

2023年09月28日

美国政府关门危机：源起、进展及可能影响

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

● 美国政府关门的“来龙去脉”

在美国三权分立的体制下，美国众议院掌握政府资金的拨款权，并设有专门的拨款委员会进行管辖。理论上来说，众议院拨款委员会应该在每个新财年（10月1日）开始前完成拨款程序，但由于整个程序较为复杂，常规的拨款法案如果没有办法在新财年开始前通过，国会可以通过一项持续性决议（CR），为政府提供临时资金，从而保证政府的运转。但若新财年之前没有办法通过新的拨款案，且持续性决议没有办法即时生效，则美国政府将会面临资金缺口（funding gap），而这是导致美国政府关门（shutdown）的重要原因。

● 拜登政府遭遇关门危机的原因与进展

在2023年6月底，美国总统拜登与国会就债务上限问题达成一致，同意将债务上限推迟至2025年1月1日。作为交换，其同意在2025年前限制联邦政府开支。虽然成功在大选年即将到来的时间节点避免了债务问题，但共和党内的保守派对于这一份法案仍是相当的不满意，认为应该更大程度的削减相关的支出。目前共和党的拨款法案要求削减联邦支出大约8%。此外，双方在对乌克兰援助的问题上也存在重大分歧。根据CRFB在9月26日的调查数据，美国政府关门的概率已经高达87%。

● 拜登政府关门的可能影响与后果

如果拜登政府关门，则其对美国社会经济的影响或体现在两个方面：一是若政府关门，则意味着有相当大部分的联邦政府工作人员将被迫无薪休假，相关的公共服务将会停止，从而造成社会运行的秩序混乱；二是可能会对美国经济产生一定的影响，根据CBO的研究，在2018年12月22日至2019年1月25日的政府关门期间，美国2018年4季度、2019年1季度的GDP中有大概30亿美元无法恢复，约占2019年整个GDP的0.02%。而这还没有考虑对于私人部门的连带影响。此外，在当前的情况下，美国政府关门还意味着相关的经济数据可能会无法及时发布，或将会对美联储以及金融市场的决策产生一定的影响。

不过需要注意的是，虽然美国政府关门实际的经济影响或有限，其潜在影响还需要我们加以密切关注。首先，政府关门的背后反映的是美国两党之间的分裂，从而带来不确定性；其次，可能会影响投资者对美国国债的信心，从而推升美债风险溢价水平，促使美债收益率较长期维持在高位；最后，美国政府如果关门，后续拜登政府想在年推动相关的财政刺激可能性会比较小，对美国经济的增长动能带来一定的负面影响。

● 历次政府关门期间大类资产波动情况并不相同

我们对1976年以来美国政府关门（含资金短缺）时长大于等于3天以上的各类资产波动情况进行了汇总统计，发现在每一阶段不同资产表现均有所差异，但总的来看，黄金表现都相对良好，或与资金的风险偏好有所降低有关。

● **风险提示：**两党分裂加剧，美国政府关门时长超预期。

相关研究报告

《高利率水平或将持续更久——9月FOMC会议点评—宏观经济点评》-2023.9.21

《政策持续落地，关注化债、地产等增量政策—宏观周报》-2023.9.17

《预计Q3 GDP约为4.7%，总需求政策加码空间仍存——兼评8月经济数据—宏观经济点评》-2023.9.16

目 录

1、 美国政府关门的“来龙去脉”.....	3
2、 当前美国政府遭遇关门危机原因及可能影响分析.....	4
2.1、 拜登政府遭遇关门危机的原因与进展.....	4
2.2、 拜登政府关门的可能影响与后果.....	6
2.3、 历次政府关门期间大类资产波动情况并不相同.....	7
3、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 美国政府已经历多次资金短缺及关门.....	3
图 2： 可持续性决议目前使用的频次非常高.....	5
图 3： 10 年期美债收益率创下近期新高.....	7
表 1： 美国政府关门大多因为财政预算问题未达成一致.....	4
表 2： 美国政府财政支出（Discretionary Spending）预算基本未有增长.....	5
表 3： 美国政府关门（含资金短缺）期间大类资产表现各异（%）.....	7

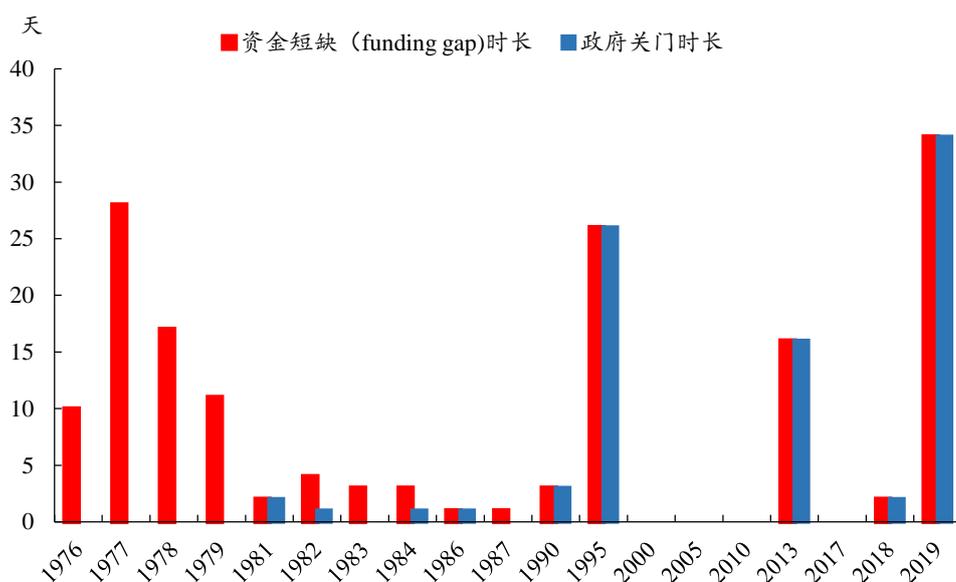
1、美国政府关门的“来龙去脉”

在美国三权分立的体制下，众议院掌握政府资金的拨款权，并设有专门的拨款委员会进行管辖。考虑到整个拨款过程较为复杂，因此拨款委员会共设有12个小组，分别负责制定某一项为政府特定部门和领域提供资金的法案。当法案成功通过众议院和参议院，并由美国总统签署后，即可生效。理论上来说，众议院拨款委员会应该在每个新财年（10月1日）开始前完成拨款程序，但是由于整个程序较为复杂，常规的拨款法案如果无法在新财年开始前通过，国会可以通过一项持续性决议（continuing resolution，简称CR），为政府提供临时资金，从而保证政府的运转。

从上述机制中不难发现，如果在新财年之前没有办法通过新的拨款法案，且持续性决议没有办法即时生效，则美国政府将会面临资金缺口（funding gap），而这是导致美国政府关门（shutdown）的重要原因。当然，如果12项法案中有部分通过，则美国政府面临的局面则是部分关门（partial shutdown）。事实上，在1980年代以前，资金缺口对美国政府的运行并无太大影响，因大家普遍预期在拨款法案通过后将获得相应的补薪。但在1980和1981年，时任美国司法部长 Benjamin Civiletti 主张对《反赤字法》（Antideficiency Act）进行更为严格的解释，其认为政府机构在面临资金缺口时并没有办法完成其合法工作，自此开启了美国政府关门的先例。在1982财年，美国联邦政府首次关门，政府雇员开启无薪休假。不过一些“必要”的部门（军队、执法人员等）拥有豁免权，可以继续工作，并在拨款法案通过后得到补薪¹。

根据美国众议院的数据，自1976年以来²，美国政府总计经历20次资金缺口，其中10次均导致政府关门，目前为止经历单次关门时间最长的是特朗普政府，彼时美国政府从2018年12月22日关门至2019年1月25日，持续时间34天。里根政府时期，美国政府经历了较多次数的关门，不过每次持续时长相对较短。

图1：美国政府已经历多次资金短缺及关门



数据来源：U.S. House of Representatives、开源证券研究所，注：2019年时长包含2018年关门。

¹ <https://history.house.gov/Institution/Shutdown/Government-Shutdowns/>

² 1974年美国国会预算程序便有所修改，并于1976年正式生效，故统计1976年以来数据。详见 <https://www.govtrack.us/congress/bills/93/hr7130/text>

由上可见，近 20 年来几乎每次资金缺口都会导致政府关门，究其原因，主要还是在于美国两党政治斗争益发严峻，双方对政府相关财政预算的分裂程度加剧，拨款法案需要花费更多的时间协商讨论。在此情况下，持续性决议便容易成为两党之间谈判的筹码，在双方分歧较大的时候，政府会容易陷入关门的窘境。

