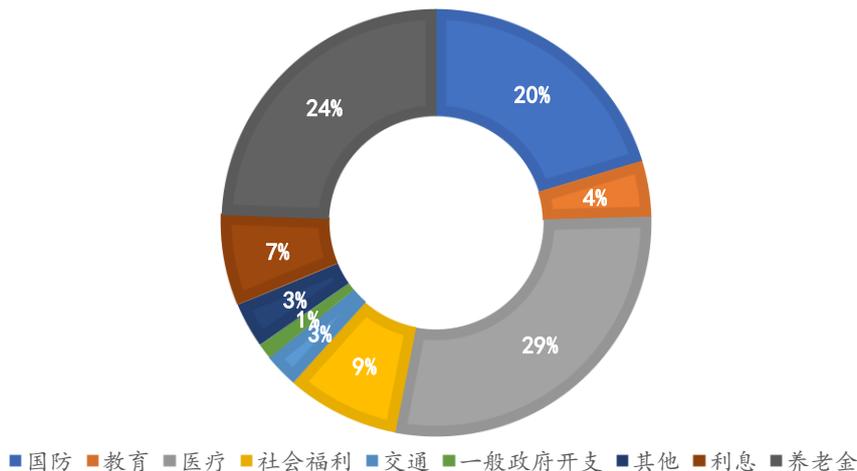




## “纸牌屋”再演：市场会如何定价“债务僵局”

美国联邦政府2023年预算开支



数据来源：Bloomberg，国泰君安国际。

- 美国债务上限的讨论再度影响市场的信心。美国财政部长珍妮特·耶伦 (Janet Yellen) 最近表示，美国政府将触及目前的借款上限。这成为了又一次政治肥皂剧的导火索。
- 整体而言，市场并不担心美国政府会失去融资功能甚至违约，但两党短期达成协议的可能性较小，这意味着美国财政部将在这段时间内丧失融资能力，并需要动用其存放在美联储的储备资金。
- 市场目前主要定价是基于以下几个方面：首先，债务上限的谈判大概率将陷入僵局，这意味着财政部在短期内将丧失融资功能，这一方面可能会影响美国经济的增长，另一方面也意味着债券的供应将出现下降。风险偏好的下降和债券供给的萎缩，意味着**债券市场将成为避险资金的避风港**。
- 第二，财政部短暂丧失融资功能，并不意味着美国政府将完全无钱可花，由于美国财政部在美联储的一般账户中仍然有约 4,000 亿美元的资金，耶伦仍然可以用这些资金来避免政府的停摆。这些资金被使用于政府的日常开销（比如说公务员工资），也意味着资金从中央银行系统转入商业银行系统，因此会带来存款准备金的上升，这也会维持并改善美元的流动性。在流动性充裕的状况下，美元的利率也将进一步下行。
- 第三，美元的利率下行，意味着美元存在下行的压力。但如果避险情绪进一步传导至全球市场，美元则可能受到避险需求的推动。从这个角度而言，如果海外有更好的资金去向，那么美元则会进一步贬值，但如果海外风险资金也没有走强的动力，则美元会受到支撑。目前而言，欧洲经济前景有所好转，日元则因为 YCC 政策调整预期而受到支撑，因此美元下行仍然是基准情境。

## “纸牌屋”再度上演

美国债务上限的讨论再度影响市场的信心。美国财政部长珍妮特·耶伦(Janet Yellen)最近表示,美国政府已经在1月19日触及目前的借款上限31.4万亿美元,财政部将开始实施所谓的非常规措施,以在整个春季管理政府的现金流。这成为了又一次政治肥皂剧的导火索。整体而言,市场并不担心美国政府会失去融资功能甚至违约(或者说这仍然是一个极小概率事件),但两党短期达成协议的可能性较小,这意味着美国财政部将在这段时间内丧失融资能力,并需要动用其存放在美联储的储备资金。

什么是债务上限?这是指美国国会限制政府可以借款的金额,一旦达到上限,国会必须通过决议,上调或暂停债务上限,财政部才能发行更多债券。由于美国政府一直以高额年度赤字运行,所以必须定期解决债务上限的问题。如果美国政府不能借款来帮助支付各项到期账单,将不得不暂停某些退休金的支付,暂缓发放或削减士兵和联邦工作人员的工资,或推迟支付利息,这将构成违约。

