



# 诸建芳：美国债务上限即将到期，影响几何？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 诸建芳

## 核心观点

美国政府债务上限将于 7 月底到期。我们预计美国国会短期通过“暂停/提高债务上限”的概率较低，后续可能在 9 月底-10 月初达成协议。预计美元流动性环境在 9-10 月之前仍将维持宽松。后续伴随协议达成、Taper 预期，美债利率可能出现反弹。悲观情形下若政府技术性违约，则需警惕全球避险、波动加大。



## 摘要

■ 美国政府债务上限即将到期，对市场的干扰不可忽视。2019 年 8

月 2 日美国国会同意暂停美国政府债务上限约束，持续两年，即将于 2021 年 7 月 31 日到期。此次债务上限到期的特殊性在于：短期国会通过“暂停/提高债务上限”的概率较低，两党关于财政支出和债务上限的博弈可能持续至 10 月，从而引发市场对于美国政府违约风险的担忧。本篇报告我们分析了美国债务上限的最新状况及未来展望，并结合历史情况推演其可能触发的潜在影响。

■ 现状：短期“暂停/提高债务上限”的概率较低。美国政府债务上限暂停期将于 7 月 31 日结束，新的债务上限规模将于 8 月 1 日确定。节奏上，众议院计划在 8 月 1 日开始休会，如果在 7 月末仍未缓解债务上限问题且 8 月休会期末中断，则立法程序需等到 9 月才能继续。如果债务上限没有被延期/提高，美国财政部将面临无法发债的困境。不过，此轮次债务上限到期的特殊性在于美国财政部依然有一部分现金可用于过渡期使用，可以缓冲发债受限造成的财政支出违约风险。根据美国 CBO 的估计，美国财政部在 10 月之前可以通过“特别措施”和 TGA 账户余额获取资金约 8290 亿美元。因此短期政府面临违约的风险不大，但这也意味着短期美国国会要达成暂停/提高债务上限的协议可能性较低，未来两个月两党博弈加剧也增加了市场的不确定性。

■ 展望：预计 10 月左右达成债务上限协议。从历史上来看，两党博弈最终都会尽可能避免政府违约情形的出现。按照美国两党政策中心的预测，“X date”（政府违约日）最早可能出现在 10 月初，中性预测也在

11 月之前，因此美国两党在此之前达成协议的概率最高。理论上达成协议的方式有两种：一是两党达成一致，在参议院获得 60 票通过。由于民主党很难获得共和党额外的 10 票，这一情形的概率相对偏低；二是民主党通过“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 9 月底-10 月初通过。

■ 影响：警惕美国技术性违约带来的全球避险。美国历史上由于债务上限到期引发的危机基本属于尾部风险，发生的概率极小。一旦爆发债务危机，对市场的冲击也十分显著。1979 年和 2011 年出现过 2 次由于债务上限到期引发的债务危机，全球金融市场均出现了剧烈波动。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、黄金等上涨明显。基准情形下，美国短期通过“暂停/提高债务上限”的概率较低，因此美国财政 TGA 账户余额还会继续下降，预计流动性环境在 9-10 月之前仍将维持宽松。短端资金利率与美债利率可能在此期间仍会维持低位。9 月-10 月之后，随着达成协议预期的进一步明朗，TGA 账户将会重新回升，美债利率下行压力将会明显缓解，同时伴随 Taper 预期落地，美债利率可能出现反弹，流动性敏感类资产将会面临调整。悲观情形下，美国两党的相互博弈持续，可能会导致债务上限调整的延迟，引发政府技术性违约，对市场形成显著冲击。

■ 风险因素：美国疫情反复导致财政支出增加，两党在财政刺激上重新形成共识。

## 正文

美国政府债务上限即将到期，对市场的干扰不可忽视。2019 年 8 月 2 日美国国会同意暂停美国政府债务上限约束，持续两年，即将于 2021 年 7 月 31 日到期。此次债务上限到期的特殊性在于：预计短期国会通过“暂停/提高债务上限”的概率较低，两党关于财政支出和债务上限的博弈可能持续至 10 月，从而引发市场对于美国政府违约风险的担忧。本篇报告我们分析了美国债务上限的最新状况及未来展望，并结合历史情况推演其可能触发的潜在影响。

