



光期宏观：美国债务上限危机将走向何方？

摘要：

本次债务上限谈判的可能结果有：1）民主党和共和党双方就未来财政开支

削减幅度达成完全一致，促成提高或暂停债务上限协议，并利在国会表决通过，

由拜登签署生效；2）民主党和共和党双方针对未来财政开支削减幅度达成一定

妥协，促成延长债务上限协议，并顺利在国会表决通过，由拜登签署生效；3）

债务上限法案在国会受到阻碍，但民主党和共和党在违约日前协商成功，并获得

拜登总统签署生效；4）民主党或共和党提议的债务上限法案经协商修改后在国

会通过，但拜登拒绝签署，政府债务陷入短暂违约；5）提议的债务上限法案在

国会受到阻碍，民主党和共和党无法在违约日前协商成功，政府债务陷入短暂违

约；6）仅当债务上限法案无法落地时，采取其他方式避免违约。

根据目前获得的最新消息，拜登政府与国会之间已经达成某种程度的协议，

具体内容需要等待法案在众议院表决时（5月22日-5月25日）才能揭晓。但

我们猜测该法案可能仅仅是对部分政府支出削减达成共识，因此暂时延长债务上

限（第2种情况）的可能性最高。但其缺点在于债务上限谈判的战线将被拉长，

让市场在更长的一段时间内承受恐慌情绪。虽然提高债务上限是必然的局面，关

键在于以此为筹码博弈未来开支削减幅度，总体上将会是一个过程“有惊”但结

果“无险”的情形，但仍将对金融市场产生一定冲击。

光大期货研究所

宏观研究团队

报告撰写人：朱金涛

期货从业资格号：

F3060829

期货交易咨询资格号：

Z0015271

报告撰写人：赵复初

期货从业资格号：

F03107639

2023/05/19

期市有风险

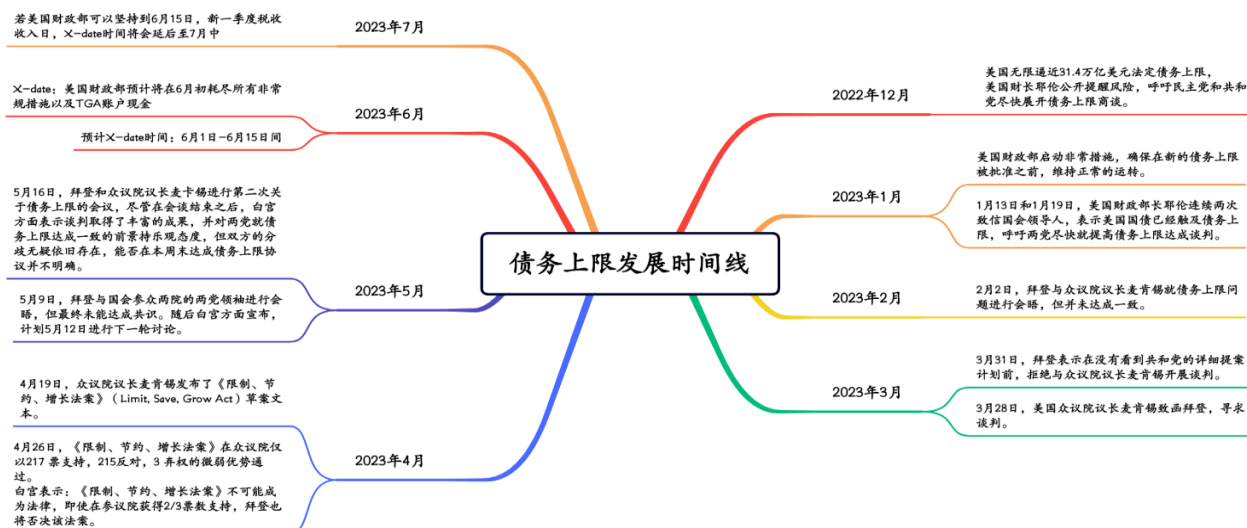
入市需谨慎

光期宏观：美国债务上限危机将走向何方？

一、债务上限谈判陷入僵局，两党正做最后努力

美东时间5月18日，美国众议院议长、共和党众院领袖麦卡锡在国会表示，可能最快在5月20日-21日达成原则上的协议，并且相关协议将在5月22日-25日提交众议院进行表决。考虑到法案需要同时在众议院（多数票1/2，或218票）和参议院（绝对多数票2/3或67票）表决通过存在一定不确定性，债务上限法案能否在美国财长耶伦声明的违约日（6月1日）前顺利落地尚并不明确。目前看来，财政部有能力利用财政手段适当延后违约日（“X-date”，例如延后至6月15日），在此之前即使国会参议院和众议院有一定分歧，还是有一定时间进一步的协商，因此美国应该可以顺利避免本次违约，至少是在达成延迟债务上限法案后推迟违约日。

