

【宏观专题】

美国历史上如何化解债务？

❖ 核心结论

1、政府在面对债务问题时，可以利用压低利息成本、刺激经济增长和缩减财政开支（财政盈余）三条政策路径来降低债务率。

2、美国历史上如何化解债务？1947 年-1974 年期间政策三角共同发力；1994-2001 年期间仅有增长红利与财政盈余；2021-2022 年为通胀“闪电战”带来的短期“化债”，政策三角均未发力、债务率下降也是昙花一现。

3、政府债务率如何影响债券价格？要区分短期冲击和长期趋势两个维度：

短期来看，债务率提高通常会带来国债收益率的上行，反之则出现收益率下行。

中长期趋势来看，化债不一定依赖低利率，如果经济增长够快，利率也可以在高位；不过化债期间，期限溢价通常走低。

债务激增也未必源自高利率，通常来自于财政赤字飙升；不过债务率激增时期，国债期限溢价通常会大幅走高。

4、政府债务率如何影响美元指数？化债时期美元指数偏强，但债务率下降并非唯一定价因素；债务激增时期如果美国经济相对强、息差相对高，债务问题对美元的负面影响会被弱化。

❖ 1、政府降低债务率的“政策三角”

政府债务率变动可以用公式表达： $\Delta d_t \approx d_{t-1} \times (r - g) - pb_t$ ，即：降低债务率 d_t 主要取决于三个关键变量：实际利率 r 、实际经济增长率 g 以及基本财政盈余 pb ，这三个变量构成了政府化债的“政策三角”，对应三条政策路径：

第一，维持实际低利率/负利率。通过行政手段压低名义利率，或短期高通胀，实现实际低利率，进而达到 $r - g < 0$ 的目标。

第二，经济增长红利。通过实际经济增速快于实际利率的渠道，实现 $r - g < 0$ ，这一路径是化解债务最理想的“帕累托改进”路径。

第三，财政盈余。即 $pb_t > d_{t-1} \times (r - g)$ 。这一路径通过财政紧缩来实现基本财政盈余，依靠真实的还钱来减少政府债务余额。

❖ 2、美国历史上如何化解债务？

美国自 1929 年以来经历过 3 轮显著的政府债务率下降时期。我们基于政府债务率变动公式，将这 3 轮债务率下降拆分成三个影响因子，分别为：利息增长因子 $d_{t-1} \times$ 名义利率，经济稀释因子 $d_{t-1} \times$ 名义经济增长，财政盈余因子 $pb_t =$ 联邦盈余/GDP+利息支出/GDP。

1947 年-1974 年：这一时期的债务率下降，背后是化解债务的“政策三角”同时发力。这一时期政府债务率下降 82.9pp，主要的贡献因子为①经济稀释因子（战后经济增长红利带来债务率下降 101pp），②财政盈余因子（战后财政减支+收入维持高位带来债务率下降 25pp），③利息增长因子带来债务率提升 52pp，但剔除通胀后 $d_{t-1} \times$ 实际利率仅带来债务率提升 0.5pp。

1994-2001 年：这一时期的债务率下降，背后是化解债务的“政策三角”中的增长红利与财政盈余二者发力。这一时期政府债务率下降 16.4pp，其中主要的贡献因子为：①经济稀释因子（互联网革命带来债务率下降 20pp），②财政盈余因子（财政紧缩带来债务率下降 20pp），利息增长因子拖累债务率提升约 21pp（这一时期没有采用行政手段压低利率）。

2021-2022 年：通胀“闪电战”带来的短期“化债”。这一时期政府债务率下降 7pp，其中主要的贡献因子为：①经济稀释因子（疫情导致经济增速低基数，带来债务率下降 20pp），②利息增长因子（拖累债务率提升约 5pp，但考虑通胀高增， $d_{t-1} \times$ 实际利率带来债务率下降 7pp。而由于这一时期并无财政收缩政策，因此财政盈余因子拖累债务率提升 14pp。

❖ 3、政府债务率如何影响资产价格？

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：殷雯卿

电话：010-66500892

邮箱：yinwenqing@hcyjs.com

执业编号：S0360521040002

相关研究报告

《【华创宏观】通胀的六个判断》

2026-04-02

《【华创宏观】全球加息交易启动，信用溢价走阔——全球货币转向跟踪第 12 期》

2026-03-27

《【华创宏观】透视中国宽基指数的“中游制造”成色——战略看多中游制造系列五》

2026-03-26

《【华创宏观】高油价带来“出清”，中国中游份额或“上行”——战略看多中游制造系列四》

2026-03-25

《【华创宏观】今年财政的平衡、倾斜和改革焦点》

2026-03-25

这一部分我们同时分析了债务化解期与债务激增期（定义详见正文），资产价格是否有稳定的规律。

国债市场：要区分短期冲击和长期趋势两个维度：

短期冲击来看，债务率的提高通常会带来国债收益率的上行，反之则出现收益率下行，Gomez Cram et al.(2025)，Plante et al.(2025)，Cotton (2024)等研究通过大量高频数据验证了这一结论。

而从中长期趋势来看，化债不一定依赖低利率、债务激增也未必源自高利率。

（1）成功化债期间，名义利率与实际利率并不一定会稳定在低位，利率水平根本上还是取决于化债期间的宏观经济环境，因为化债的根本在于将 $r-g$ 维持在低位，而并非单纯将 r 维持在低位。不过化债期间，期限溢价通常走低，投资者所需的长期风险补偿普遍下调。（2）债务率激增的时期，由于通常有战争、经济衰退等时间冲击，因此利率中枢通常会人为抑制在偏低水平，债务激增的关键推动力还是财政赤字的大幅走高。但债务率激增的时期，期限溢价通常会大幅走高，即投资者对债务久期风险所需的补偿明显提升。

美元指数：化债时期美元指数偏强，但债务率下降并非唯一定价因素，化债期经济强通常是主因；债务激增时期如果美国经济相对强、息差相对高，债务问题对美元的负面影响也会被弱化。

❖ **风险提示：缺少对化债经验的国际比较**

投资主题

报告亮点

当前美国债务率持续走高，市场对美国债务可持续性的担忧升温。本文梳理了美国历史上面对债务问题时，“化债”的主要路径，同时复盘了在“化债”期与债务激增期，资产价格呈现的特点。

投资逻辑

1、政府在面对债务问题时，可以利用压低利息成本、刺激经济增长和缩减财政开支（财政盈余）三条政策路径来降低债务率。

2、美国历史上如何化解债务？1947年-1974年期间政策三角共同发力；1994-2001年期间仅有增长红利与财政盈余；2021-2022年为通胀“闪电战”带来的短期“化债”，政策三角均未发力、债务率下降也是昙花一现。

3、政府债务率如何影响债券价格？要区分短期冲击和长期趋势两个维度：

短期来看，债务率提高通常会带来国债收益率的上行，反之则出现收益率下行。

中长期趋势来看，化债不一定依赖低利率，如果经济增长够快，利率也可以在高位；不过化债期间，期限溢价通常走低。

债务激增也未必源自高利率，通常来自于财政赤字飙升；不过债务率激增时期，国债期限溢价通常会大幅走高。

4、政府债务率如何影响美元指数？化债时期美元指数偏强，但债务率下降并非唯一定价因素；债务激增时期如果美国经济相对强、息差相对高，债务问题对美元的负面影响会被弱化。

目 录

一、 政府降低债务率的“政策三角”	6
二、 美国历史上如何化解债务？	8
(一) 经济增长红利	10
1、 1947-1974 年：“战后和平红利”	10
2、 1994-2001 年：互联网革命带来的“科技红利”	10
(二) 维持实际低利率	11
1、 1947-1974 年：行政手段叠加高通胀，实际利率处于低位	11
2、 2021-2022 年：通胀“闪电战”	12
(三) 初级财政盈余	12
1、 1947-1974 年：战后增收减支	12
2、 1994-2001 年：严格的财政纪律	13
三、 政府债务率如何影响资产价格？	14
(一) 债务率对国债市场的影响	14
(二) 债务率对美元指数的影响	16

图表目录

图表 1	美国自 1929 年以来经历过 3 轮显著的政府债务率下降时期	8
图表 2	美国政府债务率的增长因子拆分	9
图表 3	美国经济增长的动力来源拆分	11
图表 4	债务率下降时期，全要素生产率贡献较高	11
图表 5	1963 年前联邦政府债务利息率维持在 3% 以下	12
图表 6	1952-1974 年 10Y 国债实际利率均值为 1.8%	12
图表 7	通胀大约“抹去”了 2021-2022 年期间 8% 左右的债务率	12
图表 8	1947-1974 年、1994-2001 年均实现了阶段性的初级财政盈余	13
图表 9	高税率与高税基带来战后财政收入维持高位	14
图表 10	战后削减军事支出带来财政支出大幅下降	14
图表 11	长期来看，化债不一定依赖低利率	15
图表 12	化债通常带来期限溢价走低，债务激增带来期限溢价走高	15
图表 13	债务率对美元指数的影响	16

政府在面对债务问题时，可以利用压低利息成本、刺激经济增长和缩减财政开支（财政盈余）三条政策路径来降低债务率。

一、政府降低债务率的“政策三角”

政府债务负担通常用债务率=政府债务/GDP 来衡量。利用数学公式来理解，可以看到：降低债务率主要取决于三个关键变量：实际利率 r 、实际经济增长率 g 以及基本财政盈余 pb ，这三个变量构成了政府化债的“政策三角”。具体来看：

一个经济体在 t 时期的债务 D_t 等于上一期债务 D_{t-1} 加上利息支出（ R 为名义利率），减去初级财政盈余 PB_t ：

$$D_t = D_{t-1} \times (1 + R) - PB_t$$

$$\text{等式两边同时除以 } t \text{ 期 GDP } (Y_t): \frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1} \times (1+R)}{Y_t} - \frac{PB_t}{Y_t}$$

$$\text{由于 } Y_t = Y_{t-1} \times (1 + G), G \text{ 为名义经济增速, 则: } \frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1} \times (1+R)}{Y_{t-1} \times (1+G)} - \frac{PB_t}{Y_t}$$

$$\text{令: } \frac{PB_t}{Y_t} = pb_t \text{ (初级财政盈余占 GDP 比率), } \frac{D_t}{Y_t} = d_t \text{ (债务/GDP 比率)}$$

$$d_t = d_{t-1} \times \frac{1 + R}{1 + G} - pb_t$$

$$\Delta d_t = d_t - d_{t-1} = d_{t-1} \times \frac{1 + R}{1 + G} - pb_t - d_{t-1}$$

$$\Delta d_t = d_{t-1} \times \frac{R - G}{1 + G} - pb_t$$

当 G 较小时（经济增速通常在 2% 左右）： $\Delta d_t \approx d_{t-1} \times (R - G) - pb_t$

考虑到实际利率 $r = R - \text{通胀率 } \pi$ ，实际经济增速 $g = G - \text{通胀率 } \pi$ （后文使用 GDP 平减指数 $\approx$ 通胀率），因此可得：

$$\Delta d_t \approx d_{t-1} \times (r - g) - pb_t$$

其中： $d_{t-1} \times r$ 代表债务利息支出引起的债务率增长， $d_{t-1} \times g$ 代表经济增长带来的债务稀释效应； $d_{t-1} \times (r - g)$ 衡量利息让债务“膨胀”的速度与经济让债务“稀释”的速度相抵消后的净增长额。

当 $r - g > 0$ ，即使保持财政收支平衡（ $pb_t = 0$ ），债务率也会因利息累积而提升。

当 $r - g < 0$ ，意味着经济增长稀释了债务利息，这时财政收支平衡，甚至小额赤字，也可以带来债务率的自发下降。

由此可以演化出三种化债路径：

1、维持实际低利率/负利率

利用行政手段直接对利率实行显性或隐性上限，例如：（1）美国 Q 条例禁止银行对活期存款支付利息，并对储蓄存款设定利率上限；（2）政府设置的银行贷款利率上限；（3）对国债等债券设置利率上限；（4）将央行政策利率维持在特定水平，此时央行独立性有限

