

换挡·美国债务融资成本的滞后账单

十一篇的数据看点、核心图表与来源口径

01 换挡：美国债务融资成本的滞后账单

一句话主线

美国的债务问题不是一场即将到来的爆炸，是一台**正在换挡的机器**——零利率时期借下的低息债正批量到期，被 4% 以上的新债一张张替换掉。**哪怕一分钱新债都不再借，存量平均利率仍会继续爬坡**。决定财政命运的从来不是"欠了多少"，是"旧债换新债的价格差"；而这台机器有三到五年滞后期，现在才刚上路。

真正的分界线在**存量与增量**：所有人盯着美联储降不降息（增量的价），真正的账记在存量的滚动替换上。

命运表：旧世界 vs 当下 vs 预测

指标	旧世界（2020–2021）	当下（2026）	CBO 预测（2036）	口径
存量加权平均利率	1.565%（2021年12月谷底）	3.409%（2026年6月）	—	财政部·全部计息债务
新发中长期国债票息	0.974%（2020年发行）	4.009%	—	月度公共债务报表（MSPD）未偿本金加权
净利息（绝对额）	—	9700.65 亿美元（FY2025）	2.1 万亿	美国管理与预算办公室（OMB）净利息序列 / CBO 基线
净利息占 GDP	1.619%（2020）	3.195%（2025，1940年以来最高）	4.591%	CBO 口径
净利息占联邦总收入	—	18.53%（FY2025）	—	OMB 自算·FY1991 为 18.43%
10 年期期限溢价	-0.704%（年均，倒贴）	+0.625%（年均）	—	纽约联储 ACM 模型估计

短债占可流通债务	16.69% (2021年末)	21.53%	—	财政部借款咨询委员会 (TBAC) 建议区间 15–20%
公众持有债务/GDP	98.5% (2020)	99.375% (2025)	2030 年破二战峰值 106.1%	CBO 联邦口径

十一篇要点

- 01 免费午餐的十年** — 债务从 18.2 万亿涨到 39.2 万亿，利息负担却一度**脱钩**：存量平均利率 2021 年 12 月探到 1.565% 谷底，期限溢价长期为负。把那段异常当基准线的人，错在起点。
- 02 换挡机器（靶心篇）** — 国库券平均利率从 5.451%（2023年11月）掉到 3.706%，整整 175 个基点；同期可流通债务**整体**平均利率从 3.415% 只挪到 3.411%，且 2026 年连升 5 个月。**降息传导到了短端，被存量重定价吃掉了**。存量与新发缺口 0.755 个百分点——缺口不归零，账单不见顶。
- 03 再融资墙** — 未来 12 个月 **10.146 万亿**到期（占可流通国债 32.6%），24 个月 14.078 万亿（45.3%）。到期券里 1.162 万亿是 2021 年及以前发的、票息仅 1.455%。**这笔账已经写好了，只取决于日历**。
- 04 利息在跟谁赛跑** — **FY2024 已是净利息首超国防的财年**（CBO 口径 879.9B vs 850.7B），两个独立口径交叉验证一致。2028 年起超 Medicare 单项、2038 年超全部可自由支配支出、2047 年超社保。折合每天 26.58 亿美元。
- 05 短债化豪赌** — T-Bills 占比 21.53%，自 2023Q3 起**连续 12 个季末**高于 TBAC 建议上限。风险从"利率风险"换成了"再融资风险"：2026Q3 借款预估从 Q2 的 1890 亿跳到 6710 亿。**IMF 第四条款磋商已把美国短期限债务占比上升点名为金融稳定尾部风险**。
- 06 期限溢价回归** — **2024 年 10 月 15 日**是 ACM 最后一个负值日；此后 2025 全年 249 天、2026 至今 135 天，**没有一天为负**。MOVE 已回落到 70.88——波动率平静而溢价高悬，排除了"波动率溢价"解释，指向结构性财政定价。
- 07 买家换人了** — 外国持有占比从 33.9% 降到 23.9%，**但绝对额创新高**（分母从 18.2 万亿膨胀到 39.2 万亿）。真正的变化是**官方撤、私人接**：官方占外国持有比重从 70%(2013) 掉到 41.1%；货基持 T-Bills 从 2520 亿增至 **2.468 万亿**（8.8 倍）。

08 雪球算术 — 临界点不是某个债务总额，是 r 与 g 的相对关系。CBO 路径：净利息占 GDP 2025 年 3.195% → 2036 年 4.591% → 2056 年 6.93%。而这条路径已经假设了 2026Q4 降息至 3.4%。

09 市场什么时候审判 — 触发器不是“还不起”，是“不想再按这个价格借”（英国 2022 年演过完整一遍）。穆迪 2025-05-16 摘掉 1917 年以来最后一个 AAA；标普 2026-06-26 确认 AA+ 并明确“下调触发点不是债务上限”。

10 传导到你身上 — 10 年期美债是全球资产的贴现率分母（4.57%）。但怎么涨比涨多少更重要：BIS 研究证明，冲击是否传导取决于“是否期限溢价驱动 + 是否伴随美元升值”——当前两个条件都成立。

11 边界条件与证伪线 — 给得出证伪条件的警告才可信。

六个杀手数字

- 1. 10.146 万亿** — 未来 12 个月到期的美国国债，占全部可流通国债的 32.6%
- 2. 3.04 个百分点** — 2020 年发债票息 0.974% 与 2026 年新发 4.009% 的价差
- 3. 0.755 个百分点** — 存量与新发的利率缺口，缺口不归零账单就不见顶
- 4. 0 天** — 2026 年至今期限溢价为负的天数（最后一个负值日：2024 年 10 月 15 日）
- 5. 26.58 亿美元** — 美国每天付出的净利息（FY2025 净利息 ÷ 365）
- 6. FY2024** — 净利息首次超过国防开支的财年，两个独立口径交叉验证

五条证伪线（这台机器在什么条件下不成立）

- 1. 市场没在定价信用危机** — 高收益债 OAS 2.71%、投资级 0.78%，均处历史低位区；企业融资成本上升几乎全由无风险利率贡献。
- 2. 外国没在抛售** — 境外持有总额从 9.0217 万亿（2025 年 5 月）增至 **9.3711 万亿**（2026 年 5 月），净增 3.9%。
- 3. 利率新高 ≠ 需求崩** — 30 年期中标利率创 2006 年 8 月以来最高的同一场拍卖，间接投标人中标额占比 **77.74%**，是 2008 年有记录以来第 2 高。

4. **美联储在托底不是撤退** — 持有国债 4.51 万亿，QT 已于 2025-12-01 结束，国债本金全额滚动再投资。
5. **本币计价债务不存在技术性违约** — 且 CBO 基准已假设降息，若降息更快更深，替换利差收窄、路径改写。

