 30 日）末，仅公众持有的政府债务就已高达美国国内生产总值（GDP）的 99.4%，债务总额与 GDP 之比更是攀升至 124%。

债务高企并非一蹴而就，而是长期失控性增长的结果。2000－2025 财年，美国联邦政府负债率（债务余额/GDP）上升了 68 个百分点。其中，公众持有的债务规模增长较快，占 GDP 比重上升了 65.8 个百分点；政府部门持有的债务规模增长较慢，占 GDP 比重仅上升 2.2 个百分点。

在国际比较中，美国联邦政府负债率极为突出。根据国际清算银行（BIS）数据，2025 年末，美国政府部门杠杆率达 116.4%，高出同期发达经济体平均水平 11.0 个百分点，高出二十国集团（G20）国家平均水平 17.4 个百分点，高出中国 17.1 个百分点。

图表1：2000－2025 财年美国联邦政府负债率



资料来源：CBO、美国财政部、粤开证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）债务平均利率处于高位，净利息支出压力持续加大

受前期美联储加息影响，当前美国国债的平均利率处于相对高位。2022 年 3 月－2023 年 7 月，美联储为应对高通胀压力，将联邦基金利率目标区间从 0~0.25%的历史低位快速上调至 5.25%~5.5%，累计加息幅度达 525 个基点。联邦基金利率上调带动国债平均利率上扬，联邦政府融资成本明显抬升。直到 2024 年 9 月，美联储在通胀回落后开启预防性降息，美国国债的平均利率才有所下降。2026 年以来，受通胀风险等因素影响，美联储多次维持联邦基金利率目标区间不变。美国财政部数据显示，2026 年 7 月末，美国存量附息国债的平均利率为 3.4%。

大规模的存量债务叠加前期较高的发行利率，导致美国联邦政府利息支出及占 GDP 比重持续走高。2021－2025 财年，美国联邦政府净利息支出从 3523 亿美元增加到 9699 亿美元，增长了 1.8 倍，净利息支出占 GDP 比重上升了 1.7 个百分点。根据 CBO 于 2026 年 2 月的预测，2026 财年美国联邦政府净利息支出将达 1.04 万亿美元，占 GDP 比重进一步上升至 3.3%。

（三）债务期限结构趋于短期化，短期偿付和再融资压力凸显

从美国国债的剩余期限结构看，美国联邦政府债务以短期（1 年期及以下）和中短期（2~5 年期）为主，这导致美国联邦政府短期偿债压力较大。根据美国财政部数据，截至 2026 年 6 月末，美国联邦政府发行的可交易附息国债余额为 31.1 万亿美元。其中，短期（1 年期及以下）和中短期（2~5 年）内到期的国债占比分别为 32.6%和 35.1%，合计占比 67.7%；未来 12 个月内到期的可交易附息国债规模达 10.3 万亿美元，占全部存量可交易附息国债的 33%。

美国联邦政府债务的整体期限较短，原因之一是联邦政府最常用的债务融资工具是短期国库券。美国国债包括多种类型，最常见的是国库券（T-bills）、国库票据（Notes）、国库债券（Bonds）、通胀保值国债（TIPS）、浮动利率票据（FRN）等。其中，国库券是短期债务工具，期限包括一个月、两个月、半年、一年等，一般不超过一年。根据美国财政部数据，2023 年一季度至 2026 年二季度，国库券发行额占当期新发行可交易国债总额的比重平均为 84%；同期国库券在新发行可交易国债中的占比较 2018—2022 年（平均为 76%）提高了 8 个百分点。

美国联邦政府日益依赖短期国库券融资，主要有三点原因。其一，国库券有助于降低联邦政府融资成本。根据利率期限结构理论，短期国库券的利率通常低于中长期国债，尤其在利率上升周期，政府可以通过滚动发行短期债券避免长期锁定高利率。**其二，**国库券能够满足市场在不确定性环境下的投资需求。当投资者对长期通胀、经济增长或债务可持续性等问题感到担忧时，对短期限、高流动性资产的需求会相应增加。增加国库券供给，既有利于政府融资，也能够满足市场避险和流动性管理需求。**其三，**国库券市场是美联储实施货币政策的重要渠道。国库券市场规模庞大、交易高度活跃，为美联储通过公开市场操作调控短期利率和市场流动性提供了便利。

但是，较高的短期债务占比也意味着政府必须更加频繁地滚动融资。在存量债务庞大的情况下，利率上升或市场需求变化会更快传导至财政融资成本，使美国财政对金融市场环境更加敏感。

下载日志已记录，仅供内部参考

（四）海外持有者占比较高，债务融资对国际资本市场的依赖性较强

美国国债持有者中，海外和国际投资者、共同基金、美联储位居前三。截至 2026 年 3 月末，海外和国际投资者是美国国债最大的投资者，持有规模达 9.5 万亿美元，占同期可交易国债余额（29.0 万亿美元）的 32.6%；共同基金持有规模为 5.9 万亿美元，占比 20.4%；美联储持有规模为 4.0 万亿美元，占比 13.8%。

美国国债的海外持有者占比较高，一方面体现了国际投资者对美债的认可，美债仍具有较强的流动性、安全资产属性和投资价值；另一方面也意味着美国联邦政府债务融资对国际资本市场具有较高依赖度，美债需求和价格容易受到全球资本流动和投资者风险偏好变化的影响。

