

宏观深度

美国政府债务问题研究

相关研究报告

《宏观点评*警惕美国就业的“非线性”复苏》
2021-05-08

《宏观周报*海外宏观*五一期间海外市场那些事——兼论印度疫情将如何影响全球》
2021-05-05

《宏观点评*美联储“优柔寡断”背后的逻辑》
2021-04-29

《宏观周报*海外宏观*思考美联储的下一步》
2021-04-26

《宏观周报*海外宏观*美元的两面“镜子”：欧元和加密货币》 2021-04-18

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般从业资格编号
S1060120100009
zhanglu150@pingan.com.cn

范城恺 一般从业资格编号
S1060120120052
fanchengkai146@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



2020年疫情后美国实施大规模财政刺激，国家债务大幅扩张。2021年大宗商品价格持续走高、美国通胀数据意外蹿升，10年美债利率上行，再将美国债务问题推上风口浪尖。美国国家债务压力有多大？美国财政部和美联储如何配合压低利率成本？10年美债利率上行会否显著加剧美国偿债压力？

1、美国国家债务或有“远虑”。2020年美国新增4.2万亿美元债务，联邦债务率（公共持债总额/GDP）突破100%。债务量积聚必然加剧偿债压力，随着利率水平恢复，CBO预计2030年以后利息支出将直线上升，预计2051年联邦净利息支出占GDP的8.6%，总支出将占GDP的31.8%，为二战以来的最高水平。

2、美国国家债务暂无“近忧”。基于下述六方面原因，我们认为，至少在未来十年里，美国国家债务压力可控。**1）利息净额不升反降。**由于低利率，2020年美国联邦利息净额（net interest）明显下降，且“低利率福利”有望持续数年。据CBO在2021年2月的预测，2021-2026年利息净额（2800-3600亿美元）均低于2019年水平（3750亿美元）。**2）新发债结构集中于短端。**2020年2月至2021年3月期间，财政部新发1年内国债2.1万亿，增幅为82%，占全部新增国债的“半壁江山”，短端国债基本上全部流入市场。短债比例扩大、而利率较低，降低了国家平均债务成本。**3）新增中长端美债主要由美联储持有。**截至目前，美联储基本上买走了财政部增发的全部中长期国债（2020年2月以来合计约2.2万亿）。而且，美联储将把持有国债所得利息净收益上缴财政部，意味着新增中长期国债几乎“零成本”。**4）经济增长率高于美债利率。**CBO/IMF预计未来十年美国GDP名义增长率约为3.8-4.0%，而10年美债利率高点或在3%左右，且考虑到10年美债利率系统性高于财政部融资的平均利率，美国经济体量的增长大概率能够覆盖债务净利息支出的增长。**5）外债付息压力并未加剧。**支付给外国投资者的利息是“泼出去的水”，难以收回。但2020年外资持债规模未出现明显增长、基本保持在7万亿美元水平。**6）10年美债利率上行影响有限。**CBO在今年2月的测算可能低估了10年美债利率上行的速度。但我们测算，10年美债利率与政府融资的“净利率”相关系数仅为0.75，假设2021年10y利率平均升至1.65%，全年联邦利息净额仍可持平于CBO疫情前的预测水平（3940亿美元）。

3、结论与延伸：站在长期视角（未来10-30年），美国债务压力很大。然而，未来十年内，由于低利率环境、美国经济增长潜能充足、以及外债负担有限，使债务可持续性前景更为乐观。更重要的是，美国财政部和美联储的配合十分默契，一方面是财政部积极以极低的短端利率向公众融资，另一方面是美联储承包了绝大部分新发的中长期国债，这使美国联邦政府基本能够完全“消化”新增债务。

进一步讨论，**美联储是否有必要长期维持资产购买？**我们认为，美联储对美国财政部的帮助，可能更多是一种“顺水推舟”，而非“两肋插刀”。**拜登政府的加税计划有多大程度上是为了缓解政府债务压力？**我们认为，拜登政府的加税计划并非“迫不得已”，更多是一种配合基建计划、宣扬执政理念的“锦上添花”之举。

正文目录

一、	美国国家债务或有“远虑”	4
二、	美国国家债务暂无“近忧”	6
1.	利息净额不升反降.....	6
2.	新增债务集中于短端.....	6
3.	新增中长端美债主要由美联储持有.....	8
4.	美国经济增长率高于美债利率.....	9
5.	美国外债付息压力并未加剧.....	10
三、	10年美债利率上行影响有限	10
1.	10年美债利率上行节奏或超CBO预测.....	10
2.	10年美债利率及对应的联邦利息净额测算.....	12
四、	结论与延伸	14
五、	风险提示	15

图表目录

图表 1	2020 年美国联邦债务率（公共持债占 GDP 比重）接近二战时期的历史高位.....	4
图表 2	新冠疫情后，CBO 预计美国公共持债总额与债务率将继续攀升.....	5
图表 3	2030 年以后美国联邦政府净利息支出可能直线上升，继而推升财政赤字率.....	5
图表 4	2020 年美国联邦利息净额及其 GDP 占比均下降，且“低利率福利”可能持续数年....	6
图表 5	新冠疫情后美国联邦政府主要增发短端国债（T-Bills）.....	7
图表 6	2008 年次贷危机和 2020 年疫情冲击后，美国均大幅增加短端国债发行比例.....	7
图表 7	2008 年和 2020 年美债短端利率均显著下行.....	8
图表 8	2021 年以来美债短端利率进一步下行，压低美国联邦政府平均偿债成本.....	8
图表 9	疫情后美国财政部增发的中长期国债几乎全被美联储持有.....	8
图表 10	疫情后美国财政部增发的短期国债大部分流入市场.....	8
图表 11	美联储每年将持债所得净收益上缴美国财政部.....	9
图表 12	未来十年，美国名义经济增速预计将高于 10 年美债利率.....	9
图表 13	美债的外资持有占比自次贷危机以来呈下降趋势，疫情后更急剧下降.....	10
图表 14	2021 年 2 月以来 10 年期美债利率快速攀升.....	11
图表 15	疫情后美债长短端利率均可能长期低于疫情前的预期水平.....	11
图表 16	10 年美债利率与美国联邦政府支付的“净利率”之间存在系统性差异.....	12
图表 17	10 年美债利率与美国联邦政府支付的“净利率”的差异主要源自长短债利差.....	12
图表 18	2021 年 4 月以来 10 年美债利率走势趋于钝化.....	13
图表 19	10 年美债利率变化与美国联邦债务利息净额测算.....	13

2020年新冠疫情爆发后，美国实施大规模财政刺激，国家债务率破100%。2020年7月31日，国际评级机构惠誉发布报告，虽然维持美国长期主权信用评级为“AAA”，但将其信用评级展望由“稳定”下调至“负面”并延续至今，反映出市场对美国财政状况与债务可持续性的担忧。2021年美国经济步入复苏，拜登政府却“乘胜追击”推出大规模基建计划，高企的赤字率和债务率可能长期持续。2021年2月以来10年美债利率骤然上行，大宗商品价格持续走高，美国通胀数据意外蹿升（刚刚出炉的4月CPI同比4.2%大超市场预期和美联储的通胀目标），10年美债利率重启升势，美国债务成本或将加剧，这些均使美国债务问题处于市场舆论的风口浪尖。

本文主要回答：**美国政府债务压力有多大？高企的债务率能否持续？美国财政部和美联储如何配合压低利率成本？10年美债利率上行具体如何加剧美国偿债压力？**

这些答案，或有益于我们就两个市场关心的最终问题进行思考：一是，面对债务压力，美联储政策是否有维持宽松的动机？二是，拜登政府加税计划，是否是美国债务压力下的一种“迫不得已”？

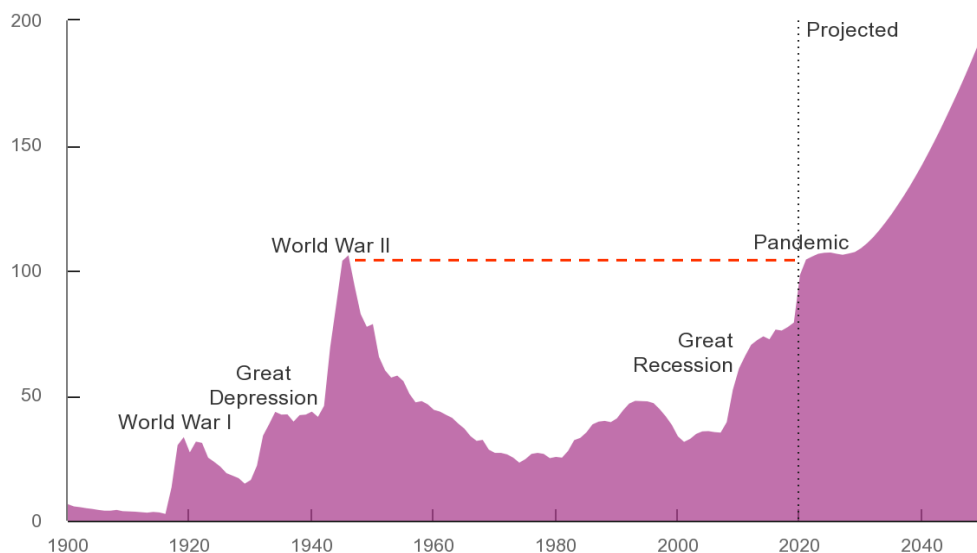
一、美国国家债务或有“远虑”

2020年新冠疫情冲击下美国联邦债务率急剧攀升。2020年公共持有的美国联邦债务（debt held by public，下文简称“公共持债”，指个人、公司、州或地方政府、联邦储备银行、外国政府和美国政府以外的其他实体持有的所有联邦债务，不包括州和地方政府债务）总额达到21万亿美元，比2019年增加了4.2万亿；同比增长25%，增幅仅次于2009年的30%，2013-2019年同比平均仅增长6%。2020年美国联邦债务率（公共持债总额/GDP）达100.1%，2019年债务率仅为79.2%。2020年联邦债务率已经接近二战时期106%的历史高位（图表1）。

图表1 2020年美国联邦债务率（公共持债占GDP比重）接近二战时期的历史高位

Federal Debt Held by the Public, 1900 to 2050

Percentage of Gross Domestic Product

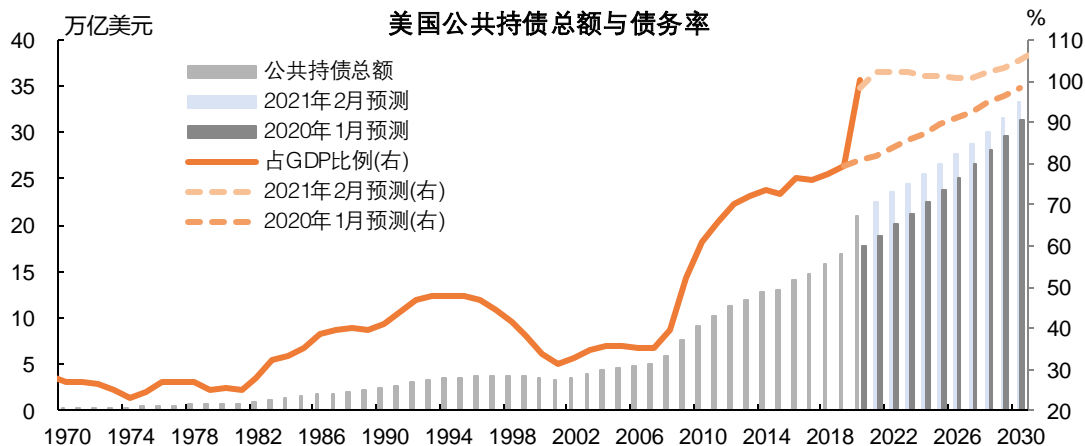


资料来源: CBO, 平安证券研究所

CBO 预测未来美国联邦债务仍将惯性增长。二战后，美国经济高速增长，1947-1960 美国名义 GDP 平均增速为 6.5%，经济体量的增加使债务率显著下降。但当前的美国很难回归类似高增长阶段。新冠疫情前，美国债务率已然高企、并呈上升趋势，美国国会预算办公室（CBO）在疫情前（2020 年

1月)预测,2030年美国债务率将升至98%。2020年新冠疫情让政府债务处境“雪上加霜”,CBO在疫情后(2021年2月)预测,未来十年美国债务率将保持在100%以上,2031年将升至107%、超过二战时期水平(图表2)。