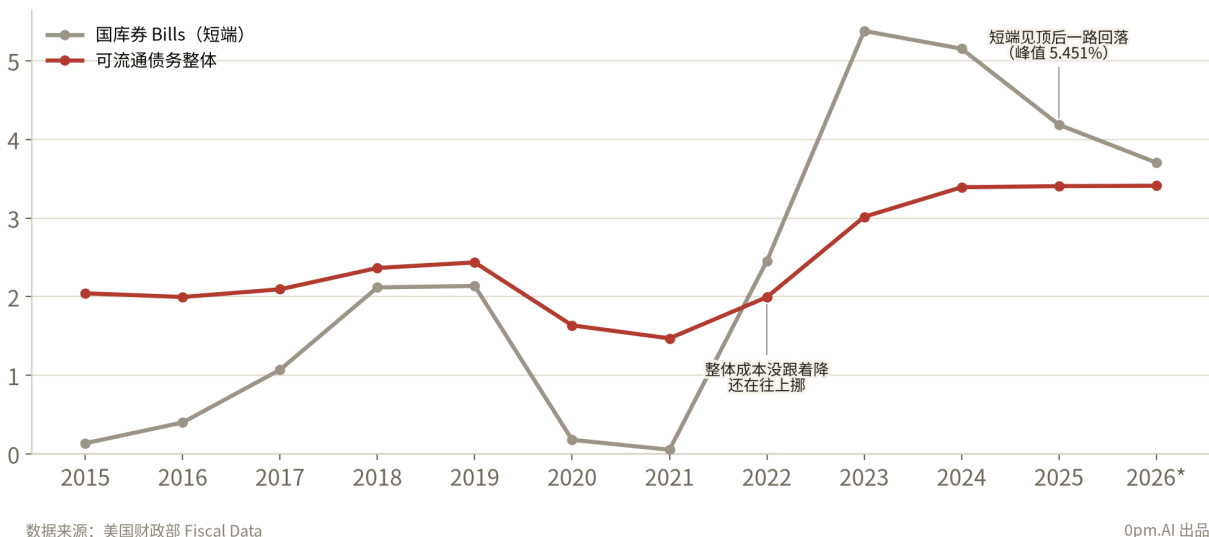
但最难被证伪的是滞后传导本身：10.1 万亿到期、0.755 个百分点缺口都是已发生事实的算术延伸，不依赖任何预测。