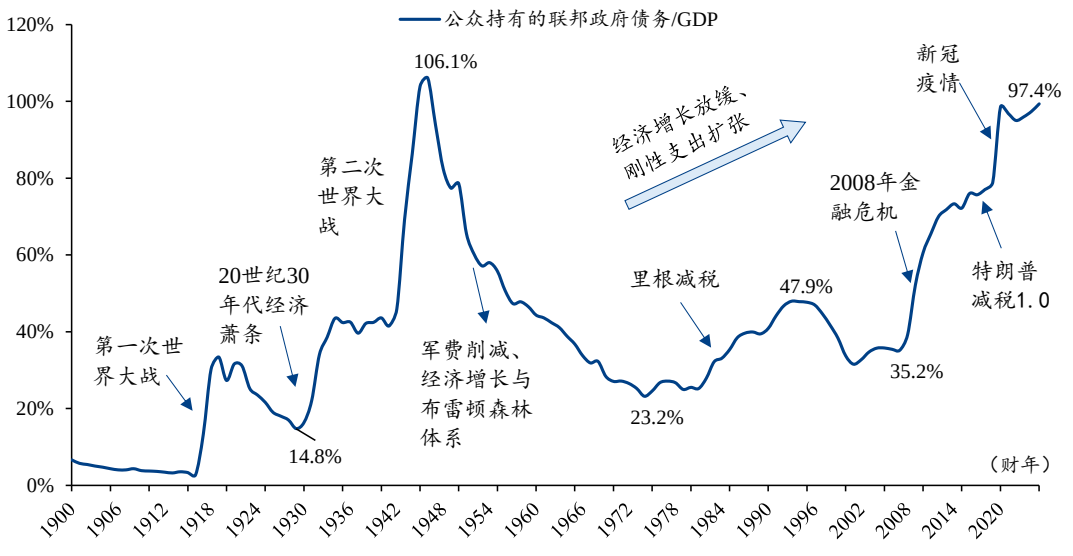
美债的海外投资者中，日本、英国和中国为前三大持有者。根据美国财政部数据，截至 2026 年 6 月末，日本、英国和中国持有的美国国债分别为 1.12 万亿、0.94 万亿和 0.63 万亿美元，分别占全部海外持有规模的 12.0%、10.1%和 6.8%。

综上所述，美债规模庞大、利率高企、期限结构短期化和高度依赖国际资本这四大特征交织在一起，共同构成了一种高风险的财政格局。尤其是趋于短期化的债务结构，使得美国联邦政府的再融资操作对市场信心和政治稳定性极为敏感。这种高度的敏感性，意味着一旦财政决策过程本身被深度政治化，任何技术层面的压力都可能被放大为一场难以应对的治理危机。

二、美国联邦政府巨额债务的成因

美国联邦政府的巨额债务是多重因素共同作用下长期积累的结果。这些因素可以划分为三个层面：**首先，**战争和经济危机等短期冲击是导致债务在特定时期阶段性跃升的直接诱因；**其次，**人口老龄化驱动的刚性支出与经济增长放缓等中长期结构性矛盾，构成了驱动债务持续上行的根本压力；**最后，**两党围绕财政议题的持续博弈，加剧了财政纪律的废弛，是激化前述矛盾并使债务问题演变为系统性风险的核心驱动机制。

图表2：1900 年以来美国联邦政府负债率变化及主要原因



资料来源：美国财政部、粤开证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

（一）债务水平阶段性跃升的直接诱因：战争、经济危机等短期冲击下的赤字增加

为应对偶然性的短期冲击，美国联邦政府往往会扩大财政赤字，以防止经济陷入衰退或满足突然增加的财政支出需求，从而导致债务规模快速增长。短期冲击导致的债务规模扩张是暂时性的，但债务的化解需要漫长的过程，尤其是叠加其他因素后，政府债务规模可能持续累积。典型的此类冲击至少有三种情形。

一是战争导致短期国防支出需求激增，从而推动财政赤字扩大和债务加快积累。在两次世界大战期间，美国国防支出激增。根据美国经济分析局（BEA）数据，美国参与第二次世界大战期间（1941 年 12 月－1945 年 9 月），国防支出从第二次世界大战前的 20 亿美元左右迅速攀升至上百亿美元，到 1944 年国防支出达 927.7 亿美元，占 GDP 的比重达 43.3%，占同期联邦政府财政支出的比重超过八成。为满足快速增加的国防支出，美国除了通过增加税收来筹集资金以外，还大幅增加了国债发行量，导致联邦政府债务规模迅速扩张。1941－1945 财年，美国联邦政府债务总额从 489.6 亿美元增加至 2586.8 亿美元，公众持有的政府债务余额占 GDP 的比重从 41.5%迅速攀升至 106.1%，达到美国历史上的最高点。第二次世界大战后，美国经济进入相对较长的繁荣期，但联邦政府负债率在 20 世纪 60 年代初才回落至第二次世界大战前的水平。

二是系统性金融危机或经济衰退，例如 20 世纪 30 年代美国经济大萧条和 2008 年全球金融危机。1929 年 10 月，美国股市连续大跌，股市崩盘逐步演变成美国经济危机。根据 BEA 数据，1930－1933 年，美国 GDP 连续四年负增长，1933 年名义 GDP 较 1929 年缩水了 45.3%。经济衰退导致财政收入锐减，与此同时，作为“财政自动稳定器”的一部分，失业救济等社会福利支出被动增加，导致联邦政府经常性收支出现赤字。1932 财年末，公众持有的政府债务余额占 GDP 的比重已由 1929 年的 14.8%上升至 34%。1933 年，罗斯福就职美国总统后，采取了力度更大的刺激政策：一方面扩大基础设施建设等公共投资，BEA 数据显示 1933－1935 年联邦政府公共投资名义年均增速达到 37.8%；另一方面增加对州和地方政府的转移支付，并建立社会保障体系，增加对居民的转移性支出。1934 财年末，公众持有的政府债务余额占 GDP 的比重进一步上升至 43.5%。

类似情况在 2008 年全球金融危机期间再次发生。2008 年 9 月，美国第四大投资银行雷曼兄弟破产，引爆美国积累多年的金融风险，并逐步向全球蔓延，演变为全球金融危机。经济衰退同样触发了财政的自动稳定器功能，税收收入大幅下滑，而失业保险等支出自动增加。在此基础上，联邦政府迅速采取了额外的应对措施，先后推出了《紧急经济稳定法》《美国复苏与再投资法》等，稳定金融市场，扩大公共投资，同时对企业和居民减税。增支和减税政策导致联邦政府财政赤字扩大，赤字率大幅上升，2009 财年赤字率达 9.8%。2007－2012 财年，公众持有的政府债务余额从 5 万亿美元增加至 11.3 万亿美元，占 GDP 的比重由 35.2%攀升至 70%。

