



Center for Education,
Innovation and
Sustainable Development

上海科技大学教育、创新和可持续发展研究中心

Policy Note | 政策系列

总 No.4 期/ 2026 年 9 月

大分化中的系统性重构：

美国经济金融宏观动力学与美元霸权演进前瞻

执行摘要

当前，美国经济正逐步面临“财政主导”的约束，高企的公共债务存量与刚性的利息支出促使长端利率与期限溢价进行结构性重定价。同时，逆全球化、关税壁垒与供应链“去风险”带来的综合成本，正将通胀中枢推向更高水平。在科技领域，头部企业大规模的 AI 资本开支虽带来局部繁荣，但面临“索洛悖论 2.0”的考验，并加剧了实体经济的资本挤出效应与资产定价的集中度分化。在系统性风险方面，长期高息环境增加了私人信贷与美债基差交易等非银中介环节的流动性压力。叠加地缘经济格局的演变与多边数字结算网络的建设，美元传统的避险属性与网络外部性正面临渐进式影响。

本报告系统性解构当前美国宏观经济与金融体系的深层结构性矛盾，结合全球最新政经与政策动态，穿透“财政-货币-产业-贸易-科技”多维交织的动力学机制，对美国未来 5-10 年的发展前景进行推演。

本报告的基准判断是：未来 12—24 个月，美国更可能经历“短端更高更久、长端高位波动、财政部主动管理流动性”的高位盘整式再平衡，而不是立即发生主权债务危机或美元体系崩塌。基准情景概率为 50%，财政—通胀—期限溢价共振的风险情景为 35%，AI 生产率兑现的乐观情景为 15%。短期美元将获得利差和美联储通胀信誉的支撑；中期美元能否维持强势，则取决于债务管理能否被市场持续理解为技术性流动性安排，而不是准收益率控制或金融压抑。

综合来看，美国在未来十年内大概率将走向一条“依赖科技优势维持非均衡主导地位”的道路，其宏观基本面呈现结构性平庸增长与高通胀容忍的底色。决定其长期发展前景的核心因素将聚焦于财政纪律的政治重构能力、科技投资向全社会全要素生产率的转化效率，以及地缘金融防御纵深的维持机制。

第一章 财政困境、发债规模与长端利率中枢重塑

当前美国宏观经济的结构性变化，主要源于财政赤字的持续扩张及其对货币政策独立性产生的溢出效应。在高企的公共债务存量与持续性赤字的双重压力下，美国经济已逐步显现出“财政主导”（Fiscal Dominance）的特征。这种状态表明，由中央银行通过利率调节总需求的传统货币政策范式，在一定程度上正受到政府债务发行与赤字融资规模的制约。

1.1 债务周期与财政主导的宏观约束

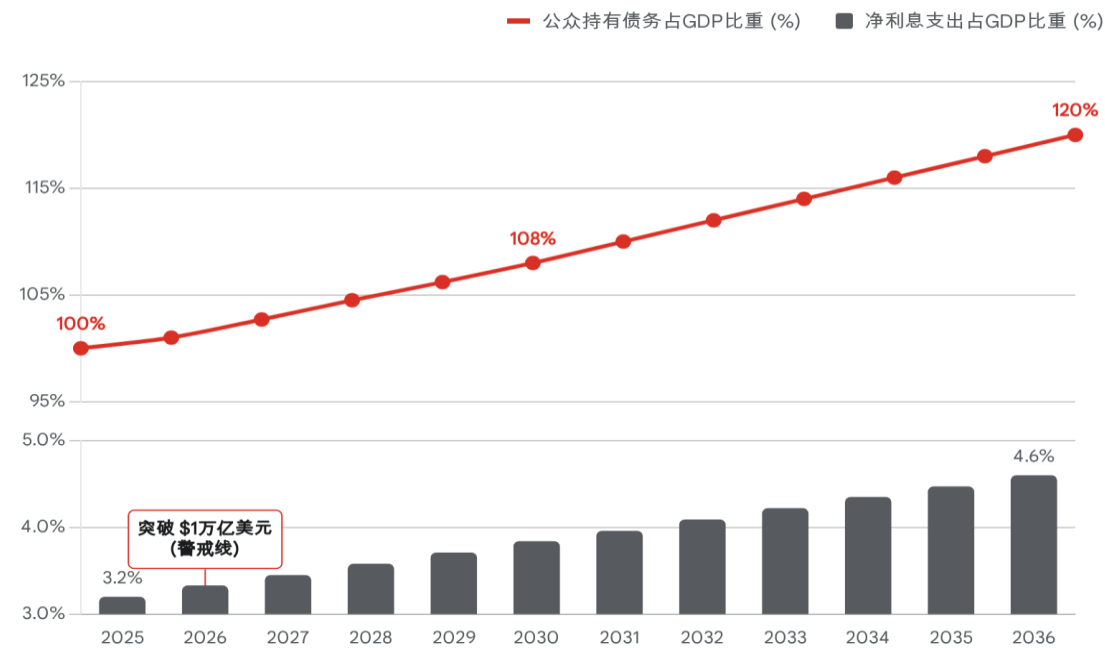
美国国会预算办公室（CBO）2026 年初的基准预测揭示了显著的债务压力：在现行法律下，美国公众持有的债务占 GDP 比重将从当前的 100% 上升至 2036 年的 120%，超过二战后 106% 的历史峰值。这种债务积累的速度超越了常规的宏观波动范围，呈现出结构性特征。

财政支出的刚性结构进一步加剧了这一趋势。2025 至 2026 年间，美国联邦净利息支出已突破 1 万亿美元，占 GDP 比重达 3.2%（追平 1991 年历史高点），并预计在 2036 年增至 2.1 万亿美元，占 GDP 比重达 4.6%。

核心财政指标预测 (CBO 2026 基准)	2025/2026 财年现状	2036 财年预测终值	复合年均增长率/演变逻辑
公众持有债务规模	约 31 万亿美元	超 56 万亿美元	债务总量的加速上升
债务占 GDP 比重	100%	120%	超过二战后历史峰值
联邦统一赤字规模	1.9 万亿美元 (占 GDP 5.8%)	3.1 万亿美元 (占 GDP 6.7%)	结构性缺口固化

净利息支出占 GDP 比重	3.2% (近 1 万亿美元)	4.6% (2.1 万亿美元)	成为增长最快的支出类别
总财政支出占 GDP 比重	23.1%	24.4%	社保、医疗与利息的刚性挤压

财政主导时代的来临：美国公共债务与利息支出轨迹 (2025-2036)



根据CBO 2026年预测，利息支出已成为增长最快的支出类别，其占GDP比重的攀升直接锁定了长端利率的高中枢区间。

Data sources: [Bipartisan Policy Center](#), [Congressional Budget Office](#), [Committee for a Responsible Federal Budget](#)

动力学传导机制： 利息支出的快速上升（超越名义GDP增速与税收收入增速）构成了债务的正反馈循环。为了维持存量债务展期（Rollover）与新增赤字（未来十年年均超6.1%的GDP占比），美国财政部在发债结构上进行策略性调整，高度依赖短期国库券（T-Bills）进行融资以规避长端较高利率的锁定效应。然而，当短期融资工具的边际吸收能力触及货币市场基金与逆回购工具（ON RRP）的流动性约束点时，期限错配风险将向长端付息国债（Coupon debt）产生显著传导。这种机制实质上对美联储的政策独立性形成了显著制约：为了防止国债拍

卖效率下降或利息支出过度挤占财政空间，美联储在抑制通胀与维持主权债务流动性之间可能面临妥协。

1.2 长端利率与期限溢价（Term Premium）的重定价

全球宏观储蓄结构的演变与外国央行外汇储备配置的调整，共同推动了美债供需曲线的结构性位移。这种变化的直接反映在于期限溢价（Term Premium）的结构性修复。

根据纽约联储的 Adrian-Crump-Moench (ACM) 模型，过去十年受央行量化宽松压制而长期处于负值的 10 年期美债期限溢价，已在 2025 至 2026 年转正，并呈现向 0.8% 上方攀升的趋势。

动力学传导机制： 美债的边际定价力量逐渐从“对价格不敏感的官方配置力量”（如进行外汇储备管理的外国央行）向“对价格敏感的私人部门”（如对冲基金、资产管理公司及国内家庭部门）倾斜。私人资本在配置长端国债时，面临着较高的机会成本，同时需考量通胀与财政扩张相关的风险溢价，因此通常要求更高的久期补偿（Duration Compensation）。

同时，基于 Holston-Laubach-Williams (HLW) 模型的最新估算，美国真实中性利率（ R^* ）已从疫情前的不足 1% 抬升至接近 1.0%~1.5% 区间。将调整后的真实中性利率，加上长期处于 2.5% 以上的通胀预期，以及正向的期限溢价，名义长端利率中枢已被重塑至 4.0%~4.5% 区间。零利率与大规模量化宽松（QE）的实施基础，在缺乏深度衰退的前提下，已发生深刻改变。

第二章 逆全球化、全方位贸易重构与中长期结构性通胀

过去三十年维系美国“高增长、低通胀”时期（Great Moderation），其微观基础部分源于全球化带来的供应链效率与劳动力红利。当前，以关税政策调整和供应链“去风险”（De-risking）为特征的地缘经济重构，正将通胀中枢推向更高水平的平台，改变了传统的菲利普斯曲线特征。

2.1 关税、产业回流与“去风险”的综合成本

2025–2026 年间实施的广泛关税政策（如《统一大市场与边界法案》及针对特定国家的关税调整），使美国有效平均关税税率从历史均值 1.4% 攀升至 16.8%，其向消费者终端物价的传导展现出一定的滞后释放效应。

初期，企业多依赖库存缓冲和压缩利润率进行成本吸收，价格传导并不显著；但在 2026 年中期，随着库存下降与新合同周期开启，关税向 CPI 的传递弹性明显上升，对核心通胀的贡献度逐步显现。彼得森国际经济研究所（PIIE）的研究表明，关税的传递往往在实施后的 6 至 7 个月内趋于完全传导，导致相关商品零售价格逐步上涨。

动力学传导机制： 深层机制在于，现代全球价值链中，美国进口的商品超过一半为资本品和中间投入品（Intermediate Inputs）。进口关税不仅构成针对最终消费品的额外成本，实质上也对国内制造业的投入成本产生上行压力，对全要素生产率（TFP）的提升形成阻碍。友岸/近岸外包（Friend-shoring / Near-shoring）促使跨国企业在供应链布局中增加冗余度（Supply Chain Redundancy），从而承担相应的安全溢价。这种重构改变了劳动力与中间投入的互补性分布，推高了整体组装成本，导致资本形成效率的降低。其宏观结果是，在供给侧的约束下，物价呈现出自发的上行动力。

2.2 通胀中枢的“阶梯式平台”假说

综合考量“关税壁垒 + 供应链冗余成本 + 能源绿色转型重置成本 + 劳动力结构性短缺”，通胀向 2.0% 目标自发回落的宏观环境面临挑战。

动力学传导机制： 移民政策的调整与人口老龄化共同影响了弹性劳动力的供给。结构性劳动力短缺促使企业增加劳动力储备（Labor

Hoarding），导致服务业薪资展现出较强的向下粘性。医疗保健、家庭护理、维修等服务成本以较高速度上涨，形成了微型的“工资-价格”螺旋传导。

当宏观经济面临持续负向供给冲击且伴随较高的公共债务存量时，中央银行在物价稳定与金融稳定之间面临艰难权衡。在财政环境的约束下，美联储可能需要调整其反应函数——即对通胀上行表现出更高的容忍度，以防范实际利率过高引发的主权债务与非银系统的流动性风险。基于此推演，美联储可能在未来 2-3 年内通过调整前瞻指引等方式，将事实上的长期通胀容忍区间适度上调至 2.5%–3.0% 之间。

结构性通胀的底层驱动力分解	作用机制与传导路径	对核心 PCE 的预期上行拉动 (bps)
关税与中间品成本冲击	完全传导效应，供应链重置导致资本品进口价格长期跃升 ¹⁹	+ 50 ~ 80 bps
劳动力供给收缩	移民收紧与老龄化导致服务业（如护理、建筑）薪资极强粘性	+ 30 ~ 50 bps
去碳化与能源转型	传统化石能源资本开支不足，新能源重置基建需大量先期投入	+ 20 ~ 40 bps
财政赤字货币化预期	财政扩张导致居民与企业的长期通胀预期锚定出现上移 ²	+ 20 ~ 30 bps

第三章 AI 与科技革命：全要素生产率跃升与资本分布特征

当前部分市场预期认为，人工智能（AI）革命将引发全要素生产率（TFP）的跃升，从而通过经济增长缓解债务压力。然而，从底层机制来看，这一过程的实现面临特定的经济与物理摩擦。

3.1 AI 资本开支周期与“索洛生产率悖论 2.0”

以微软、亚马逊、Alphabet 和 Meta 为代表的科技巨头（Hyperscalers），正在进行规模庞大的资本开支（Capex）投入。至 2026 年，这四大企业的年度 AI Capex 指导值升至 7,250 亿至 7,500 亿美元，年同比增幅逾 75%，预计到 2027 年进一步逼近 1 万亿美元，累计投入规模预计将达到 1.5 万亿美元。

科技巨头 (Hyperscale rs)	2025 年实际 Capex	2026 年 Capex 指导区间	核心基础设施投向
亚 马 逊 (Amazon/A WS)	约 1,180 亿 美元	1,900 亿 – 2,100 亿美元	AWS 数 据 中 心 ， Trainium 定 制 芯 片 ， Bedrock 模型
微 软 (Microsoft)	约 800 亿美 元	1,800 亿 – 2,000 亿美元	OpenAI 算力基础设施， MAIA 芯片，Copilot 扩张
Alphabet (Google)	约 910 亿美 元	1,750 亿 – 2,050 亿美元	TPU 集群升级， Gemini 训练，谷歌云 AI 架构
Meta Platforms	约 720 亿美 元	1,250 亿 – 1,450 亿美元	Llama 大模型训练，超算 中心，超级智能实验室

动力学传导机制： 大量的算力、先进封装芯片、数据中心与电力网

络基建投入，在科技巨头内部形成了具备一定投资回报率（ROI）的业务闭环（如云服务收入实现显著增长，营业利润率扩张）。

然而，宏观层面的动力学机制面临“索洛悖论 2.0”（Solow Paradox 2.0）的检验：AI 技术的宏观溢出效应存在一定的时间滞后与摩擦成本。非科技部门（如传统制造、医疗、物流及公共服务）在将大语言模型转化为实际的全要素生产率时，不仅需要较高的前期定制成本，还面临着组织架构调整、数据孤岛整合及劳动力技能匹配等深层摩擦。如果未来 3 至 5 年内，AI 未能有效促使全社会 TFP 实现系统性抬升，当前的 AI Capex 可能面临局部资本错配的风险。

3.2 资本集中度分化与资产定价特征

大规模 AI 投资带来了显著的资本聚集效应。少数核心科技企业凭借其现金流优势，集中了美股指数的主要超额收益与市场流动性，导致一定程度的估值化分化。

动力学传导机制：在相对高息的环境下，科技头部企业在债券市场依然享有较低的融资利差。2026 年前 8 个月，这些企业在债券市场发行了约 2,200 亿美元债务，不仅为其算力基建提供了融资支持，扩大了其资源优势。这种金融资产的集中效应直接导致了对实体经济的局部资本挤出（Crowding-out effect）。部分中小型制造业、传统基建和供应链企业，在财政赤字扩张与非银流动性偏紧的背景下，面临较高的实际借贷成本。科技部门的繁荣与传统实业的资金需求形成了明显的结构性分化，对美国实体产业链的整体平衡度产生了一定影响。

第四章 金融体系脆弱性扫描与风险传导路径

在高息长尾环境、财政赤字扩张与非银金融中介（NBFI）的发展背景下，美国金融体系的核心风险点逐渐向影子银行、私人信贷及国债市场微观交易结构转移。

4.1 私人信贷（Private Credit）与非银中介的流动性压力

过去十余年相对低息的环境催生了规模达 1.5 万亿至 2 万亿美元的私人信贷（Private Credit）市场。这一资金池游离于传统银行监管体系之外，成为并购融资与中型企业的重要信贷渠道。当前，该系统在高息环境下正面临严峻考验。截至 2026 年初，私人信贷的整体违约率已升至 5.8%，部分高负债行业的违约率达到 12.8%。

动力学传导机制： 底层风险主要源于“流动性错配”与“估值不透明”。部分私人信贷基金（如非上市商业发展公司 BDCs）多采用基于模型的定期估值（Mark-to-model）而非盯市估值（Mark-to-market），这在平滑账面波动的同时，可能导致底层资产质量的波动未能及时充分反映。

当借款企业面临再融资的“到期墙”（Maturity Wall），且现金流难以覆盖较高的浮动利息成本时，实质性违约的增加可能触发投资者的集中赎回。由于底层资产缺乏流动性，基金为应对赎回，可能被迫启动流动性限制（Gating）或在市场上被动抛售流动性较好的资产。这种抛压将通过衍生品交叉敞口和质押网络，将流动性需求传导至提供信贷额度的传统银行体系，引发市场的杠杆去化过程。

4.2 美债基差交易（Basis Trade）的系统性影响与微观结构脆弱性

美债是全球金融资产定价的锚点与回购网络的底层抵押品。然而，美债市场的微观做市深度正在经历结构性变化。

动力学传导机制： 在《巴塞尔协议 III》补充杠杆率（SLR）的表内资产约束下，传统一级交易商（Primary Dealers）的资产负债表扩展空间受到限制。这一做市功能的部分真空被相对价值对冲基金填补。他们利用回购市场提供的高杠杆机制（部分面临极低折扣率 Haircut），广泛参与美国国债基差交易（Treasury Basis Trade）：即买入现货国债，同时做

空对应国债期货，以获取价格收敛的利差。

这种依赖稳定流动性假设的微观结构存在一定脆弱性。当宏观利率波动率（MOVE Index）因通胀预期或政策调整而上升时，清算所将上调期货头寸的保证金，同时交易商银行可能提高回购融资的折扣率（Haircut）。对冲基金在双重流动性挤压下，可能被迫抛售美债现货以补充现金。这易导致美债价格剧烈波动、收益率迅速上升及买卖价差扩大的负反馈循环。

美国证券交易委员会（SEC）推行的美债中央清算（Central Clearing）新规（预计于 2026-2027 年分批落地），中长期有助于降低系统性风险，但在过渡期内，可能引发杠杆资金的集中去杠杆行为，诱发局部流动性紧张。一旦出现流动性断裂，美联储的流动性支持工具（如常备回购便利 SRF）将面临承压极限。在通胀背景下，通过扩表提供流动性支持，可能使美联储面临防范道德风险与控制通胀的双重政策挑战。

第五章 地缘经济演变与全球货币体系重构

美元前景不能由一项指标概括。黄金增持反映储备偏好变化，mBridge 改变结算基础设施，高债务重塑安全资产供给与信用基础，AI 和数字美元生态则可能继续扩大美元使用场景。这些变化分别作用于份额、通道、资产和技术网络，只有放回美元体系的完整结构中，才能判断美国国际金融地位的下一步走向。

5.1 判断美元前景必须区分汇率、储备份额与体系权力

关于“美元走弱”与“去美元化”的讨论经常混淆三个层次。第一是美元汇率，即美元相对欧元、日元等货币的市场价格，受利差、增长、避险与仓位影响，能够在数月内大幅波动。第二是储备与交易份额，反映中央银行和市场主体的资产配置，调整较慢。第三是体系权力，包括贸易计价、跨境信贷、衍生品、支付清算、安全资产与制裁能力，具有最强网络效应。汇率下跌不等于体系地位同步下降，外储份额下降也不自动意味着替代货币形成完整生态。

数据验证：IMF 数据显示，2026 年一季度美元占全球已分配外汇储备的 57.13%，高于 2025 年四季度的 56.42%，其中约一半升幅来自汇率估值效应。欧元占 20.03%，人民币占 1.99%。季度变化说明储备份额受汇率、债券价格和主动配置共同影响，不宜把单季升降解释为制度转折；但与本世纪初相比，美元份额长期缓慢下降，黄金与其他货币的配置意愿上升，也是真实存在的多元化趋势。

黄金配置的结构性变化应放在第二个层次理解。地缘摩擦、通胀风险和金融制裁提高了央行对资产安全与风险隔离的权重，2024 至 2026 年全球央行黄金净购买量维持高位，2025 年达 863 吨，波兰、中国、乌兹别克斯坦等为主要增持方。增量储备转向黄金，会减少流入美债的边际资金，并抬高美国吸引长期资本所需的收益率；但黄金能够储值，却难以承担大规模贸易计价、跨境信贷、日常支付和抵押品周转。因此，黄金上升说明美元储备份额和政策便利正在收窄，并不能单独证明美元体系失去核心地位。

5.2 美元优势仍建立在四张相互强化的网络上

第一张是安全资产网络。美国国债市场规模、流动性、回购与衍生品基础设施仍无可替代，全球金融机构需要国债作为抵押品和流动性缓冲。第二张是贸易计价网络。美联储研究显示，美元在美洲出口计价中约占 96%，在亚太约占 74%，在欧洲以外其他地区约占 79%。企业一旦以美元报价，就倾向以美元融资和套期保值，进一步加深使用。第三张是跨境融资网络。美元约占国际银行贷款和存款的 60%，在非本币国际债券发行中约占 70%。第四张是技术与规则网络，覆盖 SWIFT 支付、清算银行、会计与法律服务、制裁合规以及美元稳定币。美联储构建的国际货币使用综合指数显示，2024 年美元得分 64.9%，远高于美国占全球 GDP 的 26.1%和全球贸易的 13.4%。这就是美元“超额国际化”的制度基础。

mBridge 与中国央行新近搭建的数币达（CBETS）系统的意义正落在第四张网络的支付清算环节。由国际清算银行创新中心与多国央行参与的多边央行数字货币桥，已从概念验证进入工程化试点；其批发型央行数字货币和分布式账本架构，可以缩短跨境结算链条，降低对传统代理行及报文系统的依赖，使部分双边和区域交易具备绕开单一美元通道的技术条件。数币达（CBETS，全称 Cross-border e-CNY Transfer Services），是中国央行推出的新型双边跨境服务，于 2025 年 9 月正式上线，并于 2026 年升级为跨境结算综合服务平台。由数字人民币跨境数字支付平台和数字人民币区块链服务平台组成，支持境外参与方通过数字人民币跨境业务网关“一点接入”，直达链上和链下两个业务平台 7×24 小时的智能数字支付服务。

但“支付通道可替代”不等于“计价、融资和储备货币可替代”。如果交易合同仍以美元计价、企业仍以美元融资、金融机构仍以美债管理抵押品，新的结算通道只是分流支付环节，并未改写货币闭环。未来 3 至 5 年更可能出现区域结算走廊并存、美元特定功能被切走，而非美元整体退出；mBridge 和 CBETS 降低的是通道依赖和网络转换成本，其能否进一步影响美元地位，取决于替代体系能否同时提供计价、融资、抵押品和资产配置功能。

黄金与 mBridge/CBETS 由此被纳入同一分析框架：前者从储备端分流需求，后者从结算端分流通道，但二者尚未形成新的安全资产和跨境信贷闭环。四张美元网络仍然相互强化：安全资产支撑融资，融资巩固贸易计价，计价扩大支付与套期保值需求，技术和规则再把交易沉淀回美元资产。这也是美元份额可以缓慢调整、体系权力却仍保持韧性的根本原因。

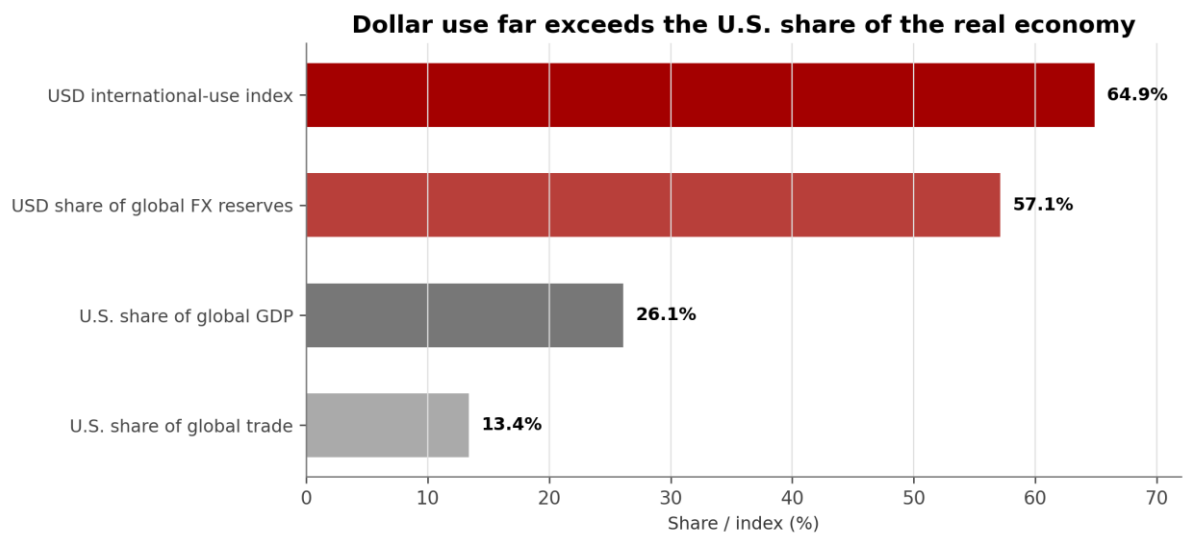


图 5 美元的国际使用远超美国实体经济份额

数据来源：美联储《The International Role of the U.S. Dollar—2025 Edition》；IMF COFER 2026Q1。

5.3 高债务既增加美元资产供给，也侵蚀其信用基础

然而，美元体系存在一个内在悖论：全球需要大量安全美元资产，美国因此能够持续借款；但持续借款又会逐步削弱安全资产的财政基础。短期看，Jackson Hole 强化 2%通胀目标，财政部扩大老券回购并维持基准券供给节奏，有利于同时维护美元利差和国债市场流动性。2026 年 6 月美国 TIC 净流入达 1335 亿美元，外国投资者净买入长期美国证券 2071 亿美元，也说明全球对美元资产的需求并未消失。因而高债务在短期内未必导致美元走弱，反而可能通过高收益率和市场深度吸引私人资本。

中长期风险取决于市场如何解释债务管理。如果回购只用于改善非当期券流动性、短债只用于季节性现金管理，它们会巩固美国国债作为全球抵押品的功能；如果短债化和回购持续扩大，并被用于压低长期融资成本或弱化央行独立性，投资者会要求更高通胀补偿与制度风险溢价。美元可能因此出现“汇率因高利率走强、财政信用却边际下降”的背离：交易与融资功能虽稳固，但其享受的估值和融资特权逐步收窄。

5.4 AI 与数字美元生态可能成为新的美元支柱

AI 资本周期与金融创新正在共同扩展美元网络。Jackson Hole 会议以“金融创新：对支付与政策的影响”为主题，说明支付工具、货币创造和市场基础设施已进入货币政策视野。美国集中了头部模型、云平台、芯片设计和风险资本，全球资金为获取 AI 收益而配置美国股债；AI 服务、算力租赁和软件订阅若以美元定价，会把美元网络延伸到新的数字贸易。美元稳定币以国债和银行存款作为储备资产，则进一步连接链上支付、短期票据需求与传统安全资产市场。

这一支柱能否成立，取决于 AI 是否转化为可持续生产率、税基与出口，而不仅是资本流入和资产估值。若 AI 收入能够覆盖折旧与融资成本，美国既可改善债务分母，也能用技术服务巩固美元计价和融资网络；若估值大幅修正，外国投资者可能减持美国风险资产，冲击还会通过私人信贷和数据中心融资反向传导。全球去杠杆初期通常推高美元，但若冲击源头被认为是美国财政与制度信誉，长债和美元也同时承压。

综合来看，美国国际地位将从单极优势转向“核心仍在、成本上升”。未来数年最可能出现的不是美元被某一货币整体替代，而是功能层面的多元化：贸易伙伴增加本币结算，央行提高黄金与非传统货币配置，mBridge 和 CBETS 等区域支付系统降低单点依赖，企业分散制裁与合规风险。欧元拥有较大经济体量但缺少统一安全资产，人民币具有贸易网络但资本账户、法治与可自由配置性仍受约束，黄金能储值但不能高效承担信贷与支付功能。替代者各有一部分能力，却尚未形成美元式闭环。

因此，美国国际金融地位需要做期限分层。未来数月，更高更久的短端利率、美联储强化通胀信誉以及财政部维护国债流动性的措施，仍可能支撑美元汇率和美元资产需求；未来数年，基准路径则是“核心地位延续、储备与结算份额缓慢分流、维持成本上升”。真正的转折信号不是一次汇率波动、黄金增持或支付项目扩容，而是财政信用、安全资产流动性、跨境美元信贷、贸易计价和数字服务定价是否同时弱化。

第六章 宏观演进判定与中长期情景推演

6.1 基准情景：高位盘整式再平衡（主观概率 50%）

基准情景下，2026 年下半年至 2028 年美国经济增长速低于前期但仍保持正值，核心通胀缓慢回落，总体通胀继续受能源和关税扰动。美联储在确认基础通胀持续下行前维持短端利率高位，不排除一次预防性加息，但避免重新进入连续紧缩周期；10 年期国债多数时间维持约 4%—5% 的高位区间，收益率曲线保持正斜率。

财政赤字仍接近 GDP 的 6%，财政部通过稳定付息券、灵活调整票据和扩大老券回购维持拍卖与交易秩序，不发生持续流动性危机。AI 资本开支继续支撑私人投资，云与模型收入逐步验证部分回报，美股高位震荡、内部轮动加剧；美元短期受利差和央行信誉支撑，外储份额缓慢多元化但不出现断崖式下降。该情景本质上是以较高短端利率维护通胀锚、以主动债务管理维护长端市场功能；其能否延续，需要由基础通胀、长债承接、AI 资本回报和跨境美元信贷共同验证。

6.2 风险情景：财政—通胀—期限溢价共振（主观概率 35%）

风险情景来自基准路径在通胀、货币政策、国债承接和信用融资四个环节的同步恶化。触发器包括能源冲击延续、关税再升级、核心服务通胀重新扩散，以及美联储被迫连续加息。财政部若进一步提高票据依赖或扩大长端回购，而拍卖尾差和期限溢价仍然恶化，市场就可能把技术性流动性管理解读为压低长端融资成本的行政干预，使短端紧缩与长端财政溢价相互强化。

传导顺序将是长端实际利率和信用利差先上升，美股与高估值 AI 资产经历估值压缩，随后资本开支、就业、私人信贷和商业地产承压，高杠杆数据中心项目暴露损失。美元初期可能因利差、避险和全球融资需求走强；若冲击进一步被归因于财政—货币边界模糊和制度信誉下降，美元与长债后期可能同时承压，黄金、短期高质量资产和部分非美元资产相对受益。该情景未必演化为主权违约，却会显著提高美国维持国际金融领导地位的成本。

6.3 乐观情景：AI 生产率兑现推动无痛去通胀（主观概率 15%）

乐观情景要求 AI 从数据中心建设快速转向组织级应用，在软件开发、科研、物流、医疗和专业服务中形成可测量的生产率提升。只有单位劳动成本和价格上涨广度持续下降，美联储才获得可验证的放松依据；只有企业 AI 收入能够覆盖折旧与融资成本、名义 GDP 和税收改善债务分母，技术繁荣才会从资产价格叙事转化为宏观供给能力，财政部也无须依赖持续短债化。

在这一情景下，美联储能够在不引发通胀反弹的情况下逐步降低短端利率，长端实际利率因生产率提升保持一定高度，但通胀补偿与制度风险溢价下降；股票回报从估值扩张转向盈利增长，并由少数平台扩散至更广泛行业，美元也因技术、生产率和资本回报优势保持较强。其难点在于生产率扩散通常慢于基础设施投资，组织改造、监管、电力和人才约束可能使回报兑现晚于市场定价，因此仍仅赋予 15% 的主观概率。

下表集中比较三种情景的底层特征、触发条件与资产影响。

情景维度	发生概率	底层特征与演进路径	触发条件 (Catalysts)	核心结果与宏观资产影响
基准情景 (Base Case) 高位盘整式再平衡	50 %	财政约束常态化 + 通胀缓慢回落 + AI 局部兑现 + 美元功能分流。 经济维持低速正增长，财政赤字难以迅速收窄；美联储以高短端利率守住通胀锚，财政部通过附息券、票据和回购组合维护拍卖与二级市场，AI 回报只在部分平台和云业务中得到验证。	六个月年化基础通胀继续下行；长债拍卖尾差和回购报价稳定；云业务增量收入与折旧基本匹配；跨境美元信贷未明显收缩。	10 年期国债多数时间约 4%—5%，曲线保持正斜率。美股高位震荡并内部轮动，信用利差可控。美元短期受利差和避险支撑，COFER 主动配置缓慢多元化但不出现断崖式下降。

乐观情景 (Upside Case) 生产率扩散与温和去通胀	15 %	AI 广泛提升 TFP + 单位劳动成本下降 + 名义 GDP 改善债务分母。 生产率收益从少数平台扩散到工业、物流和服务业，企业 AI 收入覆盖折旧与融资成本；税基和潜在增长上升，使财政部无需持续短债化，美联储也获得可验证的降息空间。	行业生产率、AI 收入和数据中心利用率同步上升；服务通胀广度持续下降；能源、电网、监管和组织改造约束明显缓解。	中性实际利率 (R^*) 上升，但通胀补偿和期限溢价回落。股票回报由估值扩张转向盈利增长并向更多行业扩散，美元由技术、生产率与资本回报共同支撑。
风险情景 (Risk Case) 财政—通胀—期限溢价共振	35 %	通胀再起 + 连续紧缩 + 长债供给与非银杠杆共同承压。 能源或关税冲击推高核心通胀，美联储被迫连续加息；拍卖承接转弱、基差交易去杠杆抬升期限溢价。若短债和回购被解读为压低长期融资成本，财政—货币边界进入信用定价，私人信贷和高杠杆项目暴露损失。	核心服务通胀重新扩散；长债拍卖尾差恶化；回购改善流动性的效果下降；私人信贷、商业地产或数据中心融资出现集中压力。	长端利率与信用利差同步上升，美股和高估值 AI 资产先受压。美元初期因利差与避险走强；若冲击被归因于制度信誉下降，美元与长债后期可能同时承压，黄金和短期高质量资产相对受益。

6.4 长期演进评估与核心观测点

把观察期延伸至未来十年，美国经济更可能经历高成本再平衡，而不是线性衰退或简单回到 2010 年代的低利率、低通胀和高资本回报组

合。金融基础设施、科技平台和美元网络仍提供缓冲，但债务利息、贸易摩擦与制度维护成本持续上升。中长期分岔取决于科技收益能否快于债务成本和制度摩擦上升：三者形成正向组合，美国将以更高成本延长主导周期；若 AI 只推高资产估值而未改善生产率与税基，经济将停留在高位盘整；若通胀、债务融资和非银风险彼此强化，则转向信用重估。

因此，长期评估不应再另列一套与三种情景平行的结论，而应持续观察哪些变量正在改变三种情景的相对概率。可将原有六组先行指标归并为三组核心变量：财政约束与债市吸收决定美债信用基础，通胀反应函数与 AI 资本效率决定增长—利率组合，贸易重构与美元网络决定美国冲击向全球传导的强度。只有多组指标同向变化，才构成趋势转折，单一数据或单次政策操作不足以改变总体研判。

决定中长期路径的三组核心变量

1. 财政约束与债市吸收： 同时跟踪月度赤字、净利息、关税收入、国债平均付息率与票据占比，判断财政现金流是否改善；再以长债拍卖尾差、一级交易商承接、老券回购报价覆盖、非当期券折价、财政部一般账户和海外 TIC 流量检验市场吸收能力。近端政策窗口中，还应结合 9 月 FOMC、9 月启动的长端回购安排及后续季度再融资，分别识别货币信誉、市场功能与财政期限风险。

2. 通胀反应函数与 AI 资本效率： 美联储政策判断应重点观察基础通胀广度、六个月年化 PCE、金融条件与通胀预期，而非仅看单月就业或一个同比数字；AI 则应跟踪云业务增量收入、自由现金流、折旧增速、数据中心利用率、长期租赁与购电义务，以及资本开支是否从现金流融资转向债务和股权融资。只有生产率、单位劳动成本和 AI 现金流同时改善，乐观情景概率才会实质上升。

3. 贸易重构与美元网络： 贸易端需要结合实际进口量、原产地变化、资本品成本和企业利润率，判断关税究竟带来一次性价格冲击还是持久的供应链成本；美元端则应同时观察短端利差、COFER 剔除估值后的主动配置、跨境美元信贷、稳定币储备与美国政策边界的可预测性。只有贸易计价、融资、安全资产和数字支付网络同步弱化，美元体系才会从功能分流转向更快的信用重估。

6.5 对中国与全球市场的战略含义

第一，美国高债务并不自动转化为美元快速衰落。短期更高利差、通胀信誉和全球去杠杆阶段的美元流动性需求仍可能支撑美元，因此应区分短期汇率、长期储备份额与体系权力，避免做出“美元即将崩塌”的单向判断。

第二，美国长端利率不仅受赤字影响，也取决于付息券和票据发行、老券回购、市场承接与非银杠杆；全球宏观政策需要同时为高波动美元利率和美国债务管理外溢保留缓冲。

第三，贸易摩擦正从关税清单转向关税、投资审查、原产地规则、技术控制与盟友协调的组合，企业供应链布局应按长期制度成本而非单次谈判结果决策。

第四，AI 资本周期把美国技术优势与金融优势更紧密地绑定：技术领先吸引资本，资本市场又为算力扩张融资。应同时检验美国 AI 生产率兑现与融资脆弱性，既不能低估其技术扩散潜力，也不能把高估值等同于稳固领先。

第五，美元体系的竞争将更多发生在功能层。扩大本币结算、建设跨境支付、提升人民币资产可投资性、增加高质量安全资产供给和改善制度透明度，比单纯减少美元持有更能形成可持续替代能力。

联系我们: CEISD@Shanghaitech.edu.cn