

降级的原因多为中长期影响因素

——简评惠誉降级事件

作者

分析师：杨灵修
执业证书编号：S0590523010002
邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：王博群
邮箱：wangboq@glsc.com.cn

事件：

全球三大评级机构之一的惠誉将美国的评级从最高信用评级 AAA 下调至 AA+，理由主要包括两个方面的内容：一惠誉预计美国未来三年财政状况将恶化，政府债务负担较高且不断增长；二是在过去二十年中，相对于 AA 和 AAA 评级的同行，治理受到侵蚀，表现为一再的债务上限的两党对峙和直到最后一刻才做出决议。

事件点评

➤ 降级的原因多为中长期因素

治理的侵蚀，一再出现的债务上限政治僵局和最后一刻的决议削弱了人们对财政管理的信心。政府总体赤字上升，惠誉预测，2024 年一般政府赤字将占 GDP 的 6.6%，2025 年将进一步扩大至 GDP 的 6.9%。美国的债务占 GDP 比在同一评级内显著较高，较惠誉“AAA”评级的中位数 39.3%和“AA”评级的中位数 44.7%高出 2.5 倍以上。中期财政挑战，国会预算办公室预计根据现行法律，社会保障基金将在 2033 年耗尽，医院保险信托基金将在 2035 年耗尽。

➤ AA+仍然是高评级，并不存在偿付问题

即便未来美国可能进一步降级，美国国债的问题可能也不是偿付的问题。美国国债都是以美元计价的，所以根本上来讲，并不会存在真正的债务违约问题。美国债务问题最终可以被转换为通胀问题。

➤ 市场仍然认为 9 月不会加息

美联储 9 月会议加息的概率略有下降，目前市场认为大概率 9 月不会再次加息，不加息的概率超过了 8 成。主权信用的下调在边际上或增加了不加息的概率。从直接的影响看，国债利率走高相当于进行了紧缩，这降低了美联储继续加息的必要性。我们认为 9 月或是加息的最后窗口，8 月不开会所以不会加息。不过惠誉的预期和当下市场主流的预期略有不同，惠誉预计 9 月将进一步加息。

➤ 美联储高息停留的时间或受影响

根据美国财政部的数据美国国债的平均利率从 2022 年 2 月的 1.568%上升到 2023 年 6 月的 2.761%，上升了 1.193%。按照目前美国国债的规模，约 32.6 万亿美元，一年的利息支出就将达到 9 千亿美元。债务压力或使得美联储在高息状态停留的时间不会太长。

➤ 缩表和发债计划或不受影响

美联储正在继续减持抵押贷款支持证券和美国国债，这进一步收紧了金融状况，到目前为止，美联储本轮总共的缩表规模约为 7936 亿，其中 2022 年总共缩表 3346 亿，今年以来缩表 4590 亿。美国财政部预计它在 2023 年 7-9 月季度，将借入 1.007 万亿美元的净债务。

风险提示：美联储鹰派超预期，地缘政治风险超预期。

相关报告

- 1、《制造业收缩趋缓：——7 月 PMI 数据以及未来经济展望》2023.07.31
- 2、《如期加息，终点利率问题成焦点：——美联储 7 月议息会议点评》2023.07.27

1. 惠誉为何下调美国评级？

1.1 惠誉将美国评级下调到 AA+

1.1.1 下调评级的影响或在中长期

8月1日，全球三大评级机构之一的惠誉将美国的评级从最高信用评级 AAA 下调至 AA+，在惠誉官网公布的评论给出的理由主要包括两个方面的内容：

1. 预计美国未来三年财政状况将恶化，政府债务负担较高且不断增长；
2. 在过去二十年中，相对于 AA 和 AAA 评级的同行，治理受到侵蚀，表现为一再的债务上限的两党对峙和直到最后一刻才做出决议。

惠誉其实在 5 月就警告可能的降级，不过 6 月债务上限问题顺利解决，市场就暂时忽略了评级机构的警告。从惠誉降级的原因来看，多为中长期因素，美国需要做出更多中长期的改变才可能应对降级的真正影响，降级的影响可能也需要在中长期才能反应出来，短期的反应更多可能是市场情绪的波动。

1.1.2 AA+仍然是高评级

上一次美国的主权信用评级被下调事件发生在 2011 年 8 月 5 日，标准普尔信用评级机构历史上首次将美国政府的长期信用评级从 AAA 下调至 AA+。目前只有穆迪对美国的评级仍然是 Aaa。惠誉 AA+评级的国家包括加拿大、奥地利、芬兰、新西兰，也都是高收入的发达国家。

图表1：主权信用评级比较

TRADING ECONOMICS					
	Calendar	News	Markets	Indicators	Country
Credit Rating					
Summary Export Data API Access					
	S&P	Moody's	Fitch	DBRS	TE
Australia	AAA	Aaa	AAA	AAA	100
Canada	AAA	Aaa	AA+	AAA	100
Denmark	AAA	Aaa	AAA	AAA	100
Germany	AAA	Aaa	AAA	AAA	100
Liechtenstein	AAA				100
Luxembourg	AAA	Aaa	AAA	AAA	100
Netherlands	AAA	Aaa	AAA	AAA	100
Switzerland	AAA	Aaa	AAA	AAA	100
Norway	AAA	Aaa	AAA	AAA	99
Sweden	AAA	Aaa	AAA	AAA	99
European Union	AA	Aaa	AAA	AAA	98
Singapore	AAA	Aaa	AAA	AAA	98
United States	AA+	Aaa	AA+	AAA	98
Austria	AA+	Aa1	AA+ ↓	AAA	96
Finland	AA+	Aa1	AA+	AA (high)	96
New Zealand	AA+	Aaa	AA+		95

资料来源：TradingEconomics，国联证券研究所整理

需要注意的是 AA+ 仍是高评级，距离真正出现信用风险的等级之间还有很多等级。

图表2：主权信用评级
Credit Ratings

TE	S&P	Moody's	Fitch	DBRS	Description
100	AAA	Aaa	AAA	AAA	Prime
95	AA+	Aa1	AA+	AA (high)	High grade
90	AA	Aa2	AA	AA	
85	AA-	Aa3	AA-	AA (low)	
80	A+	A1	A+	A (high)	Upper medium grade
75	A	A2	A	A	
70	A-	A3	A-	A (low)	
65	BBB+	Baa1	BBB+	BBB (high)	Lower medium grade
60	BBB	Baa2	BBB	BBB	
55	BBB-	Baa3	BBB-	BBB (low)	
50	BB+	Ba1	BB+	BB (high)	Non-investment grade speculative
45	BB	Ba2	BB	BB	
40	BB-	Ba3	BB-	BB (low)	

资料来源：TradingEconomics，国联证券研究所整理

更具体而言，惠誉进一步解释了下调评级的主要理由。

1.2 具体原因一：治理的侵蚀

1.2.1 不断出现的债务上限危机

惠誉认为，尽管6月份两党达成协议，将债务限额暂停至2025年1月，但在过去20年中，包括财政和债务问题在内的治理标准一直在稳步恶化。一再出现的债务上限政治僵局和最后一刻的决议削弱了人们对财政管理的信心。此外，与大多数同样评级的其他国家不同，美国政府缺乏中期财政框架，预算编制过程复杂。这些因素，加上几次经济冲击、减税和新的支出举措，导致了过去十年中债务的连续增加。此外，在应对与人口老龄化导致的社会保障和医疗保险成本上升有关的中期挑战方面，进展有限。

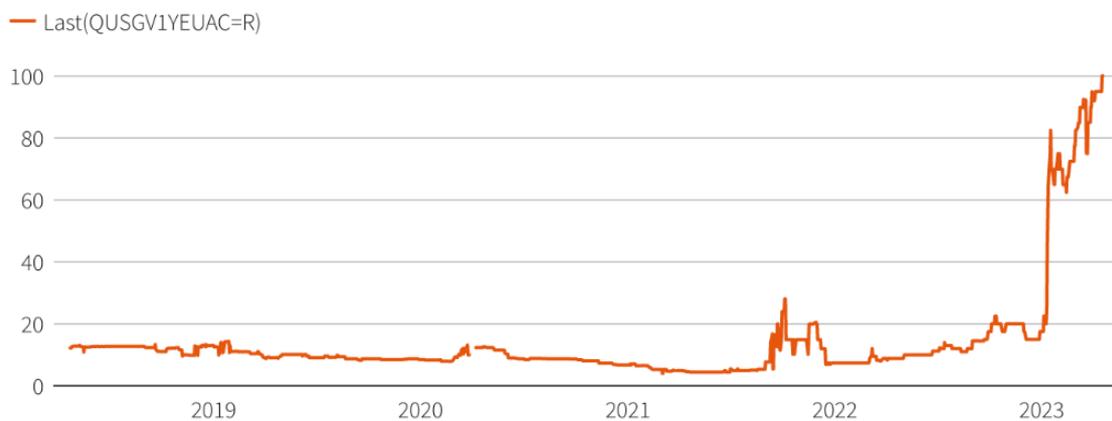
最近的一次债务上限危机不过是几个月前,2023年5月债务上限危机解除之前,市场经历明显的动荡,美国债务一年内的违约保险成本超过100个基点,远高于2011年的水平,2011年当时债务上限的僵局引发了美国政府的首次信用评级被标普下调。而这一次惠誉也跟随了标普12年期的动作。

美国要应对这个降级原因需要解决一些长期的问题,债务上限问题的争论越来越成为美国两党政治博弈的重要工具,随着美国政治极化整体趋势上的逐渐加大,在未来合理的预期是债务上限问题还会不断的重复出现。根据独立智库皮尤研究中心关于美国两大政党民主党和共和党之间党派分歧的报告。该数据基于对5000多名成年人的调查,以衡量公众情绪,追踪1994年至2017年美国政治两极分化的急剧变化。1994年至2017年的23年来,各党派之间的政治分歧持续显著扩大。

图表3: 1年期美国CDS(基点)

One-year U.S. CDS rise, signaling default risk

The cost of insuring U.S. debt against default for one year is well above 2011 levels, when a standoff over the debt ceiling triggered the first credit downgrade of the U.S. government.



资料来源: 路透社, Refinitiv, 国联证券研究所整理

1.3 具体原因二: 政府总体赤字上升

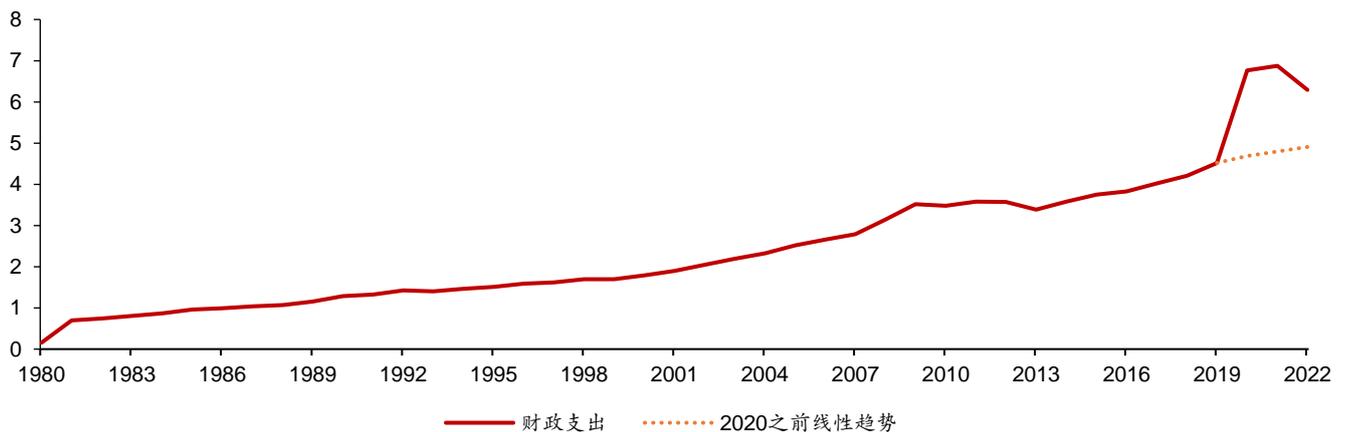
1.3.1 财政赤字问题

惠誉预计,2023年一般政府赤字将从2022年的3.7%上升至GDP的6.3%,这反映出联邦收入周期性疲软、新的支出举措和更高的利息负担。根据国会预算办公室的数据,债务上限谈判后通过的《财政责任法》中同意的非国防可自由支配支出(占联

邦总支出的 15%) 的削减只会对中期财政前景产生适度的改善, 到 2033 年, 累计节省 1.5 万亿美元 (占 GDP 的 3.9%)。该法案的近期影响预计在 2024 年为 700 亿美元 (占 GDP 的 0.3%), 在 2025 年为 1200 亿美元 (GDP 的 0.4%)。惠誉预计, 在 2024 年 11 月大选之前, 不会有任何进一步的实质性财政整顿措施。

显然, 美国的财政支出在疫情后明显超出了疫情前的趋势水平。2020 年为了应对疫情冲击, 美国财政政策的支出力度非常大, 共推出五轮财政刺激法案, 总金额达 3.8 万亿美元, 其中接近 3 成直接针对居民部门, 即超过 1 万亿直升机撒钱。财政支出规模一个季度中一度达到了接近 GDP 的 14%。财政赤字在 2020 年高达 3.1 万亿美元, 较 2019 年增长超过 2 倍。随着疫情影响的减弱, 财政赤字在 2021 和 2022 年明显回落, 但是 2022 年的财政赤字也仍然达到了 1.4 万亿美元, 相对于 2019 年的水平增长了接近 40%。

图表4: 美国财政支出(万亿美元)

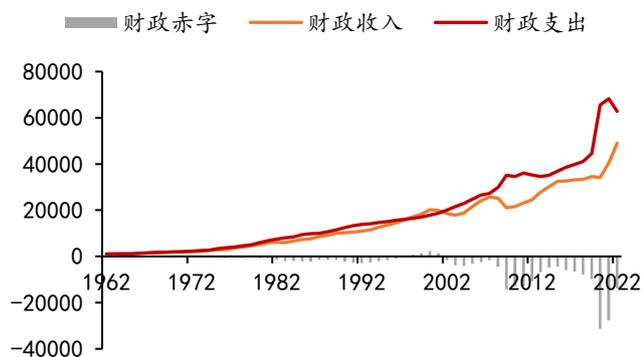


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

惠誉预测, 2024 年一般政府赤字将占 GDP 的 6.6%, 2025 年将进一步扩大至 GDP 的 6.9%。更大的赤字将由 2024 年 GDP 增长疲软、更高的利息负担以及 2024-2025 年 1.2% 的州和地方政府赤字 (与 20 年历史平均水平一致) 推动。预计到 2025 年, 因为与疫情前相比, 债务水平更高, 利率持续更高, 利息收入比将达到 10% (相比之下, 惠誉评级 “AA” 的中位数为 2.8%, “AAA” 中位数为 1%)。

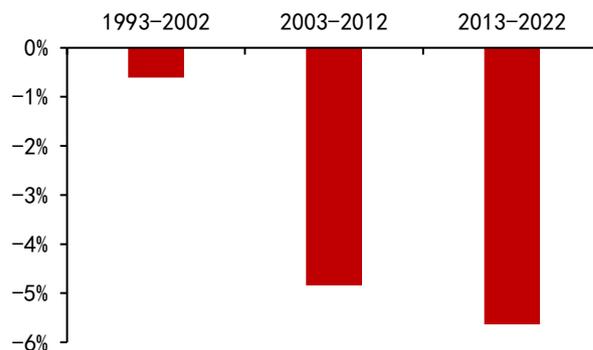
我们观察数据发现美国财政状况中赤字的上升其实是在过去几十年中逐渐发生的, 惠誉这次调整评级的行为是对过去积累因素的一个量变到质变式的反应。

图表5: 美国财政支出和收入(亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

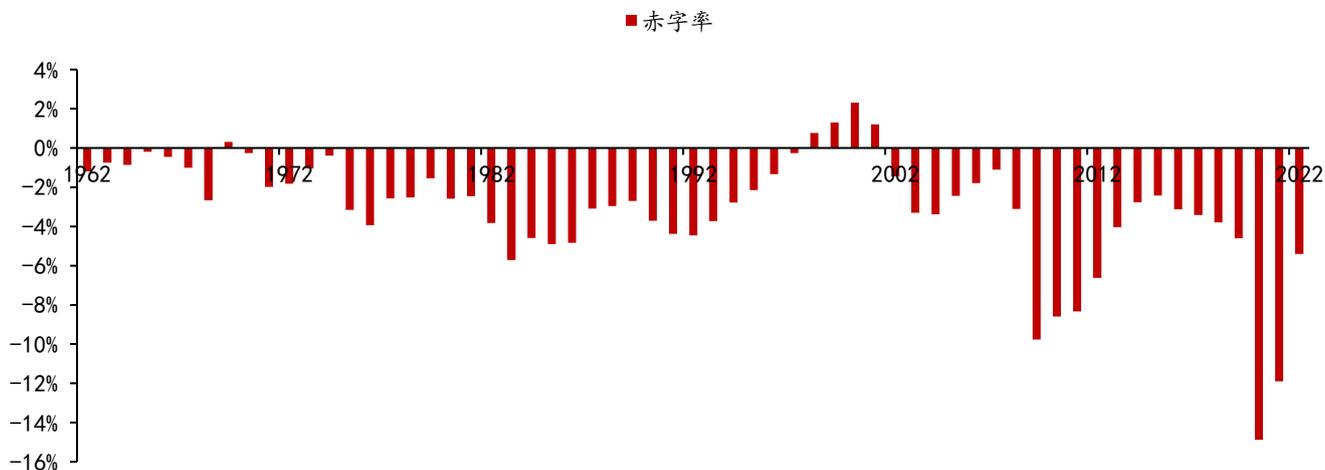
图表6: 美国财政赤字/GDP (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

对比美国 60 年代以来的财政赤字数据, 可以看到财政出现盈余的年份为 1998-2001 年, 之后财政赤字占 GDP 的比例基本上呈现逐步扩大的趋势。

图表7: 美国财政赤字/GDP (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

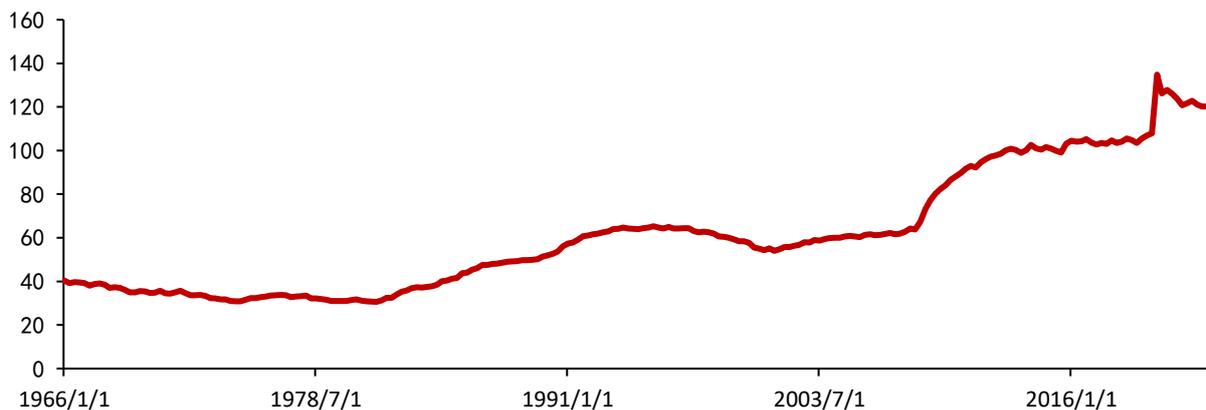
1.4 具体原因三: 一般政府债务上升

1.4.1 政府债务问题

财政赤字上升的直接后续结果就是政府债务的上升，惠誉认为一般政府债务上升也是重要的下调评级的因素。

根据惠誉的数据，较低的赤字和较高的名义 GDP 增长使过去两年的债务与 GDP 之比从 2020 年的疫情高点 122.3% 下降；然而，惠誉预测今年或为 112.9%，仍远高于 2019 年疫情前 100.1% 的水平。惠誉预计美国一般政府债务与 GDP 的比率将在预测期内上升，到 2025 年达到 118.4%。美国的债务占 GDP 比重在同一评级内显著较高，较惠誉“AAA”评级的中位数 39.3% 和“AA”评级的中位数 44.7% 高出 2.5 倍以上。惠誉长期预测的美国债务/GDP 将进一步上升，增加美国财政状况对未来经济冲击的脆弱性。

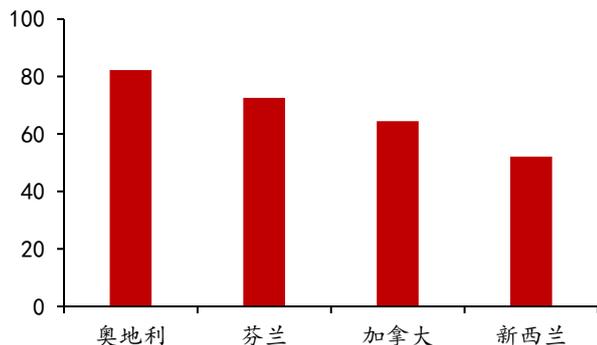
图表8：美国政府债务占 GDP 的比重 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

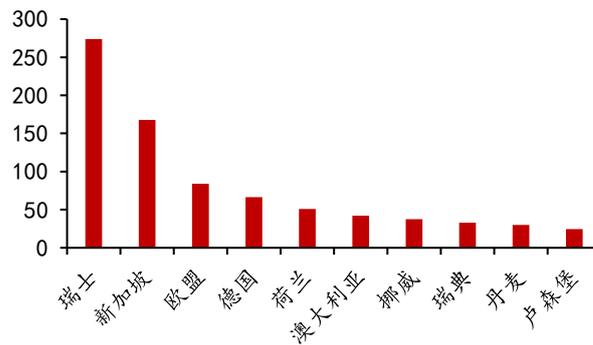
总体来看，惠誉 AAA 和 AA+ 评级的国家债务/GDP 的比例普遍都是小于 80% 左右，显著大于 80% 的是两个国家，一个是瑞士，另一个是新加坡。瑞士和新加坡的共同特点都是小国和全球金融中心。在高评级国家的比较中，美国的债务/GDP 确实偏高。

图表9：债务/GDP 惠誉 AA+评级 (%)



资料来源：WDI, TradingEconomics, 国联证券研究所

图表10：债务/GDP 惠誉 AAA 评级 (%)

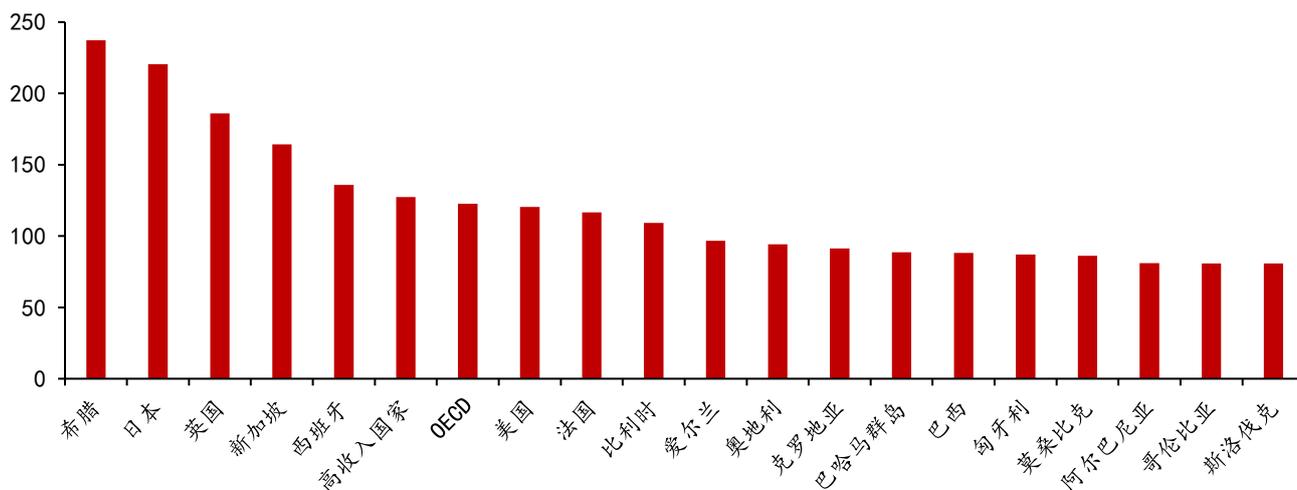


资料来源：Wind, 国联证券研究所

如果考虑到其他评级更低的国家，那么从国际比较来看，美国国债占 GDP 的比例略低于高收入国家和 OECD 国家的平均水平，高于法国和比利时。政府债务占 GDP 比重最高的是希腊，其次是日本和英国。日本和英国尽管政府债务占 GDP 比重很高，到目前并没有发生债务危机。希腊在 2008 年金融危机之后就爆发了债务危机，国际货币基金组织和欧洲央行都进行了救助。希腊作为欧元区国家和日本、英国的重要不同是，欧元债对于希腊来讲等同于外币债，只有外币债才存在真正的债务违约可能，本币债总是可以通过增发货币转化为通货膨胀问题。

即便未来美国可能进一步降级，美国国债的问题可能也不是偿付的问题。美国国债都是以美元计价的，所以根本上来讲，并不会存在真正的债务违约问题。美国债务问题最终可以被转换为通胀问题。

图表11：2021年各国政府债务占GDP的比重(%)



资料来源：世界银行，国联证券研究所整理

1.5 具体原因四：中期财政挑战

1.5.1 中期挑战

惠誉下调美国评级的另一块原因在于未解决的中期财政挑战。

在未来十年，更高的利率和不断上升的债务存量将增加利息负担，而人口老龄化和医疗成本上升将在没有财政政策改革的情况下增加对老年人的支出。国会预算办公室预计，到2033年，利息成本将翻一番，达到GDP的3.6%。国会预算办公室还估计，同期医疗保险和社会保障的强制性支出的增长将占GDP的1.5%。国会预算办公室预计，根据现行法律，社会保障基金将在2033年耗尽，医院保险信托基金（用于支付医疗保险A部分下的福利）将在2035年耗尽，除非及时采取纠正措施，否则将给财政轨迹带来额外挑战。此外，2017年的减税政策将于2025年到期，但很可能会有政治压力，要求像过去一样将其永久化，从而导致更高的赤字预测。

以上的中期挑战都颇具难度，并不是短期影响因素，需要更大的改革魄力才能够解决。

2. 短期的市场影响

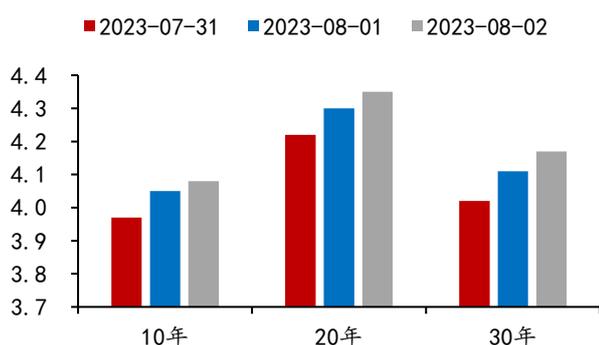
2.1 全球股市普遍下跌

2.1.1 美股和美债

美国股票市场在 7 月 31 日还在上涨，三大股指收盘都上涨，道琼斯上涨最多，达到 0.28%，8 月 1 日三大股指只有道琼斯仍然上涨 0.2%，其他两大估值分别都温和下行。惠誉的评级下调发布于 8 月 1 日下午 5 点，股市收盘后，经过一个晚上的消化，8 月 2 日三大股指都大幅下跌，道琼斯下跌 0.98%，标普下跌 1.38%，纳斯达克跌幅最大，下跌 2.17%，创今年 2 月以来最大单日跌幅。

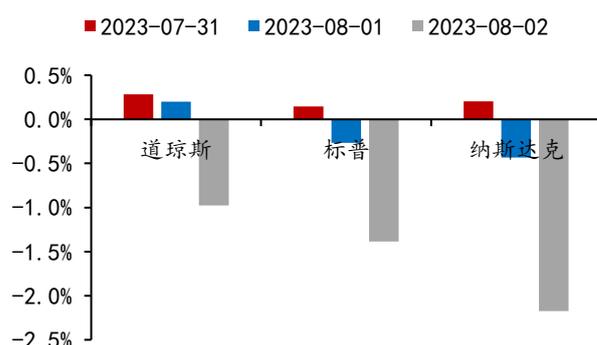
美国债券市场上，10 年期、20 年期、30 年期的国债利率都出现上行。评级降级长期来讲或增加美国在全球市场上融资的成本。

图表12：长期美国国债利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：美国三大股指

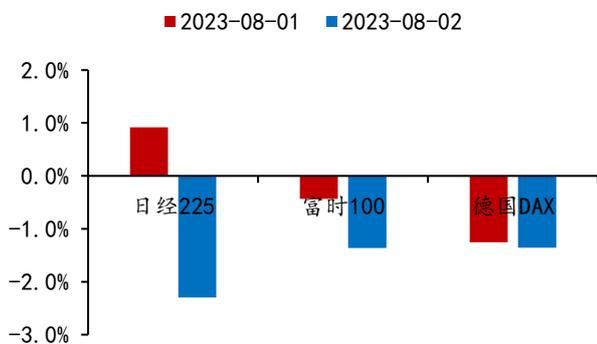


资料来源：Wind，国联证券研究所

2.1.1 其他股指

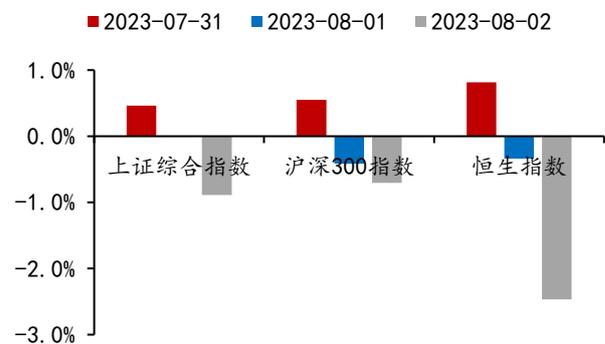
受到美股下跌情绪带动，日经 225、富时 100 和德国 DAX 等指数在 8 月 2 日也都收盘下跌，其中日经 225 的下跌幅度最大。中国股市受到的冲击相对较小，上证综合和沪深 300 指数的跌幅都不到 1%，只有恒生指数的跌幅相对较大。

图表14：其他股指表现(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表15：中国三大股指



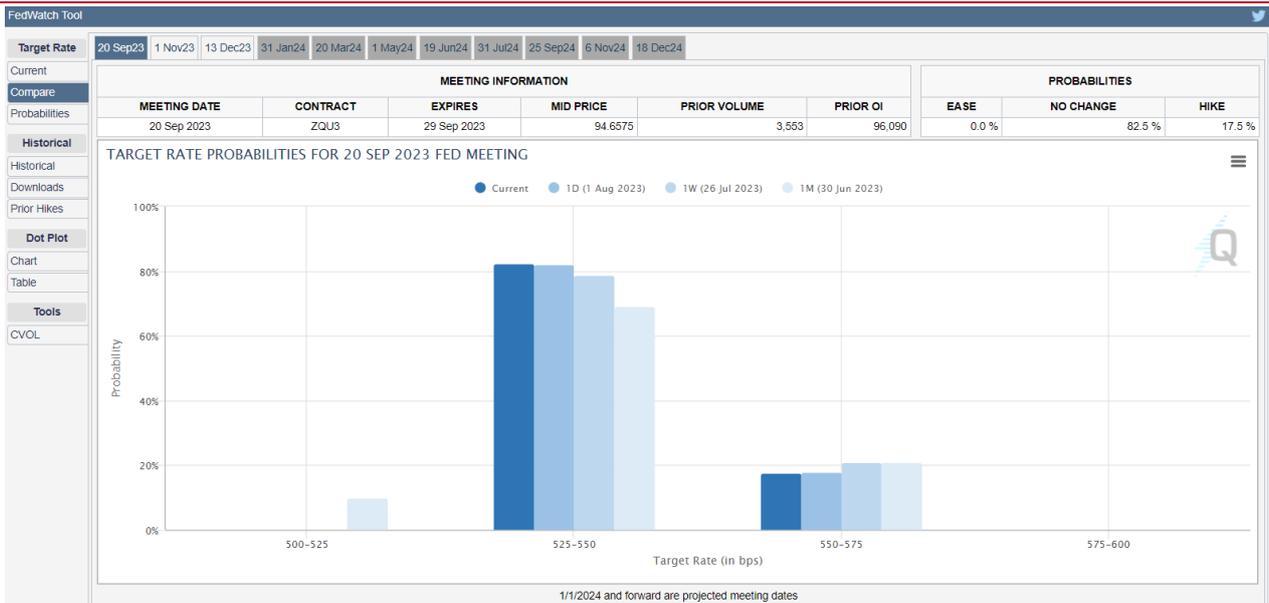
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 对美联储加息的影响

2.2.1 市场仍然认为 9 月不会加息

美联储 9 月会议加息的概率略有下降，目前市场认为大概率 9 月不会再次加息，不加息的概率超过了 8 成。主权信用的下调在边际上进一步可能增加了不加息的概率。从直接的影响看，国债利率走高相当于进行了紧缩，这降低了美联储继续加息的必要性。市场目前押注不会再次加息，关键看 9 月，我们认为 9 月或是加息的最后窗口，8 月不开会所以不会加息。

图表16: 美联储9月会议加息概率比较(%)



资料来源: CME, 国联证券研究所整理

惠誉也提到了美联储加息的影响, 不过惠誉的预期和当下市场主流的预期略有不同, 惠誉预计, 到9月将进一步上调至5.5%至5.75%。

惠誉认为经济和劳动力市场的韧性使美联储将通胀率提高到2%的目标变得复杂。尽管6月份整体通胀率降至3%, 但美联储的关键价格指数核心PCE通胀率仍居高不下, 为4.1%。这可能会在2024年3月之前阻止联邦基金利率的下调。

惠誉预测, 信贷紧缩、商业投资疲软和消费放缓将使美国经济在2023年第四季度和2024年第一季度陷入轻度衰退。惠誉预计, 美国今年的年实际GDP增长率将从2022年的2.1%放缓至1.2%, 2024年的总体增长率仅为0.5%。

2.2.2 高息停留的时间或受影响

根据美国财政部的数据美国国债的平均利率从2022年2月的1.568%上升到2023年6月的2.761%, 上升了1.193%。按照目前美国国债的规模, 约32.6万亿美元, 一年的利息支出就将达到9千亿美元。债务压力或使得美联储在高息状态停留的时间不会太长。

图表17: 美国国债(万亿美元)


资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 美国国债平均利率(%)


资料来源: 美国财政部, 国联证券研究所

2.3 缩表和发债计划或不受影响

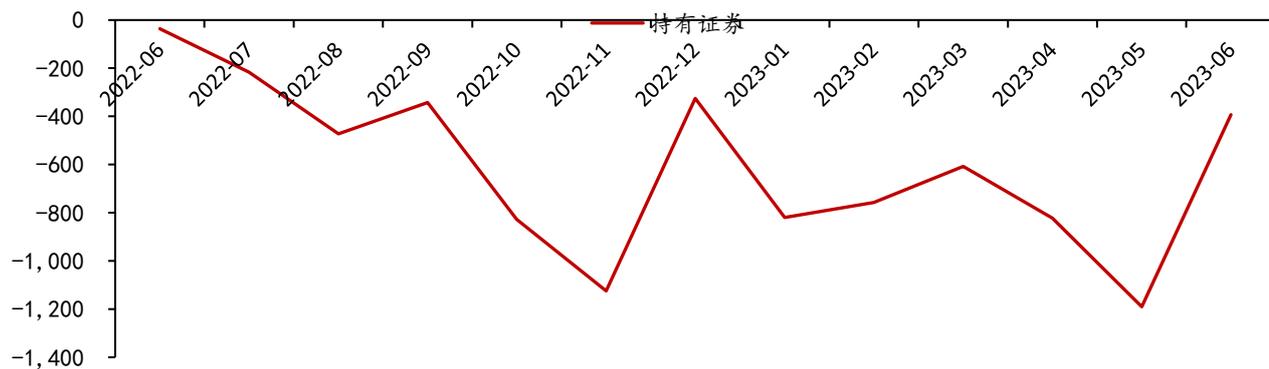
2.3.1 缩表发债继续

美国财政部预计它在 2023 年 7-9 月季度, 将借入 1.007 万亿美元的净债务, 假设 9 月底的现金余额为 6500 亿美元。借款估计比 2023 年 5 月公布的高 2740 亿美元, 主要是由于季度初现金余额较低 (1480 亿美元) 和季度末现金余额较高 (500 亿美元), 以及预计收入较低和支出较高 (830 亿美元)

此外, 美联储正在继续减持抵押贷款支持证券和美国国债, 这进一步收紧了金融状况。惠誉在降级的评论中也提及缩表的问题。

从 2022 年 6 月起, 美联储持有的证券开始逐月下降, 到目前为止平均月减少 610 亿美元, 从 2023 年以来平均月减少 765 亿美元。到目前为止, 美联储本轮总共的缩表规模约为 7936 亿, 其中 2022 年总共缩表 3346 亿, 今年以来缩表 4590 亿。

图表19：美联储本轮缩表实际速度(亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3. 风险提示

美联储鹰派超预期，地缘政治风险超预期。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