

# 美国债务上限违约问题解读

长江期货研究咨询部

投资咨询业务资格：

鄂证监期货字[2014]1 号

研究员 李鸣

F3058939

Z0017029

(027) 65261355

liming7@cjsc.com.cn

## 报告要点

### ❖ 美债上限违约解读

CDS 利差并不完全代表美债违约概率，因为利差的飙升既可能是违约行权概率高，也可能是行权收益大；当下美债利率上升更多源自经济数据仍旧向好及鹰派发言；若 6 月上旬美债出现技术性违约，而续作美债也将偏短债，方便债务滚动，流动性冲击不会过大。

## 一、美国主权 CDS 利差是否代表美债违约概率

CDS 利差是购买方为了避免某债券违约所支付的保费，一旦债券违约，购买方就可以将违约债券交付给出售方，并从后者手中立即获得等同于该债券面值的赔偿。初步看起来，CDS 利差和债券的潜在违约概率正相关。但是，如果 CDS 债务人的债券种类有很多，那么购买方可以选择市面上最便宜交割券 CTD 用于交割：通常要求这张交割券必须在 30 年期以内的可在清算阶段系统里转移。此时购买方相当于违约期权的权利方，一旦触发信用事件，购买方总是可以从市场上购买 CTD 债券，交割给出售方，赚取面值与 CTD 市值之间的差额。这意味着，CDS 利差相当于 = 债券违约率预期 + 被保债券面值与市面上 CTD 券的价格的差额很大，即利差的飙升既可以是违约行权概率高也可能是行权收益大。

而 2023 年以来更多属于行权收益大。自 2020 年天量放水造成美国财政部在近乎为零的利率下发行了很多低息长久期债券，而在极鹰加息利率飙升下债券大幅折价。例如：当前市场上相较于面值最便宜的美债是 2020 年 5 月 15 日发行的 30 年期、票息率为 1.25% 的 30 年期国债，其目前的市价大约在 55 美元附近。若美债出现技术性违约购买者从市场上购入这张券，兑付出售方并获得  $100 - 55 = 45$  美元的利润。

当前 1 年期美债大约 170 个基点的利差，大致可以折算出市场眼中的美债违约率大约在 3.7%，显著高于 2022 年不足 0.5% 的水平但并不如 2011 年债限前夕超过 6% 的违约概率那么高。也就是说，虽然现在的 CDS 利差看起来比 2011 年要宽，但主要是因为当下美债 CDS 一旦违约行权收益会非常可观，而不是因为行权概率更高。

究其本质：2020 年到 2023 年以来，美债利率从 40 年最低走到 40 年最高。

## 二、美债收益率自五月中旬以来上行，是否因为市场担忧美债违约。

美债没有交叉违约条款，特定美债违约并不必然导致其他美债自动跟随违约，与日常的企业债不同。

若 6 月上旬美债出现技术性违约，更多是因为美国两党政治博弈而非无力偿付旧债，因而考虑到两党均不能承担债务上限问题带来的罢工失业乃至连锁经济冲击，其持续时间也是极短的——可能几个小时、几天，但不太可能超过半年。因而违约也将主要集中在 6 月上旬到期的国债，而不太可能扩散至更长久期的债券上。除非市场认为两党债限扯皮会持续超过 1 年以上，否则没有理由做空 1 年期以上的美债，而做空 10 年期美债等同于认为美国政府将对美债永久性违约。短期违约+违约局部将只是局部冲击美债利率。

逻辑上，债限导致的财政减支和避险情绪将冲击美债利率下行，同时技术性违约将触发 CDS，市场上的 CDS 购买方将大量购买长久期、低市值的 CTD 债券用以交割，冲击长久期美债利率下行。因而综合参考 2011 年美国债限 X-date 前后美债的走势，预计技术性违约对 1 年期及以上美债利率的冲击是向下的。

当下美债利率上升更多源自经济数据仍旧向好及鹰派发言。从数据上看，自 5 月中旬以来美债利率相对一致上行，从利率角度会使得 CTD 更加便宜提高行权收益部分，若违约概率保持不变，则从而理论上会让 CDS 利差上升。但观察美债 1 年期 CDS 利差发现，实际上 CDS 利差缩窄。

因此，CDS 利差下降从逻辑上大概率源于违约概率明显大幅下降；要么就是利率上行源于直接风偏改善或者经济前景修复，鹰派紧缩。

### **三、美债违约是否会严重冲击金融市场，以及债务上限上调对市场的冲击是否会很严重**

美国债务上限 Xdate 到来前，一般会针对违约的情景制定相应的方案：

提前一天通知美联储转移大额付款的系统和清算行推迟本金和票息的归还，美债交易商对其仍然可以进行报价，现券交易也理论上不受影响。虽然债券可能市价会出现下跌(无法如期折现)，但理论上不会永久无法折现。

临时当天通知违约，违约债券相关业务报价场内市场全面瘫痪，有一定冲击，但场外市场仍能继续，进行缓冲。

1979 年 4 月末和 5 月美国曾因支付系统问题对部分美债持有者出现过小型技术性违约。且 2011 年债务上限问题出现后，对于续作市场并未出现较大的波动，新债对于利率的冲击也较小。

若 6 月上旬美债出现技术性违约，而续作美债也将偏短债，方便债务滚动，流动性冲击不会过大。

## 风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发的，需在允许的范围内使用并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。

## 公司总部

长江期货股份有限公司投资咨询业务资格：鄂证监期货字【2014】1号

地址：湖北省武汉市武昌区中北路长城汇 T2 27 层

邮编：430071

电话：（027）65261325

网址：<http://www.cjfcc.com.cn>