



光期宏观：美国主权信用评级下调影响几何？

摘要：

8月1日，三大主要评级机构之一的惠誉宣布将美国长期主权信用评级从AAA下调至AA+。惠誉下调美国信用评级的主要理由是：1）美国未来三年财政环境将持续恶化；2）美国联邦政府的公共债务负担较高且不断上行；3）反复出现的债务上限僵局。

美国财政支出大幅增长和联邦公共债务的不断累计，影响了美国财政的长期稳定性。疫情后多轮财政刺激的释放的确使得财政赤字率快速抬升，美国公共债务规模也突破了32万亿美元的规模。而7月31日美国财政部公布的三季度融资计划是此次惠誉下调美国主权信用评级的直接诱发因素。

美国联邦政府信誉受到质疑的情况是十分少见，最近的一次发生在2011年8月债务上限危机时期。本次评级下调的溢出影响相较于2011年标普下调美国主权信用评级时较小。原因在于本次在下调前，债务上限僵局已在5月得到解决，市场情绪相对稳定，且美国经济韧性较强，对联邦政府开支的削减相对可控，对市场冲击有限。

后续关注美国财政部三季度的超预期发债推升美债收益率，进而对全球资产定价形成的压力，以及财政扩张背景下美国财政的健康稳定度。

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

2023/8/7

期市有风险

入市需谨慎

光期宏观：美国主权信用评级下调影响几何？

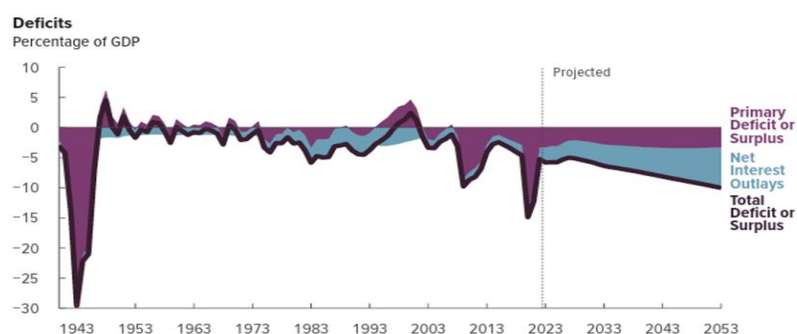
一、惠誉（Fitch）下调美国长期主权信用评级

8月1日，全球三大评级机构之一的惠誉（Fitch）将美国主权信用评级从AAA下调至AA+，这是自2011年国际信用评级机构标准普尔首次下调美国的评级至AA+后又一权威评级机构下调美国主权信用评级。与2011年因民主党和共和党围绕提高债务上限的持续博弈，曾造成资本市场剧烈波动，导致标准普尔将美国主权信用评级由“AAA”下调至“AA+”不同，此次惠誉调降美国主权信用评级发生在债务上限僵局解除的三个月后，市场情绪也相对稳定，因此这次惠誉意外下调美国主权信用评级并未对金融市场产生严重冲击。

在惠誉后续的声明中，惠誉给出了本次调整的3条理由：

其一，美国未来三年财政环境将持续恶化（expected fiscal deterioration over the next three years），政府税收的减少以及政府必要支出的增加，将影响美国联邦政府的财政稳定性。惠誉预期美国财政赤字将在2023、2024和2025年分别达到GDP的6.3%、6.6%和6.9%，而CBO此前给出的预测分别为5.3%、6.1%和6.1%。

图表1：美国2023财年财政预算支出（单位：%）



资料来源：CBO、光大期货研究所

图表 2：美国 2023 财年财政支出详情-美国财政部 6 月公布（单位：十亿美元）

Fiscal Year 2023 Budget Summary through June 2023 ¹ (\$ Billion)										
Budget Category	Current Month					Fiscal Year to Date				
	Jun 2022 Act	Jun 2023 Act	Differences: \$ %	Adjusted Differences:		FY 2022 Act	FY 2023 Act	Differences: \$ %	Adjusted Differences:	
Individual Withheld & FICA Taxes	\$237	\$252	\$16 7%	\$12	5%	\$2,351	\$2,438	\$86 4%	\$81	3%
Other Individual & SECA Taxes	\$120	\$98	-\$21 -18%	-\$21	-18%	\$1,058	\$776	-\$282 -27%	-\$282	-27%
Individual Refunds (-)	\$12	\$23	\$11 96%	\$11	96%	\$212	\$328	\$116 55%	\$116	55%
Other Social Ins Taxes	\$3	\$2	\$0 -18%	\$0	-18%	\$64	\$52	-\$12 -19%	-\$12	-19%
Gross Corporate Taxes	\$86	\$75	-\$12 -13%	-\$12	-13%	\$345	\$336	-\$9 -3%	-\$9	-3%
Corporate Refunds (-)	\$4	\$3	-\$1 -16%	-\$1	-16%	\$39	\$30	-\$9 -23%	-\$9	-23%
Federal Reserve Earnings	\$10	\$0	-\$10 -100%	-\$10	-100%	\$93	\$1	-\$93 -99%	-\$93	-99%
Gross Excise Taxes	\$8	\$8	\$0 1%	\$0	1%	\$65	\$68	\$3 4%	\$3	4%
Customs Duties	\$9	\$7	-\$2 -21%	-\$2	-21%	\$79	\$65	-\$13 -17%	-\$13	-17%
Other	\$4	\$2	-\$2 -44%	-\$2	-44%	\$32	\$35	\$4 12%	\$4	12%
Total Budget Receipts	\$461	\$418	-\$42 -9%	-\$46	-10%	\$3,835	\$3,413	-\$423 -11%	-\$428	-11%
Agriculture	\$23	\$18	-\$5 -22%	-\$5	-22%	\$191	\$183	-\$9 -4%	-\$9	-4%
Defense Military Programs	\$60	\$75	\$15 24%	\$10	17%	\$531	\$576	\$45 9%	\$45	9%
Education	\$53	\$27	-\$26 -50%	-\$26	-50%	\$151	\$172	\$22 14%	\$22	14%
Health and Human Services (HHS) ²	\$137	\$210	\$74 54%	\$14	11%	\$1,191	\$1,293	\$102 9%	\$80	7%
HHS - Medicare	\$99	\$133	\$34 35%	-\$5	-5%	\$689	\$767	\$79 11%	\$37	8%
HHS - Medicaid	\$51	\$54	\$3 6%	\$3	6%	\$438	\$472	\$34 8%	\$34	8%
HHS - Other	-\$13	\$3	\$17 -125%	\$17	-125%	\$65	\$24	-\$41 -66%	-\$11	-16%
Homeland Security	\$7	\$9	\$1 21%	\$1	21%	\$61	\$68	\$7 11%	\$7	11%
Housing and Urban Development	-\$19	\$5	\$24 -128%	\$24	-128%	\$18	\$40	\$23 128%	\$23	128%
Labor	\$3	\$4	\$0 13%	\$0	13%	\$44	\$73	\$29 68%	\$29	68%
Transportation	\$10	\$10	\$0 0%	\$0	0%	\$81	\$76	-\$5 -6%	-\$5	-6%
Treasury ³	\$175	\$148	-\$27 -15%	-\$27	-15%	\$944	\$876	-\$68 -7%	-\$68	-7%
Treasury - Interest on the Public Debt	\$98	\$122	\$25 25%	\$25	25%	\$521	\$632	\$111 21%	\$131	25%
Treasury - EITC/CTC/Other IRS	\$14	\$23	\$9 61%	\$9	61%	\$309	\$216	-\$93 -30%	-\$93	-30%
Treasury - Prop. Rec. from the Public	-\$2	-\$1	\$0 -28%	\$0	-28%	-\$6	-\$5	\$1 -17%	\$1	-17%
Veterans Affairs	\$22	\$37	\$15 71%	\$3	16%	\$195	\$220	\$25 13%	\$23	12%
Other Defense Civil Programs	\$5	\$12	\$7 136%	\$2	31%	\$40	\$51	\$11 28%	\$11	27%
Office of Personnel Management	\$9	\$10	\$1 9%	\$1	9%	\$85	\$92	\$7 9%	\$7	9%
Small Business Administration	-\$1	\$0	\$1 -110%	\$1	-110%	\$22	\$25	\$3 14%	\$3	14%
Social Security Administration	\$113	\$131	\$18 16%	\$13	11%	\$952	\$1,053	\$101 11%	\$101	11%
Interest Received by Trust Funds	-\$54	-\$55	-\$2 3%	-\$2	3%	-\$151	-\$149	\$2 -2%	\$3	-2%
Other	\$5	\$7	\$2 23%	\$1	23%	-\$4	\$155	\$159 -3882%	\$159	-3882%
Total Budget Outlays	\$550	\$646	\$96 18%	\$11	2%	\$4,350	\$4,805	\$455 10%	\$431	10%
Net Budget Results	-\$89	-\$228	-\$139 156%	-\$57	66%	-\$515	-\$1,393	-\$878 170%	-\$858	168%
On Budget ³	-\$121	-\$285	-\$163 134%			-\$531	-\$1,420	-\$890 168%		
Off Budget	\$33	\$57	\$24 75%			\$16	\$28	\$12 76%		
Total	-\$89	-\$228	-\$139 156%			-\$515	-\$1,393	-\$878 170%		

