

# 美国国债快步走向隐性违约

## 科技公司循环融资或吹大产业泡沫

本报记者 孙亚军

随着美国财政的可持续性问题的长期隐忧变成了现实难题，美国国债正向隐性违约方向加速演进。

美国财政部账目显示，7月30日未偿联邦债务余额为39.84万亿美元，距40万亿美元仅差约1590亿美元，如果接近一月日均增量约126亿美元推算，美国国债总额在8月突破40万亿美元已无悬念。同时，美国的利息总额和利率水平平均达到高位。美国国会预算办公室(CBO)今年2月预测，美国联邦政府的净利息支出将在2026财年达到略超1万亿美元，占国内生产总值(GDP)的3.3%，并可能在2036年飙升至2.1万亿美元(占GDP的4.6%)以上。另有测算显示，美国国债平均利率已经达到3.41%，为2009年以来最高水平。

债务总额、付息成本、融资利率同步上调，反映出美国财政正陷入难以为继的窘境。一方面，美国债务增速持续快于经济增速，CBO预计公众持有债务占GDP比重将从2026年的101%升至2036年的120%，超过1946年战后峰值。另一方面，美国政府解决财政问题的政策选择越来越少。美国政府无力削减社保、医保与国防等刚性支出，利息占财政收入比重逐年上升。不仅如此，在政治环境日趋极化的背景下，美国的当权者根本没有动力和条件去平衡预算。

有分析认为，因为美元的特殊地位和金融体系的绑定，明着赖账或者强制减记本金并非美国政府的选项。在这种局面下，通过通胀侵蚀购买力、用监管手段迫使银行和养老金继续买低收益国债以及用期限管理推迟还债压力的做法就成为美国政府的最优选择，而这直接指向了隐性违约的方向。

隐性违约并非拒付本息。其奥秘在于：本金票面不动，票息按期支付，但凭借通胀高于名义融资利率所形成的负实际利率，再辅以监管手段促使银行、货币基金、养老金持有低收益国债，使债权人收回的美元购买力低于借出之时。美国现在正一步步走进这个局面。

从利率看，美国核心通胀仍在3%附近，平均利率扣除通胀后实际回报极少。同时，美联储7月货币政策会议把利率区间维持在3.5%到3.75%之间，同时继续执行准备金管理购买(RMP)操作买入短期国债，目的是压低短期融资成本和收益率波动，给财政部大量发行短期债券创造条件。美国财政部则不断大量发行短期国债来填补资金缺口，把还债的压力集中到短期，从而使得财政成本直接跟着美联储的短期利率走。于是，美国政府用监管和货币政策制造出被动的买家，用通胀消化掉一部分实际债务，名义上本息一分不少，美元购买力却在暗中缩水。

应当看到，美国国债公开违约的概率并不高。美元是世界主要储备货币，美国政府借的是自己印的钱，美联储又可以随时充当最后的贷款人，这些条件决定了美国有能力避免硬性拖欠。不过，美国接下来面临的偿付压力也不小。CBO的预测显示，不仅公众持有的债务占GDP比重会在2025年底至2036年期间大幅上升，同期财政赤字率也将保持在5.8%到6.7%的高位，利息支出会成为联邦预算里仅次于社保的第二大刚性支出。因此，美国可能采取的隐性违约举措集中在三方面：首先，财政部继续靠短期债券滚动融资、控制长期债券的发行规模、把国库现金余额放到回购市场上来稳住短期利率；其次，美联储继续通过RMP买短期国债，同时放松银行资本监管要求等工具推动银行体系接手长期国债，再辅以外债内购的前瞻指引防止长期收益率失控；最后，诸如继续挥舞关税大棒来增加收入、一再提高债务上限而不削减本金和利息、压缩可自由支配的开支避开社保和医保的本金等举措也在美国的工具箱内。

从隐性违约的影响看，对美国国内而言，利息占财政收入的比重正在快速上升，利息、社保、医保这三项刚性支出会逐步挤占国防、基础设施、科研和应急救助的空间，财政腾挪的余地越来越小，国会在减税和刺激经济方面受到的制约也会更大。对全球来说，美债作为“无风险标杆”的地位已开始被重新定价，市场不再无条件信任美国财政，而是开始为其中的风险收取额外费用；各国央行为规避账面亏损，集中抛售美债的概率不大，但新增的外汇储备会更倾向于投向黄金、欧元资产或者用于双边本币结算，美元在全球储备中的占比可能会继续缓慢下降。

总之，隐性违约不会伴随正式公告，它只是悄无声息地把“美元资产肯定能带来正实际回报”的信任侵蚀掉。在美债总额突破40万亿美元之际，全世界早已开始认真算一笔账：拿到手里的美元利息，到底离钱更近还是离纸更近？

当前，全球人工智能(AI)投资热潮持续升温，在为技术创新和产业升级注入强劲动能的同时，也带来投资过热和金融风险的担忧。尤其值得警惕的是，部分AI企业之间正形成投资、担保与采购相互嵌套的“循环融资”关系，给市场稳定带来新的不确定性。

国际清算银行(BIS)6月底发布的《2026年年度经济报告》警示称，AI行业融资的不透明性加剧了金融脆弱性，其中最为突出的是循环融资带来的风险。一旦AI投资回报令市场失望，融资可能骤然退潮，并对整体金融环境产生连带冲击。

所谓循环融资，是指供应商通过投资或担保等方式为客户提供资金，客户拿到资金后持续采购该供应商的产品。上海财经大学特聘教授胡延平日前在接受经济日报记者采访时表示，“过度投资的风险小于投资不足的风险”已成为当前美国科技巨头的普遍心态，各方担心不断加大投入就可能出局，于是纷纷借助资本合作、产业联盟等手段加速投资进程，以抢占有利位置。然而，美国科技企业在融资端面临的结构性矛盾，正是多家公司采用循环融资模式的重要推手。

7月底，有外媒报道称，英伟达正与美国开放人工智能研究中心(OpenAI)开展谈判，计划为后者提供约2500亿美元融资担保，以帮助OpenAI租用由软银旗下子公司在俄亥俄州开发的数据中心项目。消息公布后，资本市场对循环融资交易风险的担忧快速发酵，英伟达股价大跌，5年期信用违约互换(CDS)价格创下历史新高。

胡延平解释说，OpenAI迫切需要海量算力，却没有独立举债的信用、充足的现金流和足够的支付能力。而英伟达需要锁定芯片采购需求，融资担保相当于帮OpenAI获得数千亿美元级别的“卖方信贷”。这种循环融资模式并非个别企业的权宜之计，而已逐渐成为当前金融市场较为常见的操作方式。

但在这一模式下，供应商同时成为投资者、担保人和订单受益者，循环融资交易使越来越多的AI产业链上下游公司深度绑定，也会让整个行业

### 国际清算银行6月底发布的《2026年年度经济报告》警示称

AI行业融资的不透明性，加剧了金融脆弱性，其中最为突出的是循环融资带来的风险。一旦AI投资回报令市场失望，融资可能骤然退潮，并对整体金融环境产生连带冲击。



4月20日，人们在德国汉诺威工业博览会观看机械狗表演。

新华社记者 张豪夫摄

在面对外部冲击时更加脆弱。清华大学经济管理学院副院长何平告诉经济日报记者，循环融资有利有弊，一方面有利于降低融资成本，加强产业链上下游协同；另一方面却加深了上下游企业的相互绑定，增加了系统性风险。当前美国科技公司持续加大AI投资，资产规模膨胀、估值攀升，进而吸引更多资金涌入，循环往复之下风险不断累积。

“循环融资，相当于给AI投资进一步加杠杆。”胡延平解释说，当前金融市场对AI投资泡沫问题相当敏感，市场本就担心大规模AI投资能否如期形成足够回报，循环融资模式有可能导致资本泡沫进一步扩大，甚至为系统性金融风险埋下隐患。

具体来看，何平认为，在微观层面，应重点关注企业的现金流状况，大规模资本支出必然消耗现金流，导致企业偿债能力下降，一旦收入增长不及预期，风险敞口将迅速放大；在宏观层面，应密切关注美国货币政策走向，如果美联储因通胀压力加息，流动性收缩将推高美国科技企业融资成本，加剧市场波动。此外，地缘冲突和大国博弈等外部冲击同样不可忽视，尤其对于市场影响力较大的美国科技巨头来说，更容易受到内外多重风险的影响，经营脆弱性上升，稍有不慎就可能陷入困境。

从历史的长周期来看，技术发展的红利与风险时常相伴，以往的技术创新浪潮也常伴随着投机狂潮。有分析认为，如果AI投资未能实现预期的高额回报，该领域可能重蹈20世纪90年代末互联网泡沫的覆辙。例如，曾精准预测美国房地产泡沫的美国投资人迈克尔·伯里认为，当前AI基础设施建设需求部分依赖于难以长期维持的融资模式，美国科技企业的AI狂热类似于互联网泡沫时期。

何平分析说：“当前投资和互联网泡沫的相似之处在于，都是因为新技术快速发展，投资热潮下积累了一定的泡沫，但投资回报却存在极大不确定性，甚至在某种程度上比互联网泡沫更严重，原因是AI投资更偏向重资产，例如，英伟达过去以轻资产运营为主，如今涉足数据中心等重资产环节，风险敞口显著扩大。”

“当前投资与互联网泡沫有相似之处，但也有实质不同。”胡延平认为，一是资金主要来源不同，AI基础设施建设投资主要来自资金实力雄厚的头部企业，更能抵御信贷紧缩。二是变现节奏不同，AI是边建设边变现，在云计算、编程工具、广告和企业生产力等方面，已经在产生实际价值和真实回报。三是经历了互联网泡沫破裂以及2008年国际金融危机，金融监管与治理体系以及市场抗风险能力已有所提高。但这并不意味着系统性金融风险不会积累和发生。

在风险防范上，何平表示，在当前AI投资热潮下，整个融资体系变得更加复杂，关联度持续上升，循环融资方式让企业间深度绑定，透明度不足已成为重大隐患。对此，应该注重防范系统性风险，加强融资透明度，密切监测关联风险，并完善监管框架。

# 共同化解全球粮食系统风险

关键斌

而且气候变化对农业冲击具有明显滞后性。例如，棕榈油存在8个月至12个月的减产滞后周期，这将导致2027年上半年东南亚油脂供给集中收缩；2026年的干旱将导致各国水库蓄水不足，为2027年春耕灌溉用水留下缺口，叠加极端天气诱发病虫害蔓延、南方多雨地区稻瘟病、北方干旱玉米虫害同步爆发等因素，将进一步侵蚀粮食产出能力。

从流通端看，霍尔木兹海峡航运受阻造成能源断链、引发农资危机，推高种粮成本。霍尔木兹海峡承载全球三分之一海运化肥、近五分之一液化气以及大量跨区域粮食运输，美伊冲突持续扰动航道，形成“能源—化肥—粮食”层层传导负面循环。一是化肥供应梗阻。海峡封锁刺激油价震荡，造成尿素和氨等化肥出口停滞，全球化肥价格年内暴涨50%至115%，各国农户不得不大幅削减施肥量。据联合国粮农组织测算，仅亚太地区因“肥荒”问题就将减产330万吨

水稻。二是海运成本暴涨。航道受阻迫使货轮绕行好望角，运费最高上涨300%，谷物、大米、植物油跨区域贸易成本全面抬升。三是地缘冲突冲击流通稳定性。受黑海、中东两大运粮通道同时不畅等因素影响，国际谷物理事会预测，2026至2027年度全球谷物贸易总量将缩减1700万吨，降至4.5亿吨。

从分配端看，在地缘冲突加剧的背景下，粮食贸易保护主义盛行，主要粮食出口国纷纷采取出口禁令、配额、加征关税等举措，使进口国采购渠道收缩、粮价波动进一步放大。一方面，主粮出口大国收紧出口管控。例如，印度作为全球主要大米出口国，持续限制大米出口，今年5月又全面禁止白糖出口，直至9月底。另一方面，贸易限制出现连锁反应。全球粮食仅17%参与跨境贸易，大米国际贸易占比仅11%，主产国一旦因减产限制出口，进口国几乎无替代渠道。

同时，美元主导下的粮食金融投机造成价格虚高、各国生物燃料政策持续分流口粮、水土资源退化侵蚀农业生产根基、全球粮食分配体系两极分化、农资产业链寡头垄断加剧供给脆弱性、气候变化同步引发粮食营养流失带来隐性饥饿六大容易被忽视的系统性隐患，也在持续放大全球粮食风险。

放眼全球，化解粮食危机需各国摒弃贸易保护主义，统筹生产、流通、分配全链条协同施策，共同构建多元、稳定、公平的全球粮食安全治理体系。

一是筑牢生产端根基，全方位提升农业气候韧性，稳住粮食产出基本盘。针对厄尔尼诺常态化现象，推广多元化作物种植，摒弃单一品种规模化种植模式，降低极端天气集中减产风险。加强南南种业合作，向发展中国家普及高产抗逆稻麦玉米品种。夯

实农田基础设施，推广生态农业，减少化肥依赖带来的产能波动。搭建跨境农业气象大数据共享平台，建立全球气候灾害预警协同机制，精准指导各国错峰播种、动态调整种植结构，提前储备农资与抗灾物资。

二是畅通流通渠道，破除贸易保护壁垒，打造全球韧性粮物流网络。重建开放多边粮食贸易规则，反对随意出台粮食和化肥出口禁令、高额出口关税、配额限制等，建立全球粮食出口管控约束机制。优化全球粮食海运布局，在全球核心港口共建公共粮食中转储备库、冷链仓储设施，有效抑制航道梗阻带来的运费暴涨和粮价波动。发挥谷物价格指数和供需数据库作用，统一全球谷物产量、贸易、库存数据发布标准，消除市场信息不对称，遏制跨国粮商、资本期货囤粮炒作行为，稳定国际粮价预期。

三是优化分配端格局，弥合全球供需失衡，保障粮食可及性公平。推动各国分区域设立公共缓冲库存，建立危机时期跨境储备互助制度和多层级全球粮食应急储备调剂机制。通过全球发展倡议、南南合作等，加大对非洲、南亚贫困国家的农业扶持，缩小南北粮食获取能力鸿沟，帮扶低收入缺粮国家。提升发展中国家在联合国粮农组织、二十国集团粮食安全机制中的话语权，建立地缘冲突、气候灾害、贸易政策协同磋商平台，完善全球粮食安全综合治理架构。

应对粮食安全“灰犀牛”，没有任何国家能够独善其身。唯有以开放合作替代单边自保、以科技韧性对冲气候风险、以公平分配化解全球失衡，统筹生产、流通、分配全链条协同治理，才能彻底消解极端气候、贸易壁垒、农资断裂带来的系统性粮食危机，筑牢全人类共同的粮食安全防线。

(作者系国务院发展研究中心亚非发展研究所所长)

### 国际谷物理事会 最新谷物市场报告预测 2026至2027年度

全球粮食产量将 同比下降 2.7%

降至

24.21亿吨

谷物消费量 将小幅攀升至新的峰值

供应趋紧情况下 结转库存会减少 2600万吨

全球谷物 贸易总量 将缩减 1700万吨

降至 4.5亿吨

图为在苏丹东卡萨拉州瓦德希卢地区，农民在田间收获高粱。(新华社发)

