

美国“债务上限”问题或“雷声大、雨点小”

研究院 FICC 组

研究员

孙玉龙

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

摘要

市场关注美债违约风险。近期美国国会预算办公室（CBO）预计非常规措施于 2023 年 7-9 月耗尽，而美国财政部长耶伦则更加悲观，最新言论中警告国会若不能提高债务上限，美国政府最早可能在今年 6 月 1 日就将发生债务违约。

短期关注 5 月市场的冲击风险。虽然历次债务上限问题都能得到有效解决，但短期内仍会对市场造成一定冲击，影响比较深刻的两次分别发生在 2011 年和 2013 年，分别导致美国主权信用评级下调和政府停摆。当前债务上限危机所处的宏观形势较严峻，若两党迟迟未能达成一致协议，对市场的负面冲击或不亚于此前同样有过债务上限危机担忧的 2011 年和 2013 年。

我们认为，美国两党谈判拖入最后一刻的概率较大，即几乎在临近违约的时点达成协议，最终提高或暂停债务上限。根据历史经验，大类资产在临近 X 日时波动将放大，且风险资产（股票、商品）遭遇明显压制，避险资产（黄金、债券）将被市场追捧。

长期来看，“债务上限”问题最终可能“有惊无险”。历史上美国国会多次通过立法提高债务上限以防止美国政府违约，美国政府最终均有惊无险地解决了债务问题，并未任其演变成主权债务危机，相比于债务上限本身的问题，市场的关注重心在于两党的政治博弈。危机解决后，一切尘埃落定，市场回归原先的主导逻辑——美股仍有较大概率企稳回升，美债利率是否反弹仍主要取决于美联储货币政策基调，但是在较弱的经济基本面下，我们预计大宗商品大概率仍将面临压力。

目录

摘要	1
债务上限危机历史回顾.....	3
债务上限问题的由来	3
债务上限问题的解决	3
上限危机引发市场担忧	5
本轮债务上限的三个特点.....	6
经济层面	6
金融层面	8
政治层面	9
本轮债务上限危机情景推演及资产走势研判.....	10
历史美国债务上限的影响	10
本轮债务上限危机的影响	11

图表

图 1: TGA 账户余额与债务上限 单位: %	4
图 2: BPC 预计美国 X DATE 范围为 6-8 月	6
图 3: 穆迪预测美国 X DATE 最早出现在 6 月 8 日	6
图 4: 美国联邦基金目标利率超过 CPI 增速 单位: %	7
图 5: 美国债务负担持续攀升 单位: 十亿美元	7
图 6: 今年 6 月上半月债务到期规模大 单位: 亿美元	7
图 7: 美国联邦政府付息压力上升 单位: %	8
图 8: 2001 年以来美国银行破产数量 (红线) 和金额 (黑线) 对比 单位: 百万美元/左轴, 家数/右轴	8
图 9: 两党分歧较大 单位: %	9
图 10: 近七轮美国债务上限暂停阶段表现 单位: %	10
图 11: 近三轮美国债务上限导致极端情景表现 单位: %	11
图 12: 美国国债收益率与 X DATE (矩形阴影标注) 单位: %	12
图 13: 股指与 X DATE (矩形阴影标注) 单位: 点	13
图 14: 商品指数、黄金与 X DATE (矩形阴影标注)	13
表 1: 债务上限危机回顾	5

债务上限危机历史回顾

债务上限问题的由来

美国的债务上限是指美国政府债务的法定最高额度，是所有存续期联邦债务的总上限，包括由公众持有的各种短期和中长期国债以及政府间账户持有的国债。债务上限的规定主要限制美国国会可批准的联邦政府债务总额，其目的是为了限制政府支出，保证美国财政的可持续性。因此，债务上限并非是为了控制或限制联邦政府加大赤字或者是承担债务的能力，而是限制其对已经承担的债务履行支付义务的能力。

债务上限的存在意味着政府需在上限被达到之前就须采取行动，如削减支出或增加税收，否则，政府将面临违约风险。

债务上限问题的解决

历史上，美国债务上限问题频频暴露，主要是通过民主党和共和党谈判，国会通过相应法案的方式解决，主要措施包括提高或暂停债务上限。提高债务上限仅限制债券发行总额，无时间限制，如 2021 年 12 月债务上限由 28.9 万亿美元提高至 31.4 万亿美元；暂停债务上限则不设发债限额，但有时间限制，如 2013 年 2 月《无预算，无工资法案》使美国政府设置暂停期来解决问题，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，暂停期后，债务上限重新设置为原有债务上限+暂停期内新增债务。