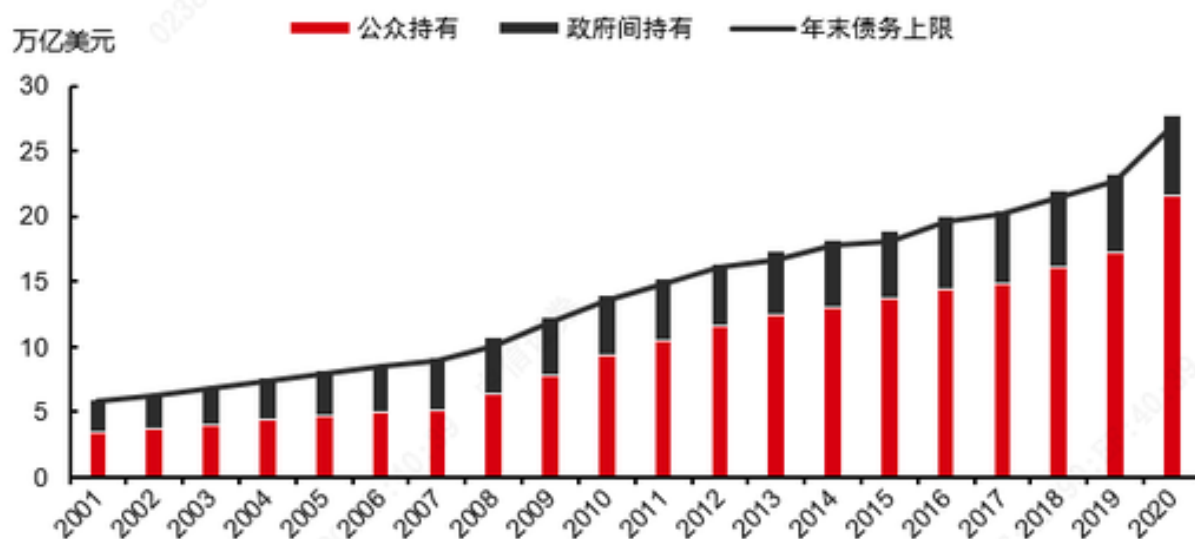
### ■ 什么是美国政府债务上限？

美国政府债务上限在 1917 年设立，是美国财政部可公开发行的最大债务总额，对美国联邦政府债务形成硬约束。一旦美国政府债务触及债务上限，而国会不通过暂停/提高债务上限的法案，那么政府的支出将受到直接影响。政府将不可避免地延期/暂停支付部分或全部账单，甚至触发主权债券的本金与利息的违约。

美国债务上限是指美国国会授权美国政府可向公众或其它联邦机构发行公债的最高总额，最初是在 1917 年为提高美国政府筹资程序的灵活性而设，在 1939 年国会将不同种类债务的上限整合为一个整体债务上限。现今几乎所有联邦债务都受债务上限控制，债务上限发挥着控制政府负债规模的硬性约束作用，也是两党博弈的常用工具。美国政府可据此发债以获得支付社保和医保福利、军人工资、国债利息、退税和其他法定款项的

资金。

图 1：美国政府债务上限与债务发行规模



资料来源：Bloomberg；中信证券研究部

历史上，美国政府实质性违约的概率极低，但因为两党政治博弈而导致政府停摆、债务技术性违约的事件并不鲜见。

### 1) 美国政府债务实质违约：

美国政府历史上出现过一次小范围的债券违约事件。1979 年 5 月 3 日和 10 日到期的短期国债未能及时偿付利息，构成实质性违约。由于国会几乎是在最后一分钟达成协议，短时间内出现大量美国国债的需求，以及处理文书问题时发生的技术问题，导致国会未能如期提高债务上限。期间美国短期国债收益率上行了约 30bp，信用利差也相应扩大。

### 2) 美国债务上限危机（技术性违约）：

其他年份虽然没有出现过实质性违约事件，但是由于针对提高债务上限的谈判掺杂了党派各方的执政利益而变得曲折和不确定，给市场带来了较大的波动。其中比较典型的案例包括 1995 年、2011 年、2013 年发生的三次比较严重的债务上限危机（政府技术性违约）。债务上限危机的发生往往伴随着党派之间政治利益的角逐，最终结果一般是互相妥协——提高债务上限或者暂时取消上限，其影响包括政府关门、评级下调、债务违约等。

