

需要担心美国债务上限问题吗？

证券研究报告

2023年05月12日

海外宏观专题（2023-05-12）

摘要

市场关注美国债务上限谈判进展，因为围绕债务上限问题的政治博弈，可能带来或有风险。一旦谈判进展不顺，可能对美国财政与经济前景产生负面冲击，进而可能影响美联储行为，以及相应市场定价。

另外，还需要关注美国联邦政府在应对债务上限僵局过程中，扭曲金融市场的可能。例如，2021年美国财政账户余额减少事件。

历史回顾，债务上限僵局与谈判前后，美元美债表现并没有显著规律。这可能与市场是否实质性定价美国债务违约风险、或是解决风险对宏观前景的具体影响差别有关。

从美国五年期信用违约互换来看，2011年X DAY前后，市场已经实质性关注美国债务违约风险、以及后续财政悬崖对经济的负面冲击，美债利率明显回落。但期间因希腊主权债务危机扩散，美元反倒上行。

其他年份，市场在X DAY前后均未实质性定价美国债务违约风险，因此在债务上限违约前后，市场所受冲击并不明显。但从复盘来看，市场虽然实质性定价美国债务违约风险，但是对债务上限问题如何影响财政前景、美联储与市场环境仍有关注。

我们评估，相较于先前几轮债务上限僵局时期，目前美国政治形势的复杂性更高，谈判路径的不确定性也更高。虽然近日拜登与共和党领袖麦肯尔均表示，债务上限协议终将达成，但市场还是需要有所警惕。

具体来看，近日美国五年期信用违约互换(CDS)有所走阔，但距离2011年高点仍有明显差距。美国市场目前整体还是观望态度，并没有实质性定价美国债务违约风险的可能性。

参考以往经验，若两党分歧持续存在，为避免美国债务违约，不排除两党达成短期提高或暂停债务上限协议的可能性。

极端情况下，需要考虑美国债务违约风险。届时，市场可能将实质性定价美国债务违约风险，或会导致美债利率进一步下行。

风险提示：美国国会围绕债务上限谈判进展超预期、美国财政与货币政策调整超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：天风总量每周论势 2023 年第 17 期-天风总量每周论势 2023 年第 17 期》 2023-05-10
- 2 《固定收益：美国劳动力还有多少缺口？-海外宏观专题》 2023-05-10
- 3 《固定收益：一季度债基表现如何？-2023 年一季度基金持债分析》 2023-05-08

内容目录

1. 美国债务上限是什么?	3
2. 美国债务上限僵局意味着什么?	4
3. 美国债务上限僵局中市场如何表现?	7
4. 美国债务上限僵局的可能发展?	11
5. 小结	12

图表目录

图 1: 美国债务余额与上限 (亿美元)	3
图 2: 美国财政赤字率与联邦政府债务率 (%)	4
图 3: 2011 年美国债务上限僵局时期美元美债 (%)	7
图 4: 2011 年美国债务上限僵局时期 10 年 TIPS 与隐含通胀 (%)	7
图 5: 2013 年美国债务上限僵局时期美元美债 (%)	8
图 6: 2013 年美国债务上限僵局时期 10 年 TIPS 与隐含通胀 (%)	8
图 7: 2017 年美国债务上限僵局时期美元美债 (%)	9
图 8: 2017 年美国债务上限僵局时期 10 年 TIPS 与隐含通胀 (%)	9
图 9: 2021 年美国债务上限僵局时期美元美债 (%)	10
图 10: 2021 年美国债务上限僵局时期 10 年 TIPS 与隐含通胀 (%)	10
图 11: 美国国债五年期信用违约互换 (BP)	11
表 1: 2000 年以来美国总统与所属党派、以及国内状态	5
表 2: 债务上限僵局中美元美债与国债表现	7

近日美国财长耶伦表示，如果无法延长债务上限，美国可能最早在 6 月 1 日就会违约¹。美国债务上限僵局进入关键时期，将如何影响市场？

1. 美国债务上限是什么？

债务上限或限额是国会对美国联邦政府债务施加的上限，意在限制联邦债务与财政支出的无序扩张²。

一旦触及债务上限，联邦政府不能再增加未偿债务余额，只能通过现金或采取某些非常措施，在不增加债务余额的情况下继续支撑政府运转。这些措施包括暂停新投资、提前赎回现有投资或其他技术性会计手段³。当财政部耗尽其现金和非常措施时，美国联邦政府就可能面临债务违约。