图表1：债务上限发展时间线



Presented with xmind

资料来源：公开新闻、光大期货研究所

图表 2：债务上限法案的 6 种可能结果

可能结果	众议院	参议院	拜登	可能影响	可能性
暂停或提高债务上限法案	通过	通过	签署	最小	较大
延长债务上限法案	通过	通过	签署	较小	最大
参议院和众议院存在分歧，得到修改后的法案	二次表决通过	二次表决通过	签署	中等	中等
	二次表决通过	二次表决通过	拒绝签署	较大	较小
无法协商一致，在国会强推各自的法案			—	较大	较小
债务上限法案完全无法落地			—	最大	较小

资料来源：光大期货研究所

目前看来，本次债务上限问题的 6 种可能结果：

1) 暂停或提高债务上限协议达成。民主党和共和党双方在违约日前就未来财政开支削减幅度达成一致，促成提高或暂停债务上限协议，并在国会顺利表决通过，由拜登签署生效。这种情形下，民主党和共和党针对未来财政开支削减幅度主动妥协，在“X 日期”前签署立法提高或暂停债务上限，对于经济的冲击影响最小。

但民主党和共和党之间的诉求仍然存在巨大分歧，短时间内完全让步的可能性不大，但仍存在较大的可能达成，尤其是当市场因担忧债务违约而发生剧烈风险的时候。白宫的的诉求是通过无条件提高或暂停债务上限法案，并且暂停期限是 2 年。而共和党人则要求将削减联邦开支与提高债务上限进行绑定，同意暂停债务上限期限为 1 年。考虑到明年是美国总统大选年，若拜登同意共和党的要求，这将限制拜登在未来一年的财政支出计划，使得在明年的美国总统大选中处于劣势，因此拜登不会在这点上妥协太多，同时增加了这种方案在参议院通过的难度。

图表 3：麦卡锡的债务上限立法草案《限制、储蓄、增长法案》(Limit, Save, Grow Act)

主要方面	具体内容	拜登政府诉求
暂停债务上限至 2024 年 3 月 31 日	将债务上限提高 1.5 万亿美元并暂停债务上限至 2024 年 3 月 31 日。此后，将恢复债务限制，从当前的 31.4 万亿美元提升至 32.9 万亿美元。	参照 2019 年前总统特朗普时期，暂停债务上限 2 年
大规模减少政府开支	将联邦预算削减至 2022 年的水平，同时将未来的支出增幅限制在每年 1%，但不涉及国防开支	拒绝；但可以协商
废除《通胀削减法案》的大量绿色支出	共和党提议废除 IRA 中旨在减少温室气体排放的一系列税收抵免措施，以及鼓励使用电动汽车和生产清洁电力和燃料的支出计划，重申了扩大采矿和化石燃料生产和加快必要基础设施建设的提议。	拒绝；关系到重塑美国核心制造业竞争力和绿色目标
提高领取福利待遇的门槛	低收入者需要延长工作时间换取福利	拒绝；若同意，将影响数百万低收入人群的选票
撤回还未使用的 Covid-19 救助金	撤回还未使用的医疗补助、养老金福利和为公共交通提供援助等项目资金	拒绝；但可以协商
废除学生贷款豁免	取消年收入低于 125,000 美元学生的贷款豁免	拒绝；拜登 2022 年中期选举中的承诺
撤回拨付给美国国税局的资金	撤回用于提高对纳税人的审计率，尤其重点提高对大公司和富人的纳税合规性的审查的资金，共计 800 亿美元	拒绝；拜登谴责共和党实则在寻求保护富人
预计可节约总额	4.5 万亿美元	《通胀削减法案》十年内增加 7400 亿美元，增加 4300 亿美元支出

资料来源：公开新闻、光大期货研究所

2) 短暂延长债务上限。民主党和共和党双方针对未来财政开支削减幅度达成一定妥协，促成延长债务上限协议以避免陷入债务违约，并在国会顺利表决通过，由拜登签署生效。这种情形下，民主党和共和党小幅妥协，在“X 日期”前签署立法延长债务上限，对于经济的冲击影响较小，是短期内推迟违约的权宜之计。相对可被双方接受的方案是先短暂的暂停债务上限至 9 月底，也就是 2023 财年结束，然后对债务上限、预算审核以及政府支出削减进行打包提案。美国众议院议长麦卡锡最新的声明中也是用了“达成原则上的协议”这一用词，因此我们相信这是短期内最有

可能达成的结果。

这种方案对于目前有着众议院优势的共和党来说的并非最优方式。由于预算和解程序的存在，共和党通过两次投票实现债务上限、预算审核以及政府支出削减进行捆绑投票的难度大于一次投票。拜登政府可以选择将债务上限、预算审核以及政府支出削减分成若干小块进行表决，并且部分法案只需要在参议院获得半数以上支持即可。因此，除非在债务违约迫在眉睫的时候，参议院的共和党议员恐怕不会轻易接受这种解决方案。

对于拜登政府来说，虽然这种方式会使得债务上限谈判的战线被拉长，让市场在更长的一段时间内承受恐慌情绪，但短期内对财政支出的影响最小，并且在新的财年中拜登政府可以选择使用预算和解程序，通过对拜登政府有利的法案，使得拜登在 2024 年的美国总统大选中获得优势。因此，拜登政府和民主党在临近违约日时主动提出这种解决方案的可能性较大。

3) 国会参议院与众议院协商修改后的法案获得拜登签署。这种情况法案修改的内容可以被拜登政府和国会双方所接受，虽然通过发法案的时间有所延误，但总的来说属于有惊无险，对市场的冲击性较小。

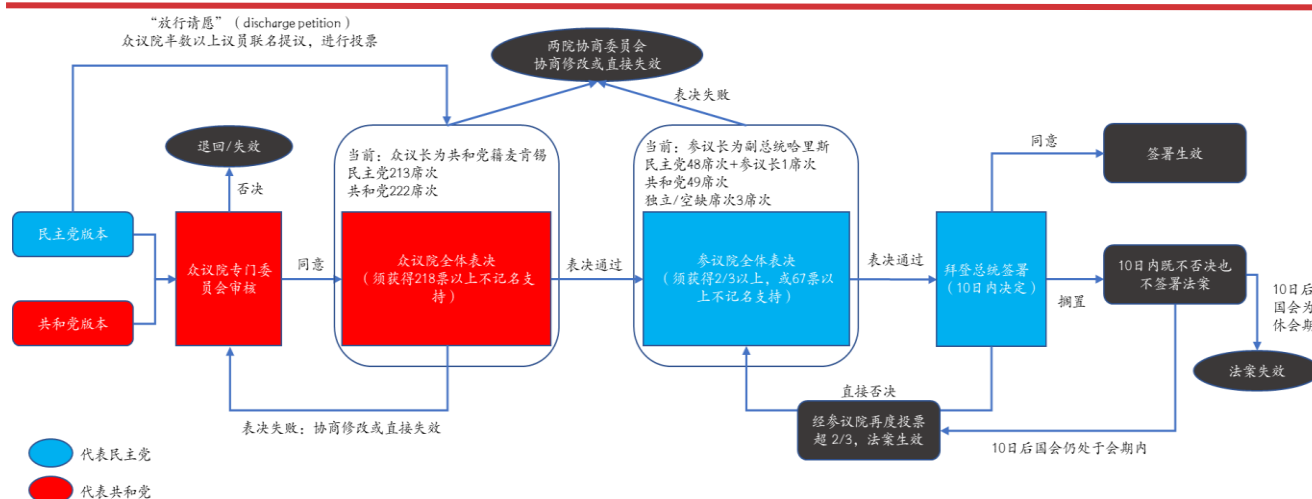
4) 国会参议院与众议院协商修改后的法案被拜登拒绝签署。这种情况可能会有一定严重后果，例如历史上债务上限危机曾导致美国主权信用评级下调(2011 年)、奥巴马政府短暂停摆(2013 年政府关门 16 天)。这些严重后果可以。拜登政府此次也不排除会以政府关门作为筹码，将国会领袖请到谈判桌前，以争取就债务上限问题达成对政府有利的债务上限法案，这也是短期内小概率的结果。

5) 国会参议院与众议院无法协商一致，只能强推各自的法案。民主党或共和党强推各自的债务上限法案在国会表决通过，并获得拜登总统签署生效。但实际中，虽然 2022 年中期选举后国会控制权发生变化，但共和党的法案依然很难在参议院获得通过，因此这种情况发生的可能性较小。

按照立法流程，法案需要在参议院获得 2/3 多数(67 票以上)表决通过，再提交总统签署方可生效。目前参议院的席次比例为民主党 48 (+1 为副总统哈里斯) 席次，共和党 49 席次，3 个独立议员(或空缺)席次，并且参议院议长由副总统哈里斯担任，该法案想通过参议院基本不可能。何况拜登也明确表态，即使法案在参议院表决通过，他也不会签字。

对于民主党来说，在众议院提出有利于自己的方案就已存在困难，因为共和党控制着众议院，而所有议案的提出与表决都将受到共和党主导的专门委员会和众议长麦卡锡的限制。民主党虽然可以通过“放行请愿”（discharge petition）程序绕开审核，但实际操作中相当复杂。首先，民主党需要获得 218 位议员的联名提议。当前共和党在众议院分别有 222 席次和 213 席次，这意味着至少有五名共和党议员需要加入民主党一方才能成功请愿。并且不同于一般投票，“放行请愿”提议是记名的，如何说服五名共和党议员顶着压力加入这是最困难的部分之一。

图表 4：提高债务上限所需要经历的立法流程



资料来源：光大期货研究所

6) 仅当债务上限法案无法落地时，通过其他手段避免违约，包括使用储备黄金支付债务、铸造纪念币换取美联储资金或援引宪法第 14 修正案驳斥债务上限的规定等。

使用黄金储备支付债务

包括美国威斯康星州西弗吉尼亚州、密苏里州在内的美国 42 个州正式通过立法免除了免除了黄金的资本利得税，为正式宣布黄金为具备与美元一样功能的法定货币扫除法律障碍，使得黄金可以作为偿还所欠债务的通用货币。但以储备黄金支付债务的做法很有可能会危及美元的信用，导致美元快速贬值，因此，拜登政府可能并不会采取这种做法。

铸造纪念币换取美联储资金

美国财政部拥有铸造任何面值纪念币的权利且无需国会批准，理论上可以通过铸造一枚价值

极高的纪念币，并以此作为抵押，向美联储换取资金以支付债务。尽管这种做法可以快速弥补政府资金耗尽之后和债务上限调高之前的巨大财务缺口，但这种做法不仅会削弱人们对美国货币体系的信心，重燃通货膨胀，而且还混淆了货币政策和财政政策，最终将损害美联储的独立性。

援引宪法第 14 修正案驳斥债务上限

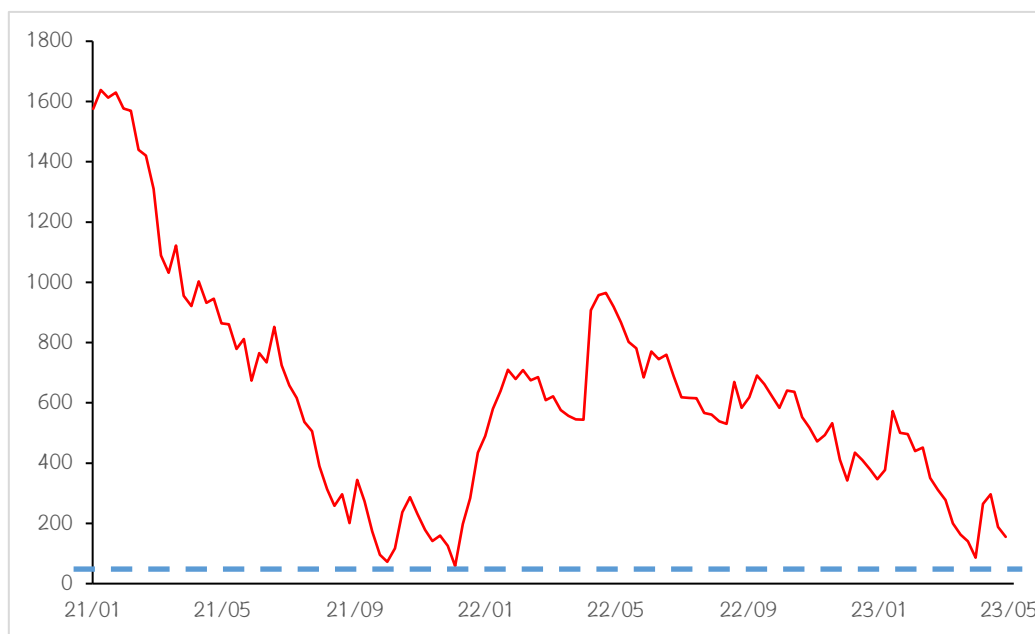
5 月 9 日拜登会见国会两党领导人后曾再度提及援引宪法第十四修正案发债的可能性，但这种做法的可行性存疑。包括美国前财政部长蒂莫西·F·盖特纳、法律学者加勒特·伊普斯 (Garrett Epps)、财政专家布鲁斯·巴特利特在内的多人认为债务上限可能是违宪的，所以只要它干扰了政府支付未偿还债券利息和退休金的义务，就应该是无效的。但考虑到美国民众对于大政府的警惕，废除债务上限的做法，将很有可能引发宪政危机。

综合上述 6 种可能得结果，考虑到对市场的潜在冲击以及在短期内实现的可能性，我们认为第 2 种情况的可能性最高，第 1 种可能性次之。但这些缺点在于债务上限谈判的战线将被拉长，让市场在更长的一段时间内承受恐慌情绪。虽然提高债务上限是必然的局面，关键在于以此为筹码博弈未来开支削减幅度，总体上将会是一个过程“有惊”但结果“无险”的情形，但在临近“X-date”的时候仍将对金融市场产生一定冲击。

二、何时触发“X-date”？6 月 15 日将会是一个分水岭

目前，对于何时触发“X-date”，摩根大通、巴克莱银行、以及一些华尔街人士的共识是，美国财政部将大概率在 6 月 1 日-15 日耗尽非常规措施和 TGA 账户现金。根据美国财政部的数据，截止 5 月 16 日，美国 TGA 账户的余额较 1 月底的 5726 亿美元大幅缩水，已经锐降至了 874 亿美元，其中当日支付项目中仅国债利息支付一项就高达 509 亿美元。美国财政部非常规措施的余额预计还有 880 亿美元，在 6 月 1 日支付国债利息后，现金余额的水平将会下降到 300 亿美元左右，并在这个位置保持一段时间，等待债务上限法案的落地。因此，300 亿美元也被认为是财政部债务违约的警戒线。

图表 5：财政部现金账户（TGA）余额（单位：十亿美元）



资料来源：美联储、光大期货研究所

图表 6：财政部固定大额支出项目

支出细则	支付时间点	发放次数	金额（亿美元）
社会保险福利	每月第三天以及后续的三个周三	每月 4 次	单次约 250 亿美元
医疗保险福利	每月第一天	每月 1 次	约 400 亿美元
政府工作人员及退休人员福利	每月第一天	每月 1 次	约 250 亿美元
利息支出	每月月中及月末	每月 2 次	金额不等，平均单次规模 500 亿美元
合计每月支出			约 2150 亿美元

资料来源：CBO、光大期货研究所

图表 7：财政部非常规措施项目+TGA 账户

非常规措施名称	规模金额
暂停对联邦雇员退休储蓄计划 G 基金的投资	截至耶伦宣布采取非常规措施，规模约为 1700 亿元
暂停外汇稳定基金的投资	截至耶伦宣布采取非常规措施，规模约为 170 亿元
暂停为公务员退休和残疾基金和邮政服务人员健康福利基金发行新证券以及支付利息	6 月到期利息约 120 亿美元，发行规模 40 亿美元/月
提前赎回有 CSRDF 和 PSR HBF 持有的证券	规模约为 80 亿美元/月
以联邦融资银行证券交换 CSDRF 持有的国债	截至耶伦宣布采取非常规措施，累计约 100 亿美元

合计（2-6 月间可用金额）	2810 亿美元
TGA 现金账户余额（1 月底）	5726 亿美元

资料来源：CBO、光大期货研究所

而德意志银行、摩根士丹利和莱顿债券市场研究公司（Wrightson ICAP）认为如果真的能够熬过 6 月 15 日这一天，那么“X-date”将至少将能够再延迟一个多月。因为 6 月 15 日美国财政部又会迎来新的季度税收收入，以及额外的非常规措施额度，因此美国财政部一旦“熬过”了 6 月前两周，大概率也将至少能够撑到 7 月下旬，也就是在国会 8 月休会期之前继续进行债务上限的谈判与协商。甚至违约日期也存在可能延迟到 9 月底，也就是 2023 财年结束。

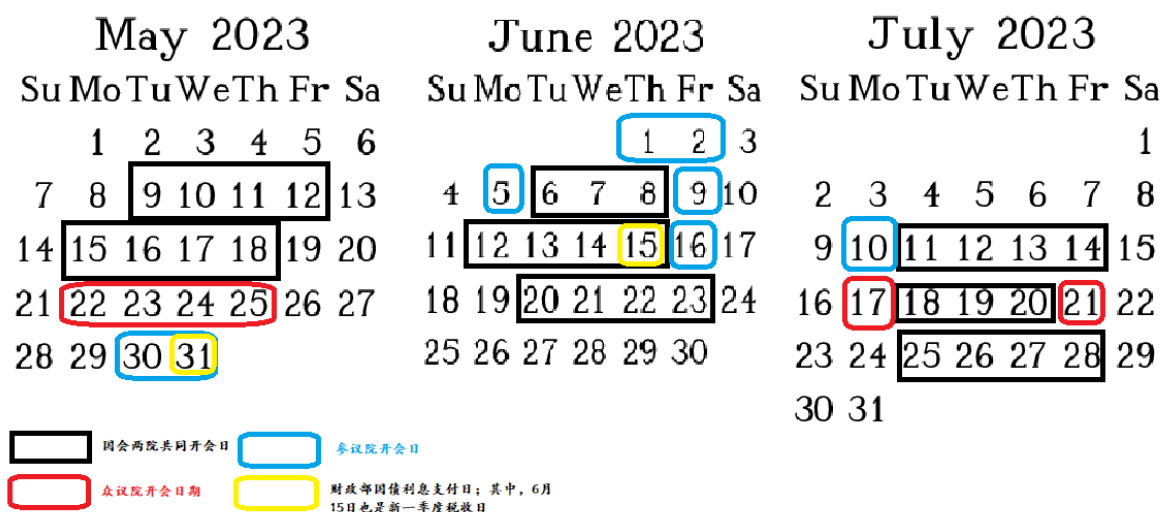
图表 8：X-date 预测时间

预测机构	X-date 时间
德意志银行	预计时间在 7 月底，但在 6 月初将有显著的风险存在
摩根士丹利	50%的可能在 6 月 7 日-14 日间，50%的可能在 7 月 21 日-28 日
高盛	预计将在 6 月 1 日前达成延长债务上限的协议，预计延迟至 7 月底或 9 月底
花旗	预计将在 6 月 15 日前达成延长债务上限的协议，预计延迟至 9 月底
莱顿债券市场研究公司	预计将在 6 月 15 日，但如果可以等到新的税收收入，延迟至 7 月 25 日
摩根大通	预计非常规措施将在 6 月 9 日左右耗尽
巴克莱	预计 6 月 15 日前 TGA 账户余额将停留在 500 亿美元水平，争取延后至 7 月
彭博	预计将会在 6 月 5 日-6 月 8 日之间
美国银行	预计与耶伦宣布一致，6 月 1 日

资料来源：公开资料、光大期货研究所

根据美国国会公布的日程安排，参议院和众议院两院五月的共同会期已经结束。在 6 月 15 日前（包含 6 月 15 日），若参议院和众议院两院针对法案存在分歧，进行共同协商的时间还有 7 天，达成延长债务上限的概率较高。若美国财政部可以熬过 6 月 15 日这一天，那么“X-date”将至少将能够再延迟一个多月，也就是说可供参议院和众议院协商的时间将会增加 15 天，提高或暂停债务上限协议（第 1 种可能结果）达成的概率也将会增加。

图表 9：美国国会参议院、众议院会期安排

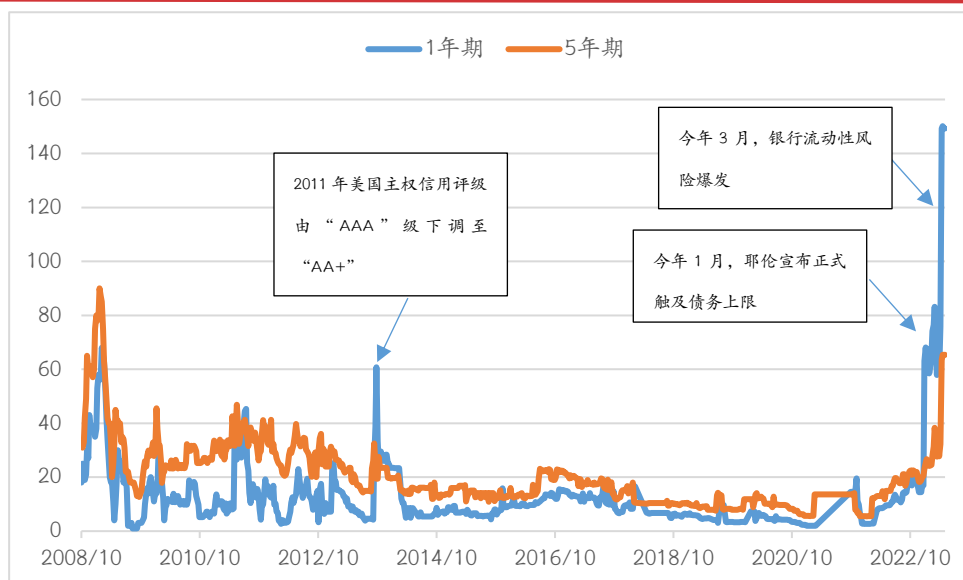


资料来源：美国国会、光大期货研究所

三、美国债务上限危机，恐引发金融市场剧烈波动

提高债务上限是必然的局面，关键在于以此为筹码博弈未来开支削减幅度，总体上将会是一个过程“有惊”但结果“无险”的情形，但仍将对金融市场产生一定冲击。根据彭博社的数据显示，美国短期债务违约的风险进行定价在近一个月中快速走高。其中，截至5月14日，一年期美国主权CDS的价格已从4月16日的75.75bp上升至149.24bp，远高于2011年美国主权信用评级遭下调的危急时刻（77.2bp）。流动性最好、交易量最大的五年期美国主权CDS的价格本月也达到了2011年以来的新高为65.36bp。

图表 10：五年期美国主权 CDS（单位：bp）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

奥巴马时期的 2011 年债务违约危机和 2013 年债务违约危机对于当前债务危机的解决具有借鉴意义。1) 债务上限快速被触及与美国政府在危机发生后大量举债用于经济复苏有关。奥巴马时期发生债务危机的根本原因在于经历了 2008 金融危机后，美国政府大量发行国债，用于刺激经济，使得美国国债余额突破了 10 万亿美元大关。而本次债务危机爆发的直接原因在于 2020 年新冠危机对于美国经济的冲击下，美国政府也是大量举债救经济，使得债务上限自 2021 年 7 月 31 日重置以来快速由 28.4 万亿美元突破至 31.43 万亿美元。政府支出需求的快速增加直接导致了 2011 年以来，美国国债规模扩大了 3 倍，是债务上限频繁被触及的根本原因。

2) 通过国会立法协商的机制很难达成。无论是 2011 年还是 2013 年，亦或是当前，美国国会的控制权抑制处于分化状态，对于预算以及债务上限拥有提案权力的众议院都是由共和党占多数席次。在民主党与共和党的政治竞争中，占据众议院多数席次的共和党的谈判权利更大，使得谈判进程被拉长。从历史数据来看，2011 年和 2013 年的磋商时间间隔至少有 4 个月，而本次债务上限谈

判也已经持续了近5个月。

3) 金融市场动荡或政府关门将加速债务上限协议的达成。2011年8月标普评级公司就曾因债务上限问题将美国的主权信用评级从AAA下调至AA+,此举引发了市场剧烈动荡,促使两党快速达成暂停债务上限的协议。2013年年初,奥巴马政府在暂关门以及与国会协商政府开支削减问题后,债务上限得到临时延长,并且由于政府收入状况好于预期,债务违约时间一度由2013年5月延后至8月,为奥巴马政府与国会达成债务上限谈判提供了充足的时间。

当前债务上限谈判达成最有可能的两种情况:(1)与2011年情况相似,国会投票进程不顺利,但6月初金融市场出现剧烈动荡,迫使拜登政府与国会相互妥协,给出较长时间的暂停或提高债务上限法案;(2)与2013年情况相似,在债务违约日(预计6月1日)前,拜登政府与国会达成延长债务上限协议,并且6月15日新一季度的税收收入好于预期,将为后续谈判争取充足的时间。

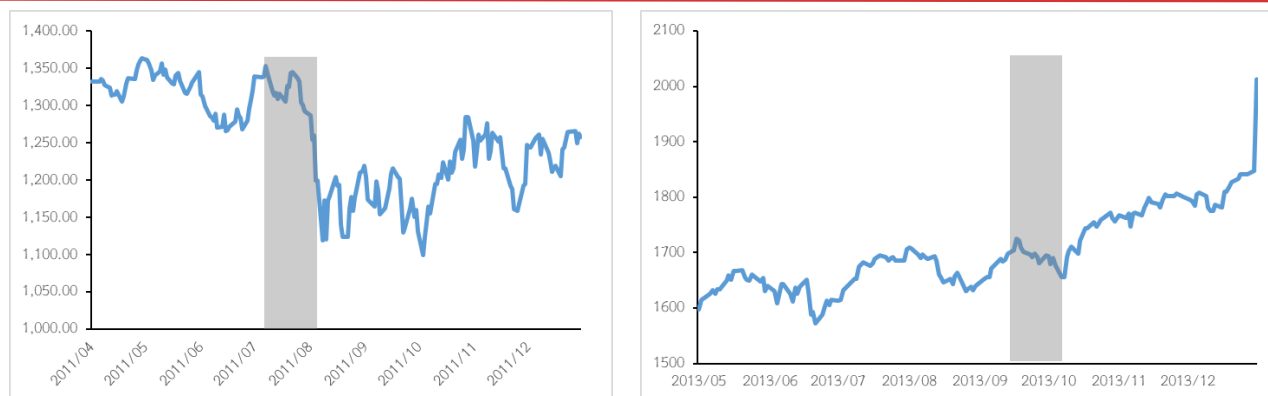
图表 11: 本次债务危机与奥巴马时期的债务危机相似点

总统	触及上限时间	法案落地时间	政府与国会协商月数	众议院席次		参议院席次		特点
				民主党	共和党	民主党	共和党	
拜登	2023-01	2023-06	5	213	222	48	49	经济处于衰退边缘 银行业信用等级调降 美联储加息周期
奥巴马	2013-05	2013-10	5	201	234	53	45	美国政府的收入状况好于预期 债务违约日期由5月延后至10月
	2012-12	2013-02	2	201	234	53	45	政府关门 迫使国会再度协商
	2011-04	2011-08	4	193	242	51	47	经济处于衰退周期 标普调降

资料来源:公开资料、光大期货研究所

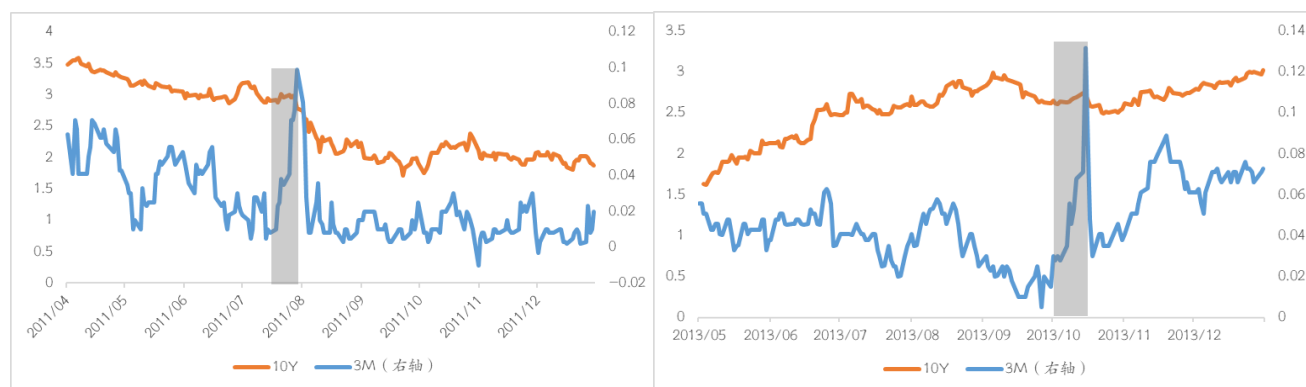
从2011年和2013年债务危机期间的大类资产表现来看,资产价格在违约日到来的前一个月变化最显著,美股、十年期美债收益率、美元指数下跌,短期美债收益率大幅飙升。黄金快速上涨反映出债务上限僵局带来的避险需求升温。而当债务上限危机解除之后,这些影响很快就会消失,各类资产价格走势往往出现明显反转,所以我们预期本次债务危机解除后,也将出现类似的现象。

图表 12：债务上限解决前后的标普 500（单位：点）



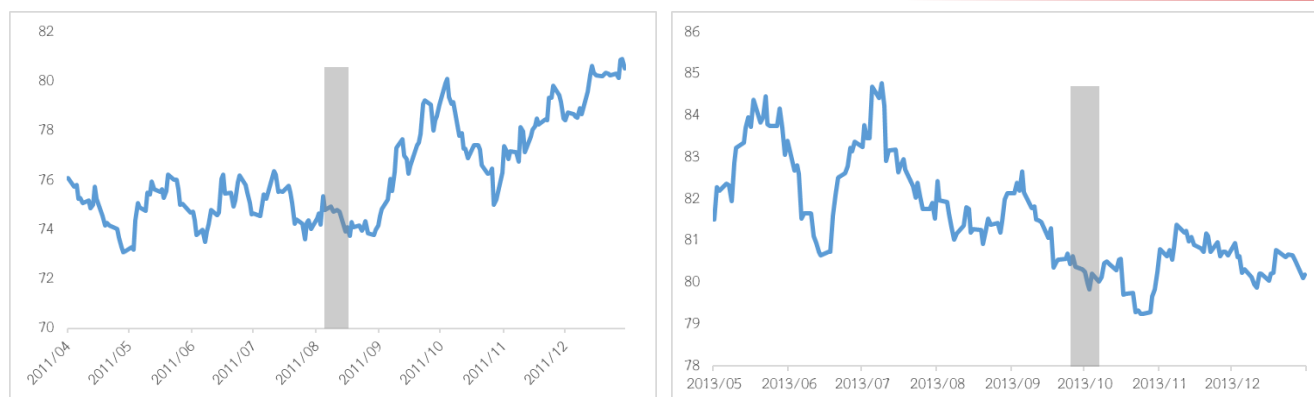
资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表 13：债务上限解决前后的美债收益率（单位：%）



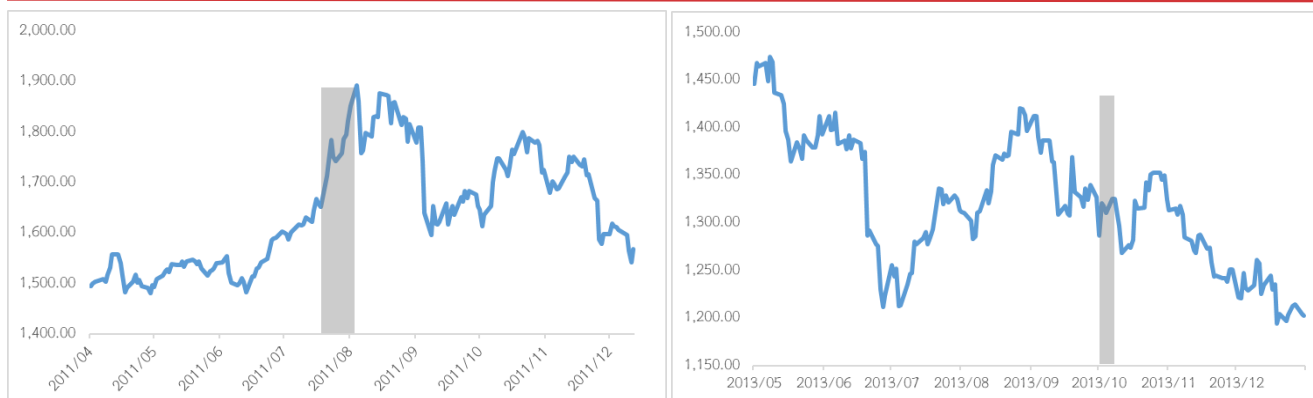
资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表 14：债务上限解决前后的美元指数（单位：点）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表 15：债务上限解决前后的黄金期货价格（单位：美金/盎司）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

宏观研究团队研究员介绍

朱金涛,现任光大期货研究所国债分析师,吉林大学经济学硕士。期货从业资格号:F3060829;
期货交易咨询资格号:Z0015271。

赵复初,现任光大期货研究所金融期货分析师,英国杜伦大学金融学博士,英国苏塞克斯大学管理学硕士。期货从业资格号 F03107639。

公司地址:中国(上海)自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话:021-80212222

传真:021-80212200

客服热线:400-700-7979

邮编:200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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,并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议,投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏,与本公司和作者无关。