

宏观动态跟踪报告

美债上限博弈：这次有什么不一样

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **本轮美债上限博弈，市场在担忧什么？** 本轮美债规模触及上限始于 2023 年 1 月 6 日，已历时 4 个多月。考虑到每月 10-12 日为财政部 TGA 账户余额的最低点，以当前 TGA 消耗速度，我们认为“X 日”可能在 6 月 12 日之前。美债触及上限并不罕见，但这次市场恐慌情绪之浓较为罕见。美国 1 年期国债 CDS 价格远超 2011 年 7 月美债上限博弈，以及 2013 年 10 日美国联邦政府停摆时的高点价格。**市场恐慌原因有三：**一是，极其紧缩的货币政策；二是，耶伦频频警示；三是，地区银行危机和美债上限博弈产生共振。**未来美债上限博弈或有 4 类情形：**1) “技术性违约”（有可能），2) X 日前达成一致（有可能），3) 暂停债务上限约束（可能性较小），4) 美国债务实质性违约（可能性极小）。考虑到当前 X 日逼近，但两党谈判进展有限，我们认为“技术性违约”发生概率较大。
- **本轮美债上限博弈，对大类资产会造成什么冲击？** 2011 年和 2013 年的经验显示，围绕债务或预算谈判酿成的市场恐慌，会明显冲击美股和短端美债，美元和黄金则可能获得阶段性支撑。且 2011 年（债务上限谈判）的市场冲击大于 2013 年（预算谈判）。若本轮美债上限谈判迟迟未决、出现“技术性违约”，市场高波动的风险值得警惕：**美债方面**，恐慌情绪或进一步推升短端美债利率；但由于美联储加息周期接近尾声，短端美债利率向上空间有限，且有可能在脉冲式上升后回落。**美股方面**，近期美股表现积极，截至 5 月 22 日，标普 500 风险溢价水平，已经达到今年 3 月初的历史低位。考虑到美国经济放缓风险在增加，未来若美债上限博弈仍悬而未决，很可能成为触发美股阶段调整的“导火索”。**美元方面**，如历史经验显示，即便在恐慌情绪冲击下，美元仍可能维持较稳定的走势；若两党博弈酿成危机，美债抛售引发流动性紧张，甚至有可能暂时抬升美元指数。**黄金方面**，若两党博弈加深，黄金仍可获得一定支撑；但美债上限问题解决后，处于历史高点的金价可能面临阶段回调的风险。
- **中长期看，美国联邦政府债务可持续么？** 新冠疫情后，美国联邦政府的债务率显著提升，但利息支出占比较低。2022 年美国联邦政府支出 62715 亿美元，其中利息支出 4751 亿，仅占全部支出的 7.6%、仅占 GDP 的 1.9%。中长期来看，美国联邦政府的债务率和利息支出占比将大幅提高。据 CBO 最新预测，2026 年到 2033 年，美国公共持有债务占 GDP 比重将提升 15.2 个百分点至 118.9%，利息支出占 GDP 比重也将提升 0.9 个百分点至 3.7%。总之，美国联邦政府债务在未来三年的可持续性尚可，但再往后的还本付息压力或快速攀升，债务可持续性堪忧。
- **风险提示：**美国两党谈判进展超预期，美债“技术性违约”对市场的影响超预期，美国经济金融风险超预期等。

本轮美国联邦政府债务上限博弈迟迟未决，民主共和两党谈判的任何风吹草动，均引起市场高度关注。当前，市场恐慌程度已经超出了 2011 和 2013 年，共识预期是本次美债上限博弈谈判仍会十分艰难，两党可能拖至“X 日”的最后一刻才会达成协议，在此过程中美债“技术性违约”的可能性亦不能排除。

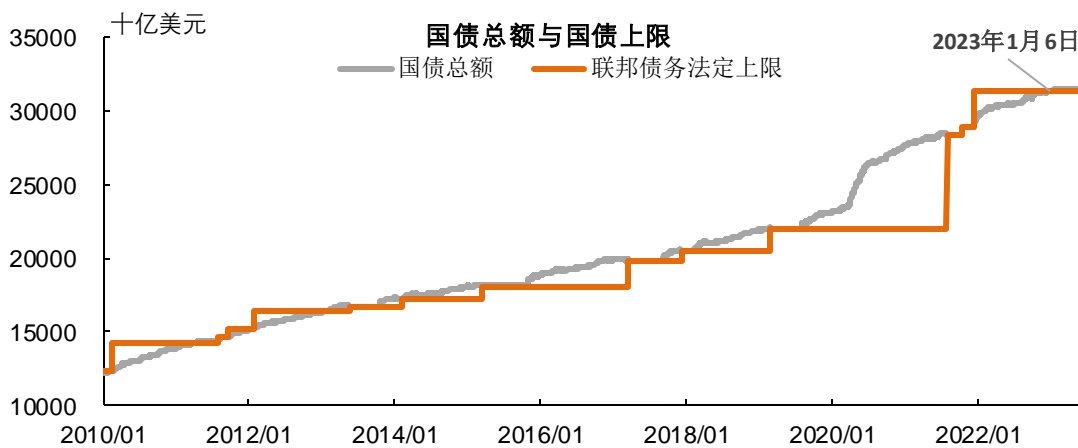
我们认为，本轮美债上限博弈最终仍会“有惊无险”地收场，但鉴于美国民主共和两党分歧之深远、立场之僵硬，阶段性的市场恐慌不可避免，风险资产调整风险值得警惕。此外，虽然短期来看利息支出在美国联邦政府支出中的占比不高，但中长期来看美国联邦政府的债务负担可能大幅攀升，利息支出占比亦将大幅提高。这将在很大程度上挤压和“扭曲”美国联邦政府的支出空间，并从根本上削弱美元所谓“嚣张的特权”。

