“弗格森极限”视角下的美国债务之忧

2026 年 09 月 30 日

核心观点

- 美国政府债务的可持续性问题持续引发关注，美债收益率屡创新高。以美债为代表的各类美元资产的信用基础主要来自两个方面：一是美国军事实力支撑的全球战略影响力，二是美国经济的长期增长潜力。而军事能力和经济增长能力在很大程度上又依赖政府的财政能力。因此，政府债务持续扩张不仅关系到债务本身能否持续，也可能通过改变财政资源配置，影响政府维护和提升国家能力的空间。从这一视角看，2025 年，历史学家尼尔·弗格森（Niall Ferguson）提出的**“弗格森极限”（Ferguson limit）**提供了一个值得借鉴的分析视角：**对于全球性大国而言，当其政府债务付息支出超过国防支出时，可能就是其走向衰落的开端**。如：16 世纪晚期的哈布斯堡西班牙、18 世纪后期的波旁法国、19 世纪 70 年代的奥斯曼帝国以及一战后的英国。

- **“弗格森极限”的核心在于观察大国财政资源如何在“履行既有制度承诺”和“维持国家能力”之间进行配置**。不过，弗格森所讨论的案例和现代国家存在较大差异：在前现代化时代，国家能力主要体现为军事能力（维护国际地位、获得财政资源），“制度承诺”也主要体现为债务付息（必须履行的支付义务）。随着现代国家公共职能不断扩展，这一资源配置关系也从债务付息与军事支出，进一步延伸至社会保障、基础设施、科技创新、教育培训等更广泛的财政支出领域。基于“弗格森极限”的视角，本文进一步分析美国政府债务扩张的历史过程及其形成原因，**并从“制度承诺”和“国家能力”两个维度考察美国财政支出结构的变化，进而分析维持美国军事和经济发展能力的财政空间是否正在被挤压**。我们有以下初步思考结论：

- **第一，社会保障等制度承诺类支出持续扩大，美国财政资源越来越多地被收束在这类刚性支出中；未来，这一态势或继续强化，美国债务扩张的惯性较难扭转**。美国社会保障以及债务付息等制度承诺类支出持续提高，社会保障支出占联邦支出比例已超过 60%。在财政资源有限的情况下，制度承诺类支出的持续增加，会压缩政府用于国家能力建设的财政资源。未来，由于美国国内政策取向仍偏向减税、制造业回流难见成效，上述态势可能继续强化。

- **第二，美国军事能力的全球存在感可能趋势性减弱，这背后有较强的财政动因，这会进一步侵蚀美债与美元的信用基础**。2025 年底发布的美国国家安全战略聚焦 “西半球优先”，这可以理解为一种成本约束下的战略收敛：把有限资源集中于本土与近邻等核心利益，缩减远距离、高成本的前沿存在，并通过盟友分担把一部分安全成本转移出去。进一步看，美国长期提供的海外军事部署、海上航道安全和联盟体系等全球公共品，也是美元和美债国际信用的重要支撑。如果美国全球安全承诺持续调整，会对美元资产的长期信用基础产生持续影响。

- **第三，美国用于维持经济增长能力的财政资源也被压缩。相关缺口或许可以由私人部门弥补，后续仍需关注人工智能相关的高强度投资对美国长期增长的提升作用**。基建、科研和人才培养等领域具有长期性和外溢性，在财政约束增强时容易受到影响。不过，美国创新体系长期依赖市场机制，私人资

分析师

章俊 首席经济学家

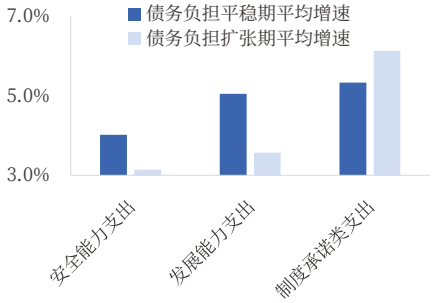
☎：010-8092-8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：盛中明

美国不同时期各类财政支出的年均增速



资料来源：美国白宫管理和预算办公室，中国银河证券研究院

风险提示

1. 数据口径划分导致分析结论有偏差的风险

2. 对美国相关政策理解不到的风险

本在技术研发和产业创新中发挥重要作用。未来，人工智能等新技术能否推动生产率提升、扩大经济规模并增强政府收入增长能力，将成为影响美国长期增长和债务可持续性的重要变量。

- **第四，美国债务扩张、制度承诺类支出不断增长，压缩了用于国家能力建设的财政资源，也为中国提供了两方面启示。一方面，可把握美元及美元资产信用基础变化的机遇，进一步提升人民币国际地位。**美元及美元资产的信用基础可能持续走弱。我国可以抓住机遇，进一步推动人民币国际地位与我国经济规模和国际影响力相匹配。为此，可考虑适度增加国债供给并持续推进金融市场开放，为全球投资者提供更加丰富、稳定的人民币资产。**另一方面，我国在大力提高社会保障水平的同时，也要注重保持制度的可持续性。**社会保障体系可主要聚焦在广覆盖的基础上进一步补齐保障短板（例如提高城乡居民养老金水平）；对于职工养老等领域，则可考虑探索建立更加可持续的待遇动态调整机制，在提高保障水平与保持财政可持续性之间形成动态平衡。

目录
Catalog

一、 美国政府债务扩张的特征事实与三重驱动因素 4
二、 美国政府债务扩张下的“弗格森极限”：国家能力建设所需的财政空间被明显挤压 7
三、 总结与延伸思考 9
四、 风险提示 10

美国政府债务的可持续性问题持续引发关注，美债收益率屡创新高。以美债为代表的各类美元资产的信用基础主要来自两个方面：一是美国军事实力支撑的全球战略影响力，二是美国经济的长期增长潜力。而军事能力和经济增长能力在很大程度上又依赖政府的财政能力。因此，政府债务持续扩张不仅关系到债务本身能否持续，也可能通过改变财政资源配置，影响政府维护和提升国家能力的空间。

从这一视角看，2025 年历史学家尼尔·弗格森（Niall Ferguson）提出的“弗格森极限”（Ferguson limit）提供了一个值得借鉴的分析视角[1]：对于全球性大国而言，当政府债务付息支出超过国防支出时，可能意味着其财政资源配置能力面临较大约束，成为大国衰落的拐点。弗格森发现：16 世纪晚期的哈布斯堡西班牙、18 世纪后期的波旁法国、19 世纪 70 年代的奥斯曼帝国，以及第一次世界大战后的英国，都曾有过债务利息支出超过军事支出的阶段；此后，这些国家均经历了不同程度的国际地位下降过程。“弗格森极限”的核心，在于观察大国财政资源如何在“履行既有制度承诺”和“维持国家能力”之间进行配置。

当前，美国正面临类似的财政约束变化。根据美国白宫管理和预算办公室（OMB）数据，2025 年美国联邦政府净利息支出约 9700 亿美元，占 GDP 比重约 3.2%，超过同期国防支出占 GDP 比重（约 3.0%）。基于“弗格森极限”的观察视角，本文进一步分析美国政府债务扩张的历史过程及其形成原因，并探讨在当代美国的制度体系下，债务持续扩张是否正在挤压维持美国军事实力和经济发展能力的财政空间。

一、美国政府债务扩张的特征事实与三重驱动因素

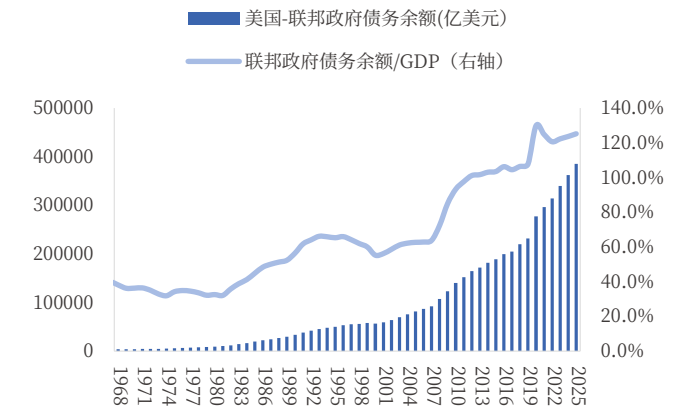
根据美国财政部数据（由美国圣路易斯联邦储备银行数据库收录）：截至 2025 年末，美国联邦政府债务余额达到 38.5 万亿美元（2026 年 8 月突破 40 万亿美元），联邦债务占 GDP 比重达到 125%。从历史视角看，美国政府债务水平并非匀速增长，而是在 2007 年全球金融危机以后进入持续快速扩张阶段；这一时期，债务增速长期超过名义经济增速，使负债率持续上升。近年来高利率环境又进一步放大了债务成本压力。总体来看，**美国政府债务演进呈现出三个方面的特征：**

其一，美国联邦政府的债务负担快速扩张主要体现在 2007 年以后；2007-2025 年这不到 20 年间的债务净增量，是 2007 年之前 40 年累计净增量的 3.3 倍，联邦政府负债率（债务余额/GDP）提高超过 60 个百分点。1966-2007 年的 40 余年间，美国联邦债务余额累计净增加 8.9 万亿美元。相比之下，2007-2025 年，不到 20 年间，债务余额净增加 29.3 万亿美元，是此前 40 余年增量的 3.3 倍。伴随债务快速扩张，联邦政府负债率由 2007 年的 63.8%升至 2025 年的 125.2%，提高了 61.4 个百分点。

