

## 研究通讯

### 专题报告

## 美国会出现主权债务危机吗？

广发期货发展研究中心

电话：020-88818051

E-Mail: liuqingli@gf.com.cn

#### 摘要：

近年来，美国债务问题一直被市场诟病，美联储主席鲍威尔也曾在2019年表达过对美国债务增长的担忧，认为美国债务增长不可持续，这可能会削弱财政政策制定者在经济衰退中提供帮助的意愿和能力。当前，美国国债占GDP的比重达到了109.7%，2019年美国联邦财政支出的利息总额也创下历史新高，未来美国是否有能力筹集更多资金，市场也有一定担忧。虽然当前美国政府杠杆率较高，但我们认为美国政府发生主权债务危机的可能性较低。一方面，从纵向看，2013年以来，美国政府部门杠杆率一直维持在95%左右，并没有出现大幅恶化的情况；另一方面，横向来看，与欧元区对比来看，美国政府杠杆率仅高于欧元区12.7个百分点，差距并不大，同时与次贷危机时以及当前的希腊等国家相比，杠杆率还有较大差距。此外，从美元在全球的地位来看，可以有多种方式稀释美债所带来的风险，因此总体来说，我们认为美国政府债务风险目前并不高。不过需要注意的是，这种行为的终结可能需要两个条件：一是出现与美元地位近乎相等的货币，不过从此次疫情的市场表现看，还没有他国货币有这样的能力；二是如果美国陷入经济衰退叠加货币超发，美元的信用可能会出现下降，导致政府加杠杆难以为继，这种情况可能会在中长期内出现。

此外，目前美国比较重要的行业，例如金融业、房地产业并未出现较大的系统性风险。此外同时，考虑到3月中旬美联储还陆续推出了共同基金流动性工具（MMLF）、商业票据融资工具（CPFF）和一级交易商信贷机制（PDCF），美联储不仅可以向商业银行提供流动性，也可以向非银机构和非金融企业提供流动性。因此我们认为在此背景下，美国发生债务危机和金融危机的概率都较低。

不过，在目前疫情影响下，美国经济难免走向衰退。从2019年开始，私人投资增速不断下滑，总需求的回落不仅对冲了消费对经济的影响，也压制了通胀的上行；而疫情的影响可能加速美国经济的衰退，近期的数据也不断证实这点。同时，虽然美国债务风险不大，但是我们需要担心的是全球主权债务的脆弱性，尤其是新兴国家和欧洲部分发达国家。

投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1292号

#### 联系信息



#### 王荆杰

期货从业资格：F0286516

投资咨询资格：Z0010774

电话：020-85598301

邮箱：wangjingjie@gf.com.cn



#### 王凌翔

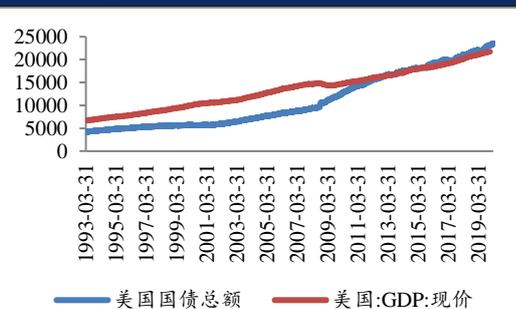
期货从业资格：F3033918

投资咨询资格：Z0014488

电话：020-85592765

邮箱：wanglingxiang@gf.com.cn

#### 美国国债总额与GDP



#### 美国国债需求量



#### 相关报告

- 2020.03.04 《美国股市从“大跌”到“危机”都有什么共性？》
- 2020.03.09 《资产价格如何反向影响宏观经济》
- 2020.03.17 从行业角度看疫情与次贷危机下大跌的差别》
- 2020.03.25 《疫情恶化背景下，全球债务的脆弱性分析》
- 2020.04.02 《次贷危机后美国金融机构资产负债结构有何变化？》

## 目录

一、美国各部门债务情况.....	1
二、美国政府债务违约可能性较低 .....	2
三、财政和货币政策共同作用，系统性风险不大 .....	4
四、疫情影响，经济衰退或难避免 .....	6
免责声明.....	8

随着海外疫情蔓延的不断加剧，投资者对未来爆发经济危机的预期越来越强，资本市场也因此持续大幅震荡。经济危机的逻辑链条较为明确：疫情降低了国内人与人之间的终端交易，直接降低了国内社会需求，同时疫情也降低了国际贸易的频率，打断了全球贸易链条和产业链供应链条，降低了海外社会需求。在这种情况下，美国政府和美联储能做什么？

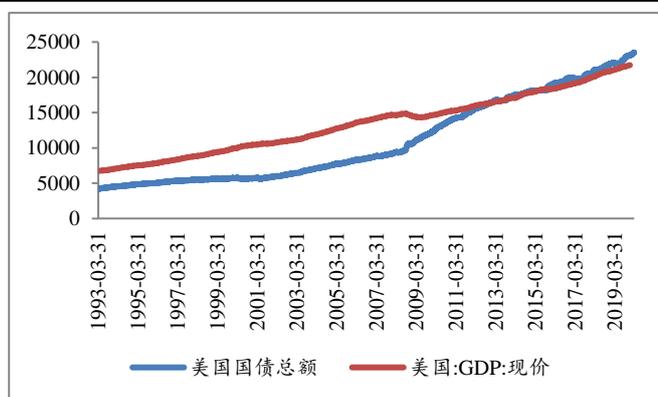
从当前来看，美联储已经采取了诸多常规行动，例如两次下调联邦基准利率共 150BP 至 0-0.25%、开展逆回购操作补充流动性、重启 QE 等常规性政策，也采取了 2008 年金融危机期间同样的非常规措施，如开启商业票据融资机制（CPFF）、启动一级交易商信贷便利机制（PDCF）、推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF）、宣布“无限”QE 用于发行新的债券和贷款的一级市场公司信贷便利（PMCCF）和为二级市场公司债券提供流动性的二级市场公司信贷便利（SMCCF），并与澳大利亚、巴西、丹麦等 9 家国家央行建立美元流动性安排。财政部一方面通过外汇稳定基金为货币市场和信贷市场流动性工具提供了信用保护，另一方面采取了一系列措施来缓解疫情对经济的冲击，如宣布实施 2 万亿美元经济刺激计划、推迟缴税和退税优惠等；同时，美国财务部还表示，财政部完全可以发行更多债券，并利用低利率为大量美国债务再融资；此外，如果小型企业贷款计划额度用完，财政部将筹集更多资金。

不过，近年来，美国债务问题一直被市场诟病，美联储主席鲍威尔也曾在 2019 年表达过对美国债务增长的担忧，认为美国债务增长不可持续，这可能会削弱财政政策制定者在经济衰退中提供帮助的意愿和能力。当前，美国国债占 GDP 的比重达到了 109.7%，2019 年美国联邦财政支出的利息总额也创下历史新高，未来美国是否有能力筹集更多资金，市场也有一定担忧。那么美国目前债务情况究竟如何？国债的持续增长是否会引起主权债务危机呢？这是本文重点探讨的主要内容。

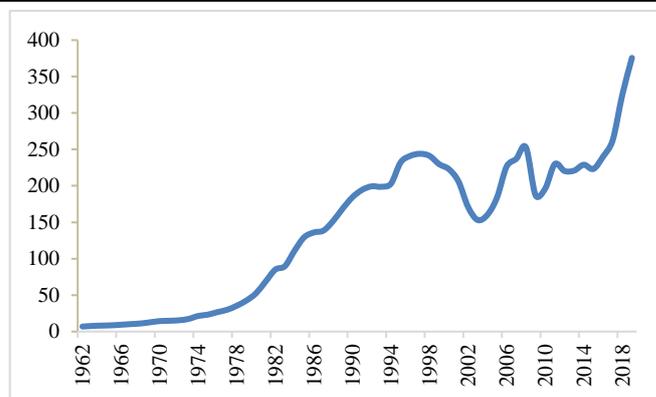
## 一、美国各部门债务情况

截止奥 2020 年 3 月 17 日，美国国债总额达到了 23.5 万亿美元，而 2019 年美国的 GDP 为 21.43 万亿美元，国债占 GDP 的比重达到了 109.7%，同时，2019 年美国联邦财政支出的利息总额达到了 3756 亿美元，创下历史新高。

图：美国国债总额与 GDP（十亿美元）



图：联邦财政支出利息（十亿美元）



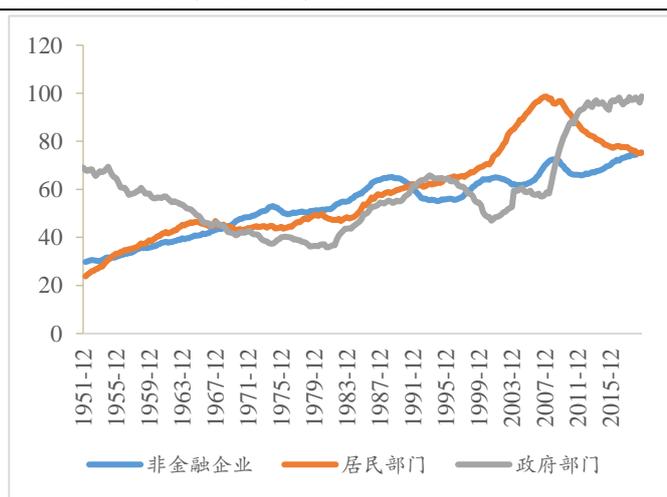
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

分部门看，美国三大部门杠杆率中，企业和政府杠杆都在增加，只有居民杠杆在不断回落。其中，较 2008 年相比，政府杠杆率增幅最为明显，从 40% 增加到 98.7%，增幅近 1.5 倍；企业杠杆率先降后增，目前与之相比略有提升，仅增加了 4% 左右，到 75.3%；居民杠杆率从 2008 年以来持续下降，下降了近 30% 至 70% 附近，接近 2000 年的水平。

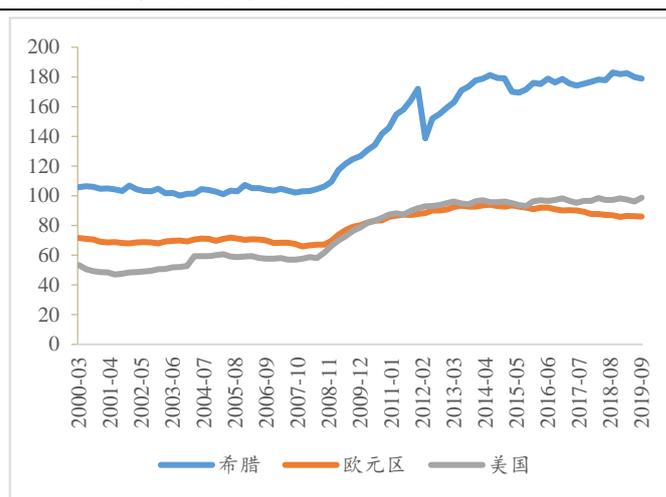
单从杠杆率来看，目前企业和政府杠杆率都在高位，而个人杠杆率处于低位。考虑到，一方面，2019 年以来，美国私人投资增速不断下降，2 月制造业 PMI 指数出现大幅回落，在疫情影响下，美国制造业、服务业甚至非银行的金融业都出现了经营困难的局面，另一方面，疫情主要影响人员的流动和物流，会影响企业的现金流，可能会进一步增加企业经营的困难。这需要从政策上予以支持，如前所述美联储在货币和信贷上的政策对于稳定企业现金流有重要作用，但是如果居民消费因疫情而出现下降，短期现金流的稳定可能也难以阻挡企业经营困难的加剧。这需要一方面，政府以政府购买或支出的方式充当临时“消费者”，或者通过发放现金或消费券的方式刺激居民消费，满足核心企业的运转；另一方面，通过对减税、延税等方式对企业进行短期减负。这两个一加一减的政策对于当前本已经杠杆率较高的美国财政部来说，压力都不小，这意味着通过这两方面举措，居民和企业杠杆向政府杠杆转移，美国政府整体杠杆率有望再进一步上升。

不过，虽然当前美国政府杠杆率较高，但我们认为美国政府发生主权债务危机的可能性较低。一方面，从纵向看，2013 年以来，美国政府部门杠杆率一直维持在 95% 左右，并没有出现大幅恶化的情况；另一方面，横向来看，与欧元区对比来看，美国政府杠杆率仅高于欧元区 12.7 个百分点，差距并不大，同时与次贷危机时以及当前的希腊等国家相比，杠杆率还有较大差距。此外，从美元在全球的地位来看，可以有多种方式稀释美债所带来的风险，因此总体来说，我们认为美国政府债务风险目前并不高。

图：美国三大部门杠杆率 (%)



图：政府部门杠杆率对比 (%)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

## 二、美国政府债务违约可能性较低

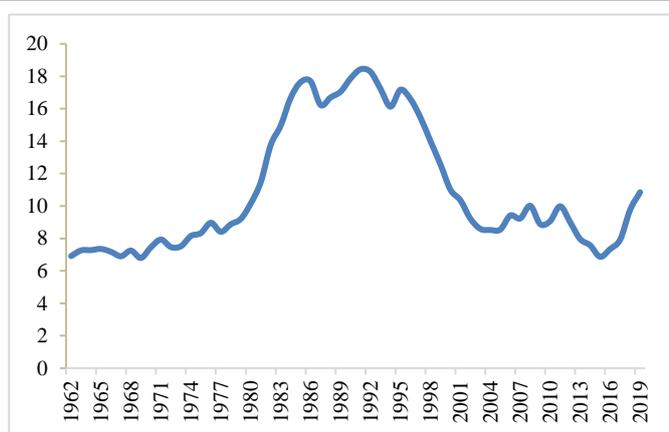
尽管美国政府债务较高，但是发生违约和主权债务危机的概率并不高。除了上述对美国债务横向和纵向的比较外，我们接下来从政府债务的结构和

美元在全球货币中主导地位来分析。

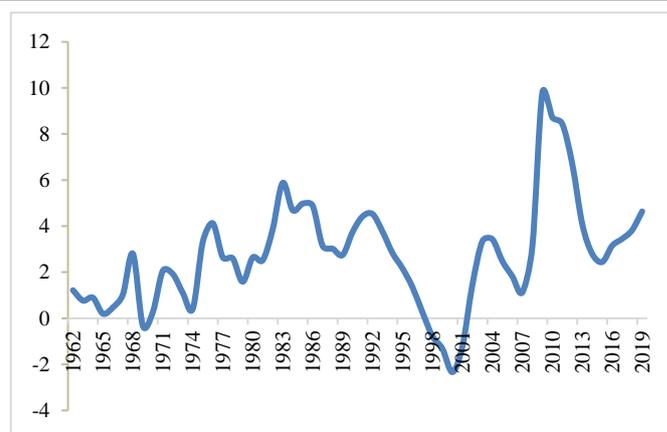
**首先，利息支出已经纳入财政预算中。**虽然美国政府债务高筑，但是美国债务利息的支付每年都会纳入财政预算之中，2008 年联邦政府利息支出占预算支出的比例为 10%，2019 年上升至 11%，如果将联邦政府利息和支出以及 GDP 相比来看，当前的比值虽然自 2014 年以来有所上升，但是远低于 08 年次贷危机水平。同时，从美国当前的财政赤字来看，虽然近五年有所上升，但是也仅有次贷危机时期的 50% 左右。此外，在美国财政支出的预算中，国防开支一直是支出的较大的分项之一，2019 年美国国防支出预算为 7170 亿元，环比增长了 12.2%，目前每年联邦政府利息的支出金额大约只有国防支出的一半左右。因此如果美国财政赤字的比例过高，可以通过削减国防支出、医疗支出等其他财政支出项目来降低赤字率，因此对于美国政府而言，短期几乎不存在利息违约的情况。

**其次，货币政策宽松下偿还利息数量减少。**当美国更经济向好时，风险偏好提升，投资者信心增强，投资债券的意愿下降，美国政府需要提高发行利率，增加偿还利息。当经济下降时，债券需求会上升，财政部可以通过以新偿旧的方式降低整体利率支出水平。自疫情发生以来，3 月份美联储两次降息，利率较之前大幅下降，如果旧债有偿还压力，完全可以通过发新债的方式来偿还旧债，还可以降低债务的利息支出。

图：美国联邦政府利息占收入的比重 (%)



图：美国财政赤字情况 (%)



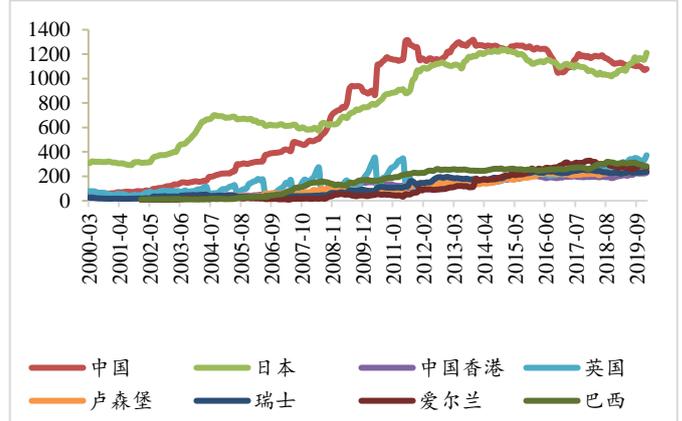
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

**第三，美元在全球范围内的主导地位和美债需求决定了总体债务能否持续扩张。**美元的主导地位决定了全球对美债的需求，美债的需求决定了美国债务的持续扩张能力，因此美元体系是决定美国债务长期延续的核心因素。全球贸易结算是建立在美元基础上的，美国需要保持贸易逆差实现世界其他国家获得美元的目的，世界各国在获得美元之后需要不断地买入美国国债实现美元保值的目的，美国可以通过这个体系不断进行债务发放。因此美国有着全球最具流动性的国债市场，美债不仅被国内公众持有，也被国外大量机构和政府持有，正常逻辑下，只要美国国债需求保持，美国政府就可以一直“借新债还旧债”并且扩大债务规模。目前海外和国际投资者持有美国国债的比例高达 30%，中国虽然在不断减持美债，但是欧洲和日本却在不断增持，欧洲和日本目前都饱受负利率之苦，本币资产收益率较低，配置美元资产成了不二的选择，这也在强化着美元的主导地位。

图：美元走势与海外美债持有量（十亿美元，右）



图：海外主要国家美债持有量（十亿美元）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

退一步，如果全球对美债需求下滑，美国还通过**发行货币的方式稀释债务**，债务货币化，而全球各国为了美元资产的保值和升值，又会进一步购买美国国债。因此整体来看，市场对美债的长期需求不会消失。特别的，在金融危机时期，美元体系会得到进一步强化，一方面，金融危机时期美联储降息使得新发国债票面利率降低，从而导致借债成本降低；另一方面强势美元下，新兴国家汇率贬值，进而引发本币资产缩水，美国可以通过收购国外廉价资产对冲国内债务。

因此，我们认为当前美国政府增加杠杆是可以持续的，发生主权债务危机的可能性较小。不过需要注意的是，这种行为的终结可能需要两个条件：一是出现与美元地位近乎相等的货币，不过从此次疫情的市场表现看，还没有他国货币有这样的能力；二是如果美国陷入经济衰退叠加货币超发，美元的信用可能会出现下降，导致政府加杠杆难以为继，这种情况可能会在中长期内出现。一方面，**政府债务的扩张会挤出私人投资，影响经济增长和劳动生产率提升**。数据显示，当政府投资增加时，会与私人部门争夺资金，融资成本抬升挤出私人投资。2008年之后，美国政府大力举债，政府杠杆上升带动了政府消费支出的上行，而08年之后私人投资增速就开始不断下滑。另一方面，**由于政府支出有明显的挤出效应，鉴于目前美国政府的杠杆较高，未来财政支出的空间逐渐缩窄，当货币政策也难以发挥作用时，美国政府就会难以应对经济下滑，财政危机的风险也会不断增加。**

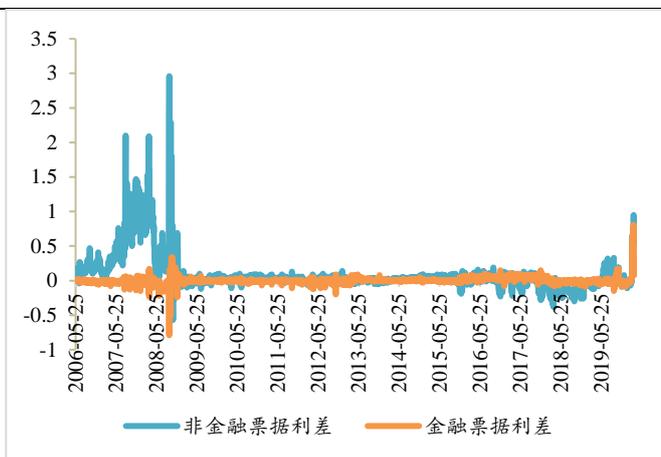
### 三、财政和货币政策共同作用，系统性风险短期内还不大

面对当前的环境，正如美联储主席鲍威尔所言，不能仅仅依靠货币政策，在任何经济低迷时期都需要财政政策的支持，但反过来当财政政策受限时，货币政策同样也可继续发力。正是财政和货币政策的支撑，使得当前出现系统性金融风险的概率较小，当前的问题主要是短期的流动性问题，一个是金融市场的流动性，这个通过为市场注入资金可以得到缓解；另一方面是实体企业的流动性，这个目前也逐步得到解决。

从短期融资的角度来看，近期美国商业票据市场持续波动，使得企业借贷成本大幅上升，无论是金融票据还是非金融票据，和美国3个月国债收益率利差近期都出现了大幅上升的情况，在美联储重启短期商票融资工具之后，票据和国债收益率的利差有所收敛，金融票据明显好于非金融票据，银行端压力有所减轻。

此外，3月以来，美联储两次降息，超额准备金率跟随降低至0附近，意在通过银行向实体经济输送流动性，从银行超额准备金的角度来看，从2019年三季度开始，美国存款机构的超额准备金就开始不断上升，当前美国超额准备金规模达到了1.5万多亿美元。这一点值得注意，超额准备金的增加，可能意味着存款机构正在增加现金或者流动性储备，而不是扩大信贷发放。不过，相比于次贷危机后，2013-2014年的峰值而言，当前的超额准备金增量还不小。在准备金和超额准备金率大幅下调至0.1%的背景下，只要疫情结束、金融市场回归稳定，超额准备金就有可能流出，银行将钱投入实体经济。因此，考虑流动性的不断提供，短期内企业违约概率较小。

图：票据与3个月国债收益率利差（%）



图：美国超额存款准备金率和规模（百万美元）

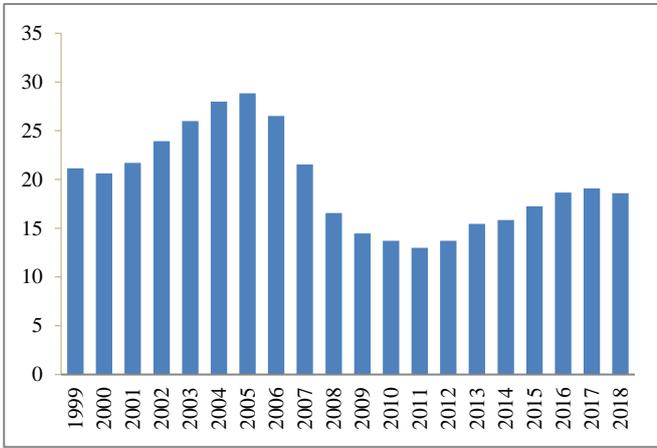


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

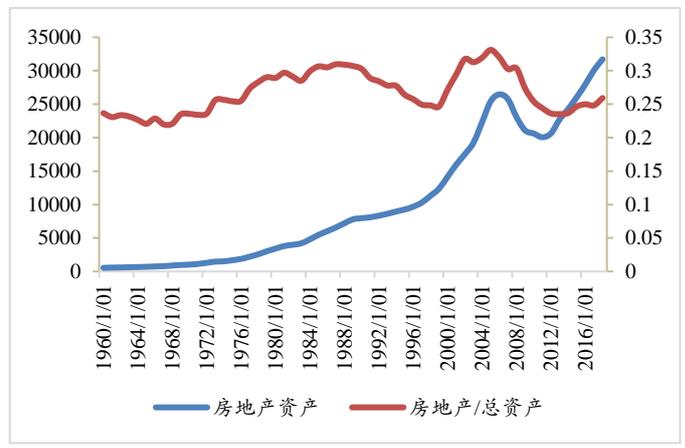
从实体行业角度来看，目前美国比较重要的行业，例如金融业、房地产业并未出现较大的系统性风险。我们曾在《从行业角度看疫情与次贷危机下大跌的差别》和《次贷危机后美国金融机构资产负债结构有何变化？》中分析了美国主要行业的杠杆率，认为除了能源行业外，无论是金融业还是地产或主要制造业的风险基本都小于次贷危机时期。考虑次贷危机由房地产行业引发，这里从居民角度对地产进行简单分析。次贷危机前后，美国无论是地产企业还是居民杠杆率都较高，不过，美国居民杠杆率自2008年金融危机之后就不断下降，目前降低至2000年的水平，较次贷危机高点下降了近23个百分点。同时，从地产占居民资产的比例来看，2005年美国居民和非营利机构部门持有房地产资产24万亿美元，占总资产的33%，而目前占比为26%，占比不断下降。从地产行业的重要性来看，次贷危机时期住宅投资占固定投资的比重接近30%，而目前占比不到20%。因此整体来看目前房地产市场的风险较08年要小很多。同时，考虑到3月中旬美联储还陆续推出了共同基金流动性工具（MMLF）、商业票据融资工具（CPFF）和一级交易商信贷机制（PDCF），美联储不仅可以向商业银行提供流动性，也可以向非银机构和

非金融企业提供流动性。因此我们认为在此背景下，美国发生债务危机和金融危机的概率都比较小。

图：美国住宅投资占 GDP 比重 (%)



图：美国居民和非营利机构房地产资产 (十亿美元)



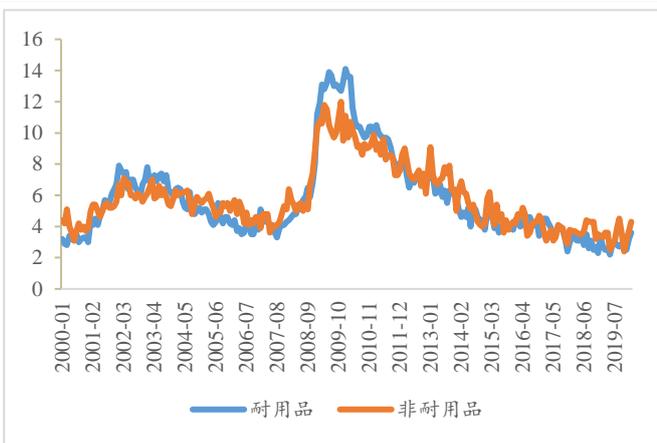
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

#### 四、疫情影响，经济衰退或难避免

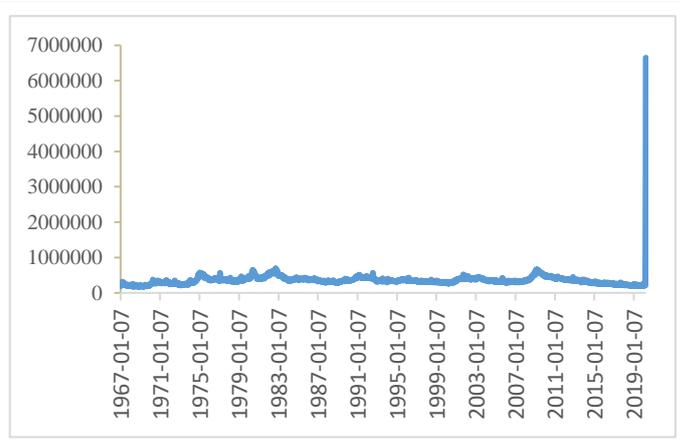
不过，在目前疫情影响下，美国经济难免走向衰退。实际上，正如我们之前报告中反复强调的，如《美联储紧急降息，是衰退还是预防？》中指出，即便没有此次疫情，美国经济也处于经济的边缘。从 2019 年开始，私人投资增速不断下滑，总需求的回落不仅对冲了消费对经济的影响，也压制了通胀的上行；而疫情的影响可能加速美国经济的衰退，近期的数据也不断证实这点。美国耐用品制造业和非耐用品制造业失业率在 2019 年 5 月后都有所上升，而受疫情影响，目前美国失业率已经创历史新高。此外，费城联储 3 月制造业活动指数也从上月的 36.7 骤降至 -12.7，反映出当前制造业的大幅恶化；3 月 Markit 服务业 PMI 初值已经为降至 39.1，也为历史新低。

同时，虽然美国债务风险不大，但是我们需要担心的是全球主权债务的脆弱性，尤其是新兴国家和欧洲部分发达国家，这可见我们之前的报告《疫情恶化背景下，全球债务的脆弱性分析》。

图：美国制造业失业率 (%)

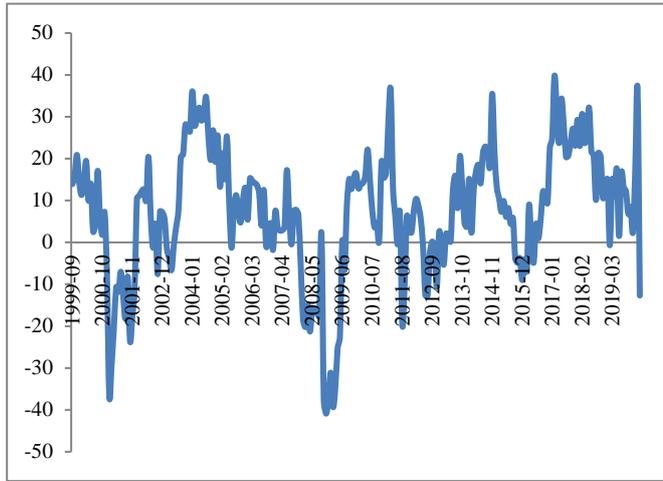


图：美国当周初次申请失业金人数

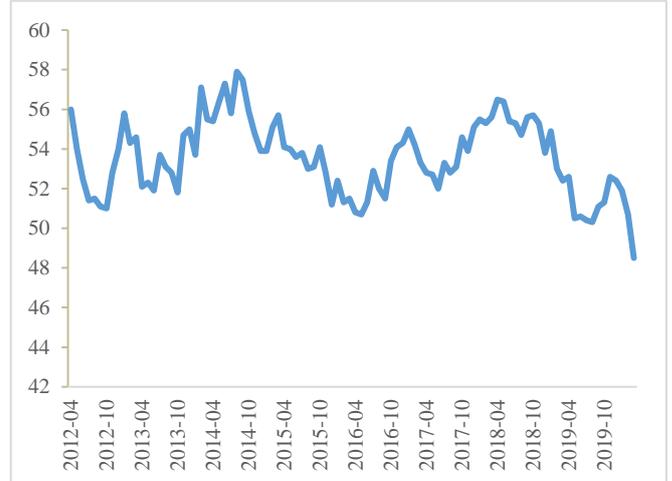


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：美国费城联储制造业指数



图：美国Markit制造业PMI



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

## 免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！**

### 相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620