或央行货币政策服务于财政部。

在上述债务率公式中，可以理解为将实际利率设置为： $r < 0$ 或 $r - g < 0$ ，此时即使存在小额财政赤字（ pb_t 略小于 0），只要赤字额度小于 $r - g < 0$ 带来的稀释效应，债务率依然会下降。

利用通货膨胀也可实现实际利率走低，但可持续时间一般较短。通胀对化债的主要影响路径为：第一，由于实际利率 $r = \text{名义利率 } R - \text{通胀率 } \pi$ ，在行政手段带来名义利率被锁定后，如果同步出现高通胀，将带来实际利率转负， $r - g < 0$ 。考虑到如果不利用行政手段压低名义利率，那么市场化利率水平将伴随通胀提升而同步提升，难以起到长期实际低利率的效果，因此从历史经验来看，依赖高通胀化债期间，通常也会处于行政手段压低名义利率的阶段。第二，通胀能够稀释存量债务。由于 $d_t = \frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_t}{P_t \times y_t}$ ，因此当物价水平越高，存量债务将被稀释。第三，如果通胀是完全超预期的“闪电战”，这种情况下，政府可以在较短的时间窗口内不采取行政手段压低利率，也实现债务率的回落（因为旧债务的利息已经锁死）；但由于名义利率很快会伴随通胀走高，因此中长期来看政府最终可能还是需要诉诸于行政手段人为压低利率。

2、经济增长红利

当实际经济增速快于实际利率，即 $g > r \rightarrow r - g < 0$ ，同样只要赤字额度小于 $r - g < 0$ 带来的稀释效应，债务率也会下降。这一路径是化解债务最理想的“帕累托改进”路径，与行政手段带来的 $r - g < 0$ 不同，行政手段是在压低 r ，而经济增长则是在提高 g ，靠“做大蛋糕”来稀释债务。不过需要注意的是：从债务增长公式来看，只有赤字规模 pb_t 小于 $r - g < 0$ 带来的稀释效应，增长红利才能带来债务率的下降；反之债务率仍会走高。

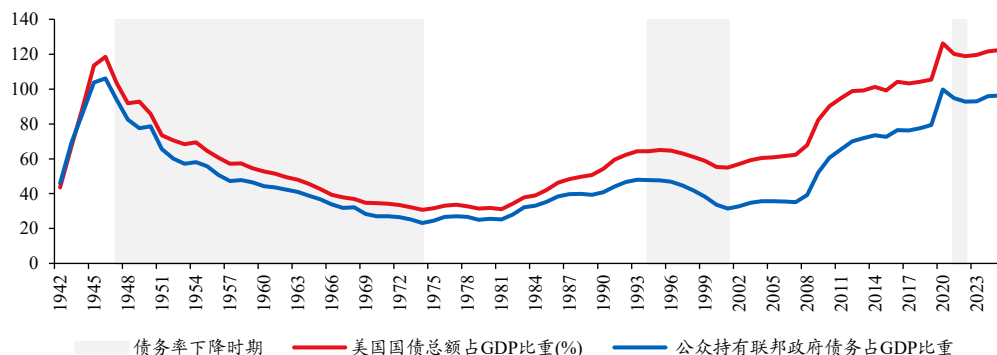
3、财政盈余

即 $pb_t > d_{t-1} \times (r - g)$ 。初级财政盈余=财政收入-（财政支出-债务利息支出），当差额为正，即为初级财政盈余，说明政府靠当年的财政收入，不仅能维持政府运转，还可以偿还债务利息。这一路径本质上是财政紧缩，通过提高税收或压缩公共开支来实现基本财政盈余，真实的还钱来减少政府债务余额。

二、美国历史上如何化解债务？

美国自 1929 年以来经历过 3 轮显著的政府债务率下降时期，分别是 1947 年-1974 年，1994 年-2001 年，2021-2022 年。下面我们分别分析三轮债务化解期的背景。

图表 1 美国自 1929 年以来经历过 3 轮显著的政府债务率下降时期



资料来源：wind, Acalin & Ball(2023)¹, 华创证券

注：Acalin & Ball(2023)的测算值与 OMB 发布的数值，从 2020 年后存在较大差异；考虑到 Acalin & Ball(2023)的测算值仅发布到 2022 年，为尽可能更新至最新值，报告中 2020 年后的公众持有联邦政府债务占 GDP 比重数据采用 OMB 发布值。

我们利用上文对债务率变动的拆分公式 $\Delta d_t \approx d_{t-1} \times (r - g) - pb_t$ ，将债务率变动 Δd_t 进行拆分，从而定量计算每一个债务化解期背后的推动因素。

$$\Delta d_t \approx d_{t-1} \times r - d_{t-1} \times g - pb_t$$

$$\Delta d_t \approx d_{t-1} \times (\text{名义利率} - \text{通胀率}) - d_{t-1} \times (\text{名义经济增长} - \text{GDP 平减指数}) - (\text{联邦盈余} / \text{GDP} + \text{利息支出} / \text{GDP})$$

$$\Delta d_t \approx d_{t-1} \times \text{名义利率} - d_{t-1} \times \text{通胀率} - d_{t-1} \times \text{名义经济增长} + d_{t-1} \times \text{GDP 平减指数} - (\text{联邦盈余} / \text{GDP} + \text{利息支出} / \text{GDP})$$

由于 $\text{通胀率} \approx \text{GDP 平减指数}$ ，因此

$$\Delta d_t \approx d_{t-1} \times \text{名义利率} - d_{t-1} \times \text{名义经济增长} - (\text{联邦盈余} / \text{GDP} + \text{利息支出} / \text{GDP})$$

↓ ↓ ↓
 利息增长因子 经济稀释因子 财政盈余因子

从拆分结果来看：

1947 年-1974 年：这一时期的债务率下降，背后是化解债务的“政策三角”同时发力。这一时期政府债务率 Δd_t 下降 82.9pp，其中主要的贡献因子为：

(1) 经济稀释因子 $-d_{t-1} \times G$ ：战后经济增长红利下，经济稀释因子带来债务率下降 101pp。

(2) 利息增长因子 $d_{t-1} \times R$ ：利息增长因子带来债务率提升 52pp，由于这一时期政府采用行政手段维持低利率，因此利息增长因子主要来自于通胀，剔除通胀后， $d_{t-1} \times \text{实际利}$

¹ Acalin, J., & Ball, L. M. (2023). Did the U.S. really grow out of its World War II debt? (Working Paper No. 31577). National Bureau of Economic Research.

率仅带来债务率提升 0.5pp。

(3) 财政盈余因子 pb_t : 战后财政减支+收入维持高位实现了初级财政盈余, 财政盈余因子带来债务率下降 25pp; 其中, 利息支出/GDP 减少带来债务率下降 35.8pp, 财政赤字 (联邦财政盈余/GDP) 拖累债务率提升 10.5pp。

1994-2001 年: 这一时期的债务率下降, 背后是化解债务的“政策三角”中的增长红利与财政盈余二者发力, 这一时期没有采用行政手段压低利率。这一时期政府债务率 Δd_t 下降 16.4pp, 其中主要的贡献因子为:

(1) 经济稀释因子 $-d_{t-1} \times G$: 互联网革命带来的“科技红利”实现了经济高增, 经济稀释因子带来债务率下降 20pp。

(2) 利息增长因子 $d_{t-1} \times R$: 这一时期没有采用行政手段压低利率, 但通胀率较低, 因此利息增长因子拖累债务率提升约 21pp。

(3) 财政盈余因子 pb_t : 这一时期财政实现了连续 7 年的初级财政盈余, 扣除净利息支出后, 1998-2001 年期间也实现了连续 4 年的联邦财政盈余, 财政盈余因子带来债务率下降 20pp。其中, 利息支出/GDP 贡献了债务率下降 20.8pp, 较低规模的财政赤字 (联邦财政盈余/GDP) 小幅拖累债务率提升 0.9pp。

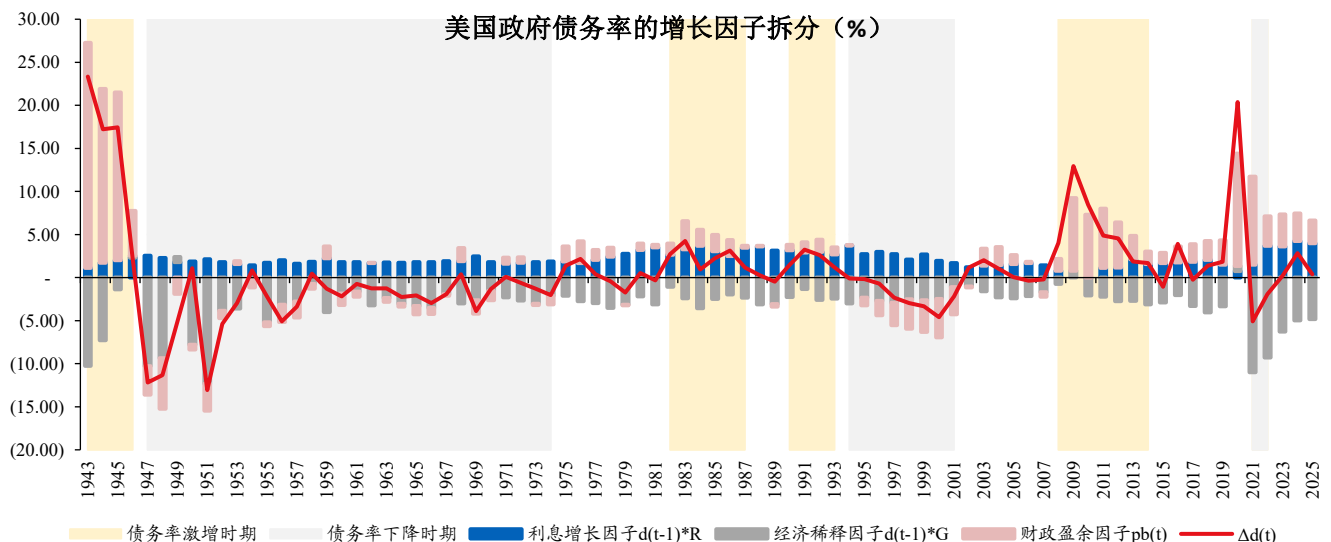
2021-2022 年: 通胀“闪电战”带来的短期“化债”。这一时期政府债务率 Δd_t 下降 7pp, 其中主要的贡献因子为:

(1) 利息增长因子 $d_{t-1} \times R$: 疫情后的通胀“闪电战”带来实际利率短期大幅转负, 利息增长因子拖累债务率提升约 5pp, 但考虑通胀高增, $d_{t-1} \times$ 实际利率带来债务率下降 7pp。

(2) 经济稀释因子 $-d_{t-1} \times G$: 疫情造成的 GDP 低基数形成了 2021 年的经济高增速, 经济稀释因子带来债务率下降 20pp。

(3) 财政盈余因子 pb_t : 由于这一时期并无财政收缩政策, 财政保持大幅赤字, 因此财政盈余因子拖累债务率提升 14pp。其中, 利息支出/GDP 贡献了债务率下降 3.3pp, 财政赤字 (联邦财政盈余/GDP) 拖累债务率提升 17pp。

图表 2 美国政府债务率的增长因子拆分



		$\Delta d(t)$	利息增长因子 $d(t-1)*R$	经济稀释因子 $d(t-1)*G$	财政盈余因子 $pb(t)$
债务率下降 时期	1947-1974 年	-82.9	52.2	-100.8	-25.2
	1994-2001 年	-16.4	20.6	-19.6	-19.9
	2021-2022 年	-7.0	5.2	-20.3	13.7
债务率激增 时期	1943 年-1946 年	60.2	7.2	-18.7	71.0
	1982 年-1987 年	14.4	18.7	-13.8	10.4
	1990 年-1993 年	8.5	11.8	-8.6	4.0
	2008 年-2014 年	38.4	6.8	-12.8	33.5

资料来源: Acalin & Ball(2023), wind, Fred, 华创证券

注: 1、由于债务率数据采用 Acalin & Ball(2023)统计值, 经济稀释因子、利息增长因子、财政盈余因子均采用相应经济数据计算得出, 二者口径不同, 因此存在一定误差; 但二者趋势一致。

2、Acalin & Ball(2023)的测算值与 OMB 发布的数值, 从 2020 年后存在较大差异; 考虑到 Acalin & Ball(2023)的测算值仅发布到 2022 年, 为尽可能更新至最新值, 报告中 2020 年后的公众持有联邦政府债务占 GDP 比重数据采用 OMB 发布值。

(一) 经济增长红利

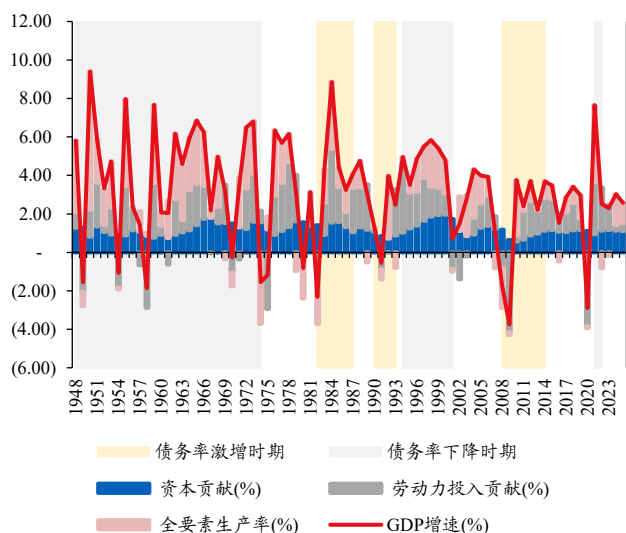
1、1947-1974 年: “战后和平红利”

一则, 二战期间的科技扩散至民用化、企业管理模式进一步成熟 (如福特制流水线等) 带来全要素生产率提升, 旧金山联储的数据显示, 1948-1974 年期间美国经济增长的来源中, 49%来自于全要素生产率 TFP 的贡献; 二则, 战后的基础设施建设、制造业投资、以及马歇尔计划为美国工业发展营造了巨大的海外市场需求, 这些因素所带来的资本深化贡献了经济增长的 31%。

2、1994-2001 年: 互联网革命带来的“科技红利”

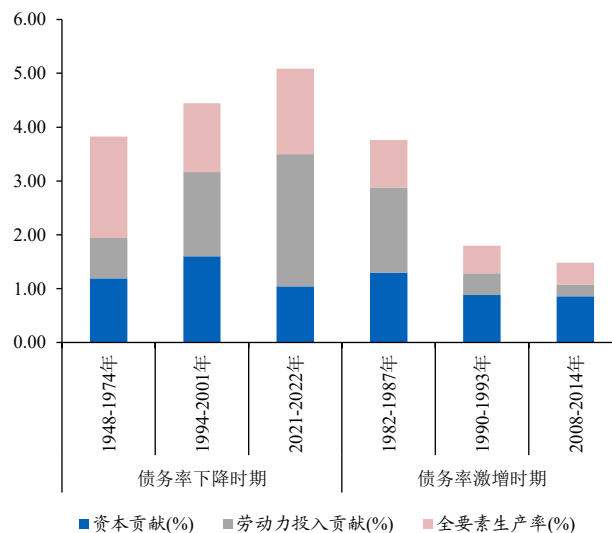
一则, 旧金山联储的数据同样显示, 1994-2001 年期间美国经济增长的来源中, 29%来自于全要素生产率 TFP 的贡献, TFP 的提升则主要来自于信息技术制造部门的生产效率大幅提升, 以及信息技术对其他行业生产效率的外溢效应。二则, 1994-2001 年期间, 美国经济增长中资本贡献占比达到 36%, 主要原因在于信息技术生产成本大幅下降, 促使企业普遍进行了信息技术的相关投资。

图表 3 美国经济增长的动力来源拆分



资料来源：旧金山联储，华创证券

图表 4 债务率下降时期，全要素生产率贡献较高



资料来源：旧金山联储，华创证券

(二) 维持实际低利率

1、1947-1974 年：行政手段叠加高通胀，实际利率处于低位

1946 年-1974 年期间，美国政府对名义利率的行政干预体现在：①政府主动维持较低的名义利率；②战后高通胀环境带来低实际利率。③ 政府对金融体系的高度监管保障了资金留在低收益的政府债券市场。具体来看：

二战期间为控制政府债务融资成本，1942 年美联储与美国财政部达成协议，美联储采取将国债收益率固定在低水平的政策，将短期国债收益率上限限制在 0.375%、30 年国债收益率上限限制在 2.5%，同时美联储承诺将无限量购买国债来维持这一上限。这一利率控制政策持续到 1951 年。同时，二战后价格管制解除，导致 1946-1948 年通胀飙升至 8% 至 14%；带来这一时期实际利率降低至 -6% 至 -12%，短期内快速稀释了政府债务率。

1951 年美联储重获独立性，国债利率上限取消，国债名义利率开始随通胀走高而持续提升；不过由于二战期间发行的国债期限通常在 10-30 年，因此低利率政策影响持续时间较长，1967 年前联邦政府债务利率依然维持在 3% 以下。

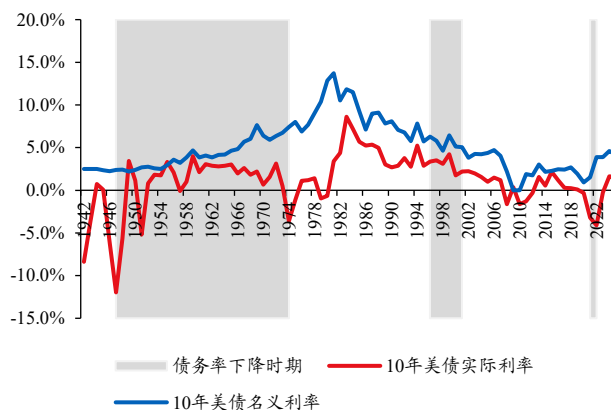
金融监管措施方面，①美国实施 Q 条例禁止银行对活期存款支付利息，保证银行维持低负债成本，从而引导银行将资金投向国债市场；②限制跨境资本流动；③强制要求养老基金、保险公司等机构在其投资组合中必须持有一定比例的政府债券；④从而引导资金留在低收益的政府债券市场。

图表 5 1963 年前联邦政府债务利率维持在 3% 以下



资料来源: Fred, 华创证券

图表 6 1952-1974 年 10Y 国债实际利率均值为 1.8%



资料来源: Fred, Aswath Damodaran (NYU Stern School of Business), 华创证券

2、2021-2022 年：通胀“闪电战”

在第一章我们分析过，当通胀是完全超预期的“闪电战”时，政府可以在短期内不采取行政手段压低利率而实现债务率的回落。2021-2022 年，疫情后供给侧短缺带来通胀超预期提升，正是这一时期政府债务率实现短期回落的关键。

根据测算，通胀大约“抹去”了 2021-2022 年期间 8% 左右的债务率。测算方法为：假设 2021-2022 年美国实际 GDP 增速保持不变，但通胀并未大幅抬升，而是保持了 2017-2019 年均值水平；在该假设下我们重新估算 2021-2022 年的名义 GDP 增速。接着再以 2021-2022 年实际的公众持有联邦政府债务余额重新估算债务率。由此估算可得，2021-2022 年期间的债务率将提升至 101%、105%，说明了这一时期的超预期通胀帮助美国政府在账面上“抹去”了约 8% 的债务率负担，若扣除通胀效应，则美国的债务率负担在后疫情时代仍处于扩张通道。

图表 7 通胀大约“抹去”了 2021-2022 年期间 8% 左右的债务率

	实际GDP增速	GDP平减指数	调整后GDP平减指数 (假设2021-2022年 GDP平减指数保持 2017-2019年均值)	调整后名义GDP 增速	调整后公众持有 联邦政府债务占 GDP比重	调整前公众持有 联邦政府债务占 GDP比重
2019年	2.6%	1.7%	1.7%	4.3%	79.4%	79%
2020年	-2.1%	1.3%	1.3%	-0.8%	99.8%	100%
2021年	6.2%	4.8%	2.0%	8.1%	101.0%	98%
2022年	2.5%	7.3%	2.0%	4.5%	104.7%	97%

资料来源: wind, Acalin & Ball(2023), 华创证券

(三) 初级财政盈余

1、1947-1974 年：战后增收减支

1947年至1974年间，初级财政盈余占GDP比重均值为0.9%，财政盈余可以抵消部分或全部净利息支出，从而降低财政赤字，1947年至1974年间财政赤字率均值仅为0.38%，此后财政赤字率快速提升到3%以上。

1947年-1974年期间为何能实现财政盈余？一则，财政支出方面，战后大幅削减开支，军事支出从战争高峰期大幅回落。1943-1944年美国国防支出占GDP比重超过40%，而这一比例在1947年快速下降至8%左右。不过1950年代朝鲜战争、1960年代越南战争，以及冷战时期的“太空竞赛”等又带来国防支出占GDP比重抬升至10%-15%左右。二则财政收入方面，战后边际税率依然在高位，例如个人所得税的最高边际税率仍维持在90%左右、1965年后降至70%，也处于历史高位；另外战后经济高速增长带来税基较大，二者叠加共同带来战后财政收入维持高位，1947-1974年间财政税收收入/GDP均值高达14%。

2、1994-2001年：严格的财政纪律

1994年至2001年间，初级财政盈余占GDP比重均值2.5%，其中1995-2001年均实现初级财政盈余；扣除利息支出后，1998-2001年也连续4年实现了整体的财政盈余。

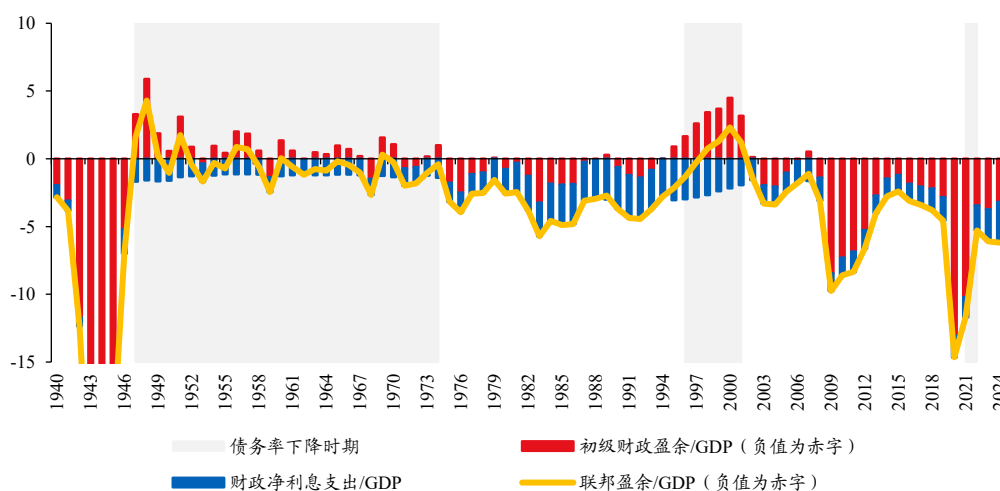
1994年至2001年间为何能实现财政盈余？

一则，财政政策保持节制。克林顿担任美国总统后，推出1993年综合预算调整法、1997年平衡预算法案，政策核心在于增税与减支并举：一方面提高最高个人所得税税率、企业税率等；另一方面“冻结”了自由裁量支出上限、削减联邦政府支出；同时强化了PAYGO(现收现付制)规则，要求财政支出的增加必须通过财政收入的增加实现对冲，不得增加赤字。同时这一时期两党在削减财政赤字以降低长期利率、促进企业投资这一点上达成了政治妥协，政策稳定性较高。

二则，90年代后期资本利得税“爆棚”。互联网革命带来的股市繁荣导致资本利得税收入远超预期。资本利得税/GDP由90年代初的2%左右提升至最高约6%。

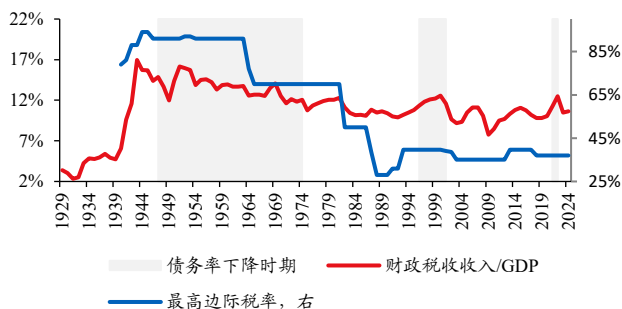
三则，冷战结束后国防支出占GDP比重再度出现一轮下降，由90年代初的接近7%将至2000年最低3.8%，“和平红利”促成了财政支出的下降。

图表 8 1947-1974年、1994-2001年均实现了阶段性的初级财政盈余



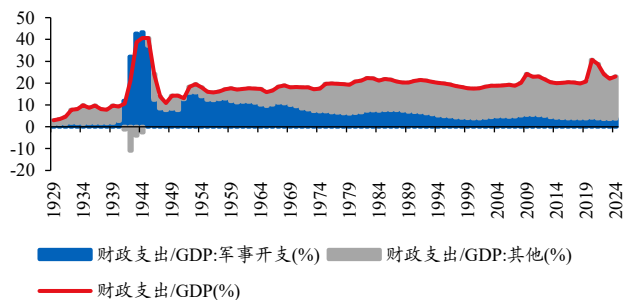
资料来源：Fred，华创证券

图表 9 高税率与高税基带来战后财政收入维持高位



资料来源: Fred, Tax Foundation, 华创证券

图表 10 战后削减军事支出带来财政支出大幅下降



资料来源: Fred, 华创证券

三、政府债务率如何影响资产价格？

理论上来说，政府债务率的下降会通过减少债务供给的渠道带来国债收益率的下降。而通过上文的分析可以看到，美国历史上的三轮“化债”分别采取了不同的政策路径，那么不同的“化债”路径下，资产价格是否有稳定的规律？

另外，考虑到当前美国处于债务率快速提升期，我们也同时复盘一下历史上的债务率快速提升期中的资产价格特点。我们先对债务率快速提升期进行定义。基于上文推导出的债务率增长公式： $\Delta d_t \approx d_{t-1} \times (r - g) - pb_t$ ，我们将 $r - g$ 为正，同时 pb_t 也大幅为正的时期定义为债务率快速提升期。即我们可将 1943 年-1946 年、1982 年-1987 年、1990 年-1993 年、2008 年-2014 年定义为债务率激增时期。

从图表 2 和图表 3 的拆分可以看到，**债务激增期的特点为：**

(1) 财政赤字普遍偏高：4 次债务激增期中，财政盈余因子均带来政府债务率提升；从二级分项来看，利息支出/GDP 在 4 次债务激增期中均起到了降低债务率的效果，或与债务率激增的时期，由于通常有战争、经济衰退等事件冲击，因此利率中枢通常会人为抑制在偏低水平有关。主要是联邦财政赤字/GDP 大幅拖累债务率快速提升。

(2) 利息增长因子未必是推高债务率的核心原因。同样的，由于债务激增期利率中枢通常会人为抑制在偏低水平，因此 1943-1974 年、2008-2014 年两轮债务激增期中，利息增长因子均起到了化解债务率的效果。

(3) 经济稀释因子始终起到了降低债务率的作用，且均是由 $d_{t-1} \times$ 名义经济增长带来的债务率下降。即债务激增期也可能实现较快的经济增长。

(一) 债务率对国债市场的影响

通过对价格的复盘、并结合学术研究，可以看到政府债务率波动对国债市场的影响，要区分短期冲击和长期趋势两个维度：

短期冲击来看，债务率的提高通常会带来国债收益率的上行，反之则出现收益率下行，实证研究也得出了相关结论：

Gomez Cram et al.(2025)²通过对 1997-2022 年期间，CBO 发布财政预算相关新闻（如财政赤字增加/减少）后，10Y 国债的反应进行分析，发现当 CBO 发布一个积极新闻（如预计

² Gomez Cram, R., Kung, H., & Lustig, H. (2025). Can treasury markets add and subtract? (Working Paper No. 33604). National Bureau of Economic Research.

盈余增加或赤字减少)时, 10Y 国债收益率会下降, 反之则走高; 而收益率的这种变化中有 44%是来自于期限溢价的贡献。

Plante et al.(2025)³分析了联邦政府债务率与 5 年期 5 年远期国债利率之间的关系, 研究认为: 债务占 GDP 的比例每增加 1%, 5 年期 5 年远期国债利率会上升约 3bp, 且利率的上升 70%-80%归因于期限溢价的增加。另外, 债券市场对财政路径的预期极其敏感, 即便债务率还没开始实际下降, 只要市场通过感知到未来财政纪律的改善(如 1990 年代的预算协议), 期限溢价就会出现“抢跑式”下行。

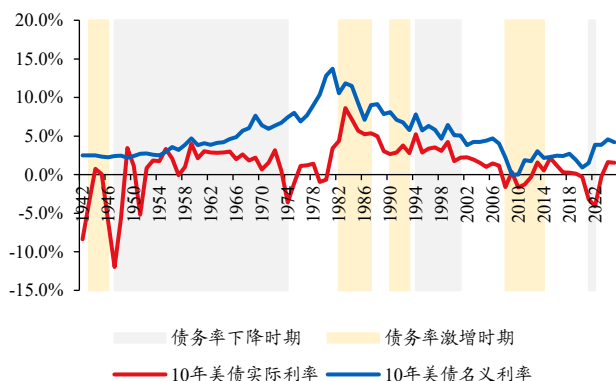
Cotton (2024)⁴分析了“财政意外”与国债利率之间的关系, 所谓“财政意外”, 是指实际发布的财政数据与市场预期之间的差异。研究认为: 赤字占 GDP 比例每增加 1pp, 10 年期名义利率上升约 8.1 个基点; 债务占 GDP 比例每增加 1pp, 10 年期名义利率上升约 4.3 个基点; 且这种上升效应在不同期限的国债(2 年、5 年、30 年)以及公司债券市场中同样存在。

但从中长期趋势来看, 化债不一定依赖低利率、债务激增也未必源自高利率。

成功化债期间, 名义利率与实际利率并不一定会稳定在低位, 利率水平根本上还是取决于化债期间的宏观经济环境。因为化债的根本在于将 $r-g$ 维持在低位, 1947 年-1974 年是通过政府行政手段人为将 r 维持在偏低水平(r 均值为 0.9%), 实现 $r-g$ 维持负值; 而 1994 年-2001 年实际利率并不低(r 均值为 3.3%), 这一阶段是利用高经济增速 g 实现 $r-g$ 处于负值。不过化债期间, 期限溢价通常走低。投资者持有长期国债需承担久期风险, 期限溢价即是对这一久期风险所要求的补偿。化债期间, 财政状况的改善减小了债务久期风险, 投资者所需的长期风险补偿也相应下调。

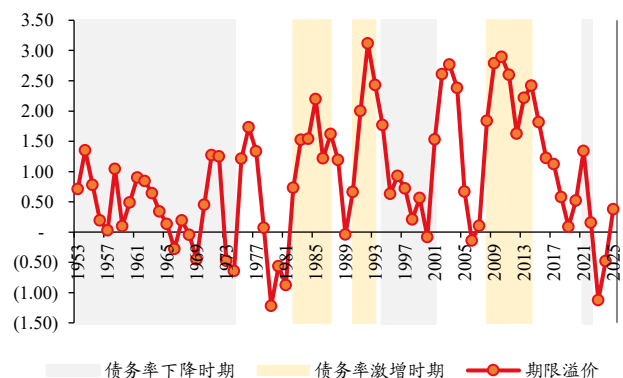
债务率激增的时期, 由于通常有战争、经济衰退等事件冲击, 因此利率中枢通常会人为抑制在偏低水平, 从图表 2 和图表 3 的债务率拆分来看, 债务率激增时期的债务率提升更多来自于财政赤字 pb_t 的增长而非净利息支出 $d_{t-1} \times (r-g)$ 的增长。但债务率激增的时期, 期限溢价通常会大幅走高, 即投资者对债务久期风险所需的补偿明显提升。

图表 11 长期来看, 化债不一定依赖低利率



资料来源: Fred, Aswath Damodaran (NYU Stern School of Business), 华创证券

图表 12 化债通常带来期限溢价走低, 债务激增带来期限溢价走高



资料来源: wind, 华创证券

注: 期限溢价=10Y 美国国债利率-1Y 美国国债利率

³ Plante, M., Richter, A. W., & Zubairy, S. (2025). *Revisiting the interest rate effects of federal debt* (Working Paper No. 34018). National Bureau of Economic Research.

⁴ Cotton, C. D. (2021). *Debt, deficits, and interest rates* (Current Policy Perspectives No. 21-2). Federal Reserve Bank of Boston.

（二）债务率对美元指数的影响

美元指数的影响因子较多，债务率与政府信用只是一个维度，因此同样无法用债务率的单一因素去解释美元指数的历史变化。

化债时期：

1947 年-1974 年：布雷顿森林体系下，美元与黄金挂钩，因此这一时期的美元指数与债务率还没有相关关系。

1994 年-2001 年：增长红利+财政盈余带来债务率下降，也推动了美元指数一轮大牛市，由 84 左右升值至 110 左右。

2021 年-2022 年：疫后美国名义利率与经济增长强于欧日，带来资金流入美国，美元指数走高。尽管该时期表现为化债与美元指数升值并存，但二者并非因果关系。

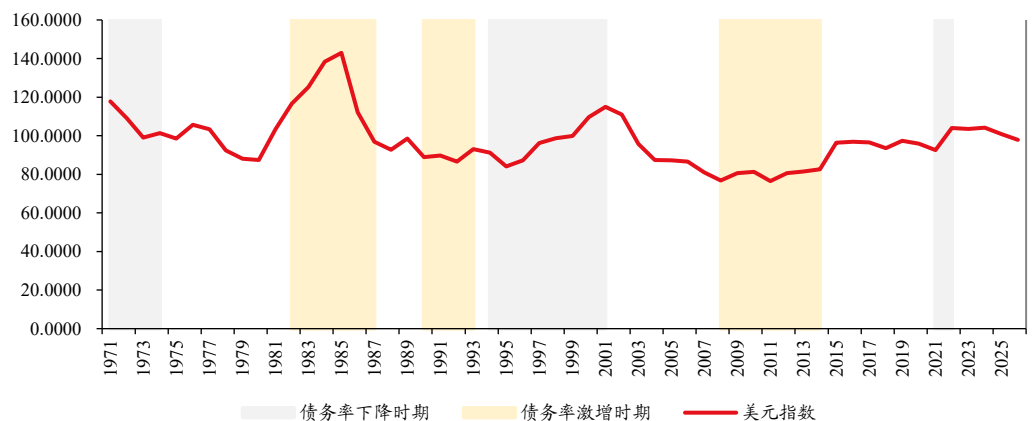
债务激增时期：如果美国经济相对强于他国、美元资产相对其他资产的利差高，债务问题对美元的负面影响会被弱化。

1982 年-1987 年：恶性通胀带来这一时期利率处于高位，高息差吸引海外资本流入美国；里根经济学的财政刺激尽管推高债务率但也带来了强劲的经济复苏；因而共同带来美元指数走强，呈现出美元指数不再定价高债务负担的特征。

1990 年-1993 年：这一时期是较为典型的财政悬崖与债务可持续问题，引发了美元信用担忧，进而导致美元指数偏弱。

2008 年-2014 年：这一时期美元指数的影响因素较多。2011 年债务上限危机带来美元指数阶段性走弱；但期间金融危机+欧债危机的避险需求，危机后美国经济率先复苏且货币政策相对偏鹰，也带来美元指数走强，并未持续定价债务率走高风险。

图表 13 债务率对美元指数的影响



资料来源：wind，美元指数

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
上海机构销售部	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522