

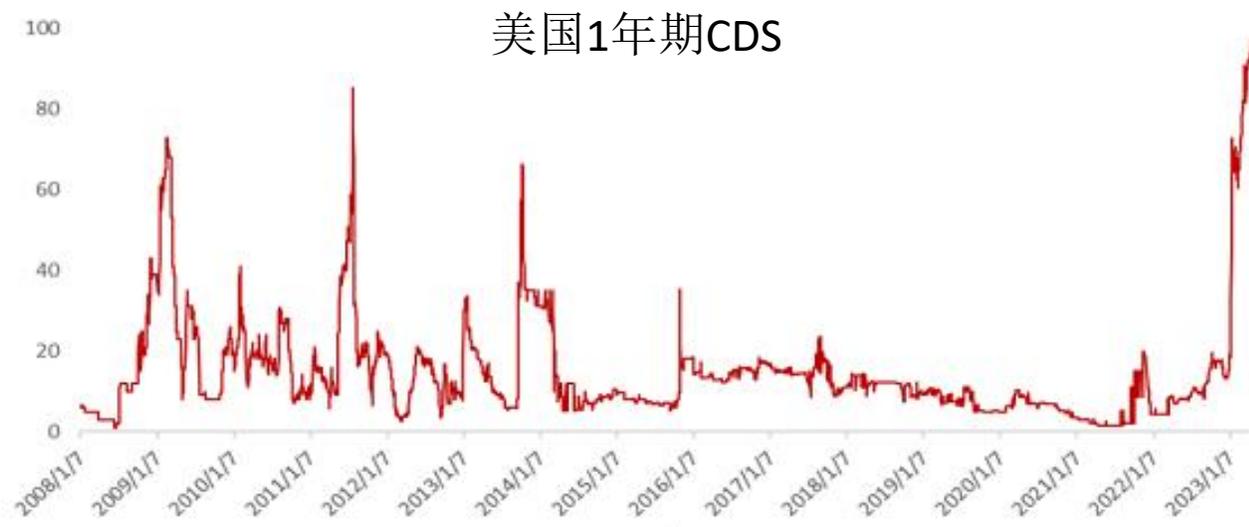
美国债务上限之争走向何方？

金信期货 研究院

黄婷莉

美国债市危机发酵，市场避险情绪升温

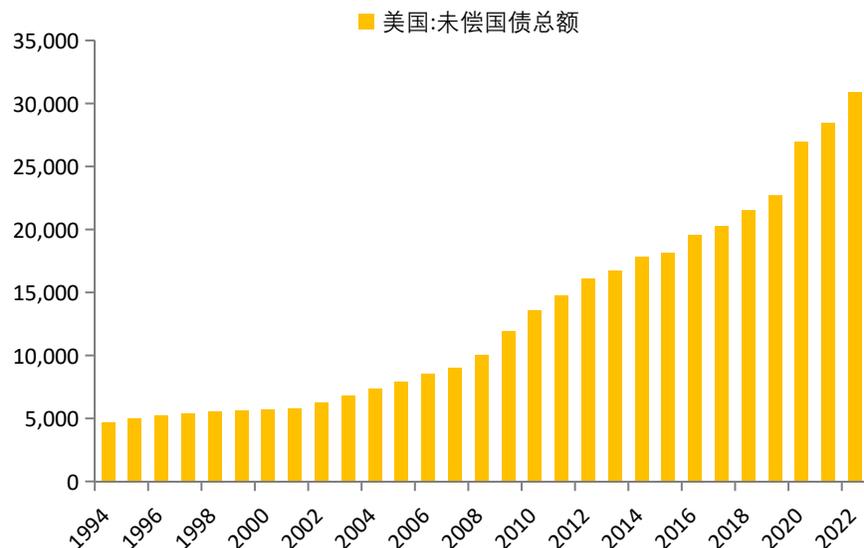
由于4月政府税收的不及预期，近期美国债务上限触发时点可能从此前广泛预期的三季度被提前至6月初，但一方面由于疫情期间政府债务的快速增加，另一方面由于国会的分裂以及两党间的较大分歧，均增加了本轮债务危机的解决难度，引发市场对于政府停摆和经济减速的预期，避险情绪快速升温，1年期CDS走高。预计金融市场或在此期间面临较为剧烈的波动。



什么是债务上限？

债务上限始创于1917年，其最初设定的目的是定期检查政府的开支情况，并绕过国会批准，由政府自主在一定限度内灵活发债。**因此美国国会对联邦政府总债务设置的法定上限就被称为债务上限。当政府债务触及上限时，需要国会暂停或者提高债务上限，财政部才能继续通过净发债来完成既定的支出计划。**

由于政府债务水平的持续上升，历史上美国政府多次遭遇债务上限问题，最终债务上限均被上调。2023年1月份，联邦债务达到31.4万亿美元，达到政府债务上限，财政部无法增加新的债务。



什么是X-Date?

当政府触及债务上限后，财政部可以采用现金或触发“非常规措施”，来保证政府的正常支出和运作。而X-date指的就是非常规措施以及TGA账户现金耗尽的日期，也即是债务上限真正被触发的时点，届时美国国债可能将面临违约风险。在过去多年里，非常规措施的支撑时间取决于支出和收入的具体情况，一般短则1-2个月，长则6-8个月。

2023年5月1日，美国财长耶伦致信国会称，如果不暂停或者提高债务上限，最早6月1日将触发债务上限，截止5月10日，财政部TGA账户余额仅剩约1548亿美元。



暂停债务上限指的是什么？

2013年2月，奥巴马签署《No Budget, No Pay Act of 2013》，首次将债务上限从2月4日暂停至5月18日。此后，债务上限又暂停了多次，“暂停债务上限”成为了美国两党提高债务上限的主要途径。在此期间，财政部可以继续发债以满足预算安排，而当暂停期到期后，债务上限将重新设置为“原有债务上限+暂停期间联邦新发债务”，对于两党和当局政府而言，意味着更大的操作空间。

| 法案名称 | 签署时间 | 暂停债务上限至 |
|----------------------------------|-------------|------------|
| 《No Budget, No Pay Act of 2013》 | 2013年2月4日 | 2013年5月18日 |
| 《2014年持续拨款法案》 | 2013年10月17日 | 2014年2月7日 |
| 《Temporary Debt Limit Extension》 | 2014年2月15日 | 2015年3月15日 |
| 《2015年两党预算协议》 | 2015年11月2日 | 2017年3月15日 |
| 《2018年持续拨款法案》 | 2017年9月8日 | 2017年12月8日 |
| 《2018年两党预算法案》 | 2018年2月9日 | 2019年3月1日 |
| 《2019年两党预算法案》 | 2019年8月2日 | 2021年7月31日 |

