

美联储降息与欧美债务可持续性探讨

联合资信 主权部 | 程泽宇

- 美国通胀虽有所回升但整体符合市场预期，美国就业市场出现疲态且经济衰退风险走高，预计美联储 9 月大概率会采取预防性降息举措，以缓解美国经济的下行压力；美联储货币政策和政治干预之间的博弈已经进入历史性关键节点，特朗普政府通过插手美联储的人员任命等方式施压美联储大幅降息，以缓解美国债务的利息偿付压力
- 欧美国家债务货币化的负面问题已开始反噬债券市场，出现投资者对国债资产“用脚投票”的短期现象，长期国债无风险属性趋向风险化，其避险功能遭到一定削弱；投资者对欧美国家财政可持续以及央行控制通胀能力产生担忧，叠加部分国家政局调整削弱投资者信心、国债供需技术性调整等因素，推动各国长期国债收益率攀升
- 虽然本轮欧美长期国债收益率走高与欧债危机的预警信号存在部分重合，但在美联储及欧盟采取宽松的货币政策及欧洲充足的预防举措下，欧美主权债务危机的“灰犀牛”难以重现；财政扩张政策成为各国拉动经济增长的重要方式，欧美央行降息将有助于缓解政府的债务负担，但债务驱动的经济发展模式或遭受挑战，欧美国债收益率曲线不再遵循单一陡峭路径而是“牛陡”和“熊陡”交替上演



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、 美联储 9 月降息可能性分析

美国通胀虽有所回升但整体符合市场预期，就业市场出现疲态且经济衰退风险走高，预计美联储 9 月大概率会采取预防性降息举措，以缓解美国经济的下行压力

近期美国通胀、就业及经济数据表明，美国就业市场出现疲态且经济衰退风险走高，预计美联储 9 月议息会议大概率将继续重启降息通道。一方面，由于加征关税对美国物价的效应还未传导至消费端，叠加能源价格继续低位运行，美国 8 月 CPI 增幅仅小幅走高 0.2 个百分点至 2.9%，其中拉动通胀走高的最主要细项是房屋价格上涨，同比增长 4%。虽然美国 8 月通胀有所回升，但整体符合市场预期，仍在可控范围内。尤其是在 8 月 22 日的杰克逊霍尔央行年会上，美联储主席鲍威尔宣布，美联储更新货币政策运行框架，新框架表示“回归灵活通胀目标制”，致力于坚决确保长期通胀预期保持良好锚定，鲍威尔承认经济放缓与关税推升通胀，但强调关税为“一次性冲击”，为降息铺路。

美国就业市场呈现一定疲态，美联储货币政策存在调整的必要。根据美国劳工部最新公布的数据，美国上周首次申请失业救济金人数达到 26.3 万人，较上月增加 2.7 万人，不仅创近四年以来新高，也远超出市场预期的 23.5 万人，表明企业裁员活动上升及劳动力市场降温。同时，8 月美国非农新增就业仅 2.2 万人，大幅低于 7.5 万人的预期，且 6 月新增就业从 14.7 万人下修为减少 1.3 万人，系 2020 年以来首次月度负增长，表明企业招聘萎缩和就业增长放缓。8 月美国失业率在连续 2 个月走高后达到 4.3%，为 2011 年 10 月以来高点，进一步印证了美国劳动力市场正在失去动力，为美联储 9 月降息提供支撑。

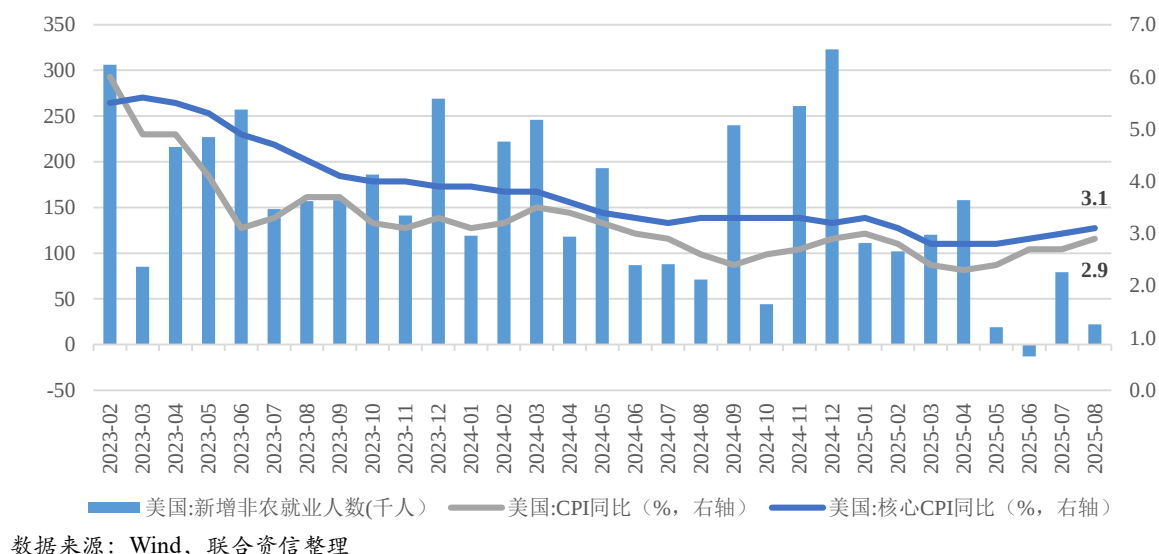
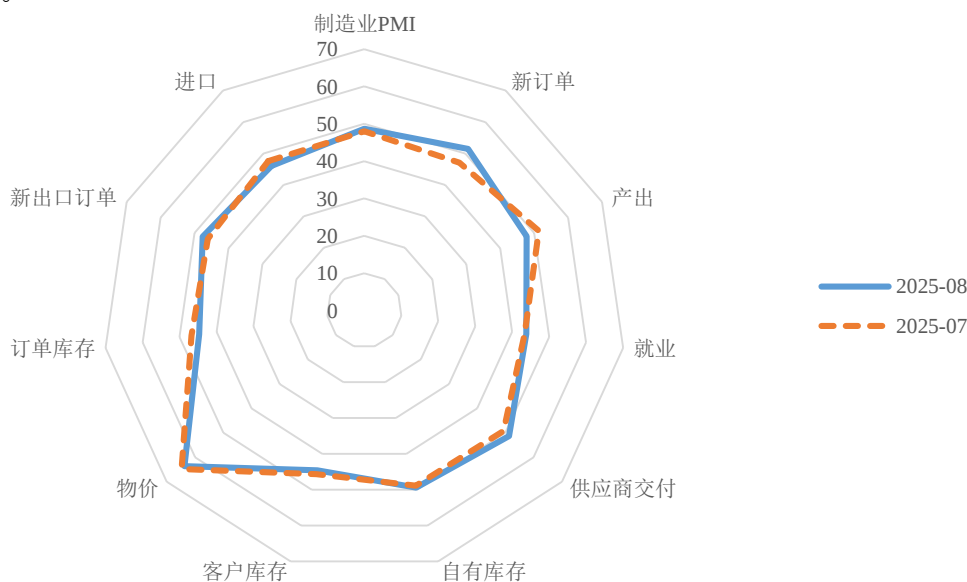


图 1 2023 年以来美国就业及通胀表现

另一方面，美联储在较长时间内维持高利率水平，对企业经营和居民消费均产生一定挤出效应，加之美国“对等关税”政策正在重塑美国贸易结构并增大其贸易萎缩风险，近期公布的经济数据反映出美国经济存在一定下行压力。美国供应管理协会（ISM）发布的最新调查显示，8月美国制造业PMI从7月的48.0小幅升至48.7，虽然小幅回升但在过去6个月依旧位于荣枯线以下，其中产出、新出口订单分别为47.8和47.6，均低于荣枯线，显示内外需同步走弱，关税措施暂未推动美国制造业强势复苏。PMI作为经济前瞻指标，反映出美国未来经济存在较大的走软压力，市场对于美国经济增速放缓的担忧走高，美联储9月大概率会采取预防性降息，以缓解美国经济的下行压力。



数据来源：Wind，联合资信整理

图2 美国2025年7月和8月制造业PMI及分项表现

美联储货币政策和政治干预之间的博弈已经进入历史性关键节点，特朗普政府通过插手美联储的人员任命等方式施压美联储大幅降息，以缓解美国债务的利息偿付压力

美联储9月议息会议备受全球瞩目，主要是因为美联储货币政策和政治干预之间的博弈已经进入历史性关键节点。特朗普政府自上台以来，一直敦促美联储大幅下调基准利率及调整人员任命，对美联储的独立性造成较大干扰。2025年2月特朗普签署行政令，要求所有独立机构（含美联储）所有规则制定需提前获得白宫批准，虽未直接覆盖货币政策，但实质削弱了美联储的自主权。特朗普多次在社交媒体上呼吁美联储降息，在9月议息会议召开前夕，特朗普再度施压美联储对基准利率实施更大幅

度的降息，虽然市场普遍预测美联储 9 月大概率降息 25 个基点，但特朗普政府依旧希望美联储大幅降息 50 个基点，或对美联储货币政策的独立性造成干扰，也为 9 月降息幅度留存悬念。

特朗普还插手美联储的人员任命，特朗普以“美联储总部翻修超支 25 亿美元”为由指责美联储主席鲍威尔“监管失职”“国会虚假陈述”，要求其“免职追责”。但美联储独立性被市场视为美元资产的核心支柱，因特朗普解雇鲍威尔谣言传出，直接导致短期内美国“股债汇三杀”，为此特朗普出面辟谣才得以稳固资本市场。之后，特朗普转为逐步控制美联储理事会，2025 年 8 月在美国联储理事库格勒辞职后，特朗普提名白宫经济顾问委员会主席米兰接任，9 月 16 日美国参议院以 48:47 票通过对米兰出任美联储理事会成员的提名，米兰将有机会参与 9 月美联储议息会议投票。同时，特朗普以“房贷申请造假”为由解除美联储理事库克的职务，如果库克离任特朗普将在 7 人理事会中拿下 4 席，获得美联储的实际控制权。但库克立即提起诉讼表示特朗普无权解雇其职务，法院发出临时阻止令，库克将继续留任并参与 9 月议息会议投票，特朗普暂未获得理事会的绝对话语权。

特朗普政府之所以希望美联储大幅降息，除了出于释放经济活力的目的，核心目标是希望缓解美国债务利息偿付压力。新冠疫情暴发后，美国政府采取了大规模的扩张性财政政策，导致美国政府债务压力大幅走高，再加上拜登政府上台以来主张通过财政扩张来投资美国基础设施建设，通过《基建法案》《芯片法案》以及《通胀削减法案》合计 1.2 万亿美元的财政支出来提振经济发展，但同时加剧了政府的财政收支失衡和债务负担。特朗普政府重返白宫后采取大刀阔斧的结构性改革，于 7 月通过了“大而美法案”，该法案授权将政府债务上限一次性提高 5 万亿美元至 41.1 万亿美元，是美国史上最大幅度的债务上限调整，此举旨在避免美国政府 2025 年 8—9 月触及债务上限“X-Date”（财政部现金耗尽日期）的风险，并为 2025—2026 财年政府支出提供“缓冲空间”。在此背景下，预计 2025 年美国政府债务总额或攀升至 37.5 万亿美元，相当于 GDP 的比值或接近 125%，政府债务压力创历史新高。再者，近年来美联储为抑制通胀而将联邦基准利率维持在较高水平，2024 年美国政府的利息支出已经突破 1.0 万亿美元的历史记录，美国政府债务利息跃升为第二大财政支出项目，利息支出相当于 GDP 的比值高达 3.7%，预计 2025 年政府利息会进一步突破 4.0%，美国财政面临滚雪球的自我强化陷阱。

二、 欧美长期国债抛售风险走高及原因分析

欧美国家债务货币化的负面问题已开始反噬债券市场，出现投资者对国债资产“用脚投票”的短期现象，长期国债无风险属性趋向风险化，其避险功能遭到一定削弱

近期，美国政府债务压力除了体现在庞大的利息支出，还体现在长期国债收益率震荡走高。2025 年 4 月，美国总统特朗普在白宫签署两项“对等关税”行政令，引发投资者对全球贸易体系重构的担忧，关税摩擦最终会传导至美国的再通胀压力，通胀预期走高叠加经济衰退风险溢价抬升，共同支撑长期美债收益率上涨。考虑到特朗普政府极端的贸易保护政策以及基差交易的紧急平仓，出现投资者对全球最大安全资产“用脚投票”的短期现象，美国国债市场爆发史诗级抛售，长期限美债收益率全线飙升逾 40 个基点。随后，特朗普政府为平息债市动荡宣布 90 天暂停加税，令美债收益率小幅回落。2025 年 9 月初，美国 30 年期国债收益率盘中一度突破 5% 的重要心理关口，长期美债抛售风险再度浮现。

近期，多个欧洲国家的长期国债收益率也显著走高。德国 30 年期国债收益率上涨至 3.4% 左右，创 2011 年欧债危机以来新高；英国 30 年期国债收益率一度飙升至 5.6%，创 1998 年以来新高；法国 30 年期国债收益率攀升至 4.498%，超过欧债危机时期最高的 4.469%，创 2008 年次贷危机以来新高。不难看出，欧美国家债务货币化的负面问题已开始反噬债券市场，出现投资者对国债资产“用脚投票”的短期现象，长期国债无风险属性趋向风险化，其避险功能遭到一定削弱。

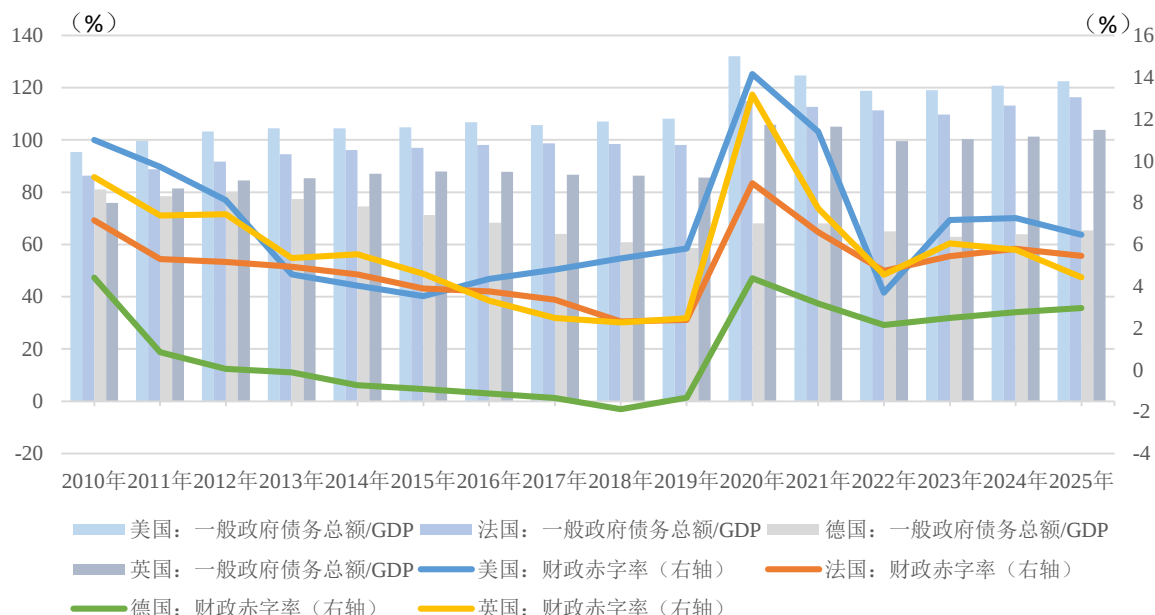


图 3 2006 年以来欧美主要国家 30 年期国债收益率走势

投资者对欧美国家财政可持续以及央行控制通胀能力产生担忧，叠加部分国家政局调整削弱投资者信心、国债供需技术性调整等因素，多重压力交织推动欧美多国长期国债收益率攀升

近期欧美多国长期国债收益率升至历史新高，主要受以下四重因素影响：

一是投资者对欧美国家的债务可持续性愈发担忧，这也是推动长债收益率走高的根本原因。近年来，美国政府债务屡次接近接近债务上限，美国政府多次面临“政府关门”“财政悬崖”以及债务违约的风险，为此“大而美法案”将美国债务上限一次性提高至 41.1 万亿美元的历史新高。自新冠疫情暴发后，欧盟财长会议正式宣布暂停《马斯特里赫特条约》（简称“马约”）所规定财政赤字率（3%）和政府债务率（60%）的约束，且至今仍未恢复，欧盟国家不再严格履行 1991 年制定的财政纪律。英国和法国的财政表现已远超马约的赤字和债务红线，2024 年英国和法国的政府财政赤字率分别高达 5.7%和 5.8%，政府债务规模相当于 GDP 的比值均超过 100%。只有德国长期以来坚持“债务刹车”和“黑零计划”的严格财政纪律，但 2025 年 3 月德国通过《基本法》修正案并放宽“债务刹车”条款限制，允许防务与基建支出超出 GDP 的 1%部分不受财政赤字不超过 0.35%的红线约束，为超长债放量提供宪法通道，标志着德国抛弃了数十年来的财政保守主义。投资者对欧美各国政府财政状况的担忧，直接转化为对长期国债更高的风险溢价要求，因此长期国债收益率曲线更加陡峭。



注：右轴统计财政赤字率数据，正值代表赤字，负值代表盈余

数据来源：Wind，联合资信整理

图 4 2010 年以来欧美主要国家财政赤字及政府债务情况

二是欧美部分国家的政局调整显著削弱投资者信心，推动长期国债收益率大幅走高。9月1日，英国首相斯塔默改组内阁，新设“首相首席秘书”职位可直接向首相汇报，旨在削弱财政大臣里夫斯的权威，为秋季大幅增税扫清内部阻力。9月8日，法国总理贝鲁领导的政府在法国国民议会（议会下院）举行的信任投票中未能过关，主要是因为7月贝鲁政府提出2026年财政预算计划，包含削减438亿欧元财政支出、大幅缩减医保支出增幅等紧缩财政政策，遭到左翼和极右翼联盟的强烈反对，反映出法国少数席位执政党的困境和政府债务风险愈发难控。

三是货币宽松和关税政策导致各国再通胀预期走高。欧洲央行自2024年6月开启降息通道后，至今已累积降息8次合计235个基点，美联储预计也将于2025年9月继续采取降息行动，欧美主要央行货币宽松政策叠加美国加征关税或导致各国的再通胀压力走高，受此影响各国央行对通胀的容忍度也可能走高。投资者对欧美央行控制通胀的能力和意愿的信心正在减弱，通胀预期走高叠加经济衰退风险溢价抬升，支撑欧美多国长债收益率走高。

四是国债供需技术性调整也是导致近日欧美债市大跌的重要原因。从供给端看，政府和企业通常在9月前后集中发债，美国自“大而美法案”提高债务上限后，美国财政部已发行约3,280亿美元国债，单月发行规模创2023年以来新高。德国财政署将在7月至9月期间筹集1,185亿欧元资金，较去年末的原计划增加190亿欧元。从需求端看，由于公司债的收益率通常比国债高1个百分点左右，9月前后债券供给增加后投资者更倾向于购买企业债，导致国债需求下降。再者，作为欧盟规模最大的养老金市场，荷兰养老金改革推高了欧洲长期债券的收益率。荷兰养老金投资改革为“生命周期投资”模式，即年轻成员的资金增配股票并降低对超长久期对冲的依赖，年长成员则把储蓄转向短久期债券并同步压缩利率避险敞口。考虑到荷兰的养老金储蓄占欧盟总额的50%以上，其持有的欧洲债券总额接近3,000亿欧元，这一范式转换触发大规模长久期掉期平仓，其冲击迅速席卷欧洲债市，推动长期借贷成本升至多年高点。

三、 美联储降息与欧美债务风险的相互影响

虽然本轮欧美长期国债收益率走高与欧债危机的预警信号存在部分重合，但在美联储及欧盟采取宽松的货币政策及欧洲充足的预防举措下，欧美主权债务危机的“灰犀牛”难以重现

本轮欧美长期国债收益率走高与欧债危机的预警信号存在部分重合：一是9月初欧美长债收益率纷纷走高，其中英、法、德等国更是超过各自欧债危机时期的高点，与欧债危机时期希腊、葡萄牙等国债收益率飙升至7%以上有一定相似性。二

是英国、法国的财政赤字率纷纷突破 5.5%，德国也逐步放弃“黑零计划”，虽然较欧债危机时期受影响较重的国家（PIIGS）表现尚好，但财政赤字存在继续走扩风险。三是目前法国总理贝鲁领导的政府在法国国民议会举行的信任投票中未能过关，与欧债危机前夕希腊隐瞒真实财政赤字率以及政府更迭的触发因素有一定相似性。

但本轮欧美长期国债收益率走高尚并未构成系统性风险，最核心的原因在于美联储及欧盟采取宽松的货币政策。作为全球多数央行的锚定标的，美联储货币政策的调整对全球经济会产生广泛连锁反应，尤其是在美联储加息阶段，密集和大幅的加息节奏可能会刺破地产、金融等资产泡沫引发债务及金融危机，比如 2008 年美国次贷危机及 2010 年欧债危机。而本轮美债收益率走高风险预计将随美联储 9 月重启降息而得到缓解，政府的利息偿付压力也会相应降低。再者，当前欧洲核心国家的债务结构均较为稳健，债务期限结构较长，短期再融资压力较为可控。

此外，欧洲央行和欧盟在欧债危机后已经采取多层防护以防止债务风险重现，比如，欧盟于 2010 年 5 月成立欧洲金融稳定机制(EFSM)和欧洲金融稳定基金(EFSF)，前者作为政府间协议可以对所有欧盟成员国提供资金支持，后者旨在以较低的利率向欧元区成员国提供金融援助。此后，2012 年 12 月开始设立欧洲稳定机制（ESM），取代了此前的 EFSF 与 EFSM，ESM 旨在向陷入财政困境的欧元区国家提供贷款，最大贷款能力为 5,000 亿欧元。欧洲央行在欧债危机后推出一项名为“传导保护机制”（TPI）的购债计划，规定在欧元区货币政策调整过程中如果发生意料之外的、无序的市场变化时欧洲央行可以出手干预，下场购买国债或其他公共债券。

财政扩张政策成为各国拉动经济增长的重要方式，欧美央行降息将有助于缓解政府的债务负担，但债务驱动的经济发展模式或遭受挑战，欧美国债收益率曲线不再遵循单一陡峭路径而是“牛陡”和“熊陡”交替上演

2025 年 9 月初欧美多国长期国债收益率飙升背后，折射出市场对欧美国家政府债务可持续性的深层忧虑。自新冠疫情暴发到俄乌冲突，再到美国对全球加征关税，诸多黑天鹅事件导致全球经济增长的不确定性进一步走高，预计 2025 年美国经济增速将有所下行，英国、德国、法国等国家经济表现更加疲软。

在此背景下，财政扩张政策成为各国拉动经济增长的重要方式，欧美央行降息将有助于缓解政府的债务负担。但是，随着政府赤字长期居高不下和债务压力不断上升，欧美国家政府债务的可持续性日益受到挑战。比如，“大而美法案”希望将债务上限一次性提高 5 万亿美元，以延缓美国的债务风险。但考虑到特朗普政府极端的贸易保护政策以及“海湖庄园协议”酝酿将美债置换为长期无息债务等因素，市场对美债的

避险属性信念产生一定动摇。尤其是特朗普政府的贸易保护政策加剧全球供应链的断裂风险，或直接冲击美债的偿付渠道和流通循环，美国债务驱动的经济发展模式或遭受挑战。

尤其是近期欧美多国长期国债遭遇抛售，标志着全球资产定价从“央行 β ”正式迈向“财政 β ”，收益率曲线的短端利率在央行降息的背景下有所下行，但对于政府债务的持续扩张，市场对长期国债要求更高的风险溢价。整体看，在财政扩张、通胀长期化以及政治不确定性走高等因素叠加下，欧美国债收益率曲线不再遵循单一陡峭路径，而是“牛陡”和“熊陡”交替上演，两种陡峭化将随政策与事件节奏长期并存。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

相关研究

[“大而美”法案加剧美国财政赤字与债务风险](#)

[美对等关税多米诺效应系列研究（一）——加剧全球资本市场短期震荡](#)

[美对等关税多米诺效应系列研究（二）——全球供应链或加速重组](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。