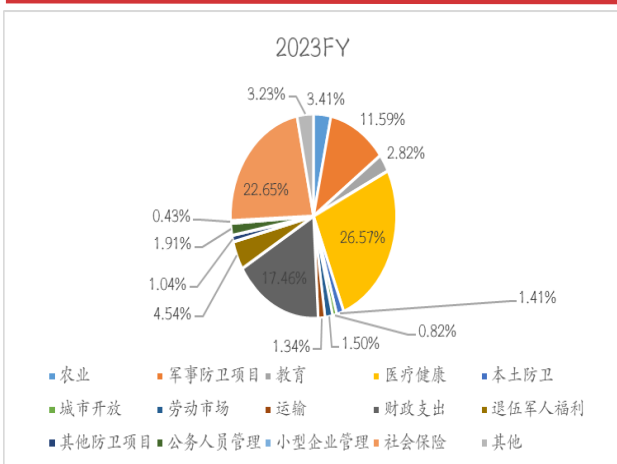
¹ Totals and differences may not sum due to rounding.

² Agency totals include other components beyond subcategories shown.

³ On-budget results exclude activity of the Social Security Trust Funds and the U.S. Postal Service.

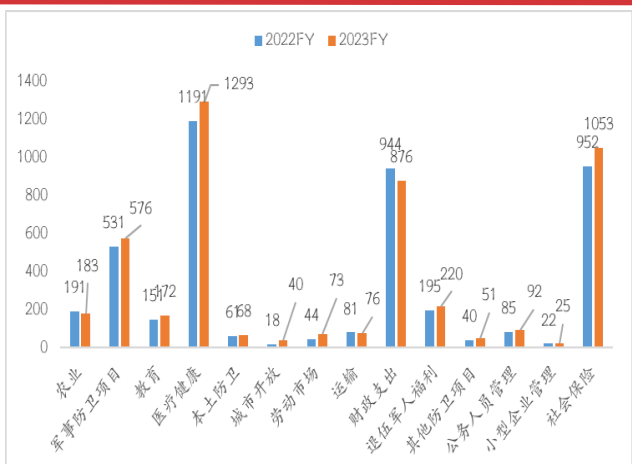
资料来源：美国财政部、光大期货研究所

图表 3：美国 2023 财年财政支出项目占比（单位：%）



资料来源：美国财政部、光大期货研究所

图表 4：财政支出项目：2022 vs. 2023（单位：十亿美元）



资料来源：美国财政部、光大期货研究所

根据美国财政部最新数据显示 2023 财年前 9 个月的财政赤字将达到 1.45 万亿美元，较前一年同期增长了 168%。从分项上来看，美国财政预算支出的主要构成项目中医疗健康（26.6%）、社会保险（22.6%）以及防卫支出（11.6%）合计占比接近 60%，并且支出规模也在逐年递增。虽然政府财政支出（占比 17.5%）同比较上一财年略有回落，但考虑到 2024 年是美国总统选举年，为了获得选票支持，拜登政府的实际财政削减的规模有限，未来联邦财政赤字问题只会日益严峻，并且财政失衡的加剧将进一步增加联邦债务的负担。