回顾2011年债务上限危机：2011年5月16日至8月2日

背景： 两党围绕债务上限、联邦支出上限和预算平衡法案僵持不下，标普将美国主权信用评级从AAA下调至AA+。

结果： 以两党妥协的《2011年预算控制法案》终结了危机，奥巴马政府以削减支出的最终让步换取共和党支持提高债务上限，债务上限提高了2.1万亿美元。

2011年5月16日

- 联邦债务达到约**14.3**万亿的法定上限，财政部预计非常规措施能支撑到**8月2日**

2011年8月2日

- 奥巴马签署预算控制法案，债务上限危机结束，也是财政部非常规措施耗尽的当天。

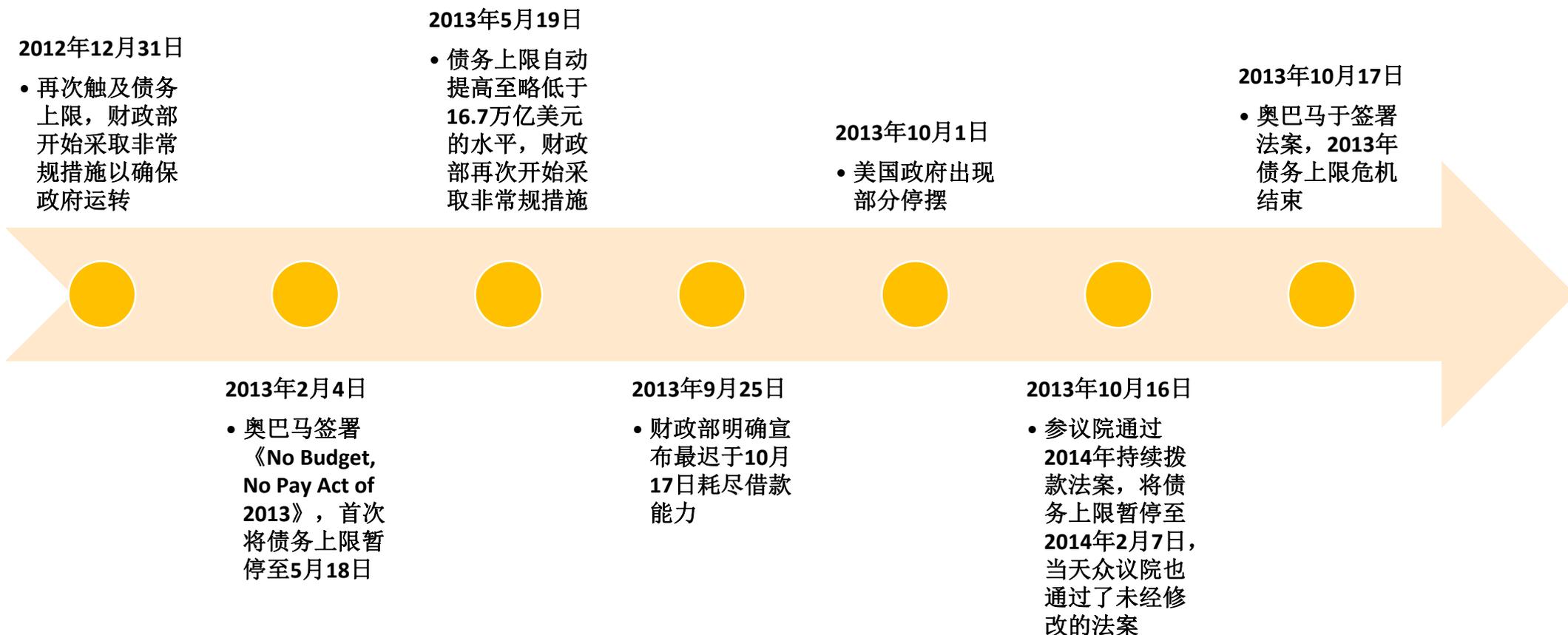
2011年7月25日

- 两党领袖在国会引入《预算控制法案（**Budget Control Act of 2011**）》。共和党主导的众议院在**8月1日**通过议案，民主党主导的参议院在次日通过。

回顾2013年债务上限危机：2013年9月25日至10月17日

背景：共和党的诉求是取消对平价医疗法案的资助，而这是奥巴马标志性的政治成就，因此两党难以妥协。

结果：以《2014年持续拨款法案》暂停债务上限4个月而结束。



本轮债务上限危机如何解决？

从目前的债务谈判的进程来看，麦卡锡的提案《限制、储蓄、增长法案》（Limit, Save, Grow Act）已在众议院投票通过，该草案计划将债务上限提高1.5万亿美元并暂停至2024年3月31日，同时大规模削减政府开支，并废除《通胀削减法案》（IRA）的大量内容等，法案反映了共和党想阻碍拜登新能源计划、学生贷款豁免等项目的意图。

目前参议院民主党占多数，因此该法案基本不可能通过参议院，同时白宫也明确表态拜登不会签字。拜登政府坚决要求在没有先决条件的情况下增加政府的借款权限。

总的来看共和党要求民主党削减支出以换取暂停或者提高债务上限，而拜登政府则明确表示共和党应该无条件避免债务违约，两党态度都极其强硬。

1月13日

耶伦致信国会：美国将在1月19日触及31.4万亿美元法定债务上限，财政部将开始采取一些“非常措施”，现金和“非常措施”可能会支持到6月初。

2月2日

拜登与众议院议长麦卡锡就联邦债务问题举行会议，未达成一致

4月19日

麦卡锡发布了债务上限立法草案《限制、储蓄、增长法案》

4月26日

众议院投票通过《限制、储蓄、增长法案》

5月1日

耶伦再次致信国会：如果不提高或暂停债务上限，政府最早在6月1日耗尽现金和“非常措施”、发生违约。

5月9日

拜登与包括麦卡锡在内的几位国会议员的再次会谈没有达成协议

本轮债务上限危机如何解决？

2011年以来，债务上限逐渐成为美国民主党与共和党政治博弈的工具，尤其是政府是分裂时，两党博弈会更加激烈，双方均以债务上限为筹码，要挟对方在某些议题上作出让步。

本轮债务上限与2011年更像，且“僵局”被打破的难度更大。一方面，国会的分裂加大了两党达成协议的难度，且由于民主党本身倾向于增加政府开支、扩大财政赤字，而共和党更倾向于缩减政府开支、减少财政赤字，**因此当民主党为执政党，且国会分裂时，两党达成协议的难度更大。**另一方面，X-date早于预期，留给两党协商的时间较短。

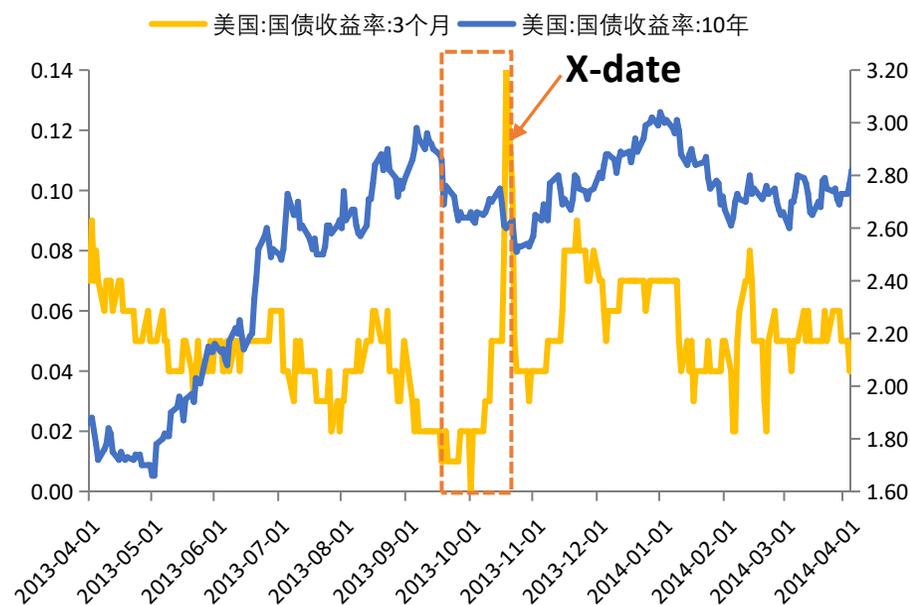
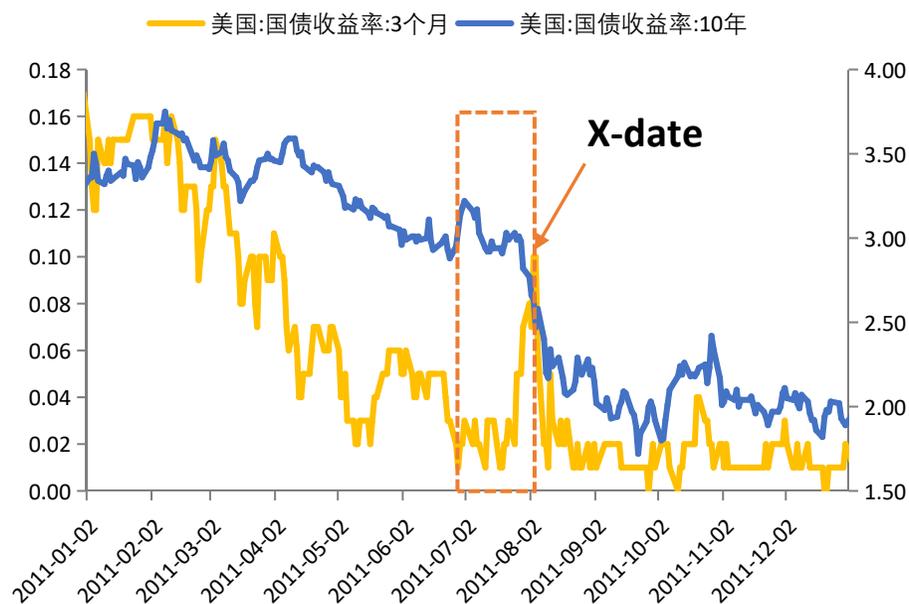
随着最早6月初X-date的临近，留给两党的谈判时间已经不多。我们认为，由于两党间对于削减支出的分歧以及强硬的态度，**通过任何一方迅速妥协得以在X-date前达成债务上限协议的可能性相对较小，而通过短期暂停债务上限（几个星期到几个月）为白宫和国会磋商争取更多时间可能是概率较大的情形**，对于金融市场来说，避险情绪持续时间的拉长也或将增加对经济和资产价格的波动。同时**不排除美国政府在X-date后暂时停摆、关门，实体需求减速、金融市场动荡最终倒逼两党达成妥协**（如2011年信用评级下调和2018年政府停摆），届时经济衰退风险也将进一步上升。

本轮债务上限危机如何解决？

| | “债务上限危机”的可能解决方案 | 可能性和危害 |
|-----|---|---|
| 情形1 | X-date前短期暂停债务上限（几个星期到几个月），为白宫和国会磋商争取更多时间 | 较大 ，已纳入白宫和议员们的考虑中，但因拉长了债务上限谈判的战线，市场避险情绪持续时间拉长，增加了对经济和资产价格的波动 |
| 情形2 | X-date前达成债务上限协议，签署立法提高或暂停债务上限，两党或各有让步 | 较小 ，对经济和金融市场的损伤较小 |
| 情形3 | X-date后政府停摆，民主党让步同意削减财政支出以换取共和党同意提高债务上限，实体需求减速、金融市场动荡最终倒逼两党达成妥协 | 不排除发生 ，金融市场动荡叠加政府削减财政支出，经济衰退风险进一步上升 |
| 情形3 | 众议院民主党人启动的“放行请愿”程序成功，可绕过共和党领导人直接将提高债务上限的草案提交全院表决。 | 较小 ，需获得218名众议员的支持（目前众议院为213民主党 + 222共和党的组合），获得难度较大 |
| 情形4 | X-date后两党仍未达成妥协，拜登援引宪法修正案第14条、或发行“统一债券”、铸造新币等突破债务上限 | 较小 ，将招致共和党的强烈反弹，或上诉至最高法院。不确定性可能导致金融市场发生动荡，并拖累经济增长和通胀 |
| 情形5 | 联邦政府债务违约 | 极小 ，历史上债务上限危机曾导致美国主权信用评级下调、政府短暂停摆，但从未发生联邦政府债务违约，否则将引发全球经济风险。 |

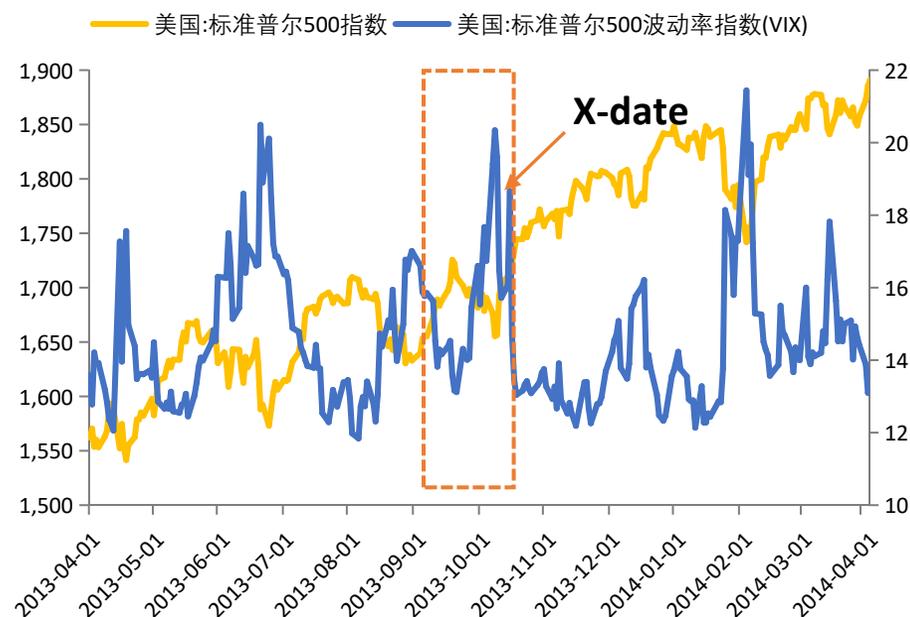
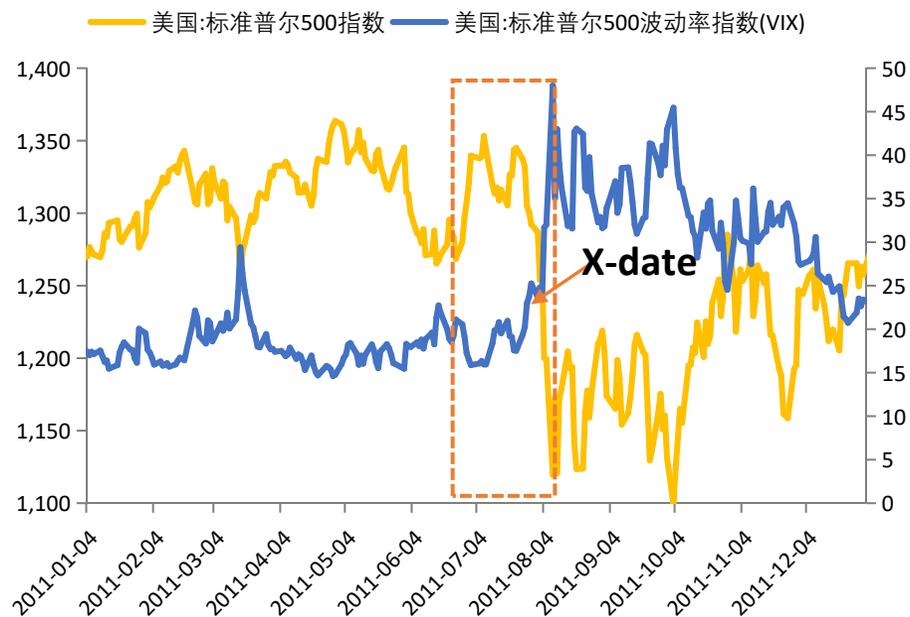
债务上限危机对资产价格的影响：回顾

历史上美国政府债务上限谈判前后，金融市场的波动加剧，且两党如果没有在X-date前解决债务上限问题，美国政府甚至可能被迫停摆，从而冲击实体经济。根据2011年和2013年两次债务上限危机的经验，X-date到期前1个月，3个月期美债收益率快速上升，10年期美债利率下行，反映短期政府票据的价值迅速下跌以及市场对经济预期的走弱。



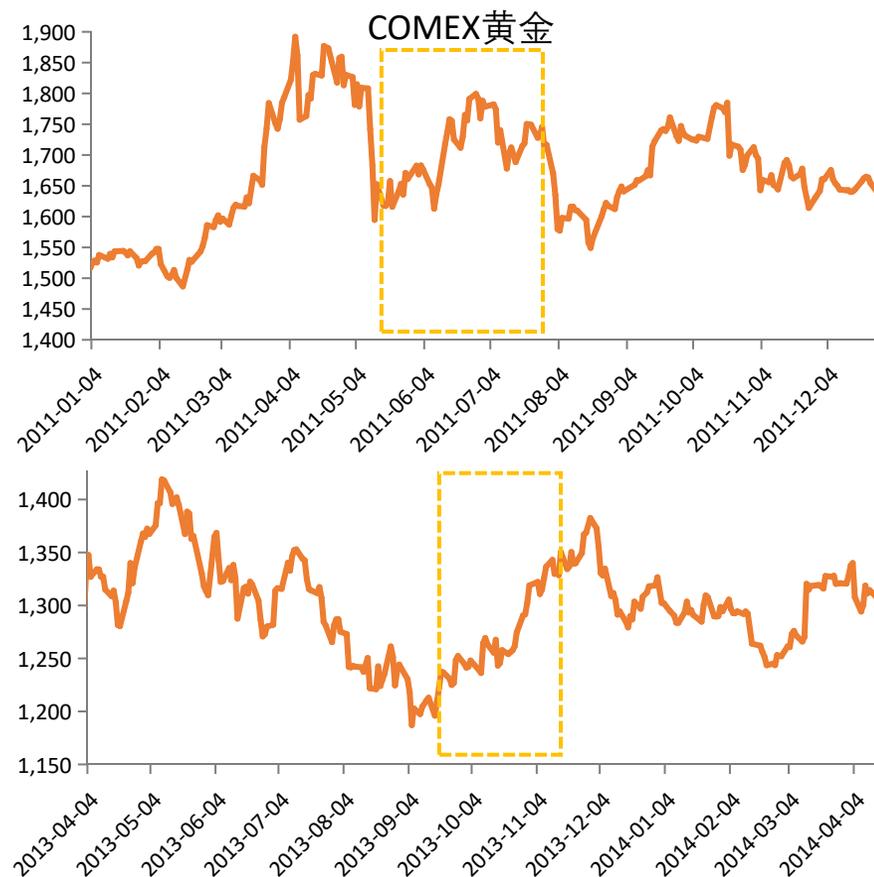
债务上限危机对资产价格的影响：回顾

2011年和2013年，在X-date前的一个月內，避险情绪升温下风险资产遭遇抛售，美股均经历一轮快速下跌，VIX指数迅速上升。而债务上限危机得以解决后，股市止跌回稳，VIX指数也趋于平缓。



债务上限危机对资产价格的影响：回顾

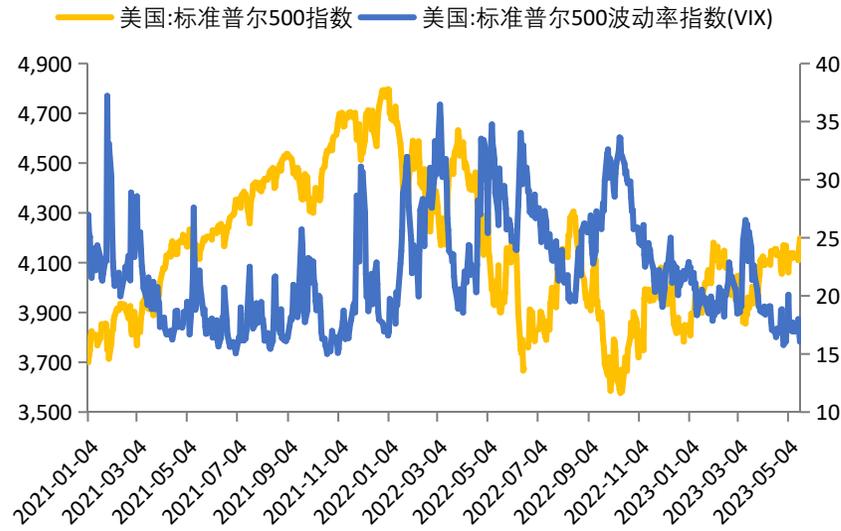
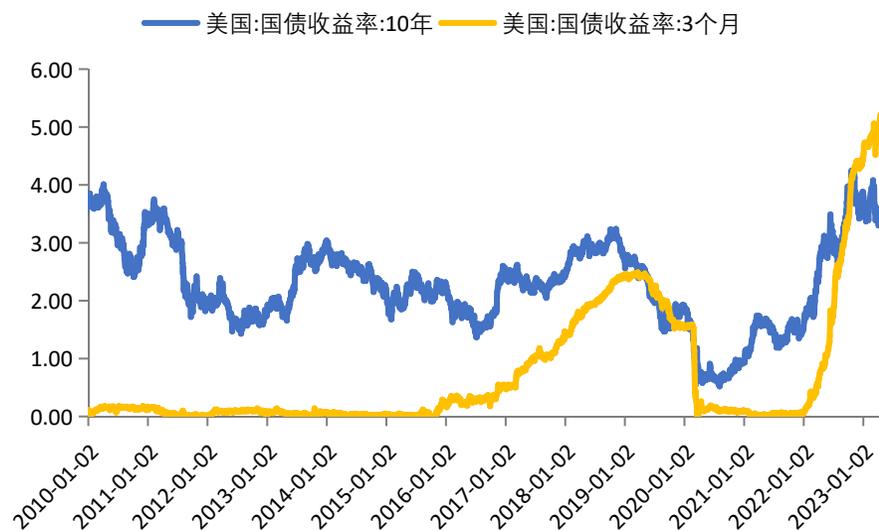
在美国债务上限危机发酵的过程中，政府执政力也影响美元短期走势，根据2011、2013和2021年债务上限问题的历史经验，从财政部开始警示债务上限问题、启动“非常措施”，到最终法案落地，美元指数通常处在下行周期，并对应在X-date前后黄金价格的上行走势。



债务上限危机对资产价格的影响：展望

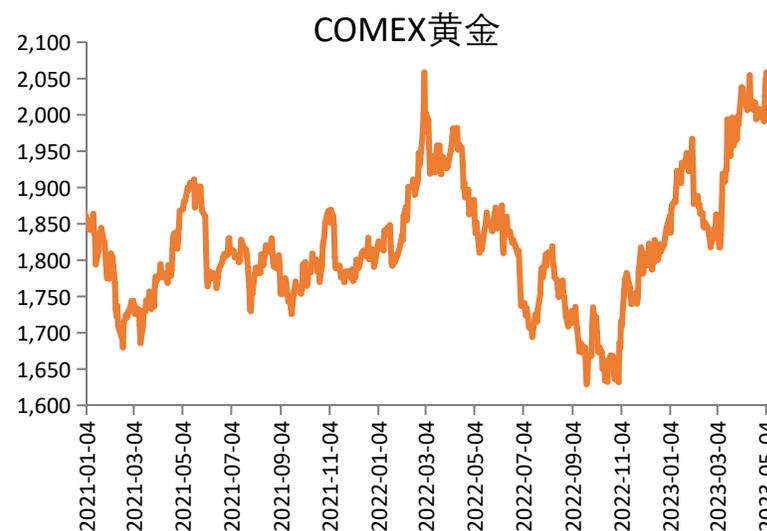
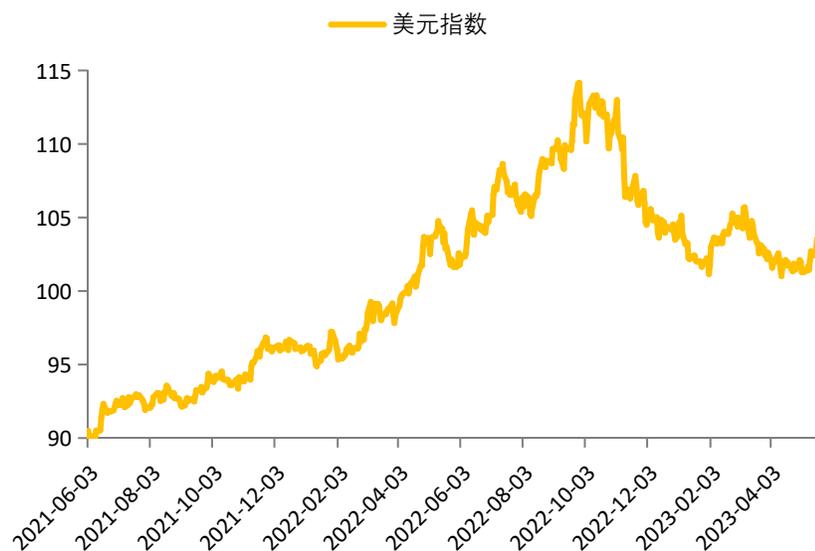
随着X-date的逐步临近，近期美国信用违约掉期（CDS）飙升，已超过2011年2013年债务危机时期，**如果债务上限的危机加剧，美债风险溢价的上升也无疑将冲击全球金融市场，金融条件收紧和财政支出受限也将拖累美国经济增长，金融市场剧烈波动以及经济衰退预期升温下，美联储或不得不提早转鸽，强化和提升6月暂停加息以及下半年降息的预期。**

当前3个月期美债利率已升至2001年2月以来最高水平，3月底以来美股呈窄幅波动走势，预计在本次债务上限问题最终解决之前，短端美债仍将继续承受抛售压力，而避险情绪和经济增长放缓将推动长端收益率下行，美股则可能仍面临一波快速调整。



债务上限危机对资产价格的影响：展望

同时美元指数自去年Q4开始进入下行通道，除了债务上限引发的美国主权信用危机之外，当前美元尚未充分计入美联储政策转向预期以及去美元化的影响，因此我们仍保持看空美元的观点，而叠加加息周期尾声以及美国经济衰退渐进的影响，黄金中长期趋势仍然偏多。





谢谢大家!

金信期货 研究院

重要声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解。分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。分析师不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得任何形式的报酬或利益。

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。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或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、王志萍（投资咨询编号：Z0015287）、黄婷莉（投资咨询编号：Z0015398）、汤剑林（投资咨询编号：Z0017825）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）、孙皓（投资咨询编号：Z0018702）。