

美国债务上限需要关注什么

证券研究报告

2021年08月12日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《专项债怎么发?财政何时发力, 如何发力?》 2021-08-10
- 2 《为什么市场对美债的判断连续出错?》 2020-08-05
- 3 《现在仍然是对债市最好的时候》 2021-08-05

本次美国政府债务上限提高短期完成可能性并不高, 大概率要与新财年的财政计划绑定, 预计最早也是在 10 月通过。若能够在财政资金告罄前 (11 月) 较早得到解决, 对金融市场的冲击可能有限。相反, 若两党谈判陷入僵局, 叠加经济从高位回落, 三季度财报可能弱于预期, 美股大概率出现 risk off, 其中防御性板块 (公用事业、房地产) 相对抗跌, 顺周期板块可能表现不佳。

债务上限危机期间, 风险偏好下降、国债发行量发行量减少和 TGA 账户压降均有利于收益率下行, 美债利率短期底部可能接近 1%。提高债务上限通过后, 预计 TGA 将快速恢复约 7500 亿美元的规模, 美债利率将出现反弹。

风险提示: 两党分歧超预期, 美国财政政策超预期紧缩, 美国财政刺激超预期

7月底-8月初，对市场影响最大的变量已经不是 taper，而是美国债务上限能否提高。

长期来看，美国财政开支大于收入，债务上限必须提高。如果债务上限没有提高，财政部将面临无法发债的窘境，美国政府也将面临技术性违约，但出现实质性违约的可能性较小。历史上出现过 1995、2011 年、2013 年三次债务上限危机导致的政府技术性违约，最终两党通过妥协提高或延迟债务上限。

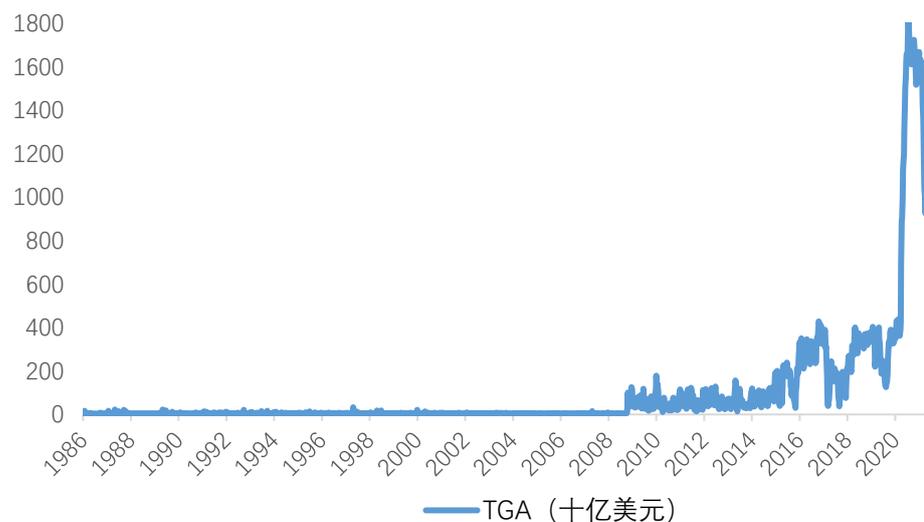
本次美国政府债务上限提高短期完成可能性并不高。由于目前美国国会民主、共和两党远未就提高债务上限达成共识，且众议院自 8 月 1 日开始休会，则立法程序需等到 9 月后才能继续。若两党达成一致，需要在参议院获得 60 票通过，这一情形的概率相对偏低；若通过“预算调节”的方式通过(仅需民主党内部 51 票即可)，但大概率要与新财年的财政计划绑定，预计最早也是在 10 月通过。

为应对风险，美国财政部于 7 月 30 日正式在美国各州停止债券发行，同时财政部于 8 月 2 日启动特别措施“**应急现金保护计划**”，即允许财政部在不发出新债的情况下直接支付政府账单。

“应急现金保护措施”和 TGA 账户余额资金共可提供约 8290 亿美元。

第一，TGA 账户将继续被压降。截止 8 月 4 日 TGA 的账户余额还有 4927 亿美元，压降速度低于计划 5 月财政部报告计划的 4500 亿美元。TGA 账户压降将继续向市场投放美元性,直到财政部余额耗尽。

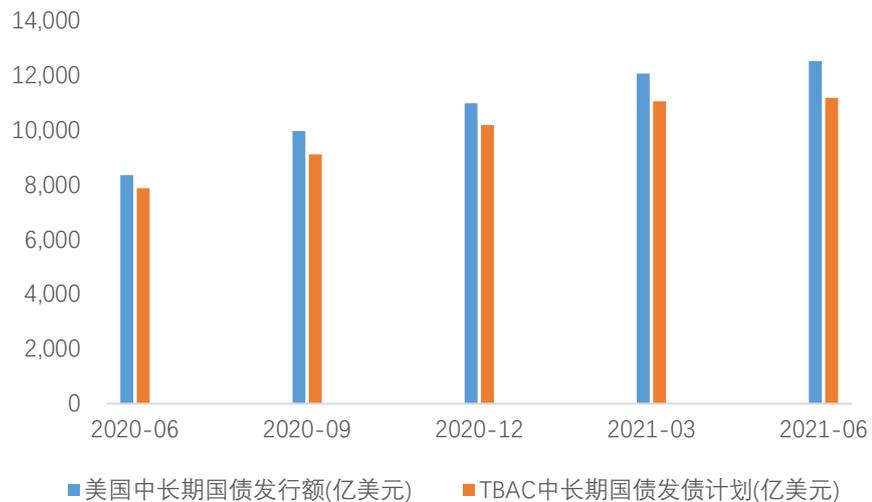
图 1: TGA 账户将继续被压降



资料来源: FRED, 天风证券研究所

第二，美债发行不足，流动性被动宽松，供需结构有利于债券。美国财政部在 8 月 3 号公布的计划显示预计将在 2021 年 7-9 月发行 6730 亿美元的净可销债券，低于此前 5 月预计的 8210 亿美元。

图 2：美国中长期国债实际发行额及 TBAC 发债计划(亿美元)



资料来源：WIND，天风证券研究所

第三，若债务上限问题能在 11 月之前解决，财政停摆可能性较小，对经济不会有太大冲击。

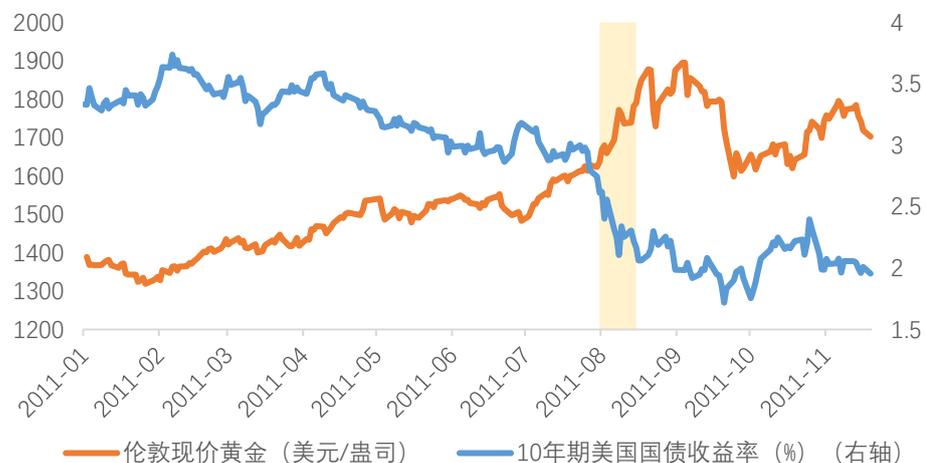
根据美国 CBO 和两党财政中心预测，7-9 月美国财政赤字为 7620 亿美元。基准情形下，财政资金将于 11 月中旬耗尽（约为 8110 亿美元）。乐观情形下，经济超预期复苏，税收收入增加，财政资金将于 12 月耗尽。悲观情形下，疫情恶化增加财政支出，减少税收，财政资金将提前至 10 月耗尽。

由于债务上限问题会导致美债技术性违约风险，这会对金融市场的风险偏好带来冲击，主要表现为股票市场大幅下跌，美元指数走弱，避险资产如债券、黄金等上涨。

2011 年债务上限危机

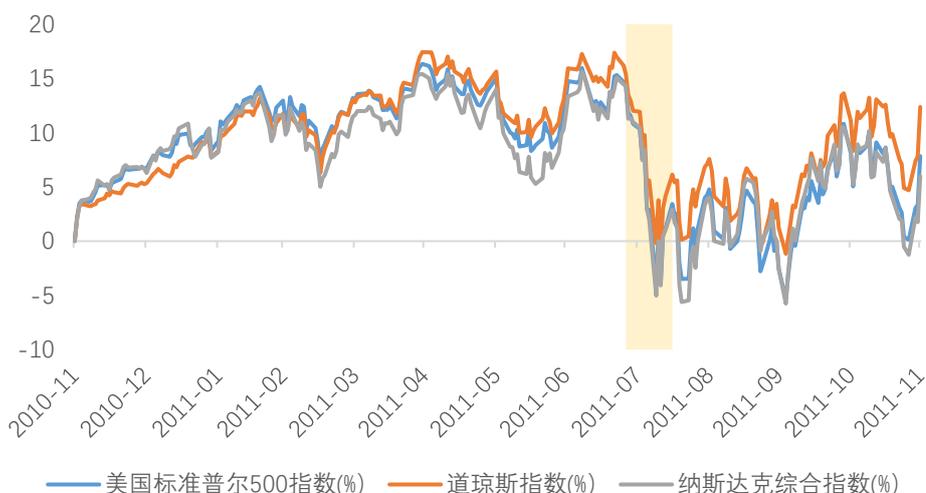
2011 年债务上限经过几个月谈判无果，直到 8 月 2 日债务违约的最后的几个小时，两院和政府才达成提高债务上限的协议，彼时美国面临债务评级下调压力，金融市场波动十分剧烈。2011 年 7 月 23 日--8 月 10 日美国债务危机爆发期间，13 个交易日 10 年美债收益率大幅下行了 86bp，标普 500 指数期间暴跌 16.2%，黄金上涨 10%。

图 3：2011 年 8 月 2 日 (xdate)，10 年期美国国债收益率暴跌，黄金上涨



资料来源：Bloomberg,天风证券研究所

图 4: 2011 年 8 月 2 日 (Xdate), 三大股指累计收益率大幅下跌

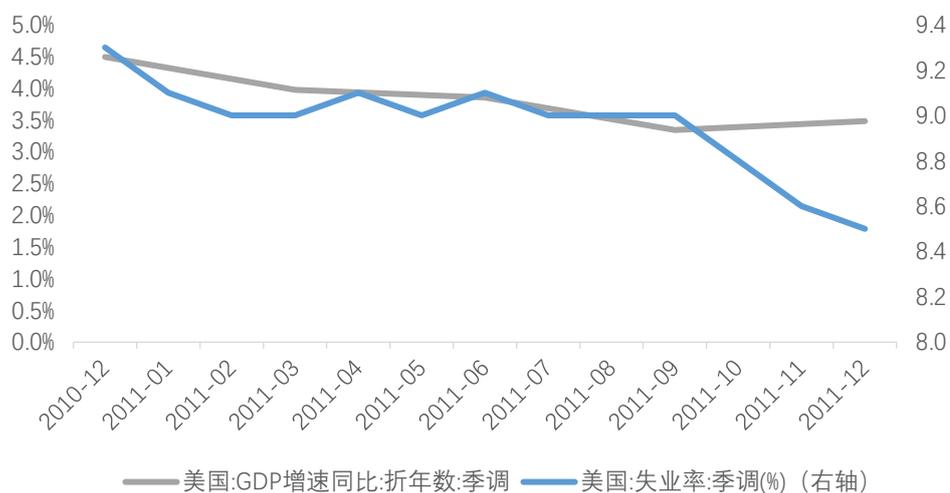


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

然而不容忽视的是，2011 年美国整体经济处于下滑态势。失业率居高不下，消费者信心低迷，美国的个人实际消费支出增长大约从金融危机前的 3% 下降到了 2% 以下。制造业和非制造业 PMI 均有所回落。这样的背景下，债务上限危机进一步压缩了美国的政策空间，迫使奥巴马政府在努力压缩财政支出的同时启动增税计划，政府部门支出对 GDP 形成拖累，悲观预期下金融市场波动剧烈。

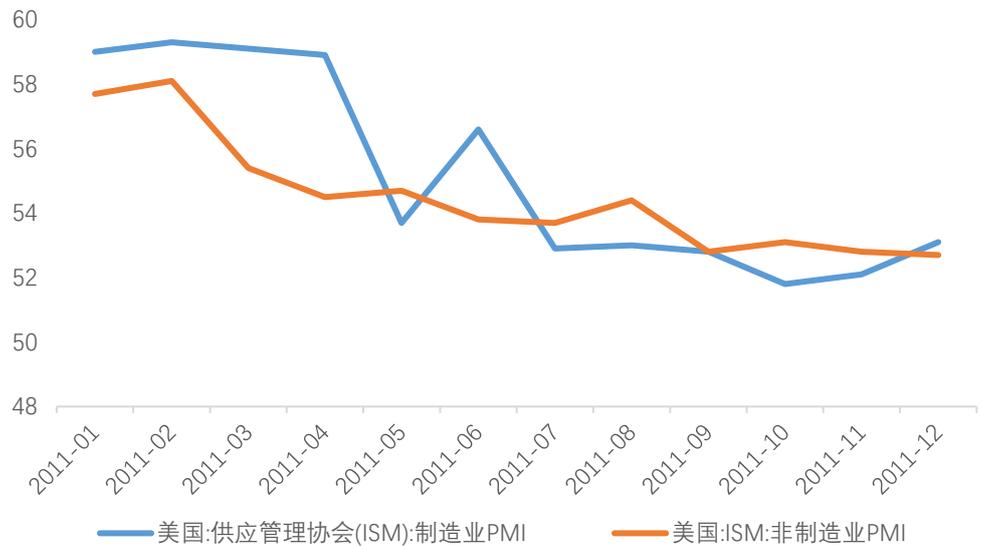
因此尽管美股各指数走势差异不大，行业分化较为明显。公用事业、房地产和非耐消板块表现出防御性，经济敏感的金融板块表现较差。

