



光期宏观：美国债务上限问题影响几何？

摘要：

美国债务上限问题变得越发紧迫且越发难解。据美国财政部最新估计，在今年6月末到7月之间包括美国财政部一般账户（TGA）的现金在内的非常规措施所能提供的缓冲将被用尽，出现技术性债务违约。

美国自今年1月正式触及债务上限以来，民主党和共和党迟迟未在债务上限问题上达成共识。在民主党和共和党持续的拉锯同时，美国国债市场正在给美国债务违约的风险进行定价，将流动性转移到危险月份之外的债务之中。

另外，美联储公布的数据显示，美国储户存款依然在持续流出，显示出银行业的动荡还未完全平息。市场担心这将会使得信贷规模进一步收紧，进而使得整个美国经济将会降温。而美国政府的税收收入水平也将下降，使得非常规措施所能提供的缓冲将被更早用尽，加速美国债务上限问题的到来。

提高债务上限是必然的局面，关键在于美国民主党和共和党有关债务上限的闹剧还要持续多久。一方面，在2022年的美国中期选举中，共和党获得众议院优势地位，这将使得拜登政府在众议院的预算议程审议上困难重重。另一方面，即使拜登政府的预算方案得以在众议院顺利通过表决，但是若拜登政府无法顺利获得参议院的绝对多数（60票）审议表决，那么预算审议的程序将被进一步延长。

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

2023/04/27

期市有风险

入市需谨慎

光期宏观：美国债务上限问题影响几何？

一、美国债务上限闹剧进行时

债务上限可以理解为美国财政部的“信用卡额度”，在债务上限范围内，财政部可自行掌握发债节奏。触及债务上限后，财政部需要向国会申请调高永久性提限或暂停债务上限后方可继续发债。

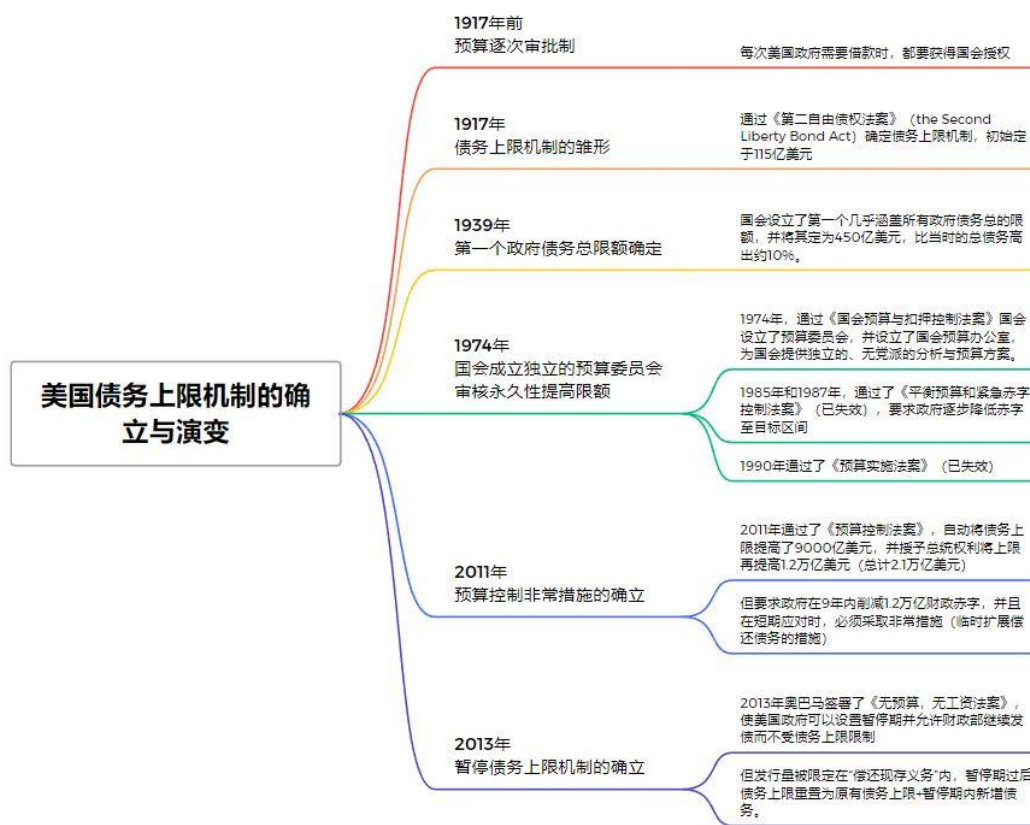
美国联邦债务上限制度由美国国会在 1917 年颁布的《第二次自由债券法案》首次设立。一次世界大战期间，为提高国家机器灵活度，立法者决定授予政府一揽子关于借款的权限，条件为联邦政府（不包括地方政府）的总借款量小于已有的数量限制。1939 年，美国国会通过了《公共债务法案》(Public Debt Act)，首次对各种工具的累计债务总额设定了限制，并在 1941 年将所有联邦借款归入美国财政部，同时也将债务限额提高到 650 亿美元。2011 年的预算控制法案（the Budget Control Act of 2011）自动将债务上限提高了 9000 亿美元，并授予总统权利将上限再提高 1.2 万亿美元，至此债务上限达 16.4 万亿美元。

值得注意的是，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 6 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 2019 年 8 月，特朗普总统通过的《2019 年两党预算法案》(Bipartisan Budget Act of 2019) 暂

停债务上限 2 年，到期日为 2021 年 7 月 31 日。美国国会众议院 2021 年 12 月 15 日通过一项立法，将联邦政府债务上限调高 2.5 万亿美元至 31.4 万亿美元，暂时避免政府债务违约。

图表 1：美国联邦债务上限机制的确立与演变

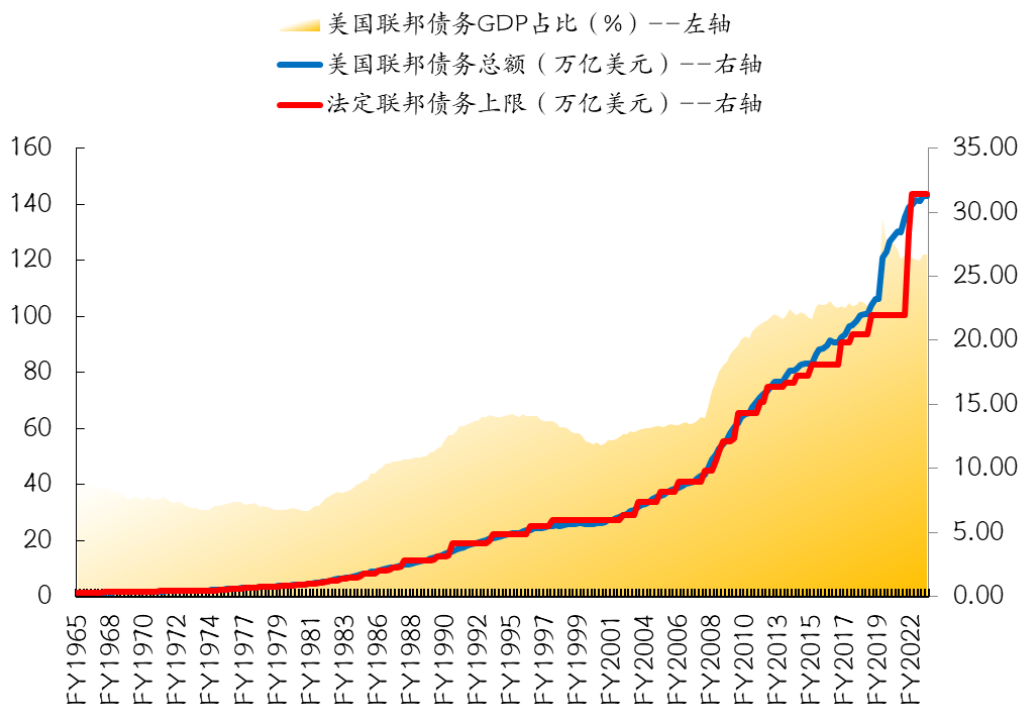


资料来源：CBO、光大期货研究所

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。根据美联储的数据，截至 2022 财年年底，美国政府的债务总额相当于美国 2022 年 GDP 的 120%，为 31.41 万亿。在短暂的突破了 31.38 万亿美元法定债务上限后，今年 1 月美国政府的债务总额回落至 31.34 万亿，并保持至今。随着美国政府为了应对通胀而不断提高基准利率，再加上为了推进制造业回流美国等，未来美国联邦债务规模必定

水涨船高，市场对于美国联邦债务违约风险的担忧也在不断上升。

图表 2：美国联邦债务法定上限及债务总额



资料来源：美联储、光大期货研究所

注：FY=fiscal year 财政年度

在国会立法能够提高上限之前，财政部无法新增发债，因此财政部只能开始采取非常规措施（extraordinary measures）来开源节流。财政部非常规措施预计包括限制未偿还债务规模为财政部提供额外的借贷空间（大约 3000 亿），使用现金储备（Treasury General Account, TGA 账户）继续为政府运营提供资金（大约 4000 亿，截至 1 月 20 日），以及调整一些非必要支出的顺序。然而，使用非常规措施只是暂时为债务违约问题提供缓冲的时间，一旦财政部的现金储备耗尽，并且债务上限无法及时上调，财政部将无法支付大额固定支出项目，政府工作也将陷入瘫痪。虽然美国政府从未发生过实质性违约事件，但这种严重的技术性违约，仍可能会对美国经济产生灾难性影响。

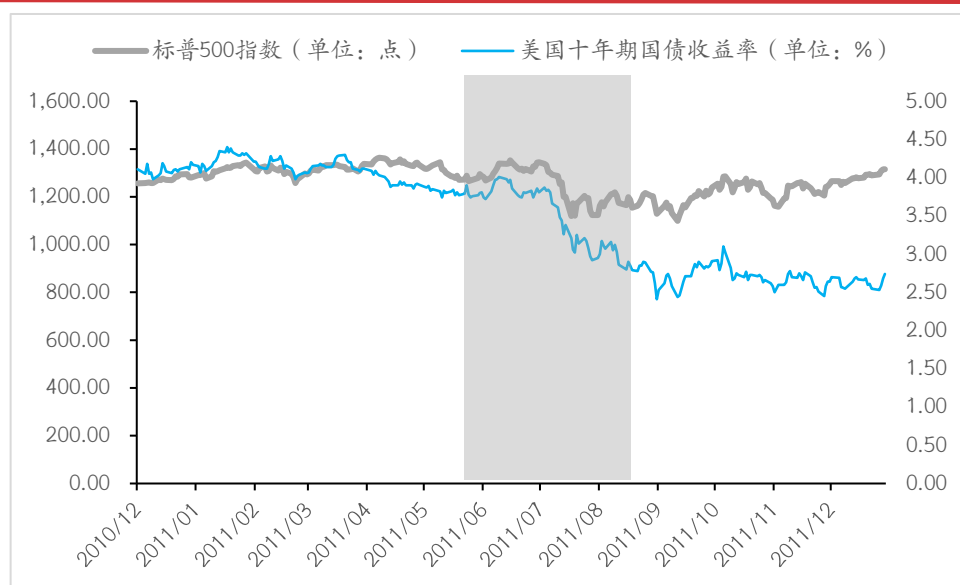
图表 3：财政部固定大额支出项目

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	1000
医疗保险福利	每月第一天	每月 1 次	400
政府工作人员及退休人员福利	每月第一天	每月 1 次	250
利息支出	每月月中及月末	每月 2 次	金额不等

资料来源：CBO、光大期货研究所

早在奥巴马政府时期，美国债务曾于 2011 年 5 月 16 日达到 14.3 万亿美元法定上限，而两党迟迟没有达成新的预算和债务协议，导致 7 月标准普尔和穆迪两家评级机构把美国主权国债放入负面评级观察名单。直至 2011 年 8 月 2 日违约前数小时，国会才提高债务上限和削减赤字法案，但标普仍于 8 月 5 日宣布美国主权债务评级从“AAA”下调为“AA+”，全球金融市场在此期间受到了显著冲击，标普 500 指数单日创下自 2008 年以来的最大日跌幅 6.66%。同时，由于投资者对于美国经济前景以及债务风险的担忧占据上风，十年期美债收益率出现下行。

图表 4：2011 年债务危机期间的标普 500 指数和美国长期债券收益率表现

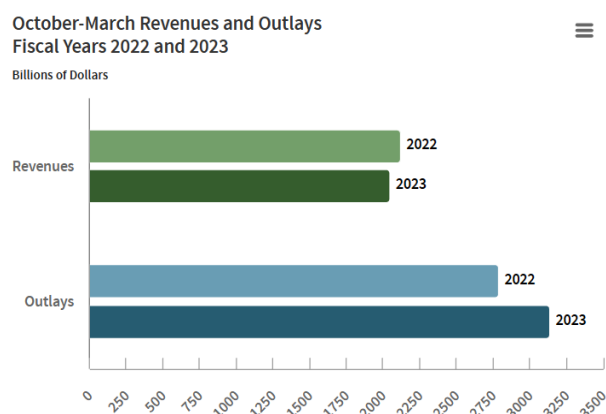


资料来源：WIND、光大期货研究所

当前随着经济衰退担忧加剧，美国政府税收进一步疲软，但支出依旧在升高，美国政府债务的

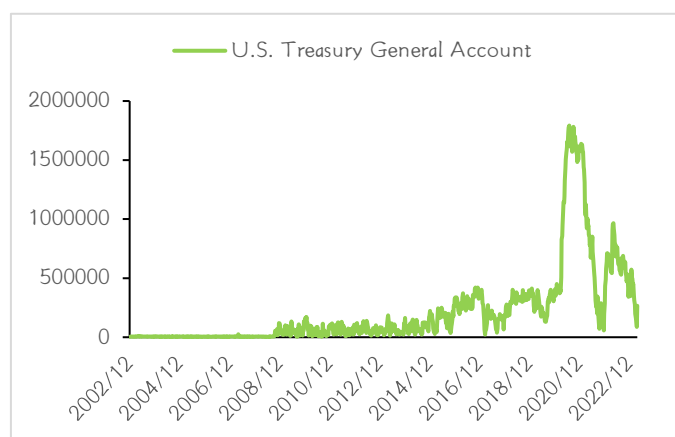
技术性债务违约时间预测将会提前，债务上限能否及时得到解决很重要。据美国国会预算办公室最新发布的报告显示，2023 财年前 6 个月，美国联邦财政预算赤字较去年同期的 4300 亿美元，增加约 3580 亿美元，至 1.1 万亿美元。而前 6 个月美国联邦财政收入从去年同期的 2.121 万亿美元下降 4%，至 2.048 万亿美元。而财政部的现金储备也即将耗尽，现金账户余额仅剩 2650 亿美元。

图表 5：美国最新预算赤字



资料来源：CBO、光大期货研究所

图表 6：财政部 TGA 账户余额（单位：百万美元）



资料来源：WIND、光大期货研究所

虽然提高债务上限是必然的局面，但是美国民主党和共和党有关债务上限的闹剧还要持续多久，以及如何“讨价还价”将是未来两个月的重点关注点。

国会众议院方面，在 2022 年的美国中期选举中，共和党获得众议院优势地位，也意味着共和党提出的提案将更容易在众议院获得表决通过，也将使得拜登政府在众议院的预算议程审议上困难重重。据美国《国会山报》报道，当地时间 4 月 26 日，美国众议院共和党人通过了众议长麦卡锡提出的债务上限法案《限制、节约、增长法案》，该提案提议提高美国 31.4 万亿美元的债务上限，以换取大幅削减政府支出，包括学生贷款的免除、绿色能源的税收补贴以及对于税务工作人员的支出补贴，这些减少的支出项目无一不是针对拜登政府此前提出的多项经济刺激计划。由此可以看出，拜登政府和共和党人的协商之路仍将继续一段时间。

国会参议院方面,即使拜登政府的预算方案或者经过协商和妥协的方案得以在众议院顺利通过表决,若拜登政府无法顺利获得参议院的绝对多数(60票)审议表决,那么预算审议的程序将被进一步延长。虽然拜登政府可以通过预算调解程序,在参议院以简单多数票表决通过。

另外,拜登政府可能会选择援引 2011 年的预算控制法案以总统权利将上限再提高 1.2 万亿美元,来为债务上限谈判争取时间。但考虑到 2024 年是美国的大选之年,为了维护政府的权威形象,不到最后时刻,拜登政府应该不会主动选择这条路。

图表 7: 美国债务上限比较可能通过预算调解程序得到解决



资料来源: CBO、光大期货研究所

二、 僵局未解引发债务违约风险担忧增加

1、美债主权 CDS 价格大涨

美国自今年 1 月正式触及债务上限以来,虽然美国财政部长耶伦早已对债务风险连番警告,但美国国会直到现在仍陷在两党的口水战中,债务上限的协商并没有实质性地推动进展。美国财政部给出的估计显示,在今年 6 月末到 7 月之间包括美国财政部一般账户(TGA)的现金在内的非常规措施所能提供的缓冲将被用尽,出现技术性债务违约,这场关于债务上限的争论正持续引发市场的担忧。

根据彭博社的数据显示，交易员们正在给美国短期债务违约的风险进行定价。其中，截至 4 月 25 日，一年期美国主权 CDS 的价格已从年初的 16bp 上升至 156.95bp，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，也达到了十多年来的最高水平，为 60.43bp，与 2011 年的水平基本持平（62.06bp）。

图表 8：一年期美国主权 CDS（单位：bp）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表 9：五年期美国主权 CDS（单位：bp）

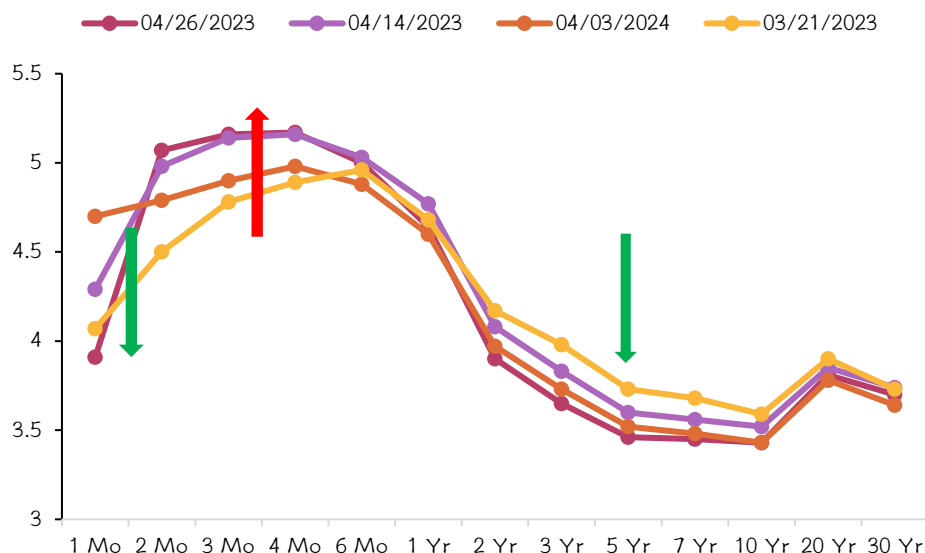


资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

2、短端美债收益率大幅上行

同时，美国国债市场上的空头已开始提前部署，将流动性转移到危险月份之外的债务之中。自银行业危机以来，一个月期限的美国国债收益率持续下跌，截至4月26日收3.91%。而2-4个月期限的国债收益率持续走高，其中两个月期限的国债收益率上涨幅度最大，银行危机以来至4月26日期间上涨57bp收于5.08%，一个月期和二个月期国债之间的价差已经超过100基点。长端利率出现明显下行。

