

如果美国债务上限达成会怎样？

核心观点

美国债务上限立法已达成初步共识，往后流程中仍有进一步变化且出现立法反复的可能但实质性风险较小，我们认为重点应关注债务上限达成后对流动性环境的影响。短期来看，债务协定达成后1年期以内短债发行可能放量并虹吸约5000亿美元流动性，利率曲线可能抬升；中期来看，短债利率上行将抬升货币基金收益率并虹吸银行储蓄资金，需重点关注银行储蓄流失压力后可能加剧信贷收缩，尤其是中小银行定向收缩中小企业信贷可能缓解低端就业岗位的招工缺口和通胀压力。

□ 美国债务上限立法已达成初步共识，未来仍有反复的可能但实质性风险较小

近日白宫与众议院议长麦卡锡就债务上限的协定达成初步共识，具体内容如下：一是将债务上限进行暂停处理（相当于在此期间内没有明确的债务上限硬约束），有效期至2025年1月1日；二是小幅削减政府开支，当前计划在未来10年削减约10000亿美元的政府开支；三是对部分其他支出项目进行调整，例如小幅增加国防开支、8月底前结束新冠疫情以来的助学贷款豁免计划、回收部分未使用的新冠救助基金等。

需要注意的是，当前达成的文本内容仍是初步协定，后续仍需履行正式立法程序，途径众议院72小时审阅、众议院以及参议院正式投票等流程方可由拜登正式签署立法。当前已达成的协议内容在往后的流程中仍有进一步变化且出现立法反复的可能性，但整体来看，我们认为债务上限立法应可顺利完成，即便极端情况由于流程时长问题导致国债“技术性”违约，后续立法达成后也不会对市场产生持续性冲击。

综上，债务上限立法“实质性”风险较小，我们认为对于债务上限重点关注应聚焦协定达成后的影响，主要包括两大方面，一是短债发行放量对流动性环境的影响；二是政府支出削减后对经济的影响。

□ 债务协定达成后1年期以内短债发行或放量并虹吸流动性，利率曲线可能抬升

一是债务上限协定达成后，美国财政部1年期以下短债发行可能放量，存款余额的补足将形成近5000亿美元的流动性抽水。由于债务上限约束导致财政融资停滞，当前财政存款余额已降至495亿美元的极低水平；根据财政部5月初公布的再融资计划，对于6月末、9月末的财政存款余额规划分别为5500亿美元和6000亿美元，这也意味着在债务上限协定达成后财政部可能需要迅速发行国债并将存款余额补至合意水平，财政存款需增加近5000亿美元也意味着流动性环境面临5000亿美元以上的“抽水”，国债利率曲线可能面临抬升压力。

二是国债发行可能以1年期以下短债为主，短债利率可能抬升并改善货币基金收益率，银行储蓄资金可能被虹吸。我们曾于前期报告《万里风云，峰会路转》中指出，财政部将在2023年执行久期再平衡计划，大幅增加短债发行规模。当前美国财政部的平均债务久期约为74个月，接近1980年数据统计以来的最高水平（历史平均久期是60.5个月）；财政存量债务结构中1年期以下短债占比为16.7%，靠近历史最低值（历史平均占比为22.6%）。美国财政部当前规划在2023年末将这一比重提升至20%以上，这也意味着未来的国债发行将更多以1年期以下短债为主，供给的放量可能进一步提升美国国债利率曲线尤其是1年期及以下的短债利率。

□ 短债利率上行将抬升货币基金收益率并虹吸储蓄，关注银行储蓄流失后的信贷收缩

1年期以下短债是货币市场基金的核心投向资产，利率上行改善货币基金收益率可能进一步虹吸银行储蓄资金，我们认为需重点关注银行储蓄流失压力下的信贷收缩，尤其是中小银行定向收缩中小企业信贷可能缓解低端就业岗位的招工缺口和通胀压力。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

1 《日本股市还会继续上涨吗？》 2023.05.28

我们曾于半年度策略报告《水到渠成，股债双牛》中指出：本轮存款流失压力最严重的中小银行是中小企业信贷的核心投放主体，中小企业信贷收缩可能“定向”缓解三大招工最紧张行业的招工和薪资压力。中小企业对就业市场的重要性极高，中小企业信贷收缩会对就业形成重要冲击。根据美国小企业协会（SBA）的测算，过去 25 年以来，美国中小企业贡献了美国新增就业人数的 2/3，数据趋势也基本印证中小企业对于信贷可得性的预期和岗位空缺数存在明显的负相关关系。当前美国通胀粘性的核心部分来自于劳动力市场的薪资压力，中小企业信贷收缩可能会明显缓解薪资压力。

从行业的视角来看，根据美联储《小企业信贷可得性报告》的数据：从贡献的就业人数看，小微企业中位列前三的行业为医疗保健、娱乐餐饮与制造业，占比分别达到 15%、14%和 8%。从企业的占比数量上看，小微企业中位列前三的行业为专业和商业服务、建筑与医疗保健，占比分别达到 13%、12%和 11%。

综合来看，专业和商业服务、医疗保健和住宿餐饮是招工缺口最为严重的行业。当前职位空缺数居前的四大行业分别为专业和商业服务、医疗保健、贸易运输和住宿餐饮业；职位空缺率居前的四大行业分别为艺术娱乐、住宿餐饮、专业和商业服务、医疗保健。

交叉比较就业缺口和小微企业的行业分布不难发现，小微企业中占比最高行业也是当前招工缺口最严重行业，包括专业和商业服务、医疗保健和住宿餐饮。因此，未来中小企业的信贷收缩可能“定向”缓解三大招工最紧张行业的招工和工资增长压力，从而对美国通胀尤其是核心 CPI 压力的缓解起到“对症下药”的作用。

□ 财政支出规模小幅压缩对经济影响有限，流动性抽水及相关影响才是核心

我们已于上文提出，本轮债务上限协议可能涉及对未来财政支出规模的压缩，当前暂时商定的压缩规模为十年 1 万亿美元。

根据 CBO 于 5 月发布的财政支出规划，当前计划未来 10 年（2024 年-2033 年）的财政支出规模约为 80.1 万亿美元，1 万亿美元的支出削减占比仅 1.2%，影响相对有限。进一步考虑，政府消费投资在美国 GDP 中的占比约为 17%-18%，即便考虑 1.6 倍的财政乘数（里士满联储 2018 年的测算结果），这一规模的支出削减对美国 GDP 的影响也相对有限，因此本轮债务协定如果达成后造成的流动性抽水及相关影响才是核心。

□ 美债利率短期或反弹信贷紧缩发酵后可能重新回落，预计伦敦金维持高位震荡

美债方面，短期来看需重视债务上限达成后流动性抽水的影响，整体利率曲线尤其是短端利率可能面临阶段性上行压力。中期来看，需重视信贷紧缩的影响，下半年 10 年美债利率或挑战 2.5%，主要源于未来美国信贷收缩可能缓解招工和薪资增速压力，从而带动通胀预期下行。

美股方面，预计 Q3 受流动性抽水及衰退压力显性化影响可能有回撤风险，Q4 货币政策拐点明确后拐头向上。

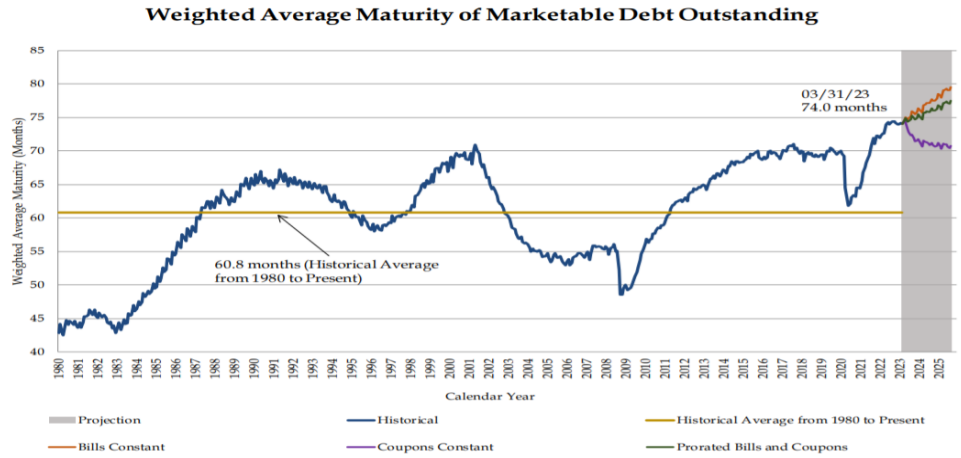
黄金方面，预计下半年伦敦金将再度挑战 2070 的前高位置，此后维持高位震荡。一是下半年海外金融市场的结构性隐忧仍在，避险情绪仍是金价的重要支撑；二是信用紧缩的环境下，下半年美国通胀回落可能超预期，货币政策宽松空间可能进一步打开，实际利率下行将对金价形成提振。

□ 风险提示

美国通胀超预期恶化；美联储流动性风险超预期恶化

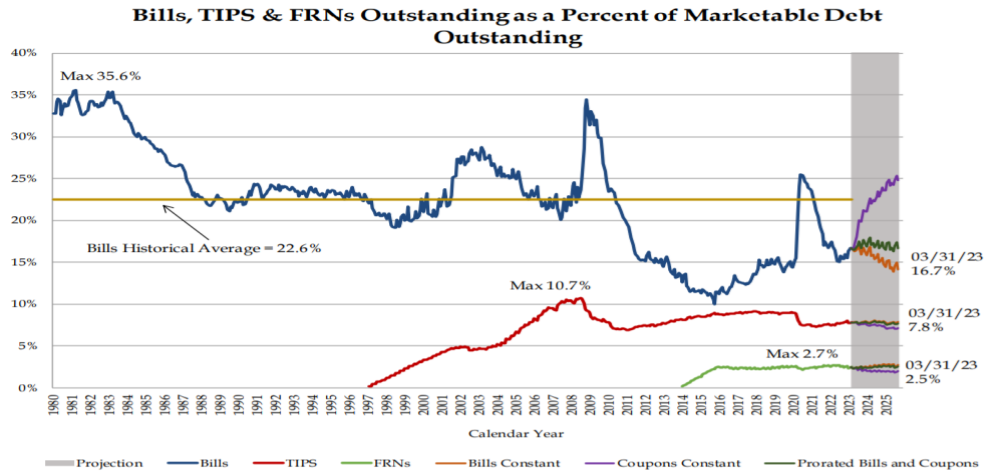
1.重要图表

图1: 美国财政部债务平均久期(月数)



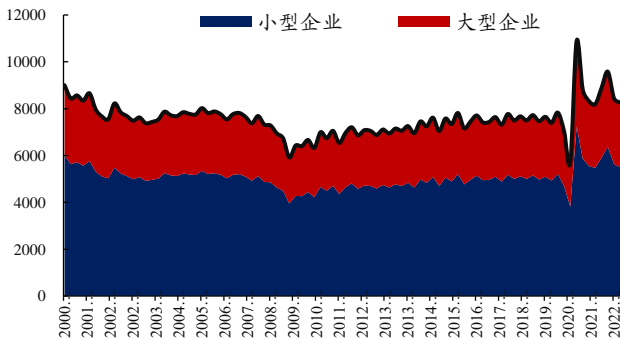
资料来源: 美国财政部, 浙商证券研究所

图2: 美国财政部不同期限国债的发行规划(%)



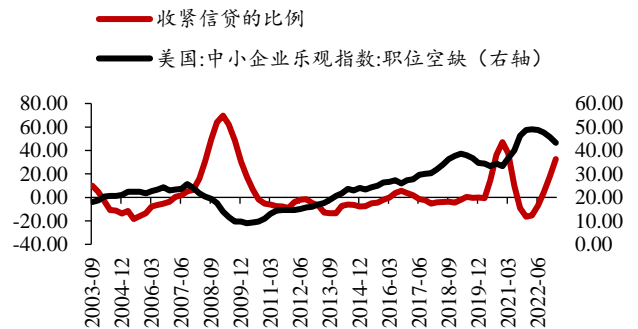
资料来源: 美国财政部, 浙商证券研究所

图3: 中小企业贡献了美国 2/3 的新增就业人数(千人)



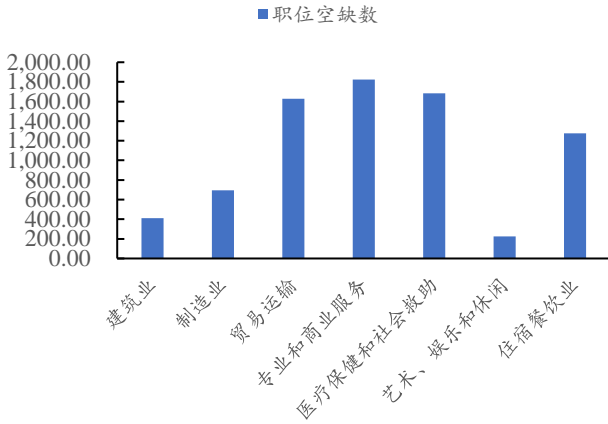
资料来源: BLS, 浙商证券研究所

图4: 美国中小企业信贷预期和岗位空缺呈现明显反向关系



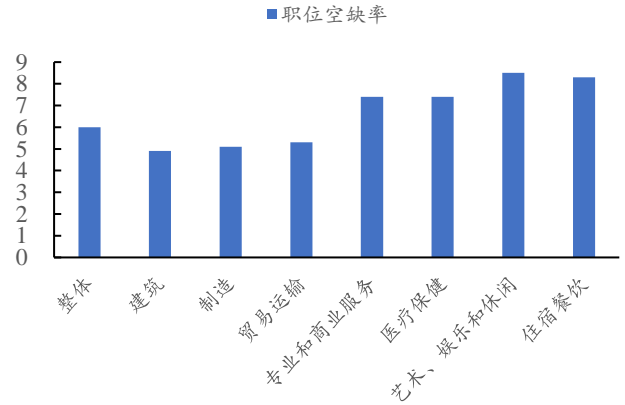
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5：美国当前各非农行业的职位空缺数（千人）



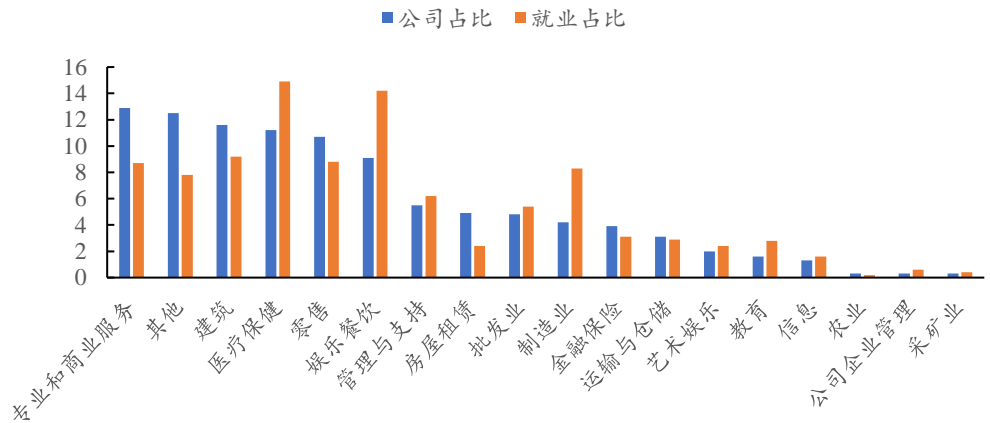
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：美国当前各非农行业的职位空缺率（%）



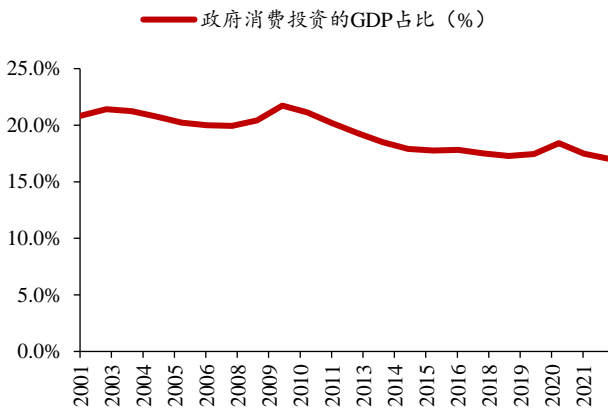
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：美国小微企业不同行业的公司数量和就业人数占比（%）



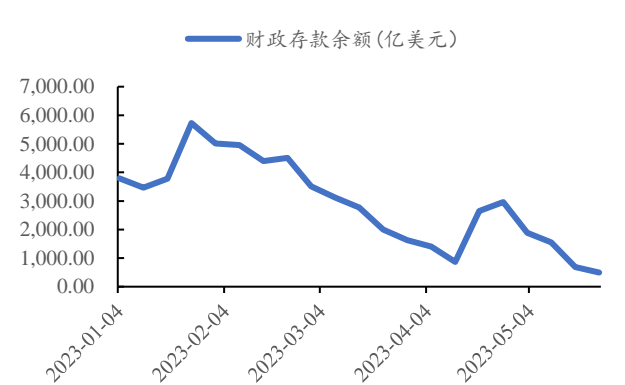
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图8：美国政府消费投资占 GDP 比重（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：美国财政存款余额降至 495 亿美元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10: CBO 对未来 10 年美国财政支出规模的预测

Table 1.

CBO's Baseline Budget Projections, by Category

	Actual, 2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Total 2024-2033	
In Billions of Dollars														
Revenues														
Individual income taxes	2,632	2,525	2,475	2,517	2,768	3,019	3,123	3,248	3,380	3,517	3,652	3,806	13,902	31,505
Payroll taxes	1,484	1,562	1,633	1,703	1,778	1,849	1,920	1,993	2,068	2,147	2,226	2,307	8,884	19,625
Corporate income taxes	425	475	479	489	495	494	506	514	520	527	527	539	2,462	5,089
Other	357	252	261	266	276	295	370	387	400	416	436	450	1,469	3,558
Total	4,897	4,815	4,848	4,974	5,317	5,658	5,919	6,142	6,368	6,607	6,841	7,102	26,716	59,777
On-budget	3,831	3,681	3,652	3,719	4,006	4,295	4,504	4,674	4,846	5,027	5,204	5,407	20,176	45,334
Off-budget ^a	1,066	1,133	1,196	1,255	1,311	1,363	1,415	1,468	1,522	1,580	1,637	1,695	6,540	14,443
Outlays														
Mandatory	4,133	3,980	3,828	4,023	4,205	4,400	4,738	4,760	5,120	5,386	5,675	6,141	21,195	48,277
Discretionary	1,664	1,712	1,845	1,939	1,995	2,055	2,112	2,153	2,209	2,260	2,313	2,373	9,947	21,255
Net Interest	476	663	745	773	835	912	1,003	1,084	1,165	1,252	1,350	1,440	4,268	10,559
Total	6,273	6,354	6,418	6,735	7,035	7,367	7,854	7,997	8,494	8,898	9,338	9,955	35,409	80,091
On-budget	5,192	5,142	5,094	5,314	5,529	5,776	6,170	6,223	6,614	6,908	7,230	7,734	27,884	62,593
Off-budget ^a	1,081	1,212	1,324	1,421	1,506	1,591	1,683	1,774	1,880	1,990	2,107	2,221	7,526	17,498
Deficit	-1,376	-1,539	-1,571	-1,761	-1,718	-1,709	-1,934	-1,855	-2,126	-2,291	-2,496	-2,852	-8,693	-20,314
On-budget	-1,361	-1,461	-1,442	-1,595	-1,524	-1,481	-1,666	-1,549	-1,768	-1,881	-2,026	-2,327	-7,708	-17,259
Off-budget ^a	-15	-79	-129	-165	-195	-228	-268	-306	-358	-410	-470	-526	-986	-3,055
Primary Deficit ^b	-900	-877	-826	-988	-883	-797	-931	-771	-961	-1,039	-1,147	-1,412	-4,425	-9,755
Debt Held by the Public	24,252	25,767	27,388	29,246	31,054	32,866	34,895	36,830	39,015	41,347	43,861	46,709	n.a.	n.a.
Memorandum:														
Gross Domestic Product	25,016	26,238	27,266	28,610	29,932	31,251	32,525	33,811	35,133	36,488	37,874	39,288	149,585	332,179
As a Percentage of Gross Domestic Product														
Revenues														
Individual income taxes	10.5	9.6	9.1	8.8	9.2	9.7	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.7	9.3	9.5
Payroll taxes	5.9	6.0	6.0	6.0	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
Corporate income taxes	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.6	1.5
Other	1.4	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0	1.1
Total	19.6	18.4	17.8	17.4	17.8	18.1	18.2	18.2	18.1	18.1	18.1	18.1	17.9	18.0
On-budget	15.3	14.0	13.4	13.0	13.4	13.7	13.8	13.8	13.8	13.8	13.7	13.8	13.5	13.6
Off-budget ^a	4.3	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3
Outlays														
Mandatory	16.5	15.2	14.0	14.1	14.0	14.1	14.6	14.1	14.6	14.8	15.0	15.6	14.2	14.5
Discretionary	6.7	6.5	6.8	6.8	6.7	6.6	6.5	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	6.6	6.4
Net Interest	1.9	2.5	2.7	2.7	2.8	2.9	3.1	3.2	3.3	3.4	3.6	3.7	2.9	3.2
Total	25.1	24.2	23.5	23.5	23.5	23.6	24.1	23.7	24.2	24.4	24.7	25.3	23.7	24.1
On-budget	20.8	19.6	18.7	18.6	18.5	18.5	19.0	18.4	18.8	18.9	19.1	19.7	18.6	18.8
Off-budget ^a	4.3	4.6	4.9	5.0	5.0	5.1	5.2	5.2	5.4	5.5	5.6	5.7	5.0	5.3
Deficit	-5.5	-5.9	-5.8	-6.2	-5.7	-5.5	-5.9	-5.5	-6.1	-6.3	-6.6	-7.3	-5.8	-6.1
On-budget	-5.4	-5.6	-5.3	-5.6	-5.1	-4.7	-5.1	-4.6	-5.0	-5.2	-5.3	-5.9	-5.2	-5.2
Off-budget ^a	-0.1	-0.3	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.9	-1.0	-1.1	-1.2	-1.3	-0.7	-0.9
Primary Deficit ^b	-3.6	-3.3	-3.0	-3.5	-3.0	-2.6	-2.9	-2.3	-2.7	-2.8	-3.0	-3.6	-3.0	-2.9
Debt Held by the Public	96.9	98.2	100.4	102.2	103.7	105.2	107.3	108.9	111.0	113.3	115.8	118.9	n.a.	n.a.

 Data source: Congressional Budget Office. See www.cbo.gov/publication/59096#data. n.a. = not applicable.

a. The revenues and outlays of the Social Security trust funds and the net cash flow of the Postal Service are classified as off-budget.

b. Primary deficits exclude net outlays for interest.

资料来源: 美国国会预算办公室, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>