三是突发公共安全或卫生事件导致的冲击，例如新冠疫情冲击。2020－2021 年新冠疫情期间，联邦政府陆续推出一系列财政刺激法案，其核心措施包括：向低收入居民发放一次性补助，扩大失业补助覆盖人群，提高失业救济标准，延长失业保险期限，通过可豁免贷款、税收减免、定向援助等方式增加对中小企业的支持，增加公共卫生与医疗投入等。2020 财年，在财政收入负增长（-1.2%）的情况下，联邦政府净支出整体增长了 47.4%。根据 CBO 数据，2020 财年，联邦政府在收入保障，社区和地区发展，教育、培训、就业和社会服务，健康，医疗保险等领域的净支出分别增长了 145.5%、204.7%、73.9%、27.8%和 19.2%；商业和住房信贷净支出由 2019 财年的-257.2 亿美元增加至 2020 财年的 5688.7 亿美元（主要为小微企业援助支出）。规模空前的财政刺激有效地减轻了新冠疫情对美国经济的负面冲击，但也形成了巨额的财政赤字，加速了政府债务积累。2020－2021

下载日志已记录，仅供内部参考

财年，美国联邦政府财政赤字规模分别达 3.1 万亿和 2.8 万亿美元，赤字率分别高达 14.7%和 12.0%。2020 财年末，公众持有的政府债务余额占 GDP 比重达到 98.6%，较 2019 财年末上升了 19.6 个百分点。

（二）债务持续上行的根本压力：经济社会发展形势导致的财政增收困难与刚性支出扩张

美国政府刚性支出规模不断扩张，但财政收入随着经济增长放缓而受限，压减财政赤字、化解政府债务风险的难度逐渐增大。

一方面，经济增长是财政收入增长的基础，但美国经济增长呈长期放缓趋势，财政增收愈发困难。根据 BEA 数据，美国 GDP 实际增速的 10 年移动平均值从第二次世界大战后的 6%左右逐渐降低到 2007 年的 3%左右；2008 年全球金融危机过后，美国经济长期增速进一步下降至 2%左右。

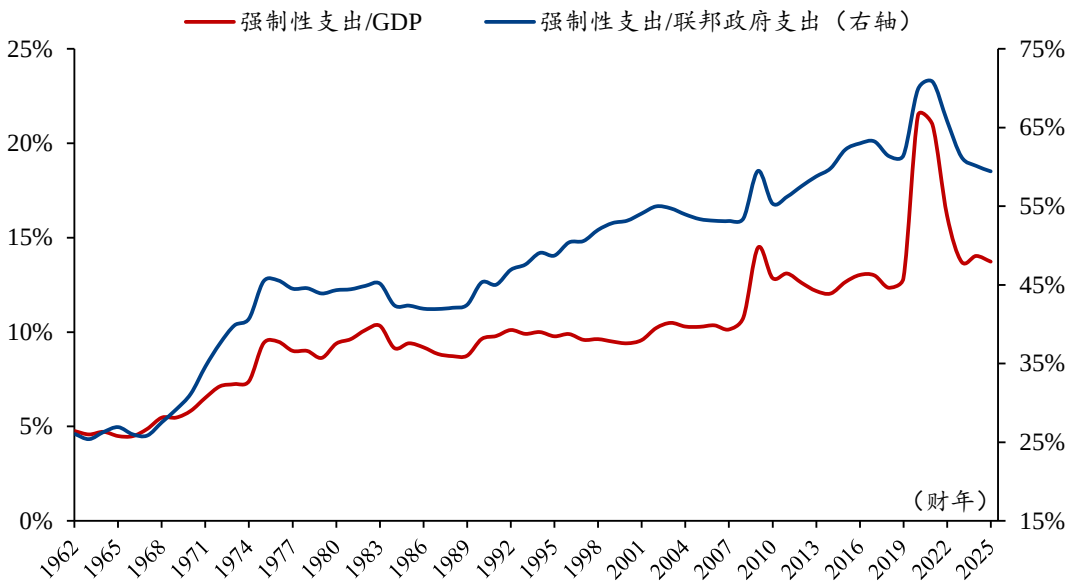
深究美国经济增速放缓的根源，联邦政府巨额债务对实体经济产生的结构性扭曲不容忽视。长期的债务扩张与低利率环境，诱导大量资本脱离制造业等实体产业，涌入金融市场进行套利交易，导致美国经济陷入严重的“脱实向虚”陷阱。一方面，政府举债并未有效转化为提升全要素生产率的基础设施投资或科技创新动力，而是大量消耗在消费性支出与利息偿付上；另一方面，企业在宽松的信贷环境下更倾向于通过回购股票推高股价，而非扩大再生产。这种“金融化”的增长模式虽然在短期内维持了繁荣假象，却导致产业空心化加剧，削弱了经济创造真实财富的能力，从而进一步侵蚀了财政收入的基础，形成“债务依赖—实体萎缩—增长乏力—被迫举借新债”的恶性循环。

另一方面，美国刚性财政支出不断扩张。社会福利制度愈加完善、人口老龄化持续加深，使得社会保障、医疗保险等社会福利性支出不断增加。随着经济发展水平的提高，美国逐渐建立起较为全面的社会保障制度体系，从而推高了长期社会福利性支出。美国在 1935 年颁布了《社会保障法》，1965 年建立了老年人医保（Medicare）和低收入群体医疗救助（Medicaid）制度。社会保障等社会福利性支出具有易增难减的刚性特征，而人口老龄化的不断加深，加剧了刚性支出不断扩张的趋势。根据联合国老龄化社会标准（65 岁及以上人口占比超过 7%），美国在 20 世纪 40 年代就已进入老龄化社会。根据世界银行的数据，截至 2025 年末，美国 65 岁及以上老年人口占总人口比例为 18.4%，已是深度老龄化社会。这种长期累积的老龄化问题对社会保障体系形成持续性扩张压力。

美国的社会福利性支出主要体现为联邦政府的强制性支出，即法律或法案规定的联邦政府必须履行的支出义务。根据 CBO 数据，1962－2025 财年，联邦政府的强制性支出占 GDP 比重由 4.8%上升至 13.7%，增加了 9.0 个百分点，占联邦财政总支出的比重由 26.1%上升至 59.5%。强制性支出中，社会保障、老年人医保和低收入群体医疗救助支出为前三大支出项，2025 财年占比分别为 34.7%、26.0%和 14.7%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：1962－2025 财年美国联邦政府强制性支出情况



资料来源：CBO、粤开证券研究院

（三）债务螺旋的核心驱动机制：两党政治博弈下的财政纪律废弛

在短期冲击和长期结构性压力的背景下，美国两党轮流执政下的政治极化博弈，构成了债务问题螺旋式恶化、财政纪律失效的核心驱动机制。美国是共和党和民主党两大党派轮流执政的国家，两党博弈是导致联邦政府债务螺旋式上升的重要驱动力。在轮流执政和持续的选举压力下，共和党与民主党围绕财政政策展开的激烈竞争，并非导向严守财政纪律，反而形成了一个“减税容易增税难，增支容易减支难”的恶性循环，使得债务无论在哪一党执政期间都呈现出易于膨胀而难以收缩的刚性特征。

一方面，共和党积极开启“减税周期”，但“减支承诺”难以兑现。共和党在财政理念上倾向于“小政府”，核心政策主张是通过减税来激发市场活力。因此，共和党执政期间往往是联邦财政收入占 GDP 比重明显下降的时期，例如里根、小布什以及特朗普政府都推出了大规模减税法案。理论上，减税应与削减政府开支相匹配，以维持财政平衡。然而在实践中，共和党的“减支承诺”往往难以兑现。其一，联邦财政支出中的大部分是社会保障、医疗保险等强制性支出，这些项目拥有广泛的民意基础，任何削减尝试都会面临巨大的政治阻力和来自民主党的激烈反对。其二，共和党自身也倾向于增加国防等领域的开支。其结果是，减税政策成功实施，大幅削减了联邦政府的财政收入，但财政支出并未同等规模地收缩，反而可能有所增加。这直接导致了“无资金来源的减税”，财政赤字急剧扩大，政府债务水平也随之跃升。

另一方面，民主党积极推动“增支周期”，但“增税方案”受阻或不足。民主党在财政理念上倾向于“大政府”，主张通过扩大政府支出来完善社会保障、增加公共投资和调节收入分配。因此，民主党政府上台后，往往会推动新的社会福利项目或扩大政府项目支出，例如奥巴马政府的医保法案和拜登政府的清洁能源支持政策。为给新增支出提供资金来源，民主党通常会提出对富人和大企业增税的方案。然而，这些增税方案面临重重阻碍：首先，在两党分治的国会中，增税法案会遭到共和党的强力阻挠；其次，即使增税得以实施，增加的收入也往往不足以完全覆盖新增的支出，尤其是在应对经济危机时（如奥巴马政府初期），财政刺激的需求远远超出增税所能弥补的规模。因此，民

下载日志已记录，仅供内部参考

主党执政期间同样可能出现支出增长快于收入增长的局面，从而延续或加剧了债务的积累。

两股力量合力之下，结果便是“减税”与“增支”的恶性循环与债务的单向累积。两党轮流执政，形成了一场债务累积的接力赛。共和党政府倾向于通过减税来刺激经济，但往往导致财政收入锐减而支出未能同步削减，从而扩大了财政缺口。而民主党政府则倾向于扩大社会福利和公共投资，即便伴随着增税计划，其增支规模也常常超出增收的幅度。这种“减税”与“增支”在不同执政周期的交替出现，使得联邦政府债务呈现出单向膨胀的棘轮效应，削减债务的政治阻力远大于增加债务的动力。

在这种背景下，法定债务上限的约束力被大幅削弱，并逐渐异化为两党博弈的政治筹码。当债务触及上限时，在野党往往以此为要挟，迫使执政党在支出或税收政策上作出让步。2023 年，拜登政府与共和党控制的国会围绕债务上限问题进行了长达数月的激烈博弈，一度将联邦政府推至违约边缘。这种政治勒索增加了行政体系的运行成本，引发政府“停摆”危机，更有损联邦政府的信用；不仅无法从根本上解决债务问题，反而凸显了政治体制在应对长期财政挑战上的失灵。

三、美国联邦政府债务的治理危机：短期政策无效与长期根基动摇

当美国财政纪律系统性瓦解、财政决策彻底沦为两党斗争的附庸时，其产生的巨大压力必然会冲击现有制度框架的边界，这便是美国联邦政府债务问题从财政困局滑向治理危机的关键转折。**这场危机的核心逻辑在于，由根深蒂固的政治极化所驱动的财政纪律废弛，正以一种系统性的方式，挑战并侵蚀美国经济赖以稳定的两大制度基石：一是对内挑战并损害美联储的独立性，引发“财政主导”的风险；二是对外动摇美元作为全球储备货币的信用根基，催生“新特里芬难题”。**特朗普政府的政策组合拳——对内大规模减税、对外加征关税、对美联储极限施压等，并非孤立的政策选择，而是这一“制度侵蚀”过程的集中体现与加速器。

（一）特朗普政府的政策实践：一个无效且危险的“解决方案”

为应对持续膨胀的联邦政府债务，特朗普政府试图推行一套以“对内减税、对外加征关税、削减支出”为核心的政策组合。其核心逻辑是：通过对内大规模减税来激发经济活力、扩大税基；通过对外加征高额关税来增加财政收入并保护国内产业；同时削减非核心领域的政府开支，最终达到改善财政状况、控制债务增长的目标。然而，这套看似自洽的政策组合在实践中不仅未能解决问题，反而加剧了内在矛盾，凸显了政治逻辑对经济理性的压制。

首先，特朗普政府的减税规模显著大于支出削减规模，将进一步扩大财政赤字。2025 年 7 月 4 日，特朗普签署《大而美法案》（*One Big Beautiful Bill Act*），主要内容包括永久化原本将于 2025 年到期的《减税与就业法案》（*Tax Cuts and Jobs Act*）、新增部分税收优惠政策、削减清洁能源和医疗补助、提高债务上限等。

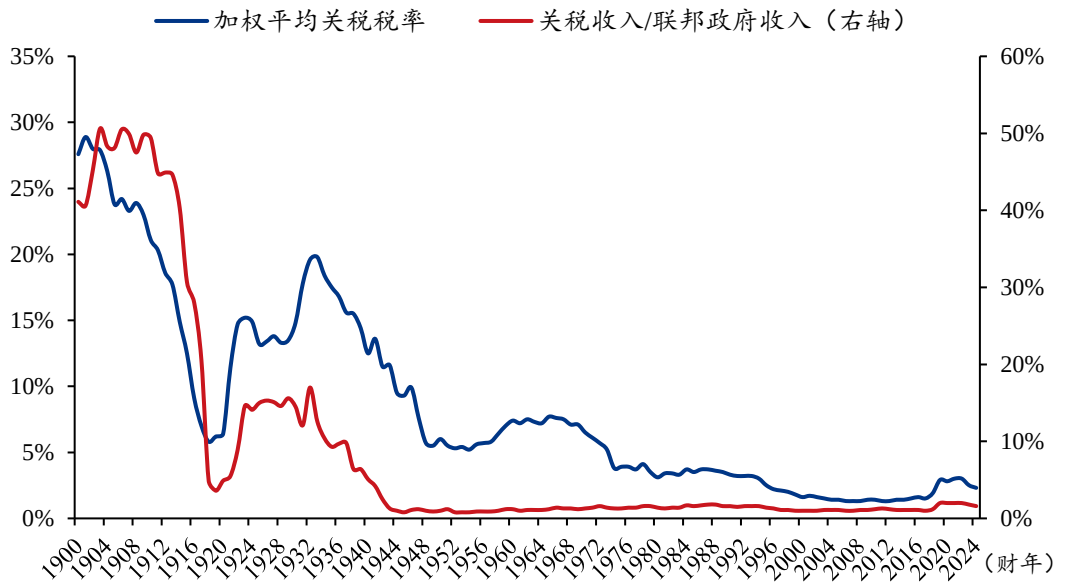
然而，这并不是一份审慎的财政规划，而是一次典型的、服务于选举周期的“寅吃卯粮”的政治操作，其首要目标是兑现对选民的承诺，而非维护国家长期的财政稳健。《大而美法案》将引发大规模财政赤字，主要由于减税政策导致的未来财政收入显著下降。据美国无党派非营利组织负责任联邦预算委员会（CRFB）测算，未来十年，《大而美法案》将使美国联邦政府财政赤字增加 3.4 万亿美元，其中，财政收入减少 5.1 万亿美元，财政支出减少 1.7 万亿美元。如果考虑未来十年额外增加的 7130 亿美元利息支出，

下载日志已记录，仅供内部参考

则财政赤字规模将累计增加 4.1 万亿美元。

其次，试图通过对外加征高额关税来弥补减税造成的巨大财政缺口，更像是一种基于错误经济学认知和政治宣传需要的财政幻觉。美国联邦政府的财政收入主要来自个人所得税、社会保险税和企业所得税，而关税收入在联邦财政收入中的占比较低。2024 财年，美国关税收入为 770.4 亿美元，占全部联邦财政收入的比重仅为 1.6%。即便按照最乐观的估计，对全球加征关税不会对美国经济和全球贸易产生负面影响，该政策带来的财政收入增加仍十分有限。

图表4：1900－2024 财年美国加权平均关税税率及关税收入占联邦政府收入比重



资料来源：耶鲁大学预算实验室、美国人口普查局、美国财政部、粤开证券研究院

诚然，根据“最优关税”理论，美国作为具有市场影响力的大国，在贸易伙伴不采取反制措施的前提下，可以通过加征关税改善贸易条件并增加财政收入。然而，这一理论前提在现实中极难成立。一方面，关税本质上属于流转税，最终税负将部分地由美国国内消费者承担，这将导致消费端价格明显上升，从而产生通胀压力并抑制消费；同时原材料进口价格上涨导致企业生产成本增加和利润减少，企业可能被迫启动大规模裁员，这将增加美国经济陷入滞胀的风险。另一方面，美国单边破坏国际贸易秩序、无视他国利益的行为可能遭到其他经济体的反制，冲击美国出口贸易，从而对美国经济产生不利影响。2018 年中美贸易摩擦时期，中国对美反制，对美国农产品加征关税，导致当年美国向中国出口大豆规模较上年锐减 82.6%，美国大豆总出口量较上年减少 40%。

2026 年以来，特朗普关税政策还暴露出明显的法律和政策不确定性。2 月 20 日，美国最高法院裁定《国际紧急经济权力法》（IEEPA）并未授权总统征收关税，否定了此前依据该法实施“对等关税”等措施的法律基础。特朗普政府随后虽终止相关关税，但并未改变高关税政策方向，而是转而依据《1974 年贸易法》第 122 条和第 301 条等继续加征关税，2026 年 7 月又依据第 301 条对 60 个经济体采取新的关税措施。这种在不同法律授权之间不断转换的做法，进一步暴露了关税政策的短期性和不稳定性，也削弱了其作为长期财政收入来源的可靠性。

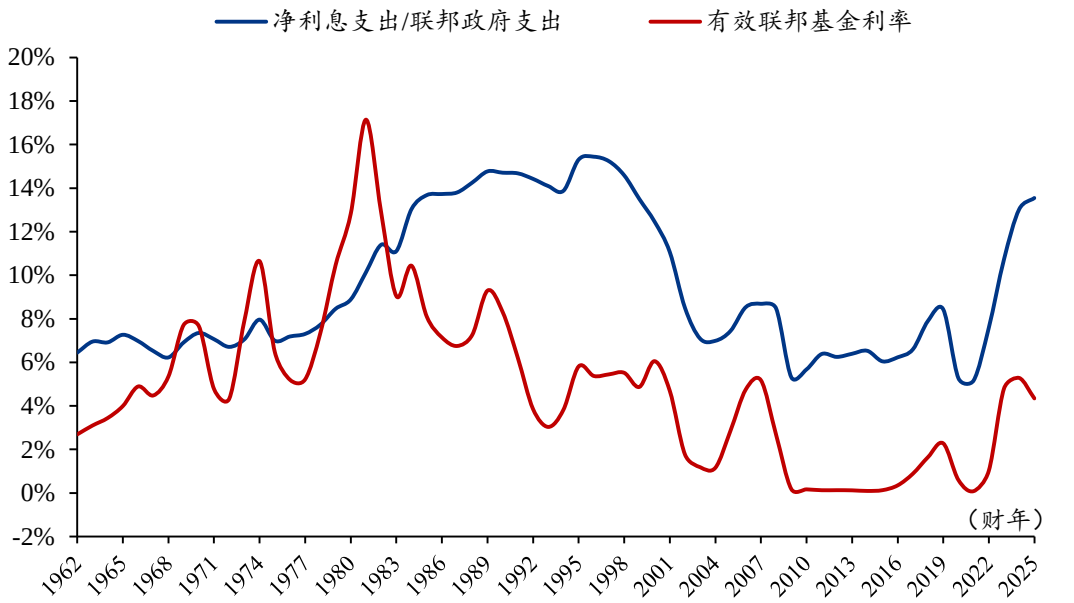
下载日志已记录，仅供内部参考

（二）“财政主导”风险的显现：货币政策独立性遭受损害

随着联邦政府债务规模的持续膨胀和利息支出的日益沉重，美国财政与货币政策之间的长期内在矛盾愈发尖锐。巨额的存量债务和滚动的再融资需求，使得财政当局具有持续且强烈的动机，去寻求一个更为宽松的货币环境以压低融资成本。

这正是经济学中“财政主导”风险的核心内涵。**“财政主导”描述的是这样一种危险状态：一国的货币政策当局（中央银行）因需要迁就政府的财政融资需求，而被迫偏离其维持物价稳定和促进充分就业的法定核心目标。**具体而言，当政府债务过高，以至于任何旨在抑制通胀的加息行为都会因显著推高政府利息负担、从而可能引发财政危机或主权债务违约时，中央银行可能会被迫将利率维持在低于控制通胀所需水平的低位，甚至直接下场购买政府债券（即债务货币化），以帮助政府融资。

图表5：美国联邦政府净利息支出占总支出比重与有效联邦基金利率



资料来源：CBO、美联储、粤开证券研究院

此前关于美国出现“财政主导”的讨论，更多停留在学术界的理论预警层面，但近年来这一风险已开始显现出走向现实的迹象。2025 年 1 月再度上任以来，特朗普频繁公开抨击时任美联储主席鲍威尔，称其“反应迟缓”“决策失误”，甚至威胁将其解雇，试图通过政治施压推动美联储降息、降低政府付息压力。2026 年 5 月，凯文·沃什接替鲍威尔出任美联储主席。沃什与特朗普长期保持较为密切的政治和社会联系，并在获提名前后多次表达对更低利率的支持；上任后，沃什仍与特朗普保持直接沟通，进一步加剧了外界对美联储货币政策受到行政当局影响的担忧。从公开施压鲍威尔，到任命与自身关系密切、政策立场更为契合的沃什，特朗普对美联储的影响已由针对具体利率决策的政治施压，进一步延伸至中央银行的人事安排和政策取向层面。这种将货币政策决策个人化、政治化的做法，是对美联储独立性的直接挑战，也使“财政主导”由抽象的理论风险加速演变为具体的现实威胁。

这种源于巨大财政压力的政治干预，对作为整个现代金融体系基石的美联储独立性构成了长期且根本性的威胁。美联储的独立性，是自 1951 年《财政部—美联储协议》签订以来，美国宏观经济政策框架的重要支柱。正是这种独立性，保证了货币政策能够以控制通胀为首要目标，从而赢得了市场和公众的信任。一旦市场参与者开始形成一种预

下载日志已记录，仅供内部参考

期，即美联储未来将不得不屈从于白宫或国会的财政需求，其后果将产生深远的破坏性。

首先，它将严重侵蚀货币政策的信誉，导致长期通胀预期的“脱锚”。现代中央银行学的核心，就是管理公众的通胀预期。如果公众相信中央银行会坚定地捍卫物价稳定，那么短期物价波动就不会轻易转化为长期的通胀螺旋。反之，如果公众预期政府会通过印钞来解决赤字问题，他们就会提前要求更高的工资和商品价格，从而使通胀成为自我实现的预言。一旦通胀预期“脱锚”，美联储未来若想重建信誉，就可能被迫采取比原本所需更为激进、对经济实体造成更大伤害的紧缩政策，重演 20 世纪 80 年代初时任美联储主席沃尔克为遏制失控的通胀而引发深度衰退的“沃尔克时刻”。

其次，它将直接引发对美债“债务货币化”的深切担忧，从根本上动摇美债作为全球“无风险资产”的信用基础。全球投资者之所以愿意以相对较低的收益率持有数万亿美元的美国国债，其根本前提是相信美国政府会通过未来的税收来偿还债务，而不是通过开动印钞机。如果美联储的独立性受到侵蚀，被迫成为美国政府的“提款机”，那么美国国债的性质就将发生根本性改变，从一种基于国家税收能力的信用工具，蜕变为一种与货币直接挂钩的纸面凭证。这种对“债务货币化”的担忧会直接转化为通胀预期和对美元信用的不信任，导致全球投资者要求更高的风险溢价（即更高的利率）来补偿这种新增的政治风险和通胀风险，从而形成一个“更高债务→更高政治干预压力→通胀预期失控与美元贬值→更高利率→更高利息负担→更高债务”的恶性循环。

最后，也是最根本的一点，美联储的独立性，与美国稳健的法治环境、对私有产权的强力保护，共同构成了全球投资者信任美元和美债的制度基石。这种制度信任，是美元“嚣张的特权”的真正来源。若“财政主导”的风险最终成为现实，它标志着美国政治体系的核心制度正在被侵蚀，这将严重打击美元的国际信誉，加速全球“去美元化”进程。

（三）美元信用的“新特里芬难题”：根基动摇与全球“去美元化”加速

支撑美国联邦政府长期大规模债务融资的基础是美元的国际霸权地位。美元的国际霸权地位与美国经济的内外失衡之间形成了一种紧密的共生关系。美国是全球第一大商品贸易逆差国，美元通过商品贸易逆差持续流向全球，而获得美元的贸易顺差国（地区）为寻求安全且具备深度的资产进行保值增值，大量购入以美债为代表的美元资产，外流的美元因此通过金融和资本账户回流到美国。通过这一“美元循环”，一方面美国政府得以长期以相对较低的成本发行国债为财政赤字融资；另一方面，美债等美元资产满足了全球对安全资产的需求，维持美元的国际霸权地位，不断巩固美元资产的避险属性。

然而，美国国内财政纪律的丧失和不断膨胀的公共债务，正在侵蚀这一霸权地位的根基，并催生出一个关乎国家治理信用的“新特里芬难题”。传统“特里芬难题”描述的是布雷顿森林体系下美元所面临的内在矛盾：作为国际储备货币，美元必须由美国通过持续的国际收支逆差来向全球提供流动性；但这种持续的逆差又会不断削弱公众对于美元与黄金之间固定兑换比率的信心，最终导致体系崩溃。而在当前背景下，美国面临一个“新特里芬难题”：作为全球金融体系中最主要的安全资产，美债的供给需要不断扩大，以满足全球日益增长的储蓄和投资需求；然而，驱动美债供给无限扩张的根本原因，却是美国国内政治失能所导致的财政纪律松弛，其正系统性地、从内部侵蚀美债之所以“安全”的根基——美国政府的偿付意愿和能力，以及其赖以存在的政治经济制度的稳定性和可预测性。长期大规模发行国债导致美国联邦政府债务膨胀，联邦政府偿债能力遭到质疑，美国主权信用评级下调，美元信用不断受到侵蚀，美元资产的吸引力不断下降。这会不断削弱美元的国际货币霸权地位，使得美国政府依赖国际资本进行低成

下载日志已记录，仅供内部参考

本融资的模式难以为继。

在过去很长一段时间里，全球投资者对美债的信心，主要基于对美国强大经济实力、科技创新能力和军事力量的信仰。然而，随着时间推移，这种信心越来越多地与对美国治理能力的评估挂钩。当债务上限的谈判不再是两党之间严肃的财政协商，而沦为一场场比拼政治胆量的“胆小鬼博弈”，甚至数次将美国政府推向技术性违约的悬崖边缘；当一个国家的贸易政策可以因为总统的更迭而发生剧烈摇摆，从拥抱自由贸易转向全面的保护主义；当中央银行的独立性受到来自美国总统的公然挑战和威胁；当国内政治的极化导致社会撕裂、政策瘫痪成为常态，都在不断削弱全球投资者对于美国制度稳定性和政策连续性的信心。

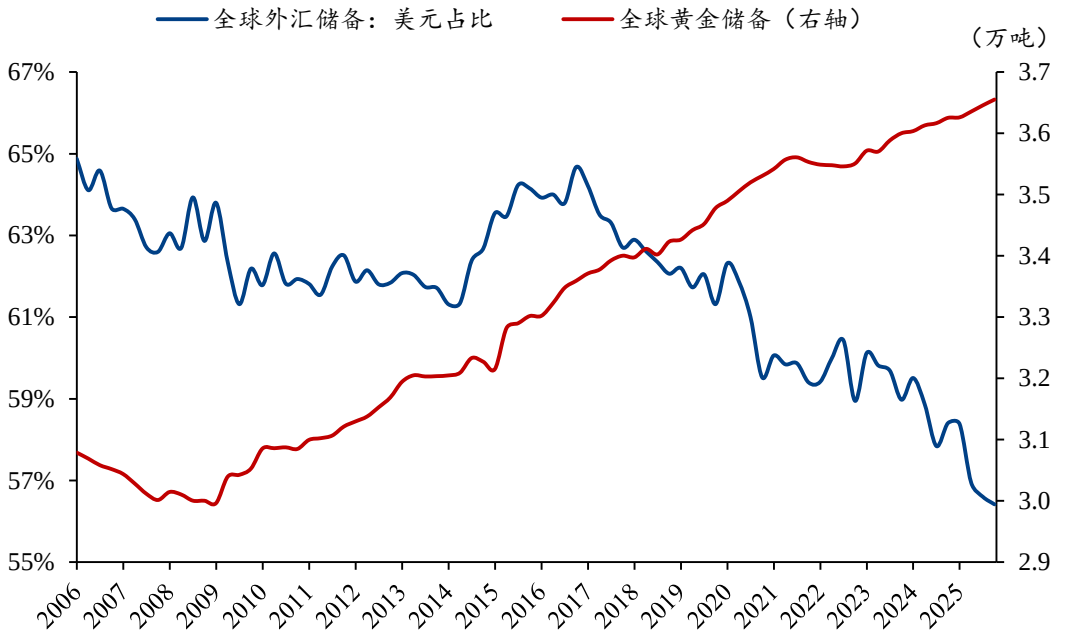
美债规模的无序扩张正演变为一种全球性的财富掠夺机制。美国凭借美元作为全球储备货币的特殊地位，能够以极低的成本发行债务换取各国的实物商品与服务，从而拥有了向全球征收“铸币税”的特权。此外，当债务规模超出其经济增长的承载能力时，美国政府往往倾向于通过货币贬值或通胀手段来稀释实际债务负担，实际上是对全球债权人（尤其是持有大量美债的新兴市场国家）财富的隐性剥夺。若美联储配合财政部进行债务货币化，全球美元持有者手中的资产购买力也将被动缩水。上述机制使美国能够长期维持“双赤字”（财政赤字与贸易赤字），将自身的过度消费和财政挥霍成本外部化，由全球共同分担。这不仅违背了国际金融体系的公平原则，更让美债从原本的“全球安全资产”逐渐异化为稀释全球财富的工具，迫使各国中央银行重新评估持有美债的长期风险收益比。

特别是乌克兰危机爆发后，美国及其盟友采取了前所未有的金融制裁措施，冻结了俄罗斯中央银行数千亿美元的外汇储备。这一将美元和由其主导的全球金融基础设施（如全球银行间金融电信协会系统）“武器化”的举动，在国际社会引起了巨大的震动。它向所有持有大量美元资产的国家，尤其是与美国存在地缘政治分歧的国家，发出了一个值得警惕的信号：持有美元资产，不仅仅是一种经济行为，更是一种地缘政治站队，其安全性并非绝对，而是有条件的。这种对非经济风险的深刻担忧，极大地强化了全球主权投资者（尤其是各国中央银行）分散其外汇储备、减少对美元过度依赖的动机。这种由美国自身行为引发的信任危机，正在为全球范围内的“去美元化”趋势提供最强大的内生驱动力。

近年来，全球已出现了明显的“去美元化”趋势。其一，美元在全球中央银行外汇储备中的占比呈长期缩减趋势，替代资产（例如黄金）的储备量增加。根据国际货币基金组织（IMF）数据，美元在全球外汇储备中的占比从 2015 年一季度的 63.6%逐步降至 2025 年四季度的 56.4%，十余年间下降了 7.1 个百分点，而人民币、英镑、日元等外汇储备占比呈长期上升趋势。同时，自 2009 年起，全球中央银行储备资产中实物黄金的储备量呈长期增加趋势，由 2009 年一季度的 3 万吨增加至 2025 年四季度的 3.7 万吨，增长了 22%。其二，美国国债的海外和国际投资者持有占比持续减少。海外和国际投资者持有可交易美债的比例从 2012 年三季度的 49%逐渐降至 2026 年一季度的 32.6%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：各国中央银行减持美元外汇储备、增持黄金储备



资料来源：IMF、世界黄金协会、粤开证券研究院

此外，特朗普政府试图通过发动贸易战和加征高额关税来消除美国贸易逆差的政策，如果真的得以实施并取得“成功”，其结果可能会从根本上打破支撑美债巨大需求的全球美元循环体系。长期以来，全球经济形成了一个精妙的闭环：以中国、日本、德国等为代表的出口导向型经济体通过对美贸易顺差积累了大量的美元；为了使这些美元资产保值增值，它们再将这些美元回流投资于被认为是世界上最安全、流动性最好的美国国债市场。这个“贸易逆差—资本顺差”的闭环，实质上是让全世界的储蓄者为美国的财政赤字提供了长期、稳定且低成本的融资。一旦特朗普的关税政策真的如其所愿，大幅削减了美国的进口，导致其贸易逆差显著收窄甚至消失，那么全球市场通过贸易渠道积累美元的能力和规模也将随之急剧萎缩。外国中央银行和投资者手中没有了新增的美元，自然也就失去了购买更多美国国债的需求和能力。

这种自相矛盾的政策组合，即一来在财政上无节制地扩张债务，需要全球资本来购买，二来在贸易上却试图摧毁为这些债务提供融资的关键渠道，是美国顶层经济战略设计陷入混乱和治理失能的又一体现。它所带来的后果将是双重的：一方面，将迫使国际货币体系加速重构，推动各国寻找美元之外的贸易结算和储备替代方案，从而加速“去美元化”的进程；另一方面，也将从根本上动摇美国联邦政府通过发行美债来吸引全球资本这一核心融资模式。当外部需求枯竭，美国将不得不更多地依赖国内储蓄，这几乎必然会导致利率的结构性抬升，进而引发前文所述的债务与利息的恶性循环，最终将美国引向一场难以避免的深度财政与金融危机。

四、结论与政策建议

美国联邦政府债务问题，已从一个技术性的财政收支失衡，演变为一场由国内政治极化驱动、深刻影响全球的系统性治理危机。美国两党政治博弈所导致的财政纪律系统性废弛，是理解这一质变的关键，它将巨大的财政压力传导并异化为对国家核心制度的侵蚀。这一侵蚀过程最终以两种破坏性方式爆发：一是对内迫使货币政策屈从于财政需

下载日志已记录，仅供内部参考

求，动摇了中央银行的独立性根基；二是对外通过破坏政策的连续性与可预测性，侵蚀了全球投资者对美债可持续性与制度稳定性的根本信任。以特朗普政府为代表的政策实践并非孤立的政策失误，而是这一深层制度恶化的集中体现与必然结果。

美国联邦政府债务已陷入一个危险的自我强化螺旋，不仅考验着美国的国家治理能力，也对全球构成了不容忽视的风险敞口。**对于美国而言，**其根本出路并非依赖短期的政治操弄或无效的贸易保护主义，而在于进行深刻的、需要跨党派共识的财政改革。这需要审慎渐进地改革社会保障与医疗保险等强制性支出项目，构建收支平衡的负责任税收体系，并坚决维护货币政策的独立性以捍卫美元的长期信用。然而，鉴于美国国内政治极化日益严重，推动此类改革面临巨大的现实阻力，短期内实现的可能性微乎其微。

在此背景下，全球其他经济体有必要立足底线思维，主动管理风险。**从全球层面看，**各方应共同致力于推动国际货币体系向更加多元化的方向发展，减少对单一主权货币的过度依赖，并加强宏观政策协调以防范系统性风险的蔓延。

对于中国而言，应对策略绝非简单的调整美债持有量，而应将美债风险从纯粹的市场风险，重新定义为包含巨大政治和治理风险的复合风险敞口。因此，需要采取一套主动且稳健的应对策略：首先，在保障资产安全与流动性的前提下，战略性、渐进式地优化外汇储备结构，增加黄金等非美元资产配置，对冲美国国内政治不确定性；其次，通过持续深化金融领域改革开放，将人民币资产打造为全球认可的替代性安全资产，既能服务于中国自身经济发展，也能为稳定国际货币体系做出贡献；最后，充分认识到金融“武器化”和美国国内政治极化的潜在风险，从国家金融安全的战略高度，建立完备的风险预案，以应对可能的极端情景——交易冻结、市场剧烈动荡等，保障国家经济金融安全。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任副总裁，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
晁云霞，经济学博士，CFA，2023 年 9 月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300525090001。
马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。投资者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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com