

美国的财政赤字与政府债务： 历史演进、可持续性与中国应对

曹鹏举 张 明

内容提要：“大而美”法案的颁布进一步强化了全球对美国财政赤字和政府债务可持续性的担忧。本文通过梳理二战之后美国财政和政府债务规模的演进趋势发现，绝大多数衰退、战争、危机及疫情期间美国财政基本收支状况迅速恶化，政府债务存量迅速上升，但政府债务占 GDP 的比例不一定同步攀升，后者还取决于财政政策、经济实际增速、通货膨胀率、政府债务利息率等因素。在此基础上，本文依据经典理论分析美国财政与政府债务的可持续性，发现美国长期实际利率持续上升、GDP 实际增速保持低位，以及国际货币体系变革、美元武器化、美国对等关税政策等因素，将共同削弱美元作为国际结算和外汇储备货币的地位，进而降低美国财政和政府债务的可持续性。本文的研究结论有助于深化对财政与政府债务的认识，并为中国政府执行更加积极的财政政策、加强财政货币政策协同以及应对美国财政和政府债务可持续性下降带来的潜在风险提供政策启示。

关键词：财政收支 政府债务 历史演进 可持续性

中图分类号：F810.4; F810.5 **文献标识码：**A **文章编号：**1003-2878 (2025) 08-0003-0015
DOI:10.19477/j.cnki.11-1077/f.2025.08.007

一、引 言

2025 年 7 月 4 日，美国总统特朗普签署“大而美”税收与支出法案（One Big Beautiful Bill Act，以下简称“大而美”法案）^①。一方面，“大而美”法案缩减社会福利开支和削减清洁能源补贴；另一方面，其将 2017 年《减税与就业法案》中原定 2025 年到期的针对企业和个人的减税条款永久化，并大幅增加军费开支，同时将联邦债务上限从当前的 36.1 万亿美元^②提高 5 万亿美元至 41.1 万亿美元。据美国国会预算办公室（Congressional Budget Office, CBO）测算^③，“大而美”法案将使 2025—2034 年期间美国财政赤字总额增加 3.4 万亿美元，同时 2034 年底公众持有的联邦债务占国内生产总值（Gross Domestic Product, GDP）

作 者：曹鹏举，中国社会科学院大学应用经济学院，B2022116039@ucass.edu.cn。

张 明（通讯作者），中国社会科学院世界经济与政治研究所，zhangming@cass.org.cn。

① 该法案的具体内容详见 <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/house-bill/1/text>。

② 详见 <https://www.cbo.gov/publication/60887>。

③ 详见 <https://www.cbo.gov/publication/61486>。

的比例将上升至 124%^①。“大而美”法案的颁布进一步强化了全球对美国财政和政府债务可持续性的担忧。

美国财政和政府债务的可持续性对中国而言关系重大。自中国加入世界贸易组织（World Trade Organization, WTO）以来，外汇储备迅速增长，从 2001 年的 2121.65 亿美元攀升至 2024 年的 32023.57 亿美元^②，中国持有的美国国债也与日俱增。美国财政部数据显示^③，中国持有的美国国债从 2001 年 1 月的 615 亿美元急剧上升至 2013 年 11 月的 13167 亿美元的历史峰值，在此期间中国在 2008 年 10 月后取代日本成为美国国债的最大外国债权国。虽然在 2016 年底至 2017 年初中国持有的美国国债规模出现剧烈波动，但在 2018 年上半年前始终维持在 1.2 万亿美元附近。中国自 2018 年下半年起持续减持美国国债，特别是 2022 年和 2023 年减持幅度显著。截至 2025 年 5 月，中国持有美国国债 7562.69 亿美元，位于日本和英国之后。考虑到如今中国仍持有大规模美元资产，特别是以美国国债为代表美元外汇储备，如果美国财政和政府债务不可持续，必将对我国海外金融资产的安全造成巨大威胁。

为合理判断美国财政和政府债务是否可持续，洞悉其对中国的影响并提出政策启示，本文系统梳理了二战之后（1946 年至 2023 年）美国财政收支和政府债务占 GDP 比例演进的特征事实，并结合美国财政政策思想转变以及美国历史上衰退、危机、战争等因素分析了美国财政收支与政府债务的具体变化。就财政收支而言，本文发现：第一，绝大多数衰退期间美国财政基本收支状况迅速恶化，不同衰退期间财政收入和基本支出占 GDP 的比例呈现不同特征；第二，战争爆发大幅增加基本支出，但也可能长期提高财政收入；第三，危机很可能导致美国财政收支状况迅速恶化，但财政政策也是重要影响因素；第四，相比于其他历史事件，疫情期间美国财政收支状况恶化和恢复的速度显著较快，其原因是美国财政政策思想转变。就政府债务而言，本文发现：第一，美国政府债务存量持续上升，在衰退、危机、战争、疫情期间上升速度较快；第二，衰退、危机、战争并不必然导致政府债务占 GDP 的比例上升；第三，政府债务占 GDP 的比例由财政收支状况、GDP 实际增速、通货膨胀率、政府债务利息率共同决定。

在此基础上，本文结合经典理论分析当前美国财政和政府债务的可持续性。尽管理论上暂无确凿证据表明美国财政和政府债务已经不可持续，但现实中美国长期实际利率持续上升、GDP 实际增速保持低位，加之国际货币体系变革、美元武器化以及美国对等关税政策等因素，正显著削弱美元作为国际结算和外汇储备货币的地位。综合来看，美国财政和政府债务的可持续性已明显下降。这会导致美国政府加大贸易摩擦并最终拖累中国经济增长，降低中国持有的美元资产的实际价值，影响中国跨境资本流动并最终严重威胁中国金融稳定，给中资金融机构和实体企业带来不利冲击。为应对上述潜在风险，中国政府应当采取以下措施：第一，坚定执行更加积极的宏观经济政策，加强财政货币政策协同；第二，加大改革开放力度，加快构建国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局；第三，调整外汇储备结构，加强跨境资本流动管理；第四，推动国际货币体系改革，推动区域金融合作并加快推进人民币国际化；第五，建立完善中资美元债风险监测预警机制，鼓励设立并运用美元流动性工具为重要的中资金融机构和实体企业提供应急融资通道。

余下内容的结构安排如下：第二部分梳理美国财政基本收支与政府债务的特征事实；第三部分结合经典理论分析美国财政与政府债务可持续性及其对中国的影响；第四部分为中国应对美国财政和政府债务可持续性下降带来的潜在风险提出政策启示。

① 2024 年，美国财政赤字为 1.83 万亿美元。截至 2025 年，由公众持有的联邦政府债务为 28.95 万亿美元，占 GDP 的比例为 98.34%。

② 详见 <http://www.safe.gov.cn/safe/whcb/index.html>。

③ 详见 <https://home.treasury.gov/data/treasury-international-capital-tic-system/tic-press-releases-by-topic>。

二、美国财政收支与政府债务的特征事实

财政收支差额为财政收入与财政支出之差，差额为正表示财政盈余，差额为负表示财政赤字。本文重点关注财政基本收支差额，即财政收入减去财政基本支出（财政支出扣除政府债务支付的利息），其能更好地反映核心的财政收支状况^①。同时应当注意到，在美国长期实际利率上行和政府债务占 GDP 的比例较高的情形下，美国政府未来的付息压力会越来越沉重。据 CBO 测算^②，如果 10 年期美国国债收益率维持在 4.5% 的高位，那么利息成本将增加一倍以上，从 2025 年预计的 9730 亿美元增加到 2034 年的 2.2 万亿美元。2034 年，利息支出占 GDP 的比例将达到 5.3% 的历史高值，这一占比将超过医疗保险或国防支出的占比，仅次于社会保障退休计划。从 2025 年到 2034 年，净利息支出总额将达到 15.7 万亿美元。如无特殊说明，本文使用的美国财政和经济金融的历史数据主要来自国际货币基金组织（International Monetary Fund, IMF）的 Public Finances in Modern History Database，该数据库首先由 Mauro 等（2015）依据多个数据来源构建^③。

（一）美国财政基本收支差额与政府债务的历史趋势

从图 1 所示的美国财政基本收支差额和政府债务占 GDP 比例的演进趋势可见，二战之后美国财政基本收支差额占 GDP 的比例大致经历了四个阶段。第一阶段为 1946 年至 1959 年：美国财政迅速从基本赤字（Primary Deficit）转向基本盈余（Primary Surplus），并在较长时间内保持着基本盈余，但基本收支状况逐渐恶化，基本盈余占 GDP 的比例整体呈下降趋势，在 1958 年和 1959 年再次步入基本赤字。第二阶段为 1960 年至 1975 年：基本收支由 1959 年的基本赤字转为 1960 年的基本盈余，但基本收支状况恶化，并于 1975 年再次变为基本赤字。第三阶段为 1976 年至 2000 年：基本收支状况好转，于 1979 年再次变为基本盈余。虽然在此期间基本收支仍有动荡，但整体而言基本盈余占 GDP 的比例呈上升趋势，并于 2000 年达到 6.08% 的区间最高值。第四阶段为 2001 年至 2023 年：基本收支状况急剧恶化，自 2002 年变为基本赤字以来，除 2006 年和 2007 年（这两年基本盈余占 GDP 的比例分别为 0.74% 和 0.02%）外均为基本赤字状态。在此期间，基本赤字占 GDP 的比例波动较大，在 2009 年上升到 10.60% 后持续下降至 2015 年的 1.19%。此后基本赤字占 GDP 的比例再次上升，于 2020 年达到 11.39% 后开始下降，2022 年下降至 0.76%。

美国政府债务占 GDP 比例的演进大致分为四个阶段。第一阶段为 1946 年至 1981 年：政府债务占 GDP 的比例从 1946 年的 121.20% 持续下降为 1981 年的 41.05%。第二阶段为 1982 年至 1993 年：政府债务占 GDP 的比例从 1982 年的 45.92% 缓慢上升至 1993 年的 71.88%。第三阶段为 1994 年至 2001 年：政府债务

① 在不引起歧义的基础上，后文将财政基本盈余、财政基本赤字和财政基本支出分别简称为基本盈余、基本赤字和基本支出。

② 详见 <https://www.crfb.org/blogs/interest-costs-could-explode-high-rates-and-more-debt>。

③ 政府部门覆盖范围的选择会对数据造成影响，Mauro 等（2015）在构建数据库时尽可能囊括最全面的政府部门（General Government，包括美国联邦政府、州政府和地方政府）。因此如无特殊说明，本文所指政府一般包括美国联邦政府、州政府和地方政府。需要指出的是，本文观察到原始数据中美国财政收入占 GDP 的比例从 1959 年的 15.64% 异常跃升至 1960 年的 28.10%。虽然这可能是由于不同来源的数据之间存在不可比性，如在该数据库中，1800 年至 1939 年的政府收入数据来自 Mitchell（2003），1940 年至 1959 年的政府收入数据来自 Carter 等（2006），1960 年至 2023 年的数据来自 OECD。但经过对比可以发现，原始数据中 1940 年至 1959 年的政府收入数据可能仅仅包含联邦政府，因此本文结合美国白宫（the White House）的 Contents of the Historical Tables 中联邦政府财政收入和财政支出占 GDP 的比例以及美国经济分析局（Bureau of Economic Analysis）的 National Accounts（NIPA）中州和地方政府财政收入和财政支出对原始数据中 1946 年至 1959 年的数据进行调整。

占 GDP 的比例从 1994 年的 71.08% 迅速下降至 2001 年的 53.15%。第四阶段为 2002 年至 2023 年：政府债务占 GDP 的比例经历了 2002 年至 2004 年、2007 年至 2012 年、2019 年至 2020 年的三轮暴涨后达到 2020 年的 131.83%，再度刷新美国政府债务的历史峰值，在此之后略有回落，于 2023 年下降至 118.73%。

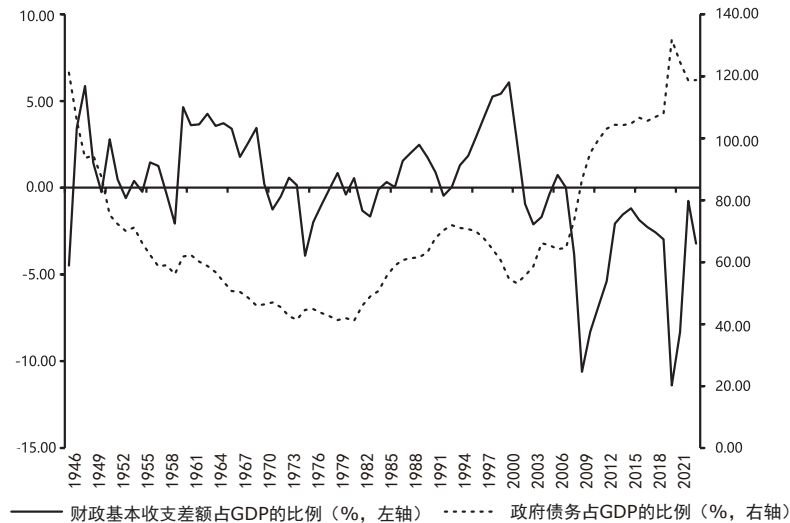


图 1 美国财政基本收支差额与政府债务占 GDP 的比例

资料来源：IMF 的 Public Finances in Modern History Database，以下若无特殊说明，数据均来自该数据库。

（二）重大历史事件对美国财政基本收支的影响

根据定义，基本收支差额等于财政收入减去财政基本支出，因而财政基本收支差额占 GDP 的比例主要取决于政府的财政政策（主要是政府支出政策和税收政策）。当政府增加政府支出以及减少税收时，短期内财政基本收支差额占 GDP 的比例可能下降。鉴于衰退、危机、战争、疫情等重要事件也会通过政府的财政政策以及经济发展水平等渠道影响基本收支，本文接下来结合美国财政政策思想的演变，进一步考察这些事件对美国财政基本收支的作用。表 1 整理了美国历史上衰退对应的时间，表 2 整理了美国历史上重大危机、战争和疫情对应的时间。

表 1 美国历史上衰退对应的时间

时期	事件
1948 年 11 月—1949 年 10 月	衰退
1953 年 7 月—1954 年 5 月	衰退
1957 年 8 月—1958 年 4 月	衰退
1960 年 4 月—1961 年 2 月	衰退
1969 年 12 月—1970 年 11 月	衰退
1973 年 11 月—1975 年 3 月	衰退
1980 年 1 月—1980 年 7 月	衰退
1981 年 7 月—1982 年 12 月	衰退
1990 年 7 月—1991 年 3 月	衰退
2001 年 3 月—2001 年 11 月	衰退
2007 年 12 月—2009 年 6 月	衰退
2020 年 2 月—2020 年 4 月	衰退

资料来源：National Bureau of Economic Research 经济周期判定委员会，详见 <https://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>。

表 2 美国历史上危机、战争和疫情对应的时间

时期	事件
1950—1953 年	朝鲜战争
1965—1975 年	越南战争
1973—1975 年	第一次石油危机
1979—1981 年	第二次石油危机
1990—1991 年	海湾战争
2000—2002 年	互联网泡沫破裂
2001—2020 年	阿富汗战争
2008—2009 年	全球金融危机
2020—2022 年	新冠疫情

资料来源：根据公开资料手动整理。

基于图2所示的重大历史事件期间美国财政基本收支差额、财政收入、财政基本支出占GDP比例的演进趋势，以及图3中美国GDP实际增速、通货膨胀率、政府债务利息率的变化，本文得到以下四点特征事实：

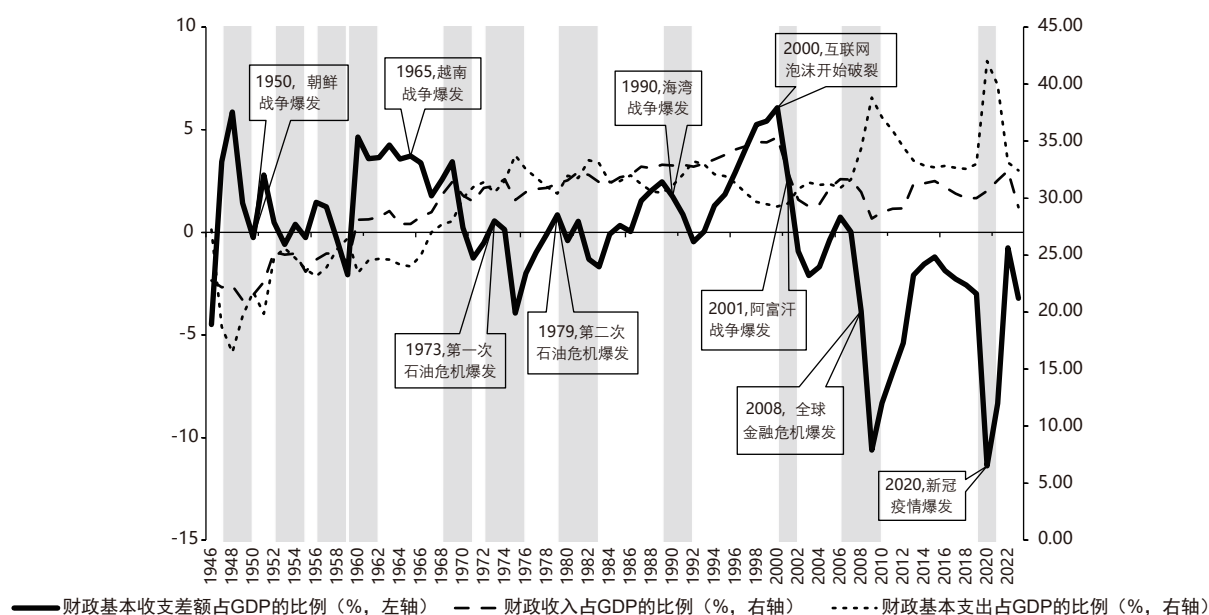


图2 重大历史事件期间美国财政基本收支差额、财政收入、基本支出占GDP的比例

注：阴影区间为衰退对应的时间。

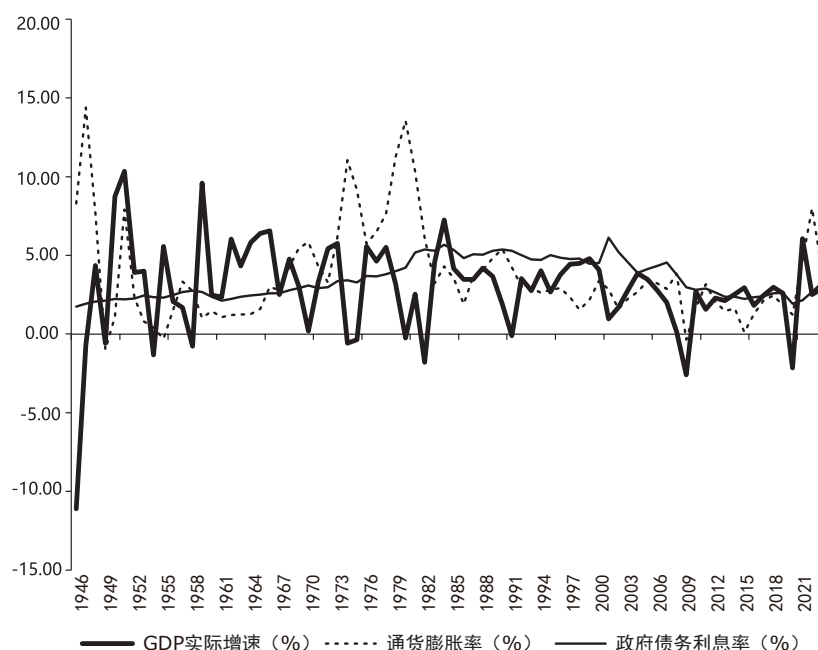


图3 美国GDP实际增速、通货膨胀率和政府债务利息率

注：政府债务利息率由笔者根据政府债务利息支付占GDP的比例以及政府债务占GDP的比例计算得到。

资料来源：通货膨胀率的数据来自美国劳工统计局（BLS）与国际货币基金组织（IMF）。

1. 绝大多数衰退期间美国财政基本收支状况迅速恶化，不同衰退期间财政收入和基本支出占 GDP 的比例呈现不同特征

在 1946 年至 2023 年期间，美国历史上共发生十二次衰退。除 1953 年 7 月—1954 年 5 月、1960 年 4 月—1961 年 2 月、1980 年 1 月—1980 年 7 月这三次衰退外，其余九次衰退期间美国财政收支状况出现不同程度的恶化。

从财政收入和财政基本支出占 GDP 的比例来看，上述三次衰退的共同特点是，未出现明显的财政收入占 GDP 的比例下降或财政基本支出占 GDP 的比例上升，但其背后的原因亦有不同：在 1953 年 7 月—1954 年 5 月的衰退期间，艾森豪威尔政府通过增加政府支出扩大有效需求，但其始终坚持财政政策“微调”，因此财政收入仅略有下降，基本支出略微上升，并未出现明显的财政收支状况恶化。在 1960 年 4 月—1961 年 2 月的衰退期间，由于前期高税率并未调整且名义 GDP 增速较慢，财政收入占 GDP 的比例上升。艾森豪威尔政府大幅削减非国防支出，加之军费支出开始回落，基本支出占 GDP 的比例下降，财政收支状况甚至略微好转。在 1980 年 1 月—1980 年 7 月的衰退期间，由于 1980 年第二次石油危机的爆发迅速推升了美国的通货膨胀率，卡特政府转向紧缩性财政政策，削减政府预算并反对减税，基本支出占 GDP 的比例并未明显上升。

其余九次衰退可以分为以下三类：第一，在 1957 年 8 月—1958 年 4 月、1981 年 7 月—1982 年 12 月、1990 年 7 月—1991 年 3 月这三次衰退期间，财政收入占 GDP 的比例保持稳定，基本支出占 GDP 的比例迅速上升。具体来看：在 1957 年 8 月—1958 年 4 月期间，艾森豪威尔政府大幅增加基建、教育、失业救济支出，并临时削减个人所得税，导致基本支出占 GDP 的比例迅速上升。同时由于通胀、高基数、减税时滞、一次性收入等因素，减税对财政收入的负面冲击得以抵消。在 1981 年 7 月—1982 年 12 月期间，里根政府采纳供给学派的政策主张，通过大规模减税、放松管制以及重塑财政体系刺激私人部门供给，并且在削减社会福利支出的同时大幅度增加国防开支，最终导致基本支出占 GDP 的比例迅速上升。与此同时税制改革刺激了企业生产、经营活动，因而应税所得总额实际有所扩大，加之极高的通货膨胀率推高名义收入，减税和扩大政府支出对财政收支的负面冲击得以抵消。在 1990 年 7 月—1991 年 3 月期间，海湾战争的爆发促使美国进一步增加军事开支，但美国并未施行减税措施。较高的通货膨胀率推高名义收入，使得财政收入占 GDP 的比例并未下降，然而基本支出增长较快导致出现基本赤字。老布什政府与国会达成 1990 年《综合预算协调法案》（Omnibus Budget Reconciliation Act of 1990），该法案的主要内容包括增税、限制自由裁量的政府支出以及规定新增支出或减税必须通过其他部分的减支或增税来抵消，新的财政纪律为美国之后长时间的基本盈余奠定了基础。

第二，在 1948 年 11 月—1949 年 10 月、1969 年 12 月—1970 年 11 月、1973 年 11 月—1975 年 3 月、2001 年 3 月—2001 年 11 月、2007 年 12 月—2009 年 6 月这五次衰退期间，财政收入占 GDP 的比例呈下降趋势，基本支出占 GDP 的比例迅速上升。在 1948 年 11 月—1949 年 10 月期间，杜鲁门政府奉行补偿性财政政策^①，通过大幅减税和增加政府支出刺激总需求，导致基本支出占 GDP 的比例迅速上升。虽然此时 GDP 实际增速和通货膨胀率均由正转负，但私人部门大规模去库存，企业利润和个人应税所得大幅下降，最终导致财政收入占 GDP 的比例小幅下降。1969 年 12 月—1970 年 11 月和 1973 年 11 月—1975 年 3 月这两次衰退的共同特点是通货膨胀率高企，美国经济出现“滞胀”。尼克松政府和福特政府并未认识到“滞胀”的成因，因此仍主要依赖需求管理政策来应对“滞胀”。尼克松政府

^① 补偿性财政政策又称周期平衡财政政策，是指以繁荣年份的财政盈余补偿衰退年份的财政赤字，以实现一个完整经济周期内的财政平衡。

施行投资税收减免、增加社会保障和国防支出等扩张性财政政策以支撑经济增长。福特政府早期通过削减政府支出以应对通胀，但这导致美国 GDP 实际增速在两年内连续为负，因此从紧缩性财政政策转向扩张性财政政策。1975 年《减税法案》（Tax Reduction Act of 1975）降低个人所得税和企业所得税，并在控制联邦支出的同时提高定向就业支出以刺激需求，最终导致财政收入占 GDP 的比例下降，基本支出占 GDP 的比例迅速上升，在此情形下福特政府不得不宣告政策失败。2001 年 3 月—2001 年 11 月和 2007 年 12 月—2009 年 6 月这两次衰退的共同特征是危机导致美国经济崩溃，政府不得不实施大规模财政政策救助。2001 年小布什政府再次重拾里根主义，全面减税并大幅增加国防和社会福利支出。2008 年 2 月和 7 月，小布什政府直接向中低收入家庭退税，并通过提高房地美、房利美可贷款上限稳定房地产市场。2008 年 10 月，美国国会通过了总额约 7000 亿美元的《问题资产救助计划》（Troubled Asset Relief Program）。2009 年，美国国会通过了奥巴马政府总额约 7870 亿美元的《美国复苏与再投资法案》（American Recovery and Reinvestment Act），该法案进一步减税并增加政府支出。

第三，在 2020 年 2 月—2020 年 4 月的衰退期间，财政收入占 GDP 的比例被动上升，基本支出占 GDP 的比例大幅上升，财政收支状况恶化。2019 年底至 2020 年初，全球新冠疫情爆发。受现代货币理论（Modern Monetary Theory, MMT）^①的影响，疫情以来美国政府执行了史无前例的扩张性财政政策。2020 年 3 月至 4 月，美国相继通过了四轮、总额约 3 万亿美元的疫情应对法案^②，此举使得 2020 年美国基本支出飙升，基本赤字占 GDP 的比例达到 11.39%。由于 GDP 暴跌幅度大于财政收入下滑幅度，财政收入占 GDP 的比例被动出现“技术性上升”。

2. 战争爆发大幅增加基本支出，也可能长期提高财政收入

在四次战争爆发后，美国基本支出占 GDP 的比例迅速上升，其主要原因是美国政府大幅增加军事和国防支出。在阿富汗战争爆发后的较长年份内，财政收入占 GDP 的比例明显下降，但这可能是同时期的互联网泡沫破裂、全球金融危机等突发事件导致的。在朝鲜战争期间、越南战争和海湾战争爆发后的较长年份内，美国财政收入占 GDP 的比例反而呈现上升态势。短期内增加军事支出能够通过政府购买乘数拉动总需求。同时军费开支能促使公共开支转向研发，从而在中期促进创新和私人投资，并在长期提高生产率和国内生产总值（Antolin-Díaz 和 Surico，2025）。

3. 危机很可能导致美国财政收支状况迅速恶化，但财政政策也是重要影响因素

在 1973 年至 1975 年第一次石油危机和 1979 年至 1981 年第二次石油危机期间，美国经济均出现“滞胀”。但两者区别在于：在第一次石油危机期间，美国政府为刺激总需求，实施扩张性的财政政策，大幅减税并提高政府支出，导致财政收支状况迅速恶化。而在第二次石油危机期间，美国政府为抑制通胀，实施紧缩性财政政策，削减政府预算以及反对减税，财政收支状况并未恶化。2000 年至 2002 年互联网泡沫破裂和 2008 年至 2009 年全球金融危机期间呈现出相似特征，财政收入占 GDP 的比例均显著降低，基本支出占 GDP 的比例上升。但两次危机期间财政政策呈现明显差异：在互联网泡沫破裂期间，美国政府奉行里根主义，全面减税并大幅增加国防和社会福利支出。而在全球金融危机期间，美国政府以“银行注资+大规模基建+产业纾困”的财政政策应对系统性崩溃，两者在资金规模和资金投向上呈现明显差异。

① 随着非常规货币政策的副作用逐渐显现，该理论受到了高度关注。该理论认为政府可无限发债融资，央行应直接向财政部购买国债（财政赤字货币化）以无条件支持财政政策。

② 这四轮法案分别是“Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act”“Families First Coronavirus Response Act”“Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act”“Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act”。

4. 疫情期间美国财政收支状况恶化和恢复的速度显著较快，其原因是美国财政政策思想转变

2019 年底至 2020 年初，全球新冠疫情爆发，大规模的财政刺激导致基本支出占 GDP 的比例迅速上升。由于 GDP 暴跌幅度大于财政收入下滑幅度，财政收入占 GDP 的比例被动出现“技术性上升”。整体而言美国财政基本收支状况急剧恶化，但财政政策刺激后美国经济修复速度极快，2022 年底基本赤字占 GDP 的比例降至 0.76%。区别于以往数次危机，疫情期间美国的扩张性财政政策具有新的特点：一是财政刺激的规模更大。2020 年 3 月至 4 月，美国相继通过了四轮、总额约 3 万亿美元的疫情应对法案。2021 年美国又相继通过总额约 1.9 万亿美元的 2021 年《救助法案》（American Rescue Plan Act of 2021）和总额约 1.2 万亿美元的《基础设施投资和就业法案》（Infrastructure Investment and Jobs Act）。二是财政支出主要针对居民部门。例如，直接向居民部门发放现金、扩大失业救济等政策，能更为有效地刺激居民消费需求。三是更加注重财政货币政策协同。例如，美联储将利率降至零，启动“无上限量化宽松”，大规模购买国债，直接为财政赤字融资；美联储创设薪酬保护计划流动性便利（Paycheck Protection Program Lending Facility, PPPLF）工具，为参与薪酬保护计划提供贷款的金融机构提供低成本流动性支持。