一、本轮美债上限博弈，市场在担忧什么？

本轮美债上限博弈令市场恐慌程度大幅提升，市场担忧程度远超 2011 年和 2013 年，美国政府停摆甚至美债技术违约风险均被严密审视。

本轮美债规模触及上限已经历时 4 个多月。根据美国财政部的债务明细数据，美国联邦政府债务在 2023 年 1 月 6 日就已触顶。美财长耶伦在 1 月 13 日致信国会，说明将于 1 月 19 日开始实施“非常措施”。当日公众持有美国联邦政府债务 24.60 万亿美元，从社保和医保信托基金等政府机构持有债务 6.86 万亿美元，合计 31.46 万亿，超过债务上限 0.07 万亿。截至 5 月 12 日，该超额数字维持在 0.07 万亿。

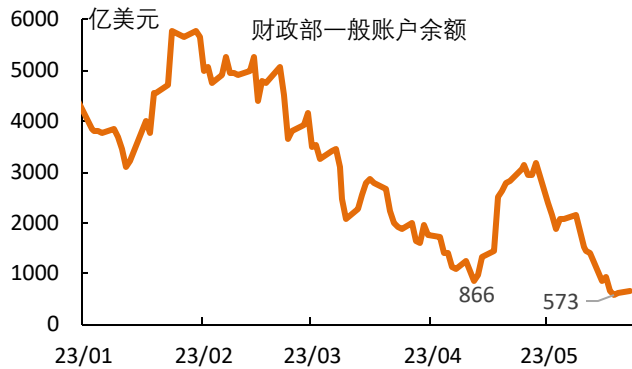
图表1 美国联邦政府债务 1 月 6 日触顶，已历时 4 个多月



资料来源：Wind, 平安证券研究所

“非常措施”能坚持到何时（也就是 X 日究竟哪天）？我们测算可能是 6 月 12 日之前。美国财政部的特别措施既要依靠现有现金，也要通过一些会计手段，例如提前赎回养老账户中持有的国债、暂停养老基金捐款、暂停地方政府发债和从外汇储备中借款等。若这些非常措施财力耗尽，则可能迎来美债违约，违约日也称为 X 日。美财长耶伦在 5 月 1 日致信国会，指出财政收入和支出不是固定可预测的，所以预期“非常措施”只能坚持到 6 月初，最快可能是 6 月 1 日。从美国财政部一般账户（Treasury General Account）余额来看，在 2023 年 1 月 19 日采取“非常措施”时，该账户余额有 3775 亿美元；截至 5 月 18 日账户仅剩余 573 亿美元，为近期最低水平；截至 5 月 22 日小幅回升至 683 亿美元。该账户 4 月最低点相比 3 月最低点下降 1215 亿美元，推测每月余额的消耗可能在 1000-1500 亿美元。美国财政部每月收支不是完全确定的，联邦政府 4 月财政收入 6385.2 亿美元，同比下降 26.07%，远逊预期。从该账户余额可以看到，每月 10-12 日为月度账户余额的最低点，如果两党迟迟未能就提高美债上限达成一致，我们预计可能 6 月 12 日（星期一）之前，该账户就会耗尽。

图表2 美国财政部一般账户余额持续走低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 关于本轮美债上限 X 日的若干预测

来源	表述
耶伦	6月初, 最早可能6月1日
两党政策中心	夏季或初秋
穆迪	8月18日
摩根大通	6月9日
莱特森	7月
巴克莱银行	7月下旬
本文	6月12日之前

资料来源: wind, 平安证券研究所

民主共和两党在博弈什么? 焦点在于《2023限制、储蓄、增长法案》。4月19日, 麦卡锡公布了已在众议院通过的《2023限制、储蓄、增长法案》。该法案提议, 暂停美国联邦政府债务上限至2024年3月31日, 或提高上限1.5万亿美元, 以先到者为准, 同时需采取七个方面的措施, 将2024年总支出削减至2022年规模, 并将每年财政支出增幅限制在1%, 预计未来十年内累计将削减4.8万亿美元财政支出。提出该法案的共和党, 对于民主党的能源计划、学生贷款减免等有较大意见, 认为需要大幅削减。民主党的能源计划准备向清洁能源提供大量补贴和税收减免, 学生贷款准备减免每位学生贷款1万美元、贫困学生2万美元, 并且降低还款比例和利息。而拜登政府一度表示, 美债上限的调整应该是“清洁”调整, 不应该有附加条件。在民主党左翼的裹挟下, 拜登政府很难做出太大让步。截至5月22日, 拜登与麦卡锡的第三次会谈据称有所成效, 但尚未达成协议。