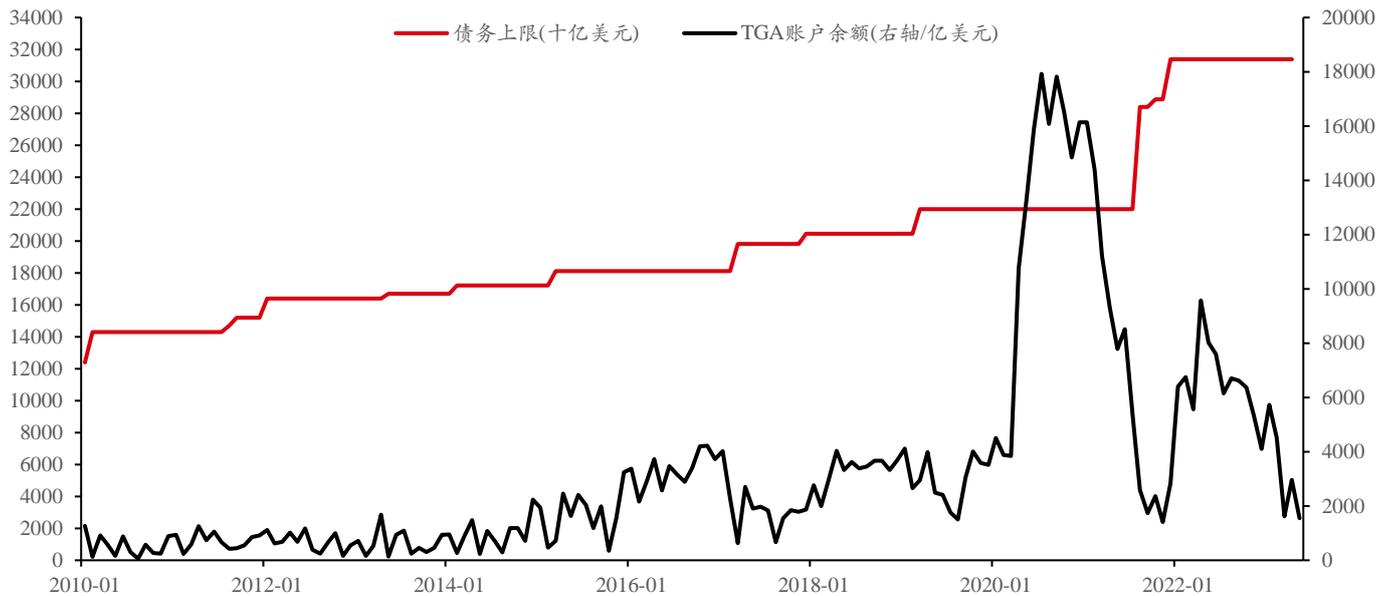
自 2011 年以来国会暂停债务上限 6 次，上调债务上限 3 次，设置债务上限的初衷本是限制政府债务，防止其无限扩张。当前美国国债总额已达到 31 万亿美元，近十年增长 120%，屡屡被突破的美国债务上限已逐渐失去它的公信力，更多情形下成为民主党和共和党的谈判工具。

达到债务上限后，短期内美国政府还会通过一些自救措施延长现金消耗时间，包括非常规举措和动用 TGA 账户，历史经验表明，债务上限提高或暂停前后，财政部 TGA 账户将回补或放大市场流动性收紧的作用：债务上限提高或暂停之前，财政部停止发债，且消耗 TGA 账户用于偿还公共债务，TGA 账户余额下降，市场流动性增加；债务上限提高或暂停之后，TGA 账户余额回升，市场流动性减少。这意味着美联储紧缩周期中，债务上限的提升导致财政部重新发债，从而提高 TGA 账户余额，相当于放大美联储缩表力度，进一步冲击市场流动性。

非常规的短期举措治标不治本，中长期而言仍需由国会提高或暂停债务上限来解决。时

常被提及的 X 日是指非常规措施和现金用尽导致财政部可能技术性违约的日期，近期美国国会预算办公室（CBO）预计非常规措施于 2023 年 7-9 月耗尽，而美国财政部长耶伦则更加悲观，最新言论中警告国会若不能提高债务上限，美国政府最早可能在今年 6 月 1 日就将发生债务违约。

图1： TGA 账户余额与债务上限 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

历史上美国国会多次通过立法提高债务上限以防止美国政府违约，表 1 对此进行了总结，美国政府最终均有惊无险地解决了债务问题，并未任其演变成主权债务危机，相比于债务上限本身的问题，市场的关注重心在于两党的政治博弈。

表1： 债务上限危机回顾

债务上限触及时间	债务上限 (万亿美元)	预计X Date 日期	债务上限问题解决时间	解决方案	总统及党派	参议院多数党	众议院多数党
2011年5月16日	14.3	2011年8月2日	2011年8月2日	提高上限（众议院通过《2011年预算控制法案》，根据该法案债务上限此后被连续提升三次，最终提升至2012年1月的16.394万亿美元，结束了2011年债务上限危机。）	奥巴马（民主党）	民主党	共和党
2012年12月31日	16.7	2013年2月28日（中间暂停过一次）后续到2013年10月17日（时任财政部部长杰克表示）	2013年10月17日	暂停上限（国会终于通过了《2014年继续拨款法案》为政府持续提供资金至2014年1月15日，并暂停债务上限至2014年2月7日，从而结束了2013年联邦政府停摆的局面以及债务上限危机，10月17日，奥巴马签署了该法案）	奥巴马（民主党）	民主党	共和党
2014年2月8日	17.2	2014年2月27日	2014年2月12日	暂停债务上限（2014年2月11日，众议院议长约翰·博纳通过了一项法案，将债务上限暂停至2015年3月15日。该时间点的债务水平将自动成为债务上限。）	奥巴马（民主党）	民主党	共和党
2015年3月15日	18.11	2015年12月5日	2015年11月15日	暂停债务上限（国会于11月15日通过了《两党预算法案》暂停债务上限之前，财政部一直将债务控制在在了上限以下。这次债务上限暂停一直到2017年3月15日。）	奥巴马（民主党）	共和党	共和党
2017年3月16日	19.80	2017年9月29日	2017年9月6日	暂停债务上限（2017年9月8日，特朗普签署法案暂停至2017年12月8日，美国国债当天首次突破20万亿美元）	特朗普（共和党）	共和党	共和党
2017年12月9日	20.50	2018年2月28日	2018年2月08日	暂停债务上限（从2018年2月9日暂停，将于2019年3月1日结束）	特朗普（共和党）	共和党	共和党
2019年3月2日	22.00	2019年8月7日	2019年8月2日	暂停债务上限（经过来回扯皮，2019年两党就债务上限问题，通过《两党预算法案》达成了为期两年的“悬挂”计划（2019/8/01-2021/7/31））	特朗普（共和党）	共和党	民主党
2021年8月1日	28.40	2021年10月18日	2021年10月8日	提高债务上限（2021年10月8日，美参议院通过了一项临时《提高联邦政府28.4万亿美元债务上限》的法案。将短期债务上限延长至12月3日。）	拜登（民主党）	民主党	民主党
2021年12月3日	28.90	2021年12月16日	2021年12月16日	提高债务上限（国会2021年12月将联邦债务上限提高了2.5万亿美元至31.381万亿美元）	拜登（民主党）	民主党	民主党
2023年1月19日	31.4	2023年7月—9月	?	?	拜登（民主党）	民主党	共和党