表 1：美国历史上 3 次典型债务上限危机案例

| 时间       | 1995 年                                                                   | 2011 年                                                                      | 2013 年                                                         |
|----------|--------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| 政府/党派    | 克林顿（民主党）                                                                 | 奥巴马（民主党）                                                                    | 奥巴马（民主党）                                                       |
| 债务上限调整内容 | 上调债务上限                                                                   | 上调债务上限                                                                      | 调限延期                                                           |
| 事件起因     | 预算问题，两党因政府开支问题无法就新财年预算达成一致                                               | 债务已达上限，5 月 16 日美国债务 14.3 万亿美元达到法定上限，如果 8 月 2 日之前未能提限将违约                     | 债务已达上限，10 月 17 日将触及 16.7 万亿美元债务上限，如果不能提限将造成政府债券违约              |
| 参议院多数党   | 共和党                                                                      | 民主党                                                                         | 民主党                                                            |
| 众议院多数党   | 共和党                                                                      | 共和党                                                                         | 共和党                                                            |
| 最终结果     | 1 月 6 日克林顿最终向国会妥协，认可了 7 年预算平衡方案，3 月 29 日签署法案，将债务上限从 4.9 万亿美元提高到 5.5 万亿美元 | 8 月 2 日距离债务违约前几个小时国会才通过提高债务上限和削减赤字法案，将 14.3 万亿美元的债务上限分两个阶段提高 2.4 万亿美元       | 10 月 17 日在面临债务违约的最后关头就推迟债务上限达成协议，把财政部发行国债的权限延长至 2014 年 2 月 7 日 |
| 政府关门天数   | 21                                                                       | 0                                                                           | 16                                                             |
| 评级影响     | 无                                                                        | 7 月中旬，标准普尔和穆迪两家评级机构把美国主权国债放入负面评级观察名单；随后 8 月初，标普 70 年来首次将美国政府的评级从 AAA 降至 AA+ | 惠誉评级将美国的 AAA 主权评级放入负面观察名单                                      |

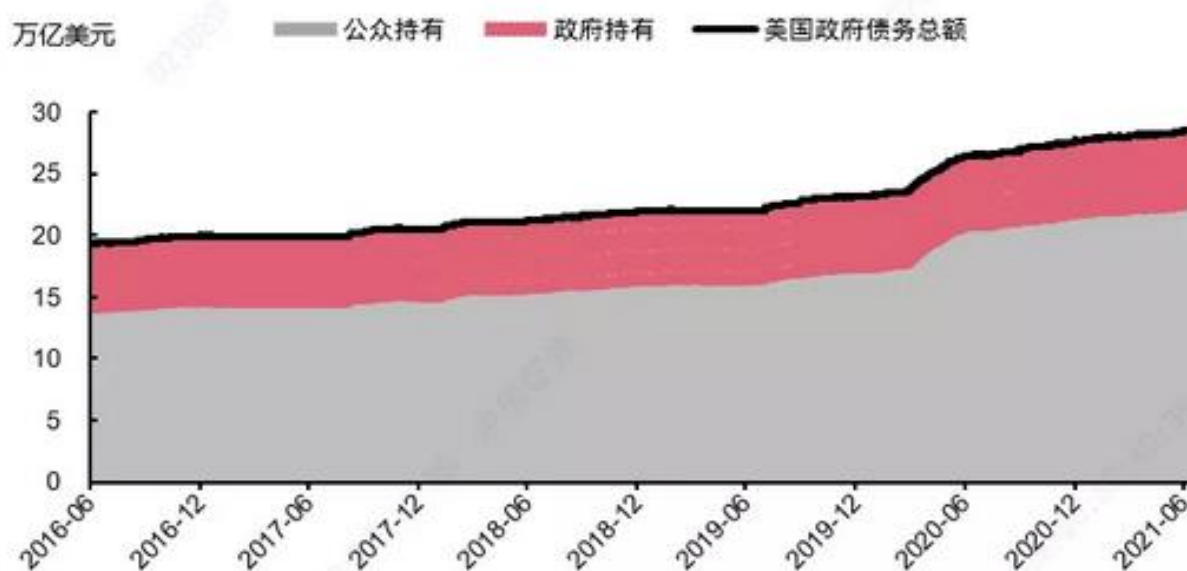
资料来源：美国国会，中信证券研究部

## ■ 现状：短期“暂停/提高债务上限”的概率较低

2019 年 8 月 2 日美国国会同意暂停美国政府债务上限约束，持续两年，即将于 2021 年 7 月 31 日到期。美国国会在 2019 年同意暂停美国政府债务上限约束，与之相关的 2019 年《两党预算法案》(Bipartisan Budget Act of 2019) 自 2019 年 8 月 2 日起正式生效，直至 2021 年 7 月 31 日

失效，此后债务上限将重新具备约束效力。新的债务上限规模将于 8 月 1 日确定，数额为暂停债务上限前已制定的 22.0 万亿美元与暂停债务上限期间的累计新增负债之和。美国财政部最新数据显示，美国截至 7 月 26 日政府发债总额为 28.5 万亿美元。

图 2：美国政府债务发行总额已经接近 28.5 万亿美元



资料来源：Bloomberg；中信证券研究部

节奏上，众议院计划在 8 月 1 日起休会，如果在 7 月末仍未缓解债务上限问题且 8 月休会期末中断，则立法程序需等到 9 月才能继续。如果债

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\\_32650](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32650)

