



孙彬彬：议息会议之后，关注国会谈判进展





摘要：

昨夜美国国会传来突破性消息，民主党党内已就任何形式预算调整方案的达成了框架协议，受此驱动，美债日内上行 10BP 至 1.40% 左右。如何理解该消息对美债的影响？债务违约的 X DAY 日益临近，联邦政府是否会重陷债务危机？又将如何影响中美债市？

当前拜登基建与债务上限谈判，本质上是两党为明年中期选举争夺资本所做的“政治博弈”。

对共和党而言，策略是做出一定让步，给予民主党再一次预算和解程

序的底牌，换取共同推出《两党基建计划》的成果。但底牌也是伏笔，目的是为了逼迫民主党在使用底牌的过程中，牺牲部分党内人士利益，加深民主党内部分歧，为中期选举争取先机。

对民主党而言，手握底牌的好处是能够保证基建计划的推出，坏处则是需要对债务违约负责。为了调和党内分歧，同时限制共和党，民主党的策略是，将两党共同支持且党内异见人士支持的《两党基建计划》、与《预算和解法案》和债务上限问题谈判进行捆绑，恩威并施协调党内矛盾，逼迫共和党进行合作，或至少试图营造共和党可能阻碍债务问题解决的形象。

8 月国会休会前，两党已经就《两党基建计划》与《预算和解框架决议》达成了初步协议。囿于党内分歧，9 月国会重启后，民主党还未正式提交《预算和解法案》文本。昨夜美国国会传来突破性消息，民主党党内已就任何形式预算调整方案的达成了框架协议，标志着民主党党内矛盾已经实质性得到协调，底牌已经具备了打出的条件。

根据财政部的最新测算，X DAY 可能在 10 月末到来。在此之前，民主党有足够的时间推动支出法案并解决债务上限问题。虽然债务上限问题还未有实质性进展，但一个团结且手握底牌的民主党已经足够给予市场信心。

后续民主党在解决债务上限问题方面还有多种选择，其中可能性较高的情形是在 X DAY（10 月末）前对提高债务上限单独走预算和解程序、或是将提高债务上限重新整合进当前预算和解协议，中等可能性情形是 X

DAY 前两党合作暂停债务上限，较小可能性的情形是两党在 10 月初合作暂停债务上限。无论何种选择，市场都无需过度担忧美国政府会陷入债务违约，进而引发如 2011 年般经济衰退的风险。

如果谈判如期结束，结果会是基建法案兑现与新债恢复发行，可能继续温和推动后续美债上行，年内区间维持 1.3-1.5%，对国内债市的影响有限。对提高债务上限使用预算和解程序可能需要数周时间，意味着民主党最迟需要在 10 月中下旬推进，建议市场持续跟进。

从风险提示角度，仍要考虑债务问题解决不善可能导致的次生风险。参考 2011、2013 年美国两次债务危机、2015-2019 年间两党四次合作暂停债务上限的前后，只要债务问题谈判不使得拜登基建计划流产，进而引发经济衰退风险，导致美债急坠的可能性不大，对国内债市的影响也有限。但万一债务问题走向技术性违约，美债短期内也存在下行风险。

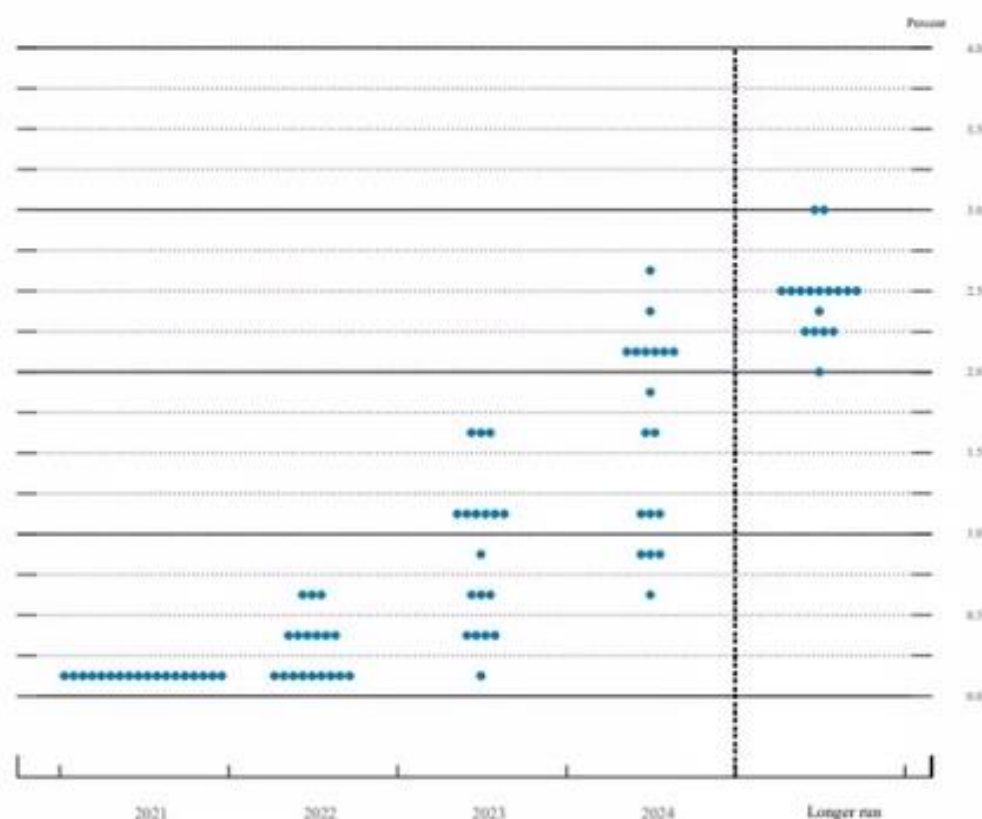
本报告还在附录部分介绍了预算和解程序、债务上限与债务违约、临时预算法案、以及《两党基建协议》与《预算和解法案》的主要内容。

风险提示：美国国会谈判进程超预期、美国经济增长超预期、美国宏观政策调整超预期、美国民意转变超预期。

9月23日美联储议息会议决议公布，我们做一个简单点评。

相较于7月会议与8月的杰克逊霍尔全球央行会议，本次会议的增量信息主要与TAPER有关。鲍威尔明确，通胀目标已经实现了进一步实质性进展，就业目标也已经接近进一步实质性进展，可能在下次会议达到实质性进展的条件，暗示将在年末开始减码QE，同时提出渐进式的减码QE可能在2022年年中前后结束。其他增量信息，主要来自于加息点阵图的变化，更多委员支持更早更快加息，或反映联储内部有所分歧。

图 1：2021 年 9 月 FOMC 加息点阵图



资料来源：FED、天风证券研究所

此外，与8月杰克逊霍尔全球央行会议上的表态类似，鲍威尔仍强调

疫情对经济复苏有所拖累，极力将减码 QE 与加息分割，仍将维持宽松立场，支持美国经济。

9 月联储议息会议的决议基本符合预期，市场的反映也偏积极。会议前后，2 年期美债收益率受加息预期影响上行 3BP 至 0.24% 左右，10 年美债收益率则降低 2BP 至 1.30 左右。

美联储货币政策维持宽松，后续美债走势还是要关注国会围绕债务问题的谈判结果。

9 月 24 日美国国会传来突破性消息，民主党党内已就任何形式的预算调整方案达成了框架协议[1]，美债日内上行 10BP 至 1.40% 左右。如何理解该消息对美债的影响？债务违约的 X DAY 日益临近，联邦政府是否会重陷债务危机？又将如何影响中美债市？

1 如何理解拜登基建与债务上限谈判？

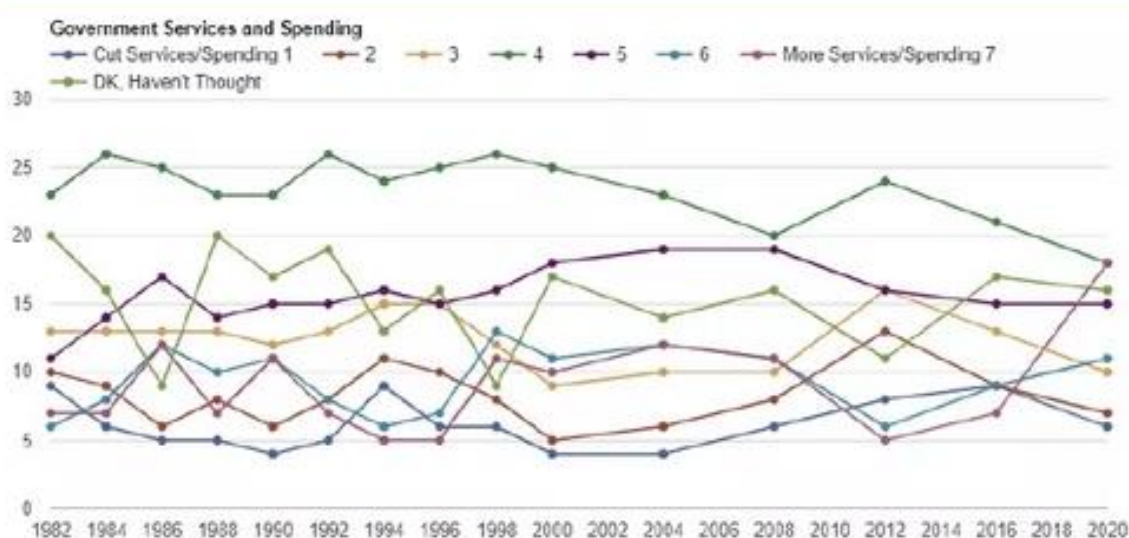
拜登总统上台后，提出了 Build Back Better (简称“BBB”) 的口号，准备推出一系列的经济刺激法案，包括 1.9 万亿美元的《新冠纾困法案》，2.3 万亿美元的《美国就业计划》，以及 1.8 万亿美元的《美国家庭计划》，总共约 6 万亿美元。但进展并非一帆风顺，目前只有《新冠纾困法案》于 3 月依靠预算和解程序通过，《美国就业计划》最终谈判破裂。

在民意的推动下，两党都有推进经济刺激法案的动机，分歧在于法案的项目和金额。共和党人认为基建计划应专注于传统交运项目，而《美国

就业计划》中只有一小部分用于实际基础设施。而且共和党十分看重此前通过减税获得的经济成绩，对于加税十分抗拒。还要部分温和民主党人希望削减支出金额。妥协以后，两党在今年 4 月达成一致，根据《国会预算法》第 304 条，裁决本财年可以再使用一次预算和解程序，为后续谈判保留余地。

作为回应，民主党调整了基建计划的谈判策略，将《美国就业计划》重新拆分重组为两大法案，分别是 1 万亿美元（新增支出 5500 亿美元）的《两党基建协议》和 3.5 万亿美元的《预算和解法案》。《美国家庭计划》整个包含在 3.5 万亿美元的《预算和解法案》中。

图 2：1982-2020 年选民对是否应该增加政府服务和支出的民调结果



资料来源：ANES、天风证券研究所

再一次的预算和解程序明显充分政治博弈的意味。

从制度程序看，再一次的预算和解程序看似共和党的妥协，但也是伏

笔。一方面，作为回报，共和党得到了想要的《两党基建协议》，回应了选民关切，表达了同意刺激法案，但不希望加税进一步扩大政府支出的观点。

另一方面，将后续难题抛向了民主党一边。因为要再一次使用预算和解程序，需要民主党直面可能更大的党内分歧。考虑到 2022 年的中期选举，温和民主党人需要考虑所在选区的中间选民，对支持加税来提高支出有所忌惮。而如果民主党在手握底牌的同时，仍导致了债务违约，也势必要对此负责。

当前两党在参议院的席位相同（50：50），民主党依靠副总统哈里斯的投票权勉强保持了多数党地位。在众议院民主党对共和党的优势也不明显（220：211）。根据预算和解程序的简单多数原则，也需要参议院全部民主党人和众议院多数民主党人的支持才能通过。民主党如果强硬通过《预算和解法案》，可能会牺牲部分党内人士的利益，甚至可能在明年的中期选举中同时失去国会两院的多数党地位。

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_26888