其二，2007 年以来美国负债率持续攀升，反映的是名义经济增速跟不上债务扩张速度。从近 60 年的历史看，美国联邦债务增速长期维持在 8%左右，但名义 GDP 增速总体呈下降趋势。**1966—1980 年**，联邦债务年均增速为 7.7%，低于同期名义 GDP 增速 9.4%；这期间，联邦政府负债率整体下降，基本维持在 40%以下。当然，这一时期较高的通胀水平推高了名义 GDP 增速，负债率下降部分反映了通胀对债务规模的稀释作用。**到了 1980-2007 年**，名义 GDP 增速（年均 6.2%）开始趋势性低于债务年均增速（8.9%），推动政府负债率由升至 60%以上。这一时期，美国负债率曾在 1993 年达到 66.1%，随后受益于 20 世纪 90 年代后期财政状况改善和经济较快增长，2000 年回落至 55.2%，但 2001 年以后再次进入上升通道。**2007 年以来，债务增长与经济增长的背离程度进一步扩大。**2007—2025 年，联邦债务年均增速达到 8.3%，而同期名义 GDP 增速仅为 4.3%，二者差距扩大至 4 个百分点，推动负债率提高至 120%以上。

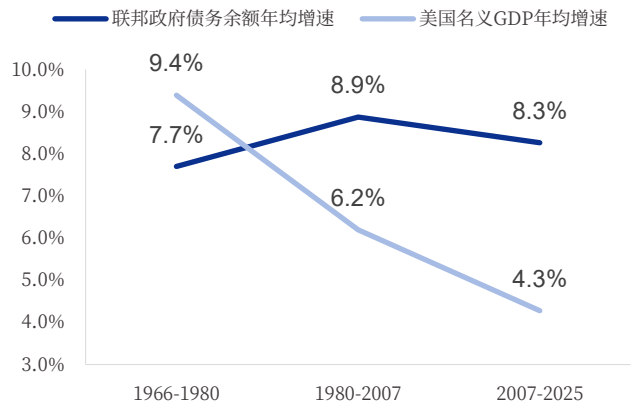
[1] Niall Ferguson, “Ferguson’s Law: Debt Service, Military Spending, and the Fiscal Limits of Power,” Hoover Institution History Working Paper 202502, Hoover Institution, Stanford University, February 21, 2025.

图1：美国联邦政府债务余额及其占 GDP 比重



资料来源：美国圣路易斯联邦储备银行，中国银河证券研究院

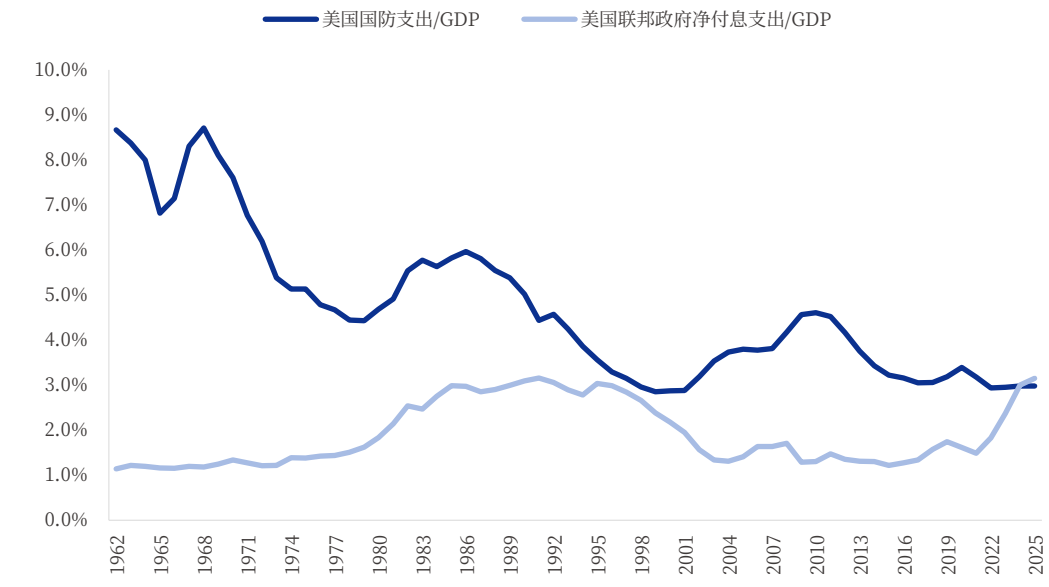
图2：不同时期美国联邦债务余额和名义 GDP 的年均增速



资料来源：美国圣路易斯联邦储备银行，中国银河证券研究院

其三，债务规模扩大本身并不会立即形成财政压力，政府可以通过债务滚续避免本金偿还压力，但债务利息支出会直接影响政府现金流，在高利率环境下影响财政资源配置的空间。尽管 2007 年以来美国政府债务负债率持续快速提高，但在 2022 年以前，债务扩张带来的付息和现金流压力并未同步显现。2008-2021 年，美国长期处于低利率环境，联邦政府负债率由 72.4%升至 124.8%，但净利息支出（国债付息减去联邦持有金融资产所产生的利息收入）占 GDP 比重始终维持在 1.5%左右。然而，随着 2022 年以来通胀上升和货币政策收紧，高债务存量开始通过更高融资成本转化为现实财政压力。美国联邦政府净利息支出占 GDP 比重由 2021 年的 1.5%升至 2025 年的 3.2%，超过国防支出占 GDP 的比重（3.0%）。

图3：美国国防支出和联邦政府净付息支出占 GDP 的比重



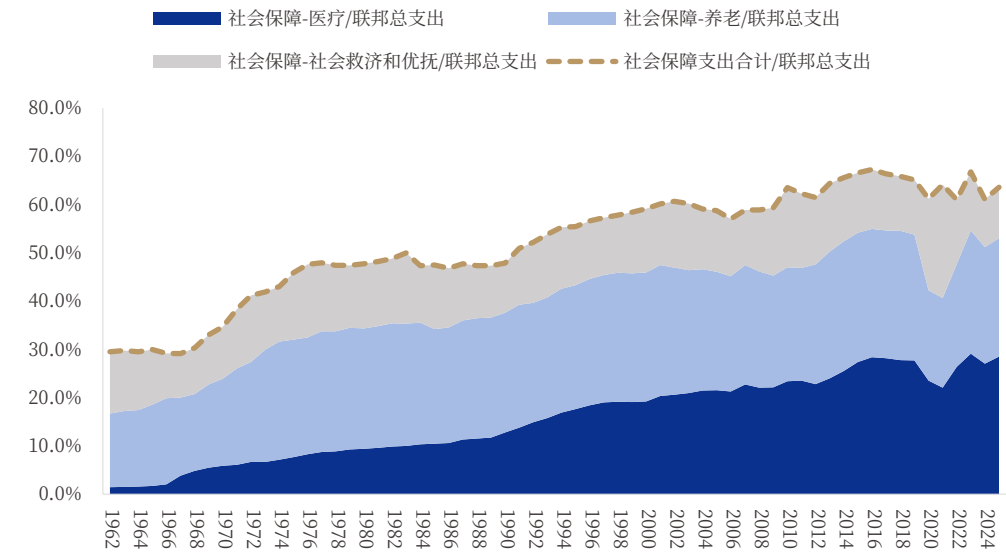
资料来源：美国白宫管理和预算办公室，中国银河证券研究院

进一步看，美国债务持续扩张主要受到三方面因素共同驱动：

第一，社会保障（尤其是医疗保障）支出持续扩大、占总支出比重超过 60%，美国政府支出刚性显著增强。根据美国白宫管理和预算办公室公布的数据，我们汇总计算了美国社会保障支出占联邦政府总支出的比重，该比例由 1962 年的 29.5%整体升至 2025 年的 63.6%。社会保障类支出主要包括医疗保障、养老保障、社会救济和优抚三部分。**其中，医疗保障增长最为突出**，医疗支出占联邦总支出的比重由 1962 年的 1.4%升至 2025 年的 28.5%；养老保障支出占比由 15.2%升至 24.5%；

社会救济和优抚支出占比则整体由 12.8%下降至 10.5%。美国社会保障支出的长期扩张，主要源于制度建设完善、人口结构变化和医疗成本上升。1965 年，美国建立联邦医疗保险（Medicare）和医疗补助（Medicaid），扩大政府对老年人和低收入群体医疗保障责任；1972 年，社会保障待遇大幅提高，并引入与物价挂钩的自动调整机制，进一步增强养老支出的刚性。此后，随着人口老龄化加深以及医疗服务成本持续上升，医疗保障逐渐成为社保支出增长的主要来源。社会保障项目主要依据法律规定的受益资格自动支付，具有较强的支出刚性。这类刚性支出的持续扩张并不必然导致债务增加，但会显著压缩财政支出的调整空间：当经济增长放缓、财政收入下降或面临外部冲击时，由于相关支出难以快速削减，财政缺口更容易通过发行债务弥补，进而推动债务规模持续累积。

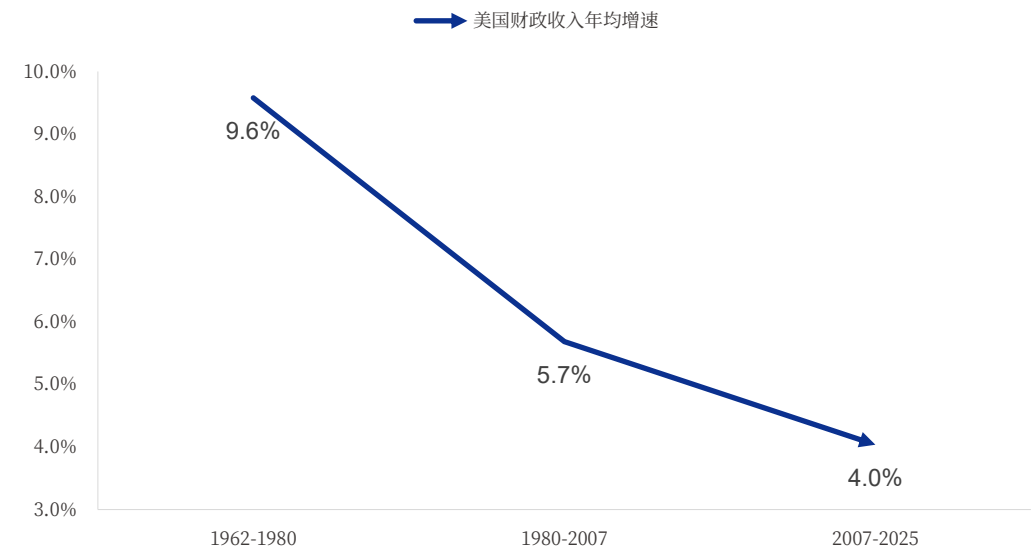
图4：美国社会保障相关支出占联邦总支出的比重



资料来源：美国白宫管理和预算办公室，中国银河证券研究院

第二，经济增长动能减弱、产业空心化削弱政府收入增长能力，在刚性支出要求下，债务成为弥补财政缺口的重要方式。从长期看，美国政府收入增速呈现明显下降趋势。1962—1980 年、1980—2007 年和 2007—2025 年三个阶段，联邦政府收入年均增速分别为 9.6%、5.7%和 4.0%，逐步下降。同期，支出端由于社会保障、医疗保障等刚性项目持续扩张，调整空间相对有限，收入增长放缓同时转化为财政收支缺口扩大。2007 年以来，联邦政府支出年均增长 5.4%，高于收入增速 1.4 个百分点。财政收入增长放缓，既反映了名义经济增长中枢下移，也与产业结构变化有关。美国产业空心化下，稳定的就业岗位和稳定税基减少。同时，多轮减税政策也进一步降低了收入端增长空间。在支出刚性增强而收入增长放缓的背景下，财政缺口难以通过压缩支出或提高收入完全消化，债务融资逐渐成为维持政府运行的重要方式。

图5：不同时期，美国财政收入年均增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

第三，美国国债的全球安全资产地位降低了美国债务扩张的融资约束、强化了美债供给冲动；但也形成了“全球需要美国持续提供安全资产，而债务扩张又可能削弱安全资产信用基础”的“新特里芬难题”。传统特里芬难题描述的是美元作为国际货币面临的内在矛盾：全球经济运行需要美国持续向外提供美元流动性，因此美国需要通过国际收支逆差向全球输出美元，使其他国家获得用于贸易结算、外汇储备和国际投资的美元；但美元输出越多，也意味着美国对外负债不断增加，可能削弱市场对美元信用和稳定性的信心。布雷顿森林体系解体后，这一矛盾并未消失，而是表现形式发生变化。美元不再承担按固定比例兑换黄金的承诺，全球持有美元的方式也逐渐从持有美元现金转向持有美元资产，其中美国国债成为最重要的载体。各国央行通过配置美债管理外汇储备，金融机构通过持有美债满足流动性监管、回购融资和抵押品需求。

庞大的外部需求降低了美国政府的融资约束，使其能够在长期财政赤字下持续发行债务。在社会保障等刚性支出持续扩张、政府收入增长能力下降的背景下，美债市场的特殊地位提高了美国通过债务融资弥补财政缺口的能力，使财政压力能够更多通过新增债务方式延后。但这一模式也存在内在约束，即“新特里芬难题”：美国需要持续扩大美债供给，以满足全球对安全资产的需求；与此同时，债务规模不断扩大又会提高政府付息负担，并影响市场对美债长期信用的判断。当市场要求更高风险补偿时，融资成本上升会进一步推高利息支出。近年来，美国主权信用评级调整、长期国债期限溢价变化以及利息支出快速上升，均反映出市场对这一平衡关系的关注。

二、美国政府债务扩张下的“弗格森极限”：国家能力建设所需的财政空间被明显挤压

前文梳理了美国政府债务扩张的基本特征及其背后的驱动因素。进一步的问题是，债务持续扩张之后，美国财政资源配置结构发生了什么变化？这种变化对美国国际地位和美债等美元资产的信用会有什么影响？对此，我们可以在“弗格森极限”的基础上延展讨论。

“弗格森极限”关注的并不只是政府利息支出与军费支出两个指标本身，而是大国财政资源在“维持既有制度承诺”和“支撑国家能力”之间的配置关系。弗格森所讨论的是哈布斯堡西班牙、波旁法国、奥斯曼帝国以及一战后的英国等案例，这些案例所处的时代与现代存在较大差异。当时现代社会保障制度尚未形成，政府承担的公共职能相对有限，财政支出结构也较为简单。因此，**“弗**

格森极限”中所涉及的“国家能力”和“制度承诺”的具体表现形式与今天并不相同。

在前现代化国家，国家能力首先体现为军事能力。国家能否维持领土安全、参与大国竞争，很大程度上取决于能否持续筹集资源、维持军队。因此，军费不仅是国家维护安全和国际地位的必要支出，也是国家动员财政资源、维持和扩大税收能力的重要支撑。在这一时期，财政资源用于国防，实质上是在维持国家最核心的强制能力和对外竞争能力。因此，军事支出可以被视为前现代国家国家能力建设最重要、也最直接的财政载体。

与之对应，前现代化国家最典型的“制度承诺”支出就是政府债务付息，即已经形成、必须持续履行的财政支付义务。在前现代化国家，社会保障体系尚未建立，养老、医疗、社会救助等大规模制度性支出并不是政府财政的主要负担，而一旦政府通过借债获得财政资源，就必须按照既定契约向债权人支付利息。与军费等可以根据战争形势和国家战略进行调整的支出相比，债务付息具有更强的契约约束，政府难以主动取消或大幅压缩。因此，在前现代国家，债务付息可以被视为最典型的制度性、刚性财政支出。

由此，“弗格森极限”揭示的是一种财政资源配置上的约束：当既有债务负担不断扩大、债务付息支出持续上升，并最终超过用于维持国家军事能力的财政资源时，意味着政府越来越多的财政资源需要用于履行过去形成的债务承诺，而能够用于维持和提升国家能力的资源相对减少。

对于现代国家而言，国家能力建设支出和制度承诺支出的内涵已经明显扩展。国家能力方面，现代国家不仅需要通过国防支出维持安全能力，还需要通过基础设施、科技创新、教育培训等公共投入持续塑造经济发展能力。**制度承诺方面**，则主要体现为政府基于既有法律、制度安排和债务契约承担的持续性支付义务：既包括养老、医疗、社会救助等领域的支出，也包括债务付息支出。

由此来看，在政府债务持续扩张的背景下，财政资源如何在制度承诺与国家能力建设之间配置，是观察“弗格森极限”在现代国家如何体现的一个重要视角。因此，我们结合美国当前的财政支出结构，考察政府债务持续扩张过程中两类政府支出的变化：

一类是国家能力建设类支出，包括安全能力和发展能力两部分：安全能力包括国防和国内司法执法支出；发展能力包括基础设施建设、基础科研和教育培训支出。

另一类是制度承诺类支出，即基于法律规定、既有制度安排形成的持续性刚性支付义务，包括：社会保障支出、社会治理支出以及债务付息支出。其中，社会保障支出包括医疗、养老、社会救济和优抚等项目；社会治理支出是政府行政运转相关支出；债务付息支出则体现政府对债权人的契约性偿付责任。

从较长期的历史视角看，美国财政资源配置逐渐向制度承诺类支出倾斜，而国家能力建设类支出的相对空间有所收缩。国家能力建设类支出占 GDP 比重由 1962 年的 10.7%下降至 2025 年的 5.1%，下降超过一半；制度承诺类支出占 GDP 比重则由 1962 年的 7.8%升至 2025 年的 18.5%。两类支出的相对关系在 1972 年前后发生变化，此后制度承诺类支出占比持续高于能力建设类支出，2020-2022 年期间，两类支出占 GDP 比重均出现阶段性上升，此后回落。但 2025 年，制度承诺类支出占 GDP 比重仍较 2019 年高出 2.5 个百分点，而国家能力建设类支出占 GDP 比重略低于 2019 年。

进一步结合政府债务负担观察，在政府债务负担相对稳定期和快速上升期，不同类型财政支出的增长趋势出现明显分化。考虑到 1990 年以后，美国的社会保障制度趋于稳定，所以我们主要考察 1990 年以后的情况。**将 1990-2025 年划分为两个阶段：第一阶段**为 1990—2007 年，联邦负债率虽有波动，但整体处于相对稳定区间，负债率基本低于 65%；**第二阶段**为 2007-2025 年，联邦负债率由 60%左右快速升至 120%以上。比较两个时期各类支出的年均增速，可见：

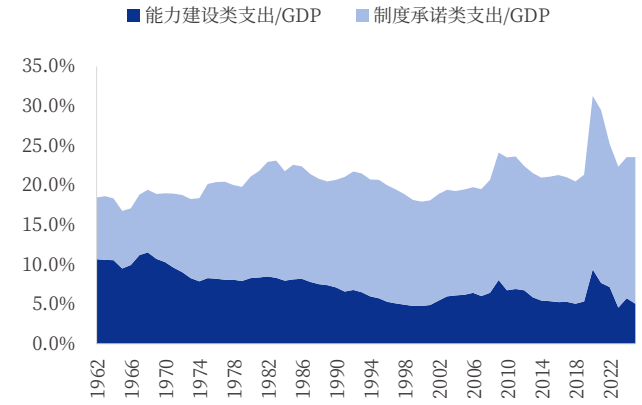
一方面，制度承诺类支出“易涨难降”，在债务扩张时期仍保持较快增长。制度承诺类支出年均增速由债务负担稳定期的 5.3%升至扩张期的 6.1%，同期名义 GDP 年均增速则由约 5.4%下降至 4.3%。在经济增长中枢下降背景下，制度承诺类支出增速仍高于名义经济增速，其占 GDP 比重因

此持续提高。这体现了制度承诺类支出“易涨难降”的特征：一是社会保障支出受人口结构变化、医疗成本上升等因素推动，具有较强的自然增长趋势；二是债务付息支出随着债务存量扩大和融资成本变化而增加，短期内也较难通过财政调整压缩。

另一方面，在债务扩张期，国家能力建设类支出的增长速度明显放缓，财政对国家能力建设的资源配置空间受到较大约束。从债务负担平稳期到扩张期，安全能力支出年均增速由 4.0%下降至 3.1%，发展能力支出由 5.0%下降至 3.6%，均低于同期名义 GDP 增速。这一变化反映出，在债务负担提高和刚性支出持续增加背景下，财政资源需要更多用于满足制度承诺型、刚性的支出需求，用于长期发展和安全能力建设的支出调整空间有所收窄。

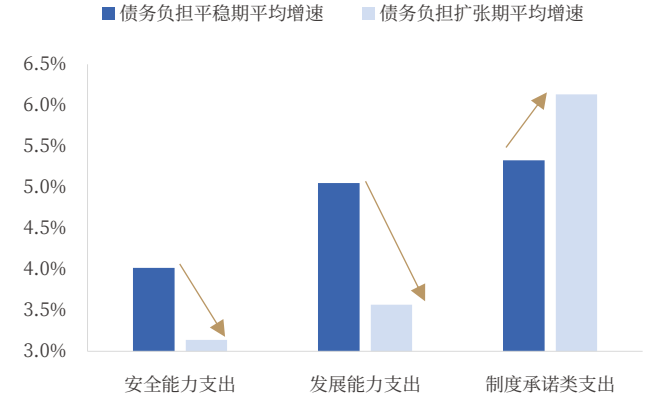
总体而言，上述数据表这与“弗格森极限”所关注的核心问题具有一致性：即当既有制度承诺不断占用财政资源时，政府用于维护和提升国家能力的财政空间可能逐步受到约束。

图6：美国国家能力建设类财政支出占 GDP 的比重趋势性下降



资料来源：美国白宫管理和预算办公室，中国银河证券研究院

图7：不同时期美国不同类别财政支出的年均增速



资料来源：美国白宫管理和预算办公室，中国银河证券研究院

三、总结与延伸思考

第一，社会保障等制度承诺类支出持续扩大，美国财政资源越来越多地被收束在这类刚性支出中；未来，制度承诺类支出对财政资源的占用程度还可能进一步提高，美国债务扩张的惯性也较难扭转。美国社会保障以及债务付息等制度承诺类支出持续提高，其中社会保障支出占联邦支出比例已超过 60%。这类支出具有较强的制度约束和路径依赖，短期内难以通过削减支出进行调整。随着人口老龄化、医疗成本上升以及债务规模扩大，相关支出的自然增长趋势进一步强化。在财政资源有限的情况下，制度承诺类支出的持续增加，会压缩政府在其他领域进行资源配置的空间。未来，上述态势可能继续强化：一方面，美国国内政策取向仍偏向减税，同时削减刚性支出的政治空间有限。另一方面，“制造业回流—税基重建”的路径短期内难见成效。美国制造业空心化经历了数十年的演变，其修复不仅涉及产业投资，还依赖供应链体系、劳动力结构和技术能力的长期调整，短期内难以完成。

第二，美国军事能力的全球存在感可能趋势性减弱，这背后有较强的财政动因，这会进一步侵蚀美债与美元的信用基础。2025 年底发布的美国国家安全战略把西半球置于首要位置：重申执行门罗主义，阻止域外竞争者在本半球部署力量或控制战略性资产，并以“招募与扩展”（Enlist and Expand）的方式拉拢地区伙伴管控移民与毒品流动。与此同时，该战略强调避免过度扩张和注意力分散，并要求盟友分担更多防务责任，意图结束美国“补贴”盟友防务的时代。**结合本文关于财政资源配置变化的分析，美国的“西半球优先”安全战略可以理解为一种成本约束下的战略收敛：**把

有限资源集中于本土与近邻等核心利益，缩减远距离、高成本的前沿存在，并通过盟友分担把一部分安全成本转移出去。相较于在欧洲、中东、亚太多线维持高强度投入，聚焦西半球的移民、毒品和域外势力渗透议题，所需的常备力量和持续性开支更低，也更易与国内政治诉求衔接。由此，美国维护海外安全利益和提供全球安全公共品的能力可能有所收缩。进一步看，美国长期提供的海外军事部署、海上航道安全和联盟体系等全球公共品，也是美元和美债国际信用的重要支撑。如果美国全球安全承诺持续调整，会对美元资产的长期信用基础产生持续影响。

第三，美国用于维持经济增长能力的财政资源也被压缩。相关缺口或许可以由私人部门弥补，但后续仍需关注人工智能相关的高强度投资对美国长期增长的提升作用。前文分析显示，2007 年以来，美国财政支出中培育长期发展能力的支出（基础科研、基础设施和人才培养）增长速度明显放缓。这类支出投资周期长、回报滞后，且收益具有较强的外溢性，难以在短期内转化为财政收入。在刚性支出扩大时，这类支出也较容易被压缩。不过，美国创新体系长期依赖市场机制，企业和私人资本在科技研发、产业创新等领域发挥着重要作用，在一定程度上弥补了政府投入的不足。未来，人工智能等新技术的发展将成为影响美国长期增长和债务可持续性的重要变量。如果 AI 投资能够推动生产率持续提升，扩大经济规模并增强政府税收增长能力，则有助于改善“债务-GDP”的动态关系，为财政可持续提供新的支撑；但如果相关投资主要体现为少数企业资本开支扩张和利润提升，而未能转化为更广泛的生产率提升和收入增长，则其对缓解财政约束的作用可能有限。

第四，美国债务扩张、制度承诺类支出不断增长，压缩了用于国家能力建设的财政资源，这也为中国提供了两方面启示。一方面，可把握美元及美元资产信用基础变化的机遇，进一步提升人民币国际地位。美元及美元资产的信用基础可能持续走弱。我国可以抓住机遇，进一步推动人民币国际地位与我国经济规模和国际影响力相匹配。为此，可考虑适度增加国债供给并持续推进金融市场开放，为全球投资者提供更加丰富、稳定的人民币资产。**另一方面，我国在大力提高社会保障水平的同时，也要注重保持制度的可持续性**。社会保障体系可主要聚焦在广覆盖的基础上进一步补齐保障短板（例如提高城乡居民养老金水平）；对于职工养老等领域，则可考虑探索建立更加可持续的待遇动态调整机制，在提高保障水平与保持财政可持续性之间形成动态平衡。

四、风险提示

数据口径划分导致分析结论有偏差的风险；对美国相关政策理解不到的风险。

图表目录

图 1：美国联邦政府债务余额及其占 GDP 比重 5
图 2：不同时期美国联邦债务余额和名义 GDP 的年均增速 5
图 3：美国国防支出和联邦政府净付息支出占 GDP 的比重 5
图 4：美国社会保障相关支出占联邦总支出的比重 6
图 5：不同时期，美国财政收入年均增速 7
图 6：美国国家能力建设类财政支出占 GDP 的比重趋势性下降 9
图 7：不同时期美国不同类别财政支出的年均增速 9

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊　首席经济学家、研究院院长、新发展研究院院长。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
程　曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林　程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn
李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田　薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
褚　颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn