

**分析师：陶川**

执业证书：S0590525110006

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：林彦

执业证书：S0590525110007

邮箱：linyanyan@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证书：S0590125110064

邮箱：wushuo@glms.com.cn

▶ **随着去年瑞·达利欧 (Ray Dalio) 的债务周期理论被市场广泛传播，市场对于美债的担忧明显上升。**截至 2025 年底，美国国债规模接近至 38 万亿美元，净利息支出也接近上万亿美元，利息赤字率上升对财政空间和经济活力形成一定压力，债务压力不容忽视。而在当前美国货币政策难以宽松、财政收支持续承压的格局下，市场似乎又找到了一条新的化债道路，即寄希望于 AI 带来的生产力提升来稀释缓解压力。**那么，这次 AI 能成为美债的“救星”吗？**

▶ **AI 如何化解美债压力？**在宏观经济与财政可持续性的分析框架中，债务率（债务/GDP）的演变通常由以下经典公式来决定： $\Delta D = (R - G)D_{-1} + P$ 。其中： D 为债务率， R 为利率水平， G 为 GDP 增速， P 为基本赤字率（不含利息支出的赤字/GDP）。

▶ **据此我们其实可梳理出三条压降债务率的核心路径：一是货币端**，通过下调利率减轻利息负担，规避债务利息滚存带来的风险；**二是经济端**，依托技术创新提振经济增长，以 GDP 扩容、生产力提升实现经济增速超越债务增速；**三是财政端**，通过节流增收压缩财政基本赤字，从源头控制新增债务。

其中，需要注意的是，货币政策仅能阶段性缓解债务压力，想要从根本上化解债务风险，**需依赖全要素生产率提升带来的经济动能改善（途径二），或是通过财政改革实现基本赤字收敛、乃至盈余（途径三）。**

▶ **纵观历史，美国在 20 世纪至少两次阶段性解决了债务问题，其核心思路均与上述框架高度契合：**

▶ **一、1946-1974（二战后）：战后红利下，美国债务率持续大幅回落。**二战后美国债务占 GDP 比率持续下降，30 年内债务率从 100% 以上降至 20% 左右，幅度较为明显，本质上是多重因素汇聚的结果。

1) 货币端：利率管控与后续市场化缓慢过渡，存量债务利息成本偏低。1951 年之前，美联储人为设定国债利率上限，叠加管控存款利率的 Q 条例等金融约束工具，美国政府得以大幅压低存量债务的滚动付息成本，有效完成债务压力“止血”。1951 年财政部与美联储协议落地后，虽然新发债券利率市场化，但存量国债剩余期限仍长达六年，短期低利率旧债依旧在市场流通。

2) 经济端：高增长、技术转化与效率提升，成为债务率下行的核心动力。彼时美国经济迎来高速增长，汽车装配线等现代化大规模生产工艺全面普及，电子设备、早期计算机等战时技术集中向民用释放，叠加地面道路等基础设施的完善，1948 至 1973 年美国全要素生产率增长率达到年均 2% 以上，推动债务比率稳步下行。

3) 财政端：国防与福利支出处于低位，财政盈余直接遏制新增债务。二战后美国大幅削减国防支出，仅部分战争年份出现赤字；且这一时期社会保障支出占比较低，医疗保险等现代福利制度尚未诞生。低福利负担使得这一阶段联邦政府维持了年均达 GDP 0.9% 的初级预算盈余（扣除利息支付后），从财政源头上减少了新

相关研究

1. 2026 年 1-2 月经济数据点评：1-2 月经济：投资为何意外转正？-2026/03/16
2. “十五五”规划系列报告（十三）：为何未见消费率指标？-2026/03/15
3. 宏观周度观察：开年投资哪家强？-2026/03/14
4. “十五五”规划纲要点评：“十五五”规划：透过专栏看主线-2026/03/14
5. 海外经济展望报告：美国有通胀回升的基础吗？-2026/03/11

债的发行。

- **二、1990年代(克林顿时期): 技术革命与财政纪律共振, 赤字转盈。**1996-2001年间美国政府债务持续缩减, 虽然相较于二战后时期, 本轮化债的体量与持续性更为有限, 但依旧是财政治理的代表性案例。

1) 货币端: 存量债务利率阶段性下行。债务利率从1980年初的最高接近10%降至1994年的最低5.9%, 随后在1995-2001年剩余期间平均在略高于6%的水平。

2) 经济端: 新经济引领生产效率提升, 做大经济总量并增厚财政收入。伴随商业互联网浪潮全面开启, 与“新经济”相关的数字技术转化为核心生产力。1990年代全要素生产率对经济的贡献从0%附近上升至2000年的高点2%, 繁荣的经济不仅壮大了GDP分母, 更派生出较高的税收。

3) 财政端: 依托和平红利并落实收支管控, 实现财政大幅扭盈。冷战结束释放了显著的“和平红利”, 1990-2000年间美国国防开支占GDP比重接近减半; 同时, 克林顿政府顶住政治压力通过《1993年综合预算调节法案》, 果断向企业和高收入人群加税并控制医疗保险等强制性支出, 并且受益于新经济带来的股市上涨, 资本利得占GDP比重也从1990年初的2%左右一跃上升至6%以上。这使得美国财政在1996-2001年创造了平均高达约3.2%的实质性初级盈余, 彻底扭亏为盈。

- **回到本轮, 在当前货币难松、财政易紧的环境下, AI驱动的生产力提升是否能再次成为美债的关键支撑?**所谓生产力解决债务的链条实际上是“生产力提升→新产业替代旧产业→新就业替代旧就业, 且新就业比旧就业的收入更高→税收上升→赤字缓解”。这其中AI的影响主要体现在, 一方面其作为核心引擎能大幅拉升全要素生产率以做大经济分母(途径二); 另一方面AI带来的生产率有望派生新税源, 逆转赤字压力(途径三)。但这两个途径目前都似乎存在一定现实难题。

- **从生产力维度来看, AI虽是“良药”, 但现阶段效用仍有限, 尚不足以化解当下核心矛盾:**

一方面, 受企业落地应用节奏影响, 生成式AI的技术红利向实体经济传导存在一定时滞。据宾夕法尼亚大学测算, 2026-2027年AI仅能拉动全要素生产率(TFP)提升0.05-0.1个百分点, 直至2030年代初期, 贡献度才逐步攀升至0.2个百分点左右, 红利释放规模和速度暂无法对冲财政与债务层面的压力。

另一方面, AI红利并未实现普惠共享。加剧的“K型”分化, 也会对经济均衡发展形成制约。

- **从财政税收创造角度来看, AI不一定能够带来税收的扩张, 反而可能影响美国税基增长。**AI带来的劳动力替代和财富转移效应, 正在重塑生产要素收益分配格局, 使得美国劳动报酬持续向资本与企业部门倾斜。2000年以来, 全球化削弱了劳动者议价能力, 使得美国劳动报酬在国民收入中的占比持续走低; 而AI则进一步放大了这一分化格局: AI相关资本开支直接增厚企业盈利, 但数据中心等投资对劳动吸纳能力偏弱, 难以有效带动就业与薪资上行。因此2020年之后, 美国企业部门与居民部门的收入占比差距进一步拉大。

这一分配格局, 直接造成美国税基被结构性侵蚀。拆解美国联邦财政收入结构可以发现, 2025年美国个人所得税(约占51%)与工资税(约占33%)合计贡献了约85%的联邦财政收入, 而企业所得税的占比仅约为10%。这意味着, 那些因

AI 应用而陷入永久性失业、或被迫流向低薪岗位的白领群体，可能导致贡献了财政绝对大头的个人所得税与工资税基遭到系统性侵蚀。

此外，两者的税率错配意味着企业税难以完全对冲个人税的下滑：美国个人所得税最高可达 37% 的高额累进税率（当前美国居民收入的高低分化对个税更有利），而企业所得税采用的仅是 21% 的不累进单一税率，“K 型”的格局对企业税不利。叠加硅谷跨国巨头较强的全球避税与利润转移能力，这意味着，其对财政收入的边际贡献可能难以填补高薪人力资本流失留下的累进税收空缺。在现行高度依赖“对人征税”而非“对资本征税”的刚性税制下，这种要素收益的转移可能让美国财政陷入“技术越繁荣，税基越枯竭”的悖论。

➤ **综上，当前 AI 下的“无就业繁荣”对当下美国财政体系下的债务问题解决可能相对有限。**甚至在短期内，如果 AI 只是“内卷式”的技术发展，不创造实质性的新需求，仅以低价去替代现有的劳动力与服务供给，不仅无法缓解赤字，对税基的冲击可能还会加剧债务问题。

➤ **那么如何破解当前 AI 下美国要素分配失衡带来的税收困境？**其实，克林顿时期的新经济治理经验已经给出了一定借鉴。彼时，美国同样经历着由信息技术革命（PC 与互联网）驱动的新经济浪潮。伴随着技术红利的集中释放，劳动报酬与企业利润也曾出现一定的结构性分化，但克林顿政府却创造了历史性的财政盈余。

这一奇迹的底层支撑，除了生产力的大幅跃迁（技术红利）以及国防等公共开支的战略性削减（财政节流）外，同样得益于其果断且精准的税收制度变革。1993 年，克林顿政府推行了预算调节法案，将联邦个人所得税的最高边际税率从 31% 大幅拉升至 39.6%，并将大型企业所得税率由 34% 微调至 35%（幅度虽然不大，但相对当前仅 21% 的企业税率明显更高，整体吸纳税收能力更强）。这一历史经验表明，当技术变革拉大贫富差距时，高效的财税转移支付或是维持社会和经济系统稳定的“安全阀”。

➤ **这在 AI 时代更具现实启示。**随着人工智能重塑生产力，传统的“资本-劳动”分配格局可能以更快的速度被打破。除了寄希望于 AI 未来带来的生产力跃迁以外，后续美国财税制度必须也随着分配格局的变化进行逆周期调整。

从当前政策探讨的广度来看，对未来美国的财税设想主要有以下几个主流途径：一是向“资本端”要红利。在 AI 推动资本回报率相对劳动报酬率提升的背景下，提高资本利得税、对富裕阶层及科技巨头征收较高边际税率，可视为调节财富分配的一种工具；二是向“要素端”要税基。将 AI 训练所依赖的“社会化数据”视为公共资产，针对大型模型的商业化收益征收“数字要素税”，让数据产生的价值回归公共财政。三是向“自动化”要转移支付。探索当前讨论已久的“机器人税”或“人工智能税”，对大规模替代人工、导致高技术人才去技能化的企业进行定向课税，以此补贴那些因技术失业、需要转型重构的劳动群体。

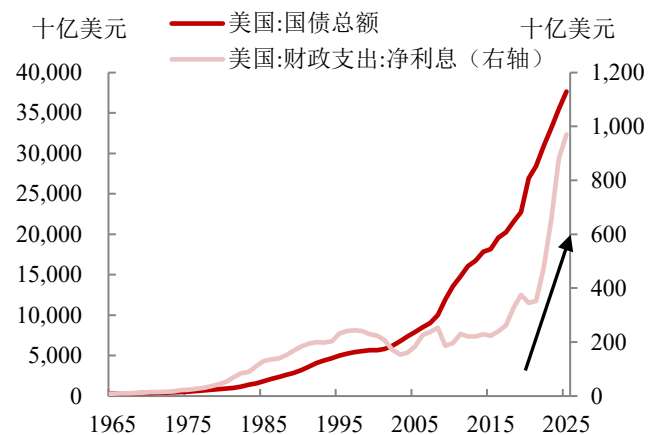
但无论是哪种途径，本质上其实都是对“要素获益方”进行结构性加税，通过财税的二次分配，将技术发展带来的超额收益复利于社会整体。

➤ **然而，从理论构想向现实政策的传导，美国正遭遇着结构性的治理困境。**第一，AI 要素的无形性与跨境流动，使传统基于常设机构的税制可能面临征管失效与税基侵蚀；第二，在全球 AI 技术竞争的宏观背景下，任何单边微观税制的收紧都可能抑制本国创新动能，引发科技资本与高端要素的逆向流出；第三，掌控核心算力与数字话语权的跨国科技巨头，在政治博弈中具有较强的议价能力，使得财富存量的二次分配举步维艰。

这种“数字生产力无国界”与“实体税收主权有国界”的冲突，意味着 AI 时代的财税补位无法一蹴而就，需要面对技术壁垒和地缘政治等多重因素，这也意味着美债的难题可能仍然是短期内美国经济面临的一个较大挑战。

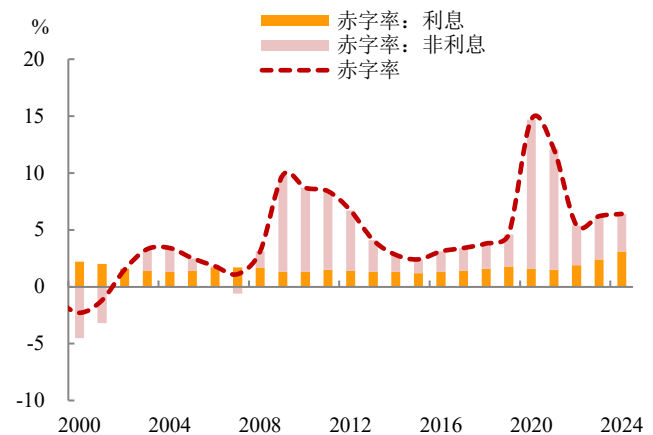
- **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大；地缘政治因素频发，导致全球资产波动加大；油价上涨超预期，美国陷入滞胀风险。

图1：美债和利息支出规模快速上升



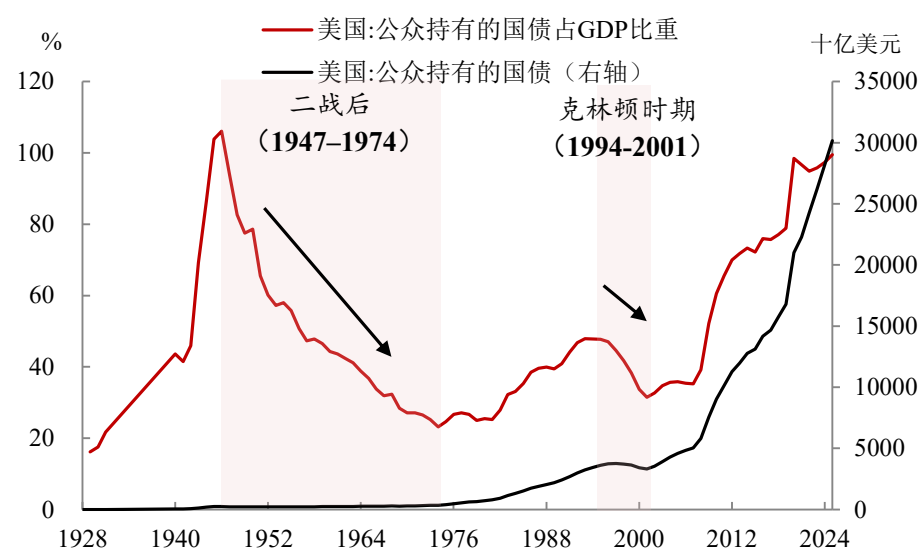
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图2：利息赤字率的上升正在挤压美国财政空间



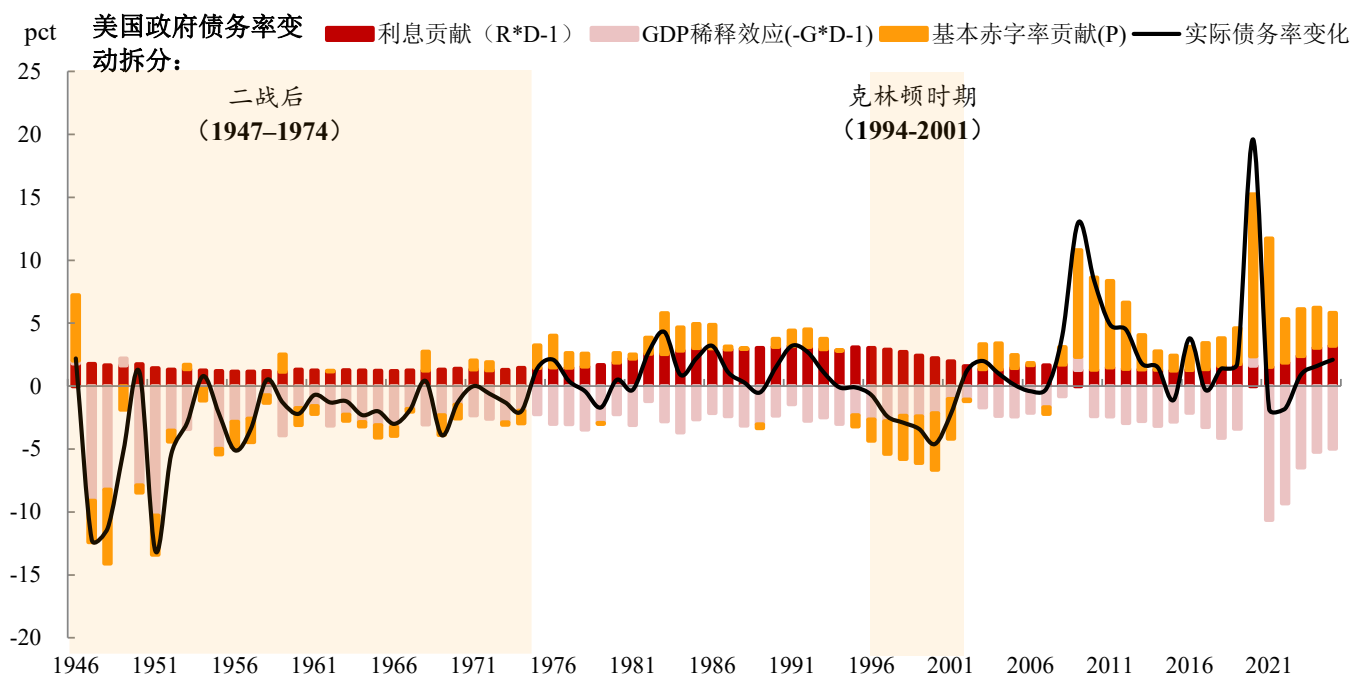
资料来源：CEIC，国联民生证券研究所

图3：二战后和1990年代美国债务率明显下行



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

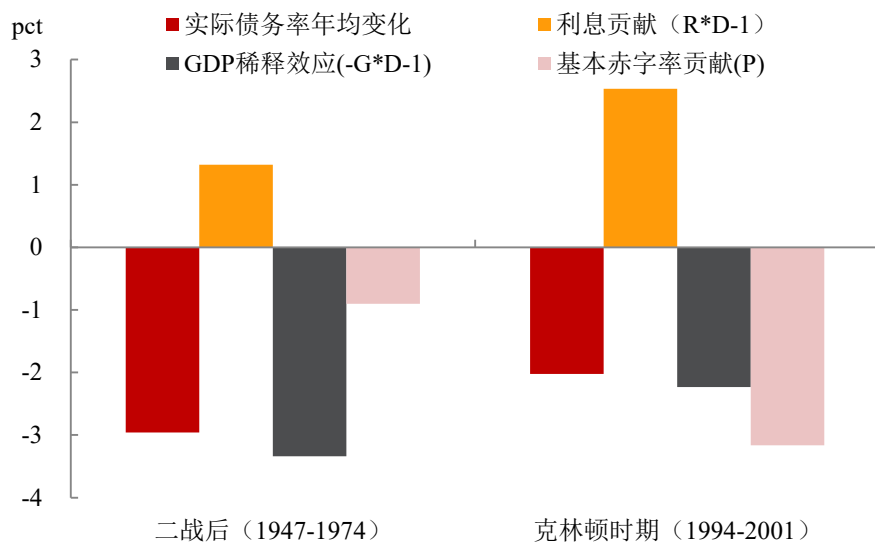
图4：美国政府债务率变动三因子拆分



资料来源：Wind, iFind, FRED, 国联民生证券研究所测算

注：三因子根据相关经济数据测算，合计值和实际债务率变化略有误差，但影响可忽略不计。

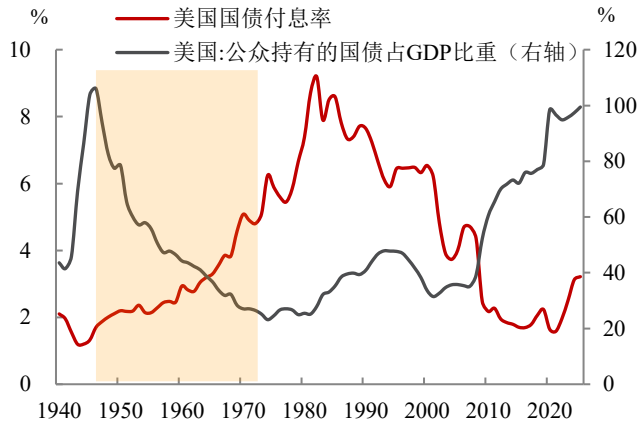
图5：两轮债务率下行主要靠生产力稀释效应 (-G*D-1) 和财政盈余 (P) 影响



资料来源：Wind, iFind, FRED, 国联民生证券研究所测算

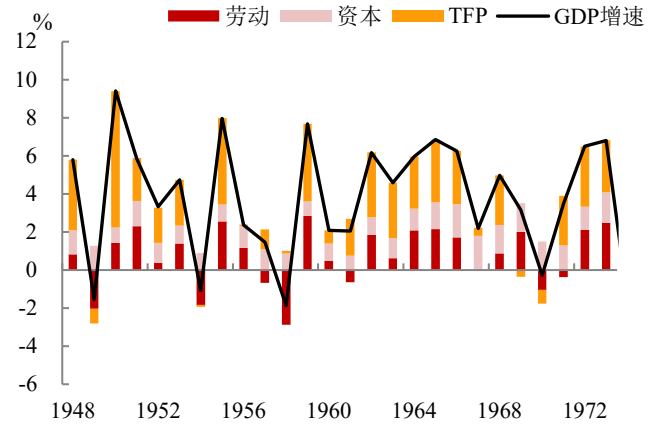
注：三因子根据相关经济数据测算，合计值和实际债务率变化略有误差，但影响可忽略不计。

图6：二战后长时间内美国国债付息率维持偏低水平



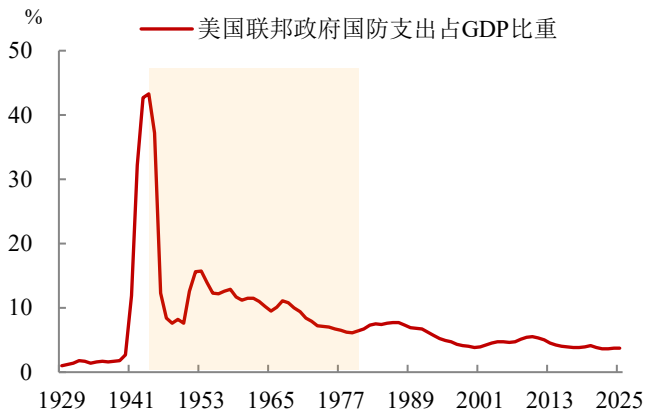
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图7：二战后美国经济增长更多靠 TFP 拉动



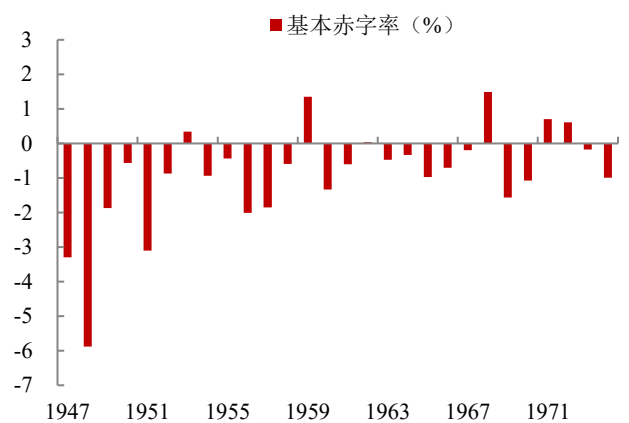
资料来源：美联储，国联民生证券研究所

图8：1947-1974 年，美国长期削减国防支出



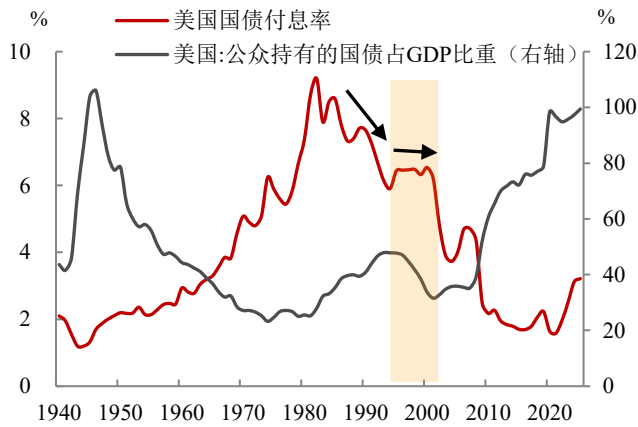
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图9：1947-1974 年，美国多数时间保持基础财政盈余



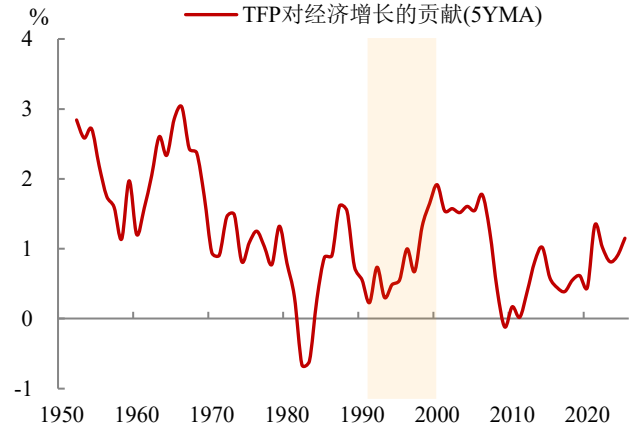
资料来源：FRED，国联民生证券研究所

图10：1990年代国债付息率较高点明显回落



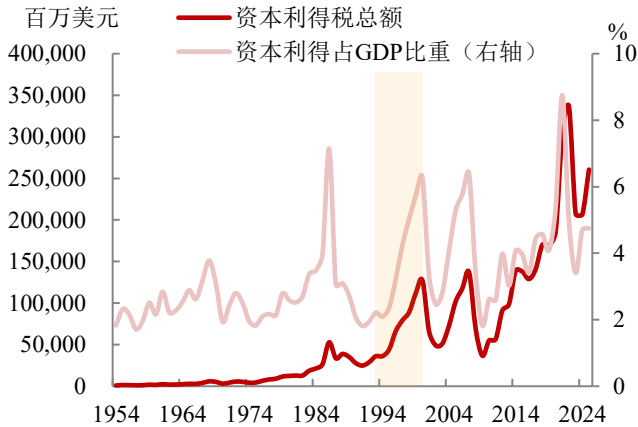
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图11：1990年代美国全要素生产率快速上升



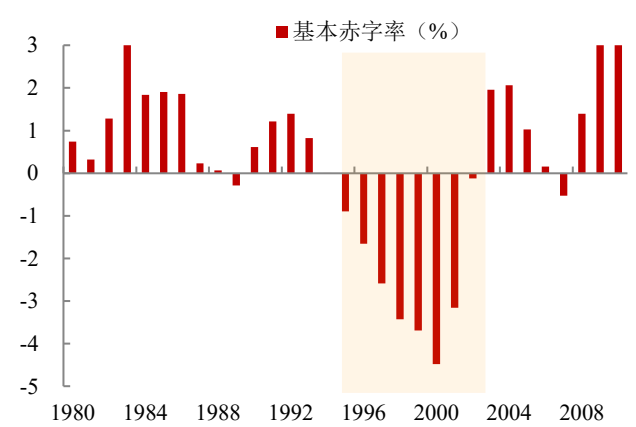
资料来源：美联储，国联民生证券研究所

图12：1990年代美国资本利得占GDP比重抬升



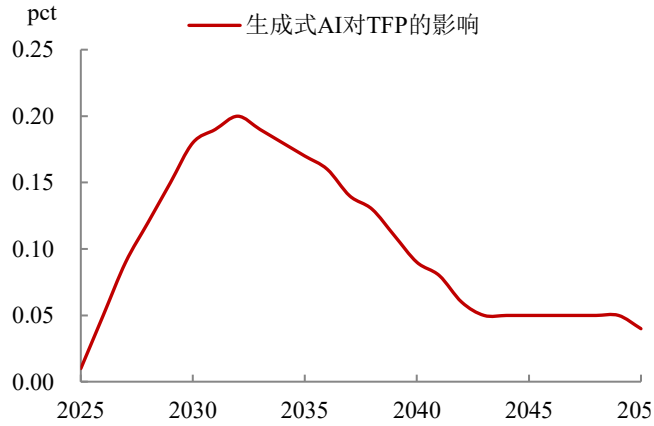
资料来源：Tax Foundation，国联民生证券研究所

图13：1990年代后期美国持续大幅财政盈余



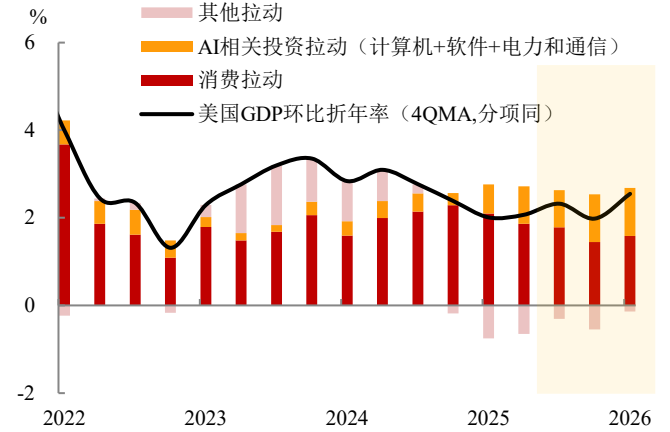
资料来源：FRED，国联民生证券研究所

图14: AI 对 TFP 的影响尚处于初期



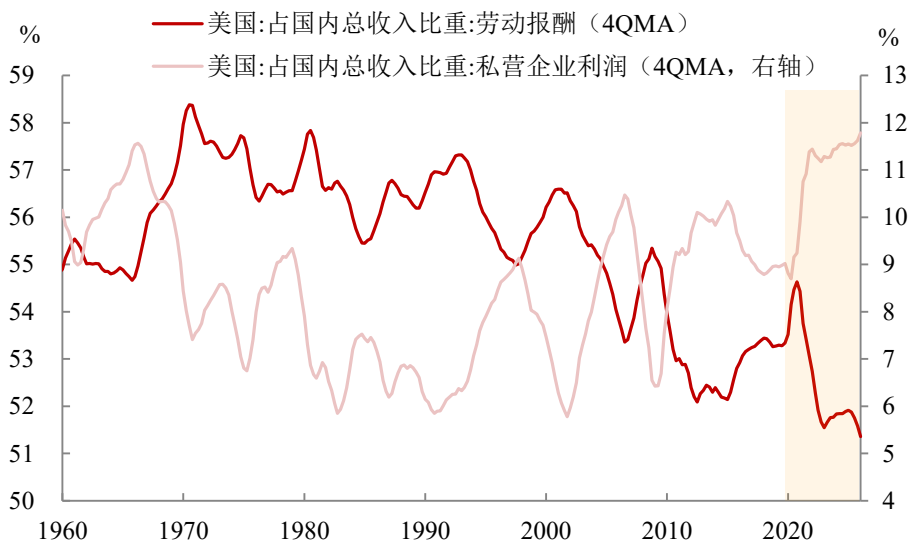
资料来源: 宾夕法尼亚大学《The Projected Impact of Generative AI on Future Productivity Growth》, 国联民生证券研究所

图15: AI 投资并未形成经济的普惠效应



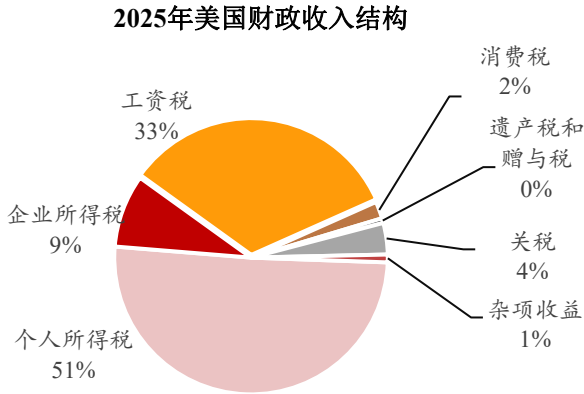
资料来源: iFind, 国联民生证券研究所

图16: 劳动和资本的要素收入分化



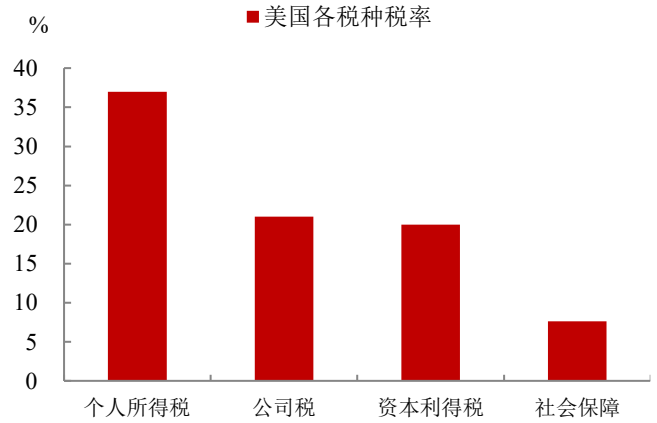
资料来源: Wind, 国联民生证券研究所

图17：美国财政收入以个人所得税和工资税为主



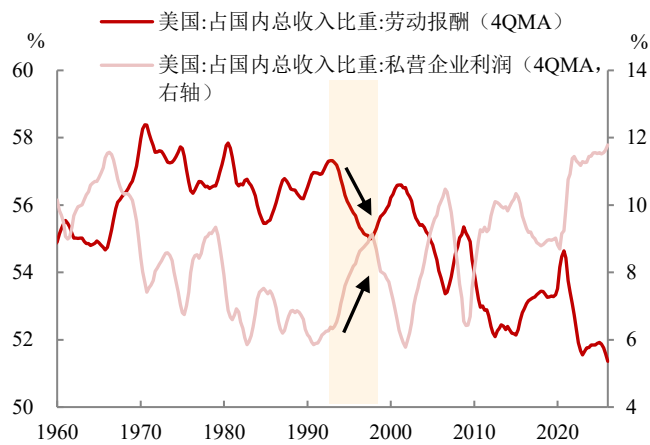
资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图18：美国税率对比



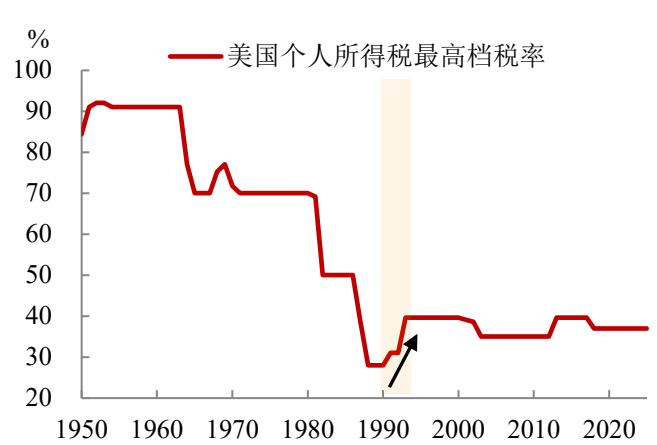
资料来源：TaxRatesByCountry，国联民生证券研究所
注：个人所得税为累进税率，图中为最高档；社会保障为员工缴纳部分。

图19：克林顿时期也面临一定的劳动资本分化



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图20：克林顿时期提高个税最高税率



资料来源：FRED，国联民生证券研究所

图21：AI时代美国如何平衡要素分配差距？

当前广泛讨论的AI时代下美国主要税收征收策略				
核心税种	向谁征税	核心锚定要素	实践中的核心难题	财税制度调节本质
资本利得与企业税	提高资本利得税、对科技巨头加征数字时代的高额边际税	大型科技巨头的超额垄断利润与富裕阶层资产	科技巨头拥有较强的政策游说与避税能力，既得利益让渡阻力较大	调节资本回报率与劳动回报率的严重失衡
数字要素税/数据税	将AI训练依赖的社会化数据视为公共资产，对大规模型的商业化收益课税	数据资产的确权、采集、处理及AI商业化变现环节	数据要素具无形性与跨境流动性，存在“技术无国界”与“税收有国界”的错配	将社会公共数据创造的价值重新收归公共财政
机器人税/自动化税	对大规模替代人工、导致高技术人才“去技能化”的企业定向课税	替代人类岗位的Agentic AI（智能体）、自动化软件或人形机器人	单边课税会提高本国创新成本，在国际AI军备竞赛中面临自缚双手、人才外逃的风险	提高资本替代劳动的相对成本，专项补贴失业与转型群体

资料来源：国联民生证券研究所整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

 **无锡** 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

 **上海** 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

 **北京** 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

 **深圳** 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室