图表4 美国共和党提议的《2023限制、储蓄、增长法案》内容

政策内容	十年节省 (亿美元)
将2024财年总支出恢复至2022年, 10年内每年增长1%	32000
废除能源税收抵免和支出	5400
废除学生贷款豁免	4600
提高领取食品医疗服务的工作时间	1200
撤销未使用的抗疫救助资金	300
制定能源法规	30
废除国税局的审查资金	-1200
总政策节省	4.2万
利息节省	5430
合计节省	4.8万

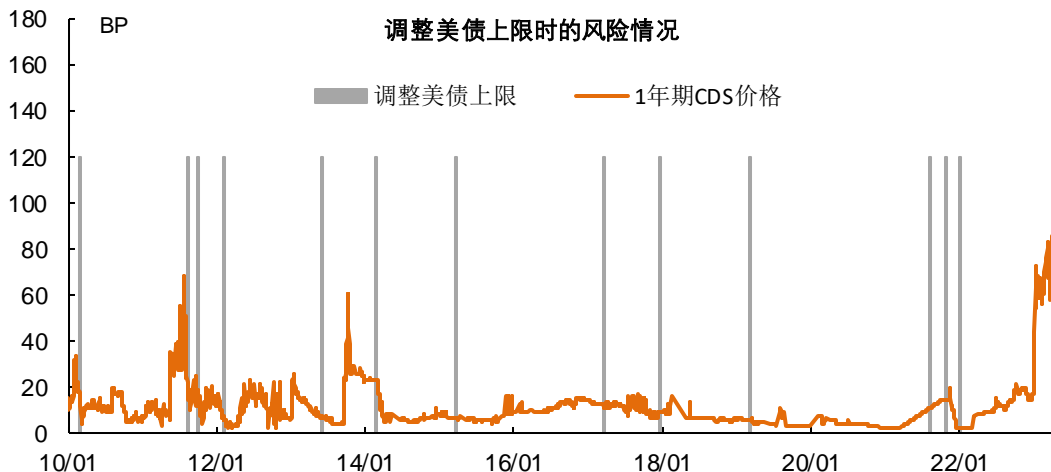
资料来源: CBO, 平安证券研究所

美债触及上限并不罕见, 但这次市场恐慌情绪之浓较为罕见。美国1年期国债CDS (以下简称CDS) 是衡量市场恐慌情绪较好的指标, 该指标可理解为, 确保1年期美国国债不违约所需支付的“保险”费用。2010年至今, 美债上限共计调整了13次, 除了2011年8月的调整产生较强恐慌情绪外, 其余时间均未产生恐慌, 而是悄无声息地完成了美债上限的调整。且2011年8月之后至今的9次美债上限调整, 大多数均提前较长时间达成了暂停债务上限数月的协议, 2021年12月16日更是直接上调上限, 可见美债上限调整呈现出“岁月静好”的状态。需要特别说明的是, 2013年10月美国联邦政府实质停摆了16天, 并一度造成了市场恐慌。但当时不是因为美债上限调整问题, 而是由于民主共和两党对医保方案有较大分歧,

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

无法通过联邦政府预算议案，导致出现美国联邦政府停摆。本轮 CDS 价格已经远超 2011 年 7 月美债上限博弈，以及 2013 年 10 日美国联邦政府停摆时的高点价格，2011 和 2013 年分别是在 7 月 27 日和 10 月 11 日市场恐慌情绪达到高点，分别为 68BP 和 61BP。截至今年 5 月 23 日，CDS 价格高达 131BP。

图表5 本轮市场恐慌情绪远超2011年和2013年



资料来源：美国财政部，英为财经，平安证券研究所

图表6 2010年以来，大多数美国政府债务上限博弈结果是暂停债务上限

时间	上限金额（万亿美元）	解决方式
2021.12.16	31.38	上调债务上限
2021.8.1	28.88	暂停债务上限
2019.3.1	21.99	暂停债务上限
2017.12.9	20.46	暂停债务上限
2017.3.16	19.81	暂停债务上限
2015.3.16	18.11	暂停债务上限
2014.2.8	17.21	暂停债务上限
2013.5.19	16.70	暂停债务上限
2012.1.27	16.40	暂停债务上限
2011.9.21	15.19	暂停债务上限
2011.8.2	14.70	上调债务上限
2010.2.12	14.29	上调债务上限

资料来源：Wind，平安证券研究所

之所以市场对本轮美债上限博弈恐慌情绪较浓，可能由于以下三个因素：

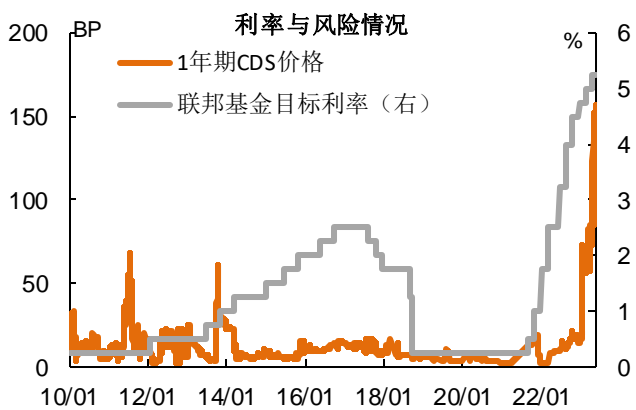
一是，极其紧缩的货币政策是恐慌情绪酝酿的背景。2011 年 7 月和 2013 年 10 月，均是美国货币政策较宽松的时期，美联储自 2008 年 12 月 16 日将联邦基金利率降至 0-0.25% 后，持续维持到 2015 年 12 月 17 日才进行加息，期间货币政策始终保持宽松状态，这对于美债上限博弈是一个较为友好的环境。而本轮美债上限博弈，处在一个极其紧缩的货币政策下。自 2022 年 3 月 17 日美联储首席加息开始，至 2022 年 12 月 15 日，美联储已经加息 7 次，加至 4.25-4.50%。在此过程中美债 CDS 价格从 2022 年 3 月初的 3BP，逐步缓慢提高到 2023 年 1 月 5 日的 17BP。可见市场对美联储加息一直是有担忧的，

虽然 CDS 价格涨幅不高，但为后续提升打下基础。

二是，耶伦频频警示是恐慌情绪产生的导火索。2023 年 1 月 6 日，美债触及上限成为第一波恐慌起点，1 月 13 日耶伦致信国会将会在 1 月 19 日采取“非常措施”，导火索一点即燃，此时 CDS 价格迅速提升至 60-70BP 左右，已经触及 2011 年 7 月和 2013 年 10 月的水平，市场在此后一直对美债上限博弈保持担忧。4 月 25 日，美财长耶伦发表演讲，警告美债上限不解决会产生严重后果。5 月 1 日和 5 月 15 日耶伦致信国会，正式警告违约日期比预期更早，CDS 价格应声从 86BP 蹿至 149BP。

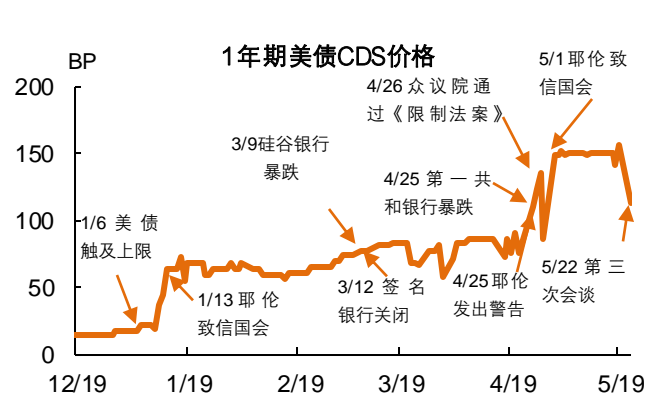
三是，地区银行危机和美债上限博弈产生共振。硅谷银行和签名银行在 3 月 9 日开始出现危机，后危机迅速解决，并且财政部、美联储和 FDIC 的联合声明特别指出救助银行财政部未出资，市场上对美国金融稳定仍持较为乐观的态度，认为这可能是两家银行的独立事件，不会造成系统性金融风险，因此市场恐慌指数几乎没有变化。然而，4 月 25 日第一共和银行股价再次大幅下跌，引发市场对地区银行的新一轮检视；并且同一天耶伦演讲发出警告，银行爆雷事件叠加美债上限博弈，令 CDS 价格快速飙涨至 150BP 左右，大幅高于了 2011 年 7 月和 2013 年 10 月。

图表7 本轮市场恐慌的背景是美联储大幅加息



资料来源: Wind, 英为财经, 平安证券研究所

图表8 本轮市场恐慌情绪也受事件驱动



资料来源: 英为财经, 平安证券研究所

未来美债上限博弈或有 4 类情形，美债“技术性违约”的可能性上升。目前看，美债上限博弈或有 4 种可能情形，按照我们认为的可能性进行排列：**1) “技术性违约”**：比 2011 年情况更糟糕，两党在 X 日来临后，仍未达成一致，美国联邦政府短暂停摆，出现美债“技术性违约”（指美国延缓支付到期债务利息），然后两党快速各退一步达成协议，避免出现债务展期或拒绝兑付情况。考虑到当前 X 日逼近，但两党谈判进展有限，我们认为这一情形发生概率较大。**2) X 日前达成一致**：和 2011 年类似，在 X 日来临前的最后时刻，可能是几天或者最后一天，两党各退一步达成一致；其中，还有一种可能是 X 日不在 6 月、推迟至 7 月甚至以后，继而两党谈判将争取到更多时间、更有可能达成一致。**3) 暂停债务上限约束**：与 2012 年 12 月-2021 年 8 月期间一样，两党同意暂停债务上限，然后再慢慢博弈。但这次两党并未明确提出暂停债务上限的选项。**4) 美国债务违约**：美债无法按期兑付，进行部分债务展期或拒绝兑付，至今还没有发生过。

图表9 本次美国政府债务上限博弈的可能情形

情形	博弈结果	概率
情形 1	“技术性违约” ：X 日到达后，两党依然未能达成一致，联邦政府短暂停摆，债务“技术性违约”，然后两党快速各退一步达成协议，未出现国债违约。	有可能
情形 2	X 日前达成一致 ：在临近 X 日的最后时刻，两党各退一步达成一致。	有可能
情形 3	暂停债务上限约束 ：暂停数月债务上限，两党继续博弈。	较小
情形 4	美国债务违约 ：美国债务无法按期兑付，进行部分债务展期或拒绝兑付。	极小

资料来源: 平安证券研究所

从美国近 50 年的 9 位总统来看，在拜登政府之前的 8 位总统，有 7 位在位期间发生了政府停摆事件，而且大多数发生在任期的第二、三年。若两党对年度预算无法达成一致，则美国联邦政府就会停摆，时间一般在每年的 9 月底。历次停摆事件主要是在总统任期的第二、三年发生，第一年总统刚上任政治基本盘优势犹在，而第四年则面临总统大选的压力，第二和三年往往成为民主共和两党肆无忌惮地激烈角逐的“时间窗口”。

图表 10 近 50 年九届美国总统在任期间的联邦政府关门事件

任期	姓名	所属党派	是否发生	发生次数	时间
2021.1-至今	拜登	民主党	否	0	-
2017.1-2021.1	特朗普	共和党	是	1	2018.12.22-2019.1.25
2009.1-2017.1	奥巴马	民主党	是	1	2013.10.1-2013.10.16
2001.1-2009.1	小布什	共和党	否	0	-
1993.1-2001.1	克林顿	民主党	是	2	1995.11.13-1995.11.19; 1995.12.16-1996.1.6
1989.1-1993.1	老布什	共和党	是	1	1990.10.5-1990.10.9
1981.1-1989.1	里根	共和党	是	8	1981-1984,1986-1987, 均发生, 1982 和 1984 发生两次
1977.1-1981.1	卡特	民主党	是	5	1977 年发生 3 次,1978 和 1979 各 1 次
1974.8-1977.1	福特	共和党	是	1	1976.9.30-1976.10.11

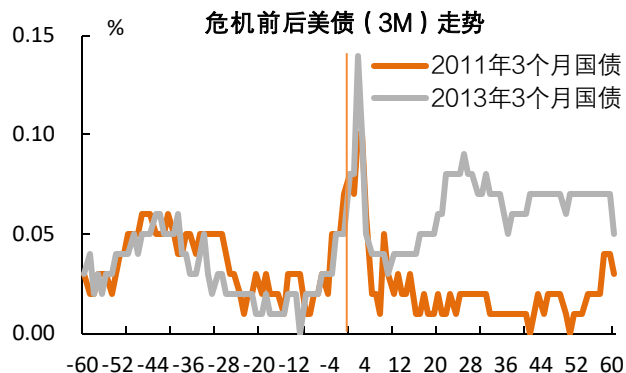
资料来源: wind, 平安证券研究所

我们认为，美债上限问题是“胆小鬼博弈”，美债违约仍是小概率事件。“胆小鬼博弈” (Chicken Game)，也称为斗鸡博弈，是博弈论中的经典模型，即两个开着汽车狂奔的车手，在一条车道上对立前进，都希望对方变道，若一方不敢正面对抗而率先变道，就是“胆小鬼”，若双方都不变道，则会两车相撞同归于尽。美苏争霸时的“古巴导弹危机”就是一个经典案例，双方在斗争过程中一步步升级，但最后一刻各退一步，避免酿成“世界末日”。美国债务上限博弈也类似于此：美债“技术性违约”或联邦政府停摆对美国经济的损害较小，但美债实质性违约将会产生巨大的负面后果。据穆迪预测，若美国国债违约，可能会使美国 GDP 下降 4%，近 600 万人失业，居民损失 12 万亿美元，股市可能会下跌三分之一。据此判断，即使民主共和两党还会经历激烈的政治博弈，但最后两党终会达成折中、避免美债实质性违约。

二、本轮美债上限博弈，对大类资产会造成什么冲击？

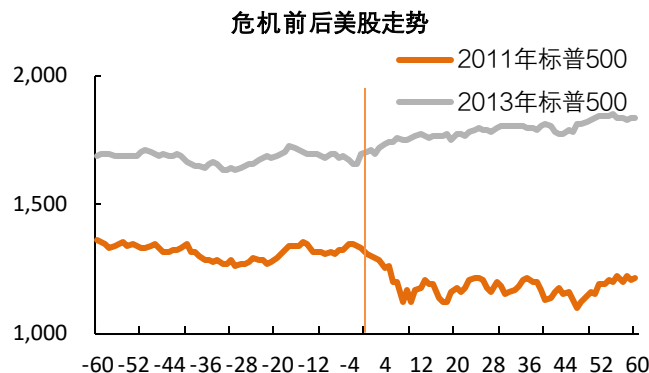
2011 年和 2013 年的经验显示，围绕美国政府债务或预算谈判酿成的市场恐慌，会明显冲击美股和短端美债，美元和黄金则可能获得阶段性支撑。我们将 2011 年 7 月 27 日和 2013 年 10 月 11 日两个阶段性市场恐慌情绪高点作为中点，定义中点所在的日期为 T=0 期，看前后 60 个交易日各类资产的走势。**债券方面**，从两轮危机中可以看到，恐慌时期短端美债利率急速上行，恐慌过去明显回落，中长期债券收益率的波动并不明显。**权益方面**，2011 年美股出现显著下跌，恐慌情绪消退后较长时间内仍然未能恢复；2013 年美股虽在最恐慌时刻出现小幅下跌，但事后呈现出回补上扬走势。**美元方面**，2011 年在最恐慌时刻前美元指数有所下跌，在恐慌情绪退去后美元在震荡一段时间后明显走强，2013 年市场恐慌对美元指数的影响不甚明显。**黄金方面**，2011 年市场恐慌期间，金价出现了一波走高行情，而 2013 年金价对此反应并不显著。综上，2011 和 2013 均出现了市场恐慌，但 2011 年的冲击是要大于 2013 年（2011 年的博弈是关于美债上限，2013 的博弈是关于政府预算法案，前者的紧迫性更强）：在更恐慌情绪的驱使下，美股和短期美债明显受挫，而美元和黄金则受到极力追捧。

图表11 2011年美债上限博弈期间，短期美债利率蹿升



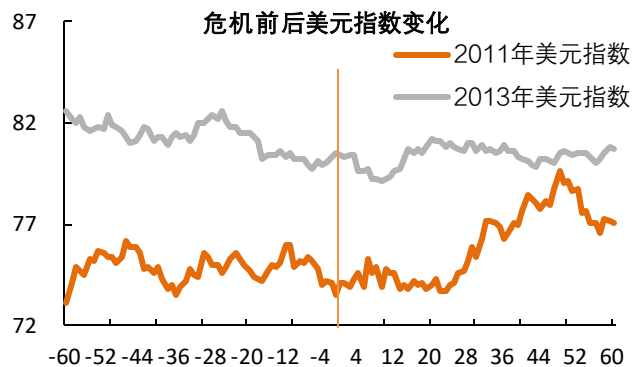
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 2011年美债上限博弈期间，美股受挫



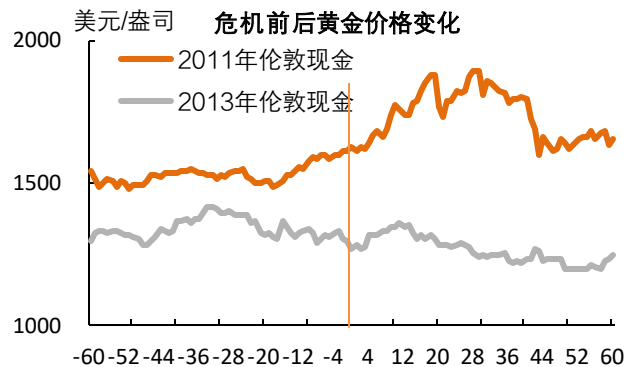
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 2011年美债上限博弈期间，美元震荡后走强



资料来源: Wind, 平安证券研究所

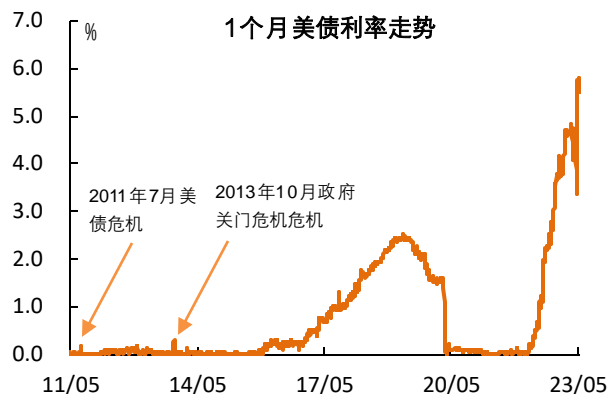
图表14 2011年美债上限博弈期间，黄金出现拉升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

