

## 这次美国国债会违约吗

2023年/5月

宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

### 摘要：

- 1、政府触及债务上限，不等于美债违约，两者之间，不存在明确的对应关系。
- 2、6月上旬美国政府资金将很可能完全消耗殆尽，此次 X-date 很可能发生在 6 月前两周。
- 3、债务上限，更多时候成为民主党和共和党之间政治博弈的工具，双方往往以此为筹码，胁迫对方在政治议题上做出让步。我们预测此次两党大概率将在 X-date 之前达成提高债务上限或者暂停债务上限的协议，就看两党之间达成何种程度的妥协。
- 4、临近 X-date，市场避险情绪将有所升温。一般情况，将导致短期国债利率上行，十年期国债利率下行；黄金价格上涨；美元指数下跌；而股市则影响不定。
- 5、对未来资产价格判断，我们维持此前判断：十年期美债收益率大概率无法突破 4%，中长期将持续下行；美元指数短期预计在 100-105 区间震荡，中长期将继续走弱；美股已经在一定程度上交易降息预期，未来需关注降息不及预期，以及持续高利率损害企业盈利而存在的下行风险；此前反复提示的黄金交易机会仍可继续关注。

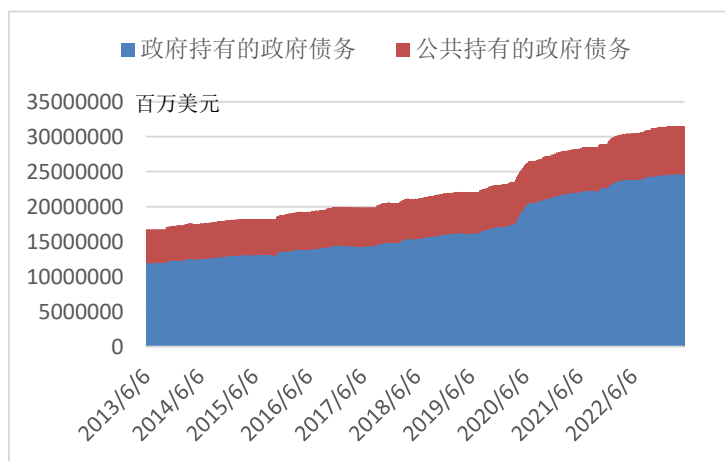
## 图表目录

图表 1: 美国国债总额变化 .....	3
图表 2: 美国政府债务法定上限 .....	3
图表 3: 2010 年以来发生的美国政府债务危机 .....	4
图表 4: 美国财政部总账户存款 TGA .....	5
图表 5: 美国财政收支情况 .....	5
图表 6: 美国财政收入构成 .....	6
图表 7: 美国财政支出构成 .....	6
图表 8: 今年未到期美国国债规模 .....	7
图表 9: 未来 20 年未到期美国国债规模 .....	7
图表 10: 本次债务危机美国国债表现 .....	8
图表 11: 本次债务危机黄金表现 .....	8
图表 12: 本次债务危机美元指数表现 .....	9
图表 13: 本次债务危机美国股市表现 .....	9

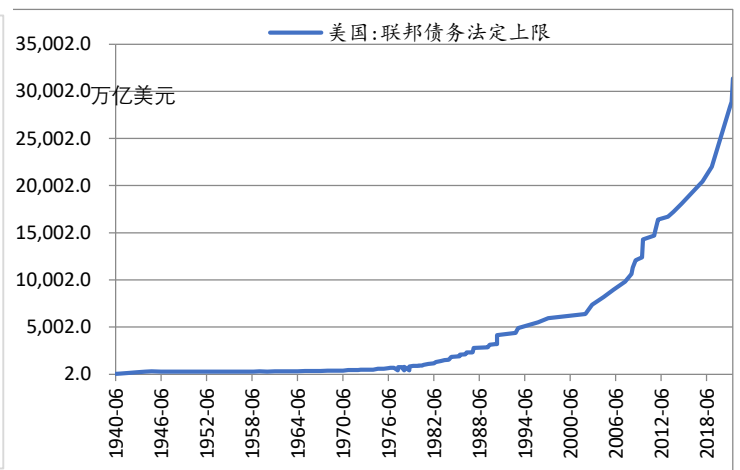
新冠疫情爆发以来，美国国债的规模大幅攀升。截至 2023 年 1 月 19 日，美国国债总额突破 31.4 万亿，占美国 GDP 的比重超过 120%，触及 2021 年 12 月划定的政府债务上限。