这反映出美国财政政策思想和理论依据的转变：在两次石油危机期间，由于未能认识到“滞胀”的成因，美国政府奉行传统的凯恩斯主义，主要通过减税和扩大政府支出刺激总需求。在互联网泡沫破裂期间，美国政府的财政政策思想融合了供给学派和凯恩斯主义。一方面通过提高企业研发和折旧抵扣、取消股息双重征税、降低资本利得税等促进企业和高收入者投资提升总供给，另一方面通过大幅增加军费和社会福利支出刺激总需求。在全球金融危机期间，美国政府遵循传统的凯恩斯主义，强调相机抉择和逆周期调控的财政政策。而在疫情期间，美国政府奉行现代货币理论，通过“直升机撒钱”的方式直达居民和企业。同时货币政策高度协同，美联储资产负债表迅速扩张，出现“财政赤字货币化”^①。虽然此举使得美国 GDP 实际增速迅速由负转正，经济复苏强劲，财政收支状况迅速好转，但美国通货膨胀率飙升，这意味着现代货币理论已经破产。如果不调整财政政策，美国经济可能再次进入“滞胀”（Bianchi 和 Melosi, 2022）。

（三）重大历史事件对美国政府债务的影响

本文接下来结合美国财政收支状况以及战争、危机、疫情等因素进一步分析美国政府债务占 GDP 比例的演进。基于图 4 所示的重大历史事件期间美国政府债务存量 and 政府债务占 GDP 比例的演进趋势，以及图 3 中美国 GDP 实际增速、通货膨胀率、政府债务利息率的变化，本文得到以下三点特征事实：

1. 美国政府债务存量持续上升，在衰退、危机、战争、疫情期间上升速度较快

在 1946 年至 1980 年间，美国政府债务存量缓慢上升，从 1946 年的 2760 亿美元上升至 1980 年的 1.2 万亿美元，年均增长约 4.7%。而在 1981 年至 2023 年间，美国政府债务存量经历了爆发式增长，从 1981 年的 1.32 万亿美元上升至 2023 年的 32.9 万亿美元，年均增长高达 8.0%。在大多数衰退、危机和战争期间，美国政府债务存量均显著上升，特别是在阿富汗战争爆发后以及全球金融危机和新冠疫情期间。

2. 衰退、危机、战争并不必然导致政府债务占 GDP 的比例上升

对于衰退而言，在 1946 年至今的十二次衰退期间，其中八次衰退期间美国政府债务占 GDP 的比例保持稳定。剩余四次衰退中，在 1981 年 7 月—1982 年 12 月和 1990 年 7 月—1991 年 3 月这两次衰退期间，政府债务占 GDP 的比例呈现轻微上升态势。在 2007 年 12 月—2009 年 6 月和 2020 年 2 月—2020 年 4

^① 根据定义，“财政赤字货币化”是指央行在一级市场直接购买国债。虽然 QE 是美联储在二级市场购买国债，但从本质上来说，财政部发行国债 + 美联储执行 QE = 财政赤字货币化（刘尚希等，2020）。

月这两次衰退期间，政府债务占 GDP 的比例呈现急剧上升态势。对于危机而言，在第一次石油危机、第二次石油危机以及互联网泡沫破裂期间，政府债务占 GDP 的比例保持稳定。在全球金融危机和新冠疫情期间，政府债务占 GDP 的比例急剧上升。对于战争而言，朝鲜战争和越南战争爆发后，政府债务占 GDP 的比例呈下降态势，而在海湾战争和阿富汗战争爆发后，政府债务占 GDP 的比例呈上升态势。

3. 政府债务占 GDP 的比例由财政收支状况、GDP 实际增速、通货膨胀率、政府债务利息率共同决定

余永定（2000）证明 $(dz/dt)/z = -p/z - (n + \pi - i)$ ，其中 z 为政府债务占 GDP 的比例， p 为基本收支差额占 GDP 的比例， n 为 GDP 实际增长率， i 为政府债务利息率， π 为通货膨胀率。上式表明当基本赤字占 GDP 的比例越大时，政府债务占 GDP 的比例更可能上升。同理当 GDP 实际增长率越低、通货膨胀率越低以及政府债务利息率越高时，政府债务占 GDP 的比例也更可能上升。政府债务占 GDP 的比例由财政收支状况、GDP 实际增速、通货膨胀率、政府债务利息率共同决定。

在朝鲜战争、越南战争和两次石油危机期间，政府债务的绝对规模均显著上升，但政府债务占 GDP 的比例长期呈现下降态势。主要原因在于：首先，在上述期间美国财政状况并未显著恶化，长期保持基本盈余，仅在极少数年份出现较小幅度的基本赤字。其次，在朝鲜战争和越南战争期间，美国 GDP 实际增速和通货膨胀率较高，使得政府债务被经济增长和货币贬值“蒸发”，加之此时政府债务利息率相对较低，因此政府债务占 GDP 的比例呈下降态势。在两次石油危机期间，美国经济进入“滞胀”，虽然 GDP 实际增速较低且政府债务利息率上升，但极高的通货膨胀率同样使得政府债务占 GDP 的比例下降。

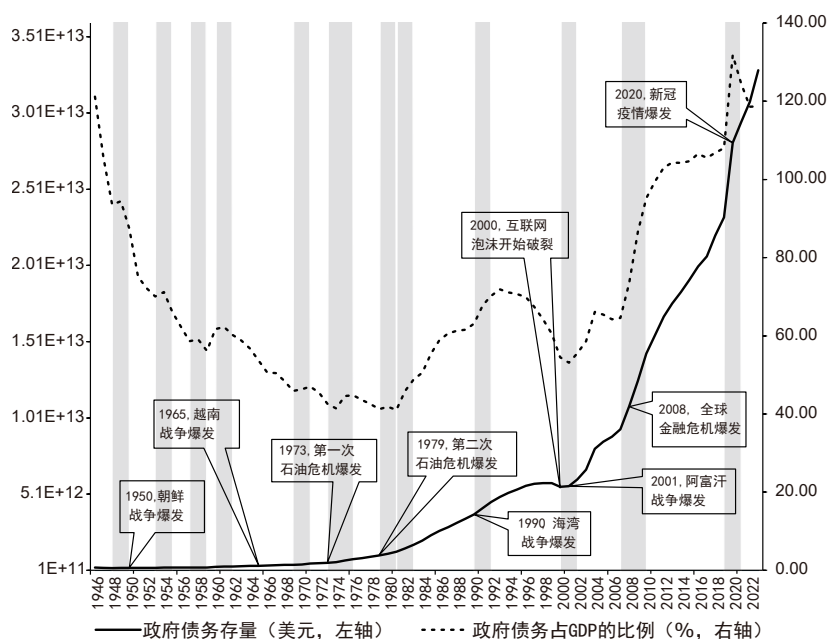


图 4 重大历史事件期间美国政府债务存量和政府债务占 GDP 的比例

注：阴影区间为衰退对应的时间，政府债务存量的数据由笔者根据政府债务占 GDP 的比例以及 IMF 中美国名义 GDP 计算得到。

在海湾战争、互联网泡沫破裂、阿富汗战争、全球金融危机和新冠疫情期间，政府债务的绝对规模以及政府债务占 GDP 的比例均呈现上升态势。主要原因在于：首先，在上述期间美国 GDP 实际增速和通货膨胀率相对前期而言较低，同时政府财政基本支出迅速上升，财政收支状况迅速恶化，甚至在部分时期出现较大幅度的基本赤字。其次，在海湾战争、互联网泡沫破裂期间和阿富汗战争早期，美

国政府债务利息率长期保持在 5% 以上的历史高位,在推动政府债务占 GDP 的比例上升过程中影响显著。在全球金融危机期间,虽然美国政府债务利息率较低,但是 GDP 实际增速和通货膨胀率同时暴跌,甚至在 2009 年时 GDP 实际增速和通货膨胀率同时为负,最终导致政府债务占 GDP 的比例急速上升。而在新冠疫情期间,财政政策力度之大史无前例,加之财政货币政策高度协同,美联储直接将利率降至为零,并通过无限量 QE 为财政部提供财政赤字融资,最终导致政府债务占 GDP 的比例迅速上升。

三、美国财政与政府债务可持续性及其对中国的影响

(一) 美国财政可持续性

1. 基于跨期预算约束和横截性条件,长期实际利率是否小于经济实际增速是财政是否可持续的决定性条件

在代表性代理人模型中,假定政府债务满足静态预算约束 $B_{t+1}=R_t B_t+D_t$, 其中 B_{t+1} 、 B_t 分别为 $t+1$ 、 t 期的政府债务, $R_t=1+r_t$ 为总利率, D_t 为基本赤字。经过迭代有 $B_t=-\sum_{j=0}^{\infty} \frac{D_{t+j}}{\prod_{k=0}^j R_{t+k}} + \lim_{T \rightarrow \infty} \frac{B_{t+T+1}}{\prod_{k=0}^T R_{t+k}}$, 此时可以得到判断财政可持续性的经典的跨期预算约束 (Intertemporal Budget Constraint) $B_t=-\sum_{j=0}^{\infty} \frac{D_{t+j}}{\prod_{k=0}^j R_{t+k}}$ 和横截性条件 (Transversality Condition) $\lim_{T \rightarrow \infty} \frac{B_{t+T+1}}{\prod_{k=0}^T R_{t+k}} = 0$ 。横截性条件意味着政府债务的增速不能超过利率而跨期预算约束意味着如果财政政策的运行轨迹使未来基本盈余的预期现值等于初始债务,那么该政策就满足了临时可持续性的要求。这表明无论当前美国政府债务规模有多巨大,基本赤字有多严重,只要政府债务的增速不超过利率,且美国未来能有足够大的基本盈余,那么美国财政仍然是可持续的。

Kremers (1989) 进一步提出由于政府收入不能超过国家的总产出,即 $-D_t < \varphi Y_{t+j}$, 其中 Y_{t+j} 为 $t+j$ 期的 GDP, $\varphi < 1$, 跨期预算约束意味着 $B_t < \sum_{j=0}^{\infty} \frac{Y_{t+j}}{\prod_{k=0}^j R_{t+k}}$ 。此时美国财政是否可持续则取决于 GDP 实际增速与实际利率的关系,如果 GDP 实际增速低于实际利率,那么财政可持续要求初始的政府债务不能超过某一上限。而只要 GDP 实际增速超过实际利率,那么理论上无论初始的政府债务规模有多巨大,财政将始终可持续。

由上述理论可知,美国政府债务是否可持续主要取决于长期实际利率是否小于经济实际增速以及当前政府债务存量。美国的十年期通胀保值国债 (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS) 收益率是最具代表性的长期实际利率,从图 5 可以看出,在全球金融危机后,美国的长期实际利率经历了明显下行并长期保持在较低水平。但从 2022 年初开始,美国的长期实际利率不断上行,并在 2024 年 11 月至 2025 年 7 月间长期保持在 2% 这一较高水平附近。对于美国经济增速而言,正常年份 GDP 实际增速在 2.5% 附近波动。虽然如今美国 GDP 实际增速仍然高于长期实际利率,但不断攀升的长期实际利率意味着美国的财政可持续性明显下降。如今美国政府债务占 GDP 的比例再度达到 120% 的历史高位,如果美国长期实际利率继续稳定在较高水平,一旦外部冲击使美国 GDP 实际增速下滑,美国财政可持续性很可能会急剧下降。

2. 基于基本盈余对政府债务的反应系数判断,基本盈余是否能对政府债务的增加做出正向反应是财政是否可持续的决定性条件

Bohn (1995) 进一步考虑了状态不确定性,可以证明当存在不确定性时,跨期替代约束转变为 $B_t = -\sum_{j=0}^{\infty} E_t [\mu_{t,t+j} D_{t+j}]$, 横截性条件转变为 $\lim_{T \rightarrow \infty} E_t [\mu_{t,t+T} B_{t+T+1}] = 0$, 其中 $\mu_{t,t+j}$ 是对应期间的定价核 (Pricing

Kernel, 又称 Stochastic Discount Factor)。由于定价核并不等同于利率, 当存在不确定性时, GDP 实际增长率、政府债务增速、利率之间的相对大小可能无法反映真正的财政可持续性。基于上述考虑, Bohn (1998) 提出判断财政可持续性的新方法, 即判断基本盈余是否能对政府债务的增加做出正向反应。具体而言, 估计 $s_t = \rho d_t + \alpha Z_t + \varepsilon_t$, 其中 s_t 为基本盈余占 GDP 的比例, d_t 为政府债务占 GDP 的比例, Z_t 为其他影响基本盈余的可观测因素, 如商业周期、出口商品、货物价格等 (Mauro 等, 2015), ε_t 为残差项。蒋飞 (2025) 最新估算表明美国财政基本盈余对政府债务增加的反应系数显著为负, 从这个角度来看美国财政可持续性明显下降。



图 5 美国十年期通胀保值国债收益率

资料来源: Federal Reserve Bank of St. Louis。

(二) 政府债务可持续性

1. “李嘉图等价”是否成立是重要影响因素, 当“李嘉图等价”不成立时, 政府债务是否可持续取决于长期实际利率是否小于经济增速

政府债务是否可持续的一个核心问题是“李嘉图等价”^①是否成立。如果“李嘉图等价”成立, 那么从长期来看, 政府债务规模的变化不会对私人部门预算约束和储蓄投资决策造成影响, 因此政府债务是无条件可持续的。在现实中, 由于居民只具有有限生命、存在借贷约束、税收扭曲以及非理性预期等因素, “李嘉图等价”通常不成立 (Elmendorf 和 Mankiw, 1999)。同时最新的异质性代理人模型也表明“李嘉图等价”并不成立 (Auclert, 2025), 因此政府债务并非无条件可持续。20 世纪 80 年代有关外债偿付能力与债务危机的讨论, 主要是长期实际利率与经济增速的关系, 通常认为长期实际利率小于经济增速时债务可持续性更高 (张晓慧和李宏瑾, 2025)。美国长期实际利率自 2022 年急剧上升后正处于 2% 的历史高位, GDP 实际增速在 2.5% 附近波动。近年来美国政府债务利息支付占 GDP 的比例大概在 3% 附近震荡, 甚至较多数年份出现美国 GDP 实际增速低于美国政府债务利息支付占 GDP 的比例, 这意味着实际新增的 GDP 已经仅仅能够用来偿还现有债务的利息。一旦市场开始质疑偿债能力, 利率飙升或违约风险将触发“硬着陆”。从这个角度来看, 美国政府债务的可持续性明显下降。

^① 李嘉图等价是指政府通过债券融资与税收融资的经济效应等价。

2. 从宏观视角来看，国家的内需和产能是政府债务可持续性的决定性因素

对于主权政府而言，由于拥有货币发行权，理论上可以通过印钞偿还债务，因此，即使长期实际利率大于经济增速，政府债务仍无条件可持续。但如果政府通过印钞偿还债务，势必会提高货币供给，进而增加居民需求，并最终通过影响供需关系对宏观经济产生重要影响（徐高，2025）。如果该国内需不足或是产能过剩，那么此时由货币增发导致的国内总需求增加，并不会对宏观经济稳定造成影响。但如果该国内需过剩或是产能不足，此时国内总需求超过国内总供给，政府为偿还债务而增发货币可能引发通货膨胀。为了保持物价稳定，政府只能通过增加进口扩大供给，从而不断积累外债。

3. 从根本上看，美国政府债务可持续性主要取决于美元作为全球结算和外汇储备货币的地位

从深层次来讲，美国政府债务可持续性取决于国际货币体系的演进。虽然 1971 年布雷顿森林体系解体后，美元不再与黄金直接挂钩，但是世界各国仍普遍使用美元作为国际结算和外汇储备的货币，因此全世界需要美国通过经常项目逆差（贸易逆差）提供流动性。同时美国国债作为全球范围内的安全资产，在全球储蓄过剩以及安全资产短缺的背景下，外国对美国国债的需求巨大（Bernanke 等，2011），而美国较大的经济规模、较快的经济增速、发达的金融市场等因素使得美国可以更好地创造以美国国债为代表的资产。美国通过发行美元向全球举债，最终表现为其海外净债务占 GDP 的比例不断上升。根据宏观经济恒等式 $C+S+T=C+I+G+NX$ （其中 C 、 S 、 I 、 T 、 G 、 NX 分别为私人消费、私人储蓄、私人投资、政府税收、政府购买、净出口），可以得到 $T-G=I-S+NX$ 。上式表明美国财政收支缺口加上国内私人部门储蓄投资缺口等于经常账户盈余。美国海外净债务的持续攀升是长期以来美国国内储蓄—投资失衡导致国际收支失衡的反映，特别是美国政府财政赤字持续扩大的产物（金立群等，2025）。

理论上而言，只要美元作为全球结算和外汇储备货币的属性不变，只要当前国际货币体系持续存在，无论当前美国政府债务占 GDP 的比例以及海外净债务占 GDP 的比例有多高，美国政府债务均是可持续的。但如果外国投资者开始普遍担忧当前美国政府债务占 GDP 的比例以及海外净负债占 GDP 的比例过高，这就会影响美元作为全球结算和外汇储备货币的地位。Bayoumi 和 Gagnon（2025）通过分析美国国际资产和负债的存量和收益率发现，美国目前的贸易赤字水平会使净国际投资头寸占 GDP 的比例超出所能维持的水平，因此美国的贸易赤字和海外负债可持续性明显下降。

同时可以注意到目前影响美元作为全球结算和外汇储备货币地位的诸多其他因素也已经出现：第一，虽然短期内美元的国际货币地位暂不会被取代，但中长期来看，国际货币体系可能会发生新的变革（张明等，2024），最终呈现更为多元化的格局。第二，俄乌冲突爆发后，美国及盟友马上冻结了俄罗斯中央银行的 3000 亿美元外汇储备。如果各国普遍开始怀疑美国会将美元武器化，那么这会削弱外国投资者持有美元资产（特别是美国国债）的意愿。第三，特朗普政府的对等关税政策可能引发美元贬值以及美国通货膨胀率的上升，从而造成外国投资者持有美元资产实际价值的下降，这会进一步削弱外国投资者持有美元资产的意愿。因此从长远来看美国政府债务的可持续性明显下降。

（三）美国财政和政府债务可持续性对中国的影响

基于由宏观到微观、由内而外的逻辑，美国财政和政府债务可持续性下降会给中国带来以下四点负向冲击：

首先，美国财政和政府债务可持续性下降可能导致美国政府加大贸易摩擦，并通过影响中国的进出口最终拖累中国的经济增长。可持续性的下降会进一步推升财政赤字和政府债务规模，并导致美国经常账户赤字状况恶化。美国特朗普政府早在 2016 年就开始考虑通过关税解决美国的经常账户赤字问题，并于 2018 年引发中美贸易摩擦，对中国实施关税制裁。2025 年特朗普政府再次发动全球关税战，对中国多次、

大规模增加关税。特朗普政府并未意识到此举不仅不能解决美国的经常账户赤字问题，反而会进一步推升财政赤字和政府债务，从而陷入恶性循环。2025 年下半年中国为实现 5% 的 GDP 增速目标面临一定压力，这主要体现在截至 7 月消费、投资增速出现下滑。而受益于抢出口和中美在瑞士日内瓦达成暂停征收高关税 90 天的协议，中国净出口表现良好，成为实现既定经济增长目标的重要基础。考虑到中国是美国最大的贸易逆差来源国，未来美国政府可能会进一步对中国加大贸易摩擦，给中国出口和就业带来不利冲击。如果短期内中国的消费、投资增速未出现明显改善，净出口又受到由美国财政和政府债务可持续性下降导致的中美贸易摩擦的不利影响，最终会在一定程度上拖累中国的经济增长。

其次，美国财政和政府债务可持续性下降会降低中国持有的美元资产的实际价值。美国国债因其“安全资产”属性而被全球投资者广泛持有，而美国财政和政府债务可持续性是美国国债成为“安全资产”的重要基础。虽然中国已经有序减持美国国债，但是中国外汇储备中仍持有大量的美元资产特别是美国国债，即使不出现美国债务违约极端事件的情况，美国财政和政府债务可持续性减弱导致的美国国债信用风险提升也会降低美国国债的实际估值，从而降低中国持有的美元资产的实际价值。同时，中国已成为全球发展中国家第五大债权人和最大的双边债权人，并且此类主权债权多以美元计价并参考市场化利率（中国银行研究院课题组和陈卫东，2024）。美国财政和政府债务可持续性下降会推高美元融资成本，使得发展中国家偿债成本增加和违约概率上升，并最终降低中国以美元计价的对发展中国家主权债权的资产质量和实际价值。

再次，美国财政和政府债务可持续性下降会扰动中国跨境资本流动，进而严重威胁中国金融稳定。过去中国长期出现“双顺差”格局，经常账户顺差积累的大量的美元外汇储备转化为美国国债等低收益资产，资本账户顺差则积累了对外直接投资等高成本负债，因此美国得以在海外净负债规模持续上升的同时维持正的投资收益。美国财政和政府债务可持续性的下降会导致美国国债信用风险提升，而风险溢价的上升会迫使美国国债收益率上升。受此影响，中美利差将出现倒挂，从而导致中国出现较大规模的跨境资本外流，尤其是以证券投资和其他投资为代表的短期资本外流，甚至可能在短期给人民币汇率带来贬值压力。这不仅会提高美国海外净负债占 GDP 的比例，还会通过提高美国海外负债的成本降低美国的投资收益，从而进一步削弱美国财政和政府债务的可持续性，进而使得中美利差持续出现倒挂，并加剧中国跨境资本的外流压力。同时，此种跨境资本流动冲击还可能对股票市场、债券市场以及汇率市场产生外溢效应，最终严重威胁中国的金融稳定。

最后，美国财政和政府债务可持续性下降会给中资金融机构和实体企业带来不利冲击。美国财政和政府债务可持续性下降会推高美元融资成本，从而加大中资金融机构和实体企业境外美元头寸管理和境外融资的难度，甚至可能导致部分中资金融机构和实体企业出现外币资金流失、成本提高、外币负债端流动性承压等现象。在较差情况下，美元融资成本抬升还会提高中资美元债市场信用风险，引发违约风险，并通过交叉违约等条款向境内市场传导。

四、政策启示

根据上述分析，本文提出以下政策启示：第一，坚定执行更加积极的宏观经济政策，加强财政货币政策协同。前文分析表明长期实际利率和经济增速的相对大小、一国的内需和产能是财政和政府债务可持续性的重要影响因素。当前中国实际利率延续下行趋势（刘瑶和汪德华，2025），加之内需不足和部分行业产能过剩，因此财政空间和政府债务空间仍然充足。此时恪守财政收支平衡或是财政规则（如《马斯特里赫特条约》）、过分强调政府债务占 GDP 的比例并无理论依据。当前中国通货膨胀率持续处于低

位，只要通货膨胀率无明确的急速上行态势，就应当坚定执行更加积极的财政政策，并大规模增发国债。同时美国历次财政政策实践表明，在执行扩张性财政政策时，应当辅之以适度宽松的货币政策。这意味着应大力深化财税体制改革，加快建设现代财政制度，在明确财政货币政策界限的基础上，加强财政货币政策协同，以更好发挥政策合力。

第二，加大改革开放力度，加快构建国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局。长期以来中国经济增长严重依赖外需，经常账户顺差积累了大量的美元外汇储备，因而美国财政和政府债务可持续性的下降会严重影响中国外汇储备资产的收益。此外美国财政和政府债务可持续性下降可能导致美国进一步加大贸易摩擦并最终给中国的经济增长带来不利影响。因此从根本上看，中国政府应当大力扩大内需，提高国内需求对 GDP 增速的贡献，以减少对外需的依赖，逐步实现经常账户收支平衡，在此基础上实现国内国际双循环相互促进。

第三，调整外汇储备结构，加强跨境资本流动管理。鉴于当前美国财政和政府债务可持续性下降会降低中国外汇储备的实际价值，中国应当继续有序减持美国国债，通过增持黄金甚至是非金融资产实现储备资产多元化。同时美国财政和政府债务可持续性下降会通过影响中国的跨境资本流动而威胁金融稳定，因此应加强跨境资本流动管理，特别是加强对美元债、美元跨境信贷、全口径跨境融资风险的监测（陈卫东和熊启跃，2025），加强宏观审慎管理，防范输入性金融风险。

第四，中国应当继续推动国际货币体系改革，推动区域金融合作并加快推进人民币国际化。美国政府债务可持续性的最大保障是美元作为贸易结算和外汇储备货币的地位，而中国如果想从根本上提升政府债务可持续性，就应当加快推进人民币国际化。可以通过进一步扩大大宗商品交易的人民币计价与结算规模，加大在国内市场与离岸市场提供高质量人民币计价金融资产的力度，在周边国家与“一带一路”沿线国家培养针对人民币的真实黏性需求，发展人民币跨境支付结算系统（CIPS），努力推进数字人民币的跨境使用等措施大力推动人民币国际化（张明，2023）。同时，可以考虑提高对发展中国家债权中人民币计价债权的比例，此举不仅可以降低中国对发展中国家主权债权受美国财政和政府债务可持续性下降的不利影响，还可以向发展中国家稳定输出人民币，最终有利于推进人民币国际化。

第五，提示中资金融机构和实体企业高度重视美国财政和政府债务可持续性下降导致的美元融资成本上升，警惕其可能带来的各种不利冲击，并进一步加强对外负债管理，加强美元流动性、信用风险管理，减少长期美元依赖。同时中国人民银行和国家外汇管理局应建立完善中资美元债市场风险监测预警机制，鼓励设立并运用美元流动性工具为重要的中资金融机构和实体企业提供应急融资通道。

参考文献

- [1] 陈卫东, 熊启跃. 美国联邦政府债务风险及潜在冲击 [J]. 国际金融研究, 2025 (1): 3-21.
- [2] 蒋飞. 美国财政可持续性研究 [R]. 长城证券研究部, 2025.
- [3] 金立群, 余永定, 张礼卿, 等. 应对全球金融治理新挑战: 布雷顿森林会议 80 周年反思 [J]. 国际经济评论, 2025 (2): 9-32.
- [4] 刘尚希, 盛松成, 伍戈, 等. 财政赤字货币化的必要性讨论 [J]. 国际经济评论, 2020 (4): 9-27+4.
- [5] 刘瑶, 汪德华. 低利率下的财政政策: 回顾与再审视 [J]. 财政研究, 2025 (3): 30-43.
- [6] 徐高. 达利欧的国家债务认知错在哪里? [R]. 中银证券研究部, 2025.
- [7] 余永定. 财政稳定问题研究的一个理论框架 [J]. 世界经济, 2000 (6): 3-12.
- [8] 中国银行研究院课题组, 陈卫东. 本轮发展中国家主权外债危机的形成机制与我国风险应对 [J]. 国际金融, 2024 (4): 19-26.
- [9] 张明. 稳慎扎实推进人民币国际化 [J]. 经济学家, 2023 (12): 10-11.
- [10] 张明, 王喆, 陈胤默. 全球新变局之下的国际货币体系改革: 驱动因素、方案比较与未来展望 [J]. 国际金融研究, 2024 (9): 25-35.

- [11] 张晓慧, 李宏瑾. 现代中央银行起源、财政货币政策分化与协调 [M]. 比较, 2025 (2).
- [12] Antolin-Diaz, J., & Surico, P. The Long-Run Effects of Government Spending. *American Economic Review*, 2025, 115 (7): 2376-2413.
- [13] Auclert, A.. HANK: A New Core of Usable Macroeconomics. *AEA Papers and Proceedings*. 2014 Broadway, Suite 305, Nashville, TN 37203: American Economic Association, 2025, 115: 153-157.
- [14] Bayoumi, T., & Gagnon, J. E.. The US Trade Deficit and Foreign Borrowing: How Long Can It Continue?. Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 25-14, 2025.
- [15] Bernanke, B. S., Bertaut, C. C., Demarco, L., et al.. International Capital Flows and the Return to Safe Assets in the United States, 2003-2007. FRB International Finance Discussion Paper No. 1014, 2011.
- [16] Bianchi, F., & Melosi, L.. Inflation as a Fiscal Limit. Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper, 2022.
- [17] Bohn, H.. The Sustainability of Budget Deficits in a Stochastic Economy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1995, 27 (1): 257-271.
- [18] Bohn, H.. The Behavior of US Public Debt and Deficits. *The Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113 (3): 949-963.
- [19] Carter, S. B., Gartner, S. S., Haines, M. R., et al.. (Eds.). *Historical Statistics of the United States: Millennial Edition (Vol. 3)*. New York: Cambridge University Press, 2006.
- [20] Elmendorf, D. W., & Mankiw, N. G.. Government Debt. *Handbook of Macroeconomics*, 1999, 1: 1615-1669.
- [21] Kremers, J. J. M.. US Federal Indebtedness and the Conduct of Fiscal Policy. *Journal of Monetary Economics*, 1989, 23 (2): 219-238.
- [22] Mauro, P., Romeu, R., Binder, A., et al.. A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy. *Journal of Monetary Economics*, 2015, 76: 55-70.
- [23] Mitchell, B. (Ed.). *International Historical Statistics: The Americas 1750-2000*. Palgrave Macmillan, 2003.

The US Fiscal Deficit and Government Debt: Historical Evolution, Sustainability, and China's Response

Cao Pengju Zhang Ming

Abstract: The enactment of the “One Big Beautiful Bill Act” has further intensified global concerns about the sustainability of the US fiscal deficit and government debt. After reviewing the evolution of US fiscal and government debt levels since World War II, this paper finds that during recessions, wars, crises, and pandemics, the US fiscal balance deteriorates rapidly, and government debt stock rises sharply. However, the ratio of government debt to GDP does not necessarily rise in tandem, as it also depends on fiscal policy, economic growth rates, inflation rates, and government debt interest rates. Based on this analysis, this paper applies classical theory to assess the sustainability of US fiscal and government debt. It finds that the sustained rise in long-term real interest rates and the prolonged low growth rate of real GDP, coupled with changes in the international monetary system, the weaponization of the dollar, and US reciprocal tariff policies, will severely undermine the dollar's status as an international settlement and reserve currency. As a result, the sustainability of US fiscal and government debt is gradually declining. The findings of this study contribute to a deeper understanding of fiscal policy and government debt and provide policy implications for Chinese government to implement more proactive fiscal policies, strengthen fiscal-monetary policy coordination, and address the declining sustainability of US fiscal policy and government debt.

Keywords: Fiscal Revenue and Expenditure; Government Debt; Historical Evolution; Sustainability

(责任编辑 : 高小萍)