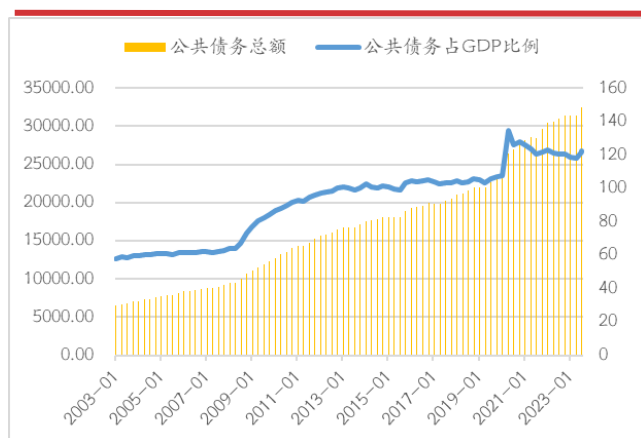
其二，美国联邦政府的公共债务负担较高且不断上行（“high and growing general government debt burden”），随着财政支出的不断增加，美国公共债务上限连续突破，目前已超过 32 万亿美元规模，且随着美联储 2022 年中开启的加息周期，财政部需要支付的利息负担也在不断上行。根据美国财政部在 6 月公布的 2023 财政支出详情中，我们可以看到财政部利息支出大幅增加，2023 财年较 2022 年同比增长了 25%，总额较上一财年增加了 1310 亿美元。

这是因为美国公共债务总规模的不断累积，并且美联储开启超级加息周期，也使得财政部需要支付的利息显著增加。2022 财年结束时的公共债务总额为 30.8 万亿美元，而当前公共债务总额为 32.5 万亿美元，并且在过去的九个月中，债务总额增加了约 1.7 万亿美元。美国公共债务总规模的快速累计，增加了美国财政支出的负担，进入了恶性循环之中。

另外，为应对不断恶化的财政赤字并继续补充现金缓冲，美国财政部自 6 月债务危机解除以来，已累计发债超 7000 亿美元。并且美国财政部上调了本季度联邦借款预估，美国财政部将 7 月至 9 月当季借款净额预估上调至 1 万亿美元，远高于 5 月初预估的 7330 亿美元。1 万亿美元的借款净额不仅创下了 9 月当季融资之最的历史纪录，而且超出了一些密切关注该数据的人士的预期。摩根大通此前预估的数字是 7960 亿美元，Wrightson ICAP LLC 预计为 8850 亿美元。

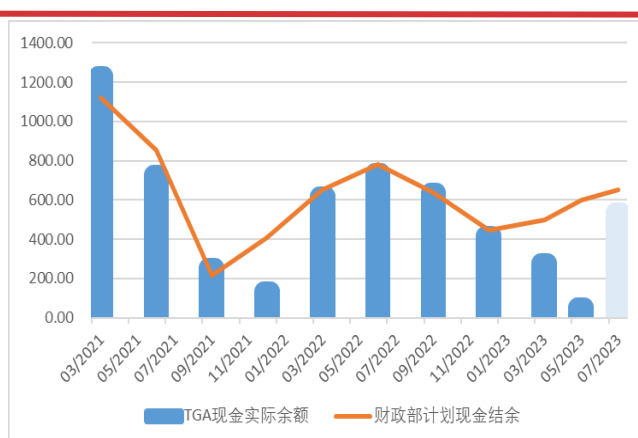
美国财政部解释借款预估上调的部分原因是为了应对支出的增加以及在9月底保持更高的现金余额（从三个月前预计的6000亿美元提高到6500亿美元）。这个被称为财政部一般账户(TGA)的现金储备目前约为4610亿美元,仅7月26日至8月2日一周TGA现金余额账户减少近890亿美元。而美国财政部公布的国债融资的计划也被认为是此次惠誉下调美国主权信用评级的直接诱发因素。

图表 5: 美国联邦公共债务总额 (单位: 十亿美元; %)



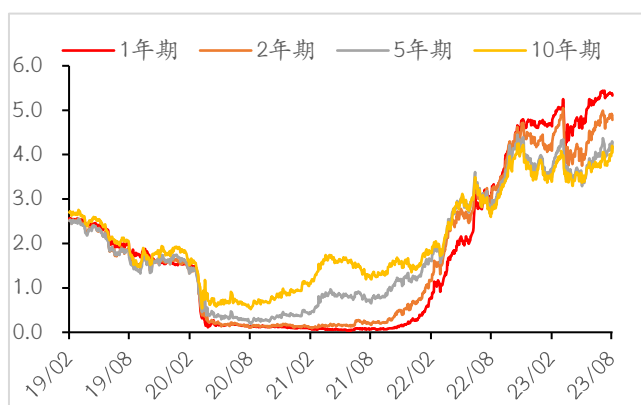
资料来源: 美联储、光大期货研究所

图表 6: 财政部 TGA 现金账户余额 (单位: 十亿美元)



资料来源: 美国财政部、光大期货研究所

图表 7: 美国国债收益率 (单位: %)



资料来源: 美国财政部、光大期货研究所

图表 8: 美国财政部 3 季度融资计划 (十亿美元)

	7月	8月	9月	10月
2年期	42	45	48	51
3年期	40	42	44	46
5年期	43	46	49	52
7年期	35	36	37	38
10年期	32	38	35	35
20年期	16	13	13	13
30年期	18	23	20	20
FRN	24	24	24	26

资料来源: 美国财政部、光大期货研究所

从具体的美国财政部季度再融资公告中，中长期美债（2-10 年）的拍卖额度相较长期国债（20-30 年）增加较多。根据公告显示，美国财政部计划会在接下来 3 个月中，每月增加 30 亿美元 2 年期和 5 年期美债，每月增加 20 亿美元 3 年期美债，10 亿美元 7 年期美债供给；30 亿美元 10 年期美债；10 亿美元 20 年期美债；以及 20 亿美元 30 年期美债供给。这种发债安排无疑将使得长短期利率的倒挂加深，进一步增加美国的财政负担。

其三，反复出现的债务上限僵局（“repeated debt limits standoffs and last-minute resolutions”）影响了市场对于美国联邦政府的信用信赖。债务上限在共和党和民主党政治竞争愈发强烈下，成为两党争斗的工具，反复冲击金融市场的稳定。

美国联邦债务上限制度由美国国会在 1917 年颁布的《第二次自由债券法案》首次设立，本意是为提高国家机器灵活度，立法者决定授予政府一揽子关于借款的权限，条件为联邦政府（不包括地方政府）的总借款量小于已有的数量限制。并且，2013 年以前美国政府设置的债务上限均为永久性提限，即事先申请调高“信用卡额度”规模。2013 年 2 月时任总统奥巴马签署了《无预算，无工资法案》（No Budget, No Pay）法案，为美国历史上首次暂停债务上限，该方式使美国政府不再直接设定债务上限，而是设置暂停期并允许财政部继续发债而不受债务上限限制，但发行量被限定在“偿还现存义务”内，暂停期过后债务上限重置为原有债务上限加上暂停期内新增债务。2013 年 5 月至今美国政府连续 7 次提高债务上限均采取这种方式，最近一次美国上调债务上限是今年 6 月，拜登总统与共和党人协商以削减财政开支作为交换，获得了暂停债务上限 2 年，到期日为 2025 年年初。

设立债务上限的初衷是为了避免美国政府随意举债，但是债务上限的数字在历史中多次进行了修订，所谓的“上限”，似乎形同虚设，未来美国联邦债务规模必定水涨船高。并且共和党和民

主党双方不断将债务上限政治化、工具化，政府停摆时有发生，并且债务上限谈判的时间往往长达 5-6 个月，市场对于协商期间美国联邦债务违约风险的担忧也在不断上升。

图表 9：2013 年以来已经结束的债务暂停期汇总

Law Title	Measure	Public Law	Enactment Date	Debt Limit Suspended Through	Debt Limit After Suspension Ended (\$Billions)	Date Extraordinary Measures Invoked (DISP)	Debt Subject to Limit After New Enactment (\$Billions)
BCA		P.L. 112-25		---	---	December 31, 2012	16,441
No Budget, No Pay Act of 2013	H.R. 325	P.L. 113-3	February 4, 2013	May 18, 2013	16,699	May 20, 2013	17,026
Continuing Appropriations Act, 2014	H.R. 2775	P.L. 113-46	October 17, 2013	February 7, 2014	17,212	February 10, 2014	17,337
Temporary Debt Limit Extension Act	S. 540	P.L. 113-83	February 15, 2014	March 15, 2015	18,113	March 16, 2015	18,492
BBA2015	H.R. 1314	P.L. 114-74	November 2, 2015	March 15, 2017	19,809	March 16, 2017	20,130
Continuing Appropriations Act, 2018	H.R. 601	P.L. 115-56	September 8, 2017	December 8, 2017	20,456	December 11, 2017	20,636
BBA 2018	H.R. 1892	P.L. 115-123	February 9, 2018	March 1, 2019	21,988	March 4, 2019	22,286
BBA 2019	H.R. 3877	P.L. 116-37	August 2, 2019	July 31, 2021	28,401	August 2, 2021	28,401

资料来源：美国国会、光大期货研究所

二、 本次下调美国主权信用评级的影响

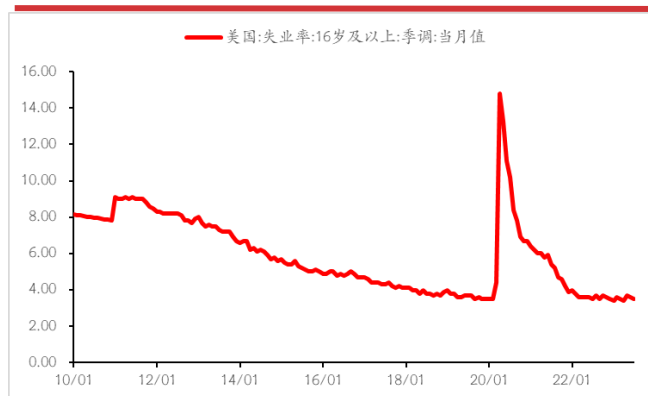
综合上述三点原因，不难看出惠誉本次下调美国主权信用评级的主要担忧点在于美国财政状况的不稳定和政治风险凸显，但整体来看，本次评级下调对全球金融市场的影响相对较小。

一是本次债务上限僵局已在 6 月得到解决，且对联邦政府开支的削减相对较少（580 亿美元左右），对于美国经济增长的预期较好，因此惠誉并未将未来展望调整为负面。而 2011 年标普下调评级的时点，则是在债务上限问题刚刚解决后，且当时的法案中对未来每年联邦政府支出的削减规模大约为 1090 亿美元，对于美国经济增长的影响较大，而标普对于未来的展望为负面，打击了市场对于美国经济前景的期望。

二是 2011 年美国经济增长疲软，失业率高达 9%，居民部门持续去杠杆，且欧债危机亦一定程度上加重了对主权危机的担忧；本轮经济数据相对较好，经济增速好于预期，通胀稳步下行的同时

失业率维持在低位,市场对于美国经济增长的预期较好。因此,市场对于本次下调评级的反应较 2011 年较小。

图表 10: 美国失业率维持在低位 (单位: %)



图表 11: 美国经济增长好于预期 (单位: %)

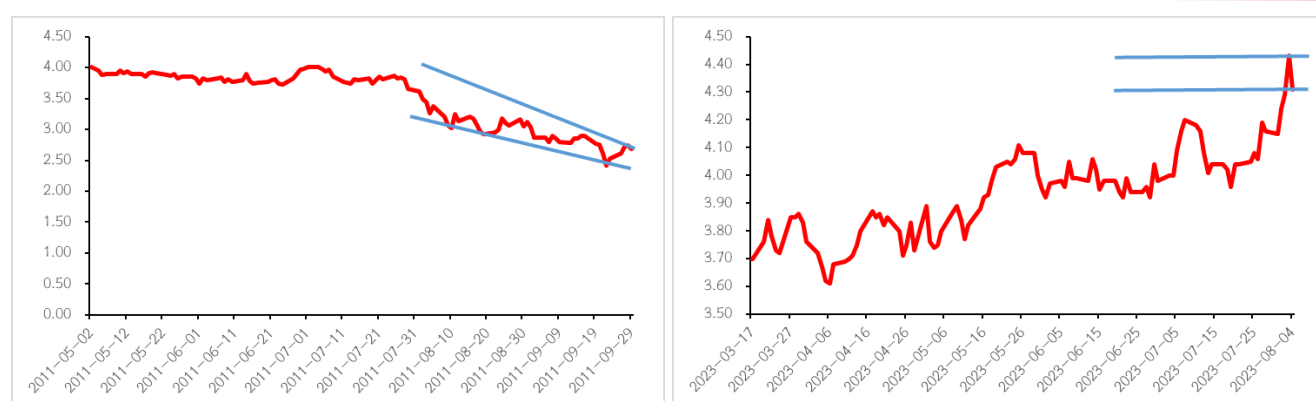


资料来源: WIND、光大期货研究所

资料来源: WIND、光大期货研究所

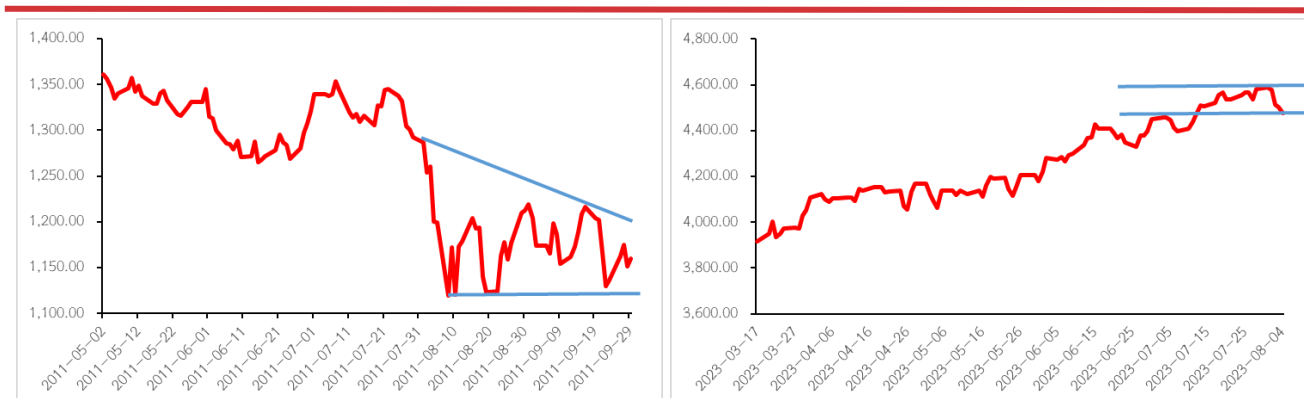
三是 2011 年在标普下调后美联储于 9 月至 2012 年 12 月期间采用买入长期国债卖出短期国债的操作。虽然这一操作实现了美联储资产负债表中性并降低长债利率的目的,但也因此加剧了市场的波动。而本次下调处于紧缩货币周期,十年期美债收益率虽然短期内受到调级影响下行,但随着美债投放量增加,长期上行趋势将会保持。另外,对比两次评级下调后标普 500 的表现,2011 年指数一度缩水近 10%,后续一个月的波动率明显上升,但本次下调标普表现相对温和。

图表 12: 2011 年和 2023 年评级调降后的美债收益率 (单位: %)



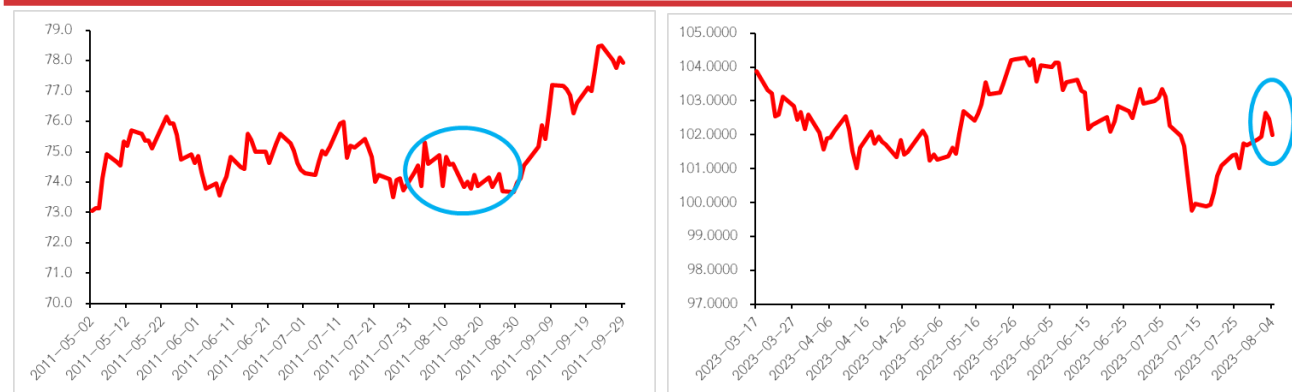
资料来源: Bloomberg、光大期货研究所

图表 13：2011 年和 2023 年评级调降后的标普 500 表现（单位：点）



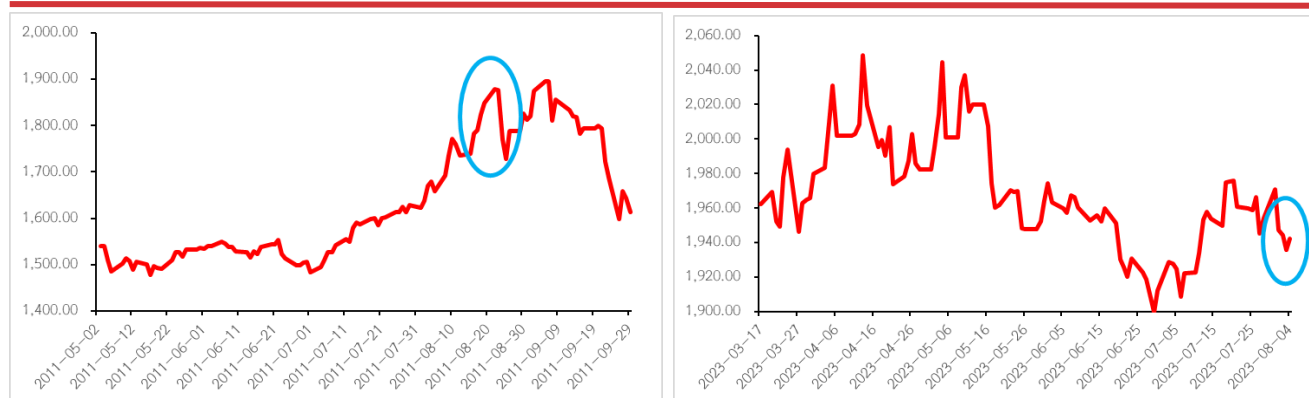
资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表 14：2011 年和 2023 年评级调降后的美元指数（单位：点）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表 15：2011 年和 2023 年评级调降后的黄金价格（单位：美金/盎司）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

三、 后期关注

后续需要继续观察的点包括：

一、美国财政部三季度的超预期发债，将会使得美债收益率短期走高，进而对全球资产定价形成压力，后续需要继续观察的是美国通胀下行的轨迹，警惕因国际政治因素而导致的通胀反弹，观察美国高利率水平可能维持多久。

二、如果金融市场波动率上升，则在稳定金融环境的目标之下，对美联储可能会提前开启降息窗口，有利于全球风险资产定价。

三、需要关注财政扩张背景下美国财政的健康稳定度，比如美国制造业投资趋势、制造业 PMI 指数等，若财政与制造业双双重新扩张，则对全球宏观需求存在利好，对于全球供应链会存在广泛影响。

宏观研究团队成员介绍

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。