

从财政稳态视角观察美国对高油价的容忍边界

研报摘要

● 本文基于余永定财政可持续性分析框架，对 2026 年美国联邦政府债务动态进行了系统性评估。在该框架下，衡量财务稳态的指标负债率（债务/GDP）的变动由财政赤字率与名义经济增长率共同决定，引入利息支出后，债务能否收敛至稳态，关键取决于名义经济增速 n 与国债利率 i 的相对大小。在美伊冲突前的基准参数下，主流机构对美国 2026 年名义 GDP 增速的预测中枢约为 4.8%，大于美国国债加权平均有效利率 2.66%（用预计的利息支出净额/联邦政府债务总额口径倒算），当前美国债务尚未进入利息驱动的自我加速发散路径。

● 然而，维持债务比率不恶化所需的名义增长率临界门槛经测算为 4.6%，已与主流预测中枢（4.8%）高度接近，安全边际极为有限。与此同时，存量债务的大规模滚动再融资将推动综合融资成本系统性上行，新发国债利率已达 3.5% - 4.8% 区间，综合再融资成本约 4.0%，边际融资成本对名义增速的逼近甚至倒挂风险不可忽视。美国财政虽尚未失控，但已运行于临界稳态，对外部不利冲击高度敏感。

● 理论上，维系财政稳态存在三条路径：降低国债利率、压缩初级赤字率、提升名义增长率。但前两条路径均面临显著的结构性约束——期限结构偏短和利率环境的变化锁定了利息支出的被动抬升趋势，财政支出的刚性与收入端的减税取向则压缩了初级赤字的调整空间。在此背景下，维持相对稳健的名义经济增长几乎是当前美国化解债务压力的唯一现实出路。

● 在财政可持续性框架基础上，进一步引入油价冲击作为关键外生变量，测算美国维持财政稳态所能承受的油价区间，并以此为锚，研判美国对地缘冲突的可承受烈度。

● 油价冲击同时作用于名义增长 n 、利率 i 与财政收支 g 三大核心变量。油价每永久性上涨 10 美元/桶，美国名义增长 n 抬升约 0.15 个百分点，但财政稳态门槛所需要的名义增长 n^* 同步上升约 0.30 个百分点。油价上涨在温和抬升名义增长的同时，通过利率渠道更大幅度地抬高财政稳态所需的成长门槛，这一非对称传导机制会系统性压缩财政安全空间。经测算，油价仅需上涨约 20 美元，名义增长（5.10%）即将低于财政稳态所要求的临界门槛（5.20%），债务比率将从勉强稳定转入持续偏离稳态的上行通道。

● 对照当前市场表现，美伊冲突前 WTI 原油价格（美国本土核心定价基准）约为 64 美元/桶，冲突发生后已快速上行至约 89 美元/桶，涨幅已接近 25 美元，意味着财政约束已由边际收紧转向实质性压缩，当前油价水平很可能已接近甚至触及美国财政可承受区间的临界点。

● 需要指出，上述分析基于局部线性与单向传导假设，未充分刻画利率的非线性强化、长端利率的风险溢价反应、增长断崖情景下的赤字放大效应，以及财政与货币政策之间的双向反馈机制，或与现实经济运行情况存在一定系统性偏差。尽管如此，方向性结论依然稳健：在财政稳态门槛已逼近名义增长中枢、系统安全边际极为有限的当前背景下，持续高油价将通过利率渠道对美国财政形成不可忽视的实质性约束，从而对

证券分析师

张一

S0670524030001

zhangyi@jrjzq.com.cn

联系人

何修桐

S0670124050014

hexiutong@jrjzq.com.cn

美国承受地缘冲突烈度与持续时长的能力构成硬性边界。

风险提示：美伊冲突超预期、油价超预期上行、全球经济下行风险。

一、财政可持续性理论框架

基于余永定（1997，2000）的财政可持续性分析框架¹，联邦政府债务余额 Z 的变化率等于财政总赤字流量 G ：

$$\frac{d_Z}{d_t} = G$$

则负债率 b （国债余额 Z /名义 GDP）的变化率：

$$\frac{d_b/d_t}{b} = \frac{g}{b} - n$$

即

$$\frac{d_b}{d_t} = g - nb$$

其中， g 为财政赤字率（财政总赤字 G /名义 GDP）， n 为名义经济增长率。负债率的变动仅由财政赤字率 g 与名义经济增速 n 共同决定：财政赤字率越高，负债率上升速度越快；名义经济增速越高，债务被经济增长稀释的速度越快，负债率下降也就越显著。

负债率不再上升，处于均衡稳态时满足：

$$db/dt = 0$$

$$g = nb \Rightarrow b = \frac{g}{n}$$

这意味着负债率最终将收敛至 g/n ，且该均衡水平与债务初始值无关。当名义经济增长 $n \leq 0$ 时，负债率将趋于无穷大，债务呈现不可持续状态。

如果进一步引入含国债利息以刻画更完整的债务动态路径，政府总财政赤字可表示为初级赤字与国债利息支出之和：

$$G = (E_0 - T_0) + iZ$$

其中， E_0 为不含利息支出的政府自主支出， T_0 为税收收入， i 为国债名义利率。两边同除以名义 GDP，并对时间求导，可得到负债率的动态演化方程：

$$\frac{d_b}{d_t} = (e_0 - t_0) + ib - nb$$

其中， $e_0 = E_0/Y$ 、 $t_0 = T_0/Y$ 分别为不含利息的政府支出率与宏观税负率。求解得：

$$b(t) = \frac{e_0 - t_0}{n - i} + C_1 e^{-(n-i)t}$$

对应均衡的极限债务比为：

¹[1]余永定。财政稳定问题研究的一个理论框架[J].世界经济, 1997(06):3-12.

$$b^* = \frac{e_0 - t_0}{n - i} = \frac{g^*}{n - i}$$

这个公式的含义是，若名义经济增速大于国债名义利率（ $n > i$ ），指数项随时间衰减，负债率将向稳态水平 b^* 收敛；反之，若 $n < i$ ，指数项将随时间发散放大，初始负债率与稳态解的偏离会被持续加剧，债务进入利息驱动型发散路径。与不含利息的基准框架相比，引入国债利息支出后，维持债务稳定所需的名义经济增长率门槛显著提高。

2026 年，美国经济运行情况的基本参数如下：

图 1：2026 年美国经济运行情况的基本参数

债务与赤字	联邦政府债务/GDP	127.8% (\$3.9trillion)
	2026 财年总赤字/GDP	5.8% (\$1.9trillion)
	初级赤字率（不含利息） g^*	2.5%(利息支出\$1,039billion, 占 GDP3.3%)
	国债平均利率 i （加权平均）	2.66%（用利息支出净额/联邦政府债务总额口径倒算）
	国债再融资利率（加权平均）	约 4.0%（已考虑短债大面积到期的实际情况）
增长	名义 GDP 增长率 n	CBO4.8%;OMB5.6%;IMF4.9%;OECD4.0%;美联储(中性)4.7%;
	实际增速 g	CBO2.2%;OMB3.0%;IMF2.4%;OECD2.0%;美联储(中性)2.3%;
通胀	通胀	CBO2.6%;OMB2.6%;IMF2.5%;OECD2.0%;美联储(中性)2.4%;

资料来源：美国财政部，CBO、OMB、IMF、OECD、美联储，金融街证券研究所

说明：数据均为美伊冲突前的基准预测。

在美伊冲突升级前的基准假设下，主流机构对 2026 年美国名义 GDP 增速预测区间为 4.0%-5.6%，区间中枢为 4.8%。而美国国债加权平均有效利率约为 2.66%（按利息支出净额/联邦政府债务总额口径测算，已综合考虑 2026 年存量债务到期置换的实际情况），满足 $n > i$ 的条件。这意味着，既有债务在经济规模扩张过程中被稀释的速度，快于债务利息累积的速度。因此可以判定，2026 年美国债务动态并未进入利息驱动的自我加速发散路径，而是处于可由经济增长部分对冲债务压力的区间。

但这并不意味着美国债务状况稳固。虽然 2.66% 的水平本身并不构成约束，但新发债边际融资成本已经非常接近名义增长率，甚至有倒挂风险，利息支出对债务的内生放大效应开始增强，使债务动态对利率变化的敏感性显著提升。

图 2：2026 年美国国债再融资利率（%）

期限	一级市场再融资利率
3 月期	3.57 - 3.61
6 月期	3.58 - 3.65
2 年期	3.49 - 3.50
3 年期	3.58 - 3.61
5 年期	3.63 - 3.75
7 年期	3.79 - 3.93
10 年期	4.11 - 4.18
20 年期	4.51 - 4.80
30 年期	4.69 - 4.77

资料来源：美国财政部，金融街证券研究所

在包含国债利息的框架下，短期内政府债务率不发生恶化的最低名义 GDP 增速临界条件为：

$$n \geq i + \frac{g}{b}$$

据此测算，2026 年美国实现财政稳态所需的最低名义 GDP 增速为：

$$n^* = 4.6\% = 2.66\% + 2.6\%/127.8\%$$

稳态门槛（4.6%）已接近美伊冲突前各主流机构对 2026 年美国名义经济增长的基准预测区间中枢（4.8%），名义增长对利率与财政约束的覆盖空间十分有限，债务比率难以实现稳定收敛。一旦外部冲击导致经济出现轻微失速，债务比率即可能转入温和上行通道。总体来看，美国财政虽尚未进入失控区间，但已运行于安全边际极为有限的临界稳态，对不利冲击高度敏感。

岌岌可危的债务稳定如何维系？根据模型，理论上存在三条路径：（1）降低国债利率；（2）压缩初级赤字率；（3）提升名义增长率。但需要考虑短期的现实约束。

首先，降低国债利率的路径在短期内面临结构性约束。2026 年全年到期本金规模将超过 10 万亿美元²，到期规模约为总存量的 1/4。期限结构偏短仍是滚动再融资的主要组成部分，2021 年大量发行的 5 年期国债和 2024 年发行的 2 年期国债都将在 2026 年集中到期。2020-2023 年低利率时期发行的存量债务，票面利率普遍锁定在 0.5%-1.5% 的低位区间；当前美债市场利率已大幅上行，新发国债利率区间为 3.5%-4.8%，整体综合再融资成本约 4.0%，大规模存量债务在滚续过程中将被动以高出原利率 3-4 倍的水平重定价。低成本存量债务将系统性向高成本债务切换，短期内债务有效平均利率的趋势性上行，已被既有的期限结构所锁定。即便美联储利率水平边际回落，也难以完全对冲这种因借新还旧带来的利息支出激增。根据美国国会预算办公室（CBO）预测，2026 财年美国联邦政府净利息支出约 1.0 万亿美元，将永久性超过国防预算（约 8850 亿美元）。利息负担仍将沿着既定路径被动抬升，对债务动态形成持续的内生约束。

其次，压缩初级赤字率 b^* （即减少非利息支出或增加税收）的路径同样受到财政结构性约束。在政策组合与结构性支出刚性的共同作用下，美国财政在 2026 年大概率延续扩张性取向。收入端，企业减税政策的延续，以及部分既有减税条款的延长预期，将持续压低有效税基；关税上调虽在名义层面带来一定增收，但面临多重合法性挑战，难以形成稳定增量。支出端，尽管 2026 财年预算提案名义总额下降，但国防、国土安全、强制性福利与利息支出四大刚性项全面抬升；叠加国债利息支出的刚性抬升，财政支出的腾挪空间被持续挤压，初级赤字率的压缩空间已被显著锁死。

在前两条路径均受到显著约束的情况下，剩余的可行调整方向主要集中于第三条路径，即维持并尽可能提升名义 GDP 增长率。美国财政稳定在更大程度上依赖于增长对冲，通过维持相对稳健的实际增长，并辅以温和通胀环境，尽可能扩大名义增长与融资成本之间的

²美国参议院联合经济委员会（JEC）2026 年 3 月债务月报：

“As of the most recent data from Q1 of FY2026, approximately 33 percent of U.S. publicly held marketable debt will be maturing within 12 months.”

差距，从而延缓债务率上行速度。

二、油价对美国债务延续性冲击的两面性

油价冲击通过同时作用于名义增长 n 、利率 i 与财政收支 g 三大核心变量，构成目前阶段影响美国财政可持续性的关键外生约束。对美国财政可承受油价区间的测算，能够为研判美国对地缘冲突的可承受烈度与持续时长提供核心参考依据。

基于假设（1）油价冲击为永久性水平抬升、其影响在四个季度内逐步显现；（2）产出、通胀等核心宏观变量的边际响应，遵循美联储全球 DSGE 模型（2024）测算结果；（3）利率反应由经济基本面内生驱动，服从泰勒规则的线性近似；（4）同时财政端相对刚性，对短期增长波动不敏感。据此对油价冲击的边际影响进行结构化刻画。

据美联储宏观经济模型（全球 DSGE，2024）测算，国际原油价格每永久性上涨 10 美元/桶，将在随后四个季度内直接推高美国通胀约 0.2 个百分点，拖累美国实际 GDP 增速约 0.05 个百分点。近年来受益于页岩油革命，美国从石油净进口国转变为净出口国，油价上涨对 GDP 的负面影响显著减弱，但对通胀和利率的传导机制依然稳健。油价每永久性上涨 10 美元/桶，名义增长温和提升 0.15%。

根据泰勒法则的线性反应系数，通胀每上涨 1%，名义利率需要上涨 1.5%（通胀反应系数 α 取 0.5）。按油价贡献度换算，10 美元油价上涨约拉动利率 0.3 个百分点（假设油价上涨能够完全传导至核心通胀，且不考虑产出缺口的负面影响）。根据 CBO（2024）的敏感性分析，若实际 GDP 增速因生产率下滑而降低 0.1 个百分点，将导致 2026 年初级赤字增加约 70 亿美元；若由劳动力供应增长放缓引起，则初级赤字增加约 30 亿美元。油价上涨对 GDP 的抑制作用主要通过削弱生产率实现，在不考虑利率联动的反馈效应下，如果 10 美元油价导致 GDP 下降 0.05%，则直接导致初级赤字增加约 35 亿美元。对于美国超过 30 万亿的名义 GDP 总数来说，季度修正值往往在 0.1%-0.2% 之间，35 亿这一波动的影响近似统计误差，为了简化模型忽略，假设初级赤字不变。

图 3：油价永久上涨 10 美元，美国关键经济参数变动（%）

核心参数	油价持续上涨 10 美元/桶的边际变化
实际 GDP 增速 y	-0.05%
通胀 π	+0.2%
名义 GDP 增速 n	+0.15%
债务加权平均利率 i	+0.3%（假设随利率变化）
初级赤字率 g^*	持平

资料来源：美国财政部，美联储，CBO，金融街证券研究所

在上述参数下，油价每上涨 10 美元：

$$\Delta n = +0.15\%$$

$$n^* = i + \frac{g}{b}, \Delta i = 0.3\%, \Delta gb = 0, \Delta n^* = +0.3\%$$

虽然名义增长 n 上升约 0.15 个百分点，但财政稳态门槛 n^* 上升约 0.30 个百分点，油价上涨通过温和抬升增长、但显著推高利率的非对称传导机制，系统性压缩美国财政安全空间。若依据现有的参数设定，油价仅仅上涨 20 美元，名义增长（5.10%）将低于财政稳态要求的门槛（5.20%），财政将从勉强稳定逐步偏离稳态。结合实际市场表现看，美伊冲突前美国 WTI 原油价格约为 64 美元/桶，冲突发生后已快速上行至约 89 美元/桶，意味着财政约束已从边际收紧转向实质性压缩。

图 4：油价上涨对财政稳态的影响

油价涨幅（美元/桶）	名义增长 n	债务利率 i	名义增长稳态门槛 n^*	$n-i$	$n-n^*$
初值	4.80%	2.66%	4.60%	2.1%	0.2%
10	4.95%	2.96%	4.90%	2.0%	0.1%
20	5.10%	3.26%	5.20%	1.8%	-0.1%
30	5.25%	3.56%	5.50%	1.7%	-0.3%
40	5.40%	3.86%	5.80%	1.5%	-0.4%
50	5.55%	4.16%	6.10%	1.4%	-0.6%
60	5.70%	4.46%	6.40%	1.2%	-0.7%
70	5.85%	4.76%	6.70%	1.1%	-0.9%
80	6.00%	5.06%	7.00%	0.9%	-1.0%
90	6.15%	5.36%	7.30%	0.8%	-1.2%
91	6.17%	5.39%	7.33%	0.8%	-1.2%
92	6.18%	5.42%	7.36%	0.8%	-1.2%
93	6.20%	5.45%	7.39%	0.7%	-1.2%

资料来源：金融街证券研究所

需要指出，上述分析基于局部线性与单向传导假设，与现实经济运行存在一定偏差。例如，利率反应在高通胀区间可能呈现非线性强化，长端利率还将受到财政供给与风险溢价影响，高油价亦可能触发增长断崖式下行并放大财政赤字，同时财政与货币政策之间存在双向反馈机制，页岩油对增长的缓冲效应亦具有周期性不确定性。

即便存在上述约束，该分析框架的方向性结论依旧稳健：在财政稳态门槛已逼近名义增长中枢、系统安全边际极为有限的背景下，油价上行将通过利率渠道持续收紧美国财政约束，美国难以长期承受高油价环境。从当前价格涨幅看，油价很可能已经接近甚至触及这一财政可承受区间的临界点。

四、风险提示

美伊冲突超预期、油价超预期上行、全球经济下行风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.jrjzq.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上
	增持—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20%
	持有—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10%
	卖出—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市—自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上
	中性—自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%~5%
	弱于大市—自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数—沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。