资料来源：美国财政部 Wind Bloomberg

上限危机引发市场担忧

虽然历次债务上限问题都能得到有效解决，但短期内仍会对市场造成一定冲击，影响比较深刻的两次分别发生在 2011 年和 2013 年，分别导致美国主权信用评级下调和政府停摆。

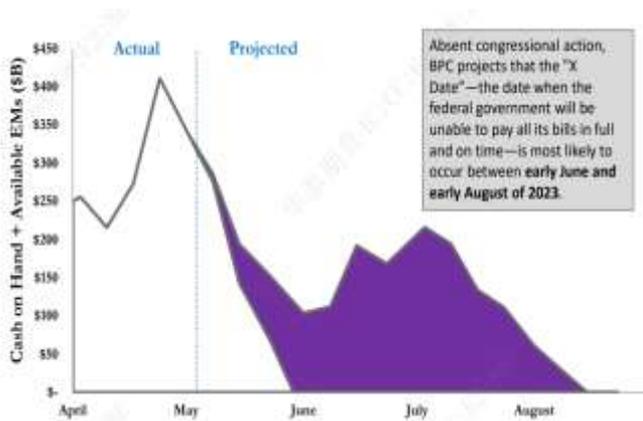
2011 年 5 月 16 日，美国联邦政府负债超过“法定债务上限”，债务规模已超 GDP 的 90%，若国会不在 8 月 2 日前提高上限，美国将面临主权债务违约的风险。2011 年 8 月，两党围绕提高债务上限的持续博弈一度造成资本市场剧烈波动，彼时国际信用评级机构标准普尔将美国主权信用评级由“AAA”下调一档至“AA+”，这是历史上美国首次遭遇主权信用降级，金融市场避险模式随即开启。彼时国会在共和党和民主党之间展开激烈辩论，直至最后一刻才达成协议，最终通过《预算控制法案》，将债务上限由 14.29 万亿美元提高到 16.39 万亿美元，并要求政府实施一定程度的支出削减，至此 2011 年债务上限危机暂告一段落。

2012 年 12 月 31 日，美国政府债务再次触及债务上限，由于债务上限谈判陷入僵局，美国政府在 2013 年 10 月关门长达半个月，拖累经济的同时亦使美联储推迟 taper。2013 年 5 月 19 日，债务上限被重新设定为 16.9 万亿美元，由于本次债务上限的重新设定并未给财政部增加额外的借款空间，因此财政部被迫再次启用非常规措施应对支出压力。2013 年 10 月 17 日前夜，在财政部的非常规措施被耗尽之时，国会最终通过《2014 年继续拨款法案》，债务上限危机最终得到解决。奥巴马政府首席经济顾问当时曾表示，政府停摆拖累美国当年四季度 GDP 增速 0.25 个百分点，10 月就业人数减少 12 万。

本轮债务上限的三个特点

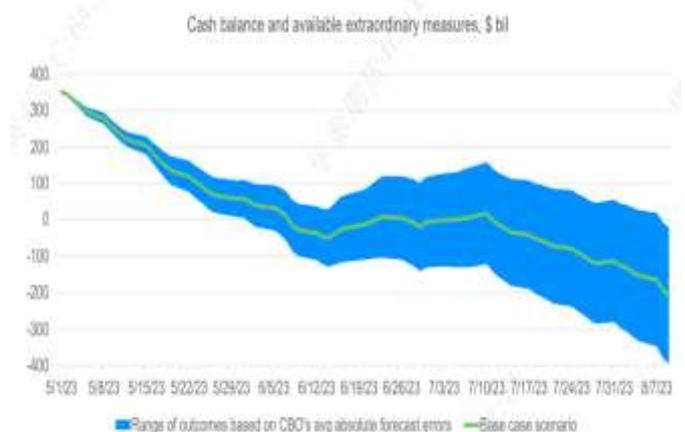
虽然历史经验表明，美国政府均能有惊无险地渡过债务上限危机关头，但本轮债务上限危机具备有别以往的新特征，使得美国政府官员仍给予了足够重视。正如前文所述，美国国会预算办公室 (CBO) 和财政部长耶伦均发表了对于美国债务上限问题的悲观言论，认为若不及时解决已经暴露的债务上限问题，美国政府可能在今年年中就将发生债务违约，这一预期也带来了近期风险资产的调整。

图2： BPC 预计美国 X DATE 范围为 6-8 月



数据来源：BPC 华泰期货研究院

图3： 穆迪预测美国 X DATE 最早出现在 6 月 8 日



数据来源：Moody 华泰期货研究院

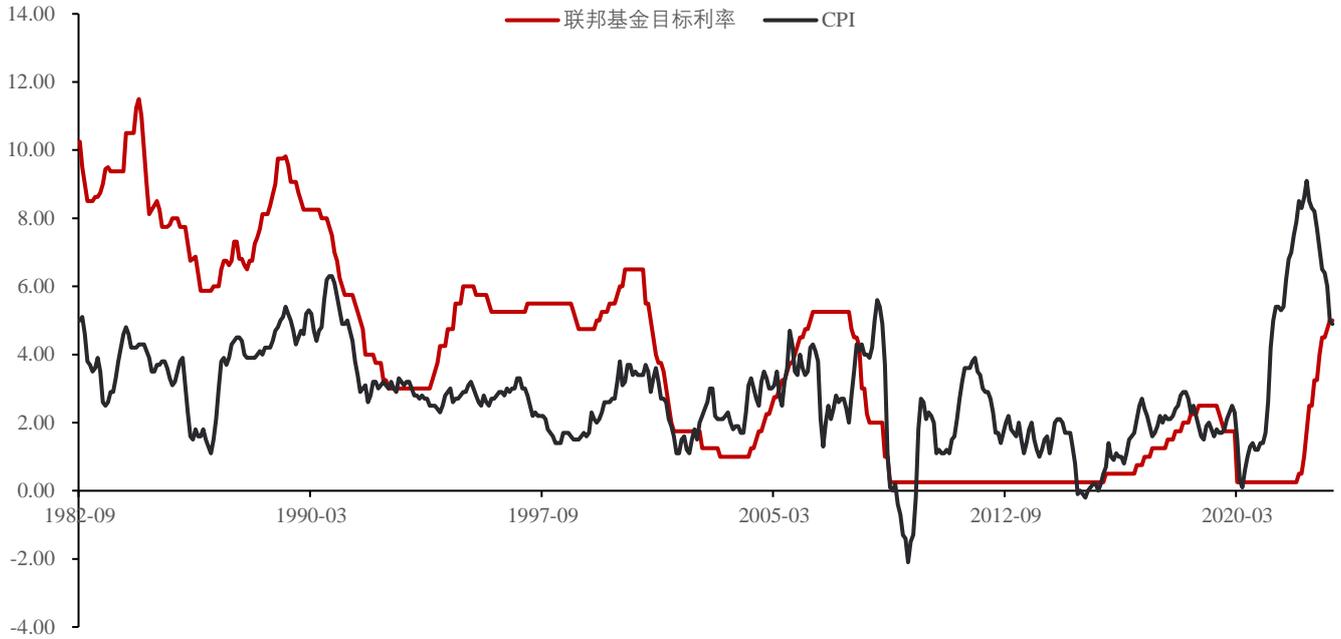
为何国会和财政部均担心政府违约的时点临近，我们分析担忧主要来源于三方面因素：

经济层面

一是经济层面，当前美国正处于 20 世纪 80 年代以来最迅猛的加息周期中，虽然加息节奏已显著放缓，但联邦基金目标利率水平已到达 5% 之上，5 月本轮加息周期中目标利率

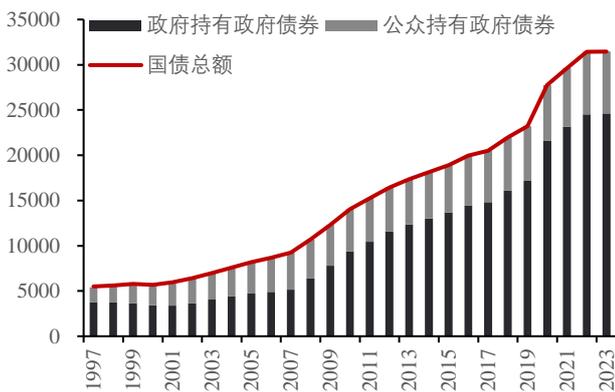
首次超过通胀水平，高水平的利率水平使得持续攀升的债务负担雪上加霜，联邦政府付息压力亦进一步上升。同时，今年6月到期的债务规模较高，突破1万亿美元。

图4： 美国联邦基金目标利率超过 CPI 增速 | 单位：%



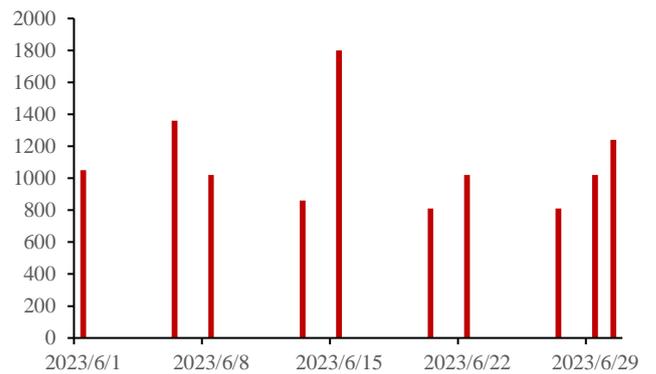
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5： 美国债务负担持续攀升 | 单位：十亿美元



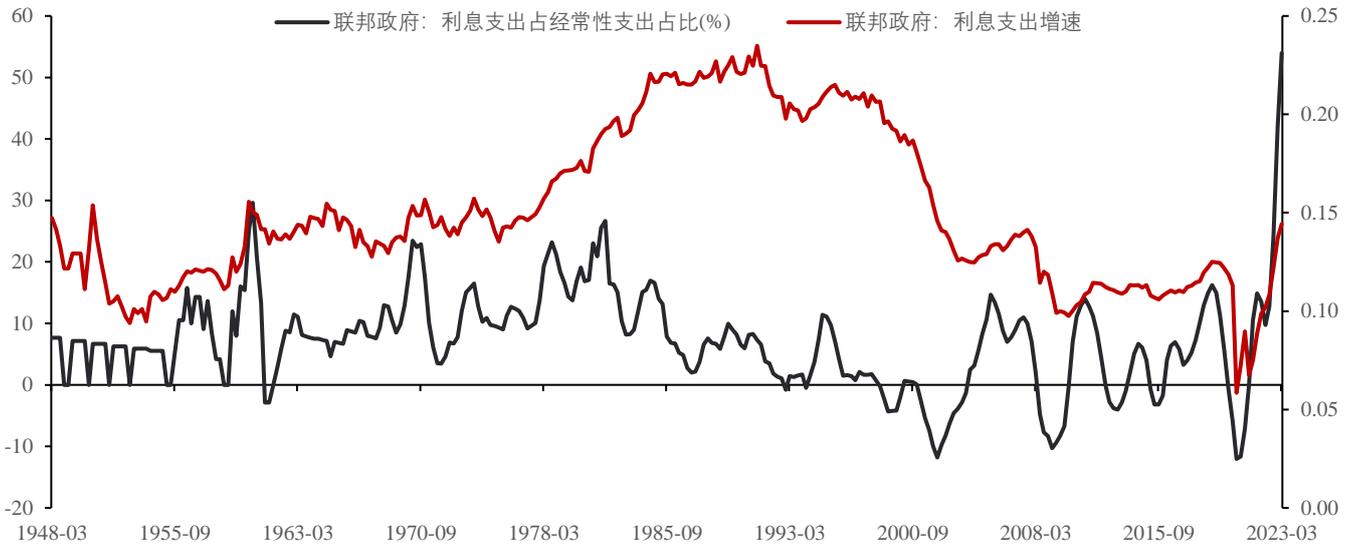
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6： 今年6月债务到期规模大 | 单位：亿美元



数据来源：BPC 华泰期货研究院

图7： 美国联邦政府付息压力上升 | 单位：%

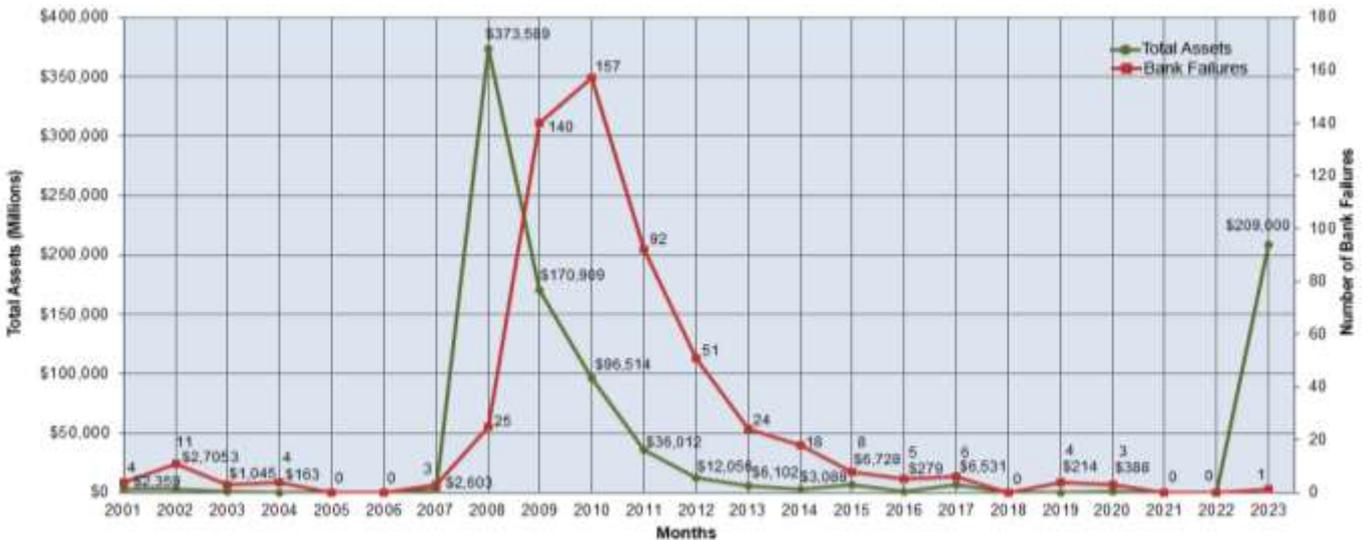


数据来源：Wind 华泰期货研究院

金融层面

二是金融层面，今年3月以来，美国已有硅谷银行、签名银行和第一共和银行先后爆雷倒下。当前美国银行业，尤其是规模偏小的区域性银行正面临存款流失、资产价值缩水、不良资产风险上升等挑战，风波仍未平息，在此情形下，联邦政府债务违约将可能进一步放大对银行业的风险冲击。

图8： 2001年以来美国银行破产数量（红线）和金额（黑线）对比 | 单位：百万美元/左轴，家数/右轴



数据来源：FDIC 华泰期货研究院

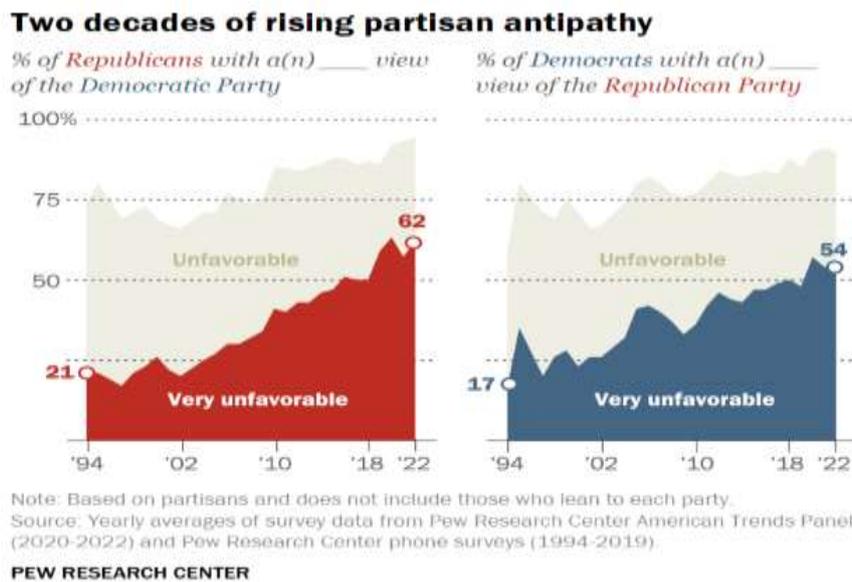
请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

政治层面

三是政治层面，美国两党间的分歧较以往更加严重。疫情后，两党对彼此的看法越来越负面，2022年，62%的共和党人对民主党持有负面看法，54%的民主党人同样对共和党不满，两党之间的巨大分歧恐延长围绕债务上限问题的谈判时间。

综上所述，当前债务上限危机所处的宏观形势较严峻，若两党迟迟未能达成一致协议，对市场的负面冲击或不亚于此前同样有过债务上限危机担忧的2011年和2013年。

图9： 两党分歧较大 | 单位：%



数据来源：PEW RESEARCH 华泰期货研究院

本轮债务上限危机情景推演及资产走势研判

历史美国债务上限的影响

目前美国政府处于“债务上限暂停”阶段。2013年2月，奥巴马签署了《无预算，无工资法案》，该法案使美国政府可以通过不再直接设定债务上限，而是设置暂停期来解决问题。

首先是影响较小的普适性样本，从2013年至今共有7次围绕“债务上限暂停”阶段的博弈，分别为2013/5/19, 2014/2/7, 2015/3/15, 2017/3/15, 2017/12/8, 2019/3/1, 2021/7/31，普适性在于上述样本均未出现真正美国政府发生债务违约的情境。为了分析该事件的影响，我们选取债务上限暂停期结束日期前后的时间节点来观察资产价格表现。

回溯近7轮历史阶段：在结束日来临前两周，市场出现一定避险表现，全球股指尤其是新兴市场股指出现调整，美元指数反弹、美债利率反弹；待债务问题解决后前期跌幅有所回补。商品分板块来看，原油、黄金、油脂等宏观属性强的商品在商品分板块中跌幅更大，金属、工业原料相对有韧性。需要指出的是样本中黄金录得调整：一方面是受到2013-2019大环境处于美联储紧缩周期影响；另一方面是受长端利率抬升的压制，2021年7月样本中，结束日前一周黄金仅涨0.62%，后一周录得下跌4%，因此综合考量下，普适性情境中黄金受益相对有限的结论依然有效。

图10：近七轮美国债务上限暂停阶段表现 | 单位：%

	10Y美债利率(绝对值变化%)	美元指数	道指	纳指	MSCI新兴市场	上证综指	CRB现货综合	食品	油脂	家畜	金属	工业原料	纺织品	黄金	原油
前两周	平均涨跌幅 -0.02	0.15%	0.64%	0.76%	-0.08%	1.91%	0.08%	-0.86%	-0.86%	-0.33%	0.98%	0.26%	-0.19%	-1.76%	-1.46%
	样本上涨概率 57%	43%	57%	57%	57%	71%	57%	29%	29%	43%	71%	71%	57%	29%	29%
前一周	平均涨跌幅 0.05	1.33%	-0.14%	0.38%	-1.71%	1.46%	-0.01%	-1.24%	-1.54%	-0.74%	0.27%	-0.08%	-0.41%	-3.81%	-4.42%
	样本上涨概率 86%	57%	57%	43%	43%	43%	57%	14%	29%	14%	71%	71%	57%	0%	29%
后一周	平均涨跌幅 -0.02	-1.10%	0.54%	0.74%	1.61%	2.55%	-0.12%	0.49%	0.49%	0.44%	0.65%	0.32%	0.02%	3.43%	0.31%
	样本上涨概率 43%	43%	71%	57%	71%	57%	43%	71%	57%	43%	43%	57%	43%	71%	29%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

我们再看极端状态下的情境。我们认为今年的风险要远大于普适性的情境，首先是目前处于高利率的环境中，美国政府偿债压力持续上升；其次是高利率环境导致的银行流动性风险仍在发酵过程中；最后目前两党分歧也较为剧烈。因此极端样本在于分析风险较大的情境。对应我们选取了三个历史样本，分别为 2011/8/2（临近上限前 2 天达成协议，并导致标普下调美国信用评级），2013/10/1（上限日后 16 天达成协议，导致政府停摆 16 天），1995/12/16（上限日后 21 天达成协议，导致政府停摆）。同样该时间节点也是债务上限暂停期结束日期的时间。

极端情景下，美债利率不涨反跌，风险资产普遍调整：美国政府几乎/已经出现停摆，回溯近 3 轮历史阶段，结束日到来后尚未达成协议，风险资产普遍调整，其中股指跌幅大于商品，全球股指强弱关系不显著，2011 年样本中受欧债危机冲击，MSCI 新兴市场结束日后一周大幅下跌 14%；商品中黄金事后具备避险属性，油脂、金属、工业原料跌幅领先；美债利率不涨反跌。

图11： 近三轮美国债务上限导致极端情景表现 | 单位：%

	10Y美债利率(绝对值变化%)	美元指数	道指	纳指	MSCI新兴市场	上证综指	CRB现货综合	食品	油脂	家畜	金属	工业原料	纺织品	黄金	原油
前两周	平均涨跌幅 -0.08	-0.79%	-3.05%	-3.31%	-0.56%	-3.82%	0.10%	-0.94%	-4.04%	-0.94%	0.05%	-0.60%	-0.49%	0.33%	0.42%
	样本上涨概率 33%	0%	0%	33%	0%	0%	67%	33%	33%	33%	67%	33%	67%	67%	33%
前一周	平均涨跌幅 -0.07	0.09%	-2.70%	-3.41%	-1.89%	-2.25%	-0.05%	0.21%	-0.47%	-1.05%	-0.63%	-0.55%	0.47%	-0.28%	-0.25%
	样本上涨概率 33%	33%	0%	33%	0%	0%	33%	67%	67%	33%	0%	0%	67%	33%	33%
后一周	平均涨跌幅 -0.21	-0.45%	-2.44%	-1.85%	-3.13%	-2.23%	-1.96%	-0.43%	-1.99%	-0.56%	-2.79%	-1.92%	-1.57%	2.99%	-1.46%
	样本上涨概率 0%	0%	33%	33%	67%	33%	0%	33%	0%	33%	67%	0%	0%	67%	67%
后一月	平均涨跌幅 -0.30	0.65%	-0.33%	-0.79%	2.01%	-5.13%	-2.67%	-2.28%	-6.03%	-5.41%	-2.27%	-1.75%	-1.18%	5.81%	-1.46%
	样本上涨概率 0%	67%	33%	33%	67%	0%	0%	0%	0%	0%	33%	0%	33%	100%	33%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

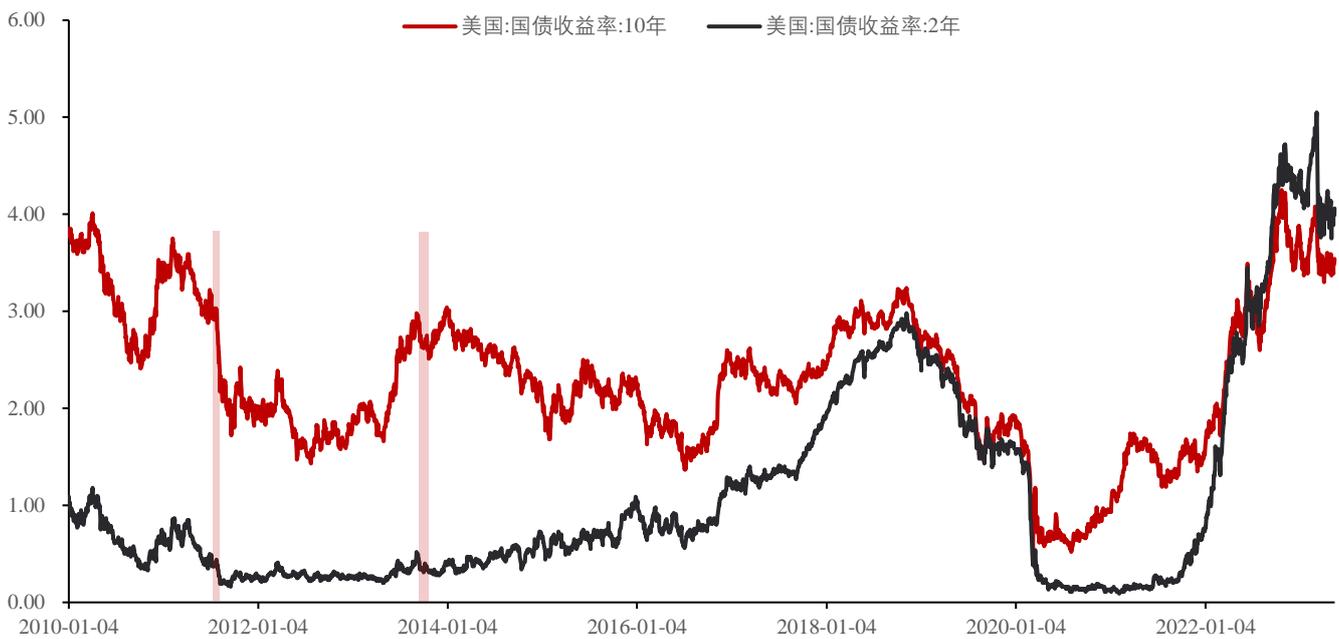
本轮债务上限危机的影响

结合前面的分析，我们认为，美国两党谈判拖入最后一刻的概率较大，即几乎在临近违约的时点达成协议，最终提高或暂停债务上限。因此，2011 和 2013 年的债务上限危机可以作为当前值得参考的案例，这有助于我们推断市场的短期走向。

根据 2011 年和 2013 年的经验，债务上限危机将明显拖累市场风险偏好。具体而言，债券方面，由于短期国债违约风险更大，短端利率会更具韧性，而长端利率因风险偏好的下降而更易下行，从而导致期限利差进一步压缩，加剧经济衰退预期；股指方面，债务上限危机期间，市场波动率显著提升，美股因避险情绪升温而短期调整，但危机解决后又重回升势；商品方面，危机期间商品指数整体仍会下行，但黄金将会受益于避险情绪升温而冲高，危机解决后再度回落。

总体而言，在最终政府未违约的情形下，债务上限危机终将渡过，大类资产在临近 X 日时波动将放大，且风险资产（股票、商品）遭遇明显压制，避险资产（黄金、债券）将被市场追捧。不过，危机解决后，一切尘埃落定，市场回归原先的主导逻辑，股指重回长期上行趋势，国债利率是否反弹仍主要取决于美联储，在较弱的经济基本面下，商品则大概率重返下行趋势。

图12： 美国国债收益率与 X DATE（矩形阴影标注） | 单位：%



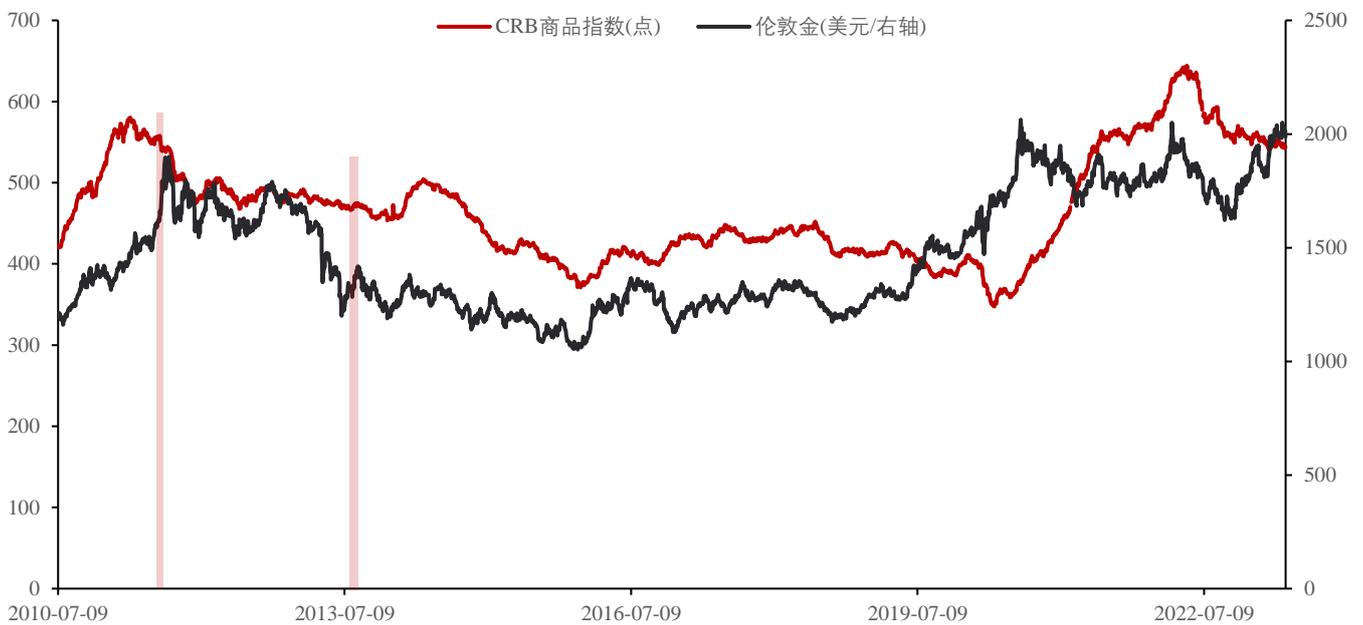
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图13： 股指与 X DATE（矩形阴影标注） | 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图14： 商品指数、黄金与 X DATE（矩形阴影标注）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com