最近的一次债务上限的谈判发生在2021年,当时民主党控制着参众两院,因此整体债务上限的谈判并没有掀起太大的波澜,但由于共和党在去年的中期选举后操纵了众议院,这也意味着本次关于债务上限的谈判将大概率成为一场冗长的政治肥皂剧。

## 共和党意在借力

可以预见的共和党和民主党的再次缠斗势必将本次债务上限之争推迟至今年下半年,而关于债务上限的所有担忧很容易让人回忆起2011年那场旷日持久的两党之争,并最终导致了美国的主权评级被调降。

从拜登政府的角度而言,债务上限谈判只是两党争斗中的常态操作,在2021年债务上限被触及之时,白宫也特别提到,所谓的“债务上限”并非一个前瞻数据,而是根据各项收入和支出预算大致推算出的数字,换言之,债务上限被不断触及是一个常态。

由于共和党的众议院领袖麦卡锡才刚上任,其贸然在债务上限问题上与拜登政府达成妥协,并不符合希望通过本次谈判来换取更大利益的政治初衷。因此市场开始担忧旷日持久的债务上限谈判重演,而这正基本符合中期选举以来大致的美国政治脉络,从某种程度上而言,美国两党除了在中国议题上存在着一致,在几乎所有其他的议题上都免不了一番争斗。

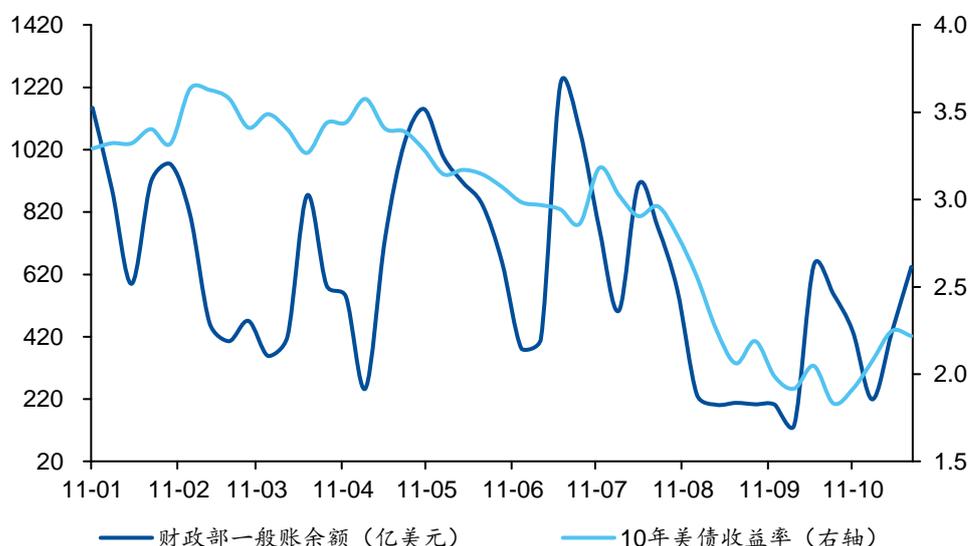
## 市场如何定价?

市场目前主要定价是基于以下几个方面:首先,债务上限的谈判大概率将陷入僵局,这意味着财政部在短期内将丧失融资功能,这一方面可能会影响美国经济的增长,另一方面也意味着债券的供应将出现下降。风险偏好的下降和债券供给的萎缩,意味着债券市场将成为避险资金的避风港。

第二，财政部短暂丧失融资功能，并不意味着美国政府将完全无钱可花，由于美国财政部在美联储的一般账户中仍然有约 4,000 亿美元的资金，耶伦仍然可以用这些资金来避免政府的停摆。这些资金被使用于政府的日常开销（比如说公务员工资），也意味着资金从中央银行系统转入商业银行系统，因此会带来存款准备金的上升，这也会维持并改善美元的流动性。在流动性充裕的状况下，美元的利率也将进一步下行。

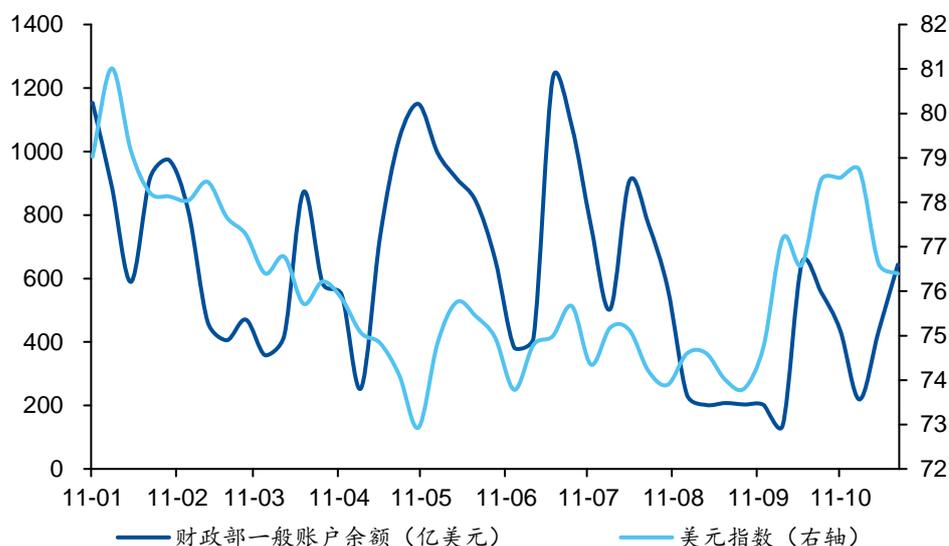
第三，美元的利率下行，意味着美元存在下行的压力。但如果避险情绪进一步传导至全球市场，美元则可能受到避险需求的推动。从这个角度而言，如果海外有更好的资金去向，那么美元则会进一步贬值，但如果海外风险资金也没有走强的动力，则美元会受到支撑。目前而言，欧洲经济前景有所好转，日元则因为 YCC 政策调整预期而受到支撑，因此美元下行仍然是基准情境。

图 1：2011 年债务上限谈判期间美债走势



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际。

图 2：2011 年债务上限谈判期间美元指数走势



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际。

## 2011 年债务上限谈判时间轴

### 事件背景

**2011 年 1 月 6 日**，美国财政部致信国会表示，美国债务规模在近期将达到法定上限，如不能尽快调高这一限制，美国政府将出现债务违约。

**4 月 13 日**，美国总统奥巴马提议成立一个由副总统拜登领导的专门委员会，就削减赤字和提高债务上限进行谈判。委员会在 5 月初举行首次会议。但两党在是否增税、是否接受短期解决方案等焦点问题上争论激烈，难以达成共识。

**5 月 16 日**，美国债务达到法定上限 14.29 万亿美元。当月，财政部开始采取非常规措施管理财政，以使政府债务在最后期限 8 月 2 日到来前不至“断供”。

### 谈判进程

**6 月 27 日**，美国总统奥巴马与国会参议院领导人就提高债务上限举行会谈。此后，奥巴马就债务上限问题多次会见国会两党领导人，但成果有限。共和党近乎一致反对加税，认为解决赤字问题只能通过大幅削减开支，但大部分民主党人则认为必须加税，谈判一度陷入僵局。

**7 月 21 日**，由来自民主和共和两党的 6 名国会参议员提出了“6 人帮”方案，提议在未来 10 年通过填补税务漏洞和结束部分赋税优惠，以及大幅削减国防、医疗保健项目开支等手段，减少 3.75 万亿美元赤字。

**7 月 25 日**，国会两党分别提出各自提高债务上限的方案。共和党方案主张实行“两步走”，即先将借款上限提高 1 万亿美元，然后到 2012 年 1 月进行第二轮谈判，讨论在今后 10 年内削减赤字并再次将债务上限调高 1.5 万亿美元，这意味着奥巴马政府在 2012 年大选前将再次面临谈判。参议院民主党领袖里德提出，要求一次性将债务上限提高 2.4 万亿美元，并削减赤字 2.7 万亿美元，且不包含共和党坚决反对的增税条款。相比之下，民主党一步到位的方案更符合白宫利益。

**7 月 29 日**，美国众议院就共和党方案进行投票表决。虽然方案以微弱优势通过，但在当天交付参议院表决时遭到否决。

**7 月 30 日**，由共和党控制的众议院投票否决了民主党方案。

**7 月 31 日**，经过谈判，两党在提高债务上限方面取得共识。根据协议，美国债务上限将至少被提高 2.1 万亿美元，并且政府在未来 10 年内将削减赤字 2 万亿美元以上。协议同时满足了两党的核心要求，即换届选举不受债务上限问题困扰且不向美国民众额外征税。

**8 月 1 日**，共和党主导的美国众议院以 269 票对 161 票通过提高美国债务上限和削减赤字的法案，未来 10 年将减少赤字 2.5 万亿美元，而且提高政府的举债上限至少 2.1 万亿美元，议案中没有民主党要求的加税和平衡预算。

**8 月 2 日**，民主党主导的美国参议院以 74 票对 26 票通过议案，随后美

国总统奥巴马签署议案，此次债务上限危机正式结束。

## 市场影响

**主权信用评级方面：**标普将美国主权信用评级降至 AA+，史上第一次下调美国信用评级。穆迪维持美国 AAA 主权信用评级。惠誉维持美国 AAA 主权评级，但评级展望为负面。

**对股市影响：**谈判期间，标普 500 指数整体震荡下行 2.0%。7 月 7 日达最高位 1,353.22 点，8 月 2 日奥巴马签署《预算控制法案》后达最低位 1,254.05 点，期间累计跌幅达 7.3%。

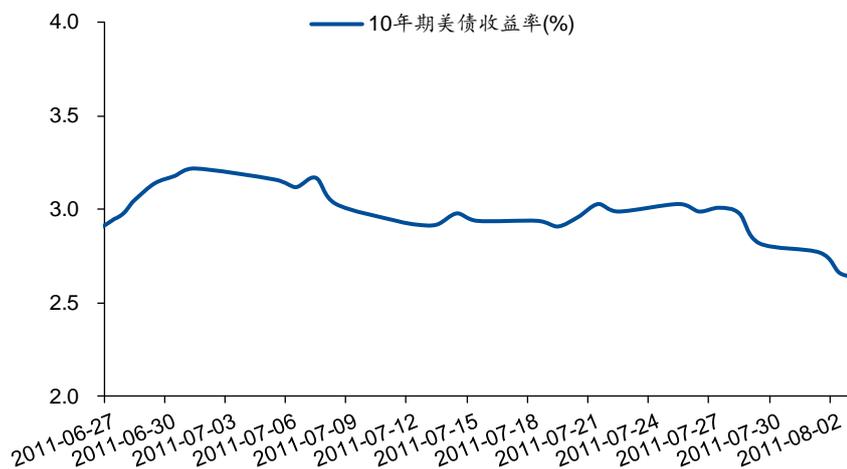
图 3：谈判期间，标普500指数整体震荡下行2.0%



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际。

**对债市影响：**谈判期间，美国 10 年期国债收益率维持震荡，累计下降 29 个基点。10 年期美债收益率一度于 7 月 1 日收于 3.22% 的高位，于 8 月 2 日奥巴马签署《预算控制法案》后收于 2.66 的低位，期间最大跌幅为 56 个基点。

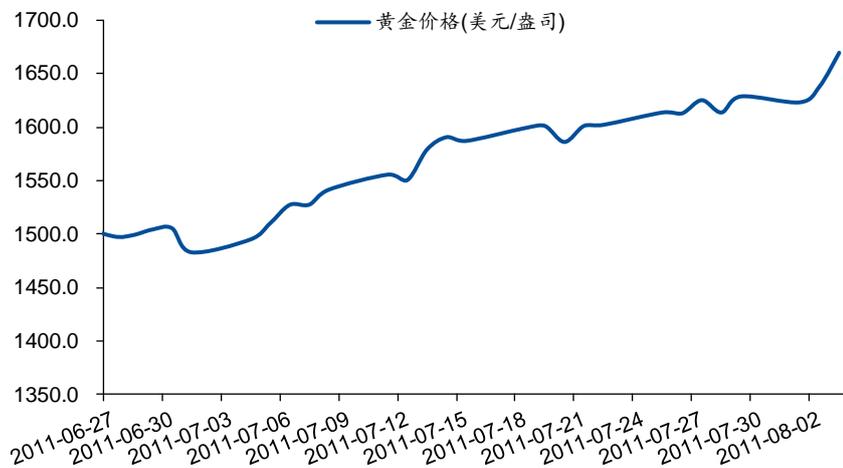
图 4：谈判期间，10年期美债收益率累计下降29个基点



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际。

**对黄金价格影响：**谈判期间，黄金价格持续呈上行走势，累计涨幅逾9.3%，于8月2日奥巴马签署《预算控制法案》后达到最高位1,637.75美元/盎司。

**图 5：谈判期间，黄金价格上涨9.3%**



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际。

**个股评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

**行业评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

**利益披露事项**

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除泸州银行(01983 HK)、顺丰房托(02191 HK)、晋商银行(02558 HK)、郑州银行(06196 HK)、亿华通(02402 HK)及远大医药(00512 HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的腾讯控股(00700 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、吉利汽车(00175 HK)、中国外运-H股(00598 HK)、交通银行-H股(03328 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、金山软件(03888 HK)、新创建集团(00659 HK)、商汤-W(00020 HK)、中国有色矿业(01258 HK)、乐享互动(06988 HK)、广汽集团-H股(02238 HK)、中国联塑(02128 HK)、合景泰富集团(01813 HK)、旭辉控股集团(00884 HK)、正荣地产(06158 HK)、哔哩哔哩-W(09626 HK)、碧桂园(02007 HK)、雅居乐集团(03383 HK)、龙光集团(03380 HK)、融创中国(01918 HK)、新世界发展(00017 HK)、新天绿色能源(00956 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、复星国际(00656 HK)、中国中免(01880 HK)、洪九果品(06689 HK)、科济药业-B(02171 HK)、民生银行-H股(01988 HK)、协鑫新能源(00451 HK)、周大福(01929 HK)、彩虹新能源(00438 HK)、金融街物业(01502 HK)、国美零售(00493 HK)、中海物业(02669 HK)、奥园健康(03662 HK)、金科服务(09666 HK)、雅生活服务(03319 HK)、甘肃银行(02139 HK)、兖矿能源(01171 HK)、滨海投资(02886 HK)、华南城(01668 HK)、中国旭阳集团(01907 HK)、移卡(09923 HK)、威高股份(01066 HK)、中梁控股(02772 HK)、四环医药(00460 HK)、重庆银行(01963 HK)、东方证券-H股(03958 HK)、中广核电力-H股(01816 HK)、中广核新能源(01811 HK)、中广核矿业(01164 HK)、江苏宁沪高速公路(00177 HK)、药明康德(02359 HK)、绿城中国(03900 HK)、泉峰控股(02285 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、奈雪的茶(02150 HK)、小米集团-W(01810 HK)、旭辉永升服务(01995 HK)、中石化冠德(00934 HK)、中石化炼化工程-H股(02386 HK)、上海石油化工股份(00338 HK)、中国石油化工股份-H股(00386 HK)、泡泡玛特(09992 HK)、晨鸣纸业(01812 HK)、理文造纸(02314 HK)、思摩尔国际(06969 HK)、中关村科技租赁(01601 HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有, 或将会为本研究报告所评论的联想集团(00992 HK)、中国移动-H股(00941 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、工商银行-H股(01398 HK)、中银香港(02388 HK)、中国银行-H股(03988 HK)、汇丰控股(00005 HK)、中国平安-H股(02318 HK)、中国人寿-H股(02628 HK)、腾讯控股(00700 HK)、快手-W(01024 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、中信证券-H股(06030 HK)、香港交易所(00388 HK)、银河娱乐(00027 HK)、长城汽车-H股(02333 HK)、友邦保险(01299 HK)、金沙中国有限公司(01928 HK)、瑞声科技(02018 HK)、舜宇光学科技(02382 HK)、国药控股-H股(01099 HK)、中国海洋石油(00883 HK)、药明生物(02269 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、美团-W(03690 HK)、中国铁塔-H股(00788 HK)、小米集团-W(01810 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、网易-S(09999 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、中芯国际(00981 HK)、阿里健康(00241 HK)、吉利汽车(00175 HK)、比亚迪股份-H股(01211 HK)、融创中国(01918 HK)、龙光集团(03380 HK)、中国奥园(03883 HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告内容既不代国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及之个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辦人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规则, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼  
 电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com