核心图表（六张）

一、降息传导到了短端，被存量重定价吃掉

国库券利率掉了175个基点，整体债务成本却纹丝未动

美国国债存量加权平均票息率（%）· 财年末口径 · 降息传导到短端，被存量重定价吃掉

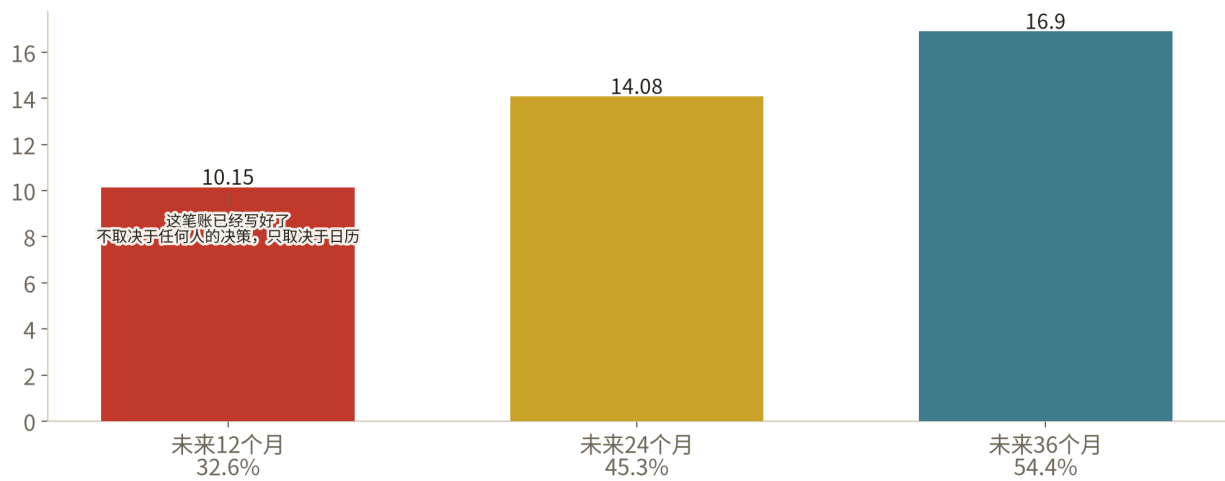


国库券利率掉了175个基点，整体债务成本却纹丝未动

二、十二个月内三分之一的美债到期，这笔账只取决于日历

十二个月内三分之一的美债到期，两年内接近一半

可流通国债到期规模与占比 · 2026年6月30日起算 · 占可流通未偿总额 31.09 万亿



数据来源：美国财政部 Fiscal Data

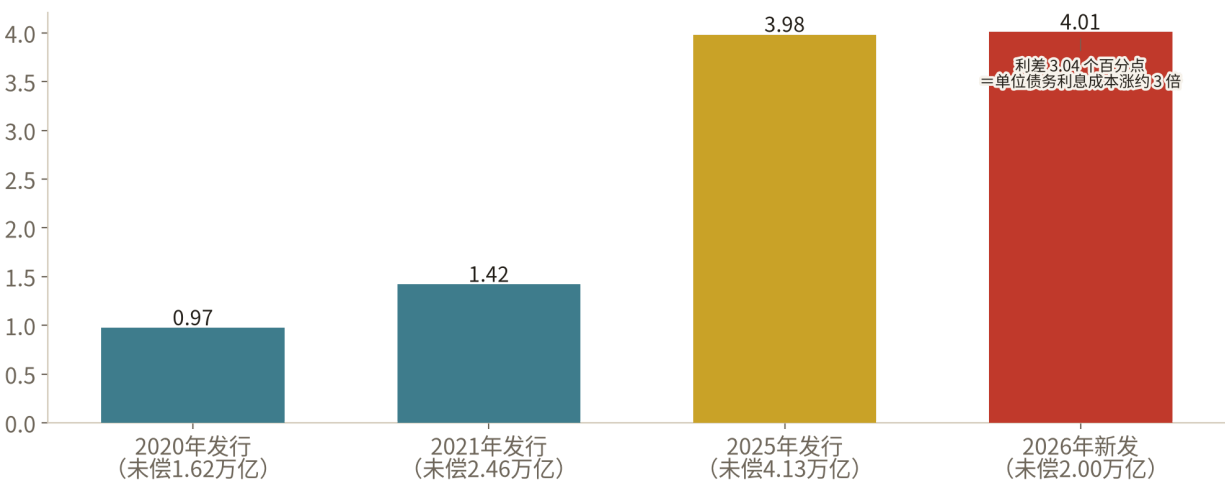
Opm.AI 出品

十二个月内三分之一的美债到期，两年内接近一半

三、0.974% 换成 4.009%，这 3 个百分点就是正在补缴的账

0.974%换成4.009%，这3个百分点就是正在补缴的账

按发行年份分组的存量中长期国债加权平均票息（%） · 2026年6月30日仍未偿部分



数据来源：美国财政部 Fiscal Data

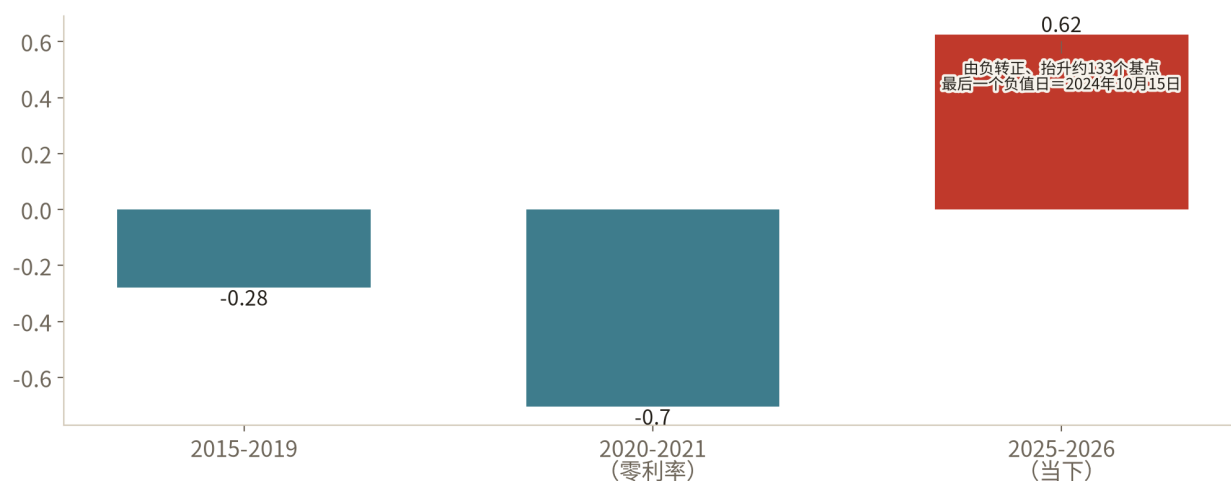
Opm.AI 出品

按发行年份分组的存量中长期国债加权平均票息

四、期限溢价从倒贴转成要价，翻了 133 个基点

期限溢价从倒贴转成要价，翻了133个基点

纽约联储 ACM 模型 10 年期期限溢价 · 分时期年均值 (%) · 模型估计值非市场可观测价格



数据来源：纽约联储

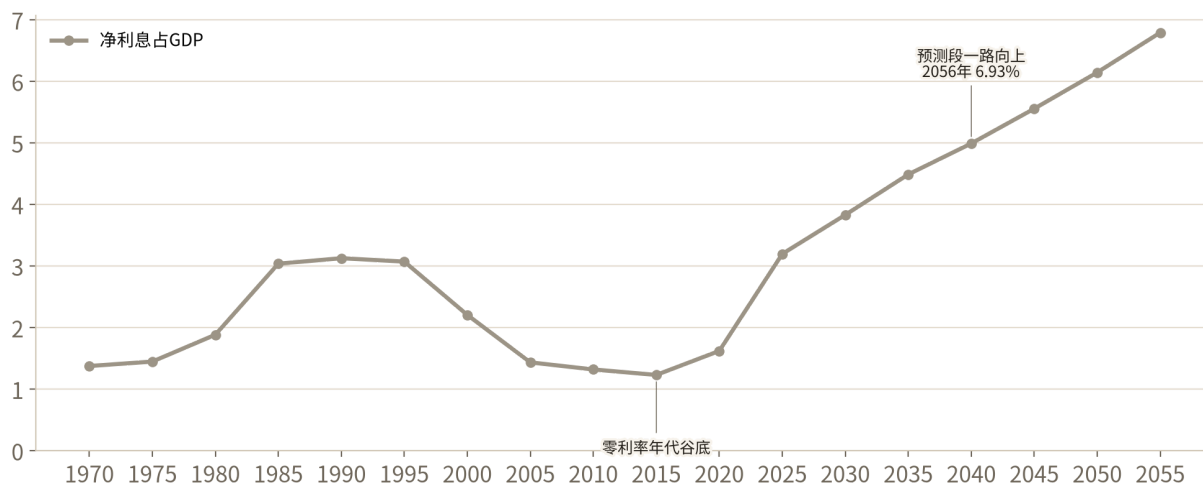
Opm.AI 出品