近期关于美国债务危机的讨论，成为资本市场关注的焦点。围绕这个话题，投资者存在诸多疑问，例如，触及政府债务上限，是否会导致美债违约？美国财政部会采取什么措施，推迟 X-date 的到来？美债违约的风险有多大，是否会引发全球金融海啸？本文将详细解答以上疑问，并预估此次债务危机可能给市场带来的影响。

图表 1：美国国债总额变化



图表 2：美国政府债务法定上限



资料来源：同花顺 iFind，致富研究院

资料来源：wind、致富研究院

## 一、政府触及债务上限不等于美债违约

自 1917 年采用债务上限模式以来，美国政府债务上限突破次数高达 100 多次，额度也从最初的 450 亿美元大幅提升至 2021 年的 31.4 万亿美元。同时，政府关门事件也时有发生。如 2013 年奥巴马执政期间，政府曾经因债务上限原因关门 16 天；2018 年特朗普执政期间，政府关门时间更是高达 35 天。但迄今为止，没有发生过任何一次美国国债的实质性违约。政府债务上限突破与美债违约之间，不存在明确的对应关系。

事实上，本轮政府债务危机在今年 1 月 19 日即触及债务上限，但目前为止尚未发生一笔美债违约。美国财政部部长耶伦在 1 月 19 日写给国会的信件也只是提到：从即日起将采取特别措施，并将债务发行暂停期 (debt issuance suspension period) 从 1 月 19 日延续到 6 月 5 日，并未提及美债违约事宜。

图表 3：2010 年以来发生的美国政府债务危机

时间	政府债务上限（万亿美元）	债务上限触及时间	债务上限解决时间	解决方案
2011年	14.3	2011年5月16日	2011年8月2日	提高债务上限，民主党同意大幅削减公共开支。
2012年	16.4	2012年12月31日	2013年1月18日	暂停债务上限，民主党决定增税减少赤字。
2013年	16.7	2013年5月19日	2013年10月17日	政府停摆，暂停债务上限，但民主党的全民医疗计划照常执行。
2014年	17.2	2014年2月7日	2014年2月15日	暂停债务上限。
2015年	18.1	2015年3月15日	2015年11月2日	暂停债务上限，两党寻求折衷方案。
2017年	19.8	2017年3月15日	2017年9月8日	暂停债务上限至2017年12月8日。
2017年	20.5	2017年12月8日	2018年2月9日	政府停摆，暂停债务上限，双方妥协。
2019年	22	2019年3月2日	2019年8月2日	暂停债务上限，双方妥协。
2021年	28.4	2021年8月1日	2021年10月14日	提高债务上限，民主党控制参众两院，独自策略。
2021年	28.9	2021年12月16日	2021年12月16日	提高债务上限，民主党控制参众两院，快速策略。

资料来源：美国财政部，致富研究院

## 二、对 X-date 的预测

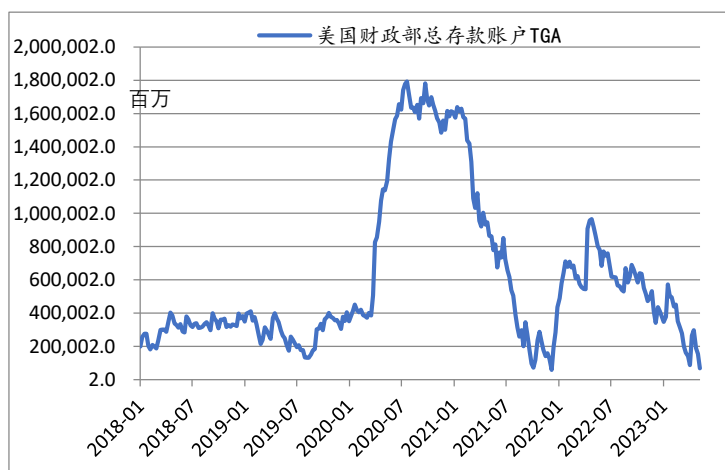
X-date 是指当非常规措施和 TGA 账户资金都耗尽之时，如果仍然无法提高或者暂停债务上限，美国财政部将无法履行包括国债还本付息在内的支付义务，而美国国债将面临违约的时间。政府债务触及上限通常会提前 X-date 几个月的时间，具体长短取决于财政部临时措施的资金消耗情况。从历史上看，由于 X-date 的临近不可避免会加剧短期资本市场的波动，因此预测 X-date 的可能日期，具有较大的实操价值。

一般情况下，在政府债务到达上限之后，除了提高债务上限外，财政部通常还可以有以下几种方法推迟或者避免 X-date 的到来，具体包括：

### 1、动用财政存款账户等资金

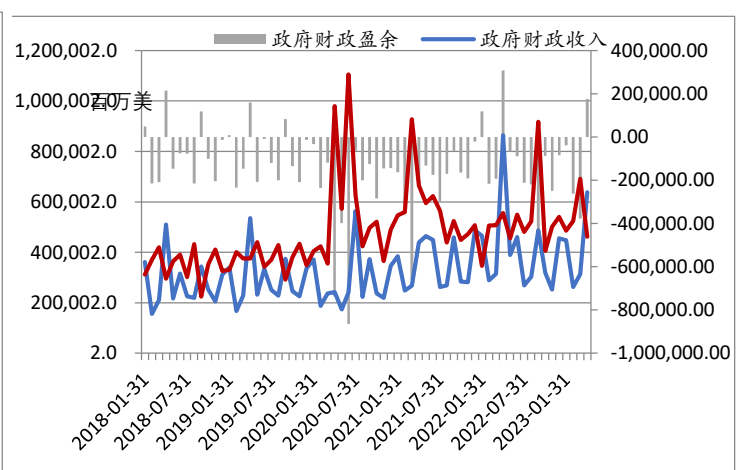
截至 5 月 17 日，美国财政部在美联储的存款账户 TGA 只有 683.3 亿美元余额，相比 1 月底 5726.22 亿美元大幅减少 5042.9 亿美元。考虑到其他可以动用的非常规措施，如邮政退休人员健康福利基金 PSRHF、公务员退休和伤残基金 CSRDF、政府证券投资基金再投资 G-fund、外汇稳定基金再投资 ESF 等总计 880 亿美元，目前财政部可以动用的机动资金总额预计为 1560 亿美元左右。

图表 4：美国财政部总存款账户 TGA



资料来源：同花顺 iFind、ISM、致富研究院

图表 5：美国财政收支情况



资料来源：同花顺 iFind、ISM、致富研究院

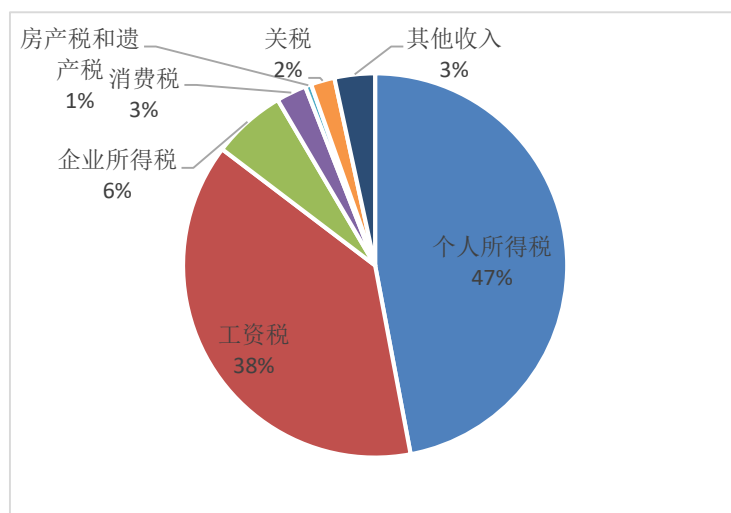
### 2、动用政府财政盈余，缩减财政支出

美国财政收入主要包括：个人所得税（占比 47%）、工资税（占比 38%）、企业

所得税（占比6%）、消费税（占比3%）等。而财政支出主要包括：强制支出（占比34%）、社保（占比8.2%）、医疗保险（占比6.9%）等，绝大部分都是刚性支出。

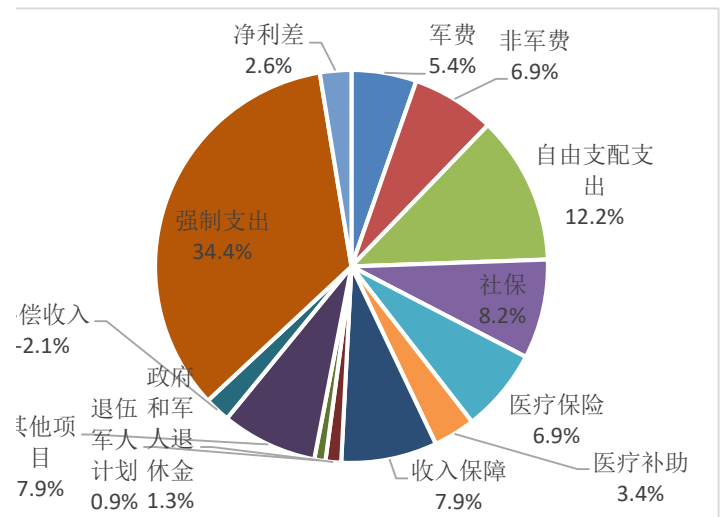
美国财政部的月度收支以赤字居多，2023年至今财政赤字再度增加5031.15亿美元，头4个月中仅有4月因税收缴纳新增1761.8亿美元盈余，其他月份均为大幅赤字。按照2018年以来最低的5-6月财政赤字预估，在今年6月底前政府资金缺口至少为1550亿美元。而根据纽约联储的数据，在6月底前，到期国债规模将超过1100亿美元，8月单月到期国债更是高达1142亿美元。因此我们判断在6月上旬政府资金将很可能完全消耗殆尽，此次X-date很可能发生在6月前两周！

图表 6：美国财政收入构成



资料来源：美国财政部、致富研究院

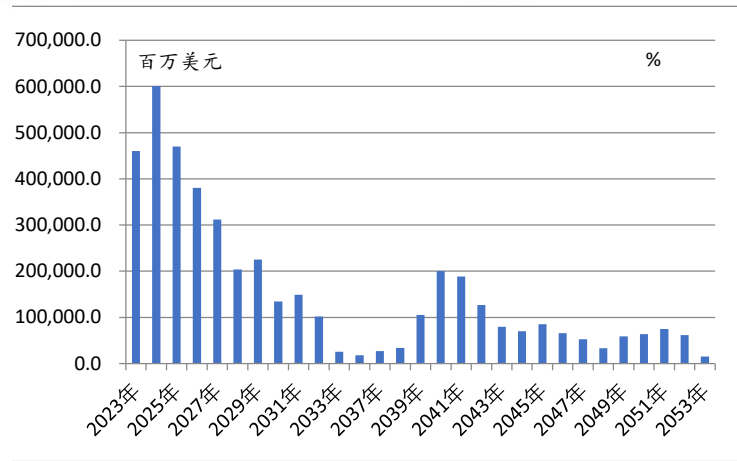
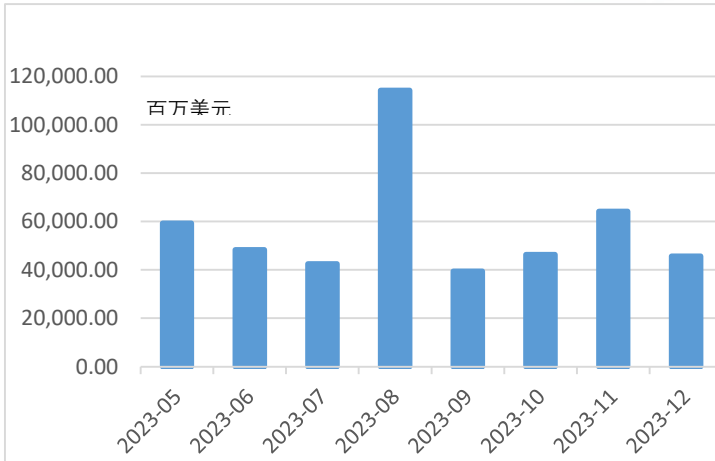
图表 7：美国财政支出构成



资料来源：美国财政部、致富研究院

图表 8：今年未到期美国国债规模

图表 9：未来 20 年未到期美国国债规模



资料来源：纽约联储、致富研究院

资料来源：纽约联储、致富研究院

### 3、暂停债务上限

2013 年之前，根据美国 5U. S. C 8348(1)(2) 法案，一旦触及政府债务上限，财政部将无法发债还本付息；而在 2013 年，奥巴马签署了《无预算，无工资》(No budget, No pay) 法案，规定美国财政部可以设定一个到期日（即债务暂停期），在到期日前可以根据债务偿还的需求继续发债，但发行的债券只能用于“偿还现存债务”，暂停期结束后，新的债务上限将重新设置为“原有债务上限+暂停期内新增发债”。2013 年以来，美国国会已经 7 次暂停债务上限；其中特朗普执政期间，债务暂停期从 2019 年 8 月持续到 2021 年 7 月底才结束。

本次债务危机，共和党众议院议长麦卡锡先发制人，提出将削减预算作为附加条件，而拜登政府则表态强硬，要求通过无附加条件的债务上限法案，两党争论的焦点主要在于是否需要附加政治条件。而事实上，历次政府债务上限问题，基本都能在 X-date 之前得到解决。债务上限，更多时候成为民主党和共和党之间政治博弈的工具，双方往往以此为筹码，胁迫对方在政治议题上做出让步。我们预测此次两党大概率将在 X-date 之前达成提高债务上限或者暂停债务上限的协议，就看两党之间达成何种程度的妥协。

### 三、对资本市场的影响

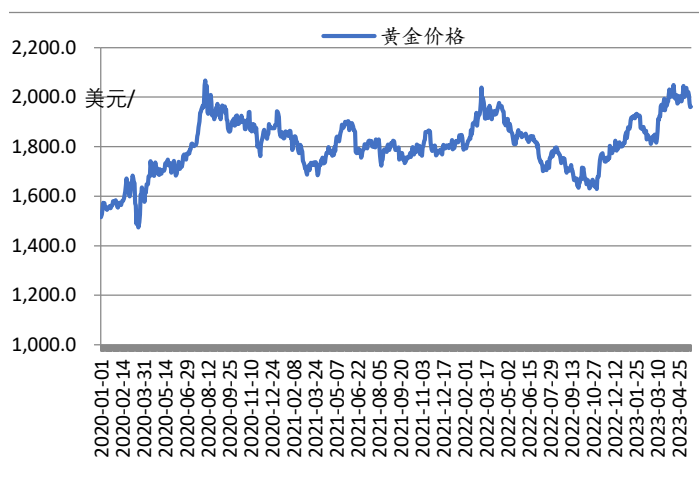
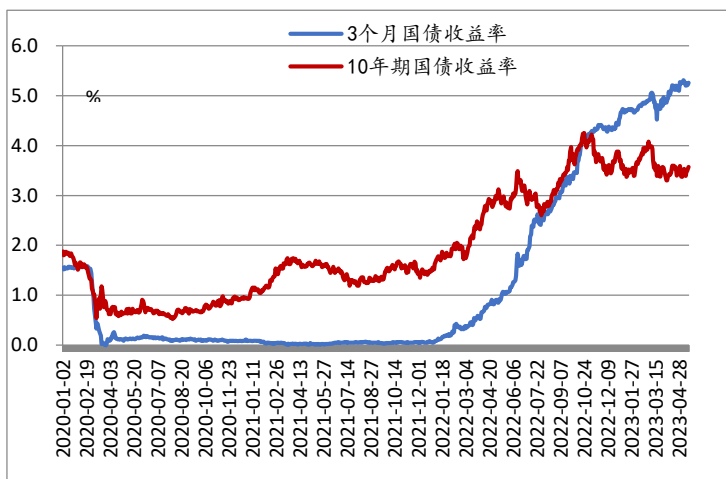
临近 X-date，市场避险情绪将有所升温。一般情况下，将导致短期国债利率上行，10 年期国债利率下行；作为避险资产的黄金价格上涨；美元指数出现下跌；

而股市由于所受影响因素较多，具体表现规律性不强。事实上，自1月19日触及政府债务上限以来，各主要投资品种的市场表现基本印证我们的判断。

数据显示，目前3个月美国国债的收益率已经升至5.26%，为近20年以来的最高水平，预计在债务危机实质解决之前，继续攀升概率较大；10年期国债收益率在3月中到5月中持续低迷，近期出现一定探底回升。黄金价格一度突破2000美元/盎司，创历史新高。美元指数从去年四季度开始进入下行通道，目前持续维持100-105弱势区间震荡。纳斯达克指数年初至今涨幅高达25%，而道指则基本没有上涨，整体维持区间震荡。

图表 10: 本次债务危机美国国债表现

图表 18: 本次债务危机黄金表现



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

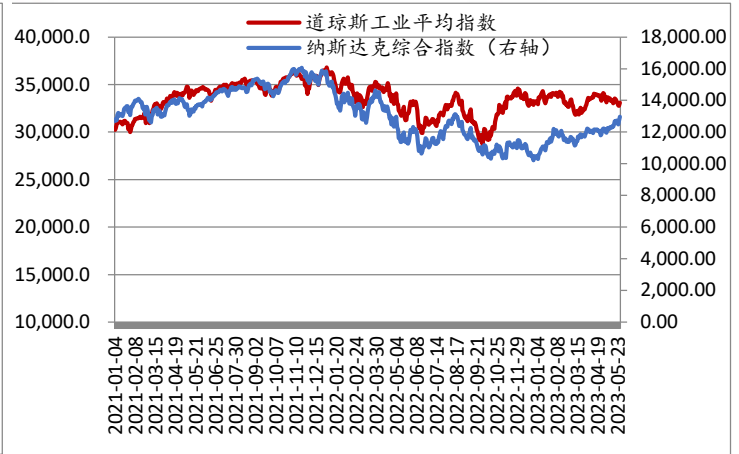
资料来源：同花顺 iFind、致富研究院



图表 17: 本次债务危机美元指数表现



图表 18: 本次债务危机美国股市表现



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

## 四、结论

- 1、 政府触及债务上限, 不等于美债违约, 两者之间, 不存在明确的对应关系。
- 2、 6月上旬美国政府资金将很可能完全消耗殆尽, 此次 X-date 很可能发生在 6月前两周。
- 3、 债务上限, 更多时候成为民主党和共和党之间政治博弈的工具, 双方往往以此为筹码, 胁迫对方在政治议题上做出让步。我们预测此次两党大概率将在 X-date 之前达成提高债务上限或者暂停债务上限的协议, 就看两党之间达成何种程度的妥协。
- 4、 临近 X-date, 市场避险情绪将有所升温。一般情况, 将导致短期国债利率上行, 十年期国债利率下行; 黄金价格上涨; 美元指数下跌; 而股市则影响不定。
- 5、 对未来资产价格判断, 我们维持此前判断:
  - 十年期美债收益率大概率无法突破 4%, 中长期将持续下行。
  - 美元指数短期预计在 100-105 区间震荡, 中长期将继续走弱。
  - 美股已经在一定程度上交易降息预期, 未来需关注降息不及预期, 以及持续高利率损害企业盈利而存在的下行风险。
  - 此前反复提示的黄金交易机会仍可继续关注。

## 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