表1：美国政府关门大多因为财政预算问题未达成一致

政府关门时间	总统	众议院	参议院	争论事项
1981.11.20-23	里根	民主党	共和党	当前意义上的第一次政府关门，里根要求削减国内支出，并承诺否决任何未包括至少一半削减金额的法案。但众议院坚持大幅削减国防开支，并增加自身和公务员队伍的工资。
1982.9.30-10.2	里根	民主党	共和党	国会错过了为政府提供资金的全面支出法案采取行动的最后期限。
1984.10.3-5	里根	民主党	共和党	众议院民主党人正在推动一些白宫反对的条款，包括扩大对有受抚养子女的家庭的援助等。
1986.10.16-18	里根	民主党	共和党	10月3日的支出延期到期，迫使政府关门。最终国会放弃了犯罪法案、民权法案和供水项目这三个问题，而里根总统则保留了他的犯罪一揽子计划。
1990.10.05-09	老布什	民主党	民主党	老布什承诺否决任何未附带削减赤字计划的持续决议。众议院试图推翻他的否决，但失败了，迫使政府关门，数百万工人被迫休假。
1995.11.13-19	克林顿	共和党	共和党	国会向克林顿提交了一项持续决议，包括提高医疗保险保费、取消环境法规以及要求在七年内平衡预算。克林顿否决了该法案，政府关门。
1995.12.15-1996.01.06	克林顿	共和党	共和党	共和党人要求克林顿使用国会预算办公室的财政预算，但遭到了克林顿的拒绝，从而导致政府关门。
2013.09.30-10.17	奥巴马	共和党	民主党	国会就奥巴马医改方案存在分歧，导致拨款法案无法顺利通过，并最终导致政府关门。
2018.01.19-22	特朗普	共和党	共和党	共和党与民主党未能就将儿童入境暂缓遣返计划（DACA）受益人的移民保护纳入支出法案达成一致。
2018.12.21-2019.01.25	特朗普	民主党	共和党	双方就边境墙的资金支出事宜无法达成一致，最终造成目前为止最长最长的一次政府关门。

资料来源：VOX、U.S. House of Representatives、开源证券研究所

2、当前美国政府遭遇关门危机原因及可能影响分析

2.1、拜登政府遭遇关门危机的原因与进展

如前所述，近年来美国政府遭遇关门危机大多因为总统与众议院无法就拨款案中的某些项目达成一致，而在众议院与总统分属不同党派时，这种情况尤为严重，本次拜登政府遭遇关门危机亦属于这种情况。

在 2023 年 6 月底，美国总统拜登与国会就债务上限问题达成一致，共和党控制的众议院同意将债务上限推迟至 2025 年 1 月 1 日。作为交换，民主党则同意在 2025 年前限制联邦政府开支。虽然成功在大选年即将到来的时间节点避免了债务问题，但共和党内的保守派对于这一份法案仍是相当的不满意，认为应该更大程度的削减相关的支出，并且在相关的法案中加入了堕胎、避孕、烟草监管和跨性别者医疗保

健的相关条款³。目前共和党的拨款法案要求削减联邦支出大约 8%，并加强边境安全（特别是美墨边境）。此外，双方在对乌克兰援助的问题上也存在重大分歧，而这些都是民主党政府所不能接受的⁴。

表2：美国政府财政支出（Discretionary Spending）预算基本未有增长

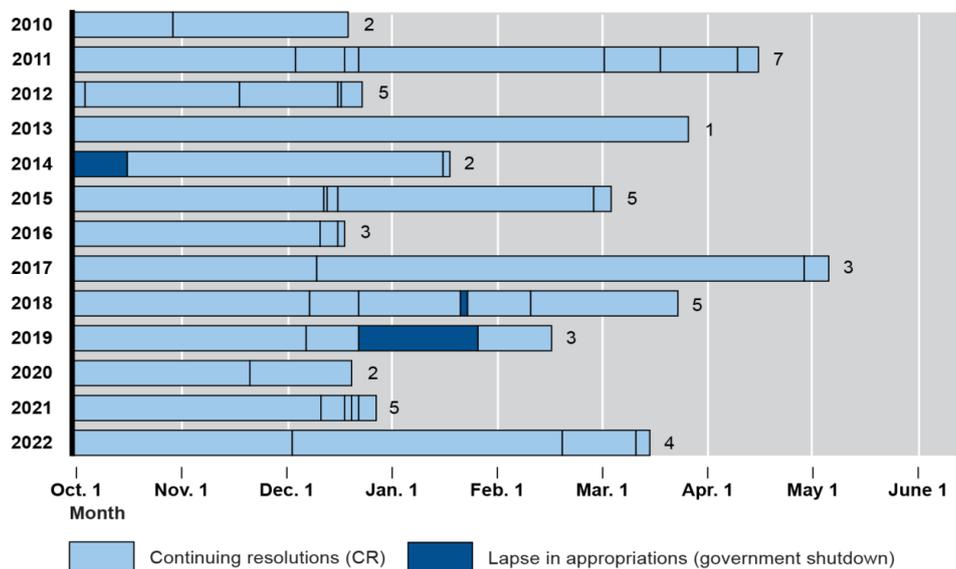
时间	国防预算	非国防预算	总计
2023 财年	858.36	743.89	1602.25
2024 财年	886.35	703.65	1590
2025 财年	895.21	710.69	1605.9

数据来源：CRS、开源证券研究所，注：单位为 10 亿美元。

从当前的情况来看，由于两党分歧较大，正常的拨款法案几乎不可能在 10 月 1 日前通过。当前 12 项拨款法案中众议院仅通过一项，甚至连以往较为容易通过的国防法案目前也未能通过⁵。但根据我们上面的分析，即使没有办法及时通过正常的拨款法案，国会还是可以使用可持续性决议为政府提供临时资金，以避免政府关门。事实上，在过去十几年中，可持续性决议使用的频次非常高，几乎已经成为一种常用的短期资金来源方式。而根据最新的报道，美国参议院已经通过一项可持续性决议，以让政府可以持续运行到 11 月 17 日（包含给予乌克兰 60 亿美元援助）。但该法案在众议院获得通过的可能性似乎并不大，共和党内的保守派仍然坚持其原有主张，随着政府关门时间的临近，达成协议的难度越来越高⁶。**而根据 CRFB 在 9 月 26 日的调查数据，美国政府关门的概率已经高达 87%。**⁷

图2：可持续性决议目前使用的频次非常高

Duration and Number of Continuing Resolutions and Lapses in Appropriations, Fiscal Years 2010-2022
Fiscal year



资料来源：GAO

³ <https://www.brookings.edu/articles/what-is-a-government-shutdown-and-why-are-we-likely-to-have-another-one/>

⁴ <https://apnews.com/article/shutdown-mccarthy-biden-trump-republicans-e4c37673b6507deaed2902f2166ef759>

⁵ <https://www.nbcnews.com/politics/congress/government-shutdown-everything-need-to-know-rcna117203>

⁶ <https://wallstreetcn.com/articles/3698817>

⁷ <https://www.crfb.org/blogs/87-chance-shutdown-crfb-budget-experts-poll>

2.2、拜登政府关门的可能影响与后果

由于当前美国政府关门的风险越来越高，白宫已经制定相应的应急计划，针对政府关门的相关问题进行了详细回答。如果拜登政府关门，则其对美国社会经济的影响或体现在两个方面：

一是若政府关门，则意味着有相当一大部分的联邦政府工作人员将被迫无薪休假。参照 2018-2019 年特朗普政府时期的两次政府关门，分别造成数十万联邦政府员工被迫休假，这意味着相关的公共服务将会停止。虽说“必需”的公共服务仍将会保留，但根据 CRFB 的资料，如社会保障和医疗保险的申请、环境和食品检查、国家公园（旅游业）、航空旅行、国税局、SNAP（补充营养援助计划）等等都会受到直接的影响⁸，从而造成社会运行的秩序混乱；

二是可能会对美国经济产生一定的影响，根据美国国会预算办公室（CBO）的研究，在 2018 年 12 月 22 日至 2019 年 1 月 25 日的政府关门期间，美国联邦政府推迟了约 180 亿美元的政府支出。而且由于经济活动减少，美国 2018 年 4 季度、2019 年 1 季度的 GDP 中有大概 30 亿美元无法恢复，约占 2019 年整个 GDP 的 0.02%。而这还没有考虑对于私人部门的连带影响。从经济运行的角度来看，政府关门后，其工作人员的开支相应减少，相应的企业的收入也对应减少，可能某些收入将永远失去。若叠加某些企业无法在政府关门期间，取得相关的许可证，从而影响了投资与招聘，则对经济的影响将会更大⁹。

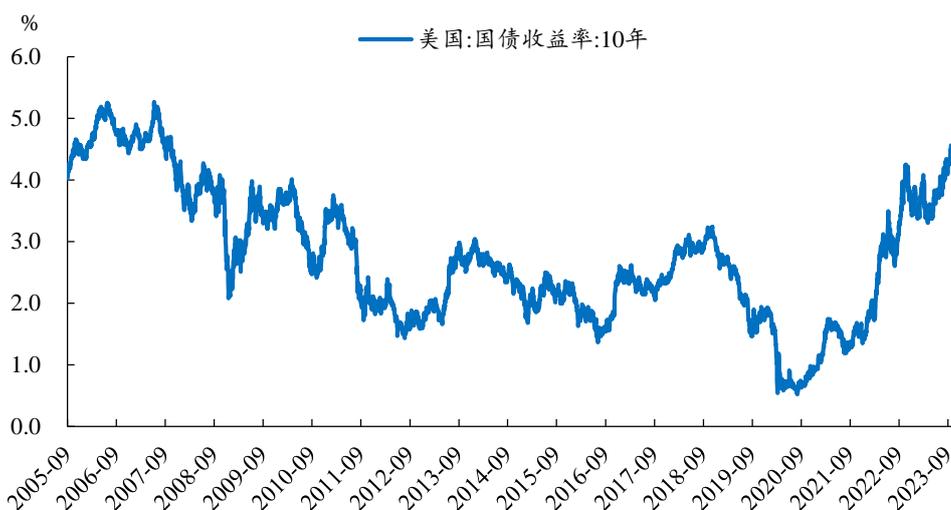
此外，在当前的情况下，美国政府关门还意味着相关的经济数据（非农就业、通胀、三季度 GDP 等）可能会无法及时发布，而这或将会对美联储以及金融市场的决策产生一定的影响。

总的来看，美国政府关门的影响目前还不能确定，一则虽然政府关门对于经济有一定的负面作用，但考虑到政府关门还未成定局，两党达成临时性决议的可能性仍在。且即使真的面临关门的情况，关门的时长也是一个值得关注的重要变量，若关门持续时间较短，则对经济的影响或将较小，反之影响或稍高；二则关门的范围也不能确定，参考过去的历史经验来看，每一次政府关门涉及部门都有所不同，因此对社会经济的影响也不尽相同。

不过需要注意的是，虽然美国政府关门实际的经济影响有限，其**潜在影响还需要加以密切关注**。首先，政府关门的背后反映的是美国两党之间的分裂，叠加 2024 年是美国的大选年，为了给 2024 年的大选积攒政治资本，部分议员可能采取非常强硬的态度，阻挠相关法案的通过，从而带来不确定性；其次，在美联储预期更长时间内维持高利率环境的背景下，美国国债收益率创下新高，10 年期国债收益率目前已突破 4.6%，若政府关门风波持续，可能会影响投资者对美国国债的信心，风险偏好可能会有所下降，从而推升美债风险溢价水平，促使美债收益率较长期维持在高位；最后，我们认为美国政府如果关门，意味着后续拜登政府如果想在 2024 年推动相关的财政支出，以刺激经济发展的可能性会比较小，这或将对美国经济后续的增长动能带来一定的负面影响。

⁸ <https://www.crfb.org/papers/government-shutdowns-qa-everything-you-should-know#whatservicesaffected>

⁹ <https://www.cbo.gov/publication/54937>

图3：10年期美债收益率创下近期新高


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、历次政府关门期间大类资产波动情况并不相同

我们对1976年以来美国政府关门（含资金短缺）时长大于等于3天以上的大类资产波动情况进行了汇总统计，发现在每一阶段不同资产表现均有所差异，但总的来看，黄金表现都相对良好，或与资金的风险偏好有所降低有关。

表3：美国政府关门（含资金短缺）期间大类资产表现各异（%）

开始时间	结束时间	持续时长	标普500指数	美元指数	10年期美债收益率	伦敦现货黄金
1976-09-30	1976-10-11	10	-3.42	0.11	-2.65	-1.29
1977-09-30	1977-10-13	12	-3.18	-0.79	1.75	2.53
1977-10-31	1977-11-09	8	0.69	0.45	-0.26	3.72
1977-11-30	1977-12-09	8	-1.24	-0.94	1.06	-0.94
1978-09-30	1978-10-18	17	-2.00	-3.19	0.70	5.48
1979-09-30	1979-10-12	11	-4.42	2.34	7.52	-0.57
1982-12-17	1982-12-21	3	0.81	-0.58	-0.94	1.20
1990-10-05	1990-10-09	3	-2.05	-1.06	2.08	0.35
1995-11-13	1995-11-19	5	0.77	-0.62	-0.84	-0.52
1995-12-15	1996-01-06	21	0.34	0.02	-1.22	2.69
2013-09-30	2013-10-17	16	2.25	-0.66	-1.88	2.21
2018-12-22	2019-01-25	34	10.27	-1.17	-1.08	2.84

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

两党分裂加剧，美国政府关门时长超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn