

2021 年 09 月 26 日

美国“财政悬崖”再袭

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaowei1@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

9 月下旬以来，市场对美国政府关门的担忧持续升温，美股、黄金等资产波动有所放大。美国政府关门的风险多大，对市场的可能影响？本文分析，供参考。

● 市场担忧美国政府关门的原因：债务上限和预算案迟迟未定

美国债务上限和预算案，分别决定政府的“借钱能力”和“花钱资格”。根据美国国会规定，债务上限决定政府的借贷能力，即政府能够通过债券融资获得的最大资金规模；同时，预算案规定政府在每项财政开支上能够投入的资金规模。简单概括，美国政府要正常运转，既要债务上限授权借钱，也要预算案允许花钱。

但截至 9 月 24 日，美国国会既没有敲定新的债务上限，也未通过新的预算案。美国过去 2 年针对债务上限的豁免已经在 7 月底到期，由于国会迟迟未敲定新的债务上限，美国政府不得不靠消耗存款度日。举债受限的同时，美国政府还面临无法花钱的风险。美国新财年即将在 10 月 1 日开启，新的预算案依然不见踪影。

● 美国政府关门危机：10 月初和月底前各面临一次挑战

为避免政府关门，美国国会需要在 10 月 1 日前通过新的预算案，同时在 10 月底之前确定债务上限。根据 BPC 等权威机构预测，当前的财政存款可支撑美国政府运转至 10 月底左右。为了避免美国政府关门，国会需要首先在新财年开启前通过新的预算案、允许政府花钱，并随后在政府存款耗尽前、敲定债务上限。

目前，美国国会两党都支持通过临时预算案，但在债务上限上分歧依然较大。9 月 21 日，民主党率先在众议院推动通过了将债务上限协定与预算案的替代品——临时性的持续决议案绑定的法案。不过，这一法案在参议院正常通过的难度较大。目前，共和党只基本同意批准临时预算案，而坚决反对民主党对债务上限的提议。

● 美国政府关门前景，及对市场影响？关门风险及市场冲击预计整体可控

考虑到民主党可以利用 BR 程序强行通过债务上限协定，美国政府关门的风险，预计整体可控。作为美国国会两院的多数党，民主党保留着最后的立法“杀手铜”——预算调解程序（BR 程序）。预算调解程序下，相应议案在美国参议院的通过标准，将从 60 票直接降为 50 票。若立法进程长时间停滞，民主党可以选择利用参议院中的 50 席，通过 BR 程序强推债务上限协定，兜底政府关门的风险。

不过，不排除因为时间紧张等，预算案或债务上限未能及时敲定，美国政府临时关门数天的可能；以史为鉴，历次政府关门对市场的扰动都相对有限。美国政府关门在历史上并不少见，1976 年至今已关过 19 次门。不过，回溯市场表现来看，历次政府关门的扰动都相对有限。这背后，或与市场知道政府关门终将解决，两党更多是凭此议题争取政治利益，无一愿意承担政府关门有损自身声誉的风险。

● 风险提示：美国财政存款快速枯竭等。

相关研究报告

《宏观经济专题-坚定债牛不动摇》-2021.9.22

《宏观经济专题-当“水泥旺季”遇上“产能受限”》-2021.9.21

《宏观经济专题-海外电价飙升，“添火”全球大通胀》-2021.9.21

目 录

1、 周度专题：美国“财政悬崖”再袭.....	4
1.1、 市场为何担忧美国政府关门：债务上限和预算案迟迟未定.....	4
1.2、 美国政府关门危机：10月初和月底前各面临一次挑战.....	6
1.3、 美国政府关门前景，及对市场影响：关门风险及影响预计整体可控.....	8
2、 大类资产回溯：布油创近3年新高.....	12
3、 重点关注：美国9月ISM制造业PMI.....	14
4、 数据跟踪：美国8月地产开工数据高于预期.....	14
4.1、 美国数据.....	14
4.1.1、 美国8月新屋开工总数、营建许可总数双双高于预期.....	14
4.1.2、 美国8月成屋销售总数低于预期、新屋销售总数高于预期.....	14
4.1.3、 美国当周EIA原油库存降幅超过预期，当周初请失业金人数小幅回升.....	15
4.2、 欧洲数据.....	15
4.2.1、 欧元区9月制造业PMI遇冷，德、法等9月制造业PMI均表现不佳.....	15
5、 风险提示.....	16

图表目录

图 1： 美国债务上限是财政部发行国债的最大法定限额.....	4
图 2： 美国政府预算是具有法律效力的年度收支计划.....	4
图 3： 2021年7月底，美国债务上限已经到期.....	5
图 4： 美国联邦政府持续、大规模消耗财政存款.....	5
图 5： 随着新财年即将拉开序幕，美国政府亟需获得新的预算案、为财政支出铺路.....	5
图 6： 美国政府通过非常规现金措施维持运转.....	6
图 7： 债务上限约束下，美国政府或运营至10月底左右.....	6
图 8： 美国政府可通过持续决议法案维持运转.....	7
图 9： 美国众议院通过了债务上限及持续决议法案.....	7
图 10： 由于经历了长达5周的休会期，美国国会接下来的立法时间尤为紧张.....	8
图 11： 目前，民主党掌控国会两院.....	8
图 12： 2021年初，美国国会曾使用BR程序.....	8
图 13： 若预算案或债务上限未能及时通过国会，政府存在临时关门数天的可能.....	9
图 14： 历次政府关门时期，风险偏好整体趋降，但影响时长均相对有限.....	10
图 15： 历次美国政府关门前后，美元指数趋于下跌.....	11
图 16： 历次美国政府关门前后，黄金趋于下跌.....	11
图 17： 历次美国政府关门前后，10Y美债无明显规律.....	11
图 18： 历次美国政府关门前后，美股趋于下跌.....	11
图 19： 当周，美元上涨，欧元、英镑下跌.....	12
图 20： 当周，美元指数上涨.....	12
图 21： 当周，主要国家10Y国债收益率普遍上行.....	12
图 22： 当周，10Y美债收益率震荡上行.....	12
图 23： 当周，全球主要股指涨跌分化.....	13
图 24： 当周，纳斯达克上涨，恒指下跌.....	13
图 25： 当周，WTI、Brent原油价格双双上涨.....	13
图 26： 当周，COMEX黄金价格下跌.....	13

图 27: 美国 8 月新屋开工、营建许可总数均高于预期.....	14
图 28: 美国 9 月 NAHB 指数高于预期.....	14
图 29: 美国 8 月成屋销售低于预期.....	15
图 30: 美国 8 月新屋销售高于预期.....	15
图 31: 美国当周 EIA 原油库存降幅超过预期.....	15
图 32: 美国当周初请失业金人数小幅回升.....	15
图 33: 欧元区 9 月制造业 PMI 遇冷.....	16
图 34: 德国、法国 9 月制造业 PMI 双双低于预期.....	16
表 1: 美国债务上限和预算案, 分别决定联邦政府的“借钱能力”和“花钱资格”.....	4
表 2: 目前, 美国民主党仍在商议 3.5 万亿美元预算议案的具体文本.....	6
表 3: 民主党提议提供政府运营资金至 12 月 3 日, 并暂停债务上限至 2022 年 12 月.....	7
表 4: 尽管民主党极力兜售, 但共和党明确表示, 仅支持持续决议法案, 反对民主党对债务上限相关的提议.....	7
表 5: 以史为鉴, 美国政府曾多次因为国会未能通过债务上限或预算案, 而被迫关门.....	10
表 6: 海外重点数据发布日期情况.....	14

1、周度专题：美国“财政悬崖”再袭

事件：2021年10月1日，美国政府将进入新财年，但目前新财年预算案及债务上限悬而未决，政府面临一定的关门风险。

资料来源：EIA

1.1、市场为何担忧美国政府关门：债务上限和预算案迟迟未定

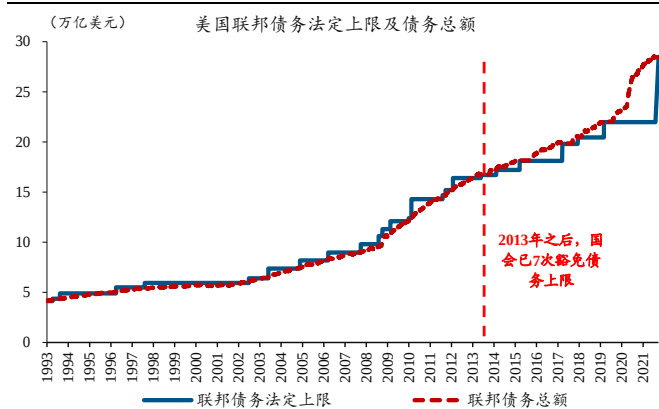
近期市场热议的美国债务上限和新财年预算案，分别决定联邦政府的“借钱能力”和“花钱资格”。美国新财年即将开启之际，债务上限及新财年预算案迟迟未能敲定，引发市场广泛关注。这背后，一方面，是债务上限决定美国政府的借贷能力，即能够通过债券融资获得的最大资金规模。同时，债务上限约束下，新财年预算案规定了政府在每项财政开支上能够投入的资金规模。比如，政府在医保支出上能投入多少资金，在基建项目上能进行多大规模投资等。简单而言，美国政府的“借钱能力”受债务上限制约，“花钱资格”需要预算案授权。

表1：美国债务上限和预算案，分别决定联邦政府的“借钱能力”和“花钱资格”

概念	定义	对联邦政府的影响
债务上限	美国债务上限是指美国国会批准的一定时期内美国国债最大发行额。为提高国家机器灵活度，立法者授予政府一揽子关于借款的权限， 条件为联邦政府（不包括地方政府）的总借款量小于已有的数量限制。	决定“借钱能力”
财年预算案	政府预算就是具有法律效力的国家年度财政收支计划。 除非资金得到授权和拨款，否则联邦机构不能花钱。	决定“花钱资格”

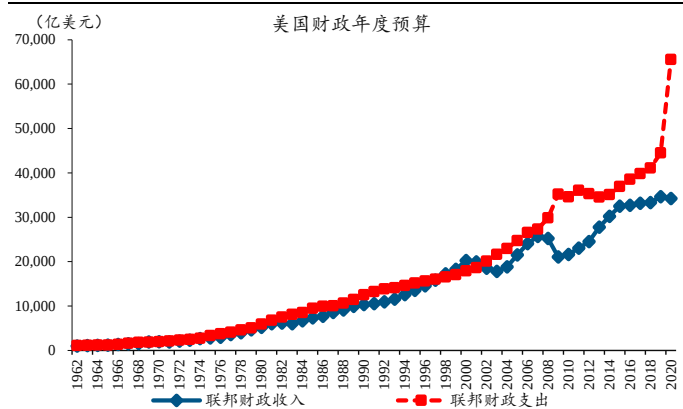
资料来源：US Gov、开源证券研究所

图1：美国债务上限是财政部发行国债的最大法定限额



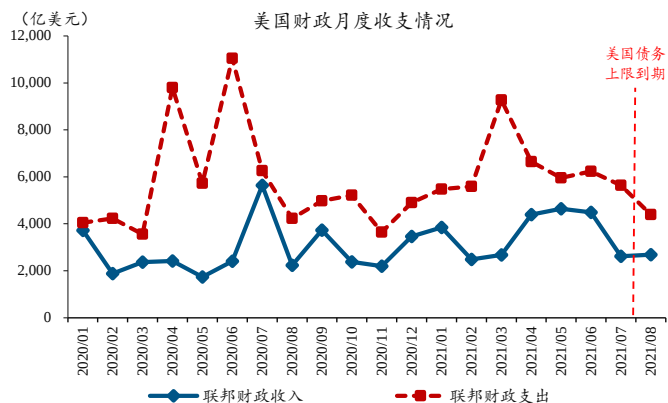
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：美国政府预算是具有法律效力的年度收支计划

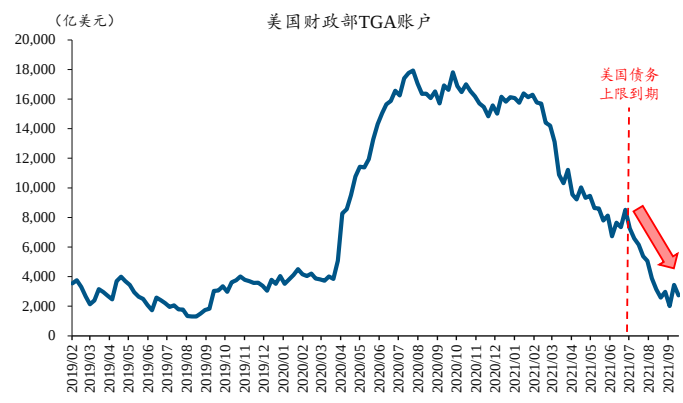


数据来源：Wind、开源证券研究所

2021年7月底,美国过去2年针对债务上限的豁免已经到期;为维持正常运转,美国政府持续、大规模消耗财政存款。2021年8月以来,美国此前于2019年7月暂停的债务上限重新生效,政府发债融资能力随之大幅下滑。受此影响,美国政府不得不持续消耗TGA余额及实施非常规现金措施,以维持政府最基本的运转。最新数据显示,8月初至9月22日,财政部TGA余额已经从5059亿美元大幅下滑至2727亿美元,基本回到疫情前水平。

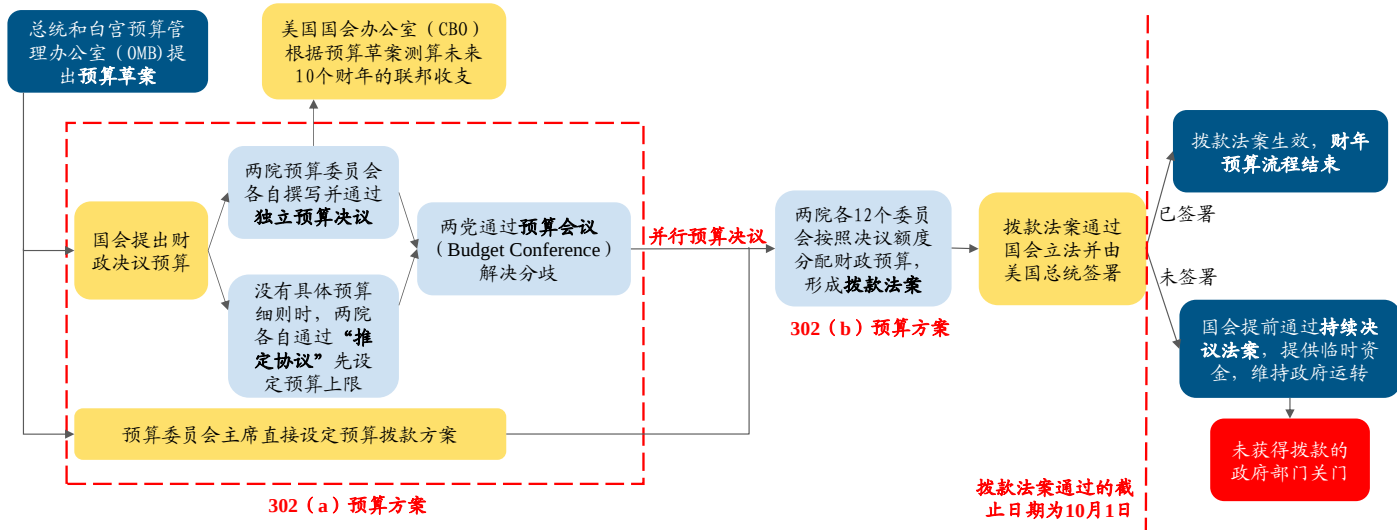
图3: 2021年7月底,美国债务上限已经到期


数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 美国联邦政府持续、大规模消耗财政存款


数据来源: Wind、开源证券研究所

借钱能力受限的同时,随着新财年即将拉开序幕,美国政府亟需获得新的预算案、为财政支出铺路。根据美国预算法要求,联邦政府在每个财年中(当年10月1日至来年9月30日),任何预算支出(discretionary spending)必须严格按照年度预算案(appropriation bill)中的要求和计划。若年度政府预算案因故延后,政府可请求国会批准临时预算案——持续决议法案^①(continuing resolution)提供资金支持。若两者皆未能在新财年前及时通过,美国政府将直接失去“花钱”的权力,所有支出项目的资金来源将被暂时冻结。

图5: 随着新财年即将拉开序幕,美国政府亟需获得新的预算案、为财政支出铺路


资料来源: US Congress、开源证券研究所

^① 由于正式预算案往往因细节过于繁杂而无法被国会及时表决通过,美国国会和总统时常会选择通过一个有效期在1天-6个月不等的持续决议案,既可为政府提供临时拨款以避免政府关门,又可为预算案延长讨论时间。

但截至 9 月 24 日，美国国会既没有提高或暂停债务上限，同时也未确定新的预算案。虽然债务上限已生效近 2 个月，但美国国会两党围绕此问题的谈判，仍未取得实质性进展。不仅如此，决定政府新财年“花钱资格”的预算案，也因民主党内部在优先推进基建议案和 3.5 万亿美元的财政刺激法案，迟迟未能落地。

表2：目前，美国民主党仍在商议 3.5 万亿美元预算议案的具体文本

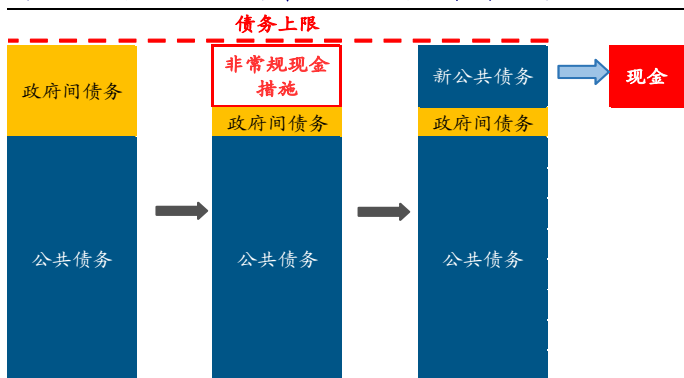
3.5 万亿美元预算议案的加税计划草案	
企业所得税	公司收入超过 500 万美元，所得税率为 26.5%；
	收入在 40 万美元与 500 万美元之间的部分，保持目前的税率 21% 不变；
	收入低于 40 万美元的部分，适用的税率下调为 18%
个人所得税	将最高边际税率从 37% 提高至 39.6%；
	对个人调整后总收入超过 500 万美元的部分征收 3% 的附加税
资本利得税	将资本利得税最高税率从 20% 提高到 25%
企业境外收入	将美国公司海外收入的最低税率从 10.5% 提高到 16.5%，并推进建立全球最低税率制度
遗产税	起征点从 1000 万美元降到 500 万美元

资料来源：US Congress、开源证券研究所

1.2、美国政府关门危机：10 月初和月底前各面临一次挑战

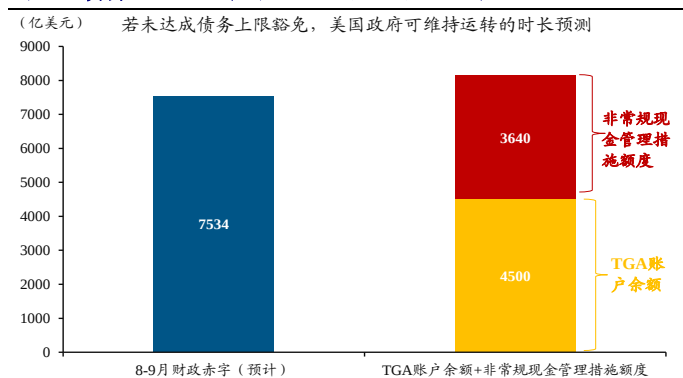
美国财政存款预计能用到 10 月底左右；为了避免政府关门，国会需要在 10 月 1 日前通过新的预算案，同时在 10 月底之前确定新的债务上限。对于美国政府而言，面临的第一道挑战是，需要说服国会在 10 月 1 日新财年启动前通过预算案。随后，美国政府可通过消耗 TGA 余额及非常规现金措施，继续维持一段时间的运转。不过，根据美国两党政策中心（BPC）的最新预测，受制于庞大的支出压力，上述资金仅可支撑政府运转至 10 月底前后。这意味着，需要国会在 10 月底之前提高或暂停债务上限，否则美国政府依然不得不关门。

图6：美国政府通过非常规现金措施维持运转



资料来源：BPC、开源证券研究所

图7：债务上限约束下，美国政府或运营至 10 月底左右



数据来源：BPC、开源证券研究所

9 月 21 日，民主党率先在众议院通过了将债务上限协定与预算案的替代品—持续决议法案绑定的法案。由于债务上限及预算案的立法进程严重滞后，作为执政党的民主党紧急在众议院推出了持续决议法案，并将债务上限协定绑定在内。在这一法案中，民主党提议暂停政府债务上限至 2022 年 12 月 16 日，同时为政府提供运营

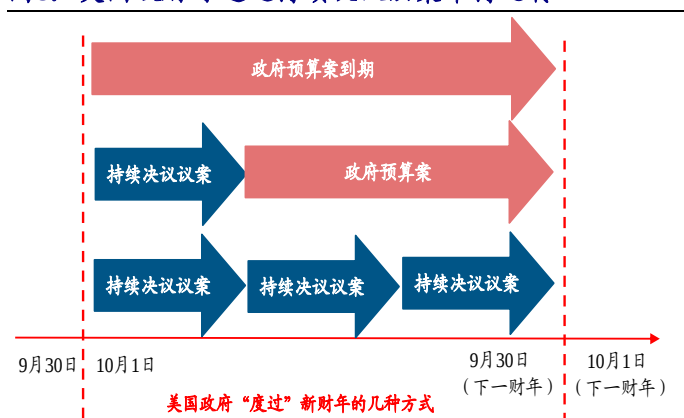
资金至 12 月 3 日。凭借着绝对席位优势，民主党已于 9 月 21 日携带此法案成功闯关众议院，并马上将其交由参议院审议。

表3: 民主党提议提供政府运营资金至 12 月 3 日，并暂停债务上限至 2022 年 12 月

民主党公布债务上限协定及持续决议法案的内容	
债务上限协定	暂停政府债务上限至 2022 年 12 月 16 日
持续决议法案	提供政府运营资金至 12 月 3 日，以避免政府在 10 月 1 日新财年陷入停摆：拨款 286 亿美元用于自然灾害救济、63 亿美元用于安置阿富汗难民等

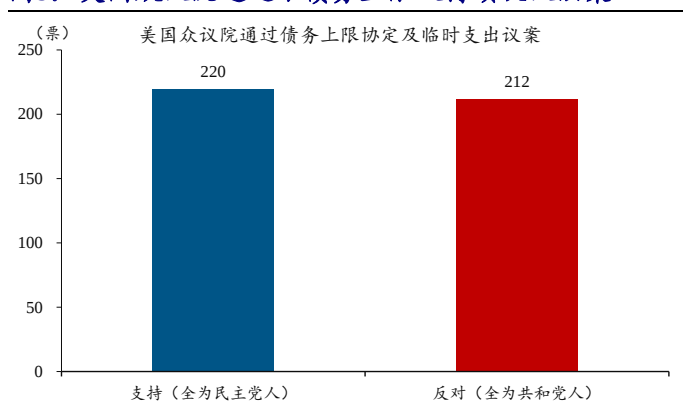
资料来源：US Congress、开源证券研究所

图8: 美国政府可通过持续决议法案维持运转



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9: 美国众议院通过了债务上限及持续决议法案



数据来源：Wind、开源证券研究所

但共和党明确表示，仅支持“纯正”的持续决议法案，坚决反对民主党暂停债务上限的提议。根据参议院议事规则，包含债务上限协定的持续决议法案，要想顺利闯关参议院，需要满足至少 3/5 的投票通过门槛。这对于在参议院中席位占比仅一半的民主党而言，不仅要在党内达成统一意见，还需额外获得至少 10 名共和党参议员的支持。然而，以参议院少数党领袖麦康奈尔为首的多位共和党资深参议员明确表示，仅支持“纯正”的持续决议法案，并坚决反对暂停债务上限。

表4: 尽管民主党极力兜售，但共和党明确表示，仅支持持续决议法案，反对民主党对债务上限相关的提议

党派	姓名	职务	表态
共和党	麦康奈尔	参议院少数党领袖	共和党人将投票支持一项独立的拨款法案，但不会支持附带暂停债务上限的立法。美国政府不会违约，但民主党人必须独自提高债务上限
	谢尔比	参议院拨款委员会主席	不会支持旨在暂停债务上限的临时拨款法案
	罗姆尼	资深参议员	不会投票赞成暂停债务上限
民主党	佩洛西	众议院议长	9 月 30 日前将在两院通过“持续决议法案”（CR），为联邦政府在 10 月 1 日开始的新财年提供资金支持
	舒默	参议院多数党领袖	两党都必须通过临时支出法案和债务上限协定

资料来源：NY Times、开源证券研究所

因为时间紧张，两党接下来预计将首先讨论持续决议法案，并在 10 月 1 日后解决债务上限问题。由于经历了长达 5 周的休会期，美国国会接下来的立法时间非常紧张。叠加两党态度存异，持续决议法案、债务上限协定预计将分开闯关国会。作为亟需确定的持续决议法案，由于面临的两党分歧相对较小，预计将率先进入立法阶段。对于两党分歧较大的债务上限问题，立法进程大概率将拖延至 10 月 1 日之后。

图10: 由于经历了长达 5 周的休会期，美国国会接下来的立法时间尤为紧张

	星期日	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六
8月	1	2	3	4	5	6	7
	8	9	10	11	12	13	14
	15	16	17	18	19	20	21
	22	23	24	25	26	27	28
	29	30	31	1	2	3	4
9月	29	30	31	1	2	3	4
	5	6	7	8	9	10	11
	12	13	14	15	16	17	18
	19	20	21	22	23	24	25
	26	27	28	29	30	1	2

资料来源：US Congress、开源证券研究所（标黄的部分为国会休会日期）

1.3、美国政府关门前景，及对市场影响：关门风险及影响预计整体可控

考虑到民主党可以利用 BR 程序强行通过债务上限协定，美国政府关门的风险，预计整体可控。作为美国国会两院的多数党^②，民主党保留着最后的立法“杀手锏”——预算调解程序（BR 程序）。预算调解程序下，相应议案在美国参议院的通过标准，将从 60 票直接降为 50 票。若立法进程长时间停滞，民主党可以选择利用参议院中的 50 席，通过 BR 程序强推债务上限协定，兜底政府关门的风险。

图11: 目前，民主党掌控国会两院

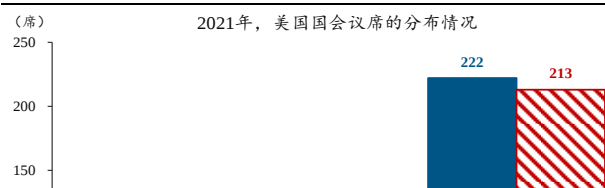
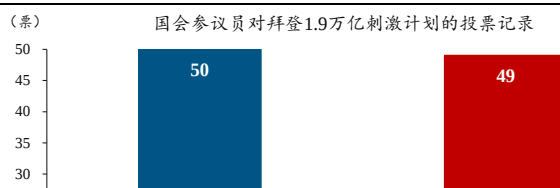


图12: 2021 年初，美国国会曾使用 BR 程序



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_26972

