



The Economic Policies of the Trump Administration and Growth Prospects of US Treasury

特朗普政府经济政策 与美国国债的增长前景

■ 孙海泳

发行国债是美国联邦政府以债务融资方式弥补财政赤字的主要手段。由于美国的全球霸权以及美元的国际货币地位的影响，包括外国政府等诸多国际投资者持有大量美国国债。在特朗普政府执政期间，由于财政赤字的扩张状况未能扭转，特别是受到减税等政策的影响，美国国债持续大幅增长。在未来一段时期，由于美国政府的赤字传统以及美国政府的医保等刚性支出增加等因素的影响，美国政府财政赤字状况难以扭转，并将由此导致国债继续大幅增长。这不仅将侵蚀美国的金融霸权，对美国国内政治运作产生影响，还会滋生经济风险并影响外国债权人的资产安全

关键词：美国国债；美国金融霸权；特朗普政府经济政策

长期以来，基于美国的全球主导地位以及美元的国际货币地位，美国联邦政府一直通过发行国债（国库券）的方式作为弥补财政赤字的主要手段。自国际金融危机爆发以来，美国国债大幅增长，这在一定程度上引发了美国国内以及国际社会对于美债增长潜在风险的警惕。自特朗普政府执政以来，其通过减税政策提振国内经济，并发起针对多国的贸易战，这些经济政策对美债的增长前景产生了重要影响。

美国国债的发展态势

美国国债的持有者包括美国政府机构、美国国内投资者、外国政府和国际投资机构。中国曾是美国国债的最大海外投资者，但随着不断减持美债，中国已成为美债的第二大投资者。目前，美国政府的财政赤字传统正助推国债持续、大规模增长。

美国国债的分布构成

美国国债分为两类，美国财政部通过其公共债务局(Bureau of The Public Debt)管理国债。债务分为两类：政府内部持有的债务和公众持有的债务。一些政府机构，例如社会保障信托基金等，将其积累的资金投资于国债，并根据需要赎回国债以获得资金。截至2019年12月，美国国债约为23万亿美元。其中，政府机构持有的债务总额为5.9万亿美元，占总债务的26%。社保系统持有国债最多。其中，社会保障信托基金和联邦伤残保险信托基金持有约2.9万亿美元国债；退休人事管理办公室以及军事退休基金各持有约0.93万亿美元；联邦医疗保险，包括联邦医院保险信托基金和联邦补充医疗保险信托基金以及所有其他退休基金持有约0.6万亿美元。除此以外的超过17.1万亿美元的国债分别由以下各方持有：外国政府和投资者持有国债总额的29%；个人、银行和投资者持有

17%；美联储持有11%；共同基金持有9%；州和地方政府持有5%。其余部分由养老基金、保险公司和储蓄债券持有。¹

外国持有的美国国债

美国国债以美国的国家信用为担保。鉴于美国的国际地位以及美元的国际货币地位，在各国政府持有的外汇中，美元均占一定比例。为获得投资收益，许多国家政府往往投资于美国国债市场。特别是对美国存在大量贸易顺差的国家，成为美债的主要外国持有者。截至2019年9月，日本持有1.14万亿美元美债，成为最大的外国持有者；第二大持有国是中国，持有1.10万亿美元的美债，这相当于外国持有的美债的26.7%；英国是第三大持有国，拥有0.35万亿美元美债；巴西为第四大持有国，持有0.3万亿美元美债。紧随其后的是爱尔兰、卢森堡、开曼群岛和瑞士，分别为0.27万亿美元、0.25万亿美元、0.24万亿美元和0.23万亿美元美债。²当然，这一数据并未全面地反应各国官方持有美债的准确额度，这是由于一些主权财富基金或对冲基金在他国或离岸金融中心进行相关金融运作，从而掩盖了本国实际持有的美债额度。

早在2007年5月31日，中国已取代英国成为美债的第二大外国持有者，并一度成为美债的最大外国持有者，但自2013年11月以来，中国减持了约0.2万亿美元的美债。中国减持美债主要受到三方面因素的影响：第一，推进人民币国际化的需要。由于中国正在积极推动人民币国际化进程，使人民币向全球货币过渡，为此需要放松与美元的挂钩。第二，受国际经济形势的影响，以及中国国内产业转型与升级等因素的影响，中国的经济增速和出口下滑，由此使得投资美国国债的能力下降。第三，维护对外投资安全性的需要。中国自进入本世纪第二个10年以来，鼓励企业“走出去”，加大了对外直接投资力度，由此不断减持美债。

美国联邦政府对赤字财政的路径依赖助推国债高企

美国国债是每年预算赤字的累积。即使在冷战结

束后的近30年里，美国联邦政府在绝大部分财政年度都会出现大额赤字。特别是在克林顿政府之后，每位总统和每届国会都计划超支。美国政府实施赤字财政的主要原因在于：第一，赤字开支通过让资金流向企业和家庭来刺激其国内经济。因此，政府支出是GDP的组成部分。第二，美国依靠中国和日本等国家借贷给美国，美国在以债务融资所得的资金购买其所需产品。第三，美国的政治领导人因为创造就业和发展经济而当选。当失业率和税收增加时，这些政客会输掉选举。正因如此，特朗普竞选及执政期间承诺大幅减税，并大肆吹嘘其减税的积极成果，而美国国会也几乎没有减少赤字的动力。第四，特殊形势下应对金融危机所产生的历史遗留问题。作为国家的中央银行，美联储负责国家的信贷。2008年，为应对经济危机，美联储通过购买银行持有的抵押贷款支持证券，加强了公开市场操作。2009年，美联储开始增持美国国债，并支持美国摆脱了经济衰退的影响。在某种程度上，美联储将债务货币化，用凭空创造的信贷从其成员银行购买美债，其效果和印钞相同。由此，通过保持低利率，美联储帮助政府避免了因过度负债而可能导致的高利率困境。

特朗普政府经济政策对美国国债的影响

美国国债持续增长的主要原因在于联邦政府的财政赤字积重难返，但在美国国内政治的运作过程中，通过增税等方式减少财政赤字对于政治家而言属于政治风险较大的政策选择。因此，在过去50年里，美国联邦政府年度财政赤字平均占GDP的3.0%。³当然，在经济增长强劲时期，财政赤字通常要小得多。这些巨额赤字将导致公众持有的债务增加。虽然特朗普在竞选期间曾表示将在八年内消除联邦债务，但在其第一任期的三年内，赤字已上升了16%以上，国债增加了三万亿美元。除了联邦政府长期入不敷出的惯性，特朗普政府执政期间的减税等政策也是国债高企的重要原因。



特朗普政府的减税政策助推财政赤字上升

美国联邦政府财政赤字及其成因早在特朗普时代之前就已存在，但特朗普总统通过扩大赤字来支持其额度高达1.5万亿美元的全面减税计划，这加快了债务增长的速度。美国国会于2017年通过《减税和就业法案》(tax cuts and Jobs Act)。特朗普总统承诺这些减税措施将通过刺激经济活动来提供新的税收增长，但税收收入自此停滞不前。此外，《2018年两党预算法案》(Bipartisan Budget Act 2018)取消了政府的多项支出上限。虽然特朗普政府的减税政策促进了之后数年的经济增长，但却制约了联邦政府收入增长。

联邦税收收入的减少会增加政府财政赤字，特别是在短期内会迅速拉升赤字规模。2017年，联邦税收收入占全国GDP的17.3%，而到了2019年，即特朗普总统通过1.5万亿美元减税法案两年后，这一数字降至16.5%。⁴而且由于诸多支出上限的取消，也在很大程度上助推了特朗普政府的政府支出，由此导致财政赤字不断上升。2016年特朗普当选时，赤字占GDP的比例为3.2%。到2018年底，尽管经历了一段经济增长强劲的时期，这一比例仍上升至3.9%。⁵2019年，美国联邦预算赤字已经达到了一万亿美元，这是自2012年以来财政赤字首破万亿美元大关，而且根据特朗普政府的收支状况及其发展趋势，这将成为未来10年的一种永久性模式。由此，特朗普总统试图以减税来增加选票是不负责任的政治举措，这会导致美国国债以超过5%的速度增长。⁶

值得注意的是，减税也未能带来特朗普承诺的4%、5%甚至6%的经济增长。例如，2019年第四季度美国的GDP增长率为2.1%，低于2017年减税法案通过前的增长率和奥巴马第二任期的平均增长率(2.4%)。而经济增长现实与预期的差距，将导致税收增长难以弥补日益上升的赤字规模，并将由此增加国债规模。国会预算办公室(CBO)预计，到2029年，整体税收收入的降幅将比预期更大。在此形势下，民主党、共和党和独立的财政鹰派颇为担忧。众议院预算委员会民主党主席、肯塔基州众议员约

翰·亚穆斯(John Yarmuth)表示，特朗普总统的经济政策并没有像其声称的那样可以持续地提振经济；该委员会的首席共和党人、阿肯色州联邦众议员史蒂夫·沃马克(Steve Womack)则指出，美国政府的债务和赤字继续增长，正处于一个不可持续的轨道上。而当前的高债务水平是在经济相对健康的背景下出现的，这表明美国政府收入和支出之间存在结构性差距，其国债的持续增长趋势和规模难以控制。

贸易战对美国国债增长的潜在影响

自执政以来，特朗普政府秉持“美国至上”原则发起针对多方的贸易战或贸易争议，在很大程度上造成“损人损己”的影响。主要体现在以下方面：第一，特朗普政府加征的关税增加了国内市场上的消费品的成本，造成民众实际收入的降低。第二，还造成了市场的不确定性，由此导致一些美国企业推迟或放弃新的投资，或对其供应链做出代价高昂的调整，由此导致政府税收等损失。第三，关税还会导致贸易伙伴采取报复性政策，减少美国公司的出口，亦会间接导致税收等损失。根据国会预算办公室的报告，贸易战预计将使美国普通家庭的年实际收入减少1277美元；关税预计到2020年将使美国实际国内生产总值降低大约0.5%，使消费者价格上涨0.5%，使美国家庭平均实际收入减少1277美元(以2019年美元价格计算)。这些因素直接对政府赤字乃至国债的增长产生负面影响。

美国政府在国债问题上的政策倾向

尽管美国国债不断增加，但美国政府并不急于平衡赤字，其主要原因包括以下方面：第一，美国的利率很低，从而压低政府的借贷成本。第二，美元是全球储备货币，因此，每当全球市场波动时，美国公债就成为投资者的避险天堂，从而支撑着对美债的需求。第三，美元是世界货币，而且从理论上讲，由于美联储控制着货币供应，美国永远不会出现债务违约。因此，美联储可以通过印钞来摆脱

债务，尽管这样做会带来通胀的巨大风险。第四，保持美元的国际货币地位需要对外输出美元，因此，美国凭借其全球主导地位可通过对外输出美元来为本国财政赤字融资，

正因如此，历届美国政府均未将降低国债规模作为核心的政策议程。而对特朗普政府而言，财政赤字导致国债的迅速攀升的状况也并非其关注的核心议程。在此背景下，2020年2月5日，特朗普总统发布了他的2021财年预算请求。根据他的提案，联邦预算将达到创纪录的4.829万亿美元。其中，政府支出中的强制性支出的预算为2.966万亿美元；可自由支配支出预计为1.485万亿美元；国债利息估计为3780亿美元（国债利息是增长最快的联邦支出，预计到2028年将翻一番）。与此同时，美国政府预计将获得3.863万亿美元的收入，这将在2021财年造成0.966万亿美元的赤字。显然，这样的赤字规模将造就相当规模的新发国债规模。

美国国债持续攀升的影响与前景

美国国债的持续增长，不仅将使得美国进一步陷入通过债务融资支持其国内财政赤字的窠臼，而且会动摇美元的国际信用以及美国的全球金融霸权，并影响美债持有国的资产价值乃至资产安全。

国债攀升将侵蚀美国的金融霸权

国债与GDP的比率能够衡量一个国家偿还债务的能力。高比率意味着一国的生产不足以偿还债务。特别是外国借款在一国债务中占比过高，可能会引发借贷人与投资者对债务国的债务价值或偿债能力的担忧。2019年第四季度，美国债务与GDP之比为107%，而且外国机构和投资人持有高额美债。虽然美债以美元计价，从理论上讲，美国政府可以通过不断发行新债券来筹资偿还旧债，但从长期来看，美债的实际投资价值可能会受到侵蚀，并且随着美债规模的不断攀升，美国政府的偿债意愿与偿债能力亦会受到质疑。

医保支出将成为债务攀升的主要因素

人口老龄化和医疗保健费用的增加将助推联邦政府财政中的强制性支出额度，尤其是社会保障和医疗保险。曼哈顿政策研究所（Manhattan Institute for Policy Research）的高级研究员布莱恩·里德尔（Brian Riedl）认为，在2019年至2049年期间，社保系统将征收56万亿美元的工资税和福利税，并支出75万亿美元的福利，由此造成的19万亿美元现金缺口必须由一般收入来填补；同期，医保系统将征收17万亿美元的工资税和专项收入，并支出61万亿美元的福利，由此造成44万亿美元的现金缺口；为这些赤字提供大部分资金的联邦借款将使国债的利息支付增加40万亿美元。在美国的制度体系下，通过增税来弥补这类日益扩大的资金缺口显然在政治上难以落实，以发行国债来支撑这一开销将是未来美国政府的不二选择，由此将不断推升国债的总体规模。

债务上限问题将不断引发政治角力

鉴于国债规模不断增加且难以抑制，未来美国政府与国会之间的债务上限角力亦将成为两党斗争、府会斗争的焦点之一。债务上限是国会规定的联邦政府在任何时候都能承担的债务上限。当上限达到时，美国财政部就不能再发行任何国库券、债券或票据，其只能在获得税收收入才可以进行支出。如果财政收入不够，财政部长必须在支付联邦雇员工资、社会保障福利和国债利息之间做出选择。国会规定法定债务限额为债务上限。国会必须提高债务上限，美国政府才不会出现债务违约。在过去10年里，国会将债务上限提高了10倍。仅在2008年和2009年，它就提高了四次。当然，只有当总统和国会无法就财政政策达成一致时，债务上限才有意义。这一议题会成为国会两党或不同派别之间政治斗争的重要着力点。目前，美国国会将债务上限推迟到2020年总统大选之后，以避免在选举年出现债务危机或政府关门风险。虽然国会通常会最终通过债务上限法案，但在美国两党极化日益加剧的背景下，特朗普政府乃至其后的各届政府可能



在债务上限问题上面临更为激烈的政治博弈，并对美债的持有国与投资者形成新的挑战。

国债高企积累经济风险

未来几十年，美国国债规模将升至二战以来的最高水平，因为税收收入下降和支出增加可能会恶化美国的财政前景。1946年，美国最高债务与GDP之比达到106%，这一数字是由为二战提供资金的支出推动的，而此后的债务飙升则是由经济衰退推动的。2007年，公众持有的债务占美国国内生产总值的35%；到2037年，预计债务与GDP之比将达到108%。到2049年将增至144%。这一债务水平将是美国历史上最高的，而且还将进一步增加，如此高且不断增长的债务前景给美国经济带来了巨大风险，也给政策制定者带来了重大挑战。⁷规模不断上升的联邦债务将减少国民储蓄和收入，提高政府的利息支付，限制政策制定者应对意外事件的能力，并增加财政危机的可能性。事实上，2011年和2013年，当国会中的茶党(tea party)共和党人威胁要拖欠美国债务时，美国国债的持有方确实感到担忧。

如果美债持有方的担忧达到一定限度，就会对美债要求更高的利率或降低对美债的需求，这可能将推高利率，并使得美国经济增长放缓和美元面临下行压力，这又会进一步减少需求，从而形成恶性循环。不容忽视的是，美国的全球主导地位决定其将运用经济、政治等多重手段竭力避免这一状况发生，而且在国际资本市场中，由于美国国债的市场规模及资产安全性相对较高，在短期内各债权国和投资机构难以找到与之规模相当的替代投资物，这使得美债在相当长的一段时期内，仍然是各主权基金和投资机构的重要投资对象。当然，随着美债规模的不断增加，以及欧元、人民币等货币国际地位的上升，许多国家对美元外汇储备的依赖度将会降低，并将减少对美债投资的依赖。IFM

注释：

¹Kimberly Amadeo, "Who Owns the US National

Debt?", The Balance, December 20, 2019 <https://www.thebalance.com/who-owns-the-u-s-national-debt-3306124>.

²"Major foreign holders of U.S. treasury securities as of September 2019", Statista, November 2019, <https://www.statista.com/statistics/246420/major-foreign-holders-of-us-treasury-debt/>.

³"The Budget and Economic Outlook: 2020 to 2030", Congressional Budget Office, January 28, 2020, p.1, <https://www.cbo.gov/system/files/2020-01/56020-CBO-Outlook.pdf>.

⁴Jeff Stein, "Federal debt set to rise over the coming decades to highest levels since World War II, CBO says", The Washington Post, June 25, 2019, <https://www.washingtonpost.com/business/2019/06/25/federal-debt-set-rise-over-coming-decades-highest-levels-since-world-war-ii-cbo-says/>.

⁵Kimberly Amadeo, "US Federal Budget Breakdown", The Balance, February 13, 2020, <https://www.thebalance.com/u-s-federal-budget-breakdown-3305789>.

⁶John Crudele, "Now is not the time for President Trump's proposed tax cuts", New York Post, February 3, 2020, <https://nypost.com/2020/02/03/now-is-not-the-time-for-president-trumps-proposed-tax-cuts/>.

⁷Jeff Stein, "Federal debt set to rise over the coming decades to highest levels since World War II, CBO says", The Washington Post, June 25, 2019, <https://www.washingtonpost.com/business/2019/06/25/federal-debt-set-rise-over-coming-decades-highest-levels-since-world-war-ii-cbo-says/>.

作者系上海国际问题研究院美洲研究中心副研究员