纽约联储ACM模型10年期期限溢价·分时期年均值

五、净利息占 GDP 已站上 1940 年以来最高，而路径还在往上

净利息占GDP已站上1940年以来最高，而路径还在往上

美国联邦净利息支出占GDP (%) · 1970-2025 实际值，2026-2056 为 CBO
2026年2月基准情形预测



数据来源：美国国会预算办公室 CBO

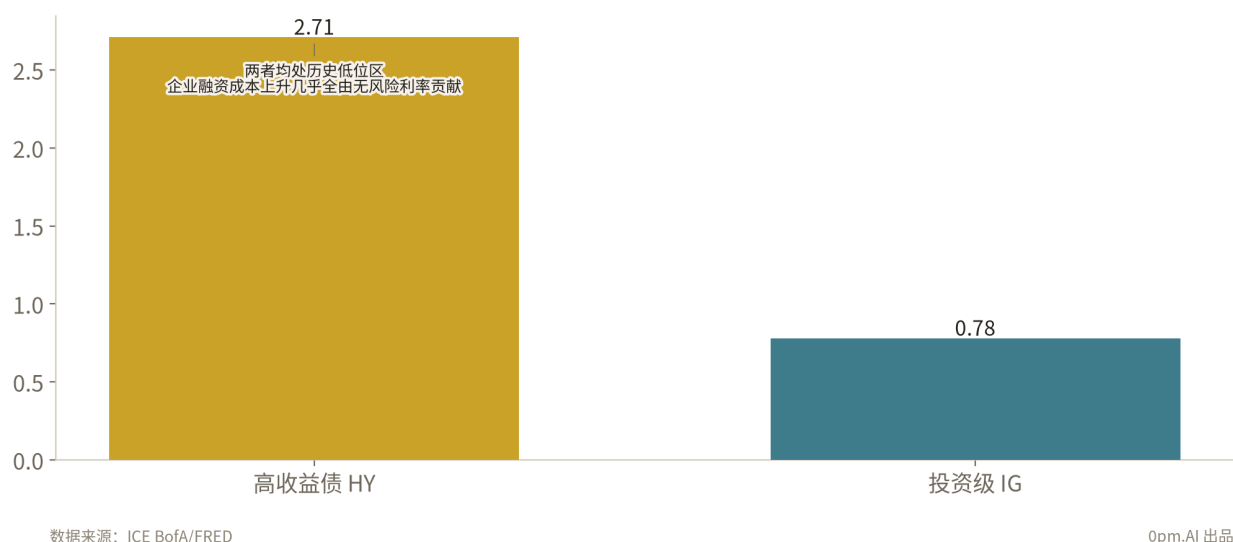
Opm.AI 出品

CBO基准情形：净利息占GDP的六十年实际值与三十年预测路径

六、市场定的是钱更贵了，不是美国要出事了

市场定的是钱更贵了，不是美国要出事了

美国公司债期权调整利差 OAS (%) · 2026年7月16日 · 信用利差仍处历史低位区



高收益债与投资级公司债期权调整利差均处历史低位区

口径红线（写作与引用一律遵守）

- 总利息 (gross) ≠ 净利息 (net)** — 一句结论只能用一种口径，混用等同数据造假。"净利息破万亿"在主口径下 FY2025 **尚未成立** (9700.65 亿)；毛口径 1.22 万亿确已破万亿，但必须标明是毛口径。
- 占 GDP 两套口径不可相减** — CBO 口径 FY2025 为 3.195% (1940年以来最高)；OMB / FRED 口径为 3.153%、FY1991 峰值 3.158% (逼平未破)。**绝不可拿 CBO 值去比 OMB 的 1991 峰值**得出"已破纪录"。本套占 GDP 统一用 CBO。
- 拍卖占比三种分母三个答案** — 同一场：投标额 56.88% / 竞争性中标额 17.46% / 含非竞争性 13.01%。**全套统一用竞争性中标额口径。**
- 因果弹性 ≠ 贡献度分解** — 权威证据是"债务/GDP 每 +1pp → 期限溢价 +2~3bp" (美联储 FEDS 工作论文 2026.031)；**不可改写成"利率上升中财政占 X%"**。
- 期限溢价是模型估计值** — 统一用纽约联储 ACM 口径，不与 Kim-Wright 模型混用或相减。
- 占比下降 ≠ 净卖出** — 外国持有占比下降源自分母膨胀，绝对额创新高。
- 涉华数据只陈述官方口径** — 美国财政部国际资本流动报告 (TIC) 数据客观陈述，不作政治解读；中美利差无官方口径、两端编制方法不同，不可直接相减。
- 30 年期利率高点** — 写"2006 年 8 月以来最高" (215 场复核)，不可写"史上最高"。

数据来源

美国财政部 Fiscal Data (Average Interest Rates / Debt to the Penny / MSPD 逐券明细) · 财政部每日财政报表 · 财政部债务管理办公室 (ODM) 与 TBAC 季度再融资 · TreasuryDirect 官方拍卖结果 · 国会预算办公室 (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、美国联邦公开市场委员会 (FOMC) 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 · 中国人民银行 · 中债信息网 · 日本财务省

全部为权威一手源，逐条记源，无自媒体定量数据。 数据截至 2026 年 7 月。

本文为债务成本机制分析，不构成投资建议。市场有风险，投资需谨慎。

◆ 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。