



重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

债务盘山路上的美国财政和美联储

本期摘要：

美国债务就像一座不断上升的大山，美国财政部和美联储就像在这条艰难道路上行驶的司机，既要注意方向也要掌控速度。美国法定债务上限截止日期3月1日即将到来，虽然大概率这个上限将会被再次上提或者暂停，但两党围绕债务问题势必又将在未来数月展开一场谈判拉锯战。在市场普遍认为美国经济开始减速的担忧环境中，凸显债务风险会是对市场信心的又一次打击。

■ 深入分析美国财政收支和债务结构后，我们注意到一些问题和风险点：

1. 对比 2018-2017 财年，**净利息和关税在收支中的变动更值得关注。**
2. 结合美国财政收支变动和贸易结构来看，加征进口工业品关税首当其冲。历史上，财政支出上涨往往领先于关税收入上涨，平均领先 3-4 年。
3. 从债务持有人的角度，长期美债出现风险信号。去年 12 月外国投资者净卖出长期美债高达 914 亿美元，创记录新高。**之前类似的信号出现过 3 次，每次都对应了美国经济出现危机或者美联储政策出现重大调整的时期。**
4. 从债务资产类型的角度，未来 2-10 年会是偿还债务本金的高峰期，**2022 年是个危险时期。**

■ 展望未来，我们对美国财政政策、美联储政策和利率走向做出一些猜想：

5. 收入：基于特朗普对贸易的态度以及历史规律，关税有可能在财政收入中的占比再次上升。**关税占比会在 2022 年左右显著上升。**
6. 支出：净利息支付在庞大债务基数背景下的增长将不容小觑。
7. 美联储：我们对美联储结束缩表的路径做出 3 种假设，分别是缓慢退出、温和退出、激进退出。结合美联储长期强调“渐进式”政策风格，以及当前并无危机发生，我们认为**“温和退出”缩表的概率更大，即在 2019 年 Q3 停止缩表。**
8. 利率：
 - (1) 我们认为，**未来 3 年美债收益率的顶已经出现，10 年期国债收益率整体向下趋势。**如果美联储在今年上半年明确指出结束缩表时间，上半年美国经济和就业保持稳定，则 6 月美联储仍有可能加息。届时美债收益率可能再次反弹，但较难超过之前 3.2% 的高点。下半年，假如美国经济数据再度走弱，则收益率再度下行。
 - (2) 关于中美利差，今年可能会经历先收窄再小幅扩大的过程。
 - (3) **关于美国债务对利率的影响，会是一个非线性累积压力的过程，巨额债务和赤字的双重积累会加速削弱市场对美元和美债的信心。只是这是一个相对长期的过程，我们不认为这个“临界点”会在 2019 年出现。**对美国债务的担忧情绪推动利率上行，但短期来看美债还是优质资产且有避险作用，美联储保持对国债购买，推动利率下行，下行力度大于上行力度。**需要注意 2022 年前后，因为这是高赤字率叠加高负债的危险时期，且美联储政策如果出现转向会再度刺激本金和利息的偿付压力。**
 - (4) 最后，大家可以关注一个简单的指标：美国 2 年期国债收益率与标普 500 股息率的差值。虽然这是一个股市的估值模型，但每每这两者交汇的时期，往往对应着金融市场的大幅波动。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

宏观策略组：

研究员

尹丹

0755-23991697

yindan@citicsf.com

从业资格号：F0276368

投资咨询号：Z0011352

研究员

姜婧

021-60812990

jiangjing@citicsf.com

从业资格号 F3018552

投资咨询号 Z0013315

在债务这条盘山路上，接下来是直行爬坡的美国财政，以及即将谨慎转弯的美联储。

目 录

本期摘要:	1
一、“刚性的”法定债务上限再度来临	3
二、财政收支的钱到哪里去了, 钱从哪里来?	3
2.1 美国财政收支的构成	3
2.2 净利息和关税是 2018 年变动最大的分项	4
三、债务结构分解	6
3.1 从债务持有人的角度, 长期美债出现风险信号	6
3.2 从债务资产类型的角度, 2022 年是个危险时期	8
四、未来展望	9
免责声明	13

图表目录

图 1:美国债务持续攀升	3
图 2:预计 2026 年债务占 GDP 比例将达到高峰	3
图 3:2018 财年美国财政收入	4
图 4:2018 财年美国财政支出	4
图 5:2018-2017 财年美国财政收支变动(数量)	5
图 6:2018-2017 财年美国财政收支变动(%)	5
图 7:机械运输和制造类商品是美国商品贸易进口和赤字的主要来源(数据截至 2018 年前 11 个月)	5
图 8:美国关税与财政支出多数情况下保持一致	6
图 9:美国债务年度增量	6
图 10:外国人和美联储持有美债比例	7
图 11:美国国债债主要持有人分布	7
图 12:历史上美债被抛售对应着危机	7
图 13:跨境金融资本净流入放缓	7
图 14:中期债券和政府债券是主要债务类型	8
图 15:联邦政府债利息高于其它种类利息	8
图 16:政府支出利息净额涨至历史新高	8
图 17:联邦投资项目利率(隔夜)增速成指数型	8
图 18:美国财政收支框架主要元素	9
图 19:美联储资产规模	10
图 20:缩表总量预测	10
图 21:美国十年期国债收益率与美联储加息节奏一致	11
图 22:中美利差变化	11
图 23:美国短期国债利率与标普 500 股息收益率交叉是重要时间点	12
表 1:缩表风格推测	10

一、“刚性的”法定债务上限再度来临

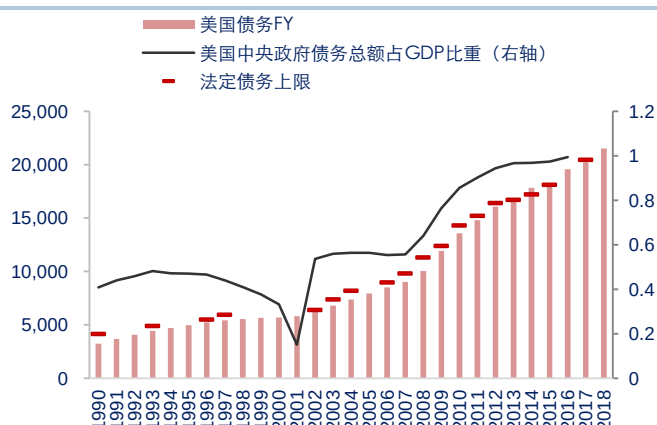
对于特朗普政府来说，2019 年注定会是不平静的一年：年初国会换届民主党执掌众议院，经历了美国历史上最长时间政府部分关门纷争，政策推进受到对手党派阻力加大，明年的总统大选要开始运筹帷幄。眼下法定债务上限截止日期 3 月 1 日即将到来，美国可能出现部分债务违约风险。虽然大概率这个上限将会被再次上提或者暂停，但两党围绕债务问题势必又将在未来数月展开一场谈判拉锯战。在市场普遍认为美国经济开始减速的担忧环境中，凸显债务风险会是对市场信心的又一次打击。

债务上限是美国政府法定持有债务的最大值。政府通过销售国债为赤字融资，国会可以投票决定是否上调债务上限。如果债务上限不调整且达到，政府将无法继续借更多的钱，也可能无法偿还债务。1940 年以来国会已经 106 次调整债务上限，包括永久上调，短时延长，或者修改债务上限定义。

近 30 年来，除了克林顿时期美国债务占 GDP 的比重减少以外，美国债务负担整体上行，尤其是 2008 年金融危机以后大幅攀升，从 2007 年的 56% 上升至 2016 年的 99%。根据美国国会预算办公室(CBO)对未来经济和预算的预测，2018 年债务占比将为 106% 并在之后的 2026 年达到高峰 110%，美国将面临“资不抵债”的风险。

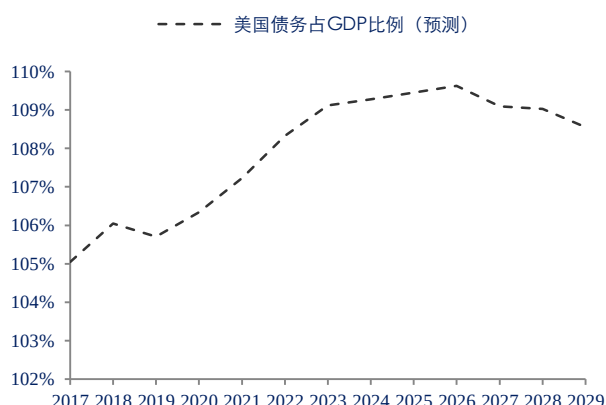
图1：美国债务持续攀升¹

单位：十亿美元



资料来源：美国财政部 Wind 中信期货研究部

图2：预计2026年债务占GDP比例将达到高峰 单位：%



资料来源：CBO 中信期货研究部

二、财政收支的钱到哪里去了，钱从哪里来？

2.1 美国财政收支的构成

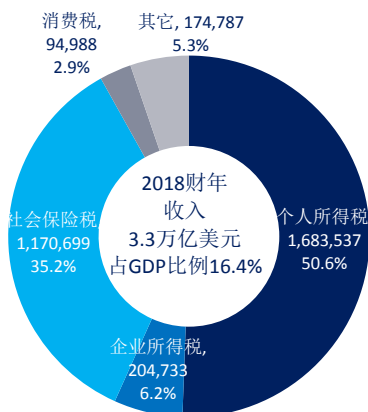
在分析美国债务构成之前，我们先来看看美国财政收支的结构。从收入来看，2018 财年美国财政总收入为 3.3 万亿美元，占 GDP 比例 16.4%；其中，个人收入和社会保险相关税收占 85%，是财政收入的主要来源。与中国情况不一样，美国企业所得税仅占总税收的 6.2%，占 GDP 的 1%；在中国，2017 年企业部门承担的税负占 GDP 的比重达到

¹ 美国政府财年 (Fiscal Year) 从 10 月 1 日至次年的 9 月 30 日。

18%，占总税负的 87%左右，尽管这两年中国政府的减税降费减轻了部分企业部分的负税，但仍有很大的改善空间。

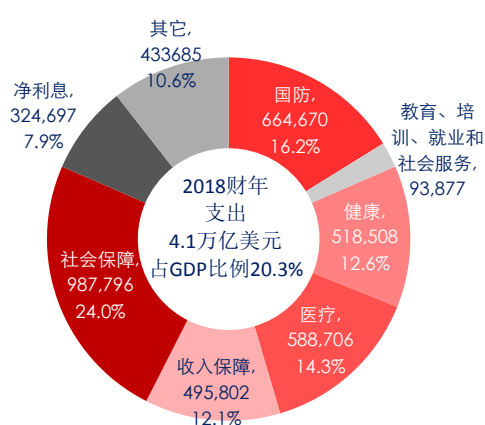
从支出来看，2018 财年美国财政总支出为 4.1 万亿美元，占 GDP 比例 20.3%。美国的财政支出分为三类，分别是自主性支出、法定支出和净利息支付，在 2018 财年总支出中占比 31%、61%、8%。自主性支出是联邦预算中通过每年一度的拨款过程而决定的那部分支出，国会可以直接设定每个自由支出项目的支出限额，每年都会根据立法者的意志而发生变化，例如特朗普提出的美墨边境墙预算法案就属于这一分类。法定支出不需经过每年一度的拨款过程确定就可以直接支付，指依据现有的规范特定项目的法律而使用的资金，例如社会保险、医疗保险等。社保和医疗相关支出是总支出的主要部分，占比可达 60%。债务利息支出比其它两类支出小得多，是政府为它的累计负债而支付的利息，再减去政府因自己持有资产而收到的利息之后的净额。

图3: 2018财年美国财政收入 单位: 百万美元



资料来源: 美国财政部 中信期货研究部

图4: 2018财年美国财政支出 单位: 百万美元



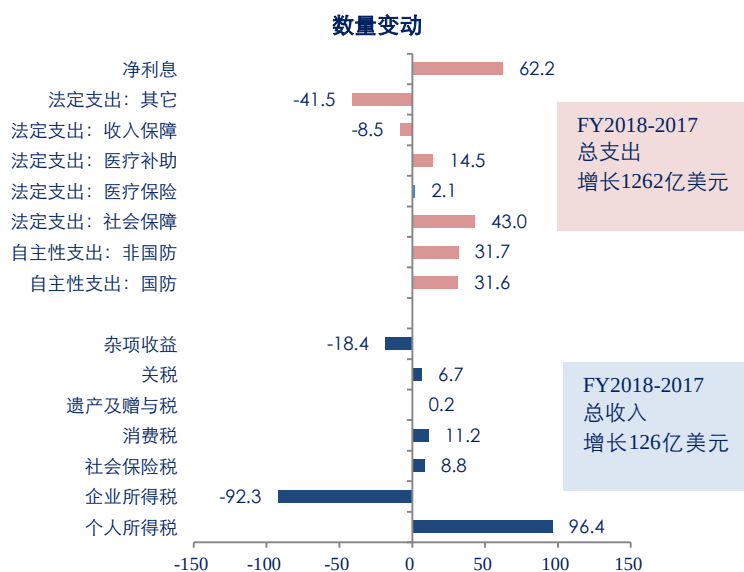
资料来源: 美国财政部 中信期货研究部

2.2 净利息和关税是 2018 年变动最大的分项

特朗普政府在 2018 年开始实施大规模减税，2018 年财政总支出增长了 3.2%，总收入仅增长了 0.4%。无论是绝对数量还是增速百分比，企业所得税都是减少最多的税种。通过给企业大幅度减税，刺激经济，美国失业率处在历史低位，企业用工需求增长，进而薪资增长，个人收入增长。在减税的大环境中，个人所得税收入仍然增长，并基本抵消了企业所得税的负面影响。

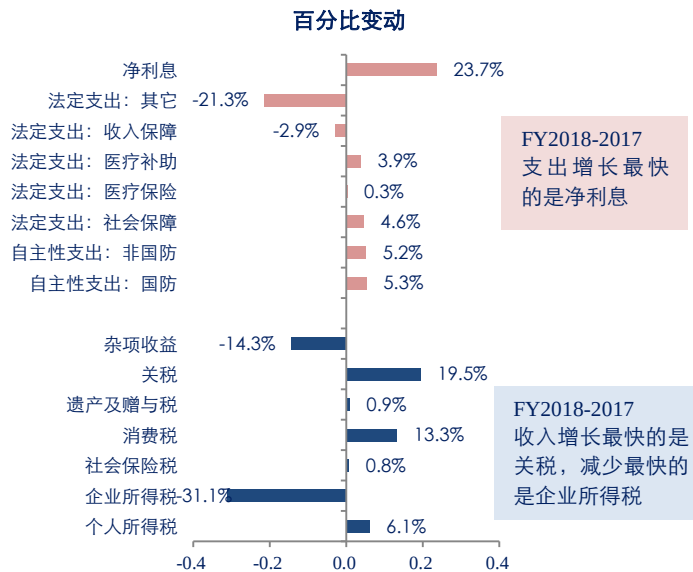
(1) 对比 2018-2017 财年，我们发现净利息和关税在收支中的变动更值得关注。净利息支出在 2018 年增长了 622 亿美元，增幅高达 23.7%，增速远高于其它类型支出。净利息增长来源于债务总量和利率上涨：2018 年美国债务增长 1.27 万亿，3 月份首次到达 21 万亿，2019 年 2 月债务总量首次超过 22 万亿；2018 年美联储加息 4 次，利率随之上涨，进一步加剧了美国政府的债务支付负担。

图5: 2018-2017财年美国财政收支变动（数量）单位：十亿美元



资料来源：美国国会预算办公室 中信期货研究部

图6: 2018-2017财年美国财政收支变动（%）单位：%

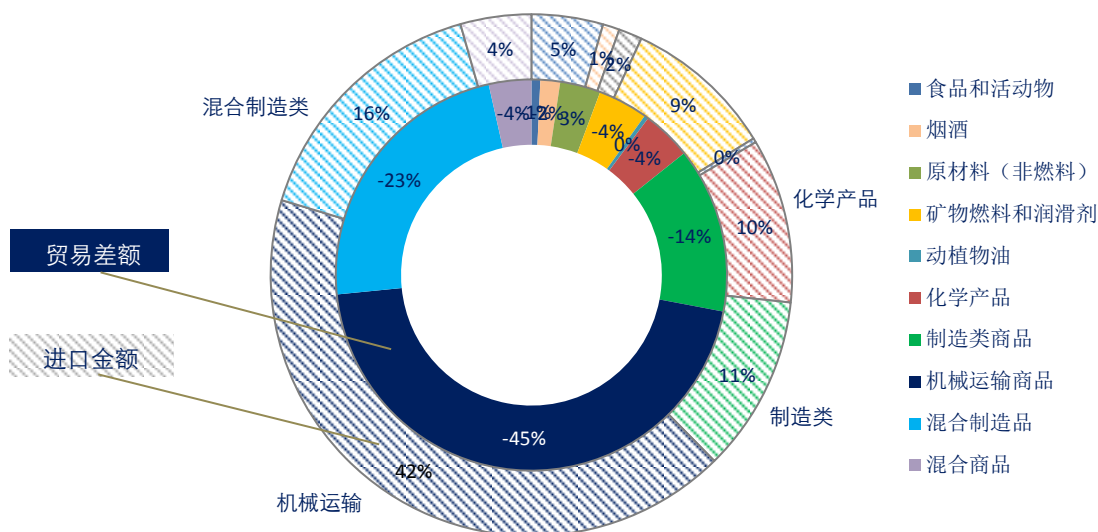


资料来源：美国国会预算办公室 中信期货研究部

(2) 债务问题后面会详细展开，这里我们先来看看关税。未来一两个月，全球贸易最关注的焦点将落在美国与中国和欧盟的关系。中美第七轮经贸磋商后，特朗普宣布将推迟3月1日上调中国输美商品关税的计划。特朗普已经收到美国商务部对汽车进口的“232调查”报告，并将在未来一段时间做出最后决定。如果美国最终决定对进口汽车加征25%的关税，将对欧盟、日韩等主要汽车出口国造成严重打击。尤其是汽车出口为支柱型经济产业的德国。德国去年四季度GDP勉强逃离衰退边缘，较难承受新的关税打击；如果德国“病了”，整个欧洲都将受到拖累。

结合美国财政收支变动和贸易结构来看，加征进口工业品关税是很有可能发生的。关税是美国2018财年增长速度最快的财政收入，工业制造类商品占美国进口商品金额60%以上，其中机械运输类商品贡献了约40%的进口和逆差份额。按照特朗普以往的套路，可能会先提出有条件的加征关税制造压力，然后在谈判中调整未来长期政策。

图7: 机械运输和制造类商品是美国商品贸易进口和赤字的主要来源（数据截至2018年前11个月）单位：%



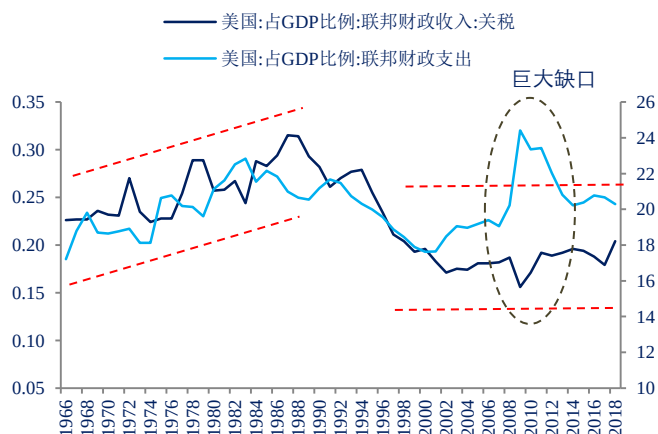
资料来源：美国经济分析局 中信期货研究部

那么历史上美国关税与财政收支是否存在明显关联呢？我们把数据拉长为过去 50 年，从有记录的 1966 年至 1990 年以前，关税在 GDP 中的占比与联邦财政支出占比保持一致，整体上行，并在里根总统执政后期和老布什总统时期达到高点，关税占 GDP 0.31%，财政支出占到 23%。**财政支出上涨往往领先于关税收入上涨，平均领先 3-4 年。**背后的原因可能有两个：一是财政支出大幅增长后会出现更高的赤字，需要增加收入来平衡；二是美国两党交替执政，按照传统，共和党倾向于扩大财政支出，民主党倾向于收紧财政支出，典型代表是里根和克林顿。

1992 年美国联邦财政赤字已经累积到 2900 亿美元的历史新高，占 GDP 4.5%。克林顿总统上台后，重振美国经济，削减财政赤字成为首要任务。随后美国赤字率和发债速度逐渐下降，全球贸易自由化的发展下，关税占比也保持在 0.16%-0.19%。

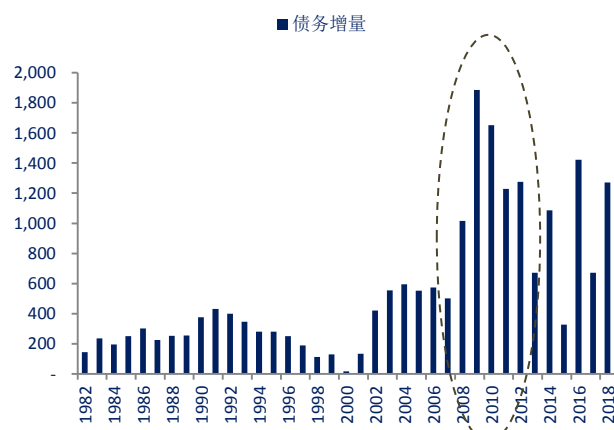
2008 年美国遭遇金融危机，奥巴马大幅增加财政支出以刺激经济和稳定就业，**财政支出和关税占比之间首次出现巨大的“缺口”**。从“次贷危机”时期到“欧债危机”时期，美国企业所得税、社会保险税、遗产税收入在 GDP 的占比下滑，个人所得税和关税比例基本不变，仅消费税比例小幅增长。联邦财政收入占 GDP 比例从 2008 年的 17.11% 下滑至 2012 年的 15.26%。收入不够，政府就借钱，所以在 2008 年-2012 年期间美国发行了大量债券，年度增量较之前几乎翻了一番，大幅拉升了国家债务的总量。

图8：美国关税与财政支出多数情况下保持一致 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图9：美国债务年度增量 单位：十亿美元



资料来源：美国财政部 中信期货研究部

三、 债务结构分解

3.1 从债务持有人的角度，长期美债出现风险信号

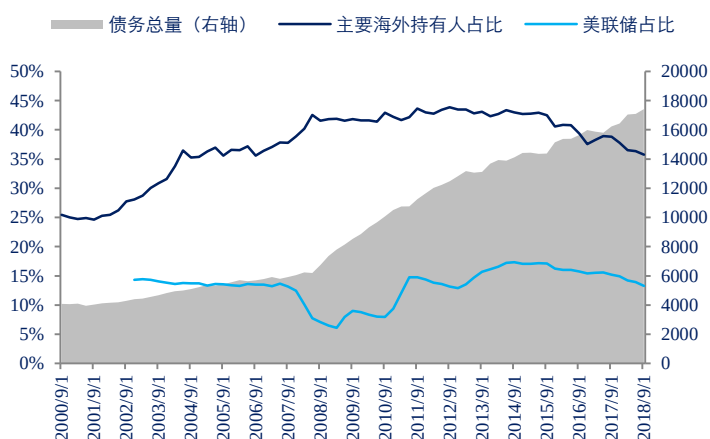
根据 2018 年 12 月美国财政部公布的数据，外国人持有美债约 6.2 万亿美元²，其中长期债券 5.5 万亿美元占总量的 88%，短期债券 7374 亿美元占 12%。中国和日本仍然稳居海外债主前两位，占外国主要债权人持有美国国债总额的三分之一以上。

尽管美债的总量在上涨，但是主要海外持有人（排名前十）的占比却在下降。2018

² 美国财政部与美联储统计口径下数据略有差异。

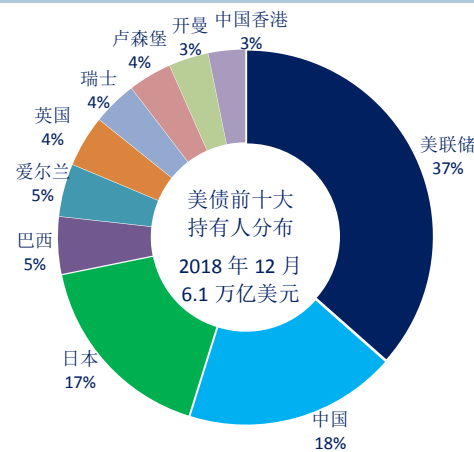
年三季度，外国人持有美国国债的比例约为 35%与 2004 年末的比例持平，而两年前这一数据还维持在 42%左右。这一变化一方面源自这几年美联储连续加息，美债收益率走高，市场吸引力下降。另一方面源自海外市场对美元和美国债务风险的担忧上涨，叠加贸易摩擦背景下，部分国家主动减持美债。中国作为美债的第一大海外持有方，2018 年 11 月环比减持 175 亿美元，创下 2018 年最大减持规模，连续 6 个月大幅抛售美债，持仓规模创 2017 年 5 月以来新低。此外，避险情绪上升，市场对黄金的需求上涨。世界黄金协会(WGC)发布的《2018 年黄金需求报告》显示，2018 年全球黄金需求增长 4%，为 4345.1 吨，其中各大央行购买黄金量巨幅增长了 74%。

图10:外国人和美联储持有美债比例 单位: % | 十亿美元



资料来源: Bloomberg 中信期货研究部

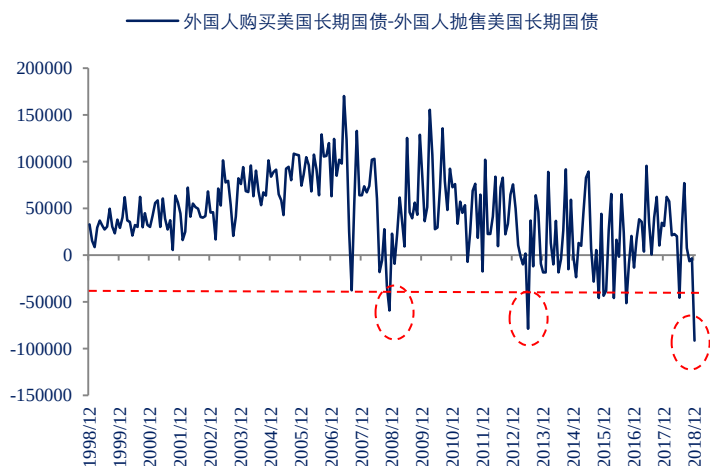
图11:美国国债主要持有人分布



资料来源: Bloomberg 中信期货研究部

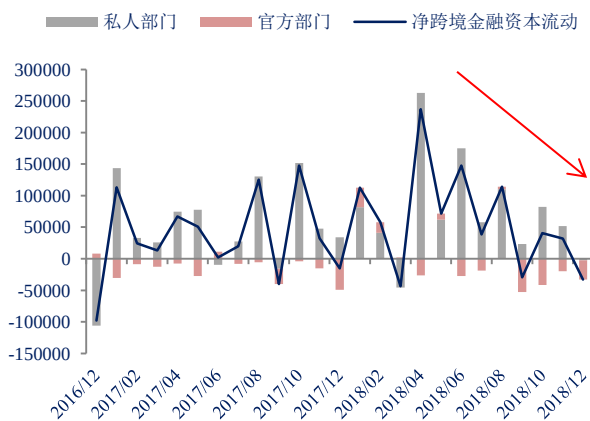
海外投资者购买的美债绝大多数是长期债券，当我们单独看**长期国债的买卖净流向时，嗅到了风险的信号**。海外投资者长期净买入美债，尤其是 2006 年以前这一趋势尤为明显。历史上有四次外国人对长期美债大幅净卖出，分别出现在 2007 年 8 月、2008 年 11 月、2013 年 6 月，以及最近的 2018 年 12 月。毫无疑问，这些时间点都对应了美国经济出现危机或者美联储政策出现重大调整的时期。2018 年 12 月外国投资者净卖出长期美债高达 914 亿美元，创记录新高。美国经济暂未出现危机，但已经出现放缓的迹象，去年末今年初美联储政策出现从鹰到鸽的重大转向。根据美联储 1 月会议纪要，几乎所有美联储官员都支持在今年适当时候停止缩表计划。

图12:历史上美债被抛售对应着危机 单位: 百万美元



资料来源: 美国财政部 中信期货研究部

图13:跨境金融资本净流入放缓 单位: 百万美元



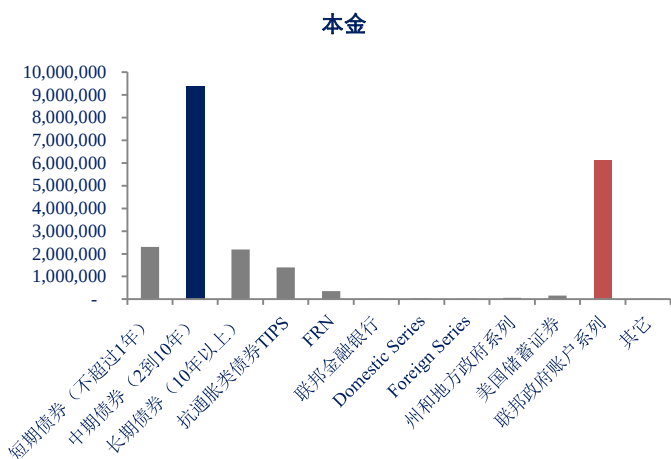
资料来源: 美国财政部 中信期货研究部

3.2 从债务资产类型的角度，2022 年是个危险时期

我们把美债按照资产类型进行分解，发现**当前债务本金金额的 70% 由两类债务构成：一类是年限为 2-10 年的中期债券 (9.4 万亿美元)，也就是说未来 2-10 年会是偿还债务本金的高峰期；另一类是联邦政府账户系列债务 (6.1 万亿美元国债)**，也远高于其它类型债务。前者属于公众持有的债务，后者联邦政府账户系列是财政部从政府信托基金盈余中的借款。

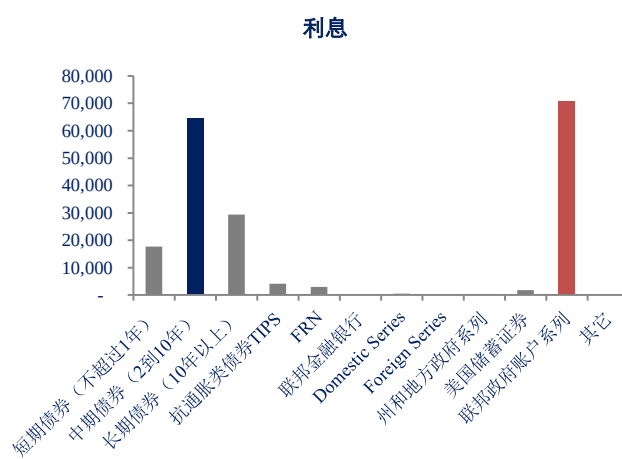
利息分布也是这两类债务遥遥领先，联邦政府账户利息甚至高于本金额最高的中期债券，说明利率对政府信托基金的影响更高。我们进一步查看了联邦投资项目利率的情况，最近 3 年，利率呈指数型增长，2016 年、2017 年、2018 年分别上涨了 31bp、79bp、121bp。2018 年联邦财政支出的净利息已经高达 3247 亿美元，本金叠加利率快速上涨使得美国债务负担以惊人的速度累计。坏消息是，根据美国国会预算办公室的预测，美国赤字率（2018 年为 3.8%）在未来 10 年还将不断攀升，2022 年将达到 4.7%，之后几年在 4.1% 至 4.8% 之间浮动。

图14:中期债券和政府债券是主要债务类型 单位: 百万美元



资料来源: TreasuryDirect 中信期货研究部

图15:联邦政府债利息高于其它种类利息 单位: 百万美元



资料来源: TreasuryDirect 中信期货研究部

图16:政府支出利息净额涨至历史新高 单位: 十亿美元 | %

—— 美国:联邦财政支出:利息净额

图17:联邦投资项目利率（隔夜）增速成指数型 单位: %

—— 利率

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_14034

