



美国债务上限危机的影响有多大



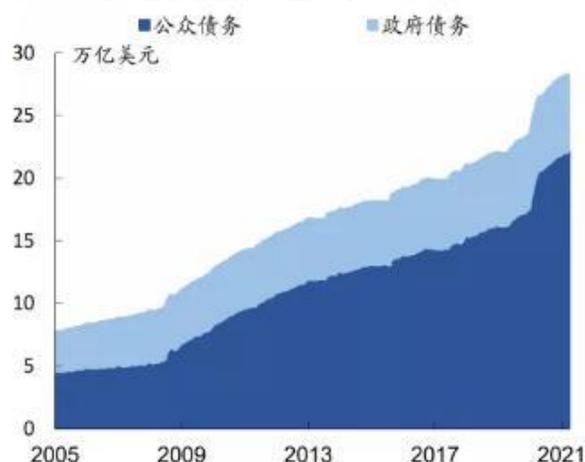
【财新网】(专栏作家 靳毅)

债务上限问题重返视野

9 月份议息会议落下帷幕，美联储按兵不动，依旧没有展开 Taper。根据鲍威尔先前年内开启 Taper 的言论来看，在今年剩下的两次议息会议中，11 月份美联储宣布 Taper 几乎已成“板上钉钉”。下阶段，市场对 Taper 的充分预期，将使得其影响边际减弱，而美国债务上限带来的潜在违约风险将是下阶段市场关注的重点。

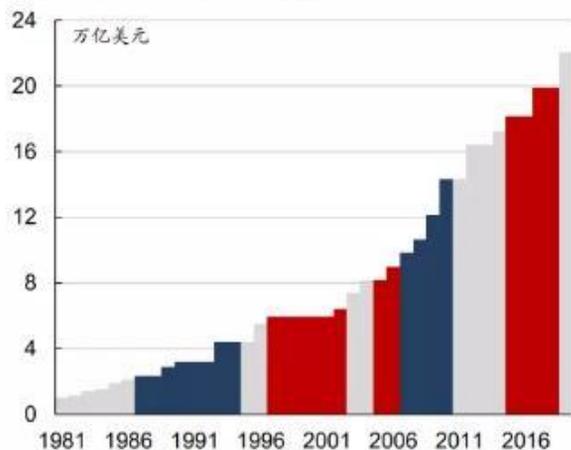
美国债务上限是一战的产物，最早推出是为了解决战前举债频繁和财政支出加速的问题。美国历史上曾多次上调债务上限。2019 特朗普任职期间，共和党利用其在参众两议院的绝对优势暂时豁免了债务上限。今年 8 月 1 日起，债务上限重启，意味着美国的法定债务上限重新回到特朗普时期的 22 万亿美元水平。经过疫情以来的三轮财政投放，美国目前债务规模已经来到了 28 万亿美元，在债务上限问题解决前，财政部将不能发行新增债务，一旦财政部在联储开设的现金账户 TGA 消耗殆尽，美国国债将出现违约风险。

图 1: 疫情以来美国债务规模激增



资料来源: Fed、国海证券研究所

图 2: 美国历史上多次上调债务上限



资料来源: Treasury.gov、国海证券研究所

注: 蓝色为民主党控制国会时期; 红色为共和党控制国会时期

“违约日”已进入倒计时

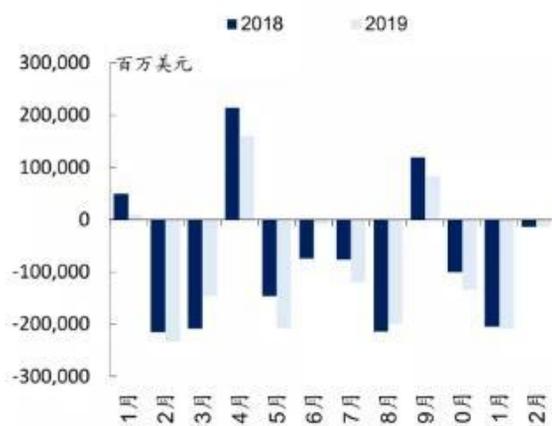
8月初债务上限重启以来,财政部用以还本付息的TGA账户已从5000亿美元压降至了9月底的2700亿美元水平。如果美国国会无法在TGA账户耗尽前提高债务上限,那么美国将出现“技术违约”。整体来看,10月份起,TGA账户将进一步承压,原因有二:

(1) 10月份起,财政支出又将提速。美国财政收支一般具有季节性,通常而言6月份和9月份是美国集中缴税大月,往往会带来较高的财政收入。这也是为什么9月份的TGA出现小幅反弹的主要原因。进入10月份之后,财政支出又将提速,将进一步加速压降TGA账户。

(2) “非常举措”余额所剩无几。当债务上限重启时,美国财政部可以通过“非常举措”(Extraordinary Measures)来为财政收支辗转腾挪。根据Bipartisan Policy Center的测算,截至8月31日,在债务上限重启后的短短一个月时间内,“非常举措”的使用余额已经从3490亿美元回

落至 950 亿美元水平。接下来，“非常举措”作为 TGA 的“备用弹药”恐怕也面临供血不足的局面。

图 3：美国财政部财政收支



资料来源：Wind、国海证券研究所

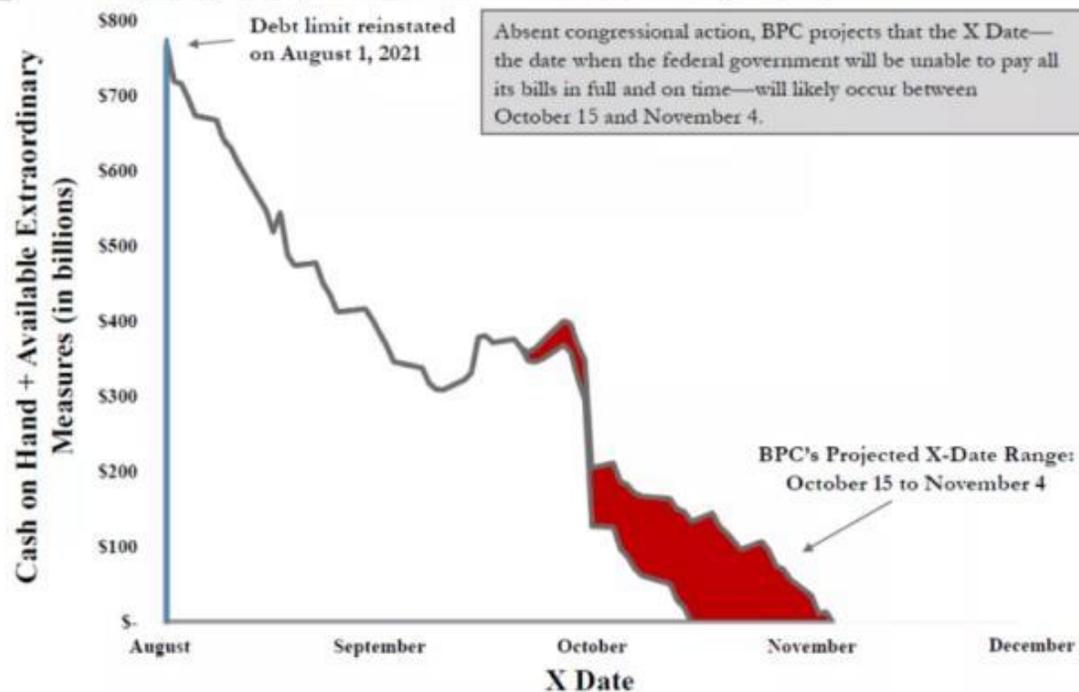
图 4：“非常举措”余额不足

非常举措余额	2021年8月1日 (十亿美元)	2021年8月31日 (十亿美元)
停止对联邦政府员工退休金的滚动投资	270	20
停止对外汇稳定基金的滚动投资	23	23
停止对公务员及邮政退休基金的新增投资	56	52
总计	349	95

资料来源：Bipartisan Policy Center、国海证券研究所

根据 Bipartisan Policy Center 预测，若无法提高债务上限，美国国债“技术违约”将最有可能在 10 月 15 日至 11 月 4 日期间到来。如果 10 月 15 日当天发生违约，财政部在未来一个月内将产生 2650 亿美元的现金缺口，将有 40% 的到期债项无法偿还，美国财政“违约日”显然已进入倒计时。

图 5: TGA 将很有可能在 10 月 15 日至 11 月 4 日期间耗尽



资料来源: Bipartisan Policy Center、国海证券研究所

债务上限将如何影响资本市场

从历史上来看,美国债务危机总能在最后时刻化险为夷。虽然,债务上限问题通常被用来作为两党博弈的政治筹码,但是,真正违约所带来的潜在货币市场赎回风险,以及美元“霸权”地位的撼动都是两党所不愿看到的。

与此同时,解决和缓解债务上限的渠道多样,即使共和党极力阻挠,民主党依旧有手段能够抬高或暂缓债务上限。因此,美国债务的“技术性违约”风险有限,但是债务上限问题依然能从多个方面影响资本市场:

1. 美国主权评级下降

在众多次债务危机中,也曾有两党博弈“玩脱”的例子。2011年债务

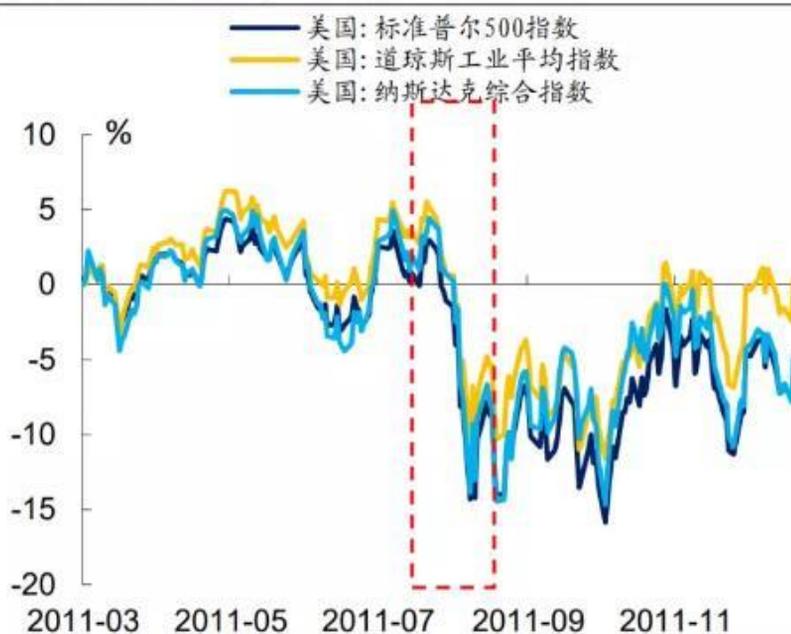
上限问题导致标普对美国主权评级下调，无疑是历轮债务危机中对资本市场影响最深远的一次。

2011年，共和党与时任总统奥巴马就缩减赤字再次出现意见分歧。共和党提出只有当奥巴马承诺缩减预算才会支持提高债务上限。当时财政部预计所有现金账户和可供使用的临时筹资手段都将于2011年8月初消耗殆尽。两党在7月31日才在债务上限问题上达成共识。8月2日，奥巴马签署《预算控制法案》(Budget Control Act of 2011)才使得2011年债务危机暂时得到缓解。8月6日，标普将美国主权评级从AAA下调至AA+。

从2011年7月底开始，随着财政部预计“违约日”的临近，叠加8月初美国主权评级下调，美国三大股指较大幅度回撤。在7月底至8月初的这段时间内，三大股指均下跌18%左右。

2020年7月份，惠誉将美国主权评级展望下调为“负面”，与此同时2021年7月份，惠誉再度警告两党的“政治游戏”将损害美国主权评级。展望未来，随着“违约日”的临近，不排除美国主权评级再次下调的可能性，届时市场 risk-off 将使得美国股市产生较大回调压力。

图 6: 主权评级下调, 美国股市大幅下挫



资料来源: Wind、国海证券研究所

2. 货币市场流动性将边际承压

历史上来看,随着“违约日”的临近,美国短端利率的反应尤为敏感。为了规避短期内的违约风险,市场持有短券意愿下降,导致短债折价,利率上升。从2011年和2013年的两次美国债务危机来看,在“违约日”来临前的半个月左右时间内,美国短期国债利率均大幅上行,直至债务危机解除或暂缓后,利率才下行至先前水平。

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27115