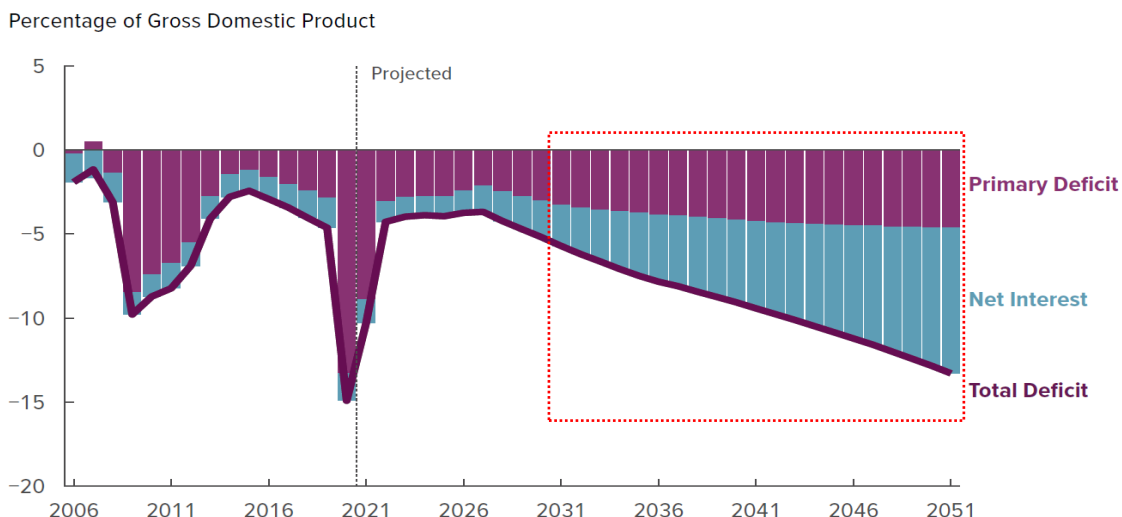
图表2 新冠疫情后, CBO 预计美国公共持债总额与债务率将继续攀升



资料来源: CBO, 平安证券研究所

中长期看,债务积聚加剧偿债压力,预计2030年以后美国联邦政府债务利息支出将直线上升。据CBO在2021年3月的长期预算展望,2021年美国赤字水平仍将维持高位,之后几年将回归至正常水平(5%以内);然而2030年以后,随着利率水平回升,美国联邦债务的利息净支出将迅速增加,财政赤字率将急剧攀升。CBO预计,2032-2041年和2042-2051年的两个十年里,平均净利息支出占美国GDP比重将分别达到4%和7%,相应财政赤字率将被推升至7.9%和11.5%(图表3)。预计2051年美国联邦利息支出占GDP的8.6%,联邦总支出将占GDP的31.8%,为二战以来的最高水平(二战后的三年里联邦总支出占GDP的40%以上)。

图表3 2030年以后美国联邦政府净利息支出可能直线上升,继而推升财政赤字率



资料来源: CBO (The 2021 Long-Term Budget Outlook), 平安证券研究所

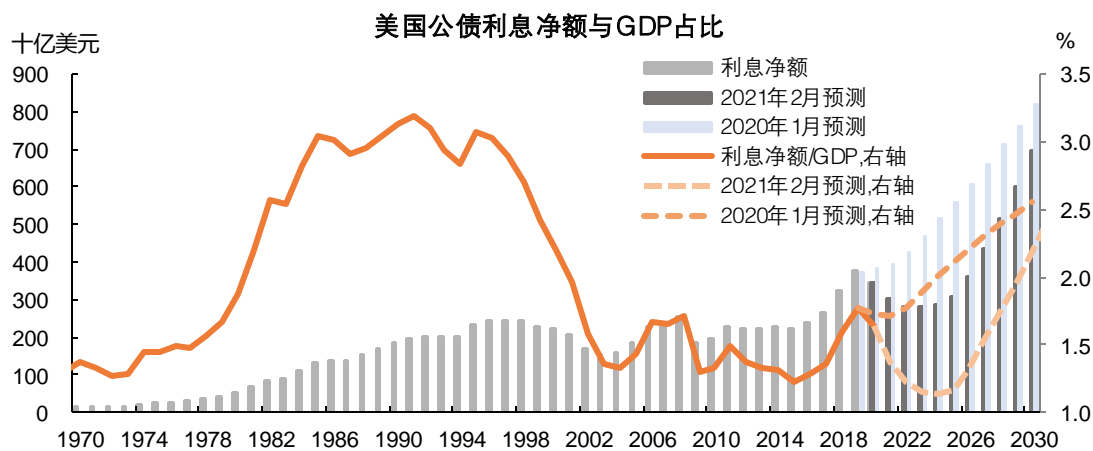
二、美国国家债务暂无“近忧”

疫情后，美国联邦债务规模的扩大，可能进一步加剧美国长期债务付息压力。但由于：1) 疫情后美国利率水平大幅下降（且可能持续一段时间）；2) 美国财政部主要通过低成本的短端国债向公众融资；3) 新增中长期国债主要由美联储持有，而美联储将向财政部上缴利息收益；4) 未来美国经济增长率高于政府融资净利率；5) 外债付息压力并未加剧等原因，我们认为，至少在未来十年里，美国政府债务暂无“近忧”。

1. 利息净额不升反降

由于低利率，2020年美国联邦政府利息净额（net interest）不升反降，且“低利率福利”或持续数年。2020年3月“美元荒”后，美联储“一步到位”将基准利率降至0-0.25%，美债利率跳水并全年持续低位。2020年10年美债利率年均仅为0.9%（疫情前CBO预测值为1.9%），而2019年为2.1%。未来数年，考虑到美联储将以缓慢节奏调整基准利率，例如在2023-2024年开始加息、2026年以后可能才能回归疫情前水平。这意味着，未来一段时间美债利率将维持低位。据CBO在2021年2月的预测，2021-2026年美国联邦政府利息净额（2800-3600亿美元）均低于2019年水平（3750亿美元）。比较BO在疫情前后的两次预测，即使疫情后美国政府债务总量急剧攀升，但未来10年需要支出的净利息总额均少于疫情前的基准预测水平（图表4）。因此，至少未来10年，美国政府债务付息压力并未因债务总量上升而加大。

图表4 2020年美国联邦利息净额及其GDP占比均下降，且“低利率福利”可能持续数年

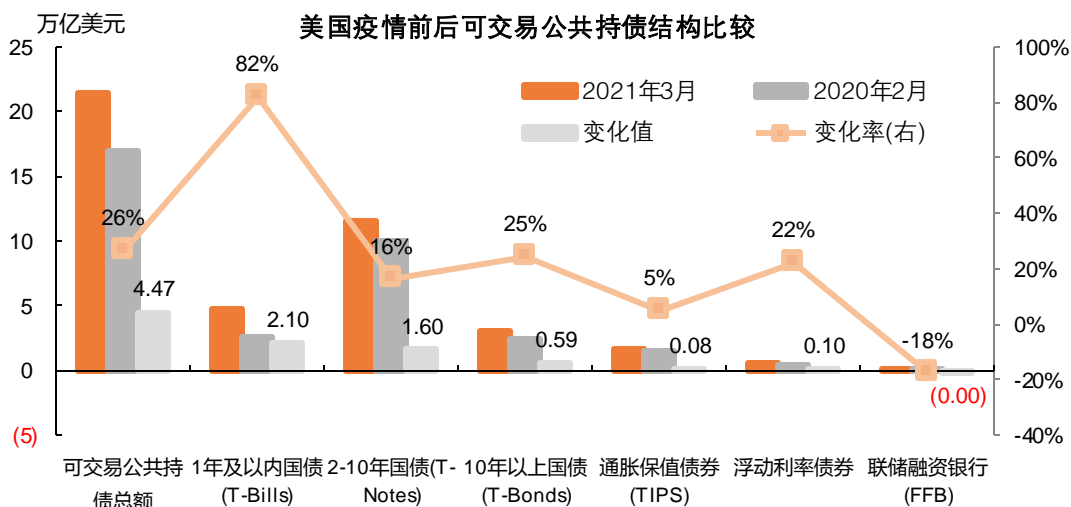


资料来源: CBO, 平安证券研究所

2. 新增债务集中于短端

新冠疫情后美国联邦政府主要增发短端国债（T-Bills）以配合临时性财政支出。2020年2月至2021年3月，市场上共增加4.5万亿美元的可交易公债，增幅为26%。其中，1年期及以内的短端国债（T-Bills）增加了2.1万亿，增幅为82%，约占新增发公债总量的“半壁江山”；2-10年（包括10年期）的中长期国债（T-Notes）增加了1.6万亿，增幅仅为16%；10年期以上超长端国债（T-Bonds）仅增加0.6万亿，其余类型债券增加不到0.2万亿（图表5）。

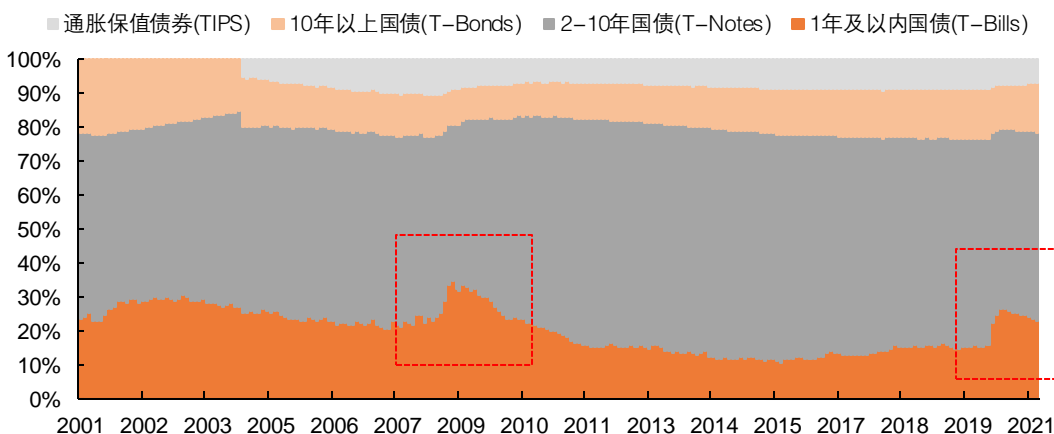
图表5 新冠疫情后美国联邦政府主要增发短端国债 (T-Bills)



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

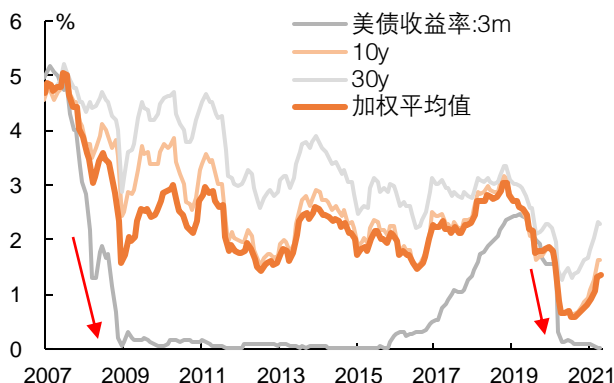
短债比例扩大叠加利率下行，降低了美国政府举债的平均成本。2008年次贷危机后，美国政府亦大幅增加了短端国债的增发比例（图表6）。一方面，考虑到危机后的财政支出多为“一次性”的，以短债筹资可以更加灵活、方便政策退出；另一方面，危机后美联储通常会降息，而短端国债利率更贴近基准利率，能够跟随政策利率保持低位，因此增发短债可大幅压低利率成本。2000年以来，美国政府利息净额占GDP比重保持在2%以下。而2009-2017年期间，该数字保持在1.5%以下，这与该时期短端国债利率的低水平有关（图表7）。2021年以来，美债收益率曲线趋陡，短端利率进一步下行。我们根据美债结构变化，将3m、10y和30y美债进行加权平均得到“平均成本利率”估算值。该值在历史上靠近10y利率，但2021年以来低于10y利率、且差距逐步扩大（图表8）。

图表6 2008年次贷危机和2020年疫情冲击后，美国均大幅增加短端国债发行比例



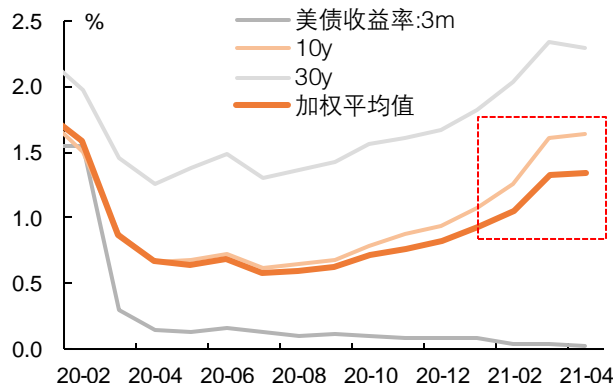
资料来源: CEIC, 平安证券研究所

图表7 2008年和2020年美债短端利率均显著下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 2021年以来美债短端利率进一步下行, 压低美国联邦政府平均偿债成本

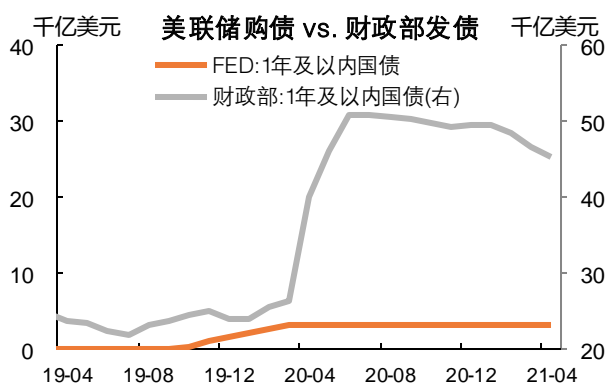


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3. 新增中长端美债主要由美联储持有

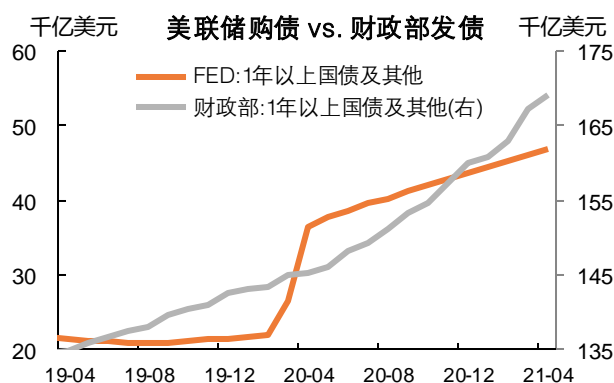
疫情以来, 美联储基本上买走了财政部增发的全部中长期国债。美联储在 2020 年 3 月后推出“无限量”QE, 5 月后维持每月 800 亿美元的国债购买。2020 年 2 月至 2021 年 3 月期间, 美联储共增持国债 2.5 万亿美元, 约占美国财政部新增债务总量的 55%。其中, 美联储增购的基本上是中长期国债 (1 年以上), 规模达 2.2 万亿, 基本等于同期财政部增发的中长期国债 (图表 9)。自 2020 年 3 月降息后, 美联储放弃短端国债的购买, 截至目前仅持有 3260 亿美元, 即财政部在 2020 年 2 月之后累计增发的 2.1 万亿美元短端国债, 基本上全部流入市场 (图表 10)。这意味着, 美国财政部正在享受极低成本的私人部门融资, 且同时, 美联储的大规模买入进一步控制了中长端美债利率, 压低了中长期的债务融资成本。

图表9 疫情后美国财政部增发的中长期国债几乎全被美联储持有



资料来源: CBO, FED, 平安证券研究所

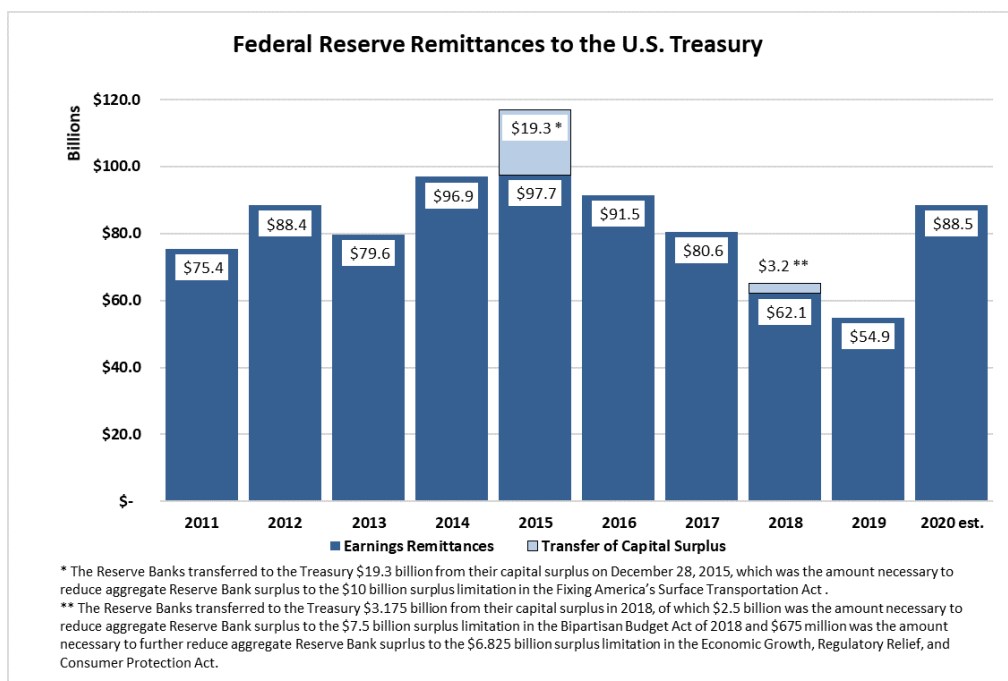
图表10 疫情后美国财政部增发的短期国债大部分流入市场



资料来源: CBO, FED, 平安证券研究所

而且, 美联储将把持有国债所得利息净收益上缴财政部, 意味着新增中长期国债几乎“零成本”。美联储作为非盈利机构, 其利润 (即持有各类国债所得利息收入扣除成本后) 需上缴国库。据美联储在 2021 年 1 月估算, 2020 年美联储净利润达 888 亿美元, 向美国财政部上缴利润 885 亿美元, 比 2019 年多上缴 336 亿美元 (图表 11)。这意味着, 疫情后增发的中长期国债, 对于财政部而言可能都是“零利率”融资, 财政部中长期债务平均成本进一步下降。

图表11 美联储每年将持债所得净收益上缴美国财政部

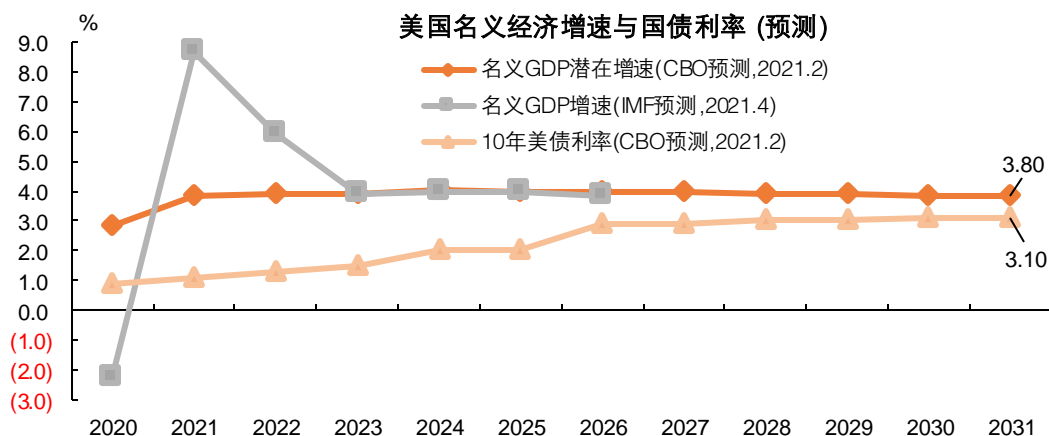


资料来源: FED, 平安证券研究所

4. 美国经济增长率高于美债利率

未来十年，美国 GDP 名义增长率或高于美国财政部发债的平均利率，美国债务可持续性的前景并不悲观。CBO 在 2021 年 2 月预测，美国未来十年（2021 年以后）名义 GDP 潜在增长率基本保持在 3.8-4.0% 区间。IMF 在今年 4 月更新预测，预计 2021 和 2022 年（由于低基数原因）美国名义 GDP 增速分别为 8.65% 和 5.92%，2023-2026 年名义增速可保持在 3.86-3.96% 区间。而据 CBO 预测，2020-2030 年左右 10 年美债利率最高仅能达到 3.1%（图表 12）。而且，考虑到 10 年美债利率一般高于美国财政部发债的平均利率（图表 7）、尤其在 2020 年美联储降息之后（图表 8），美国联邦政府实现债务可持续所对应的名义 GDP 增长下限还能进一步放松。因此保守估计，如果未来美国名义 GDP 增速能够保持在 3% 以上，经济体的增长就能覆盖美国债务净利息支出的增长，即实现美国联邦政府的债务可持续。

图表12 未来十年，美国名义经济增速预计将高于 10 年美债利率

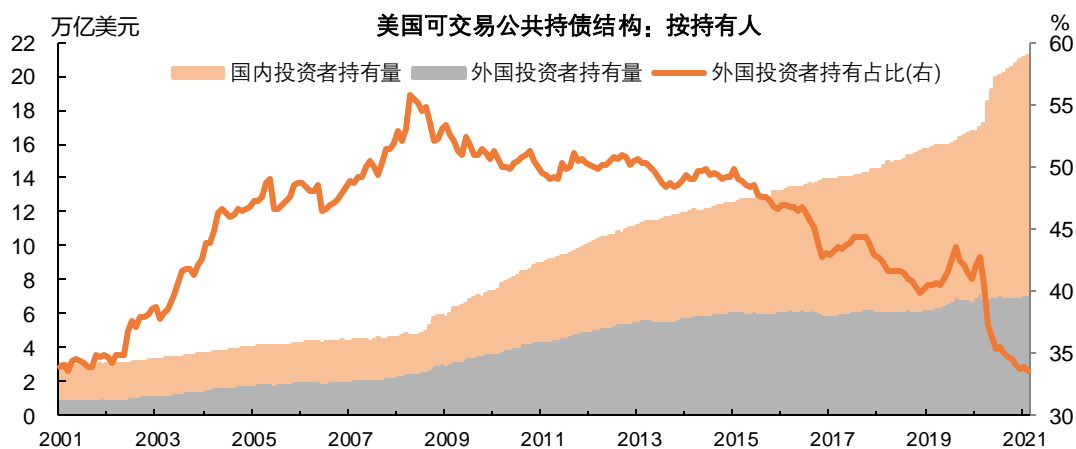


资料来源: CBO, IMF, 平安证券研究所

5. 美国外债付息压力并未加剧

与次贷危机后不同，2020年增发的美债大部分被美国国内投资者持有，外债付息压力进一步减小。通常而言，外国投资者持有的债务更受公众关注。原因在于，支付给外国投资者的利息是“泼出去的水”，难以收回；而支付给国内投资者的利息，或可通过加税等财政手段加以缓解。2008-2010年次贷危机后，美国大举增发债务，而外国投资者亦相应增加了购债规模，外资持债比例保持在50%以上；之后十年里，美国债务规模扩张速度持续高于外资购债速度，外资持有美债占比呈下降趋势，2019年已降至40%。2020年新冠疫情以后，虽然大量新增美债流入市场，但外资持有规模未出现明显增长，基本保持在7万亿美元水平，致使外国持有美债的占比由疫情前的43%，急剧下降至2021年年初的34%（图表13）。考虑到美债利率降低，可以判断美国在疫情后的债务扩张并未加剧外债付息压力。

图表13 美债的外资持有占比自次贷危机以来呈下降趋势，疫情后更急剧下降



资料来源: Wind, CEIC, 平安证券研究所

三、10年美债利率上行影响有限

2021年一季度10年美债利率上行节奏或超CBO预测，但由于美国财政部融资的净利率低于10年美债利率，我们测算，2021年10年美债利率平均上升至1.65%，美国财政部净利息支出仍可持平于疫情前（未增发债务时期）的预测水平。且考虑到美联储的配合，10年美债利率上行的影响有限。

1. 10年美债利率上行节奏或超CBO预测

2021年一季度10年美债利率快速攀升，进一步引发市场对美国政府偿债压力的担忧。10年美债利率是美国中长期国债利率的锚。2021年2月以来，10年期美债利率快速攀升，2个月时间里利率最大涨幅达到70bp（图表14）。

图表14 2021年2月以来10年期美债利率快速攀升

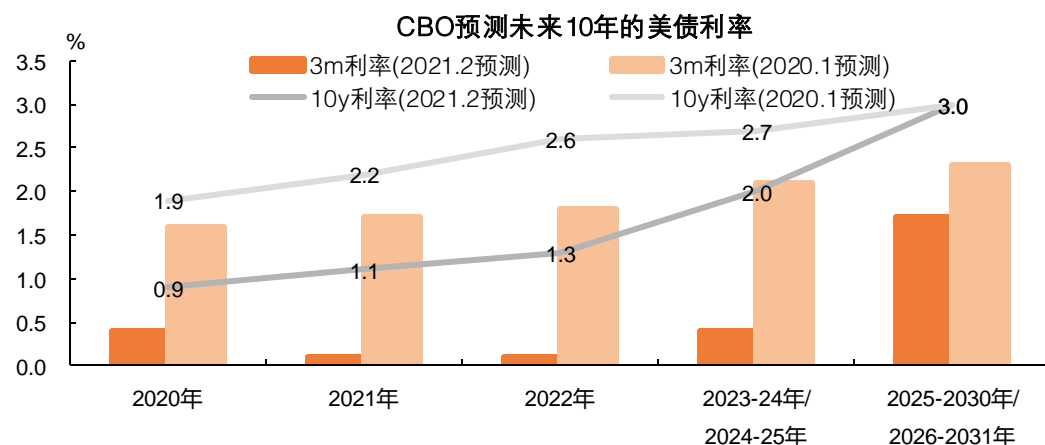


资料来源: Wind, 平安证券研究所

CBO 在疫情后预测, 未来 10 年长短端美债利率可能显著低于疫情前的预测水平。CBO 在疫情前 (2020 年 1 月) 测算, 预计美国联邦基金平均利率在 2025 年和 2030 年将分别达到 2.4% 和 2.6%, 对应 3 个月期美债约为 2.3-2.4%、10 年期美债约为 2.8%-3.1%。相应地, 2021-2025 年美国利息净额及占 GDP 比重均为 4700 亿美元和 1.90%, 2026-2030 年这两个数字分别为 7100 亿美元和 2.38%。CBO 在疫情后 (2021 年 3 月) 最新预计, 未来随着经济复苏以及利率水平上升, 2021-2025 年期间 10 年美债利率平均为 1.6%, 2026-2031 年期间为 3.0% (图表 15)。相应地, 2021-2025 年美国利息净额及占 GDP 比重均为 2900 亿美元和 1.21%, 2026-2030 年这两个数字分别为 5200 亿美元和 1.75%。

有观点认为, **CBO 在 2021 年 2 月的测算低估了 10 年美债利率上行的速度, 因此美国实际债务压力不容乐观。**例如, CBO 在 2021 年 2 月预计 2021 年和 2022 年 10 年美债利率分别为 1.1% 和 1.3%, 但 2021 年 3 月和 4 月这一利率平均已达 1.61% 和 1.64%。

图表15 疫情后美债长短端利率均可能长期低于疫情前的预期水平



资料来源: CBO, 平安证券研究所

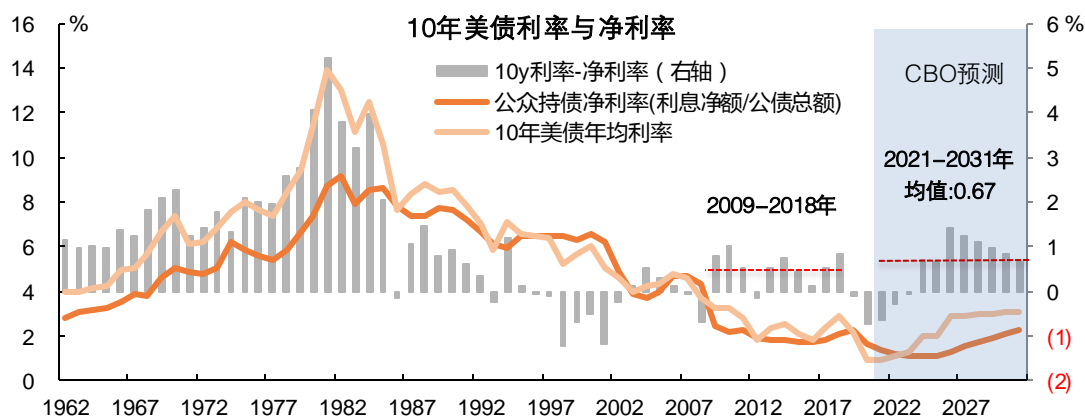
2. 10 年美债利率及对应的联邦利息净额测算

我们测算，即使 2021 年 10 年美债利率平均升高至 1.6-1.7%，由于去年美联储降息后短端利率可能长期维持低位，美国联邦政府债务付息压力可能不会明显高于疫情前的预期水平。

第一，在控制短债利率后，10 年美债利率与财政部融资净利率的相关系数仅为 0.75。

首先需注意，10 年美债利率不等于美国联邦政府融资的“净利率”。一般认为，10 年美债利率是各期限国债利率的锚，10 年美债利率上行，将带动各期限美债利率同步上行，加大财政利息支出、继而加大利息净额支出。但实际上，10 年美债利率与美国联邦政府融资的净利率（即最终支付的净利息占债务总额比例）并非完全相关。从数据上看，1986 年以前 10 年美债利率与“净利率”差额可达到 2-5 个百分点；1986 年以来这一差值平均为 20bp；次贷危机后的十年（2009-2018 年）平均为 54bp。根据 CBO 预测的 10 年美债利率、利息净额和公债总额，预计疫情后的十年里（2021-2031 年）该数字平均为 67bp（图表 16）。

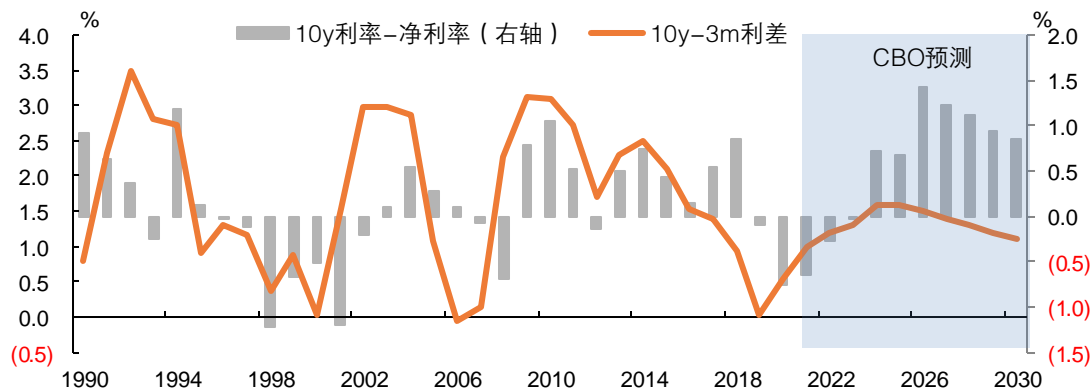
图表 16 10 年美债利率与美国联邦政府支付的“净利率”之间存在系统性差异



资料来源: CBO, 平安证券研究所

10 年美债利率与美国联邦政府支付的“净利率”的差异，最主要源自长短债利差。1990 年以来的数据体现了它们的相关性，即短端利率较低、10 年美债利率与短端利率的利差较大时，加上部分时期美国联邦政府新增债务可能更集中于短端，10 年美债利率与“净利率”的利差通常会相应扩大（图表 17）。此外，10 年美债利率上行可能增加部分财政收入（例如助学贷款利息收入等），继而进一步减少政府的利息净支出。我们以 1990-2020 年数据进行 OLS 回归分析得到： $(10y-净利率) = 0.25 * (10y-3m) - 0.3$ ，相关系数具有显著性（ $P=0.016 < 0.05$ ）。因此，在控制 3m 利率不变后，净利率与 10y 的相关系数为 0.75。

图表 17 10 年美债利率与美国联邦政府支付的“净利率”的差异主要源自长短债利差

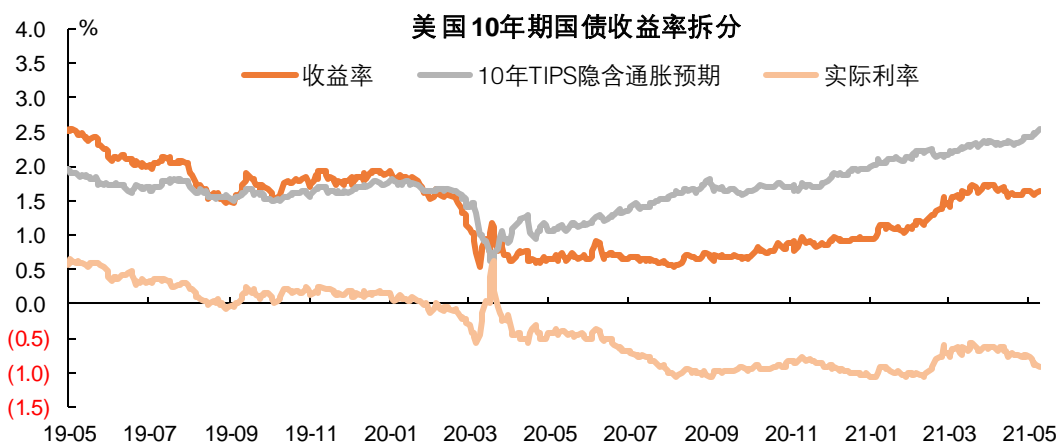


资料来源: CBO, 平安证券研究所

第二，我们测算，即使考虑 10 年美债利率上行，2021 年美国联邦债务利息成本可能不会显著超过疫情前的预测水平。

2021 年 4 月以来 10 年美债利率走势趋于钝化，预计全年平均值为 1.6-1.7%。2021 年 2-3 月 10 年美债利率上行斜率较陡、一度升破 1.7%，但之后在美联储的政策引导下，美债利率上行节奏放缓，甚至在 4 月上旬出现下行，近期利率稳定在 1.6% 附近。拆分来看，近一个月 10 年期 TIPS 利率（实际利率）平均约为 -0.8%，而隐含通胀预期（名义利率-实际利率）平均为 2.39%，符合美联储的引导，美联储 3 月公布的 2021 年通胀指标（PCE）同比预测中值为 2.4%（图表 18）。我们认为，如今的美联储十分注重与市场沟通，即使 2021 年下半年美联储释放有关削减 QE 的信号，10 年美债利率或出现上行、但走势可能保持相对平稳。且由于年初 10 年美债利率仍处于低位，1 月和 2 月平均利率为 1.08% 和 1.26%，1-4 月均值为 1.4%，我们预计 2021 年 10 年美债平均利率为 1.6-1.7%。

图表 18 2021 年 4 月以来 10 年美债利率走势趋于钝化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

假设 2021 年 10y 利率平均升至 1.7%（比 CBO 预测高 60bp），3m 利率走势则如 CBO 预测（维持低位），那么按照上述拟合方程（10y-净利率）= 0.25*（10y-3m）-0.3，预计相应“净利率”仅会增加 0.75*60bp=45bp。2021 年美国公共持债规模预计为 22.5 万亿美元，则 2021 年美国联邦政府因美债利率上行而多支付的利息净额约为 1000 亿美元。而全年利息净额为 4040 亿美元，相比 CBO 疫情前预测 2021 年的利息净额为 3940 亿美元，仅多出 100 亿美元（图表 19）。换个角度来看，如果 2021 年美国联邦政府需要支付的利息净额与疫情前的预测值持平，那么 10 年美债利率平均可以升高至 1.65%。

图表 19 10 年美债利率变化与美国联邦债务利息净额测算

年份	CBO2021 年 2 月预测				利息净额						CBO2020 年 1 月预测
	公共持债总额 (十亿美元)	利息净额 (十亿美元)	净利率 (%)	10 年美债利率基准 (%)	10 年美债利率情景假设 (%)						
					1.3	1.5	1.6	1.7	2.0	3.0	
2021	22,461	303	1.3	1.1	337	370	387	404	455	623	394
2022	23,541	282	1.2	1.3	282	317	335	352	405	582	424
2023	24,547	278	1.1	1.5	242	278	297	315	371	555	470
2024	25,488	284	1.1	2.0	150	189	208	227	284	475	515
2025	26,559	306	1.2	2.0	167	207	227	246	306	505	561
2026	27,596	361	1.3	2.9	30	72	92	113	175	382	609

2027	28,702	435	1.5	2.9	91	134	155	177	241	457	658
2028	30,162	516	1.7	3.0	131	176	199	221	289	516	711
2029	31,593	597	1.9	3.0	194	242	265	289	360	597	761
2030	33,331	695	2.1	3.1	245	295	320	345	420	670	819
2031	35,304	799	2.3	3.1	323	376	402	428	508	773	-

资料来源: CBO, 平安证券研究所测算

此外, 考虑到美联储是新增发的中长期美债的主要持有人, 这意味着中长端利率上行以及相应的利息压力, 可能并不会最终落在美国财政部肩上。综合来看, 10年美债利率走势对美国财政部的偿债压力是较为有限的。这也进一步支持我们的判断——美国国家债务暂无“近忧”。

四、结论与延伸

站在长期视角(未来 10-30 年), 现阶段美国国家债务的急剧膨胀, 随着未来美债利率水平的回升, 势必加剧美国联邦政府付息成本与偿债压力。然而, 当前的低利率环境、以及长债利率回升过程中平均利率仍处低位, 可能带来持续 5-10 年的“低利率福利”, 即美国联邦政府利息净额及占 GDP 比重有望持续低于疫情前的预期水平。此外, 美国经济增长潜能以及有限的外债负担, 使美国国家债务的可持续性前景并不悲观。更为重要的是, 美国财政部和美联储的配合十分“默契”: 一方面, 美国财政部积极以极低的短端利率向公众融资, 另一方面, 美联储承包了绝大部分新发的中长期国债。这使美国联邦政府基本能够完全“消化”新增债务(即不额外负担新发债务的利息成本)。

基于上述结论, 值得进一步思考的第一个问题是, 美联储是否有必要长期维持资产购买?

我们的答案倾向于否定。

第一, 美联储已经通过降息和 QE 帮助财政部节约了大量债务成本。例如, 虽然目前财政部新发中长期国债的速度仍快于美联储购债速度(如图表 9 所示), 但截至 2021 年 3 月, 美联储已经持有了美国财政部所有新发的非短端国债(包括中长期国债、TIPS、浮动利率债券等), 可谓“仁至义尽”。

第二, 目前美国财政部的处境可能比疫情前更“舒服”。美国政府在债务问题上的应对思维可能是“能省则省”, 且考虑到存量(即非美联储持有量), 利率上升仍会增加财政部需要支付给公众的利息支出。但如我们测算, 2021 年 10 年美债利率即使平均升至 1.65%, 联邦政府的净利息支出水平仍持平于疫情前的预期水平。且其中新增中长期国债的利息, 由于被美联储持有, 将最终返还财政部。

第三, 我们认为, 美联储对美国财政部的帮助, 可能更多是一种“顺水推舟”, 而非“两肋插刀”。2021 年 3 月 29 日美联储理事沃勒(Christopher Waller)发表演讲时表示:“赤字融资和偿债问题没有、且永远不会出现在我们的政策决策中”。这体现, 美联储十分重视自身的独立性, 或者至少重视公众对美联储独立性的信任, 所以在配合财政部上至少不会“明目张胆”。尤其当美国经济复苏加速、甚至存在过热风险时, 美联储确有可能“绝情”地选择缩减购债规模、甚至加息。正如达拉斯联储主席卡普兰在 4 月 9 日、4 月 30 日和 5 月 6 日等多次讲话中, 坚定支持美联储尽早开始讨论 Taper。

第二个问题是, 拜登政府的加税计划有多大程度上是为了缓解政府的债务压力?

事实上, 在特朗普实施大规模减税政策、且美国政府债务持续上升的时期, 公众早已对美国债务问题有所担忧。而未来 8-10 年里, 拜登推行大规模基建计划, 必然意味着国家债务增速很难下降。我们认为, 在美国国家债务压力暂无“近忧”的背景下, 拜登政府的加税计划或许并非“不得以而为之”。考虑到其能一定程度上支撑基建计划下的财政支出, 且能宣示其“劫富济贫”的意识形态与执政理念, 这一“锦上添花”之举, 拜登政府有什么理由不祭出呢? 何况还能“以牙还牙”地让美国共和党内所谓的财政“鹰派”们闭嘴。

五、风险提示

- 1、美国通胀上行节奏超预期，继而 10 年美债利率上行速度超预期；
- 2、美联储的独立性不及预期，继而维持资产购买的积极性超预期；
- 3、拜登政府在财政方面所受政治压力超预期，继而其推动加税计划的积极性超预期。

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，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 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 2021 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

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
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033