



中国建设银行(亚洲)首席投资策略官办公室研究通讯

2025 年 10 月 2 日

【美国行政当局再次面临“停摆”，资本市场如何解读？】

引言：政府停摆频发，资本市场真的需要每次都恐慌吗？

美国政府停摆的话题又一次成为全球财经市场的焦点——从历史数据来看，这似乎是个“高频事件”，但高频是否意味着高风险？对资本市场而言，每次政府停摆引发的短期波动，究竟是“狼来了”的虚惊，还是需要警惕的实质性冲击？

一、政府停摆≠债限危机，二者对资本市场的风险等级真的一样吗？

提到美国行政当局“停摆”，很多投资者会下意识将其与“美债违约”关联，但二者的风险程度其实天差地别——这也是判断资本市场冲击的核心前提。首先，我们需要明确“政府停摆”的定义：它是美国联邦政府因国会未及时通过拨款法案（或临时拨款法案 CR），导致“非必要支出”暂停的政治事件，背后的法律依据是《反赤字法》（1884 年），即联邦机构不得在无国会授权的情况下支出。

从支出分类来看，美国联邦财政支出分为“必要支出”和“非必要支出”：前者包括社保、医疗等民生科目，由法律自动拨款，不受停摆影响；后者包括军费、政府员工薪资、科研及基建支出等，需要国会单独通过拨款法案（目前占联邦财政总支出的 30%），其中国防支出约 8500 亿美元/年，非国防非必要开支（NDDS）约 9600 亿美元/年。

关键区别在于：政府停摆时，美国财政部并非“没钱”，只是国会未授权政府花费“非必要支出”的钱，因此美债拍卖、付息等对资本市场至关重要的事务不受影响，美债违约风险为零；而债限危机



是财政部花完 TGA 账户资金、又无法新增融资，真正面临“没钱偿债”的困境，可能引发实质性美债违约——这种风险对资本市场的冲击，要远大于政府停摆。

更需注意的是，7 月通过的《大而美法案》已上调债限，债限风险已排除，故本次美国政府停摆仅涉及拨款分歧，无需担忧美债违约这类“系统性风险”，这从根源上降低了资本市场的恐慌基础。

二、本次政府停摆概率到底有多大，短期不确定性真的会拖垮市场吗？

判断政府停摆对资本市场的影响，“概率”和“时长”是两个关键变量——毕竟，短期停摆与长期停摆对市场的扰动程度完全不同。那么，本次停摆的概率究竟如何？历史经验能否给我们答案？

从历史数据来看，政府停摆其实并不罕见：自 1980 年以来，美国已发生实质性停摆约 14 次，平均每三年一次，持续时间从几个小时到 35 天不等，中位停摆时长仅为 4 天。最长的一次是 2018 年 12 月特朗普政府时期，持续 34 天，但仅涉及 1/4 的政府部门（部分停摆）；2013 年 10 月的停摆持续 16 天，但市场也未出现显著动荡。

回到本次情况：当前的拨款法案将于 9 月 30 日午夜到期，众议院已通过“纯净版 CR”（拨款至 11 月 21 日），但在参议院因两党分歧被否（民主党要求附加医保政策，共和党反对）；众议院已休会至 10 月 7 日，目前有三条解决路径（参议院通过纯净版 CR、修改版 CR+众议院临时召回、民主党放弃冗长议事）。尽管存在分歧，但两党均表达了谈判意愿，且历史上多次出现“临近停摆或刚停摆就通过法案”的案例——因此，基准情形下，本次更可能是“短期停摆”（数小时至几天），且大概率是“部分停摆”，而非全面、长期停摆。

对资本市场而言，这种“短期、部分”的停摆预期，意味着不确定性持续时间短，市场无需为“长期停滞”定价——历史也证明，这种短期不确定性只会引发“脉冲式”情绪波动，而非持续资金撤离。

三、政府停摆对经济冲击有限，资本市场真的会“免疫”吗？

资本市场的走势终究锚定经济基本面，那么政府停摆对美国经济的冲击到底有多大？这种冲击是否会传导至市场？



根据美国国会预算办公室（CBO）的分析，**政府停摆对经济的冲击具有“短期性、可回补性”特征：每停摆一周，GDP 约损失 0.1-0.2 个百分点，但这些损失的大部分会在政府重新开门后通过加班、补支出进行回补。**比如 2013 年持续 16 天的停摆，造成约 240 亿美元经济损失（占当季 GDP 的 0.6%），但后续经济快速修复；2018-2019 年持续 35 天的部分停摆，因仅涉及 1/4 部门，永久性经济损失仅 30 亿美元（占当年 GDP 的 0.02%），几乎可以忽略不计。

经济冲击有限，意味着资本市场缺乏“持续下跌”的基本面支撑——毕竟，市场担心的是“经济衰退”而非“短期支出暂停”。更重要的是，即便停摆导致部分经济数据延期公布（如非农就业、CPI 可能因全面停摆延期 1-2 周），仍有替代数据：首申失业金人数（来自各州系统）、ADP 小非农（来自私营部门）会正常更新，投资者仍能通过这些数据判断就业市场走势，减少“数据真空”。

因此，**从经济传导路径来看，政府停摆很难对资本市场形成“实质性打击”——市场可能因短期情绪波动出现小幅调整，但不会脱离经济基本面单独走弱。**

四、历史上政府停摆期间，资本市场真的会“一片狼藉”吗？

抛开理论分析，从历史表现来看，政府停摆期间资本市场的反应究竟如何？是恐慌性下跌，还是“波澜不惊”？数据显示，政府停摆期间资本市场通常会触发“短期、轻微”的避险情绪，但这种情绪很快会反转，且幅度有限：

1. 债券市场：10 年期美债利率可能小幅下降（因避险资金短暂流入），但不会出现趋势性下跌——毕竟美债偿债不受影响，其“避险资产”属性未被削弱；
2. 外汇市场：美元指数可能小幅走软，但波动范围有限——美元的地位由美国经济基本面和货币政策决定，短期停摆不会改变美元的核心支撑；
3. 股票市场：美股可能出现阶段性走软（因投资者规避短期不确定性），但下跌幅度通常不大，且政府开门后很快会回补跌幅；
4. 波动率市场：VIX 指数（美股波动率指数）可能短暂上升，但不会突破“恐慌阈值”——2013 年、2018 年停摆期间，VIX 均未出现超过 20 的“恐慌水平”，且很快回落。



更关键的是，决定资产价格走势的核心因素，从来不是政府停摆本身，而是同期的经济指标和其他风险事件。比如 2018 年停摆期间，市场更关注美联储加息节奏和中美贸易摩擦，停摆对美股的影响被这些因素“覆盖”；2013 年停摆期间，美国经济正处于复苏通道，即便数据延期，投资者对经济的信心未变，美股也未出现持续下跌。因此，历史经验告诉我们：政府停摆不是资本市场的“决定性变量”，其引发的市场波动更像是“插曲”，而非“主旋律”。

五、本次停摆有“特殊之处”，资本市场是否真的面临显著风险

本次政府停摆与以往最大的不同，是特朗普政府威胁实施“大规模永久性裁员”，这打破了“停摆期间仅临时休假”的惯例——这一特殊点真的会给资本市场带来额外冲击吗？

其实，这种裁员威胁的“实际效力”存在显著不确定性：

- 1.法律约束：根据美国联邦人事管理办公室（OPM）规定，机构需提前 60 天发出裁员通知，这意味着即便政府停摆，在资金恢复前员工仍能保留职位，短期内不会出现实质性裁员；
- 2.政策灵活性：一旦国会通过新的拨款法案，各机构可“修订 RIF 计划”，裁员威胁可能直接取消；
- 3.政治属性：从本质上看，这更像是特朗普政府向民主党施压的“政治手段”，而非真正的政策意图，毕竟永久性裁员会引发民生争议，不符合两党核心利益。

对资本市场而言，这种“不确定性”可能会引发短期关注，但很难转化为“实质性风险”：一方面，裁员威胁落地概率低，不会对就业市场形成冲击；另一方面，即便出现少量永久性裁员，也不会改变美国就业市场的整体趋势（当前美国就业市场仍处于“紧平衡”状态，失业率维持低位）。因此，本次停摆的“特殊之处”，更多是政治层面的“噱头”，而非资本市场的“新风险点”。

结论：面对本次政府停摆，投资者真的需要“过度焦虑”吗？

综合以上分析，答案显然是否定的。对资本市场而言，本次美国政府停摆的影响可概括为“短期情绪扰动为主，长期无实质性冲击”：

- 1.从风险本质看，它不同于债限危机，美债偿债、必要支出不受影响，无系统性风险；



- 2.从发生概率看，更可能是短期、部分停摆，不确定性持续时间短；
- 3.从经济传导看，对 GDP 的冲击有限且可回补，替代数据减少信息真空；
- 4.从历史表现看，市场波动幅度小、反转快，停摆不是决定性变量；
- 5.从特殊点看，裁员威胁落地概率低，不会新增实质性风险。

对投资者而言，更理性的做法是“淡化短期停摆影响，聚焦长期核心变量”：关注美联储货币政策走向（如减/加息是否结束）、美国经济复苏节奏（如消费、企业盈利数据）、全球地缘政治风险是否加剧等——这些才是决定资本市场长期走势的关键（对于长期投资逻辑的研判，建议参阅我们的最新一期季度报告《2025 年第四季度建亚私人银行财富管理策略季报：风起云涌时，智者掌舵行》）。毕竟，政府停摆只是美国政治博弈的“常规操作”，而资本市场的长期逻辑，永远锚定经济基本面和核心政策。

重要事项及免责声明

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片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。

证券开展买卖。倘若客户在本行保持一个开展账户,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,须存入额外开展或利息付款。倘若所需的开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。