若本轮美债上限谈判迟迟未决、出现“技术性违约”，市场高波动的风险值得警惕。美债方面，在美联储持续紧缩政策下，截至5月24日，1个月美债利率盘中最高已逼近5.9%。若美债上限博弈加深，恐慌情绪或进一步提升短端美债利率。但由于美联储加息周期接近尾声，短端美债利率向上空间有限，且有可能在脉冲式上升后回落。美股方面，近期美股表现积极：一方面，地区银行危机对美股的情绪影响快速消退，市场并未交易“系统性风险”；另一方面，美国经济韧性仍好于预期，市场亦未积极交易衰退（市场可能交易的是美联储降息）。截至5月22日，标普500风险溢价（1/PE - 10年美债收益率）为0.47%，已经达到今年3月初（中小银行危机爆发前）的历史低位（2009年以来最低水平）。考虑到美国经济放缓风险在增加，未来若美债上限博弈仍悬而未决，很可能成为触发美股阶段调整的“导火索”。正如5月24日惠誉将美国的AAA长期外币发行人评级列入“负面观察名单”，当日美股应声调整一样。美元方面，历史经验显示，即便在恐慌情绪冲击下，美元仍可能维持较稳定的走势；若两党博弈酿成危机，美债抛售引发流动性紧张，甚至有可能暂时抬升美元指数。黄金方面，今年以来美国地区银行危机叠加美债上限博弈下，市场避险情绪持续升温，黄金价格显著走高；如果两党博弈加深，黄金仍可获得一定支撑；但美债上限问题解决后，处于历史高点的金价可能面临阶段回调的风险。

图表15 本轮1个月美债利率急升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 本轮美股表现仍较积极



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 本轮美元不宜轻易看空



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 本轮金价仍有上行空间、但亦须警惕回调风险



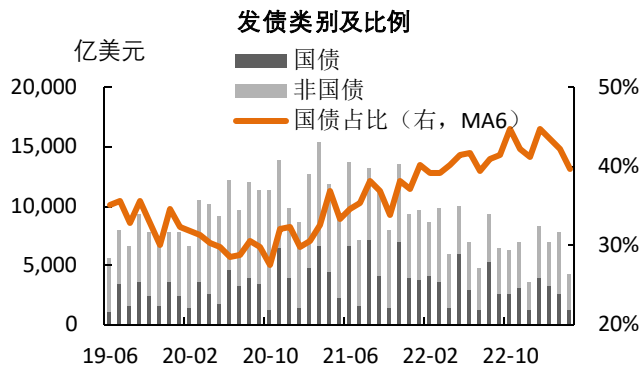
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、 中长期看，美国联邦政府债务可持续么？

疫情后美国联邦政府债务规模跃升。2019年美国联邦政府一共发债 8.25 万亿美元，2020 年和 2021 年分别发债 12.48 万亿和 13.44 万亿，2022 年回落至 8.87 万亿。可以认为，2020 和 2021 年相比于非疫情年份，大约共多发了 8.8 万亿的债务。其中，六个月移动平均的国债在联邦政府整体债务中的占比从 2020 年 6 月的 28.5%，提升至 2023 年 1 月份 44.9%。

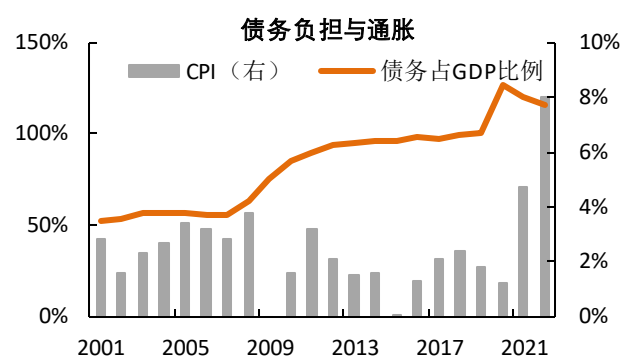
疫情后美国联邦政府债务率亦较快上升。全球金融危机和新冠疫情中的大规模财政扩张，使得美国联邦政府的债务率从 21 世纪初的 52% 翻了一倍多，提升至 2021 年的 120%。需要指出的是，本轮美国高通胀，成为美联储最头疼的事情，但在一定程度上缓释了美国联邦政府的债务压力。

图表19 疫情后国债在美国政府发债中的占比提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 高通胀下美国联邦政府债务率有所下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

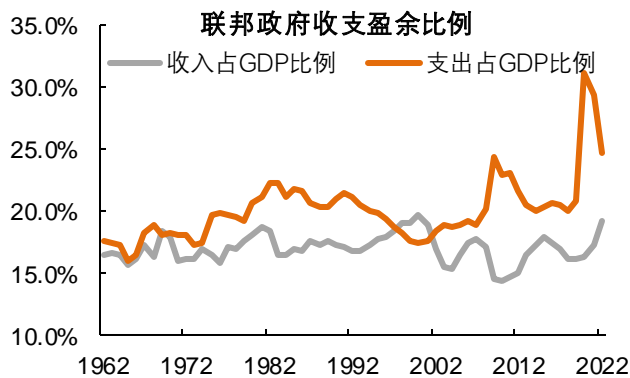
目前来看，利息支出在美国联邦政府支出中的占比较低。

先看收入，美国联邦政府收入占 GDP 比重一直稳定在 14-20%之间；2009 和 2010 年受全球金融危机影响，这一占比降至 14.5%左右；近年来逐步提升，在 2022 年提升至 19.6%。

再看支出，2008 年全球金融危机爆发，美国联邦政府支出占 GDP 比重迅速增加至 24.3%，后占比小幅回落至 2010 年的 23.0%，此后一直维持在 20-23%左右；直到 2020 和 2021 年大幅增加至超过 30%，2022 年回落至 24.6%。

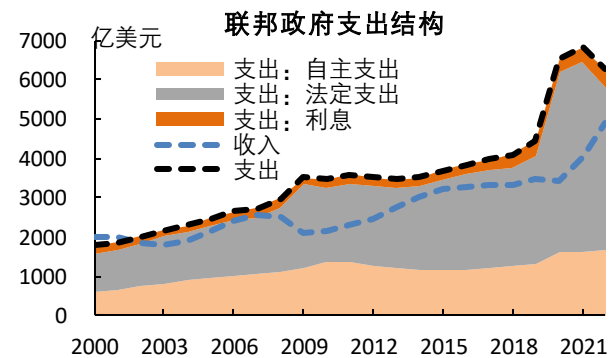
最后看利息支出，美国联邦政府的主要支出包括：一是法定支出，包括社保、医疗保险、医疗补助、收入保障、退休金和其他；二是自主性支出，包括国防、国际和国内支出；三是利息支出，只占美国联邦政府支出很小一部分。2022 年美国联邦政府支出 62715 亿美元，其中利息支出 4751 亿，仅占全部支出的 7.6%、仅占 GDP 的 1.9%。

图表21 联邦收入占比稳定，支出占比提升较多



资料来源: Wind, 平安证券研究所

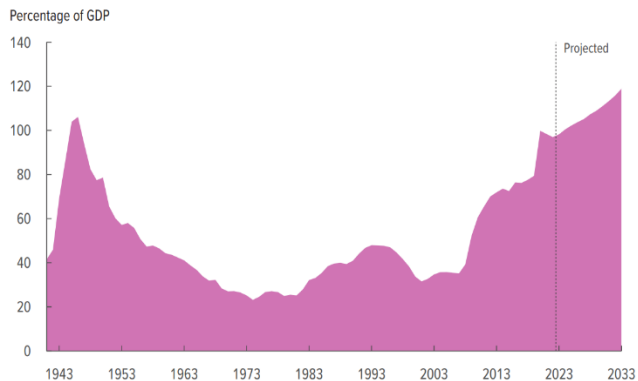
图表22 利息支出在美国联邦政府支出中的占比较低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

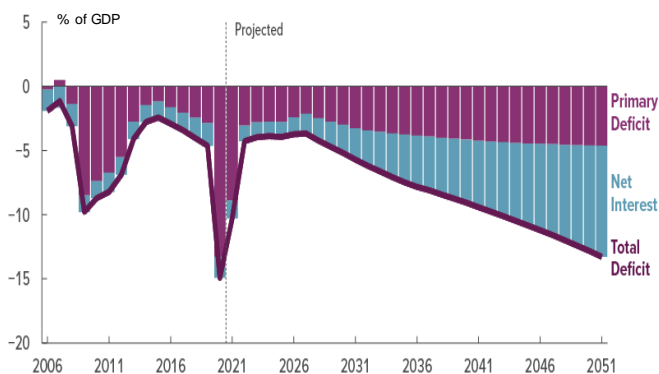
但中长期来看，美国联邦政府债务负担可能大幅攀升，利息支出占比亦将大幅提高。根据美国国会预算办公室（CBO）的预测，未来十年美国政府债务负担（公共持有债务占 GDP 比重）可能会超过二战时期的历史峰值，然后到 2051 年再度翻倍。这会推高联邦政府和私人部门的借贷成本，减缓潜在产出增长，削弱市场对美元的信心。由于借债利率高企，新发债务的利息支出要大大高于以往，预计 2026 年开始美国联邦政府利息支出规模将会快速提升，并对美国联邦政府的现金流造成更大的挤压。据 CBO 2023 年 5 月最新预测，2026 年到 2033 年，美国公共持有债务占 GDP 比重将提升 15.2 个百分点至 118.9%，利息支出将增长 72%至 1.44 万亿、占 GDP 比重也将提升 0.9 个百分点至 3.7%。

图表23 CBO对公共持有债务占GDP比重的预测



资料来源: CBO, 平安证券研究所

图表24 CBO对美国联邦政府利息支出的预测



资料来源: CBO, 平安证券研究所

总之，美国联邦政府债务在未来三年的可持续性尚可，但再往后的还本付息压力或将快速攀升，债务可持续性堪忧。

风险提示：

- 1) 美国两党谈判进展超预期，债务上限风波快速平息；
- 2) 美债“技术性违约”出现，并对市场的影响超预期；
- 3) 美国经济金融风险超预期，制造新的市场波动等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层