



Research and
Development Center

渐行渐近的美国债务问题

2023年5月16日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

渐行渐近的美国债务问题

2023年5月16日

- **下一阶段，美联储或不再需要过于纠结通胀。**我们认为美联储或不再需要过于纠结通胀，市场对通胀的关注或也会逐步降低。通胀问题中，最需要关注的是核心服务价格。我们认为美国核心服务通胀正在软化，一是四季度起失业率或有明显回升，薪资通胀或将开始明显降温，二是美国超额储蓄或在 Q3 期间消耗殆尽，这有利于核心服务通胀的软化。展望通胀走势，我们认为尽管下半年通胀可能会有反弹，但这不过是非核心通胀的暂时性因素变动带来的影响，最主要的核心通胀还会一直下行。在通胀下行趋势下，明年年底通胀有望回归至 2%-3% 区间内，因此我们认为市场对通胀的关注或会逐步转移。
- **债务问题或使美联储放缓缩表力度。**疫后美国宽松政策下的高通胀问题正在逐步缓解，但背后累计的政府债务正加剧市场对债务危机的担忧。一是美国“分裂”政府或使两党拉锯战更加持久；二是美国税收不及预期，债务违约日可能提前，这收窄了国会就债务问题达成一致的时间窗口。我们认为今年或不会发生技术性违约，重演 2011 年债务僵局的概率较小。但债务上限提高并不意味着风险消散，上限提高后，积压的发债需求释放或会使准备金余额有继续下降的风险。若准备金/GDP 比例继续回落到疫情前水平，美联储或开始计划减缓其缩表力度。
- **资产配置：利多黄金，但利空短债。**在债务上限问题解决前，我们认为黄金还会有继续上升的空间，但对短债市场来说则是利空。在债务上限危机当中，市场因避险情绪增加会买入黄金等避险资产，在相似的政府分裂时期黄金表现都不错。而一旦债务上限提高，黄金价格或将出现阶段性高点。此外，我们认为本轮债务上限或不会演化成 2011 年的债务僵局，对股市的影响较为有限。但对债市的影响较明显，尤其是短债。当下债务上限已经进入讨论期，我们认为短债收益率在 5、6 月期间或将迎来明显上行。
- **风险因素：油价上涨超预期；美国货币政策收紧超预期。**

目录

一、下一阶段，美联储或不再需要过于纠结通胀	4
1.1 美联储驯服通胀的最大难题是核心服务	4
1.2 四季度薪资通胀回落趋势将更加明显	6
1.3 美国超额储蓄的支撑或只能维持到 Q3 期间	10
二、债务问题或使美联储放缓缩表力度	14
2.1 美国再次触及债务上限，引发市场担忧	14
2.2 债务问题或不会演化成 2011 年的债务僵局	19
2.3 但债务问题或使美联储缩表力度放缓	21
三、资产配置：利多黄金，但利空短债	22
3.1 债务上限决议或带来黄金的阶段性高点	22
3.2 本轮债务或对股市扰动有限，对短债市场影响较大	23
风险因素	24

表目录

表 1：核心商品主要是二手车等运输商品的变化	6
------------------------------	---

图目录

图 1：整体 CPI 处于下行通道	4
图 2：美国四项中核心服务才是最有韧性的部分	5
图 3：去年以来核心服务价格曾一度冲高	5
图 4：住房租金对核心服务通胀的贡献度一直在上升	6
图 5：下半年美国失业率进入上升阶段	7
图 6：新增非农就业人数下降趋势未改	8
图 7：美国 16 岁以上人口继续增长	8
图 8：美国劳动参与率有提升空间	9
图 9：疫后修复中核心 PCE 对失业率的反应比较敏感	9
图 10：早期核心 PCE 对失业率的反应不敏感	10
图 11：CPI 和 PCE 走势高度相关	10
图 12：美国疫后个人储蓄率大幅上升	11
图 13：当前美国超额储蓄消耗进程已过半	11
图 14：疫后超额储蓄的积累既有收入的多增，也有消费支出减少的影响	12
图 15：疫后超额储蓄消耗主要用于个人消费支出	12
图 16：疫后超额储蓄消耗也为服务消费提供了支撑	13
图 17：美国下半年通胀的反弹或是暂时性	14
图 18：下半年美国能源项通胀的基数相对比较低	14
图 19：美国政府债务上限	15
图 20：疫后三年美国财政赤字保持较快增长	15
图 21：疫情发生后，公众持有债务明显增加	16
图 22：非常规措施推迟债务达到法定限额的时间	16
图 23：美国提高债务上限的议程	17
图 24：民主党占多数的参议院，与 2011-2014 年类似	17
图 25：共和党占多数的众议院，与 2011-2018 年类似	18
图 26：历年税收流入期会对财政盈余有支撑	18
图 27：美国 TGA 账户	19
图 28：拜登民意支持率下滑	20
图 29：2011 年债务上限危机期间，总统的民意支持率处于任期低点	20
图 30：债务问题解决后发债规模均有上升	21
图 31：TGA 账户和准备金变动反向变动	21
图 32：黄金的资产表现往往有投资机会	22
图 33：相似分裂政府时期黄金都表现不错	23
图 34：2011 年讨论债务上限期间短债收益率明显上涨	23
图 35：2013 年 10 月前后，短债收益率明显上行	24
图 36：2014 年初，短债收益率明显上涨	24

一、下一阶段，美联储或不再需要过于纠结通胀

3月美国核心通胀反弹引发市场对通胀韧性和未来走向的讨论，我们认为短期反弹不改长期趋势，下一阶段，美联储或不再需要过于纠结通胀，市场对通胀的关注或也会逐步降低。

1.1 美联储驯服通胀的最大难题是核心服务

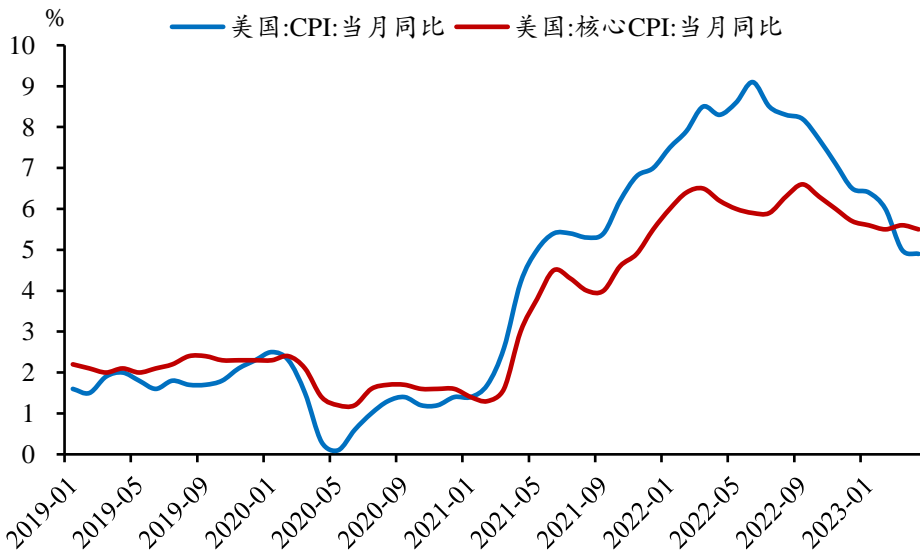
3月美国整体CPI继续回落，核心CPI反弹，市场开始担忧通胀的顽固性。我们认为无需过于担心3月的通胀反弹，因为3月核心CPI的小幅反弹实际上来自于核心商品价格，而更值得市场关注的其实是核心服务价格的变化。

核心CPI阶段性反弹更多源自于二手车等核心商品的价格变化。3月核心通胀的小幅反弹，主要是二手车等运输类商品价格出现回升，导致整个核心商品价格反弹。但我们认为3月的小幅反弹无需过于担心。因为在美国通胀的四大贡献当中，能源以及核心商品项对整体CPI的贡献已经有了明显减弱，下行态势逐渐明朗。4月核心通胀继续回落印证了这一点。

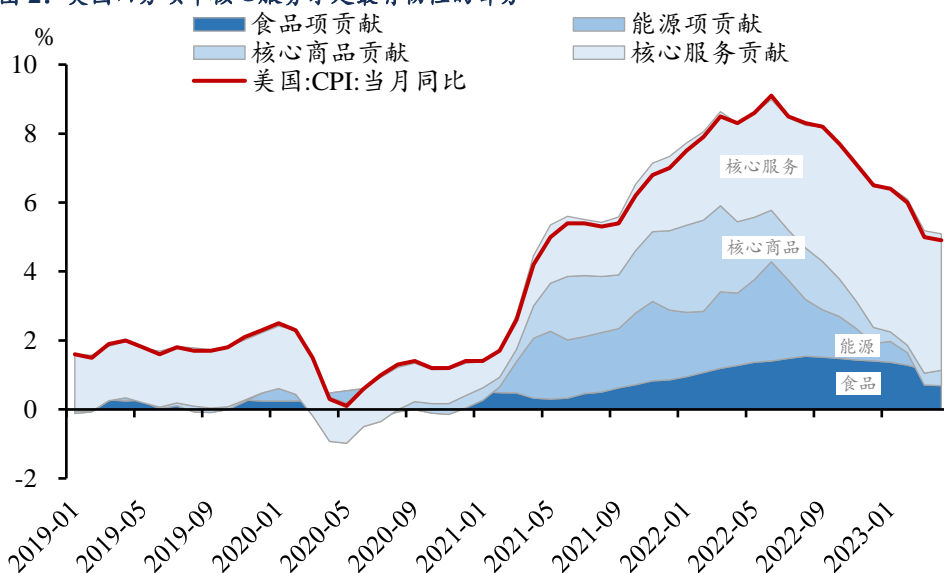
而在整个通胀回落过程中，驯服通胀最大的难题其实是核心服务价格。核心服务通胀降温之所以难以见效，主要源自两方面：1) 核心服务在整体CPI中的权重高。BLS数据显示，核心服务在整个通胀中的权重为58.18%，这一权重占比远远超过核心商品等其他分项。因此，核心服务价格一直以来都为整个CPI贡献了较大部分。2) 疫后核心服务价格一直冲高。今年3月美国CPI为5.0%，相比于去年高点（2022年6月CPI为9.1%）已经有了大幅下降，但这主要是能源和核心商品的价格疲软带来的通胀降温。截至今年2月，在过去美联储长达9个月的通胀回落进程中，核心服务价格曾一度冲高。

所以市场一直担心核心服务价格降温慢会给通胀带来韧性。

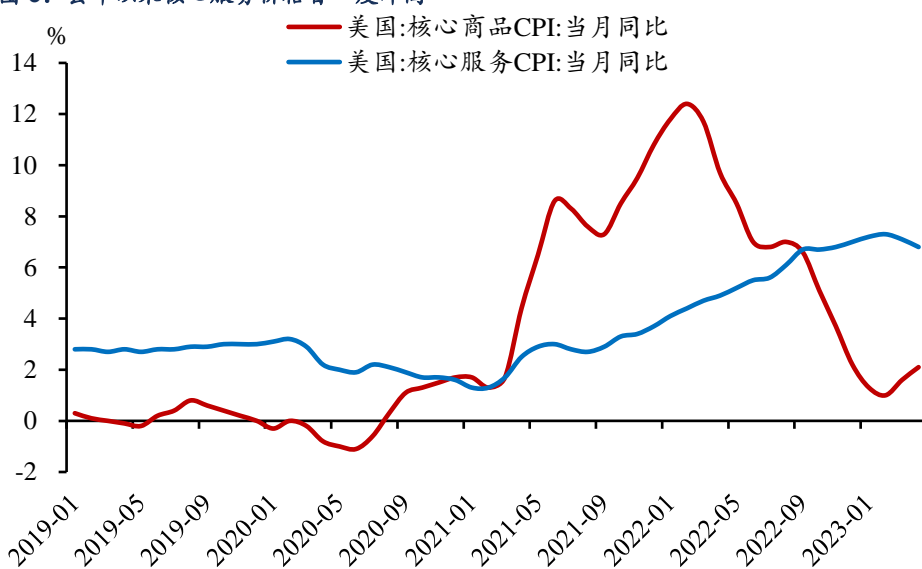
图 1：整体CPI处于下行通道



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：美国四项中核心服务才是最有韧性的部分


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：去年以来核心服务价格曾一度冲高


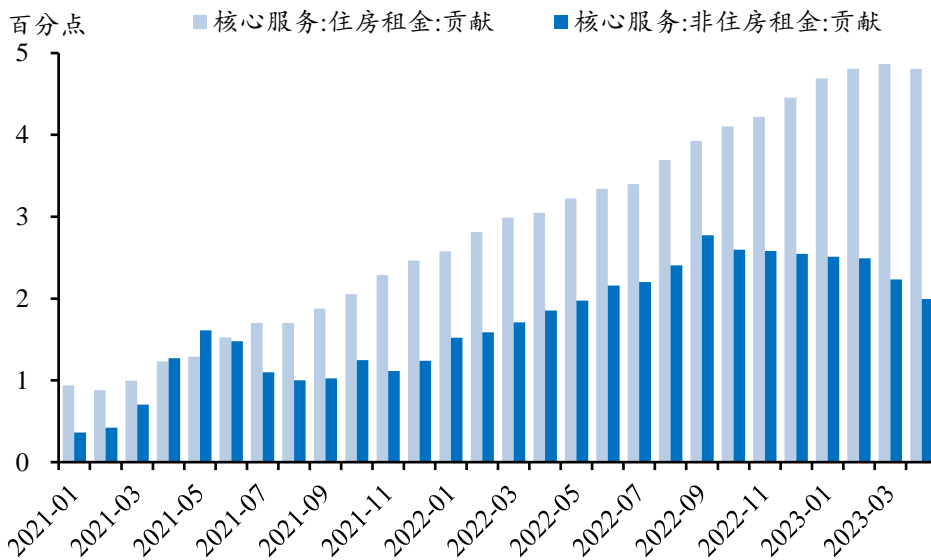
资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 核心服务为不含能源类的服务

表 1：核心商品主要是二手车等运输商品的变化

分项	CPI 同比(2023Q3) 未季调:%	CPI 同比(2023Q4) 未季调:%	增减变动	权重:%
家居用品	5.8	4.8	-1.0	20.76
服装	3.3	3.6	0.3	12.20
运输类商品(除燃料)	-1.8	-0.3	1.5	35.53
医疗保健类商品	3.6	4.0	0.4	6.83
娱乐类商品	3.2	2.9	-0.3	10.68
教育和通讯类商品	-10.2	-8.3	1.9	4.24
酒精饮料	4.5	4.6	0.1	3.92
其他商品	6.9	6.8	-0.1	5.84
核心商品:合计	1.5	2.0	0.5	100.00

资料来源: BLS, 信达证券研发中心

核心服务价格韧性上，市场最关心的是紧俏劳动力市场带来的薪资通胀。过去核心服务通胀的韧性比较强，除了住房租金价格的贡献外，很大程度上和美国偏紧的劳动力市场相关。不考虑住房租金贡献下，剩余核心通胀上涨到去年 9 月份后开始下降。我们认为从今年四季度开始美国失业率将出现明显回升，劳动力市场软化后薪资通胀也会出现明显降温。此外，美国超额储蓄最多或维持到三季度，超额储蓄消耗殆尽时，美联储驯服通胀的最大难题或不再成为通胀回落的掣肘。

图 4：住房租金对核心服务通胀的贡献度一直在上升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 核心服务为不含能源类的服务

1.2 四季度薪资通胀回落趋势将更加明显

服务价格粘性较强的隐忧之一就是紧俏的劳动力市场，因为过去劳动力紧俏带来了较快的薪资增长。但我们认为下半年起劳动力市场或将迎来降温，尤其是四季度开始，失业率或将出现明显上升趋势，而且从劳动力市场降温到通胀回落的传导也比疫情前更加顺畅。

我们在已外发报告《美国就业或已达到繁荣的顶点》中推演了年内美国就业市场的表现，从就业人数、总人口

和劳动参与率三个角度详细论述了美国失业率或将进入上升阶段的三个逻辑：

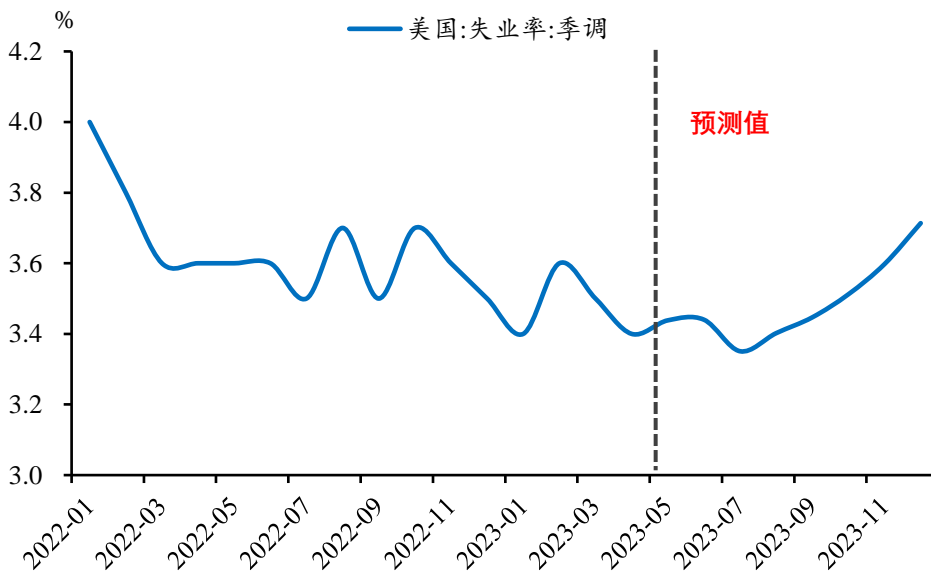
第一个逻辑是美国未来就业人数的增长动力在衰弱。历史上看，就业 PMI 指数和就业扩散指数均对新增就业走势有较强的指示意义。而当前就业先导指数均释放出同一个信号，即美国未来新增就业动力逐步衰竭，后续新增就业人数或将放缓。

第二个逻辑是人口的增长给就业市场带来的压力变大。随着净移民数量从疫情中修复以及美国国内人口的自然增长，16 岁以上人口也会变多，这意味着更多的人需要寻找就业机会，我们认为这部分人口的增长或会给就业市场带来更大压力。

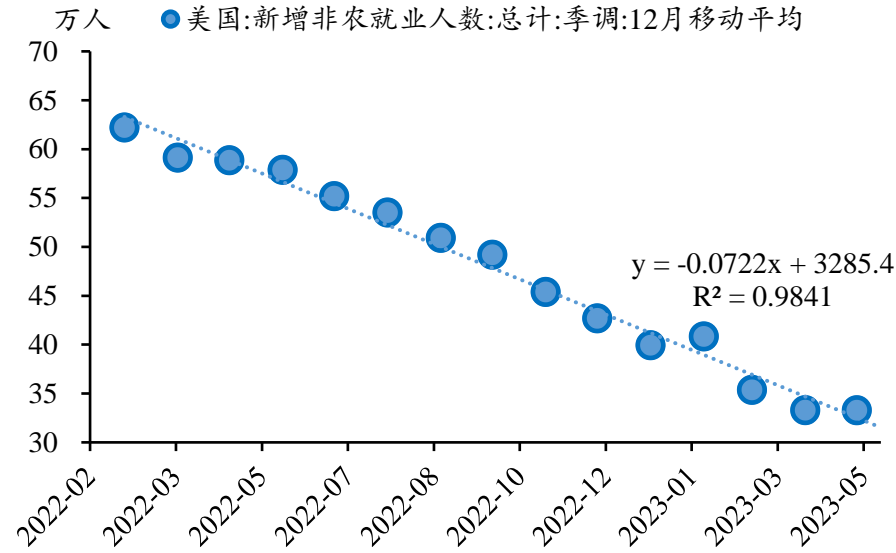
第三个逻辑是后续劳动参与率还有逐步提升的空间。劳动参与率取决于劳动力人口和非劳动力人口的相对变动。当前劳动力人口逐步增长，而退出劳动力市场的非劳动力人口存量已经基本稳定，根据劳动参与率的含义，这意味着美国后续的劳动参与率还会逐步提升。

综合来看，在未来新增就业人数放缓、总人口继续增长、劳动参与率继续修复的背景下，下半年美国失业率或将进入上升阶段。

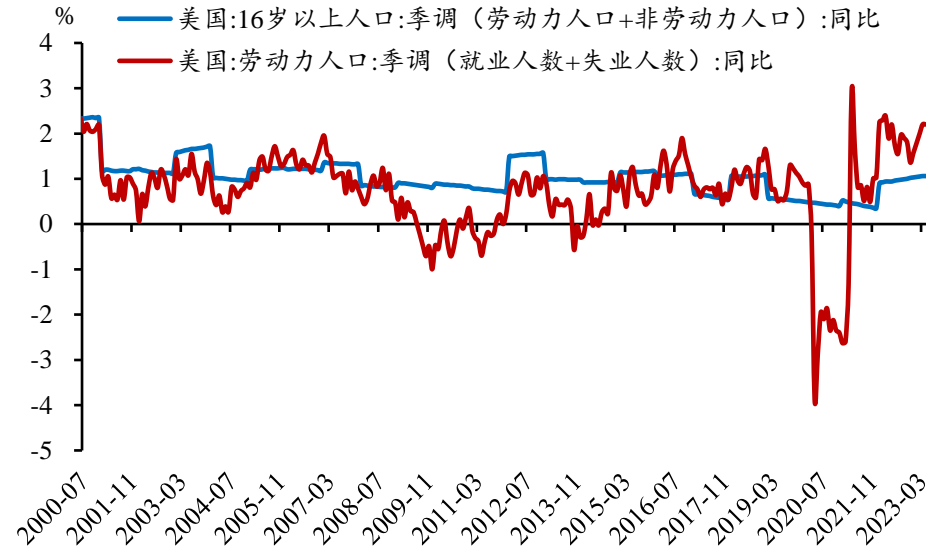
图 5：下半年美国失业率进入上升阶段



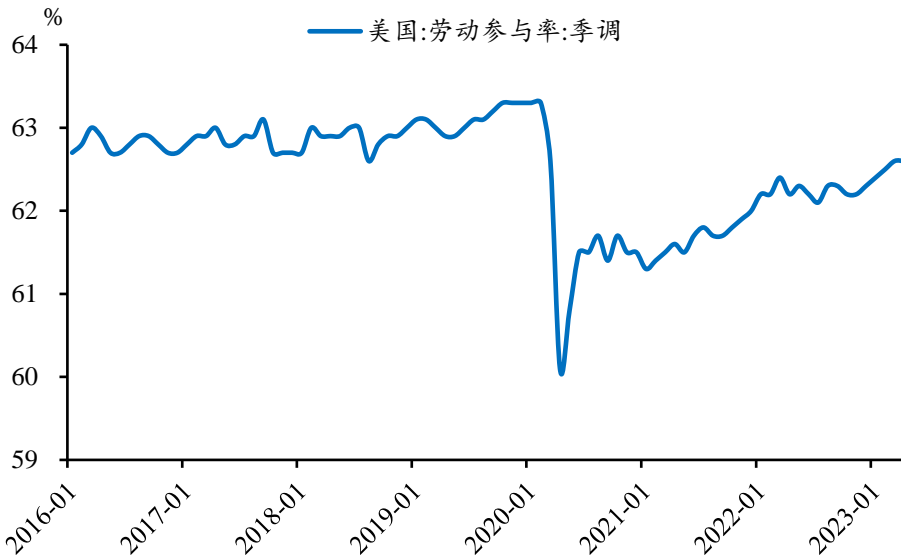
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：新增非农就业人数下降趋势未改


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：美国 16 岁以上人口继续增长


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

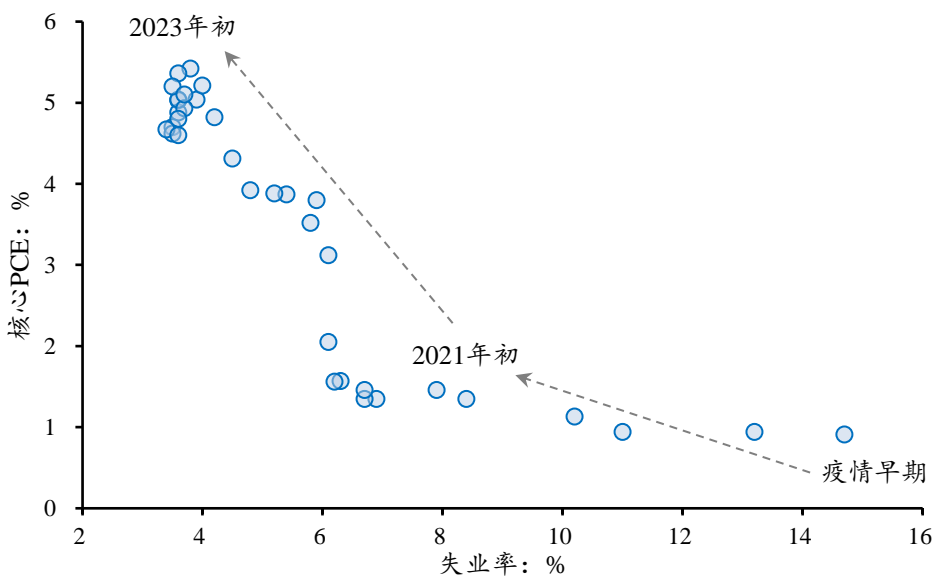
图 8：美国劳动参与率有提升空间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

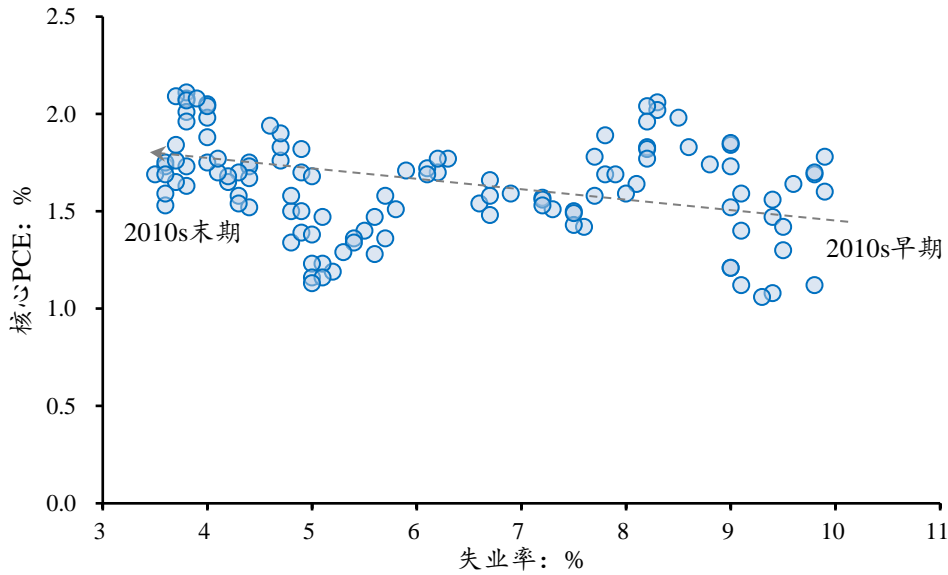
一旦美国失业率开始上升，劳动力市场的降温也会传导至薪资通胀。

与疫情前相比，疫后核心 PCE 对失业率的反应变得更加敏感。美国 CPI 和 PCE 走势高度相关，以 PCE 为例，在 2010s，核心 PCE 对失业率的反应不敏感。失业率从 2010s 早期约 10% 的水平下降到 4% 附近，但是核心 PCE 仅是温和上涨。而核心 PCE 和失业率二者间的关联在疫后期间的表现则略有不同。可以看到，疫情以来，美国核心 PCE 对失业率的反应变得更加敏感。也就是说，与疫情前相比，疫后同等幅度的失业率上升会带来更大幅度的通胀下降。

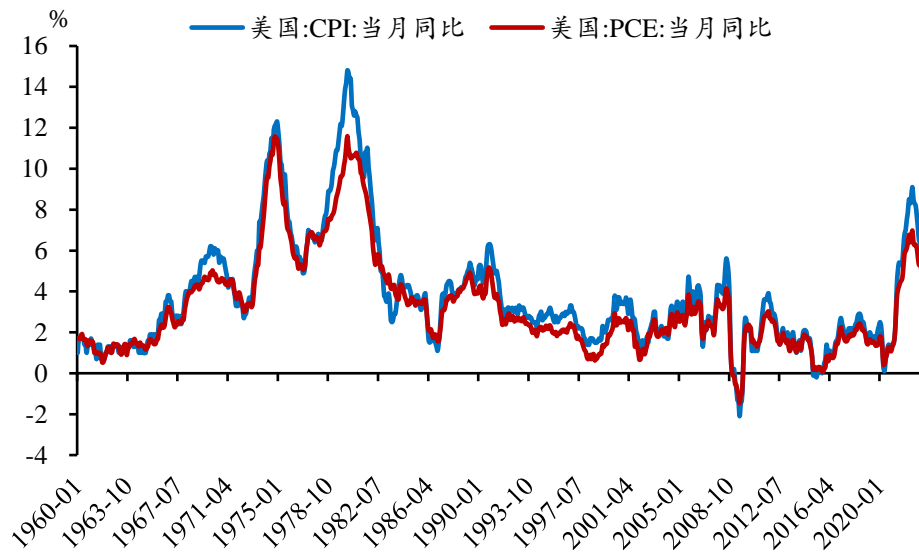
因此，在 PCE 和失业率间关联更敏感的背景之下，若下半年劳动力市场如我们所预期那样降温后，工资增速带来的核心服务通胀也会跟着快速回落。

图 9：疫后修复中核心 PCE 对失业率的反应比较敏感


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：早期核心 PCE 对失业率的反应不敏感


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

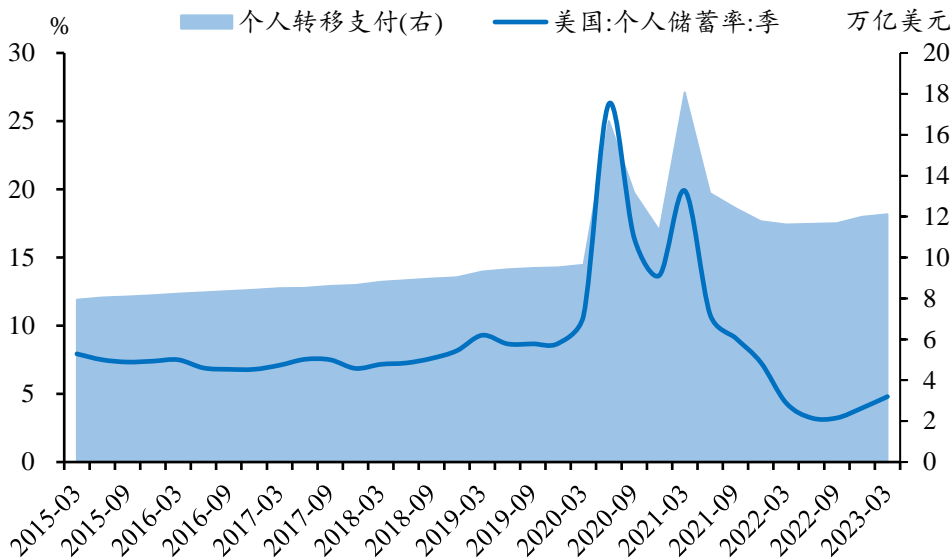
图 11：CPI 和 PCE 走势高度相关


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3 美国超额储蓄的支撑或只能维持到 Q3 期间

除了紧俏劳动力市场降温外，超额储蓄即将消耗殆尽也是核心服务通胀软化的有利因素。

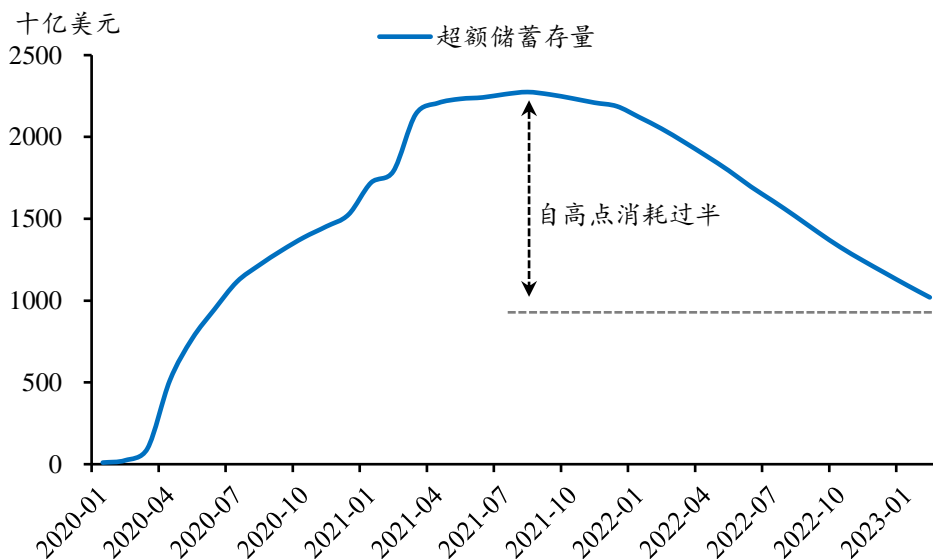
疫后超额储蓄积累既有收入多增也有消费减少的影响，但主要是收入多增带来储蓄率的提高。疫情以来，美国居民积累了大量的超额储蓄，这些超额储蓄的积累既有收入多增因素的影响，也有消费减少的影响，但主要是收入多增带来的储蓄率提高。疫情后，美国居民转移支付收入有两轮明显上升，这提高了居民可支配收入水平，个人储蓄率也因此大幅上升，这使得居民积累了许多超额储蓄。根据美联储估计，在整个疫情期间，超额储蓄存量最高达到约 2.3 万亿美元，从 2021 年 Q3 开始消耗，过去这段时间超额储蓄为美国居民的消费支出提供了支撑。从消耗进度来看，目前超额储蓄存量消耗已经过半。

图 12：美国疫后个人储蓄率大幅上升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

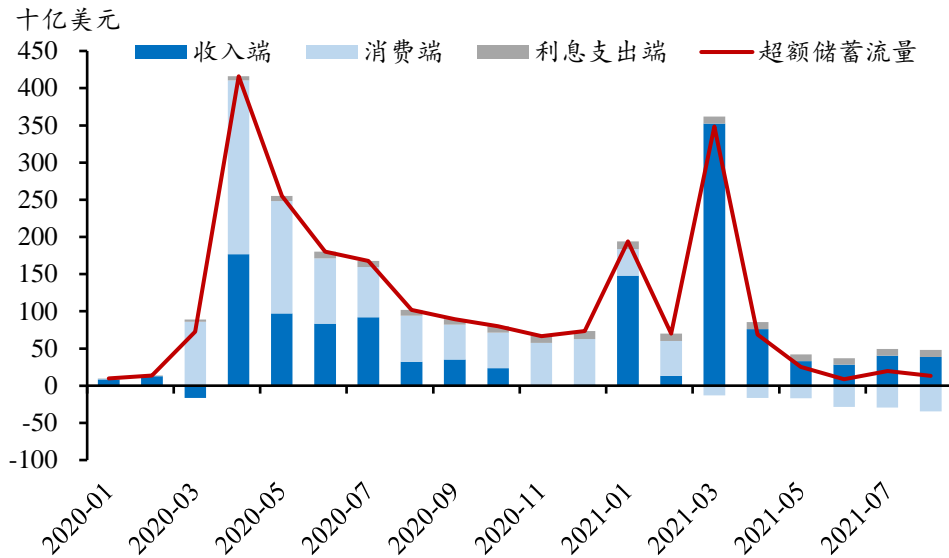
超额储蓄的消耗也为服务通胀提供了支撑。2021 年末开始，美国超额储蓄存量已经开始呈现回落趋势，这表明美国超额储蓄已经开始消耗。从过去整个消耗进程来看，超额储蓄的消耗大多流向个人消费支出。这不仅包括商品消费，也包括服务消费。所以过去整个通胀表现出较强韧性，其中重要的原因之一就在于居民拥有超额储蓄作为消费的支持。

但我们预计剩余超额储蓄最多或在 Q3 期间消耗完毕。根据我们的测算，截至今年 2 月，美国超额储蓄存量仅余约 1 万亿美元左右，也就是说整个超额储蓄的消耗已经过半。按当前超额储蓄存量的消耗速度推演，整个超额储蓄存量最多或还能支撑两个季度，或在今年三季度期间消耗完毕。往后来看，我们认为超额储蓄消耗殆尽后，通胀韧性的支撑力量也在减弱。

图 13：当前美国超额储蓄消耗进程已过半


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

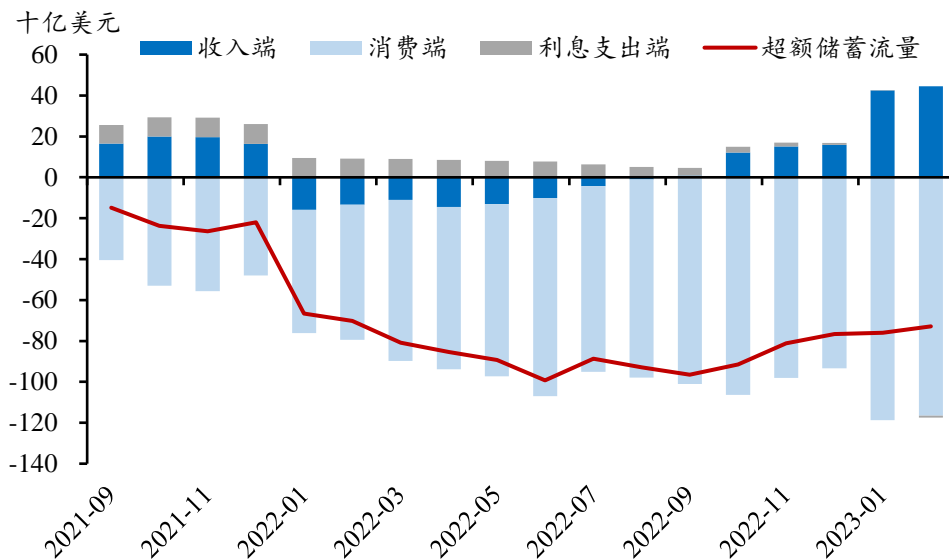
图 14：疫后超额储蓄的积累既有收入的多增，也有消费支出减少的影响



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

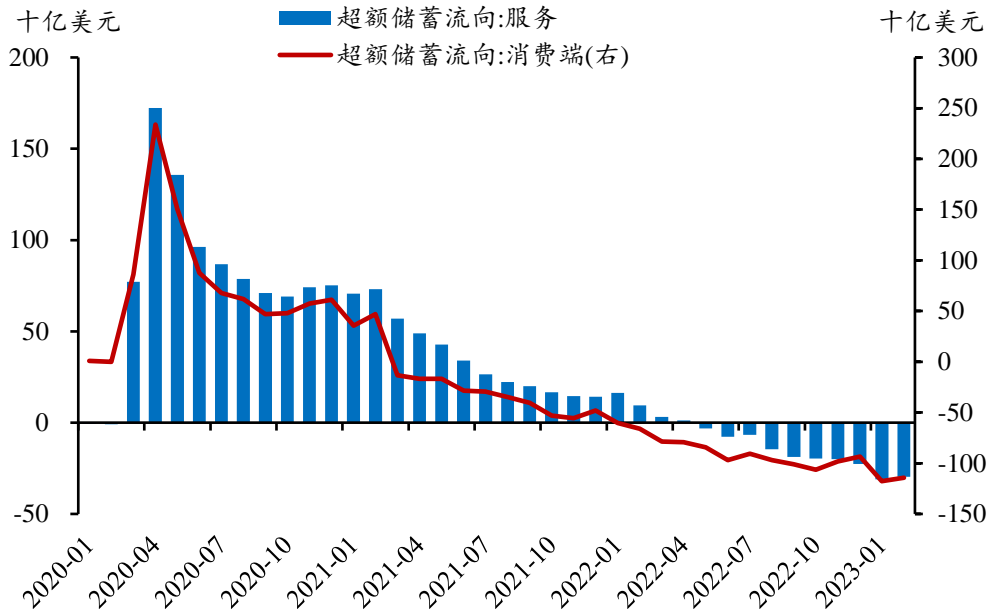
注: 收入端=收入-收入趋势, 消费端=消费趋势-消费, 利息支出端=利息支出趋势-利息支出

图 15：疫后超额储蓄消耗主要用于个人消费支出



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 收入端=收入-收入趋势, 消费端=消费趋势-消费, 利息支出端=利息支出趋势-利息支出

图 16：疫后超额储蓄消耗也为服务消费提供了支撑


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 收入端=收入-收入趋势, 消费端=消费趋势-消费, 利息支出端=利息支出趋势-利息支出

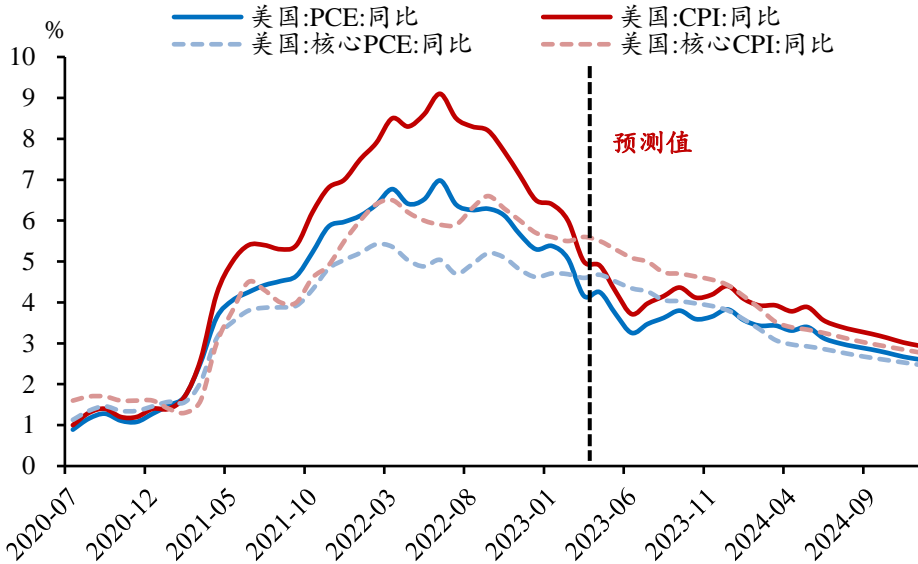
基于劳动力市场降温和超额储蓄消耗殆尽的逻辑，我们认为下一阶段，美国或不再需要过于纠结通胀，市场对通胀的关注或也会逐步降低。

首先，3月核心通胀的反弹源自核心商品而不是核心服务，核心商品的贡献较小。3月通胀数据显示核心CPI从2月的5.5%反弹至3月的5.6%，这主要是二手车和卡车等耐用品的价格变动带来的影响，我们认为3月核心通胀的小幅反弹不需要过于担心，短期反弹不改通胀降温趋势。而且核心商品价格对通胀的贡献已有大幅下降，其影响相对有限。

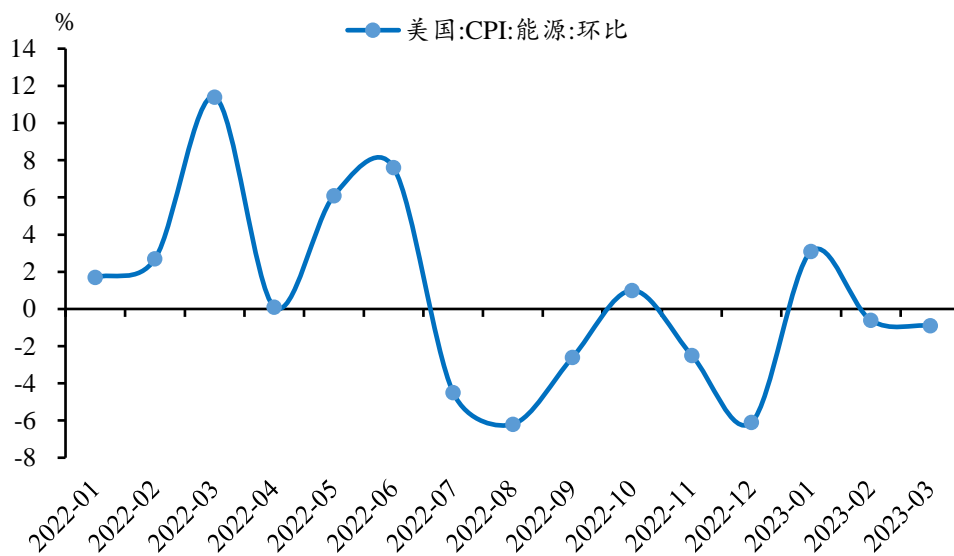
其次，更加重要的核心服务价格在劳动力市场降温和超额储蓄消耗殆尽之下也会出现回落。核心服务通胀既有租金价格的影响，也有工资变动的的影响。尽管住房租金价格略有反弹，但在工资通胀继续降温的情况下，其实整体的核心服务价格已经开始出现回落势头。下半年，尤其是四季度起，在劳动力市场降温和超额储蓄消耗完后，我们认为核心服务价格也会开始出现回落。

此外，能源和食品项非核心通胀对下半年通胀的扰动大概率是暂时性变化。对整体通胀来说，短期内尽管食品和能源等非核心项对整体通胀会有扰动，但这一扰动偏短期，或不会加大通胀韧性。这背后主要是两方面原因：一是非核心项对整体通胀的扰动是其低基数带来的影响，但这一扰动的影响偏短期，当基数效应过去后扰动也会降低；二是商品和服务的消费都即将失去超额储蓄这一重要支撑力量。之前由于美国居民手中还有相当规模的超额储蓄，对核心商品和核心服务通胀都有支撑。当前食品项通胀比能源通胀回落得要慢，或是因为俄乌冲突对粮食价格的影响消退比较慢。但在整体需求回落的前提下，我们认为食品项对整体通胀的扰动有限。

我们认为今年最主要的核心通胀还会一直下行，即使年底通胀不到2%，但回落趋势下明年年底通胀有望回归正常水平，市场对通胀的关注度或会逐步降低。

图 17：美国下半年通胀的反弹或是暂时性


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18：下半年美国能源项通胀的基数相对比较低


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、债务问题或使美联储放缓缩表力度

疫后美国宽松政策下的高通胀问题正逐步缓解，但是宽松政策背后累计的大量政府债务正在酝酿风险。目前，美国债务上限问题已经进入讨论阶段。在违约日到来之前，美国必须就债务问题达成一致，债务上限最终提高并不意味着风险消散，上限提高后，发债需求释放或引起准备金下降，从而影响美联储收缩资产负债表的力度。

2.1 美国再次触及债务上限，引发市场担忧

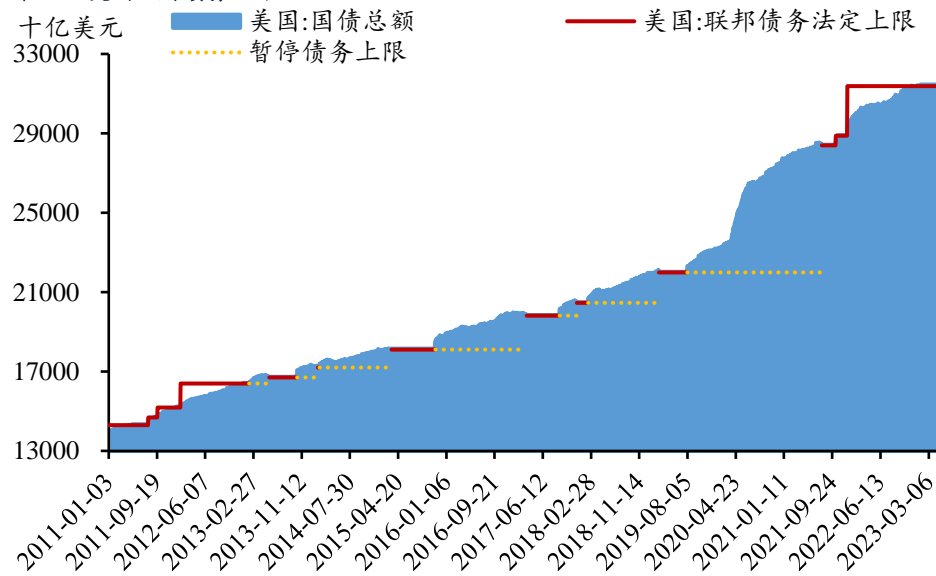
美国再次触及债务上限问题，市场加剧对债务危机到来的担忧。长期以来，美国财政部可以借入的金额受到债务法定限额的约束(即：债务上限)。2021 年底，美国已将债务上限从 22 万亿美元大幅提高至 31.4 万亿美元。

尽管如此，整个美国国债规模也很快就再次接近 31.4 万亿美元的债务上限。

1) 从国债规模快速攀升的原因上看，这主要源于疫后美国财政赤字保持较高增速。对于美国来说，联邦政府的财政收支在大多数时间里都处于财政赤字状态(联邦总支出>联邦总收入)，而联邦政府的这些债务融资主要是通过财政部发行债券来获得必要的资金。可以看到，疫情以来的财政赤字增长速度远比疫情前三年的增长速度要快很多，与之相对应，自疫情以来美国国债规模也显著上升，尤其是公众持有的美国国债规模，其上升趋势更加明显。

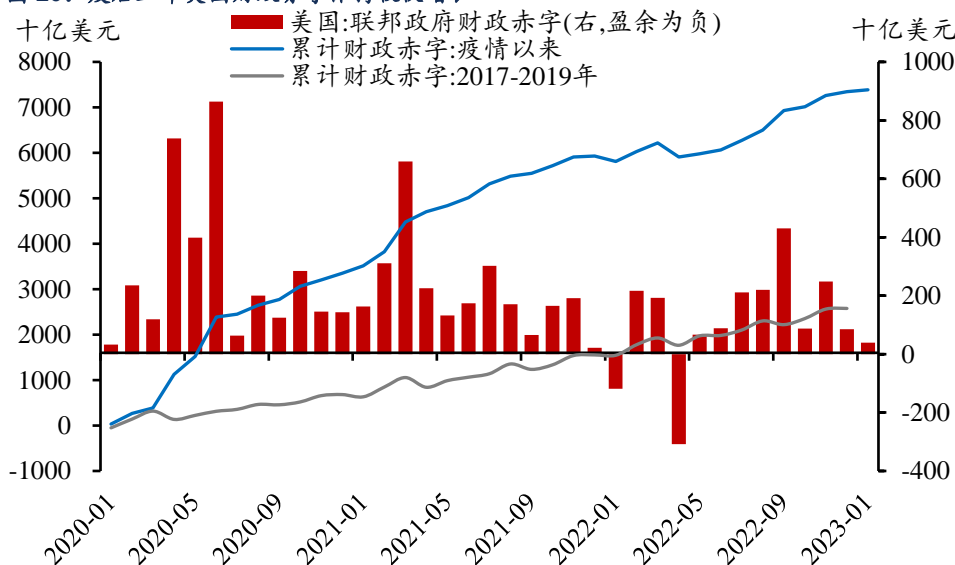
2) 从财政部的应对手段上看，财长已经采取了非常规措施。受到快速攀升的财政赤字影响，直到今年 1 月，财政部表明美国已触及法定债务上限。为维持政府借款能力，财政部部长耶伦采取了非常规措施，但是这一非常规措施只是应对债务违约日过早到来的临时性应对手段，而非长久之计，最终国会两院都要就债务问题讨论出应对方案。

图 19：美国政府债务上限

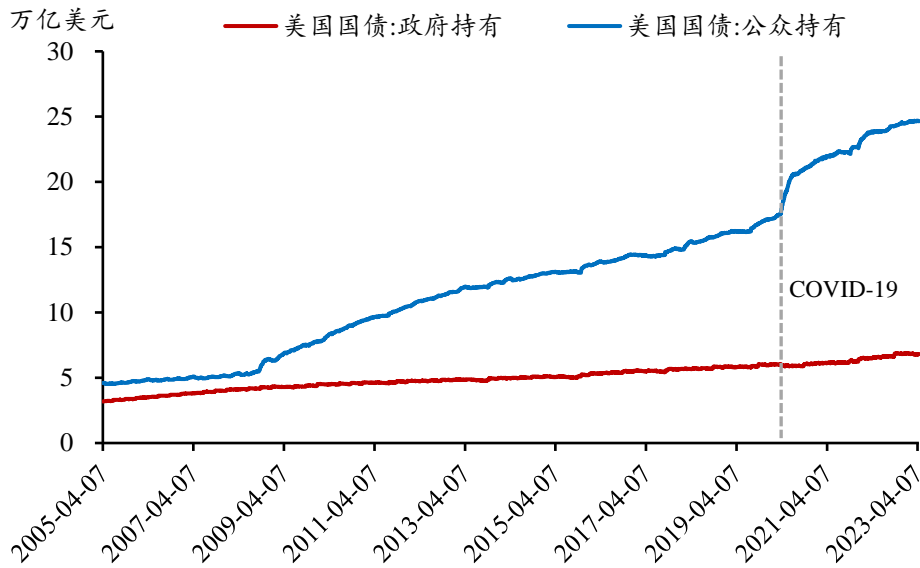


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

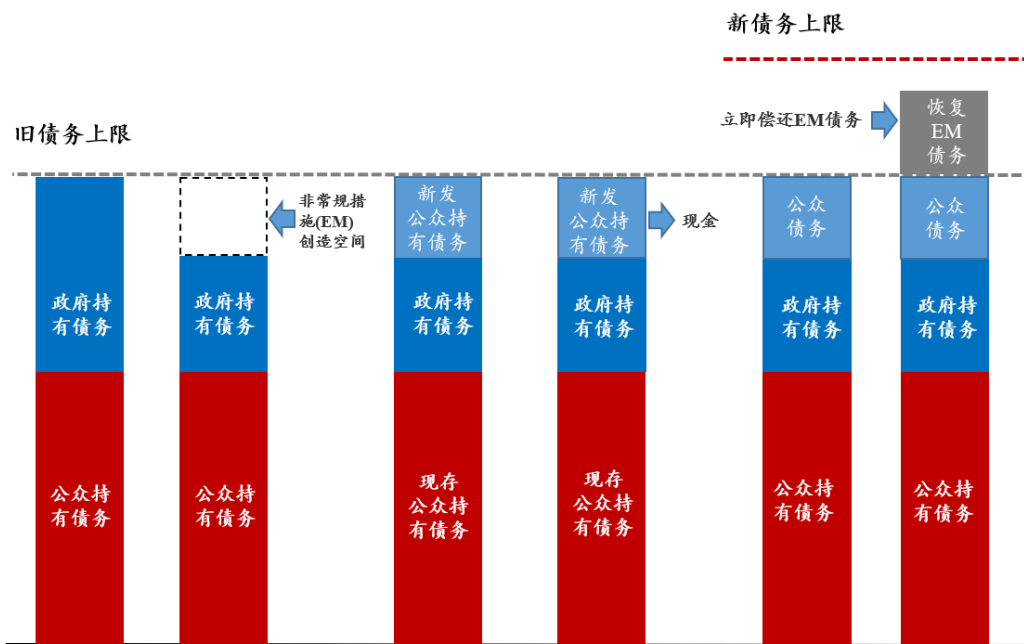
图 20：疫后三年美国财政赤字保持较快增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21：疫情发生后，公众持有债务明显增加


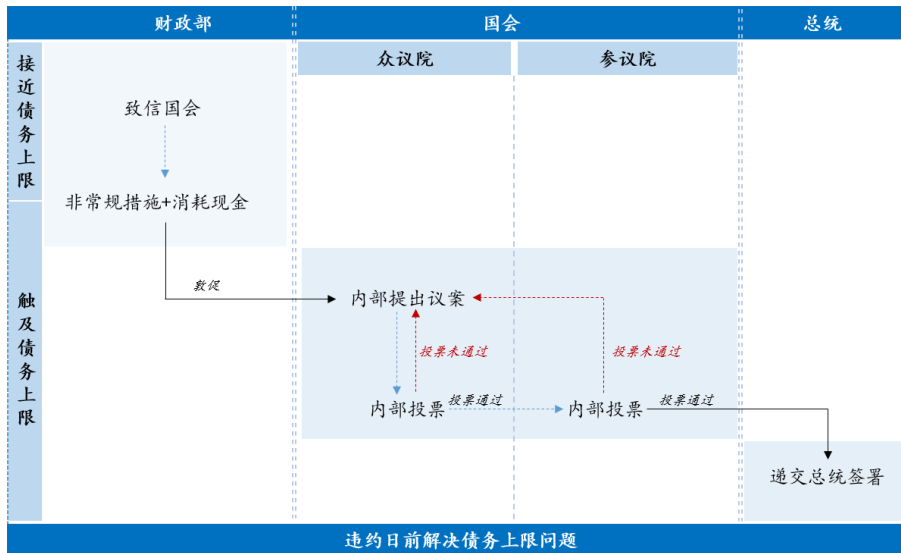
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22：非常规措施推迟债务达到法定限额的时间


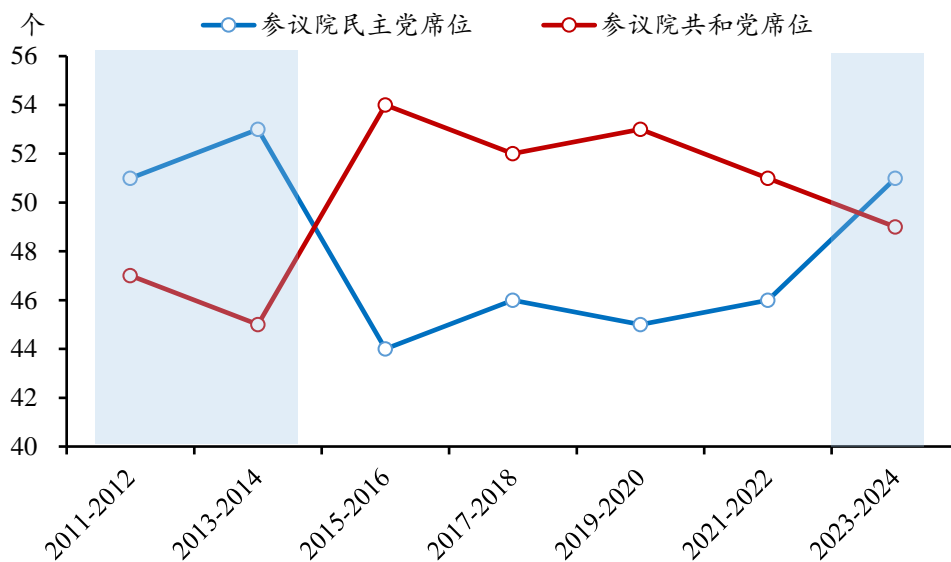
资料来源: BPC, 信达证券研发中心

市场担心今年债务问题可能会重演 2011 年债务上限危机主要源于分裂政府间博弈和 X-Date 可能提前到来这两个方面。

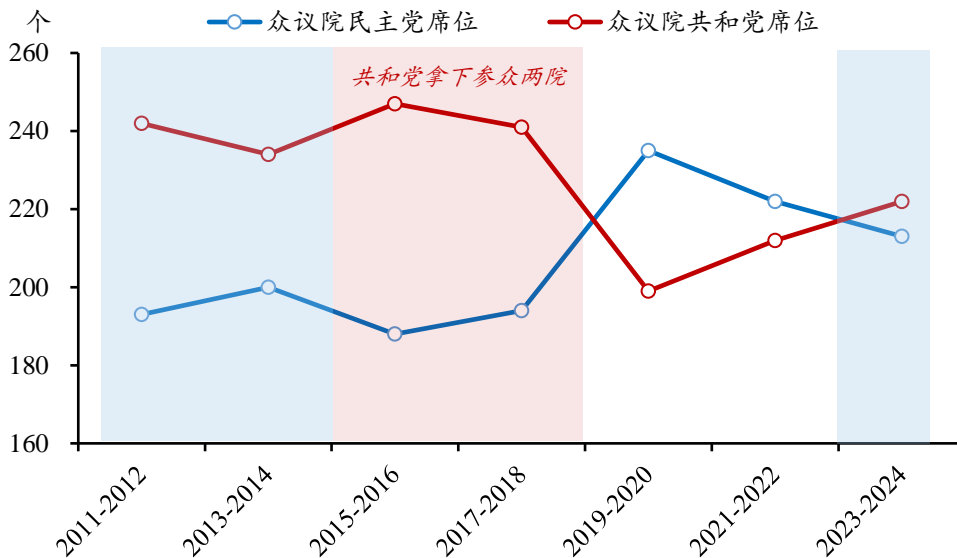
第一，美国国会两院进入“分裂”状态，市场担心两党拉锯战或将更为持久。从往年提高债务上限议程上看，美国提高债务上限需要国会两院通过议案、总统签署后方可生效，而国会两院就议案达成一致往往是最难调和的矛盾。再加上今年美国国会两院继续呈现出分裂政府局面，即：民主党主导参议院，共和党主导众议院，这与 2011-2014 年的两院情况相类似。其中，2011 年国会两院在债务上限问题上的持久对峙就对市场造成了较大影响。因此，市场担心今年两党的“拉锯战”若僵持至违约日附近，会对整个金融市场产生不利的影

图 23：美国提高债务上限的议程


资料来源：信达证券研发中心

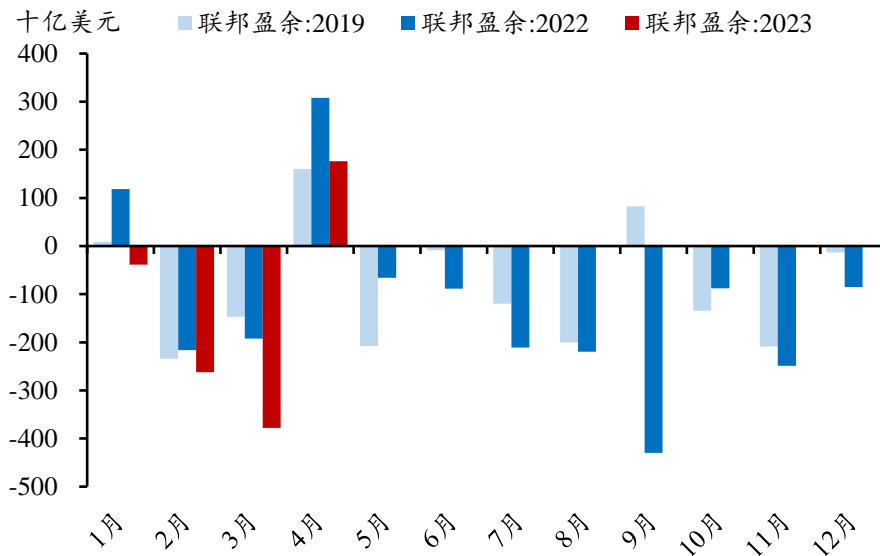
图 24：民主党占多数的参议院，与 2011-2014 年类似


资料来源：United States House of Representatives, CNN, 信达证券研发中心

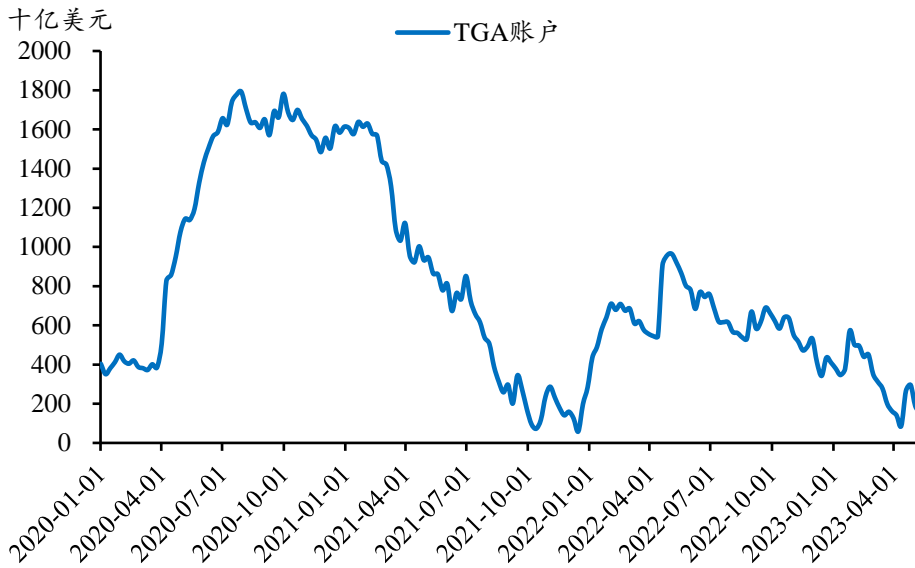
图 25: 共和党占多数的众议院, 与 2011-2018 年类似


资料来源: United States House of Representatives, CNN, 信达证券研发中心

第二, 不及预期的税收也让金融市场加大了对债务上限危机的押注。当前美国财政部正在采取措施以延迟突破债务上限日的到来, 包括非常规措施和财政部现金余额的消耗。当这些措施和手段用尽后, 美国将面临债务违约, 也就是 X-Date 到来。而税收作为财政部账户余额的主要来源, 税收增量明显能为财政部账户提供支撑。但 4 月 19 日数据显示, 截至美国报税截止日 (4 月 18 日), 美国政府手头用于支付账单的资金仅增长了 1084.7 亿美元。而报税截止日之后, 美国财政部持有的现金并没有出现明显增加。这意味着违约日或比财政部先前预期的时间要早, 留给国会两院就债务问题达成一致的时间窗口也在收窄。

图 26: 历年税收流入期会对财政盈余有支撑


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27：美国 TGA 账户


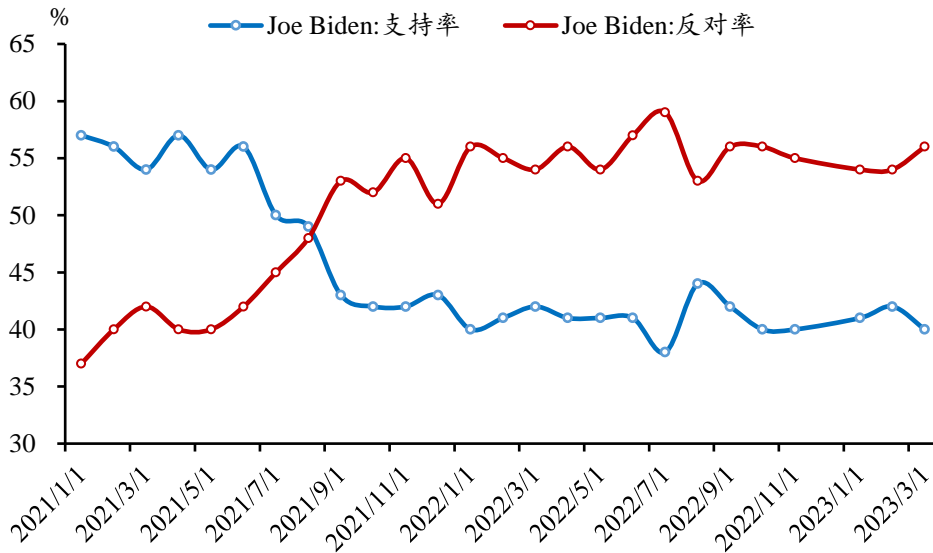
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 债务问题或不会演化成 2011 年的债务僵局

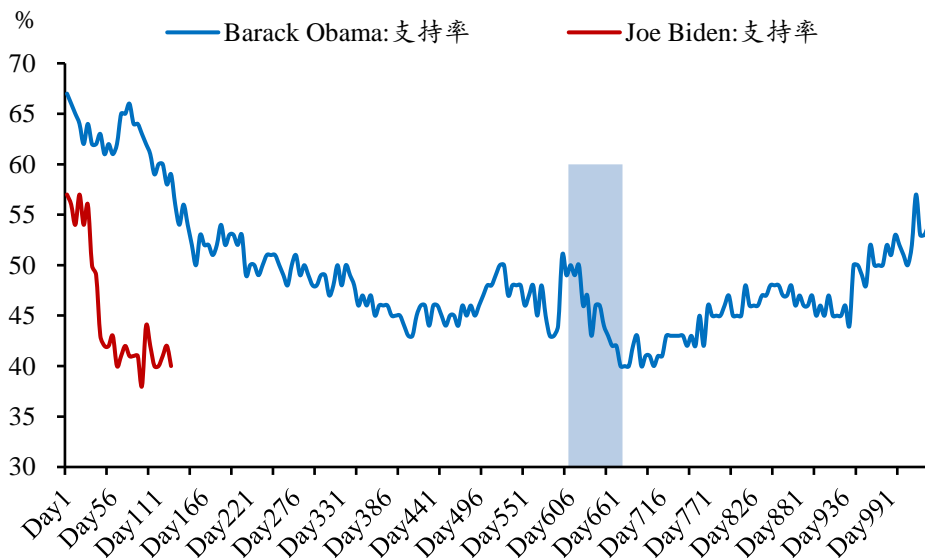
对于市场担忧的债务上限风险，我们认为今年或不会发生技术性违约，重演 2011 年债务僵局的概率较小。

今年的债务上限问题或不会发生技术性违约。回顾往年历史，自 2011 年以来，美国不止一次触及债务上限。即使初期国会两院都就各自政治立场僵持不下，但最终也都达成了一致。而两党之间的僵持，主要在于民主党和共和党之间对是否削减预算存在分歧。拜登政府希望直接通过债务上限法案，而共和党更希望通过一个附带削减赤字的债务上限提高法案。只要国会双方能尽快就此达成妥协，那么债务问题就很有可能在违约日前得到解决，而不会发生技术性违约。

第一，拜登以及民主党议员可能会提前做出让步。尽管民主党和共和党就债务上限问题各持不同观点和立场，两党僵持不会轻易在第一轮议案投票中通过。但我们认为在今年这种形势之下，最终达成一致很可能是拜登和民主党议员提前做出让步。从民意调查来看，拜登政府的支持率一直在下滑，最新数据显示，支持率仅达 40%，民意选票岌岌可危。而 2011 年的债务上限危机也使得当时奥巴马政府的支持率明显降低，这对即将参加明年总统大选的拜登来说，今年债务问题演化成危机对拜登竞选总统十分不利。因此，拜登政府或不会让僵局持续演化成 2011 年的债务上限危机，而是提前做出让步。

图 28: 拜登民意支持率下滑


资料来源: Gallup, 信达证券研发中心

图 29: 2011 年债务上限危机期间, 总统的民意支持率处于任期低点


资料来源: Gallup, 信达证券研发中心

第二, 2011 年债务问题有欧债危机催化, 今年缺少相似的催化剂。2011 年债务僵局对股市影响较大, 或是标普下调美国评级放大了市场恐慌情绪, 因此对美国的股市影响比较明显。而当时最重要的催化剂主要是欧债危机的蔓延, 在多个国家被下调评级后, 标普担心美国会成为下一个违约的国家而下调美国评级。但是今年的债务僵局或缺少这一重要的催化剂, 我们认为今年的银行危机虽然造成了一些影响, 但是并未引发波及各国大面积的系统性风险, 对各评级机构恐慌情绪的放大作用有限。

因此, 我们认为尽管两党依旧会有僵持, 但演化成类似 2011 年债务僵局的概率较小。

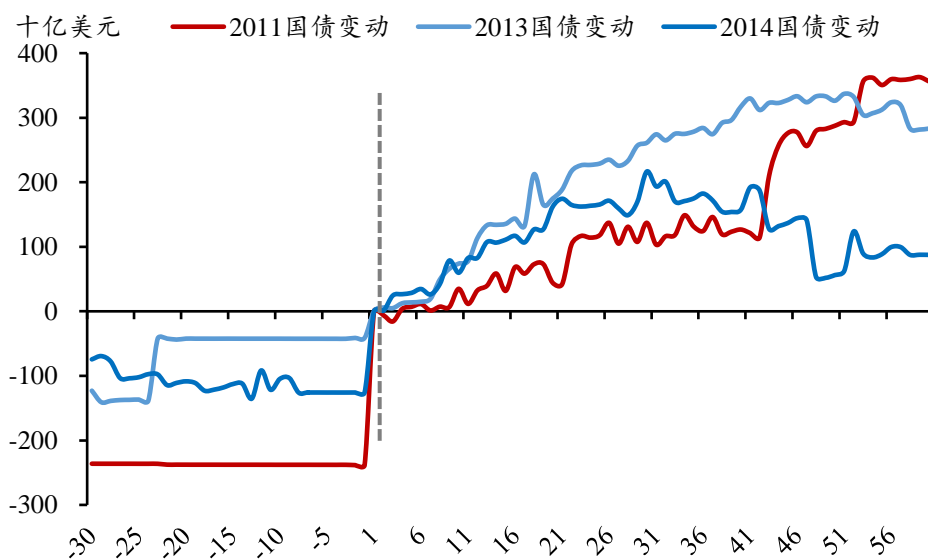
2.3 但债务问题或使美联储缩表力度放缓

1) 债务上限解决前，发债需求受债务上限约束。美国触及债务上限后，财政部耶伦便宣布美国进入债务发行暂停期，这意味着美国只能通过非常规措施和自己的资金账户支付部分到期的债券，以维持政府的借款能力。这也意味着在债务上限问题得到解决前，美国国债发行会受到上限的约束，发债需求被延后。

2) 债务上限解决后，前期积压的发债需求会集中释放。在债务问题得到解决后，前期积压的发债需求会释放。财政部发行新债，由银行与非银行公众购买。1) 当银行购买财政部发行的新债时，银行准备金余额转移到财政部账户（TGA），银行持有国债增加，准备金减少。2) 而当公众购买新债时，公众存款减少，银行准备金减少。无论是哪一种方式，银行的准备金都会减少。

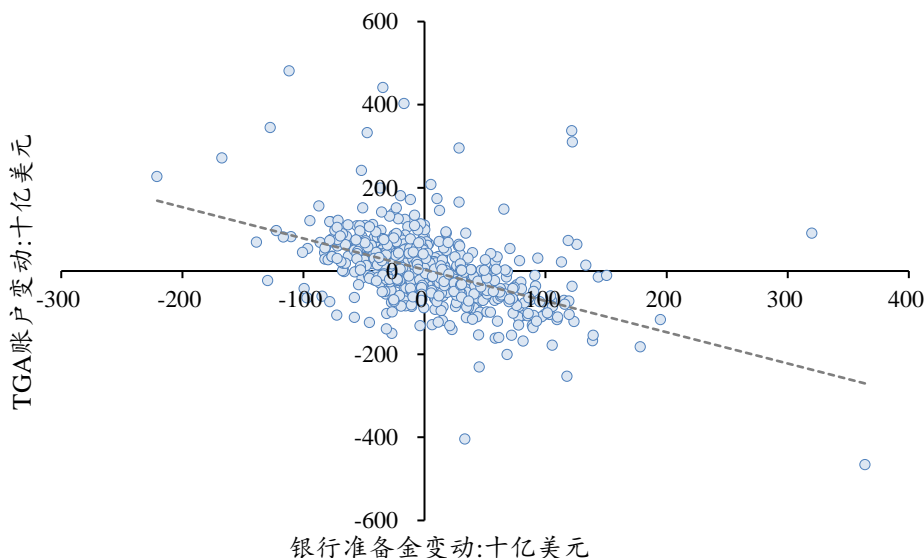
因此，债务上限最终提高并不意味着风险消散，债务上限提高后，前期积压的发债需求释放会使准备金余额有继续下降的风险。若准备金和 GDP 的比例继续回落到 2019.12-2020.03 的水平，规模回落至 2.01-2.88 亿美元附近，美联储可能会开始计划减缓其缩表力度。

图 30：债务问题解决后发债规模均有上升



资料来源: Gallup, 信达证券研发中心, 横轴数值为 1 标记债务上限解决日

图 31：TGA 账户和准备金变动反向变动



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

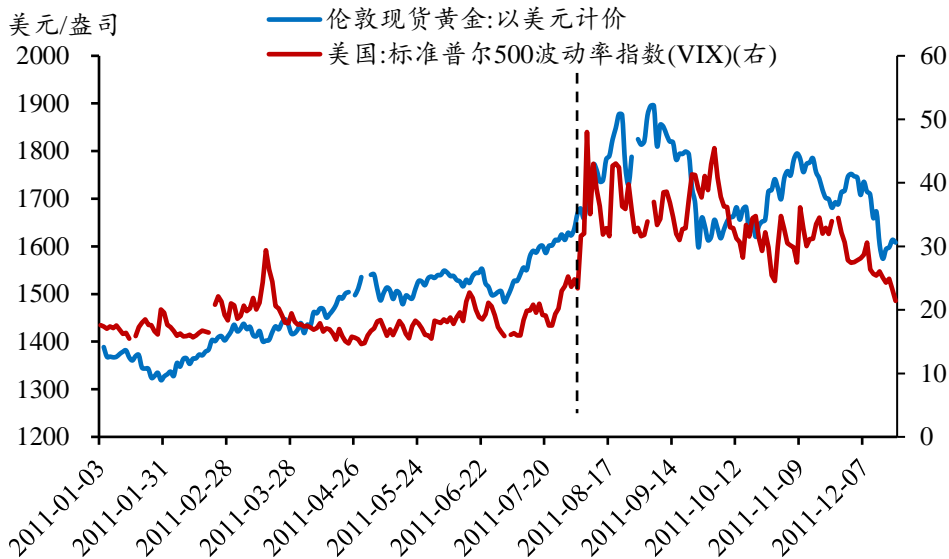
三、资产配置：利多黄金，但利空短债

3.1 债务上限决议或带来黄金的阶段性强点

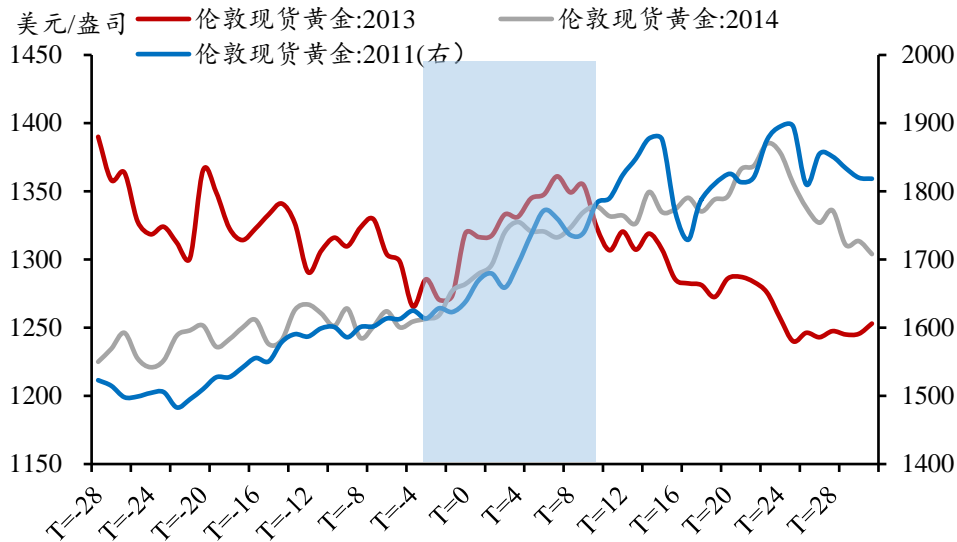
债务上限问题解决前，风险资产往往具备阶段性配置机会。在债务上限危机当中，市场因避险情绪增加会买入黄金等避险资产。回顾与今年分裂政府相似的历次债务上限问题期，可以看到伦敦现货黄金价格的表现都不错。比如，在2011年的债务上限中，黄金价格就首次突破了1900美元/盎司，并创下1920美元/盎司的阶段性强点，而2011年的债务上限最终解决后，黄金暂时性登顶。我们认为这次黄金也会出现类似的情况，即在今年6月时，黄金价格继续走高。而一旦债务上限提高，黄金价格或将出现阶段性高点。

主要注意的是，当债务问题达成一致时，必须警惕前期因债务担忧购入的黄金被大规模抛售而了结获利带来的价格回调。

图 32：黄金的资产表现往往有投资机会



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 33: 相似分裂政府时期黄金都表现不错


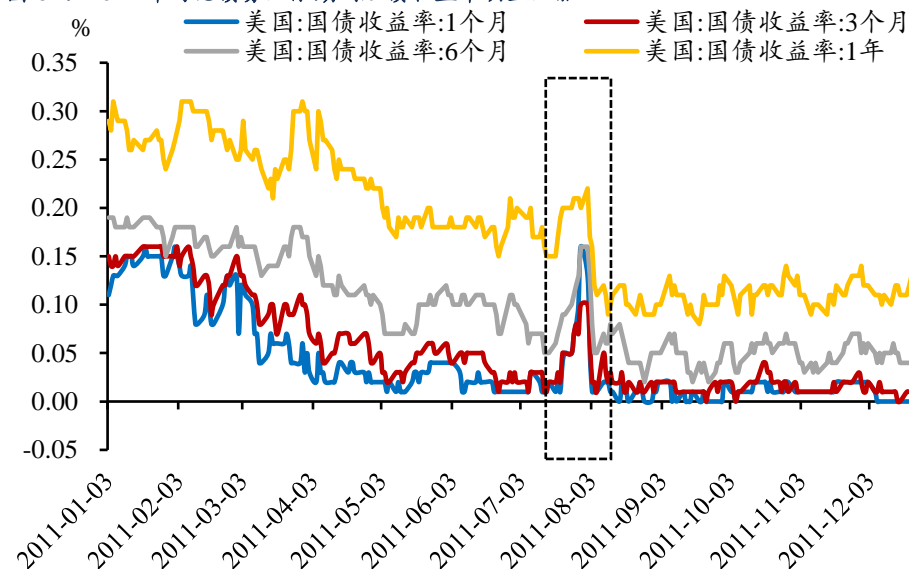
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 本轮债务或对股市扰动有限, 对短债市场影响较大

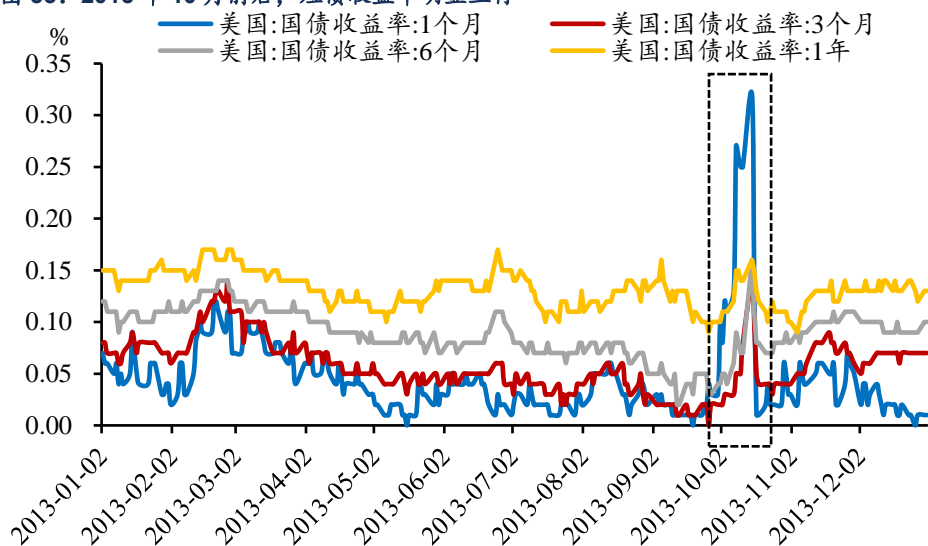
短期来说, 债务上限对股市冲击有限, 但对债券市场的影响较明显, 我们认为短期国债收益率或将出现明显上行, 利空短债。

1) 从过往的股市表现来看, 每次上限对股市影响不同。对股市影响最为明显的一次是 2011 年的债务上限危机。当时债务僵局持续较久, 由于标普下调美国评级, 股市也出现明显回调。此后债务上限问题虽然仍会因债务上限问题博弈, 但股市跌幅再也没有出现 2011 年那样的大幅回调。我们认为, 今年债务问题或不会演化成 2011 年的债务僵局, 对股市的影响较为有限。

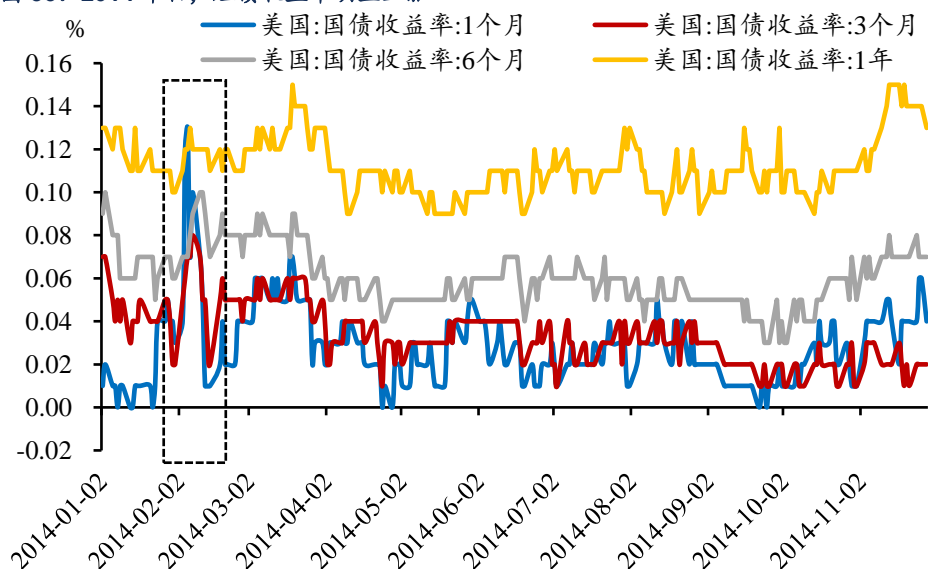
2) 债务上限讨论对债市的影响或更大, 尤其是短债的影响。在临近违约日时, 市场往往会担心临近到期的债券违约的风险较大, 因此短债的收益率往往会出现明显上涨, 当下债务上限已经进入讨论期, 我们认为短债收益率在 5、6 月期间或将出现明显上行。

图 34: 2011 年讨论债务上限期间短债收益率明显上涨


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 35: 2013 年 10 月前后, 短债收益率明显上行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 36: 2014 年初, 短债收益率明显上涨


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

油价上涨超预期; 美国货币政策收紧超预期

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。