

惠誉调降美国主权信用的弦外之音

20230802

核心内容:

- **惠誉调降美国主权信用评级至 AA+，主要关注三方面** 惠誉 (Fitch) 于 8 月 1 日宣布将美国主权信用评级调降至 AA+，展望预期调整为“稳定”，这也是 2011 年债务上限危机导致标普降调美国主权信用评级以来的首次下调，目前三大评级机构中只有穆迪维持美国此前的信用评级不变。需要关注 **(1) 财政恶化和债务负担**：利息于财政收入比在 2025 年可能达到 10%，远高于 AAA 级中位数 1%。整体债务率上，一般政府债务占 GDP 之比在 2025 年将达到 118.4%，而 AAA 级中位数仅为 39.3%。**(2) 财政治理问题**：除了债务上限反复拉锯造成的问题外，美国政府缺乏中期财政框架，并且存在复杂的预算过程，这些因素以及几次经济冲击、减税和新的支出计划导致了过去十年中连续增加的债务。同时，由于人口老龄化，政府在解决与社会保障和医疗保险费用上升相关的中期挑战上只取得了有限的进展。**(3) 弱衰退和紧缩**：经济方面，惠誉认为美联储 9 月将加息至 5.50%-5.75%，而降息至少要等到 2024 年 3 月份；同时，缩表还在稳步推进。惠誉预测美国将因为信用条件收紧、商业投资弱化和消费放缓在 2023 年四季度至 2024 年一季度陷入温和衰退，经济增速将分别在 2023 和 2024 年放缓至 1.2% 和 0.5%。
- **惠誉对美国的评级下调令市场略感意外，但预计影响有限** 目前惠誉 AAA 评级的区域/国家有欧盟、荷兰、德国、瑞士、瑞典、丹麦、挪威、卢森堡、澳大利亚和新加坡。AA+ 评级的有奥地利、芬兰、加拿大、新西兰。惠誉降调美国评级的决定遭到了美国财政部长耶伦的强烈驳斥，多位经济学家表示困惑。市场反应也并不剧烈，2 年和 10 年美债收益率并未出现大幅变动。我们认为惠誉降调美国信用评级的事件自身影响较为有限：首先，美国短期经济依然保持韧性，企业和消费者信心趋于改善，这些事实不会被信用评级公司的行为所改变。其次，惠誉选择降调评级的时间距离美国债务上限危机已经较久，市场恐慌性在 6、7 月份财政部顺利增发国债以及不弱的经济数据下明显降低。最后，虽然本次降调时美国处于货币紧缩周期且缩表在大规模进行，但市场间流动性短期仍较为充裕，且加息周期虽然拉长但也仍接近尾声，难以导致政府融资成本再度大幅上升。
- **财政部年内多次增加赤字，警惕增发对长端美债短期的压力** 美国国会预算办公室 (CBO) 5 月份上调赤字率至 5.8%；7 月 31 日财政部再度扩大了增发债务的计划：如果财政部账户 (TGA) 在 9 月底达到 6500 亿美元，那么三季度新发债务则需要调高至 1.007 万亿美元的总额，比 5 月份的计划高出 2740 亿美元；四季度则预计在增发 8520 亿美元的债务。这意味着 5 月份时 5.8% 的赤字率将被再度突破，且不排除四季度进一步上调的可能性。一方面，赤字率的上调不仅包含了利息支出的增加和收入的降调，也反映了更强的财政扩张力度，这在短期仍有利于经济的韧性；另一方面，扩张力度不弱的财政与货币的紧缩背道而驰，这支持美联储拉长紧缩周期以应对赤字扩张的效应，也增大了美国中长期的债务压力，特别是利息支出占比的不断扩张。因此，惠誉对美国中长期债务压力的警示并不是基于过时数据的空穴来风。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

主要风险：重要经济体增速超预期下行、通胀意外上升、市场出现严重流动性问题的风险

- 从短期考虑，美国6月至今增发的国债仍以短期为主，吸引了在逆回购中的资金而并未大量消耗银行准备金，没有使市场流动性明显恶化，堪称成功。但是，在短债填补了财政部资金短缺的燃眉之急后，8月及以后的新发债务则需要考虑利息成本，可能难以继续大量集中在短端。结合缩表的继续以及美联储在经济韧性下可能“更高更久”的加息周期，美国长端国债收益率短期可能得到进一步支撑，如果近期就业和通胀数据不弱则有进一步上行的风险，需要警惕。如果将逆回购和银行准备金作为潜在流动性考虑，目前市场上仍存在5.2万亿美元的流动性，短期承受增发和缩表的问题都不大。不过，如果新发债务和缩表再度开始快速消耗银行准备金，那么对商业银行的流动性在中期可能重新构成威胁，因此需要保持观察。

一、惠誉 (Fitch) 降美国主权信用评级由 AAA 降调至 AA+

信用评级公司惠誉 (Fitch) 于 8 月 1 日宣布将美国主权信用评级降调至 AA+, 展望预期调整为“稳定”, 这也是 2011 年债务上限危机导致标普降调美国主权信用评级以来的首次下调, 目前三大评级机构中只有穆迪维持美国此前的高信用评级不变。

目前惠誉 AAA 评级的区域/国家有欧盟、荷兰、德国、瑞士、瑞典、丹麦、挪威、卢森堡、澳大利亚和新加坡。AA+评级的有奥地利、芬兰、加拿大、新西兰。

惠誉降调评级的直接理由为“(1) 未来三年预计财政情况恶化; (2) 高额且不断增长的政府债务负担以及 (3) 过去二十年来 (美国财政) 治理能力相对于‘AA’和‘AAA’评级同行的削弱, 特别体现在反复出现的债务上限危机以及拖延到最后时刻的解决方案。

图 1: 惠誉降调美国 (长期) 主权信用评级至 AA+

United States of America	LT IDR	AA+	Downgrade	AAA
	ST IDR	F1+	Affirmed	F1+
	LC LT IDR	AA+	Downgrade	AAA
	LC ST IDR	F1+	Affirmed	F1+
	Country Ceiling	AAA	Affirmed	AAA
senior unsecured	LT	AA+	Downgrade	AAA
senior unsecured	ST	F1+	Affirmed	F1+

资料来源: Fitch Ratings, 中国银河证券研究院整理

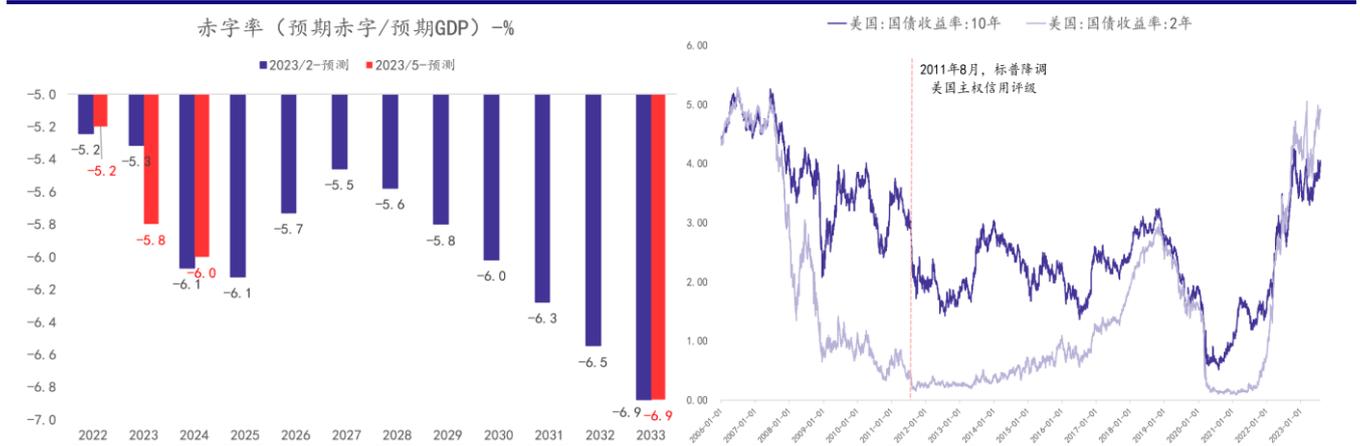
在财政情况恶化以及债务负担方面, 惠誉认为政府短期赤字率将由于在周期原因下弱化的财政收入、新支出计划和利息负担而扩张。一般政府赤字占 GDP 之比可能从 2022 年 3.7% 上升至 2023 年的 6.3%、2024 年 6.6% 和 2025 年 6.9%。利息于财政收入比在 2025 年可能达到 10%, 远高于 AA 级的中位数 2.8% 和 AAA 级中位数 1%。整体债务率上, 在未来的预测期内, 一般政府债务占 GDP 之比在 2025 年将达到 118.4%, 为 AAA 级中位数的 39.3% 和 AA 级中位数 44.7% 的 GDP 比率的两倍之多, 且长期预测预计债务与 GDP 比率还将继续上升。

在财政治理恶化方面, 惠誉表示: “尽管在 2023 年 6 月份两党达成将债务上限暂停至 2025 年 1 月的协议, 但过去 20 年以来, 债务上限政治对峙和最后时刻才通过解决方案的情况反复出现。这不仅削弱了对财政管理的信心, 也反映包括财政和债务事务在内的治理标准持续恶化。此外, 美国政府缺乏中期财政框架, 并且存在复杂的预算过程, 这些因素以及几次经济冲击、减税和新的支出计划导致了过去十年中连续增加的债务。最后, 由于人口老龄化, 政府在解决与社会保障和医疗保险费用上升相关的中期挑战上只取得了有限的进展”。

在经济与金融环境风险方面，惠誉强调了美联储紧缩以及经济陷入衰退的风险。惠誉认为美国经济韧性下，美联储紧缩周期将导致其在9月加息至5.50%-5.75%，而降息至少要等到2024年3月份；同时缩表还在稳步推进。惠誉预测美国将因为信用条件收紧、商业投资弱化和消费放缓在2023年四季度至2024年一季度陷入温和衰退，经济增速将分别在2023和2024年放缓至1.2%和0.5%。

同时，惠誉也提及了支撑美国评级的结构性因素，特别是其充满活力的商业环境庞大、先进、多元化和高收入水平的经济。更关键的是，美元作为最重要的储备货币给予了政府非凡的融资灵活性。

图 2：美国赤字率扩张，且5月上调的预期可能被再度突破（%） 图 3：2011年美国信用评级降调并未引发借债成本大幅上升（%）



资料来源：CBO，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、惠誉对美国的评级降调令市场略感意外，但预计短期影响有限

惠誉发布降调美国评级的决定后，遭到了美国财政部长耶伦的强烈驳斥，她表示：“我强烈反对惠誉(对美国)评级的决定。惠誉今天宣布的评级调整是武断的，而且是基于过时的数据。惠誉的量化评级模型在2018年至2020年间就出现显著下降，但其却选择现在宣布(降调)的变化，尽管很多惠誉用于评级的指标近期都有了进步”。包括萨默尔斯和福尔曼等在内的多位经济学家也表示惠誉行为令人困惑，因为近期不仅经济韧性被各类数据支持，令人担忧的债务上限问题也在6月初被解决，在时间点上也不支持现在降调利率。

市场反应也并不剧烈，2年和10年美债收益率并未出现大幅变动。从历史角度考虑，在2011年8月美国主权信用评级被标普降调后，美国财政部的借款成本也并未出现明显抬升，反而在QE第二阶段后将美联储持有短债转为长债的“扭转操作”(Operational Twist)初期进一步降低，尽管当时的债务上限问题引发了金融市场动荡。

总体上，我们认为惠誉降调美国信用评级的事件自身影响较为有限：首先，美国短期经济依然保持韧性，企业和消费者信心趋于改善，这些事实不会被一家信用评级公司的行为所改变。其次，惠誉选择降调评级的时间距离美国债务上限危机已经较久，市场恐慌性在6、7月份财政部顺利增发国债以及不弱的经济数据下明显降低。最后，虽然本次降调时美国处于货币紧缩周期且缩表在大规模进行，但市场间流动性短期仍较为充裕，且加息周期虽然拉长但也仍接近尾声，国债收益率难以猛烈上行。虽然如此，惠誉对美国财政纪律的批评和近期财政部在三季度增发国债的行为更值得关注。

图 4：主要组织对美国短期经济增速预测均有信心

实际产出增速预测	国际货币基金组织 (2023-7)	世界银行 (2023-6)	彭博
全球	3.00%	2.10%	2.60%
美国	1.80%	1.10%	1.60%
欧元区	0.90%	0.40%	0.43%
中国	5.20%	5.60%	5.30%

资料来源：IMF、WB、Bloomberg，中国银河证券研究院整理

图 5：美债此前主要依靠家庭，消耗银行准备金



资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

三、财政部年内多次增加赤字，警惕增发对长端美债短期的压力

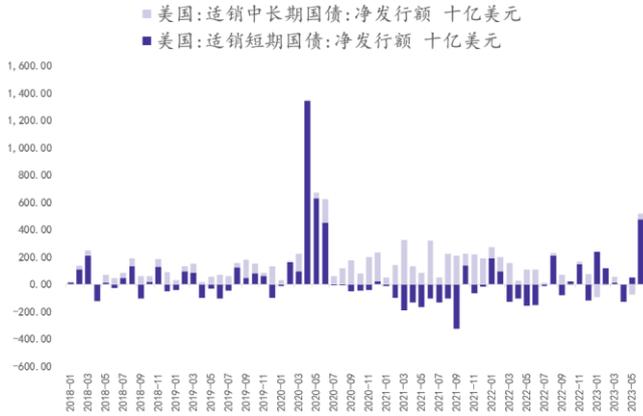
尽管美国债务上限问题的解决和美国经济近期不弱的表现让惠誉的评级降调显得不合时宜，但是我们认为其对美国近期财政纪律弱化的批评需要注意。

美国国会预算办公室(CBO)在 2 月的财政展望中计划 2023 年赤字占 GDP 比率为 5.3%，其中支出 23.7%，收入 18.3%；但在 5 月份时赤字率即上调为 5.8%，其中支出上调至 24.2%，收入仅略升至 18.4%。同时，在 7 月 31 日，财政部再度扩大了增发债务的计划：如果财政部账户(TGA)在 9 月底达到 6500 亿美元，那么三季度新发债务则需要调高至 1.007 万亿美元的总额，比 5 月份的计划高出 2740 亿美元，部分原因包括更多的财政支出和减少的收入；四季度则预计在增发 8520 亿美元的债务。

这基本意味着 5 月份时 5.8% 的赤字率将被再度突破，且不排除四季度进一步上调的可能性。一方面，赤字的上调不仅包含了利息支出的增加和收入的降调，也反映了更强的财政扩张力度，这在短期仍有利于经济的韧性；另一方面，扩张力度不弱的财政与货币的紧缩背道而驰，这支持美联储拉长紧缩周期以应对赤字扩张的效应，也增大了美国中长期的债务压力，特别是利息支出占比的不断扩张。因此，惠誉对美国中长期债务压力的警示并不是基于过时数据的空穴来风。

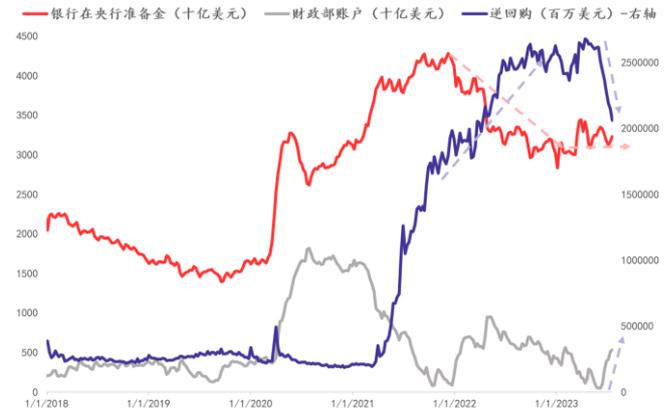
而从短期考虑，美国 6 月至今增发的国债仍以短期为主，吸引了在逆回购中的资金而并未大量消耗银行准备金，没有使市场流动性明显恶化，堪称成功。但是，在短债填补了财政部资金短缺的燃眉之急后，8 月及以后的新发债务则需要考虑利息成本，可能难以继续大量集中在短端。结合缩表的继续以及美联储在经济韧性下可能“更高更久”的加息周期，美国长端国债收益率短期可能得到进一步支撑，如果短期就业和通胀数据不弱则有进一步上行的风险，需要警惕。如果将逆回购和银行准备金作为潜在流动性考虑，目前市场上仍存在 5.2 万亿美元的流动性，短期承受增发和缩表的问题都不大。不过，如果新发债务和缩表再度开始快速消耗银行准备金，那么对商业银行的流动性在中期可能重新构成威胁，因此需要保持观察。

图 6：美国债务上限解决后的净发行暂时以短债为主



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7：短债发行吸引逆回购资金，没有大量消耗银行流动性



资料来源：Fred, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn