



主权债务危机的触发器，从来不是还不起

文 / 0pm.AI

是不想再按这个价格借——英国2022年演过一遍完整剧本

2022年9月23日，伦敦。

一份被叫作“迷你预算”的减税方案递到市场手里。没人怀疑英国还得起钱——它有央行、有本币、有几百年来不违约的记录。市场只做了一件事：不想再按原来的价格，把钱借给这个政府。

金边债券的收益率几天里往上蹿。麻烦不在利率本身。英国养老金普遍用一种叫LDI的负债驱动策略，背后压着杠杆。债价一跌，保证金电话就打进来，养老金被迫卖债换现金；越卖，债价越低，追保电话越多。一个自我强化的螺旋。（欧洲经济政策研究中心 CEPR 事后研究）

英格兰银行只能亲自下场买债，把螺旋摁住。

注意，这里没有“违约”两个字。英国一分钱本息都没少还。击穿它的，是一句市场用脚投出来的判决：这个价格，我不借了。

这就是主权债务危机真正的样子。

它极少以赖账的方式到来。它以另一种方式慢慢发生：利率被逼着抬高，利息挤占别的开支，预算变成政治战场，治理进一步失分，借钱更贵。一圈一圈，不需要任何人宣布破产。

真正危险的从来不是“还不起”，是“不想再按这个价格借”。

› 三张判决书，签在美国头上

过去三年，评级机构一张接一张把判决书递了出来。

2023年8月1日，惠誉把美国长期主权评级从AAA下调到AA+。理由不是算不清账，是「治理水平的持续侵蚀」和「反复上演的债务上限对峙」。

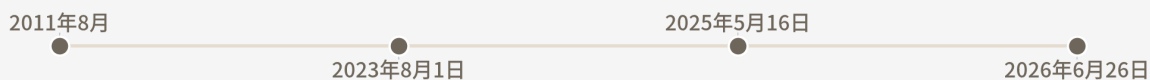
2025年5月16日，穆迪跟上，降到Aa1。这一下，摘掉了美国自1917年以来保留的最后一个AAA。三大评级里，再没有一家给美国打满分。



意象图说——三大评级机构如法官落槌，AAA金冠被逐一摘下（供出图）

三张判决书陆续签下，没有一张写着违约

美国主权信用评级行动 · 2011-2026



数据来源：标普/穆迪/惠誉

Opm.AI 出品

结论图说——2023年8月惠誉、2025年5月穆迪相继下调，美国AAA时代终结，2026年6月标普维持AA+/稳定（图表/09a_三大评级时间线.png）

› 最反直觉的一句，来自最新那张判决书

2026年6月26日，标普再次确认美国AA+、展望稳定。同一份文件里，它把下调评级的触发条件写得很清楚——不是债务上限。

这句话值得停一下。

过去十几年，市场几乎把“债务上限闹剧”和“美国要出事”划了等号。每一轮两党对峙、政府关门倒计时，都被读成危机预演。标普的意思正相反：那场反复上演的政治戏，吵得再凶，也不是它按下降级按钮的理由。它盯的是另一组东西——赤字的持续性、利息对财政的挤压。

标普给的数字，冷静得多。广义政府口径下，美国净债务已经到GDP的**96%**（2025年，标普净债务口径），并预计在**2029年**升破100%。净利息吃掉财政收入的**11.6%**（2025年，标普广义政府口径）。2026到2029年，广义政府赤字年均**6.0%**。

压垮评级的不是某一场对峙，是每年都要多借的那6个点。

› 2025年那场债务上限战，其实没那么响

回头看最近一轮。2025年1月21日，财政部启用非常规措施腾挪空间。现金账户余额一路降到6月12日的低点**2608.07亿美元**。然后7月4日，国会立法把上限提前解除——非常规措施还没耗尽，

戏就散场了，上限一次性上调**5.0万亿美元**，抬到**41.1万亿美元**。

市场怕了吗？看信用违约互换。那一轮1年期美国CDS峰值只有**52bp**。

作为对照，2023年那轮债务上限对峙，1年期CDS一度冲到**177bp**——是2025年的三倍多。

同样是债务上限，2025年的市场情绪比2023年平静得多。把2023年的恐慌数字安到2025年头上，是很多人正在犯的错。这也反过来印证了标普那句话：债务上限，不是那个真正让人睡不着的触发器。

▸ 英国的剧本，给的是触发器的形状，不是结局

历史类比最容易骗人的地方，是让你以为形状一样，结局就一样。

英国2022年那场螺旋，高度依赖一个特定结构：养老金的LDI杠杆。债价一跌就被追保、被迫保就砍仓，这个正反馈是英国债市自己长出来的病灶。美国国债市场没有一模一样的引信。

更要紧的是三点底层差异。

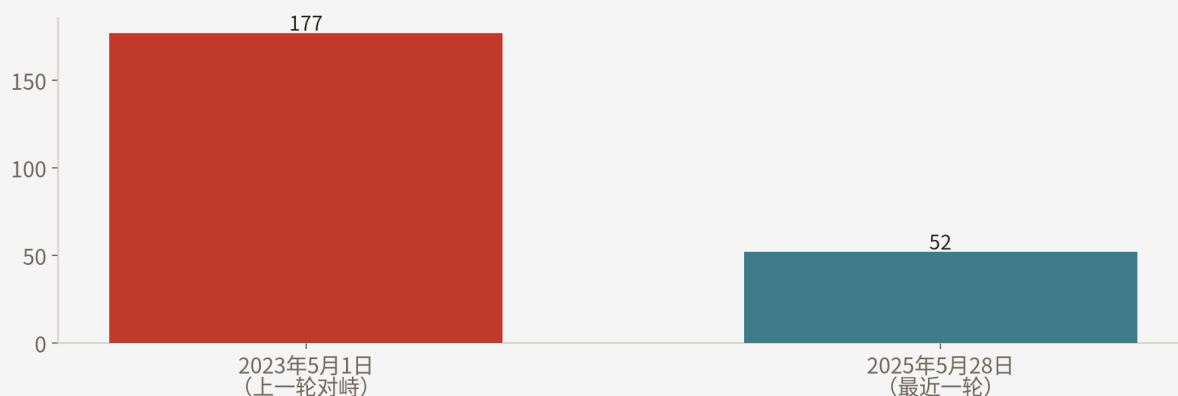
美国国债市场的深度，是全球任何一个主权债市都比不了的。

美元仍是全球储备货币。2025年二季度，它在全球已分配外汇储备里占**56.32%**（IMF 国际货币基金组织官方外汇储备币种构成（COFER）已分配口径）。全世界还在拿美债当压舱石。

美国的债，用自己的货币计价。它永远可以印钱还本息，"还不起"这条路几乎被堵死——但也正因如此，风险不在违约，而在价格：利率、通胀，以及债主愿不愿意继续持有。

2025年那轮对峙， 市场的恐慌读数只有2023年的三分之一

美国主权信用违约互换（CDS）1年期利差 · 两轮债务上限对峙峰值对比（基点）



数据来源：芝加哥联储、LSEG 数据 · CNBC 具名报道

Opm.AI 出品

结论图说——英国2022剧本逐项对照美国：LDI杠杆引信、市场深度、储备货币地位、本币计价，四点里美国占三点不同，触发机制不可直接照搬（图表/09b_英国2022剧本对照.png）

所以英国剧本能告诉美国的，只有触发器长什么样——市场对价格的耐心有限，一旦转向，速度极快。它没法告诉你美国会不会重演，更没法告诉你哪一天。这是类比的边界，越过去就是叙事谎言。

国际货币基金组织2026年第四条款磋商，把美国短期限债务占比上升点成了金融稳定的尾部风险，并建议做一次相当于GDP**4%**的前置式财政整顿。广义政府债务，它算的是2025年**123.9%**、2031年奔**140%**（IMF口径，含州与地方，与标普净债务口径不可直接比）。

判决书越签越多，但没有一家说美国明天会出事。它们讲的是同一件事的两面：账，越来越难看；可市场，暂时还愿意按这个价格借。

标普在同一份文件里留了一句前瞻——2027年，债务上限会"再次具约束力"。

到那时候，市场还愿不愿意按今天这个价格借，才是真正要盯的刻度。至于美国还得起还不起，这个问题从来没有悬念。

风险提示：本文仅作信息与观点交流，不构成任何投资建议。历史不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

来源说明：本文数据与事实引自标普、穆迪、惠誉主权评级公告，国际货币基金组织2026年第四条磋商文件与COFER，美国财政部债务上限相关文件，欧洲经济政策研究中心（CEPR）相关研究，以及芝加哥联储、LSEG经具名媒体报道的CDS数据。

◆ Opm.AI 出品

美国债务融资成本的滞后账单

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源

美国财政部 Fiscal Data / MSPD / 每日财政报表 / ODM-TBAC 季度再融资 · TreasuryDirect 官方拍卖结果 · CBO 2026年2月预算与经济展望及 2026-2056 长期数据 · 美国管理与预算办公室历史数据表 · 纽约联储 ACM 期限溢价 · FRED · 美联储资产负债表周报、资金流量表、联邦公开市场委员会声明与逐字稿、经济预测摘要、FEDS 工作论文 · 财政部 TIC · 国际货币基金组织官方外汇储备币种构成 (COFER) 与财政监测报告 · 穆迪 / 标普 / 惠誉官方评级公告 · ICI · BIS · 芝加哥联储 · 堪萨斯城联储 · 国会研究服务处 CRS · 中国人民银行 · 中债信息网 · 日本财务省

访问官网



扫码直达 Opm.ai
官网入口
Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。