

美国债务上限危机的根源、趋势和影响分析

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：马骏

相关报告

主要观点

今年 1 月，美国政府债务余额就已触及法定上限，财政部使用非常规操作并动用 TGA 账户现金来应对。由于 4 月税收不及预期，同时 TGA 账户资金快速消耗，财政部长耶伦警告称，如果国会不尽早采取行动暂停或提高债务上限，美国政府最早可能于 6 月 1 日出现债务违约。从美国主权 CDS、1M 国债收益率的走势看，市场对美国债务上限危机的担忧加剧。本报告围绕美国债务上限危机的根源、未来将如何演绎、对经济和金融市场有何影响三个问题展开分析。

- **美国债务上限危机的根源。** 债务上限危机源于美国财政部发债面临国会的约束，2010 年后债务上限逐步沦为美国的政治“武器”，被在野党用作与执政党讨价还价的砝码。2023 年 1 月美国联邦债务余额已触及法定 31.4 万亿美元的债务上限，财政部采取多项非常规措施和使用 TGA 账户资金来应对。由于税收规模不及预期、TGA 账户较快消耗，财政部耗尽非常规措施资金的最终时间点，可能提前至 6 月初。
- **本轮债务上限危机将如何演绎？在实质性违约前，美国债务上限危机大概率将得到解决。** 对 2010 年以来历次美国债务上限危机的解决情况进行梳理分析，我们发现虽然解决过程曲折不一，但最终都在违约前得到解决。通常执政党提出暂停或提高债务上限法案，被在野党投票否决，随后两党会根据自身政治诉求进行多次谈判并做出让步。如今美国政治严重撕裂，两党达成共识的过程可能更为曲折。但预计最终会有惊无险，债务上限这个槛，终究还是要跨过，两党不愿也不敢成为美国国家信用的“掘墓人”。
- **对经济和金融市场有何影响？** 由于两党合作可能以削减未来开支为条件，这将压低美国经济中长期的潜在增速。此外如果政府出现停摆，将造成短期的经济损失。考虑到债务上限危机已经多次经历，我们认为相较于 2011 年引发的金融市场巨震，本次债务上限危机的影响可能相对较小，但避险操作大概率会如期出现。预计随着违约日的临近，**美股**将下跌，特定期限**短端国债**收益率因违约风险或上行，**长端国债**收益率受益于避险需求而回落，**美元指数**波动加剧，**黄金**则受益于避险需求而上涨。
- **风险提示：** 美债违约的小概率事件发生，全球地缘政治冲突升级。

内容目录

1. 美国债务上限危机的根源	- 4 -
2. 本轮债务上限危机将如何演绎?	- 6 -
3. 对经济和金融市场有何影响?	- 8 -

图表目录

图表 1: 美国债务上限制度形成的重要事件与法律.....	- 4 -
图表 2: 美国联邦债务上限与总额持续提高.....	- 5 -
图表 3: TGA 账户余额已降至低点.....	- 5 -
图表 4: 美国一年期和五年期主权 CDS 升至 2008 年后高位走势.....	- 5 -
图表 5: 近期短端国债收益率显著上行.....	- 6 -
图表 6: 市场预期“X date”逐渐提前.....	- 6 -
图表 7: 2010 年以来美国债务上限危机的解决情况.....	- 6 -
图表 8: 近期美国两党主要高层有关债务上限言论.....	- 7 -
图表 9: 美国党派冲突指数持续上行.....	- 7 -
图表 10: 美股在债务上限解决前的表现.....	- 8 -
图表 11: 美股在债务上限解决后的表现.....	- 8 -
图表 12: 美国各期限国债收益率走势.....	- 9 -
图表 13: 美国财政部近期拍卖中标利率上行.....	- 9 -
图表 14: 美元指数和金价在“X date”前后的表现.....	- 9 -

今年 1 月，美国政府债务余额就已触及法定上限，财政部使用非常规操作并动用 TGA 账户现金来应对。由于 4 月税收不及预期，同时 TGA 账户资金快速消耗，财政部长耶伦警告称，如果国会不尽早采取行动暂停或提高债务上限，美国政府最早可能于 6 月 1 日出现债务违约。从美国主权 CDS、1M 国债收益率的走势看，市场对美国债务上限危机的担忧加剧。

本报告围绕美国债务上限危机的根源、未来将如何演绎、对经济和金融市场有何影响三个问题展开分析。美国财政部发债面临国会所确定的债务上限约束，2010 年后债务上限问题成为美国两党讨价还价的砝码。尽管当前美国政治严重撕裂，但由于两党都不愿也不敢成为美国国家信用的“掘墓人”，预计最终会通过和谈解决，民主党在财政支出、新能源减税等方面做出让步后，两党就提高美国债务上限达成共识。如果两党合作以削减财政支出为条件，将压低美国中长期的潜在经济增速。预计接近违约日时，美国股市将先跌后涨、总体影响有限，短期限国债收益率由于违约风险而上行，受益于避险需求长端国债收益率下行、黄金上涨，美元指数波动加剧。

1. 美国债务上限危机的根源

债务上限危机源于美国财政部发债面临国会的约束。1917 年以前，美国政府每次发债的金额、期限、利率和具体用途等方面均由国会裁断。1917 年美国颁布《第二自由债券法案》，允许财政部在总债务水平低于债务上限的情况下自由发债。1939 年美国国会通过《公共债务法案》，对各种工具的累计债务总额设定了限制。此后美国国会曾多次提高债务上限，总体来说债务上限硬约束引起的波澜较小。但是在 2010 年后，债务上限问题逐步沦为美国的政治“武器”，被在野党用作与执政党讨价还价的砝码。

图表 1: 美国债务上限制度形成的重要事件与法律

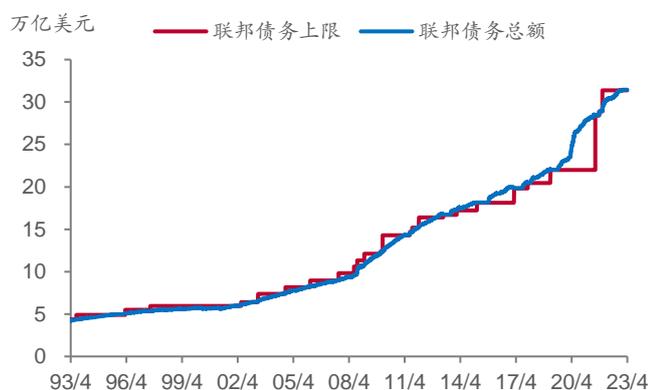
时间	重要法案
1917 年	国会通过《第二自由债券法案》，允许财政部在总债务水平低于债务上限的情况下发行债券而无需国会批准，以解决一战举债频繁和财政支出迅速增加问题。
1939 年	国会通过了《公共债务法案》，首次对各种工具的累计债务总额设定了限制。
1974 年	国会通过《国会预算和扣押控制法案》，在参众两院设立了预算委员会，并且详细规定了国会举债的程序。
2011 年	国会通过《预算控制法案》自动将债务上限提高了 9000 亿美元，并授予总统权利将上限再提高 1.2 万亿美元。
2013 年	奥巴马签署《无预算，无支出》法案，为美国历史上首次“暂停债务上限”。
2017 年	美国颁布《持续拨款法案》和《哈维飓风救助法案》，再次暂停债务上限。
2019 年	特朗普政府通过《2019 年两党预算法案》决定暂停债务上限 2 年，到期日为 2021 年 7 月 31 日。
2021 年	拜登签署了将债务上限提高 2.5 万亿美元的法案，使美国财政部的借款授权延长至 2023 年。

来源：WIND，中泰证券研究所

财政赤字推动美国联邦债务上限不断提高。2002年后，美国财政收支均出现赤字，在新冠疫情爆发的2020年达到历史峰值3.1万亿美元。连续多年财政赤字且规模居高不下，美国财政部只能不断举债来弥补收支缺口，这使得提高债务上限成为美国两党的周期性“任务”。

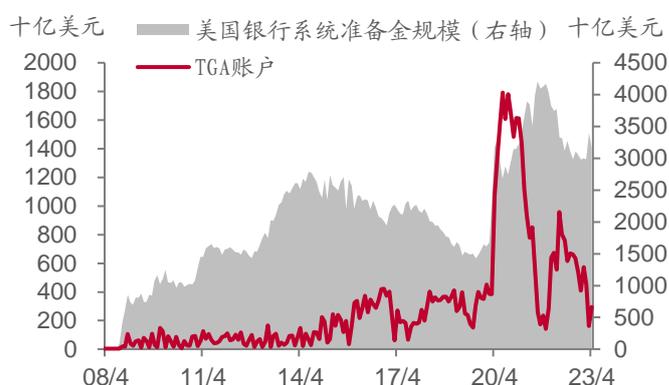
2023年1月，美国联邦债务余额已触及法定31.4万亿美元的债务上限，财政部采取多项措施来应对。在国会通过暂停或提高债务上限的法案前，财政部通过采用多种非常规措施避免债务违约，包括通过赎回退休基金中现有的投资、暂停发放州和地方政府债券、暂停向政府证券投资基金及外汇稳定基金的再投资等。除此之外，财政部还通过动用TGA账户现金储备应对日常开支与债务偿还。

图表2: 美国联邦债务上限与总额持续提高



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表3: TGA账户余额已降至低点



来源: WIND, 中泰证券研究所

由于税收规模不及预期，TGA账户较快消耗，“X date”或提前至6月初。“X date”指的是考虑税收后，财政部耗尽非常规措施的最终时间点，在“X date”前若国会仍未通过暂停或提高债务上限的法案，美国国债或将面临实质性违约。今年4月18日是上一年度所得税报税的截止日，但截至该日，美国政府非预扣税收同比下降了29%，税收总额不及预期。这也导致美国财政部TGA账户余额快速消耗，截至5月3日余额为1883亿美元，较今年1月下旬高点减少了67.1%。5月初，美国财政部长耶伦警告称，最后期限或提前至6月初。目前1年期美国主权CDS价差，已升至2008年以来的历史高位，1M短端国债收益率显著上行。

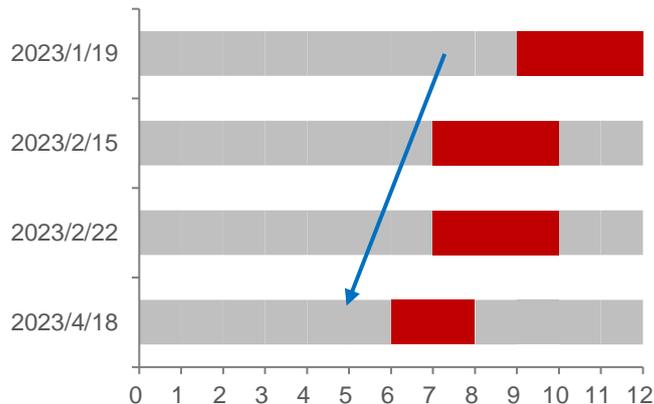
图表4: 美国一年期和五年期主权CDS升至2008年后高位走势



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 5: 近期短端国债收益率显著上行


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 市场预期 “X date” 逐渐提前


来源: BCP, CBO, 中泰证券研究所, 红色块为市场预期 “X date” 月份

2. 本轮债务上限危机将如何演绎?

我们认为在实质性违约前, 美国债务上限危机大概率将得到解决。对 2010 年以来历次美国债务上限危机的解决情况进行梳理分析, 我们发现虽然解决过程曲折不一, 但最终都在违约前得到解决。通常执政党提出暂停或提高债务上限法案, 被在野党投票否决, 随后两党会根据自身政治诉求进行多次谈判并做出让步。这一过程多数会持续到最后违约期限前, 在两党达成共识后, 相关法案会快速通过。

图表 7: 2010 年以来美国债务上限危机的解决情况

时间	新增规模 (万亿美元)	增加后上限 (万亿美元)	达成过程	相关法案	解决时间 (X date)	金融影响
2010/2/12	1.9	14.3	共和党反对提高债务上限, 民主党掌握国会两院得以通过	量入为出法案	-	短端国债收益率上行, 长端国债收益率震荡上行
2011/8/2	2.1	16.4	民主党和共和党在政府开支和债务上限达成共识	预算约束法案	前几个小时	主权信用评级下调, 股市大跌, 国债收益率下行
2013/2/4	暂停	16.7	民主党和共和党在医疗改革和债务上限达成共识	无预算, 无支出法案	前几天	短端国债收益率上行, 长端国债收益率走弱
2013/10/17	暂停	17.3	民主党和共和党在国防开支和养老金计划达成共识	2014 财年持续决议案	前一天	美国政府停摆近半月, 短债收益率加速上行
2014/2/15	暂停	18.2	民主党和共和党在政府开支、暂停债务上限以及医疗保险达成共识	临时债务限额终止法	前一个月内	短债收益率上行, 长端国债收益率震荡下行
2015/11/2	暂停	19.9	民主党和共和党在预算支出和国防支出方面达成共识	2015 年两党预算法	前几周	短端收益率快速上行, 长端收益率小幅上行
2017/9/8	暂停	20.5	民主党和共和党分别在政府支出和飓风救灾达成协议	2018 财年持续决议案	前几周	国债收益率上行

2018/2/9	暂停	22	民主党和共和党在税收减免、医疗补助达成共识	2018年两党预算法	前一个月	政府短暂关门，美国预算赤字规模激增，短端收益率上行
2019/8/2	暂停	28.4	民主党和共和党在政府支出和财年预算达成共识	2019年两党预算法	前一个月	国债收益率下行
2021/10/14	0.48	28.9	总统拜登出面施压共和党，延长短期提高债务上限至12月	提高公共债务限额	前一周	美国三大股指上涨，长端国债收益率上行。
2021/12/16	2.5	31.4	参议院经过审查，同意提高债务上限	提高债务限额的联合决议	前几天	国债收益率上行

来源: nytimes, bipartisanpolicy, 中泰证券研究所

如今美国政治严重撕裂，两党达成共识的过程可能更为曲折。和以往不同的是，近年美国社会撕裂程度加深，两党对立情况愈发严重。自拜登当选、就任总统以来，美国政坛先后出现“国会山骚乱”、拜登“文件门”、众议院议长“难产”和前总统特朗普受到刑事指控等事件，折射出民主党、共和党之间的斗争加剧。本次债务上限问题大概率会成为两党政治博弈的工具，共和党籍的众议院议长麦卡锡4月中旬提出草案，将削减4.5万亿美元支出与增加1.5万亿美元的债务上限共同讨论，并对财政支出、新能源减税和医保支出等领域提出具体要求，但白宫已声明将否决麦卡锡的方案。到目前为止，两党关于债务上限的谈判暂无突破性进展。由于两党对立严重，且国会处于两党分治阶段，其协商并达成共识将更加艰难，达成共识的时间可能更接近最终违约日期。

图表 8: 近期美国两党主要高层有关债务上限言论

人物/党派	时间	言论
拜登/民主党	5.3	拜登邀请国会领导人参加5月9日债务上限问题会议，麦卡锡已同意参会
拜登/民主党	4.25	白宫声明称将否决麦卡锡的方案
皮埃尔/民主党	4.20	坚决反对向麦卡锡妥协，认为共和党试图把美国经济作为人质
麦卡锡/共和党	4.19	同意提高债务上限的条件是削减政府开支
共和党	3.10	通过“优先偿还”来推迟提高债务上限
麦卡锡/共和党	2.2	不会同意无条件提高债务上限
拜登/民主党	2.1	呼吁无条件批准提高债务上限

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 9: 美国党派冲突指数持续上行



来源: Philadelphiafed, 中泰证券研究所

虽然过程曲折，但预计最终会有惊无险。债务上限这个槛，终究还是要跨过，两党不愿也不敢成为美国国家信用的“掘墓人”。中期选举后众议院易主共和党，民主党对国会的掌控力有所下降，两党谈判将是最主要的解决办法。预计共和党将不断出价，民主党做出让步，直到两党达成一致。这个过程会异常曲折，不排除再次出现政府停摆的情况，但问题大概率会得到妥善解决。

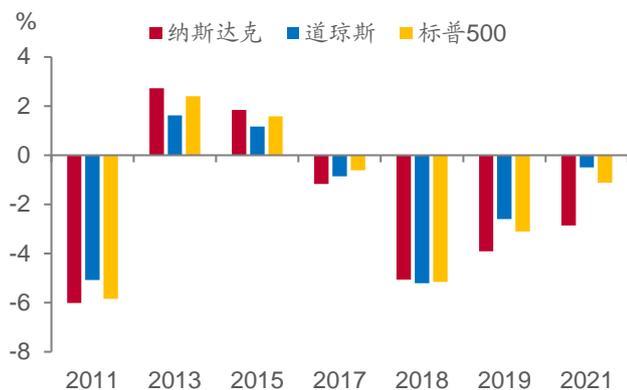
3. 对经济和金融市场有何影响？

由于两党合作可能以削减未来开支为条件，这将**压低美国经济中长期的潜在增速**。此外，如果政府出现停摆，将造成**短期的经济损失**。穆迪曾估算 2013 年政府关门造成的经济损失至少 200 亿美元，奥巴马经济顾问预计关门事件拉低了四季度 GDP 约 0.25 个百分点。

考虑到债务上限危机已经多次经历，我们认为相较于 2011 年引发的金融市场巨震，本次债务上限问题的影响可能相对较小，但避险操作大概率会如期出现。预计随着违约日的临近，股市将下跌，特定期限短端国债收益率因违约风险或上行，长端国债收益率受益于避险需求而回落，美元指数波动加剧，黄金则受益于避险需求而上涨。

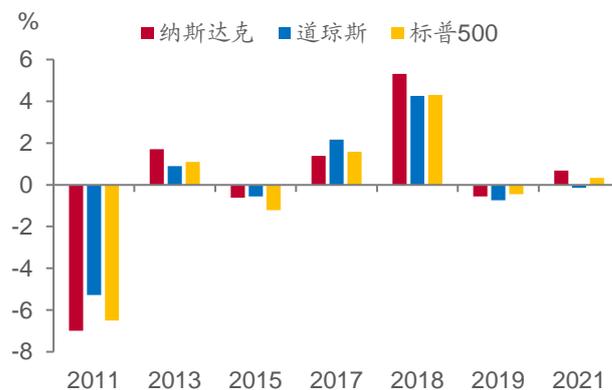
预计美国股市先跌后涨，总体的影响有限。本文使用美国三大股指数据，分别计算美国债务危机解决日的前一周与后一周美股收益率表现，以此来衡量美国债务上限危机对股市的冲击程度。2011 年以来的数据显示，债务危机得到解决前，美股指数大多回落，但在危机解决后美股指数上涨的概率更高，拉长时间看对美国股市的总体影响有限。2011 年是个例外，一是提高债务上限是以奥巴马政府财政紧缩为条件的，二是债务上限危机解决后标普仍然下调了美国的信用评级，两者都冲击了市场信心。

图表 10: 美股在债务上限解决前的表现



来源: WIND, 中泰证券研究所

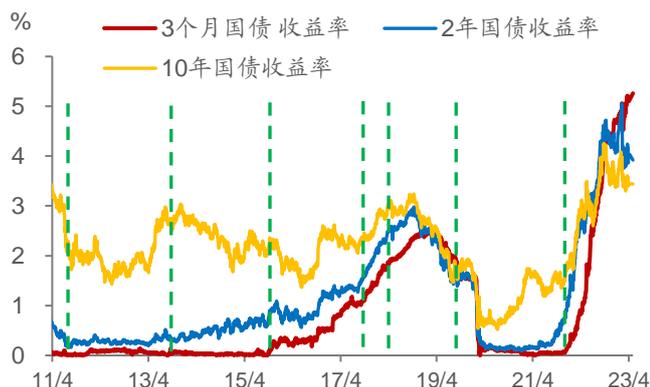
图表 11: 美股在债务上限解决后的表现



来源: WIND, 中泰证券研究所

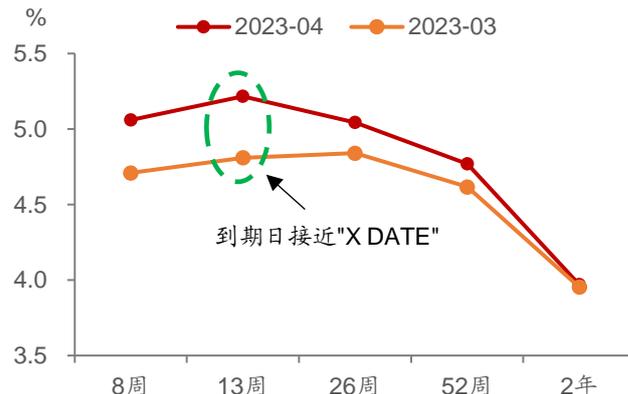
短期限美债利率上行，而长期限的美债利率走低。2011 年以来的历次美国债务上限危机中，陷入僵局并临近“X date”前，因即将到期而存在违约风险的短端美债收益率上行，并在解决后回落；而长端国债受违约风险影响较小，反而因债务上限导致国债供给减少，加之避险需求上升，出现收益率回落。我们预计这一规律在本次债务上限危机中仍会体现，近期财政部拍卖的短债利率已经大幅上行。

图表 12: 美国各期限国债收益率走势



来源: WIND, 绿色虚线为债务上限的“X DATE”, 中泰证券研究所

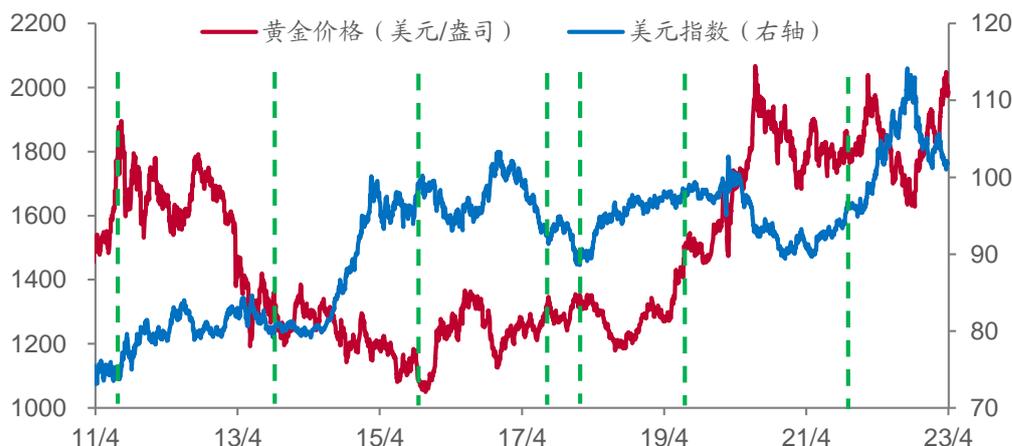
图表 13: 美国财政部近期拍卖中标利率上行



来源: WIND, 中泰证券研究所

美元指数波动, 黄金受益避险。从 2011 年以来的经验看, 当美国出现债务危机且临近“X date”时, 美元指数波动性加剧, 但方向并不确定, 债务危机对其影响并不显著。可能原因是美国财政部特别措施以及使用 TGA 账户, 向市场释放了美元流动性, 但美元作为避险资产又受益于市场风险偏好回落。金价在历次美国债务上限危机解决前, 受益于避险需求多数时间上涨。

图表 14: 美元指数和金价在“X date”前后的表现



来源: WIND, 虚线为债务上限的“X date”, 中泰证券研究所

风险提示: 政策变动, 经济恢复不及预期, 测算偏差风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。