

你需要了解的美国债务上限 (一)

核心观点:

债务上限是什么? 根据美国财政部的说法, 美国债务上限(the Debt Limit, the Debt Ceiling or the Statutory Limit)是美国政府为履行其现有法律义务而被授权借入的总金额, 包括社会保障和医疗保险福利、军人工资、国债利息、退税和其他付款。其实就是美国国会设定的美国联邦政府未偿付债务金额上限, 是允许美国政府借钱的最高额度。本质上来说, 债务上限是美国联邦债务为了之前的支出买单。在不超过上限的情况下, 财政部可自行掌握发债节奏, 一旦触及上限, 就无法进一步增加。美国联邦政府债务包含公共债务(Public Debt)和政府间债务(Intragovernmental Holdings)。

美国经历从逐件管理债务方式到债务上限和特定债务逐件管理并行。到了1939年, 特定债务限制被取消, 所有债务均转为债务总额限制管理。

处理债务上限的方式首先是采取非常规举措和动用TGA账户现金, 之后可能是暂停债务上限, 或者提高债务上限。2013年以来, 美国国会已7次暂停债务上限生效。

X日是指非常规措施和现金用尽, 财政部可能出现技术性违约的日期。耶伦表示, 财政部的现金余额加非常规措施“不太可能”在6月初之前耗尽。市场对X日的估计范围从6月初到9月初, 大部分机构预估为8月。

风险提示 美国经济发展情况

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究院

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

| | | |
|--------------|------------------------|----------|
| 第 1 章 | 你需要了解的美国债券上限（一） | 3 |
| 1.1. | 债务上限是什么？ | 3 |
| 1.2. | 债务上限由来 | 4 |
| 1.3. | 债务上限的处理方法 | 5 |
| 1.4. | X 日什么时候到来？ | 7 |
| | 免责声明 | 8 |

第1章 你需要了解的美国债券上限（一）

1.1. 债务上限是什么？

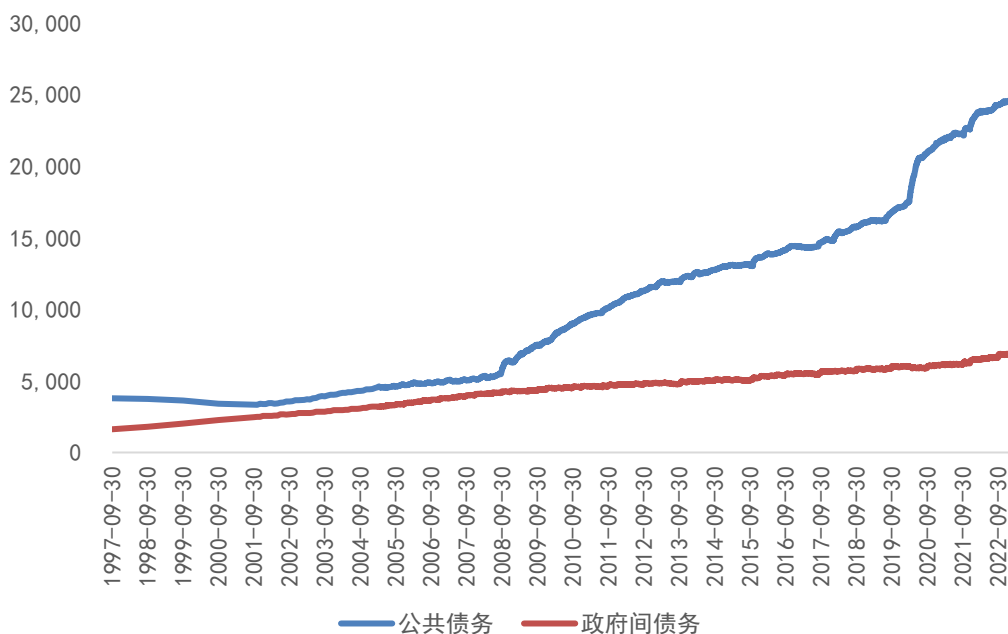
随着美国财长耶伦向美国国会“告急”，称美国政府债务规模将于 19 日触及 31.4 万亿美元的法定限额，如果不再次提高债务上限，可能出现政府部门停摆或者债务违约。自此，美国债务上限重回市场视野。

债务上限是什么？根据美国财政部的说法，美国债务上限(the Debt Limit, the Debt Ceiling or the Statutory Limit)是美国政府为履行其现有法律义务而被授权借入的总金额，包括社会保障和医疗保险福利、军人工资、国债利息、退税和其他付款。其实就是美国国会设定的美国联邦政府未偿付债务金额上限，是允许美国政府借钱的最高额度。本质上来说，债务上限是美国联邦债务为了之前的支出买单。在不超过上限的情况下，财政部可自行掌握发债节奏，一旦触及上限，就无法进一步增加。

美国联邦政府债务包含公共债务(Public Debt)和政府间债务(Intragovernmental Holdings)。公共债务是联邦政府向民众发行的有价证券，持有者为个人、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。种类包括但不限于国债、TIPS、美国储蓄债券以及州和地方政府系列证券(SLG)。政府间债务是指政府信托基金、循环基金和专项基金所持有的政府账户系列(Government Account Series)证券，以及联邦融资银行(Federal Financing Bank)证券。当政府从这些基金借款以帮助其当前运营时，就产生了政府间债务。

截至 2023 年 1 月 9 日，美国公共债务约 24.63 万亿美元，政府间债务为 6.82 万亿美元，国家总债务为 31.46 万亿美元。

图 1.1.1：美国公共债务与政府间债务（十亿美元）

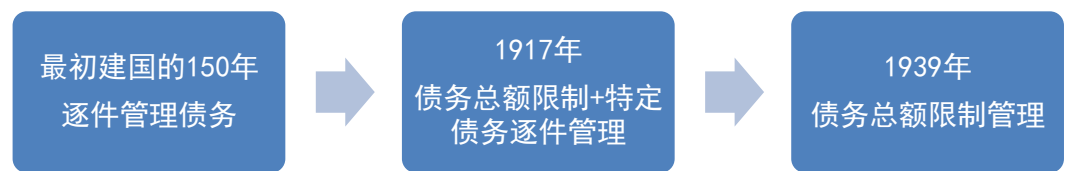


资料来源：Wind 南华研究

1.2. 债务上限由来

在最初建国的 150 年中，美国采用的是逐件管理债务方式，国会经常授权为特定目的借款。随着美国政府体系越来越复杂，借款需求越来越多，这种方法不再适用。1917 年，为方便顺利参与一战，美国通过了《第二自由法案》，首次对联邦债务进行了总限额的规定，同时也规定了特定债务的限额，债务总额限制和特定债务逐件管理并行。19 世纪 20 到 30 年代，国会授权财政部管理美国债务限额，赋予财政部更大的灵活性来管理债务。而到了 1939 年，特定债务限制被取消，所有债务均转为债务总额限制管理。

图 1.2.1：美国联邦政府债务管理方式演进

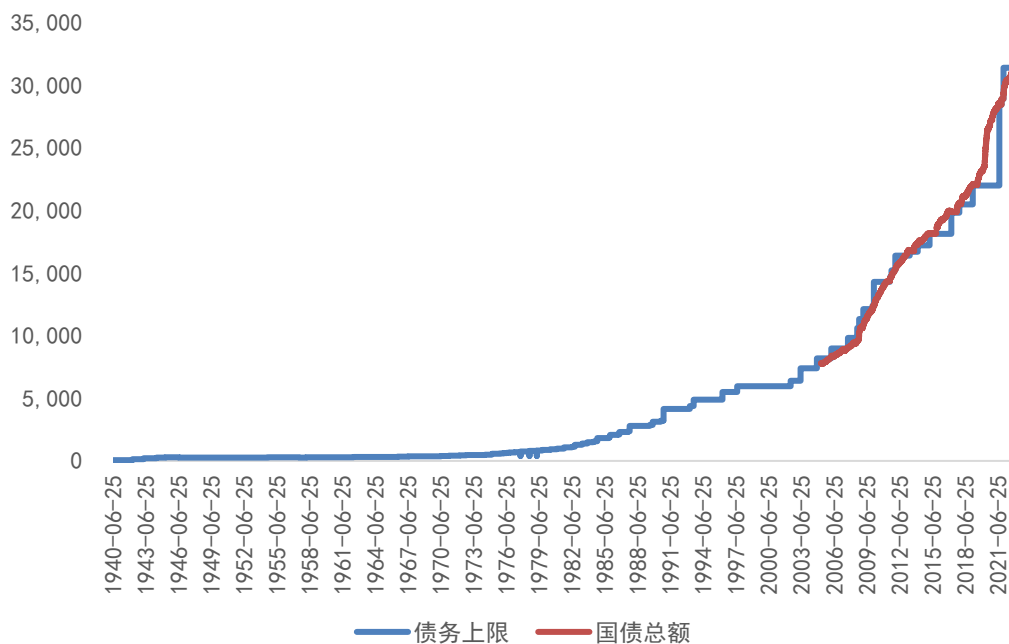


资料来源：公开新闻 南华研究

最初的债务上限设定为 450 亿美元，比当时的债务总额高出约 10%。国会设立债务上限管理制度的初衷是促使政府可以定期检视开支情况，加强财政自律。

然而，债务上限并没有达到限制债务的目的，目前已沦为政治斗争的工具。自有记录以来，美国联邦政府债务规模多次逼近甚至达到债务上限。根据统计，自二战结束以来，美国国会已修改债务上限 99 次，其中大部分是将债务上限调高一定额度。最近一次发生在 2021 年 10 月，美国联邦政府当时触及 28.9 万亿美元的法定债务上限，美国财政部通过采取非常规措施维持运营，当年 12 月美国国会通过立法，将债务上限提高至 31.4 万亿美元。然而如今，债务上限再次触发。

图 1.2.2：美国债务上限和债务总额（单位：十亿美元）



资料来源：Wind 南华研究

1.3. 债务上限的处理方法

当债务上限首次触及时，财政部会首先采用技术手段腾挪空间，这就是非常规措施。1 月 19 日，耶伦已提出了四项措施。本质上来讲主要是通过减少政府间债务，以获得额外的公共债务借款空间。

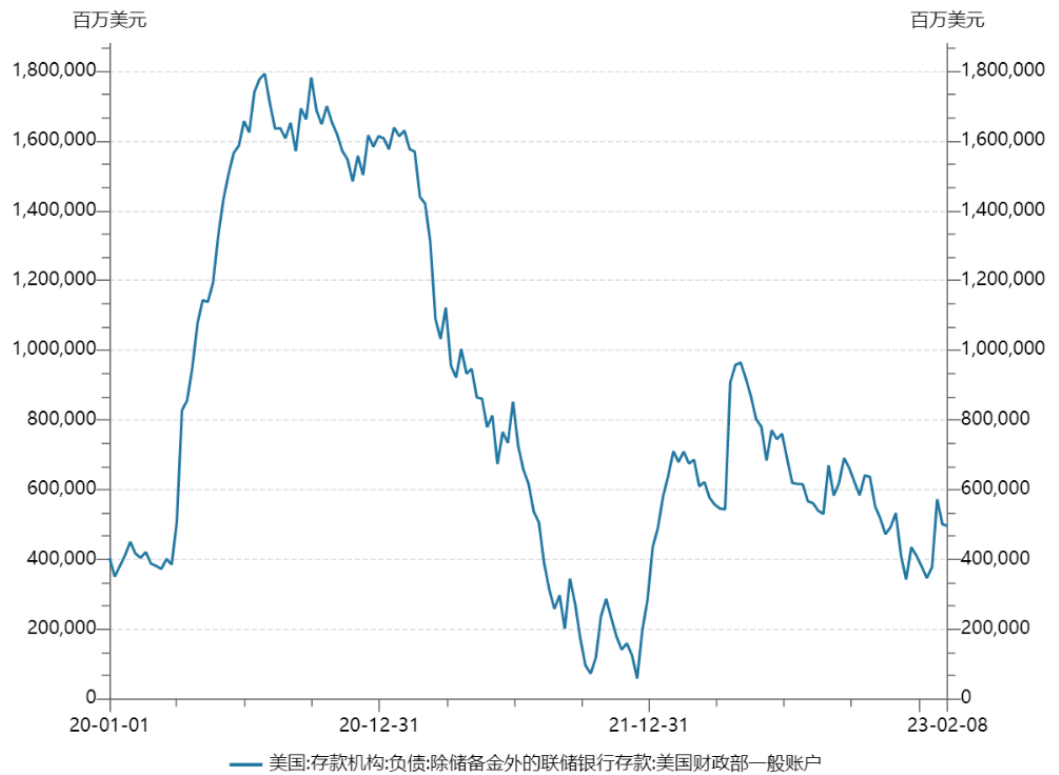
表 1.3.1：美国财政部提出的当前非常规举措

| 非常规举措 | 具体内容 | 提供空间 |
|--|--|--|
| 公务员退休和残疾基金 (CSRDF) 以及邮政退休人员健康福利基金 (PSRHBF) | A. (1) 暂停新的投资, (2) 赎回 CSRDF 和 PSRHBF 中的某些现有投资。 | 提供有限空间 CSRDF: 80 亿美元/月 PSRHBF: 3 亿美元/月 |
| | B. 6 月一次性措施 | CSRDF: 1430 亿美元 PSRHBF: 250 亿美元 |
| 政府证券投资基金 (Government Securities Investment Fund) | 暂停再投资 | 2940 亿美元 |
| 外汇平准基金 (ESF) | 暂停再投资 | 170 亿美元 |
| 州和地方政府债券 (SLGS) | 暂停发行和销售 | 不释放空间, 但不增加债务 |

资料来源：美国财政部 南华研究

在推出非常规措施的同时，财政部还能动用余粮，也就是 TGA 账户。在耶伦宣布触及债务上限前，TGA 账户剩余 3775 亿美元，截至 2 月 8 日，TGA 剩余 4958.38 亿美元。

图 1.3.1: TGA 账户剩余 4958.38 亿美元



资料来源: Wind 南华研究

无论是非常规举措还是动用 TGA 账户，都是财政部的自救方法。但这些都并非长久之计。2013 年以前，解决债务上限的方式只有提高债务上限额度，即事先确定好具体上限规模。2013 年 2 月，奥巴马签署了《无预算，无工资法案》(No Budget, No Pay) 法案。该方式使美国政府不再直接设定债务上限，而是设置暂停期，在暂停期内允许财政部继续发债而不受债务上限限制，但发行量被限定在“偿还现存义务”内。暂停期过后，债务上限重新设置为原有债务上限+暂停期内新增债务。2013 年以来，美国国会已 7 次暂停债务上限生效。

表 1.3.2: 历年暂停债务上限历史实施情况

| 债务上限开始时间 | 暂停结束时间 | 持续时间(天) | 到期后债务上限(万亿美元) |
|------------|-----------|---------|---------------|
| 2013/2/4 | 2013/5/19 | 104 | 16.7 |
| 2013/10/17 | 2014/2/7 | 113 | 17.21 |
| 2014/2/11 | 2015/3/15 | 397 | 18.11 |
| 2015/11/15 | 2017/3/15 | 486 | 19.81 |
| 2017/9/8 | 2017/12/8 | 91 | 20.46 |

| | | | |
|----------|-----------|-----|-------|
| 2018/2/9 | 2019/3/1 | 385 | 22.03 |
| 2019/8/2 | 2021/7/31 | 729 | 28.5 |

资料来源：公开资料 南华研究

不过通过两党谈判，债务上限最后的解决方式都是提高债务上限。

1.4. X 日什么时候到来？

X 日是指非常规措施和现金用尽，财政部可能出现技术性违约的日期。这一天如果真的到来，将对市场产生明显影响。

耶伦表示，财政部的现金余额加非常规措施“不太可能”在 6 月初之前耗尽。即 X 日的最保守估计是 6 月初。

市场对 X 日的估计范围从 6 月初到 9 月初，大部分机构为 8 月。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点