

美债危机何时会再来？

—基于债务和货币理论的分析框架

引言：疫情后，美国资产负债表扩张的绝对值处于全球领先。虽然这种扩张是非常有必要且不可缺少的，但市场对未来美国主权债务危机是否会爆发产生疑虑。我们认为，短期来看，美元的霸主地位仍然能够保证美国庞大的债务，且美债的避险的功能也会吸引大量的投资者，弥补“双赤字”带来的危险；但“新特里芬难题”决定了美元本位制必然会随着时间的推移而瓦解，叠加目前超发的货币大部分进入风险资产，增加了主权债务的尾部风险。本文从债务和货币理论着手，进而对美国债务的可持续性进行了深刻的分析。

一、从债务理论来看当前美国政府杠杆率。研究一国的债务可持续性主要涉及到债务危机理论、货币危机理论、信用货币论和货币国际化理论，通过这些理论，我们发现四个因子能够决定债务的可持续性。第一个因子为不可抗力的外在风险，主要包括国际之间的动荡；第二个因子为一国经济体中软财政约束能力，主要包括对于政府、企业和居民举债的约束以及有无后续的担保和增信措施；第三个因子为经济实力和举债的能力是否匹配；第四个因子是汇率是否刚性。

二、对标欧债危机，当前美国债务危机的尾部风险上行。欧债危机爆发的外部因子主要由于次贷危机影响和国际评级机构的评级下调，内部因子包括财政货币的二元结构、欧元区内部产业结构不同导致发展不平衡和金融监管较松。对标美国，当前来看，1) 美国财政约束的能力并不强，债务上限多次被上调；2) 伯南克带来的量化宽松压低了美国经济弹性，疫情带来的“无上限”宽松加剧了流动性陷阱的可能性；3) 产业结构变更，使得美国经济空心化难以逆转；4) 外围风险加剧，民粹主义上行。**各种迹象表明美国的主权债务爆发风险加大，当前对债务支撑主要来自于美元自身的霸权。**

三、从货币权力角度来看，美元信用的期限决定了债务的可持续性。欧债危机反映出来的更深层的问题就是欧元先天本身“设计”的不足，相比之下，政治经济一体化给美元带来了天然的优势。尤其是在布体瓦解之后，脱离黄金挂钩的美元不需要被财政赤字限制，意味着美国不需要保持净国际债权人地位，彻底释放了美元。**但是缺乏黄金作为“锚”只能表示美元风险不再直观，并不代表危机不会发生。**首先，在“新特里芬难题”下，纯美元本位制本身就存在着缺陷，使得“双赤字”成为必然，是未来货币危机发生的最根本原因。其次，虽然“美元-美债”的循环赋予了美元较之以往更大的货币权力，但却把部分风险转移给了其他国家，成为美元不稳定性的潜在因素。第三，美元作为交易货币的职能开始弱化，导致货币刚性逐步下降。

四、现在美债危机爆发的货币驱动因素还未成型。从欧元来看，欧债危机的爆发表明欧元本质的缺陷无法对美元构成大规模的威胁。从日元来看，人口老龄化和失去的二十年使得日本丧失了挑战美元的筹码。**人民币国际化的道路仍然道阻且长。**一国货币的崛起势必会遭到美国的打击。另外，虽然国家实力很重要，但是货币并不是和政治无关的纯经济事务，所以在国际层面上需要和国内层面拥有一样的强制能力，才能使得其他国家改变锚定货币。

五、未来看，短期仍然需要通过债务货币化来缓解债务压力，但长期则需要加息来改善国际收支。鉴于此判断，并结合目前美国政府人员的行事风格来看，我们仍然维持明年通胀前高后低的判断，局部通胀仍然存在，但是难以看到通胀上行，且债务货币化意味着流动性更多进入到资产价格中，所以2021Q1 美股依然存在上涨动能，但在下半年美联储若逐步开始减少购债的话，那么对资产价格的影响可能会超预期。另外，债务货币化意味着美元指数在短期探底后出现大幅反弹的概率也不会特别高，更多的保持温和上行。

风险提示：

1. 疫情和疫苗进展的不确定性上行；2. 政府应对措施不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；3. 货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言:	3
一、从债务理论来看当前美国政府杠杆率	3
二、对标欧债危机,当前美国爆发债务危机的尾部风险上行	6
1、欧债危机的形成起因	6
2、美国主权债务危机的诱发因素增加	8
三、从货币权力角度来看,美元信用的期限决定了债务的可持续性	11
四、当前美债危机爆发的货币驱动因素还未成型	15
五、未来看,美国短期通过债务货币化缓解债务压力,但长期则需要加息来改善国际收支	17

图表目录

图表 1: 国际货币的六大职能	5
图表 2: 国际货币的收益与风险	5
图表 3: 债务可持续分析框架	5
图表 4: 美国政府部门杠杆率疫情后大幅上行	6
图表 5: 欧债危机爆发时,希腊的出口金额/政府未偿还余额处于低位	7
图表 6: 希腊经济的弹性不如欧元区主要国家,导致债务危机爆发	7
图表 7: 三大评级机构对主权评级下调,导致 PIIGS 五国雪上加霜	7
图表 8: 希腊、意大利和爱尔兰在 09 年的政府盈余大幅回落	8
图表 9: 美国联邦债务法定限额持续攀升	9
图表 10: 美国财政赤字和中央政府债券占 GDP 比重变化	9
图表 11: 美联储四次 QE 投放了大量货币进入市场	10
图表 12: 疫情后,美国需求的后续弹性不高	10
图表 13: 制造业占 GDP 比重和房地产占 GDP 比重分化	11
图表 14: 布雷顿森林体系下美元的四次危机	12
图表 15: “双赤字”侵蚀美元根本	13
图表 16: 美元为了自身内政,对其他货币进行打压	14
图表 17: 从 2000 年起美元的外汇储备其实已经开始逐步被分散	15
图表 18: 美国 GDP 增速大部分时间超过欧元区	16
图表 19: 中国 GDP 占全球比重上行	17
图表 20: 跨境贸易人民币业务结算金额从 2012 年上行	17
图表 21: 历史上美国债务的上行短期均通过债务货币化来缓解	18
图表 22: 美联储加息周期,均会引发其他国家的金融危机	18

引言：

疫情后，美国资产负债表扩张的绝对值处于全球领先。虽然这种扩张是非常有必要且不可缺少的，但市场对未来美国主权债务危机是否会爆发产生疑虑。我们认为，短期来看，美元的霸主地位仍然能够保证美国庞大的债务，且美债的避险的功能也会吸引大量的投资者，弥补“双赤字”带来的危险；但“新特利芬难题”决定了美元本位制必然会随着时间的推移而瓦解，叠加目前超发的货币大部分进入风险资产，增加了主权债务的尾部风险。本文从债务和货币理论着手，进而对美国债务的可持续性进行了深刻的分析。

一、从债务理论来看当前美国政府杠杆率

主权债务通常是指一个国家以自己的信用作为担保，通过发行以政府债券等方式向国际借入款项，由于大部分的主权债务是以外币计值，所以当一国政府无法按时对其向外担保借来的债务还本付息的情况，就会出现主权债务违约。在这个过程中，债务危机理论、货币危机理论、信用货币论以及货币国际化理论将作为主要视角来分析判断债务的风险程度和泡沫的可持续程度。

债务危机理论：古典经济学以前的经济学家对国家负债均持有否定的态度，反对国家借贷，认为一国的综合实力会因为发债而被削弱，并对国家的信用产生威胁。古典经济学的国债有害论是以充分竞争为特征的自由资本主义时期产生的，在这段时期，资本主义快速发展，当时以亚当斯密斯为首的古典主义经济学家认为国家借贷债务对生产性资本产生挤兑效应。在 1929 年全球经济经历大萧条后，以凯恩斯为代表的经济学家开始重新反思债务的作用，得出短期内通过借债的财政政策有利于创造总需求，且如果内债被用于投资，则不会增加债务负担，并促进充分就业的结论。所以综合来看，在债务危机框架的理论中，如果只是单纯的印制纸币或者增加税收不可能永远使得国家的资产大于债务，所以根据国际三大信用评级机构的定义，一旦一个国家不支付一种以上债务或者因为贬值债券互换导致本金和利息的减少或到期时间延长，则这个国家构成主权违约。最终构成债务违约的条件主要包括：

- 1) **外债持续膨胀，并相信国家不会破产。**外债的偿还主要依靠一国的出口创汇能力，若一个国家能够扩大其出口创汇能力，其内部累积的动力能够跟上负债的增长，那么就能抵消外债增加带来的负面效应。换言之，若债务的增长率持续高于出口增长率，那么意味着债务危机容易被引爆。且国际上对于主权债务制定法律较困难，使得市场相信即使外债以不可持续的增速增长，政府仍会在必要时进行紧急救助。
- 2) **外债结构不合理。**外债结构不合理主要表现为以下几个方面：a、商业比重过大：如果一个国家长期贸易差额较大，那么当经济或者政治出现不稳定的时候，国际银行会拒绝对该国贷款，那么就不能通过借新债还旧债的方法来维持债务，危机爆发概率加大；b、外债集中在某一两种货币：当该币大幅升值的时候，外债也会随之膨胀，增加了债务偿还的难度。
- 3) **主权债务领域的法律并不够成熟，缺少有效的统一监管。**由于国家债务领域的法律较少，所以如果政府不适当管控外债，叠加国际间对主权债务约束力并不确定，不同国家主权豁免的效力不同，一个国家主权债务问题容易延伸到国际问题，复杂性增加后更难以控制。

货币危机理论：货币危机理论起源于 20 世纪 70 年代后，先后出现了四代货币危机理论。

- 1) **第一代货币危机模型：**当在一个国家面临外部和内部均衡发生冲突的时候，政府为保持经济稳定会采取扩张性的财政政策，而为了弥补财政赤字，则会陷入无限发纸币的死循环；同时，央行为了保持固定汇率的稳定就需要不断抛出外汇储备，一旦外汇储备减少到某个临界点的时候，则会出现货币危机。所以第一代货币危机理论表明，一国的经济面决定了该国货币对外价值是否能够维持稳定。
- 2) **第二代货币危机模型：**1992 年英国政府面临提高就业和维持稳定汇率的选择，结果放弃了浮动的固定汇率制度，英镑危机的发生使得第一代货币理论无法对其作出合理的解释。所以第二代货币危机理论表明，由于固定汇率制度先天的不足，所以即使经济面良好，也可能因为投机行为导致市场投资者的情绪和预期发生变化，羊群效应使得最终货币危机爆发，所以必要时应该对资本进行管制。
- 3) **第三代货币危机模型：**1997 年东南亚危机后，克鲁格曼研究了贸易以及实际汇率变动的影响和效应，表明在金融自由化的背景下，普遍存在道德风险问题，主要归因于政府对企业和金融的隐性担保，增加了国际金融体系的脆弱性。当外部冲击过大时，泡沫破裂会导致货币危机爆发，所以他认为对于金融体系不成熟的国家来说，尽量少持有外币债务，这样能够预防货币危机。
- 4) **第四代货币危机理论：**该理论是在第三代较成熟的货币危机模型上建立起来的，增加了投资者心理预期。该理论认为如果本国企业部门的外债水平越高，国外债权人对该国经济的悲观情绪越重，进而减少对该国企业的贷款，本币贬值导致全社会投资规模回落，货币危机就会成型。

货币国际化理论：

弗里德曼的货币主义需求理论进一步确认了货币作为一个独立因素在经济周期的重要作用。信用货币理论表明，货币的权力属性来自于货币本身具有经济和政治的双重属性，所以考虑到货币其价值尺度、支付手段和价值储藏功能等，得出货币信用创造是经济运行的核心，国家通过货币发行获得铸币税，完成社会财富的收入和再分配。本杰明·科恩撰写的《货币强权：从货币读懂未来世界格局》从市场和政府两个方面，总结出了国际货币的六种职能，主要包括贸易结算、外汇买卖、贸易计价、投资、干预货币、货币平价和储备货币，与此同时，也提到了国际货币的风险主要包括三方面，具体来看：

- 1) **货币升值：**在一国货币国家化的同时，存在币值被高估的风险，对于消费者来说，本币升值提高购买力，但是对生产者来说，损害出口产品的竞争力，最终影响到就业，导致岗位流失。
- 2) **外部约束：**随着本国通货流入流出的波动性较强，全球对该货币需求的增加导致本国的流动性负债随着时间的累积不断上行，会约束国内政策的自主性，对本国宏观经济弹性不利；另一个风险来自于如果国内政策和外部因素有所冲突的话，全球市场对该货币未来价值顾虑将加深，后续可能需要牺牲国内经济的优先地位来保持其他国家对该国货币持有量。
- 3) **政策责任：**受市场期望影响，国际货币被期望出面协调系统性的需求或包容货币体系的各种脆弱之处，换言之部分扮演者全球央行的角色，其他国家货币政策均受到政策外溢效应。作为国际货币发行国，其货币政策可

能不得不进行调整以遏制经济危机，另外在必要时刻产生“过度责任”包括拯救那些陷入困境中的经济体。

图表 1：国际货币的六大职能

国际货币的六大职能			
	交易媒介	计价单位	价值储藏
市场	贸易结算、外汇买卖	贸易计价	投资
政府	干预货币	货币平价	储备货币

来源：《货币强权：从货币读懂未来世界格局》，国金证券研究所

图表 2：国际货币的收益与风险

收益	风险
降低交易成本	货币升值
国际铸币税	外部约束
宏观经济弹性	政策责任
政治杠杆作用（硬实力）	
声誉效应（软实力）	

来源：《货币强权：从货币读懂未来世界格局》，国金证券研究所

综合来看，我们发现四个因子能够决定债务的可持续性。第一个因子是不可抗力的外在风险，主要包括国际之间政治动荡，贸易保护主义和民粹主义上行，从外部对经济体内部的冲击。第二个因子是一国经济体中软财政约束能力，主要包括对于政府、企业和居民举债的约束以及有无后续的担保和增信措施。第三个因子为经济实力和举债的能力是否匹配，其中包括国际收支、产业结构、内生动力弹性和在全球的综合实力。第四个因子是汇率是否刚性，稳定性较强，若是国际国币，则包括稳定的货币价值、资本深化的程度和交易网络的扩大。

图表 3：债务可持续分析框架

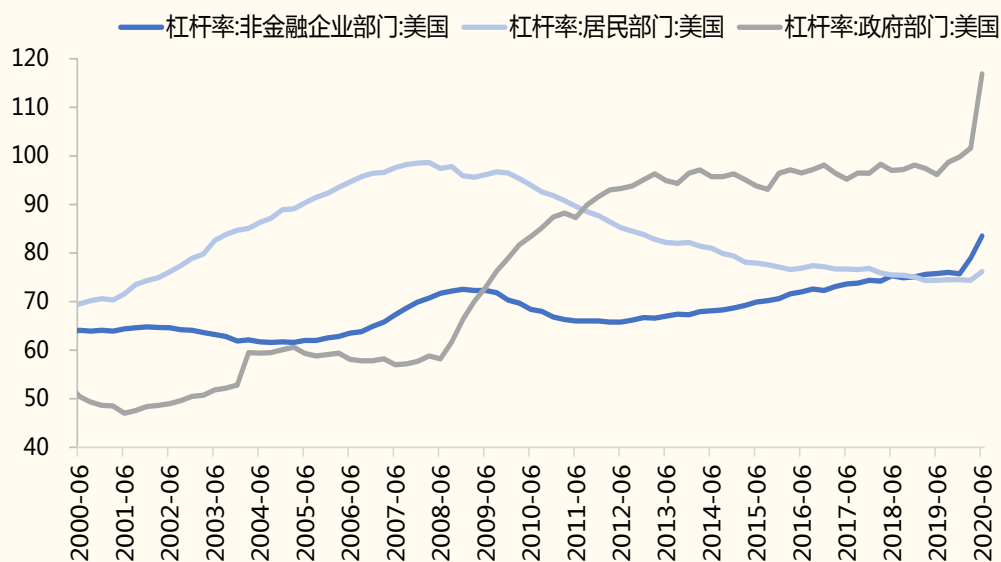
外部因素	金融危机
	地缘政治
	贸易保护
	民粹主义
内部因素：财政约束（表层）	社会保障—居民举债
	最后贷款人、保险等有限责任——金融机构和企业举债
	财政监管上限的约束——政府举债
内部因素：经济能力和举债的匹配度（中深层）	国际收支
	产业结构
	内生动力弹性
	在全球的综合实力
内部因素：汇率（深层次）	货币政策和汇率的协调性
	货币自身的刚性程度

来源：国金证券研究所

从美国各部门杠杆率来看，政府部门杠杆率处于较高的水平。08 年金融危机爆发之前，居民消费和金融机构杠杆率受到宽松的货币政策和金融衍生品创新的推动，双双创新高。但 08 年金融危机爆发之后，金融资产的缩水导致居民资产负债进行了被动去杠杆化，虽然居民的去杠杆成效显著，但其实也将部分杠杆转移到了政府，抬升了政府杠杆率。一方面，美联储采取了非常规的货币政策帮助私人部门和金融部门去杠杆。具体来看，在 2009 年到 2013 年之间，美联储先后推出了 4 轮资产购买计划，资产负债表一共扩大了 450% 左右，直到 2013 年年底，伯南克表示美国的潜在经济将有力支持实现就业最大化和通胀后，确认经济企稳回升，非金融企业杠杆率才重新出现上行趋势。另一方面，奥巴马在金融危机后推出的《经济复苏与在投资法》，主要通过对教育和其他公共服务的投入，通过财政政策维持一个积极的基调来刺激总就业和总需求。从 2020 年 2Q 的数据来看，美国政府部门杠杆率为 116.9%，出现大幅攀升迹象，且本轮疫情的财政刺激会进一步推升政府部门杠杆率。截至 9 月，CBO

公布的数据显示联邦预算赤字总计 3.1 万亿美元，是 2019 财年记录的赤字的三倍多，且 2020 年前六个月，赤字总额为 0.7 万亿美元。2020 年的赤字等于该国国内生产总值（GDP）的 14.9%，高于 2019 年的 4.6% 和 2018 年的 3.8%，赤字占 GDP 的百分比为 1945 年以来最大。

图表 4：美国政府部门杠杆率疫情后大幅上行



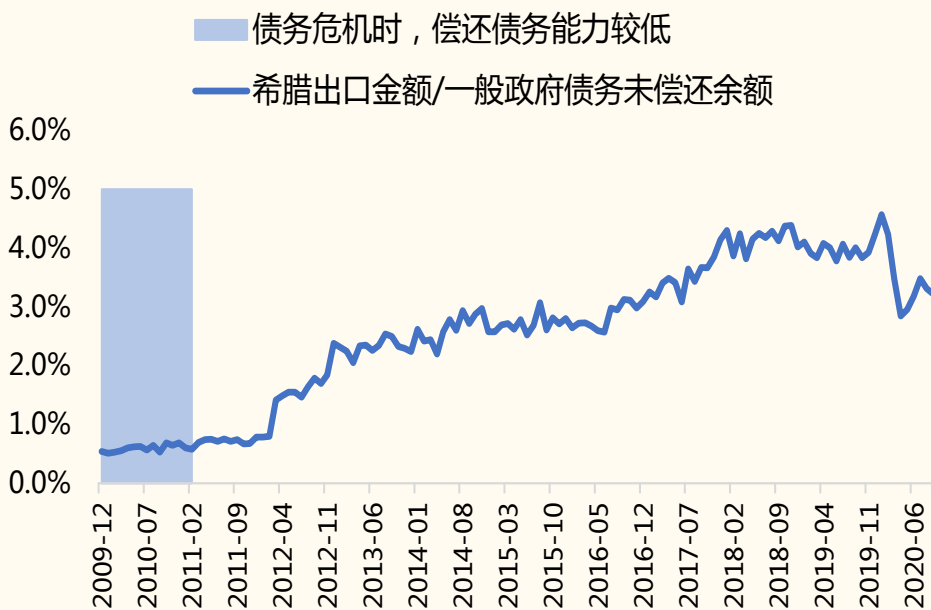
来源：Wind，国金证券研究所

二、 对标欧债危机，当前美国爆发债务危机的尾部风险上行

1、欧债危机的形成起因

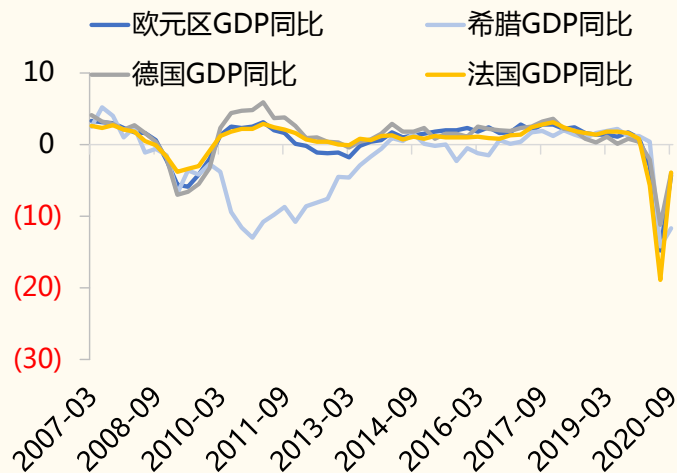
欧债危机爆发的外部因子：08 年次贷危机+国际评级机构降低评级。首先，次贷危机在 08 年先在美国爆发后，迅速蔓延到了全球，进一步演变成为了全球的金融危机。欧元区在 08 年 4Q 的实际 GDP 增速跌至-2.2%。为对冲金融危机带来的经济增速下滑，欧元区主要国家实施了扩张性的财政政策，叠加由于欧元区的福利支出较刚性，导致希腊为代表的国家财政赤字出现了大幅飙升。数据显示，2009 年希腊财政赤字和公共债务占 GDP 的比例分别达到 13% 和 113%，而在金融危机后，全球资金开始从金融市场撤离，使得希腊为首的政府债务无法通过借新还旧的方式来维持，最终银行危机变成了主权危机。**其次**，欧债危机彻底爆发后，全球三大评级机构惠誉、标准普尔和穆迪相继纷纷大幅度调低希腊主权信用评级，2009 年年底惠誉将希腊信贷评级下调至 BBB+，标准普尔将希腊信用评级下调至 BBB+，穆迪也将希腊主权评级下调至 A2，当时这三大评级机构同时表示，还有可能进一步调低希腊的主权信用评级，评级机构与投机活动推波助澜使得市场对希腊等 PIIGS 五国的信心回落，而与此同时大量投机机构做空欧元，并利用信用违约掉期做空套利，PIIGS 五国 CDS 价格大幅攀升后导致这些国家的融资成本也大幅飙升。为增加财政盈余，这些国家采取了削减公共开支、提高税率、减少社会福利等紧缩的财政政策。最终结果则是在融资成本上的同时，经济复苏艰难，债务偿还能力下降，使得欧债危机越演越烈。

图表 5：欧债危机爆发时，希腊的出口金额/政府未偿还余额处于低位



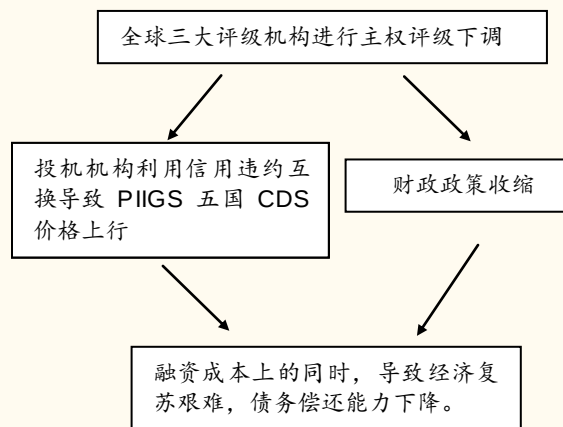
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：希腊经济的弹性不如欧元区主要国家，导致债务危机爆发



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：三大评级机构对主权评级下调，导致 PIIGS 五国雪上加霜

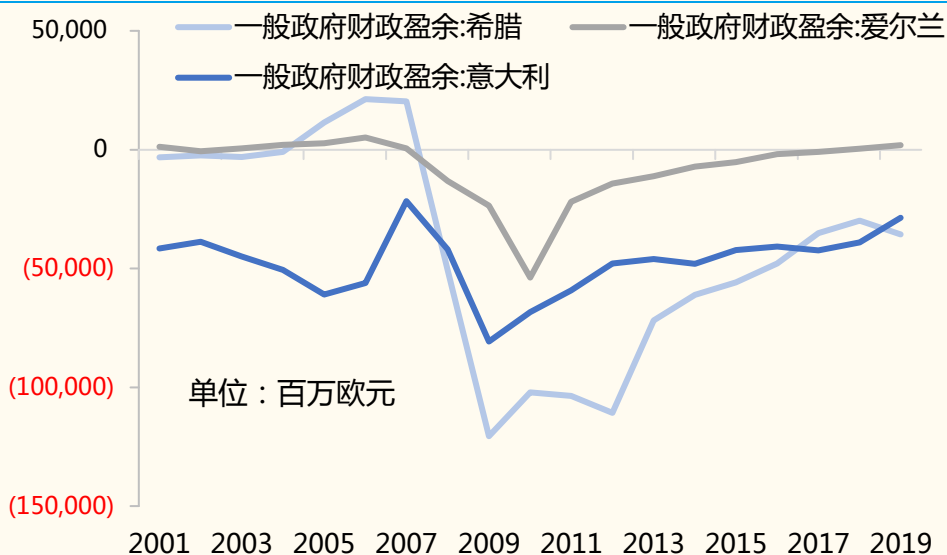


来源：国金证券研究所

欧债爆发的内部因子：财政货币政策的二元结构+欧元区内部产业结构不同导致的发展不平衡+金融监管较松。首先，欧元区各国的货币政策是由欧央行统一决定的，但是财政政策的执行权力确是掌握在每个国家的政府手中的，这也意味着货币政策和财政政策之间存在着不可调和的矛盾，对于财政政策的约束较少。通常来说，货币政策和财政政策互相配合才能到最优的政策效果，若两者配合的不匹配话，不仅会抑制政策决定者的能力，也容易偏离宏观调控目标。所以在欧央行没有及时作为最后借贷人的背景下，流动性陷入不足的困境，仅仅依靠财政政策对于希腊等财政收入较少的国家来说，当债务超过自身经济体量的时候，无疑缺乏应对债务负担的能力。**第二**，在全球化的过程中，随着更多国家的参与，抢占了传统工业国家的市场份额，欧盟统一的目的也是为了能够在该背景下，众国抱团取暖一起提升竞争力，但这种制度其实加剧强国更强、

弱国更弱的格局。具体来看，南欧包括意大利、希腊、西班牙和葡萄牙国家产业结构较单一，主要以服务、旅游和劳动密集型等顺周期行业为主，而西欧以德国和法国均处于全球制造业的高端位置，以附加值的技术密集型产品为主，这意味着在一体化的过程中，弱国很大一部分的出口容易被强国所垄断；另外在面对外部风险时，以顺周期行业为主的南欧暴露风险程度远高于德法，复苏拉长时间也将高于德法。在货币一体化的背景下，各个国家内部均衡才可以协调发展，等级差距分化较大使得国家与国家之间的矛盾更加突出，叠加二战之后欧元区建立了高福利的社会保障制度，经济实力和社会保障之间的错位使得希腊等主权债务较高的国家雪上加霜。**第三**，虽然《马斯特里赫特条约》将欧元区的货币政策行使权收归欧洲中央银行，但关于金融监管欧元区并没有进行统一监管，且在低利率和追求金融创新下，弱国存在一种侥幸的心里——即使扩张债务带来的风险加剧，欧盟的其他国家不会对他们不管不顾。但由于经济发展的差异和政府合作的不紧密，在欧债爆发危之初，许多国家拒绝共同还款债务，与此同时欧央行的犹豫导致在缺失及时救助的机制下，加剧了危机的蔓延。

图表 8：希腊、意大利和爱尔兰在 09 年的政府盈余大幅回落



来源：Wind，国金证券研究所

2、美国主权债务危机的诱发因素增加

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_608