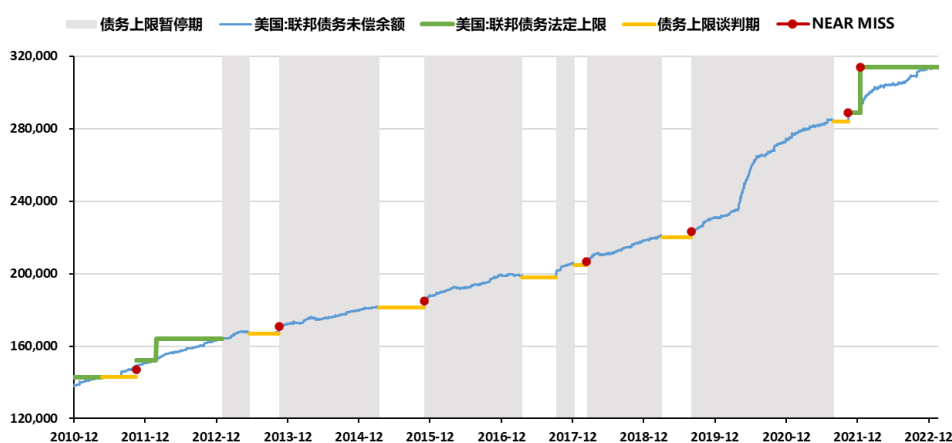
预期可能面临债务违约的日期被称为 X DAY，但因为联邦政府的现金流难以预测，违约日通常也难以预测。根据 2 月 15 日美国国会预算办公室的估计，X DAY 可能发生在 7 至 9 月⁴。根据耶伦的最新估计，X DAY 最早将在 6 月初到来。

如果债务上限僵局导致新财年预算法案无法准时通过，或者联邦政府临时预算法案的所涉资金枯竭，则可能连带导致政府关门，届时除国防等维持国家运行必需的部门外，绝大多数政府部门都将停摆，雇员暂停发薪。例如，在 2013 年 10 月 1 日-17 日奥巴马总统任内，以及在 2018 年 12 月 22 日至 2019 年 1 月 25 日特朗普任内，美国政府都短暂关门⁵。

一般而言，面对债务上限僵局，美国联邦政府主要有三种方式：一是通过开源节流削减财政赤字，使联邦财政重回可持续道路；二是重新约定一个更高的债务限额；三是在未来一段时间暂停债务上限，期间政府举债将不受上限约束，暂停到期时新的债务上限将自动替换为到期时的债务存量。

相对于提高债务上限，暂停债务上限的要求更为严格。提高债务上限，只需要经众议院提出简单预算调节程序，并在参议院以 51 票的简单多数通过，且不能被阻挠。而暂停债务上限，需要遵守常规程序，先在众议院获得通过，再在参议院获得 60 票以上多数，最后经总统签署⁶。

图 1：美国债务余额与上限（亿美元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

¹ <https://www.cnbc.com/2023/05/08/debt-ceiling-janet-yellen-says-default-would-be-economic-catastrophe.html>

² <https://www.whitehouse.gov/cea/written-materials/2021/10/06/the-debt-ceiling-an-explainer/>

³ <https://bipartisanpolicy.org/report/extraordinary-measures-simplified-explainer/>

⁴ <https://www.cbo.gov/publication/58945>

⁵ <https://www.thebalancemoney.com/government-shutdown-3305683>

⁶ <https://bipartisanpolicy.org/explainer/debt-limit-crunch-time/>

2. 美国债务上限僵局意味着什么？

逻辑上来讲，触及债务上限，意味着联邦债务与财政支出将受到限制，进而限制财政政策的灵活性。但其限制作用发挥的有效性，容易受当前经济政策思潮与国内状态的影响。

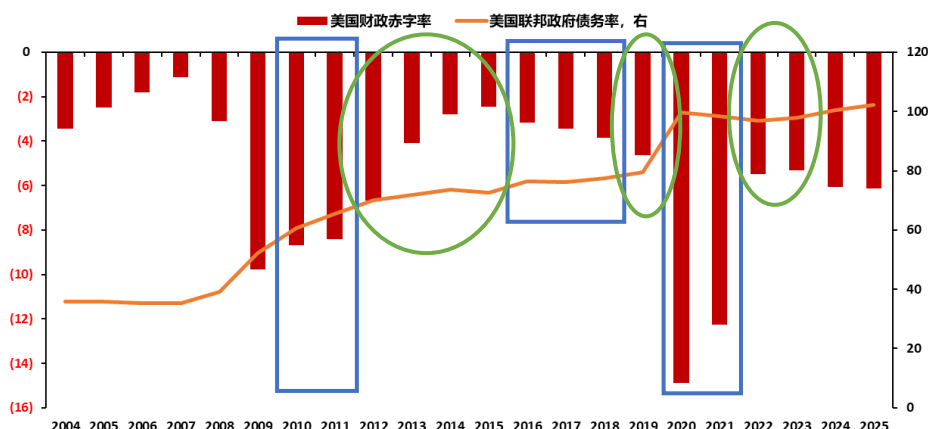
回顾历史，当经济自由主义与有限政府思潮占据上风时，例如二战后至 1970 年代初、以及 1990 年代后至 2008 年全球金融危机前，谨守财政纪律通常是国际社会与美国国会的共识，债务上限对美国联邦债务与财政具有较严格的限制意义。

当凯恩斯主义与主张政府干预思潮占据上风时，例如 1970 年代中旬至 1990 年代初，以及 2008 年全球金融危机后，国际社会与美国国会则容易转向扩大政府开支，实行财政赤字，进而达到刺激经济与维持繁荣的目的。

在此阶段下，只要美国联邦政府处于统一国会状态，即总统与国会两院统一归属民主党或共和党，无论是民主党还是共和党执政，都会利用有利环境寻求财政与赤字扩张。

例如，2008 年奥巴马胜选，民主党获得统一国会控制权后，在 2008 年美国赤字率因为金融危机已经明显扩张情况下，在后续年份将赤字率持续保持在较高水平。2016 年特朗普胜选，共和党获得统一国会控制权后，美国财政赤字率重回扩张轨道。2020 年拜登胜选，民主党获得统一国会控制权后，在 2020 年美国赤字率因为疫情明显扩张情况下，在 2021 年维持财政扩张政策。

图 2：美国财政赤字率与联邦政府债务率（%）



资料来源：WIND、CBO、天风证券研究所。注 1：方框表示统一国会加速财政与债务扩张的状态，圆框表示分裂国会或对立国内或党内保守势力较强时约束财政与债务扩张的状态。注 2:2022 财年数据来源于 CBO。

债务上限制度，在国会分裂、对立时，以及掌握统一国会的执政党党内分歧较严重时，会形成较显著制约。

一方面，两党的保守势力对财政纪律与抑制通胀仍有坚持；另一方面，在野党也希望限制执政党的财政扩张，为后续总统选举积蓄能量。

但是在 2008 年金融危机后，随着美国联邦政府存量债务规模的快速扩张，付息与再融资压力持续推动债务余额提高或难以避免。理论上，美国联邦政府无法接受美国国债违约的风险，因此持续推高债务上限与阶段性暂停债务上限成为了必然选择。

在此情况下，债务上限仍能够起到限制联邦政府债务与财政无序扩张的作用，但具体形式已经从硬约束变成了软约束。

2008 年金融危机后的历史来看，债务上限的软约束，每当国会分裂、国会对立时，以及掌握统一国会的执政党党内分歧较严重时，还是较为有效地起到了限制美国联邦政府债务与财政扩张的效果。

例如，2010 年奥巴马当局在面对分裂国会后，联邦政府债务率上行的斜率明显放缓，赤字率均在后续财年明显下行。2017 年特朗普在面对党内保守势力与建制派时，以及在 2018 年面对分裂国会时，债务上限僵局的解决都并不顺利，紧接着 2019 财年的赤字率上行斜率放缓。2021 年拜登当局虽然面对统一国会，但由于党内保守势力（主要是参议员曼钦）的极力反对，民主党的更进一步刺激政策受阻，债务上限也未能及时提高。

表 1：2000 年以来美国总统与所属党派、以及国内状态

时间	总统与所属党派	参议院	众议院	国会状态
2000 年 P	小布什-共和党	共和党	共和党	共和党-统一国会
2002 年 M	小布什-共和党	共和党	共和党	共和党-统一国会
2004 年 P	小布什-共和党	共和党	共和党	共和党-统一国会
2006 年 M	小布什-共和党	民主党	民主党	总统与国会对立
2008 年 P	奥巴马-民主党	民主党	民主党	民主党-统一国会
2010 年 M	奥巴马-民主党	民主党	共和党	民主党-分裂国会
2012 年 P	奥巴马-民主党	民主党	共和党	民主党-分裂国会
2014 年 M	奥巴马-民主党	共和党	共和党	总统与国会对立
2016 年 P	特朗普-共和党	共和党	共和党	共和党-统一国会-党内保守势力
2018 年 M	特朗普-共和党	共和党	民主党	共和党-分裂国会
2020 年 P	拜登-民主党	民主党	民主党	民主党-统一国会-党内保守势力
2022 年 M	拜登-民主党	民主党	共和党	民主党-分裂国会

资料来源：美国国会、天风证券研究所。注 1：P 表示总统大选年份、M 表示中期选举年份。注 2：粉底色为统一国会状态，无底色为分裂国会或国会对立状态。

然而，解决债务上限僵局问题的过程，也可能成为问题本身。美国国会对年度预算法案与债务上限的审核是分开的，前者每年都需要审议，后者则是在美国政府债务触及上限或暂停期到期时重新审议。这就使得国会此前已经通过的预算法案存在被债务上限重新约束的风险，导致已经通过的预算法案的部分环节无法落实⁷。

2008 年金融危机以后，每当国会分裂、国会对立时，以及掌握统一国会的执政党党内分歧较严重时，债务上限僵局的解决均容易导致较为严重的扭曲成本，进而冲击美国社会的经济稳定或金融稳定。

案例一：2011 年 8 月 2 日，美国国会在 X DAY 前数小时，才达成了以民主党当局承诺大幅削减后续财政支出为代价的，及时提高债务上限的协议，避免了美国政府债务违约。

但事后来看，为了解决本次债务上限僵局，美国经济社会付出了高昂代价。首先，在美国经济复苏已经疲软状态下，被迫削减财政支出导致了债务悬崖，其引发的连锁反应使得美国经济预期与运行快速转弱，并迫使美联储再度大幅转向宽松。

其次，因为担忧美国政治不确定性持续冲击金融市场，8 月 5 日，标普下调了美国的信用评级，提高了美国国债的信用溢价，增加了美国财政与纳税人的负担。

⁷ <https://bipartisanpolicy.org/explainer/bpc-proposal-reform-debt-limit/>

案例二与案例三：2013年10月16日，美国国会在X DAY前一天同意暂停债务上限三个月，经过后续谈判债务上限再次暂停。根据美国国内的两党政策中心估计，此举使得美国财政部阶段性平添了数千万美元的借款成本，并最终转移为了纳税人负担⁸。

而且由于两党将债务上限与联邦财政年度预算谈判捆绑，此次债务上限谈判，还导致了美国联邦政府在2013年10月1日至17日停摆。

类似的局面在2017年特朗普当局面对党内保守势力与建制派时，以及在2018年面对分裂国会时重现，2017年9月8日，特朗普当局时期，美国国会在X DAY前数周才达成暂停债务上限三个月的协议。

2019年8月2日，美国国会再度在X DAY前一个月同意暂停债务上限两年。但同样逼迫特朗普当局做出了在未来明显削减财政赤字的承诺。

案例四：2021年12月15日，拜登政府时期，美国国会在X DAY前数周同意将债务上限提高4.8万亿美元至31.4万亿美元。当时拜登当局面对的是统一国会，阻力主要来自以民主党参议员曼钦为代表的党内保守势力。

本轮债务上限僵局的结局还导致了金融市场新的扭曲。按照规定，如果国内采用了暂停债务上限的方式解决债务上限僵局，那么在债务上限暂停截至时，财政部账户余额也要降至基本持平于暂停债务上限前规模。但在2021年1月，财政部账户余额仍高达1.6万亿美元以上，远超之前暂停债务上限前的4000亿美元。因为后续实际立法通过的财政计划难以消化该余额，美国财政部被迫在2021年8月2日（债务上限暂停截至日）前减少账户余额。

其后果便是严重扭曲了美国国债的供需态势，并导致美国银行间市场资金与超储泛滥，使得资金利率一度冲击零利率下限。由于后续美国银行间市场持续处在资金泛滥态势，此举还一定程度上对冲了美联储紧缩信贷条件的努力。

不难发现，市场并非关注债务上限僵局本身，而是关注其可能对财政与经济前景、乃至对美联储行为产生的影响。

而经过2021年，市场还会关注美国联邦政府在应对债务上限僵局过程中，是否会导致金融市场的严重扭曲。例如，需要警惕美国财政账户余额减少事件。

⁸ <https://bipartisanpolicy.org/report/debt-limit-what-you-need-to-know/>

3. 美国债务上限僵局中市场如何表现?

复盘来看，债务上限僵局前后，美元美债表现并没有明显规律，十年国债走势也较为独立。

表 2：债务上限僵局中美元美债与国债表现（%、BP）

	美元指数涨跌 (%)		十年美债涨跌 (BP)		十年国债涨跌 (BP)	
	前十五交易日至 XDAY	XDAY 至后十五交易日	前十五交易日至 XDAY	XDAY 至后十五交易日	前十五交易日至 XDAY	XDAY 至后十五交易日
2011 年	0.55	1.89	-26.00	-56.00	17.32	-12.29
2013 年	-0.30	-0.24	6.00	0.00	8.90	11.09
2017 年	-1.91	2.32	-13.00	25.00	2.07	0.53
2021 年	0.08	0.52	-17.00	19.00	-1.04	-5.76

资料来源：WIND、天风证券研究所

具体来看，每轮美债上限僵局前后，市场如何表现？

(1) 2011 年债务上限僵局

2011 年 4 月 15 日，美国国债余额触及当时约 14.3 万亿美元的债务上限，至债务上限僵局解决后的 9 月下旬，十年美债明显大幅回落。

事后复盘来看，当时市场似乎并未第一时间定价债务上限僵局可能导致的风险。

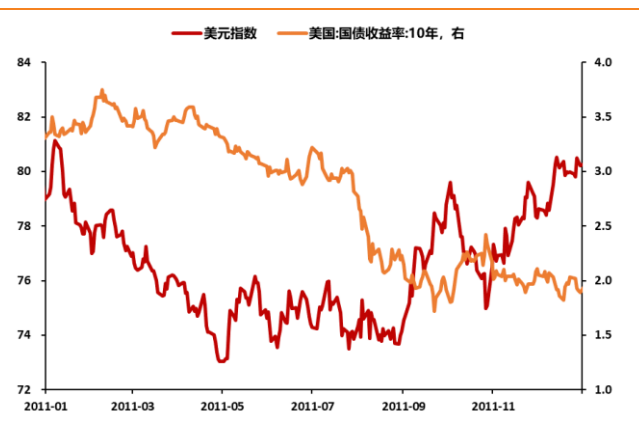
2011 年 4 月前后，市场主要关注日本地震、以及后续东京福岛核废水排放导致的恐慌情绪中⁹。十年美债主要跟随国际油价变动，交易油价变动引起的通胀预期变化。

2011 年 7 月初前后，观察 10 年 TIPS 与隐含通胀，市场交易逻辑似乎有所转变。如图 11 所示，美国国债五年期信用违约互换 (BP) 大幅上行，表明市场开始对美国债务违约风险逐步定价。

至 2011 年年中，美国经济复苏尚不稳健，财政刺激对经济增加仍有重要意义。当美国国会在 2011 年 8 月 2 日前，已经准备以大幅削减财政为代价达成协议后，市场迅速定价未来经济前景与货币政策的可能调整，十年美债大幅下行。2011 年 9 月美联储宣布开启扭曲操作后，十年美债下行才宣告结束¹⁰。

期间美元指数并未明显下行，原因是市场开始定价希腊主权危机扩散¹¹，避险情绪超越美国基本面与货币政策，成为美元定价的主导因素。

图 3：2011 年美国债务上限僵局时期美元美债 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 4：2011 年美国债务上限僵局时期 10 年 TIPS 与隐含通胀 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

⁹ http://www.gov.cn/jrzq/2011-03/11/content_1823187.htm

¹⁰ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20110921a.htm>

¹¹ <https://www.yicai.com/news/1300480.html>

(2) 2013 年债务上限僵局

2013 年 5 月 19 日，美国债务上限的豁免期结束，直至 2013 年 10 月 16 日再次暂停债务上限 3 个月，期间十年美债先是大幅上行，后在 7 月后转为震荡。

事后复盘来看，再次面对债务上限僵局，当时市场似乎同样并未在第一时间定价。

2013 年 5 月至 7 月，引发十年美债大幅上行的原因主要是 TAPER 恐慌¹²，后续至 9 月中下旬，市场定价美联储后续紧缩乃至正常化节奏的行为，持续推升了十年美债。

转折点出现在 9 月 FOMC 会议后，我们推测，是美联储在声明中明确表达了对联邦财政紧缩影响经济与就业的担忧¹³，引发了市场对债务上限僵局的关注。直至债务上限僵局风险在 10 月 16 日有惊无险的暂时性解除后，随着市场重新定价财政前景对美联储的影响，十年美债才开启反弹。

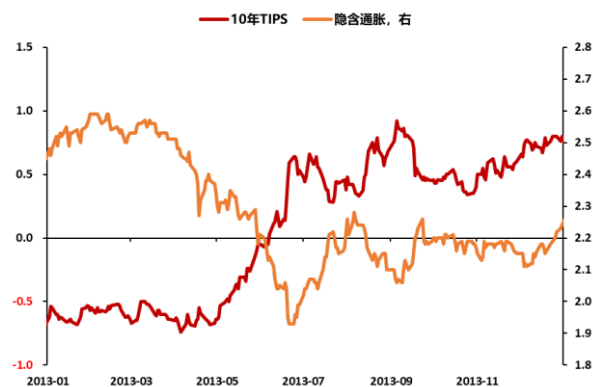
2011 年 8 月后，美元指数与十年美债走势较为一致，我们推测，后续市场在定价美元美债时，都将债务上限僵局如何影响财政前景，进而如何影响美国经济与美联储，作为了市场定价的主导因素之一。

图 5：2013 年美国债务上限僵局时期美元美债 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 6：2013 年美国债务上限僵局时期 10 年 TIPS 与隐含通胀 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

(3) 2017 年债务上限僵局

2017 年 3 月 7 日，美国债务上限的豁免期结束，直至 2017 年 9 月 8 日两党达成协议重新豁免债务上限，期间十年美债整体下行。

事后复盘来看，可能远在市场真正定价债务上限僵局的影响以前，市场从 2017 年年初以来，就已经在定价特朗普上任后，能否顺利兑现其竞选承诺中的财政扩张。2016 年年末至 2017 年年中，包括美元美债与油价，特朗普交易均是其重要主线之一。

2016 年总统选举后，随着特朗普与共和党当局掌握统一国会，市场对特朗普兑现其竞选承诺保有信心，美元快速走强。但自 2017 年年初以来，由于受到共和党内保守势力与建制派的反对，特朗普废除奥巴马医保法案搁浅、通俄门、以及税改法案迟迟未能落地，市场开始质疑特朗普兑现承诺的能力，美债美元下行。

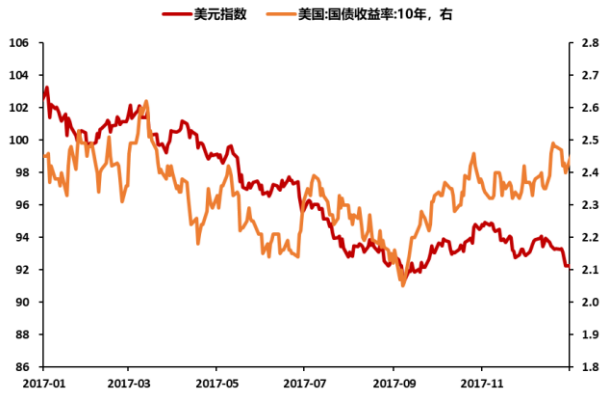
在此情况下，9 月 8 日债务上限僵局的解决，反而成为了特朗普向市场证明其调动资源兑现承诺能力的充分展示，市场对特朗普当局的财政扩张重燃信心，加上 10 月起美联储开启 QT¹⁴，十年美债较快反转上行。

¹² <https://www.yicai.com/news/1300480.html>

¹³ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20130918a.htm>

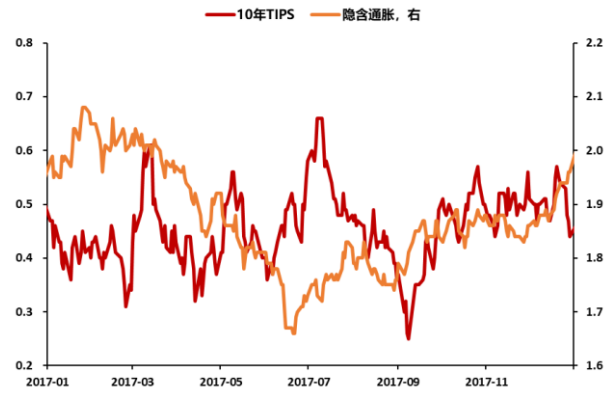
¹⁴ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20171101a.htm>

图 7：2017 年美国债务上限僵局时期美元美债（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 8：2017 年美国债务上限僵局时期 10 年 TIPS 与隐含通胀（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

（4）2021 年债务上限僵局

2021 年 8 月 2 日，美国债务上限的豁免期结束，直至年 12 月 15 日债务上限提高，十年美债整体上行。

我们评估，与 2018 年美国债务上限僵局的进展类似，期间市场交易重心并非债务上限僵局本身，而是在持续观察，当两党与民主党内围绕债务上限僵局博弈的情况下，拜登当局如何兑现其财政前景。再根据财政前景，定价未来美国经济、通胀与美联储行为，进而对相关资产进行定价。

2021 年年初，伴随着经济重启、通胀上行，以及拜登与民主党在掌握统一国会后，声称将持续推动刺激政策，市场开始交易通胀预期走高与美联储紧缩。

但随着美联储延续宽松立场，以及拜登在 1.9 万亿美元刺激政策后，后续政策推行不利影响，叠加疫情阶段性卷土重来，十年美债快速大幅反转下行。期间，前述美国财政账户余额减少事件，导致美国银行间市场流动性泛滥，进一步加速了十年美债下行。

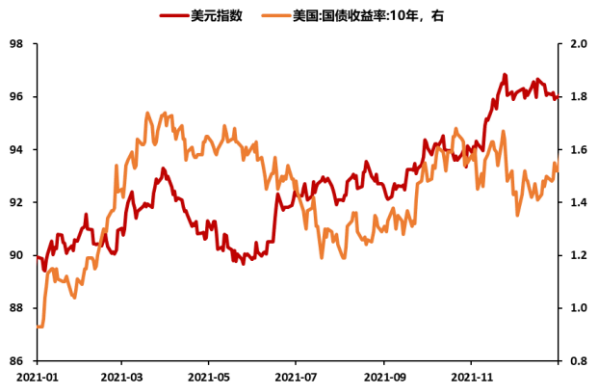
8 月 2 日债务上限豁免期结束后，随着财政账户余额减少结束，新增流动性投放告一段落，伴随着美国经济再度重启，以及市场逐步交易美联储转向，十年国债触底反弹。

回过头来看，当时市场定价并未因为债务上限僵局而偏离主线。我们认为，主要有两方面原因：

第一，民主党党内虽有分歧，但分歧主要在未来新增财政刺激力度，而非要求削减已有财政支出，走向债务违约风险有限。

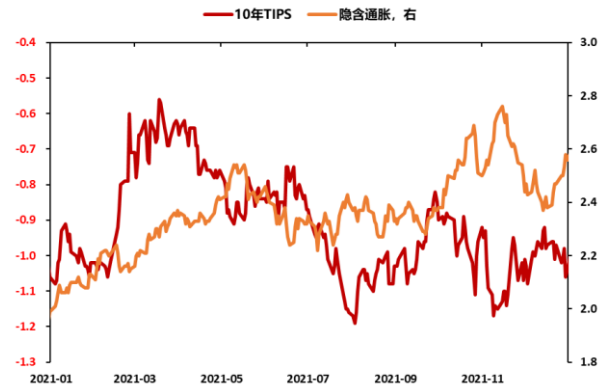
第二，事后评估来看，当时已经推出的财政刺激已经足够支持美国经济强劲复苏，进一步刺激的必要性不足，反倒可能加剧通胀风险，进而可能逼迫美联储更快紧缩，导致利率上行风险。

图 9：2021 年美国债务上限僵局时期美元美债 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：2021 年美国债务上限僵局时期 10 年 TIPS 与隐含通胀 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

综上所述，不难发现，市场关注债务上限僵局，多数情况下，重点不在美国债务的违约风险，而在于围绕债务上限僵局的政治博弈，是否会影响财政前景，进而影响经济基本面与美联储行为。

目前来看，市场实质性定价美国债务违约风险的，只有在 2011 年 X DAY 前后。从图 11 中我们也能观察到，美国国债五年期信用违约互换 CDS 只有在 2011 年大幅上行。

而市场围绕财政前景的定价，可能提前债务上限开启。例如在 2017 年与 2021 年，市场对财政前景的定价，已经在债务上限僵局前逐步展开。

至于市场定价美联储行为，触发点则在美联储表示明确关注财政前景后。例如，2011 年 9 月与 2013 年 9 月，美联储声明均明确表示了对财政前景的关注。

除此以外，若应对债务上限的行为可能扭曲金融市场，市场也会有所定价。例如 2021 年美国财政账户余额减少导致流动性泛滥，美债利率下行。

4. 美国债务上限僵局的可能发展？

我们评估，相较于先前几轮债务上限僵局时期，目前美国政治形势的复杂性极高，前景存在较高不确定性。

第一，目前美国国会已经分裂，且在债务上限问题上两党分歧严峻。

拜登与民主党希望提高债务上限不附带任何条件，而共和党正在推动将削减开支与提高债务上限挂钩¹⁵。

第二，无论是民主党还是共和党，党内分歧均不容小觑。

民主党方面，以参议员曼钦为代表的党内保守势力，一直是民主党内部的不稳定因素。

共和党方面，麦肯锡经过 15 轮选举才当选新任众议院议长¹⁶，等于已经将共和党内部分歧公之于众。

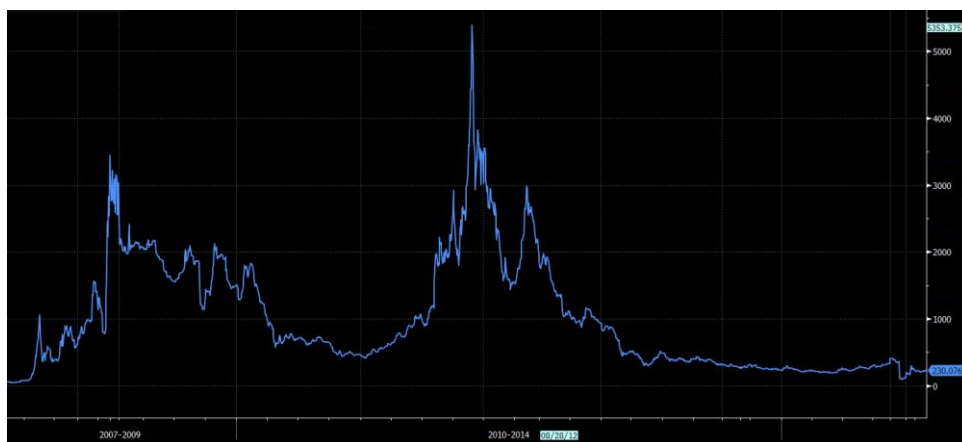
因此，虽然近日拜登与共和党领袖麦克奈尔均表示，债务上限协议终将达成，但市场目前已经对美国债务违约有所警惕。

具体来看，近日美国五年期信用违约互换(CDS)有所走阔，但距离 2011 年高点仍有明显差距。因此我们评估，市场目前整体还是观望态度，并没有实质性在资本定价中考虑美国债务违约风险。

参考以往经验，若两党分歧持续存在，为避免美国债务违约，不排除两党达成短期提高或暂停债务上限协议的可能性。

极端情况下，需要考虑美国债务违约风险。

图 11：美国国债五年期信用违约互换（BP）



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

¹⁵ <https://news.cctv.cn/2023/05/10/ARTI0PwMEIngc1XgWDVYmEkV230510.shtml>

¹⁶ http://www.news.cn/world/2023-01/07/c_1129263496.htm

5. 小结

市场关注美国债务上限谈判进展，因为围绕债务上限问题的政治博弈，可能带来或有风险。一旦谈判进展不顺，可能对美国财政与经济前景产生负面冲击，进而可能影响美联储行为，以及相应市场定价。

另外，还需要关注美国联邦政府在应对债务上限僵局过程中，扭曲金融市场的可能。例如，2021年美国财政账户余额减少事件。

历史回顾，债务上限僵局与谈判前后，美元美债表现并没有显著规律。这可能与市场是否实质性定价美国债务违约风险、或是解决风险对宏观前景的具体影响差别有关。

从美国五年期信用违约互换来看，2011年X DAY前后，市场已经实质性关注美国债务违约风险、以及后续财政悬崖对经济的负面冲击，美债利率明显回落。但期间因希腊主权债务危机扩散，美元反倒上行。

其他年份，市场在X DAY前后均未实质性定价美国债务违约风险，因此在债务上限违约前后，市场所受冲击并不明显。但从复盘来看，市场虽然实质性定价美国债务违约风险，但是对债务上限问题如何影响财政前景、美联储与市场环境仍有关注。

我们评估，相较于先前几轮债务上限僵局时期，目前美国政治形势的复杂性更高，谈判路径的不确定性也更高。虽然近日拜登与共和党领袖麦卡锡均表示，债务上限协议终将达成，但市场还是需要有所警惕。

具体来看，近日美国五年期信用违约互换(CDS)有所走阔，但距离2011年高点仍有明显差距。美国市场目前整体还是观望态度，并没有实质性定价美国债务违约风险的可能性。

参考以往经验，若两党分歧持续存在，为避免美国债务违约，不排除两党达成短期提高或暂停债务上限协议的可能性。

极端情况下，需要考虑美国债务违约风险。届时，市场可能将实质性定价美国债务违约风险，或会导致美债利率进一步下行。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com