

宏观点评 20230529

美国债务上限破局：攘外先安内？

2023 年 05 月 29 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaoy@dwzq.com.cn

■ 今年美国债务上限问题的解决似乎没有往常那么纠结。随着拜登与麦卡锡就债务上限初步达成原则性协议——提高债务上限两年，债务上限这一间歇性的定时炸弹基本被拆除。我们认为背后有两方面重要的原因：一方面是经济的压力——从历史上看，美国当前的衰退预期概率为历次债务谈判期间最高，而可能更重要的“动力”来自外部，美国政府急需处理好内部问题，腾出手来解决俄乌、印太地区等日益复杂的地缘政治困局。

■ 还有什么值得关注的细节？其实关于美国解决债务上限问题无非就是提高或者暂停：2011 年提高上限后仅仅 2 年，2013 年再次提高了债务上限。随后多次暂停债务上限，于 2021 年再次提高上限金额。下周三能否成功“闯关”国会同样不容忽视。双方是否能够就 2024 年政府支出数额达成一致，决定了能否使国会快速通过协议，最后能在“X”日前解除债务违约问题（图 1 和 2）。

■ 这一次宏观背景比以往更脆弱，衰退风险是本次美国债务上限谈判最终达成协议的重要因素。如图 3 所示，当前美国经济衰退的概率比历次谈判时都要大。因此“债务违约”对于美国政府有着“不能承受其重”的后果。

■ 正是在这样的背景下，拜登不断地用“取得进展”、“非常接近”、“进展顺利”等措辞传达对达成债限协议的乐观情绪，以此达到安抚市场的作用。所以本次债务上限的谈判对金融市场的影响十分有限，除 1 个月美国国债收益率飙升外，其他资产价格并无太大反应（图 4-5）。

■ 由图 6 可见，本次与历史上大多数债务上限达成协议的情形类似，最后无非是受到三个因素的影响：市场扰动、经济拖累以及民调“威胁”。只是三个因素在历史不同情况下的主导地位各异，具体来看：

■ 2011 年债务上限最终“妥协”的压力主要是市场，而非经济及民调。如图 7-8，2011 年资产价格为历次债务上限危机以来波动最大的一次。当时两党就削减预算赤字数额难以达成一致，谈判陷入僵局。随着“X-Date”临近，僵持的状态加剧金融市场的不确定性，美股美债均受到剧烈打击，最后债务问题不得不在市场的压力下让步。

■ 2013 资产价格变动相较于 2011 年小很多，但经济拖累为历次危机以来最“深”。当时共和党要求大幅削减社会福利并停止为奥巴马医改拨款，两党难以妥协陷入僵局导致政府短暂“关门”。在此期间，据奥巴马政府首席经济顾问表示，政府停摆拖累美国四季度 GDP 增速 0.25%。且如图 6 所示，就业人数减少 6 万人。叠加前总统乔治布什时期通过的减税政策即将到期后，突然增加税收和减少支出的组合有可能使美国陷入衰退。最终两党在担忧美国经济的压力下妥协。

■ 2019 年债务上限的主导因素是民调>市场及经济。2019 年美国整体良好，资产价格稳定，因此民调压力成为提高债务上限的唯一因素。2018 年底两党就美墨边境墙的临时支出法案难以达成一致，导致美国发生罕见的跨年政府停摆事件。根据当时 The Economist/YouGov 的民调显示，美国民众认为主要是共和党的错：不仅 56% 的人把责任归咎于特朗普，且特朗普一向稳定的支持率下滑近 3%，最终共和党人终于“坐不住”，主动提出方案促成妥协（图 9-10）。

■ 尽管我们认为这一次“美国债务上限”问题已经基本“尘埃落地”，但是这一间歇性“病症”的终局在哪？随着积重难返的债务规模不断扩大，美国的债务上限最终会被废除，但可能不得经过一次美债违约危机的倒逼。而随着这一制度的废除，美元作为全球货币霸主的地位将受到巨大而深远的冲击。

■ 如何看待债务上限问题解决的影响？也许并不是好消息。从市场角度看，债务上限问题的顺利解决反而提高美联储 6 月继续加息的概率，尤

相关研究

《破“7”之后，这次会持续多久？》

2023-05-23

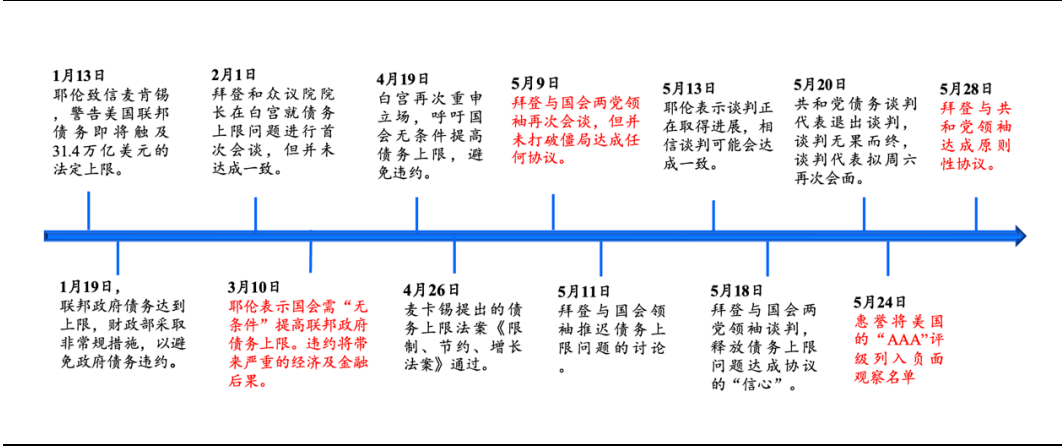
《“汇率跌，股市大涨”，除了巴菲特，我们还缺什么？》

2023-05-22

其考虑到当前美国就业偏紧、通胀粘性并未明显改善，美元和美债收益率的强势对于风险资产并不友好；从全球角度看，**债务上限问题的解决很可能意味着暂歇的地缘政治“烽火”会再次燃起，俄乌、印太地区的紧张可能会加剧**，这对于市场的风险偏好而言同样不是好消息。

- **风险提示：**金融体系流动性风险超预期；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动；美联储政策超预期。

图1：本次债务上限问题的讨论拖至“最后一刻”



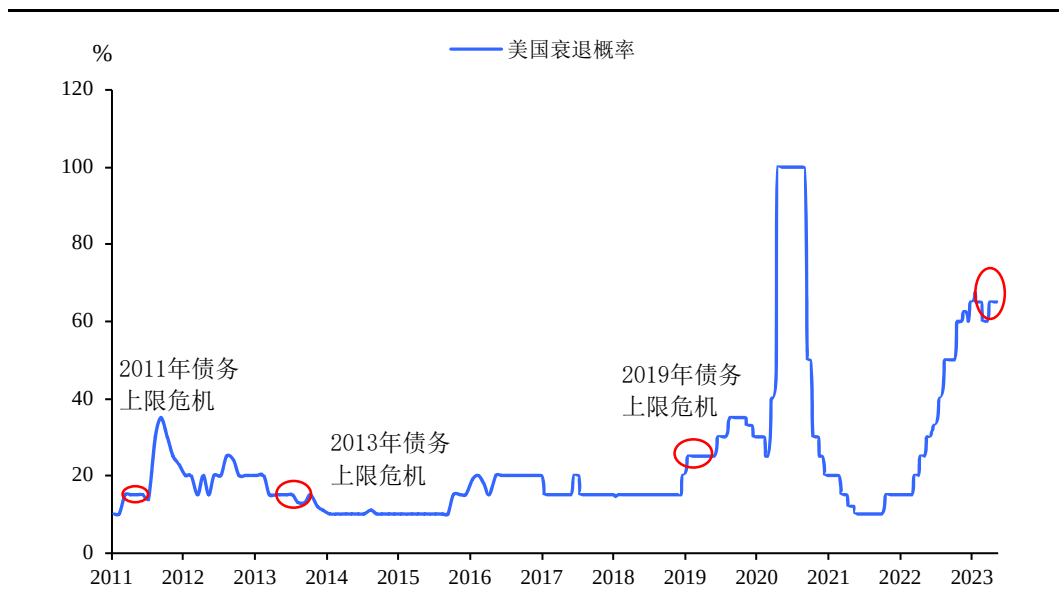
数据来源：新华社，东吴证券研究所

图2：关于债务问题的解决方式是上调或者暂停

债务上限触及时间	债务上限解决时间	债务上限金额	解决方式	提高后债务上限金额/暂停债务上限时间
2011.5.16	2011.8.2	14.3万亿美元	上调	16.4万亿美元
2013.9.25	2013.10.17	16.4万亿美元	上调	16.7万亿美元
2019.3.2	2019.8.2	22.0万亿美元	暂停	暂停债务上限2年至2021年7月
2021.8.1	2021.10.14	28.4万亿美元	上调	28.9万亿美元
2021.12.16	2021.12.16	28.9万亿美元	上调	31.4万亿美元

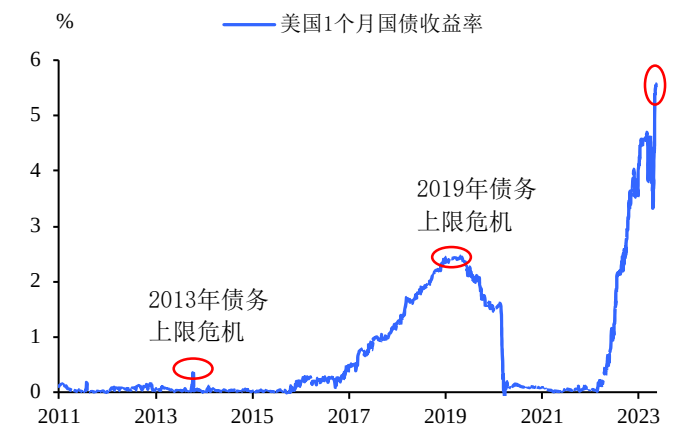
资料来源：东吴证券研究所

图3：当前衰退概率为历次债务上限危机以来最高



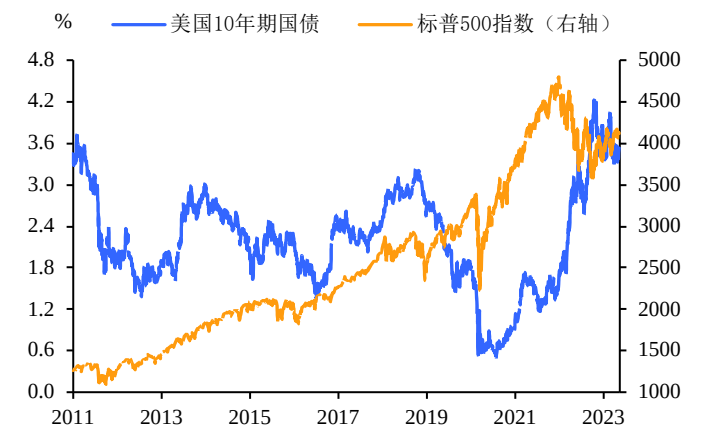
数据来源：新华社，东吴证券研究所

图4：美国1个月国债收益率飙升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：美股美债未出现明显波动



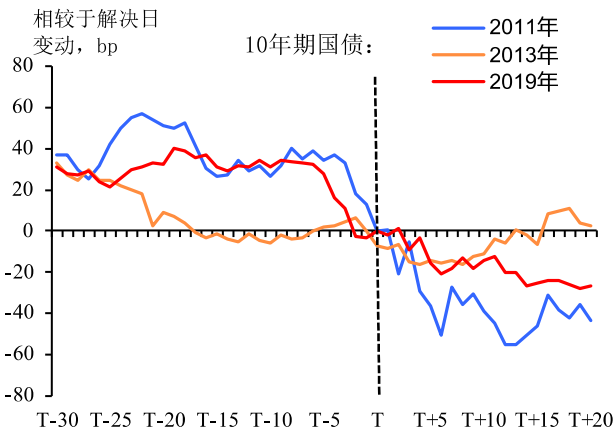
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：债务上限危机最终谈妥的因素是市场、经济及民调

债务上限危机时间线		债务上限解决日-触及时间美国经济表征变化情况				“X” 日前后20日金融市场变化		民众对债务上限危机主要责任	
债务上限触及时间	债务上限解决时间	新增非农就业(千人)	失业率	制造业PMI	服务业PMI	美股	美债	共和党	民主党
2011.5.16	2011.8.2	51	0.0%	-0.7	-0.3	-9.3%	-80bp	47%	29%
2013.9.25	2013.10.17	-60	0.0%	-0.3	-3.4	3.9%	-58bp	53%	29%
2019.3.2	2019.8.2	4	-0.1%	1.1	-3.6	-1.9%	-31bp	50%	36%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

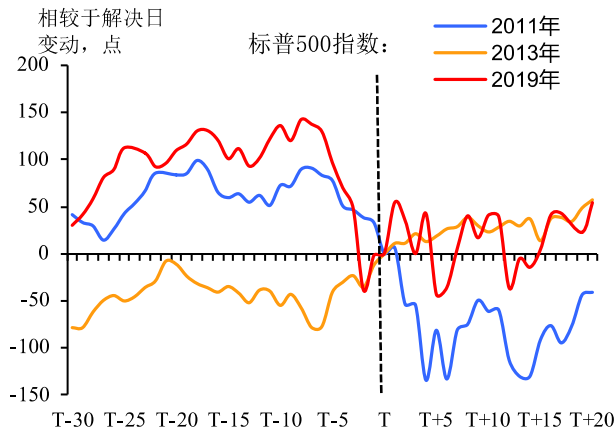
图7：10 年期美债收益率 2011 年变化大



注：T 为债务危机解决日期

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

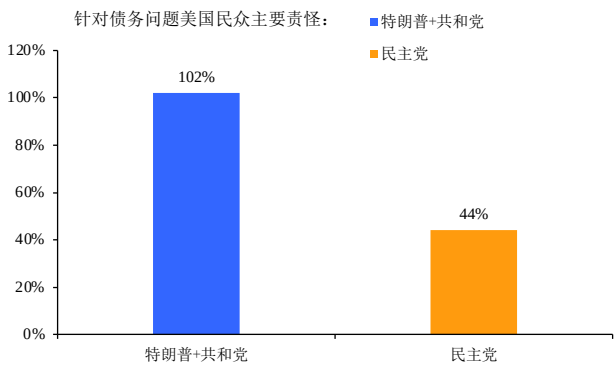
图8：2011 年债务上限危机期间标普 500 下跌程度最深



注：T 为债务危机解决日期

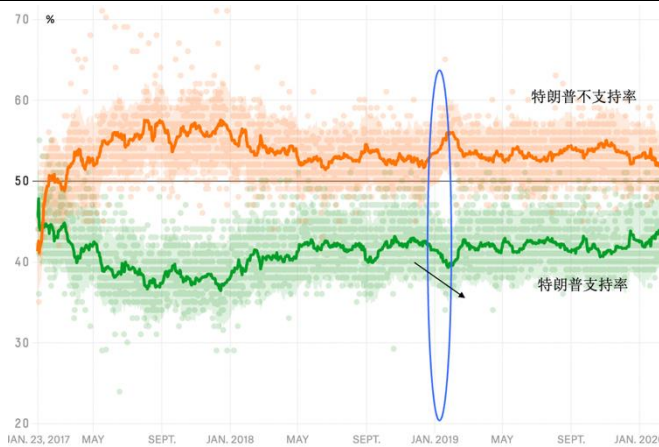
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图9： 美国人认为责任主要在特朗普（共和党）



数据来源： Yougov, 东吴证券研究所

图10： 政府停摆期间特朗普支持率下滑



数据来源： FiveThirtyEight, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>