图 5: 2011 年美国 GDP 增速同比 (%) 和失业率



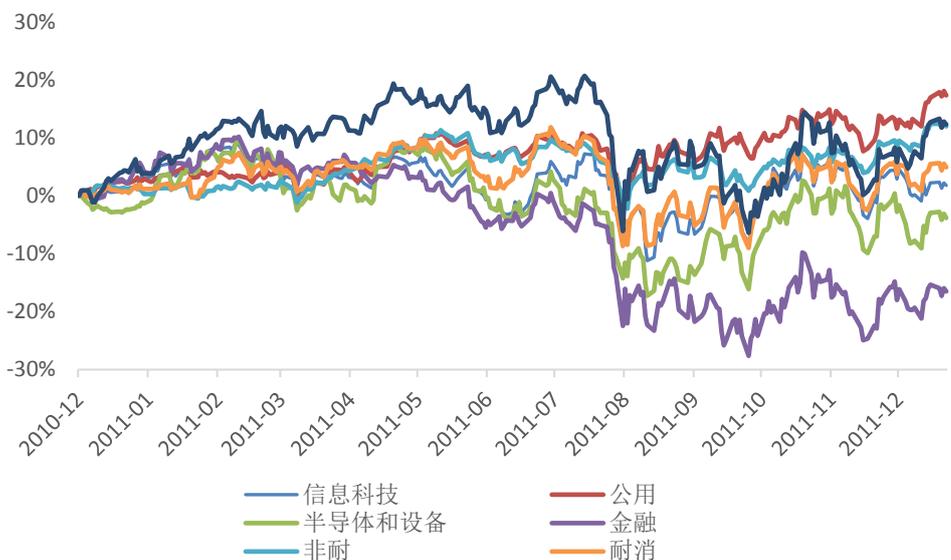
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 6: 2011 年 PMI 双双回落



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 7: 标普 500 分行业表现 (累计收益率)



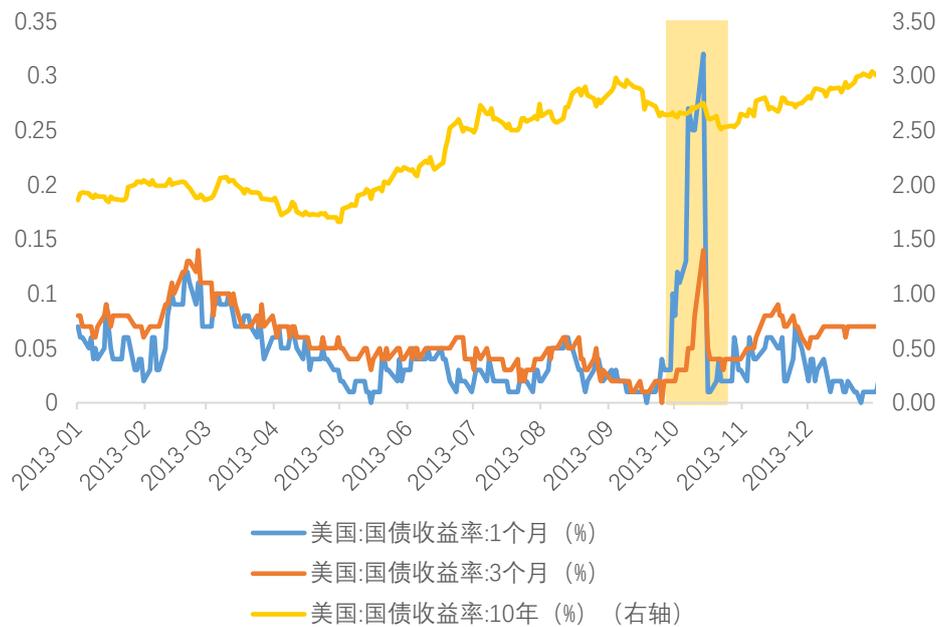
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

2013 年债务上限危机

2013 年 2 月, 奥巴马签署了《无支付, 无预算》(No Pay, No Budget) 法案来暂停债务上限要求, 然而这一法案仅仅使得债务问题延长至 5 月份。同年 8、9 月, 财政部连续发出警告美国将于 10 月中旬出现无法兑付的情况。2013 年 10 月 1 日, 美国政府再度出现停摆。在最后一刻两院商定了一项重新开启政府并提高债务上限的协议。

2013 年的债务上限危机发生在美联储退出宽松预期的背景下。2013 年 5 月 22 日时任美联储主席伯南克在美国国会发表证词, 首次提及缩减购债, 从 1.92% 左右开始迅速飙升, 至 9 月 18 日已上行 75bp 至 2.69%。而短债收益率在 10 月财政部预期“违约日”临近期间出现了较大幅度的上扬。

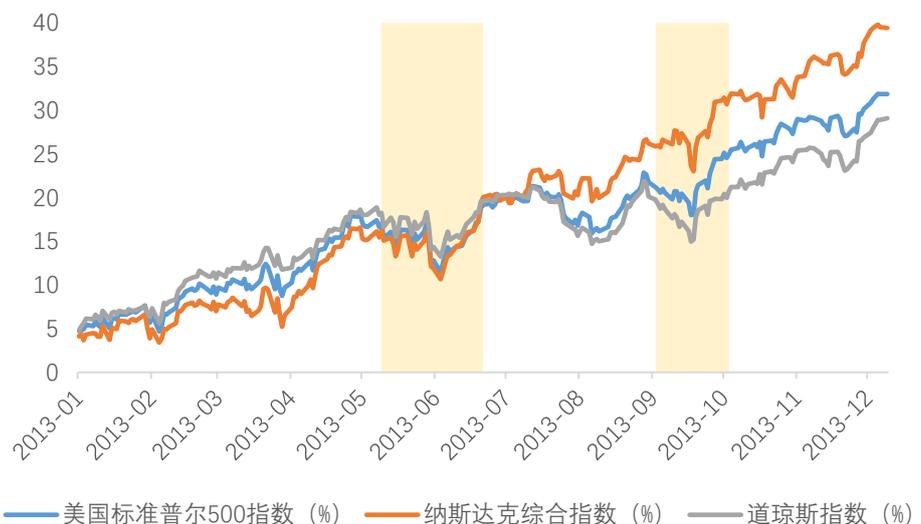
图 8：2013 年，短债收益率在 10 月出现了较大幅度的上行



资料来源：WIND，天风证券研究所

2013 年的债务上限危机对股市影响整体有限。三大股指分别在 5 月《无支付，无预算》法案到期和 10 月份财政部预计“违约日”临近时出现了两次较大幅度回调，但美股 5 月回调与 Taper Tantrum 有关。2013 年美国整体经济趋好，年内整体保持上涨，其中纳斯达克表现最好。行业方面，顺周期的金融、耐消有超额收益，而防御性的公用、房地产相对落后。

图 9：2013 年，纳斯达克指数、标普 500 指数、道琼斯指数累计收益率



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 10: 标普 500 分行业表现 (累计收益率)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

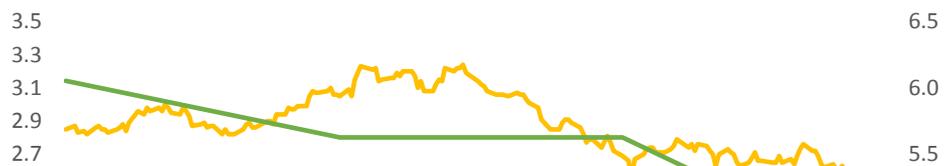
2018 年债务上限危机

2018 年底, 由于时任总统特朗普主张在美墨边境修墙, 无法与民主党在新财年的财政预算达成一致, 2018 年 12 月 22 日, 美国政府开始了历史上最长的一次停摆, 时长 35 天。

在此之前, 美联储主席鲍威尔认为 2019 年仍将大幅加息 (long way to go), 然而美国经济已于 3 季度见顶。短端美债利率反映加息预期, 在 9 月后迅速上扬, 而长端美债利率在股市大幅下跌的情况下于 11 月转向回落。

美股的回调自当年 9 月即开始, 主要由货币政策预期收紧导致, 因此纳斯达克回调幅度最大。行业方面, 仍然是防御性的房地产和公用事业相对抗跌。

图 11: 短债收益率在 9 月后大幅上扬, 长债收益率跟随经济率先转向



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_25068



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn