



中國建設銀行(亞洲)首席投資策略官辦公室研究通訊

2025 年 10 月 2 日

【美國行政當局再次面臨“停擺”，資本市場如何解讀？】

引言：政府停擺頻發，資本市場真的需要每次都恐慌嗎？

美國政府停擺的話題又一次成為全球財經市場的焦點——從歷史資料來看，這似乎是個“高頻事件”，但高頻是否意味著高風險？對資本市場而言，每次政府停擺引發的短期波動，究竟是“狼來了”的虛驚，還是需要警惕的實質性衝擊？

一、政府停擺≠債限危機，二者對資本市場的風險等級真的一樣嗎？

提到美國行政當局“停擺”，很多投資者會下意識將其與“美債違約”關聯，但二者的風險程度其實天差地別——這也是判斷資本市場衝擊的核心前提。首先，我們需要明確“政府停擺”的定義：它是美國聯邦政府因國會未及時通過撥款法案（或臨時撥款法案 CR），導致“非必要支出”暫停的政治事件，背後的法律依據是《反赤字法》（1884 年），即聯邦機構不得在無國會授權的情況下支出。

從支出分類來看，美國聯邦財政支出分為“必要支出”和“非必要支出”：前者包括社保、醫療等民生科目，由法律自動撥款，不受停擺影響；後者包括軍費、政府員工薪資、科研及基建支出等，需要國會單獨通過撥款法案（目前占聯邦財政總支出的 30%），其中國防支出約 8500 億美元/年，非國防非必要開支（NDDS）約 9600 億美元/年。

關鍵區別在於：政府停擺時，美國財政部並非“沒錢”，只是國會未授權政府花費“非必要支出”的錢，因此美債拍賣、付息等對資本市場至關重要的事務不受影響，美債違約風險為零；而債限危機



是財政部花完 TGA 帳戶資金、又無法新增融資，真正面臨“沒錢償債”的困境，可能引發實質性美債違約——這種風險對資本市場的衝擊，要遠大於政府停擺。

更需注意的是，7 月通過的《大而美法案》已上調債限，債限風險已排除，故本次美國政府停擺僅涉及撥款分歧，無需擔憂美債違約這類“系統性風險”，這從根源上降低了資本市場的恐慌基礎。

二、本次政府停擺概率到底有多大，短期不確定性真的會拖垮市場嗎？

判斷政府停擺對資本市場的影響，“概率”和“時長”是兩個關鍵變量——畢竟，短期停擺與長期停擺對市場的擾動程度完全不同。那麼，本次停擺的概率究竟如何？歷史經驗能否給我們答案？

從歷史資料來看，政府停擺其實並不罕見：自 1980 年以來，美國已發生實質性停擺約 14 次，平均每三年一次，持續時間從幾個小時到 35 天不等，中位停擺時長僅為 4 天。最長的一次是 2018 年 12 月特朗普政府時期，持續 34 天，但僅涉及 1/4 的政府部門（部分停擺）；2013 年 10 月的停擺持續 16 天，但市場也未出現顯著動盪。

回到本次情況：當前的撥款法案將於 9 月 30 日午夜到期，眾議院已通過“純淨版 CR”（撥款至 11 月 21 日），但在參議院因兩黨分歧被否（民主黨要求附加醫保政策，共和黨反對）；眾議院已休會至 10 月 7 日，目前有三條解決路徑（參議院通過純淨版 CR、修改版 CR+眾議院臨時召回、民主黨放棄冗長議事）。儘管存在分歧，但兩黨均表達了談判意願，且歷史上多次出現“臨近停擺或剛停擺就通過法案”的案例——因此，基準情形下，本次更可能是“短期停擺”（數小時至幾天），且大概率是“部分停擺”，而非全面、長期停擺。

對資本市場而言，這種“短期、部分”的停擺預期，意味著不確定性持續時間短，市場無需為“長期停滯”定價——歷史也證明，這種短期不確定性只會引發“脈衝式”情緒波動，而非持續資金撤離。

三、政府停擺對經濟衝擊有限，資本市場真的會“免疫”嗎？

資本市場的走勢終究錨定經濟基本面，那麼政府停擺對美國經濟的衝擊到底有多大？這種衝擊是否會傳導至市場？



根據美國國會預算辦公室（CBO）的分析，**政府停擺對經濟的衝擊具有“短期性、可回補性”特徵：每停擺一周，GDP 約損失 0.1-0.2 個百分點，但這些損失的大部分會在政府重新開門後通過加班、補支進行回補。**比如 2013 年持續 16 天的停擺，造成約 240 億美元經濟損失（占當季 GDP 的 0.6%），但後續經濟快速修復；2018-2019 年持續 35 天的部分停擺，因僅涉及 1/4 部門，永久性經濟損失僅 30 億美元（占當年 GDP 的 0.02%），幾乎可以忽略不計。

經濟衝擊有限，意味著資本市場缺乏“持續下跌”的基本面支撐——畢竟，市場擔心的是“經濟衰退”而非“短期支出暫停”。更重要的是，即便停擺導致部分經濟資料延期公佈（如非農就業、CPI 可能因全面停擺延期 1-2 周），仍有替代數據：首申失業金人數（來自各州系統）、ADP 小非農（來自私營部門）會正常更新，投資者仍能通過這些資料判斷就業市場走勢，減少“數據真空”。

因此，**從經濟傳導路徑來看，政府停擺很難對資本市場形成“實質性打擊”——市場可能因短期情緒波動出現小幅調整，但不會脫離經濟基本面單獨走弱。**

四、歷史上政府停擺期間，資本市場真的會“一片狼藉”嗎？

拋開理論分析，從歷史表現來看，政府停擺期間資本市場的反應究竟如何？是恐慌性下跌，還是“波瀾不驚”？資料顯示，政府停擺期間資本市場通常會觸發“短期、輕微”的避險情緒，但這種情緒很快會反轉，且幅度有限：

1. 債券市場：10 年期美債利率可能小幅下降（因避險資金短暫流入），但不會出現趨勢性下跌——畢竟美債償債不受影響，其“避險資產”屬性未被削弱；
2. 外匯市場：美元指數可能小幅走軟，但波動範圍有限——美元的地位由美國經濟基本面和貨幣政策決定，短期停擺不會改變美元的核心支撐；
3. 股票市場：美股可能出現階段性走軟（因投資者規避短期不確定性），但下跌幅度通常不大，且政府開門後很快會回補跌幅；
4. 波動率市場：VIX 指數（美股波動率指數）可能短暫上升，但不會突破“恐慌閾值”——2013 年、2018 年停擺期間，VIX 均未出現超過 20 的“恐慌水平”，且很快回落。



更關鍵的是，決定資產價格走勢的核心因素，從來不是政府停擺本身，而是同期的經濟指標和其他風險事件。比如 2018 年停擺期間，市場更關注美聯儲加息節奏和中美貿易摩擦，停擺對美股的影響被這些因素“覆蓋”；2013 年停擺期間，美國經濟正處於復蘇通道，即便資料延期，投資者對經濟的信心未變，美股也未出現持續下跌。因此，歷史經驗告訴我們：政府停擺不是資本市場的“決定性變量”，其引發的市場波動更像是“插曲”，而非“主旋律”。

五、本次停擺有“特殊之處”，資本市場是否真的面臨顯著風險

本次政府停擺與以往最大的不同，是特朗普政府威脅實施“大規模永久性裁員”，這打破了“停擺期間僅臨時休假”的慣例——這一特殊點真的會給資本市場帶來額外衝擊嗎？

其實，這種裁員威脅的“實際效力”存在顯著不確定性：

- 1.法律約束：根據美國聯邦人事管理辦公室（OPM）規定，機構需提前 60 天發出裁員通知，這意味著即便政府停擺，在資金恢復前員工仍能保留職位，短期內不會出現實質性裁員；
- 2.政策靈活性：一旦國會通過新的撥款法案，各機構可“修訂 RIF 計畫”，裁員威脅可能直接取消；
- 3.政治屬性：從本質上看，這更像是特朗普政府向民主黨施壓的“政治手段”，而非真正的政策意圖，畢竟永久性裁員會引發民生爭議，不符合兩黨核心利益。

對資本市場而言，這種“不確定性”可能會引發短期關注，但很難轉化為“實質性風險”：一方面，裁員威脅落地概率低，不會對就業市場形成衝擊；另一方面，即便出現少量永久性裁員，也不會改變美國就業市場的整體趨勢（當前美國就業市場仍處於“緊平衡”狀態，失業率維持低位）。因此，本次停擺的“特殊之處”，更多是政治層面的“噱頭”，而非資本市場的“新風險點”。

結論：面對本次政府停擺，投資者真的需要“過度焦慮”嗎？

綜合以上分析，答案顯然是否定的。對資本市場而言，本次美國政府停擺的影響可概括為“短期情緒擾動為主，長期無實質性衝擊”：

- 1.從風險本質看，它不同於債限危機，美債償債、必要支出不受影響，無系統性風險；



- 2.從發生概率看，更可能是短期、部分停擺，不確定性持續時間短；
- 3.從經濟傳導看，對 GDP 的衝擊有限且可回補，替代數據減少信息真空；
- 4.從歷史表現看，市場波動幅度小、反轉快，停擺不是決定性變量；
- 5.從特殊點看，裁員威脅落地概率低，不會新增實質性風險。

對投資者而言，更理性的做法是“淡化短期停擺影響，聚焦長期核心變量”：關注美聯儲貨幣政策走向（如減/加息是否結束）、美國經濟復蘇節奏（如消費、企業盈利數據）、全球地緣政治風險是否加劇等——這些才是決定資本市場長期走勢的關鍵（對於長期投資邏輯的研判，建議參閱我們最新一期季度報告《2025 年第四季度建亞私人銀行財富管理策略季報：風起雲湧時，智者掌舵行》）。畢竟，政府停擺只是美國政治博弈的“常規操作”，而資本市場的長期邏輯，永遠錨定經濟基本面和核心政策。



重要事項及免責聲明

本档经由中国建设银行(亚洲)有限公司(「中国建行投资研究部」)刊发,档的内容未经任何香港的金融监管机构审阅(包括香港证券及期货事务监察委员会),仅供参考之用。本档并不构成、亦无意作为、也不应被诠释为专业意见,或要约或建议投资于本档内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本档所载资料乃根据中国建行投资研究部认为可靠的资料来源而编制,惟该等资料来源未经独立核证。本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论,并不构成投资意见或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本档的(一位或多位)分析员于本档刊发时的意见,可作修改而毋须另行通知。本档并未就其中所载任何资料、预测或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性,以及任何该等预测或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺,任何情况下,中国建设银行(亚洲)有限公司概不就使用或依赖本档所载任何该等资料、预测或意见直接或间接引致的任何损失承担任何责任及义务。投资者须自行评估本档所载资料、预测及/或意见的相关性、准确性及充足性,并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本档所述的投资可能并不适合所有投资者,且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此,本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐,亦不会就此承担任何责任。投资者须基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定,并应有需要的情况下咨询独立专业顾问。投资者不应依赖本档作为专业意见之用。

投资涉及风险,投资者应注意投资的价值可升亦可跌,过往的表现不一定可以预示日后的表现。本档并非亦无意总览本档所述投资牵涉的任何或所有风险。投资者作出任何投资决定前,应细阅及了解有关该等投资的所有发售档,以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

货币汇率受多种因素影响,包括国家及国际金融及经济条件、政治及自然事件的发生。有时正常市场力量会受中央银行或其他体系所干扰。有时汇率及有关的价目会骤升或骤跌。某些政府可能会在很少或没有警告的情况下加设外汇管制或其他货币政策。该等政策可能对某货币的可兑换性有重大影响。人民币现时并不可自由兑换,并受外汇管制和限制(可能随时受到非提前通知的变化)。您应事先考虑并了解人民币资金流动性对您造成的影响。如果您将人民币转换为其他货币,人民币汇率的波动可能会令您承受损失。在岸人民币和离岸人民币乃按照不同法规下运作,在不同的独立市场和流动资金池以不同的汇率进行交易,它们的汇率变动可能会明显地不同。

债券。买卖债券涉及流通及利率风险,未必百分百能够保证赚取利润,反而可能招致损失。如果债券发行机构出现信贷或失责事件,客户有该机构未能如期向客户缴付利息或本金的风险。投资于新兴市场债券涉及特别考虑及较高风险,例如较大的价格波动、较不完善的监管及法律架构、经济、社会及政治的不稳定等。

证券买卖。买卖证券很可能会招致损失而不是一定获利。

证券孖展买卖。倘若客户在本行保持一个孖展账户,透过存入抵押品融资作交易的损失风险是重大的。客户遭受的损失可能会大于客户存于本行作为抵押品的现金及任何其他资产。市场状况可能令客户不可能行使或有指令,例如「止蚀」或「止限」指令。客户可能收到短期通知,须存入额外孖展或利息付款。倘若所须的孖展或利息付款未能在指定时间内作出,客户的证券抵押品可被清算而毋须客户同意。此外,客户对在客户账户中产生的任何不足的款项及对客户账户收取的利息,仍须承担法律责任。客户因此应慎重考虑因应客户本身的财政状况及投资目标,有关财务安排是否适合。

虚拟资产。一般而言,虚拟资产价格极为波动,没有内在价值,也没有任何政府、银行或实物担保,而且涉及一系列不同的风险。虚拟资产属高风险产品,不是每个人都适合参与投资。投资者应小心考虑自己的风险承受能力,以及是否了解虚拟资产的特性及风险。若未能完全理解虚拟资产或未能承受潜在亏损,便不应投资于这些资产。

编制本档的研究分析员证实,在本档表达的意见准确反映彼(彼等)研究分析员的个人意见,而彼(彼等)的薪酬的任何部分过往不曾、现在及将来亦不会与本档所载的特定推荐或意见直接或间接挂钩。

透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本档或其中任何部分,均在严禁之列。本档无意向派发本档即触犯法例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发,亦无意供该等人士或实体使用。在事前未得中国建设银行(亚洲)有限公司以书面方式表示批准的情况下,不得以任何方式或以任何途径(包括电子、机械、复印、录影或其他形式)复制或传送本档各部分或将本档各部分储存于可予检索的系统。

中国建设银行(亚洲)股份有限公司为一间受香港金融管理局规管之持牌银行,及证券及期货条例下的注册机构(中央编号:AAC155),从事第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)的受规管活动。本文件的数据并不构成买卖任何虚拟资产的建议或要约,也不构成任何预测未来可能发生的任何虚拟资产的价格变动。本文件由中国建设银行(亚洲)股份有限公司发行,并未经证监会或香港任何其他监管机构审阅。本文并非独立投资研究报告。