图表 10：美国各期限国债收益率（单位：%）



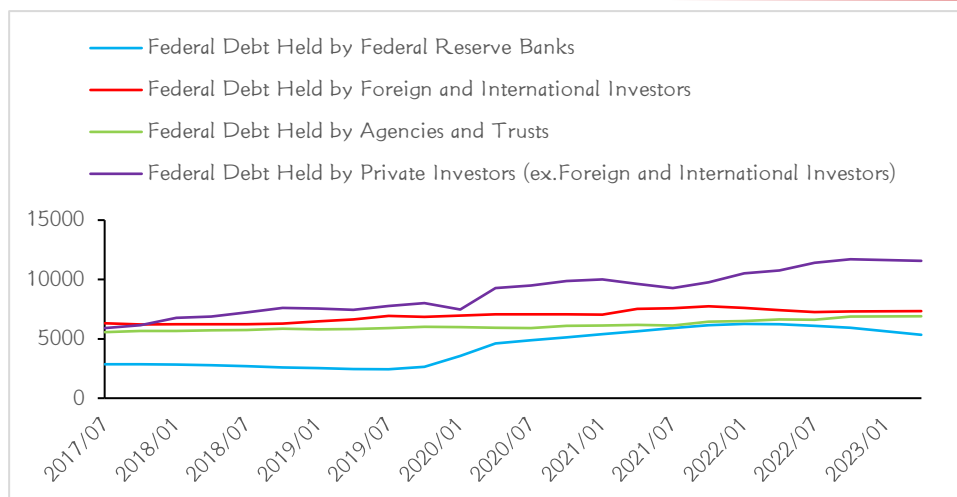
资料来源：美国财政部、光大期货研究所

3、外国央行减持美债

另外，各国央行也在持续减持美债，提前应对美债违约风险。最新国际资本流动报告（TIC）显示今年2月海外投资者持有的美国国债规模环比下降589亿美元，至7.34万亿美元。其中，日本持有的美国国债规模为1.08万亿美元，较1月份环比下降226亿美元。中国连续7个月减持美债，持有的美国国债规模为8488亿美元，较1月份环比减少106亿美元。2月如此多国家集体减

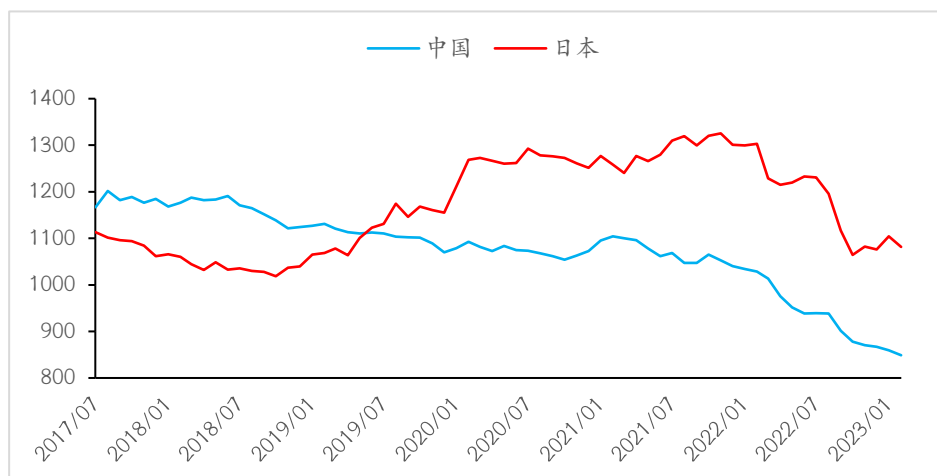
持美债，一方面是美联储持续加息令美债价格下跌，导致海外央行不得不减持美债避险，另一方面是美债技术性违约几率上升，迫使各国提前做出应对策略。

图表 11：美国债务持有者（单位：十亿美元）



资料来源：美联储、光大期货研究所

图表 12：中国及日本持有美债规模（单位：十亿美元）



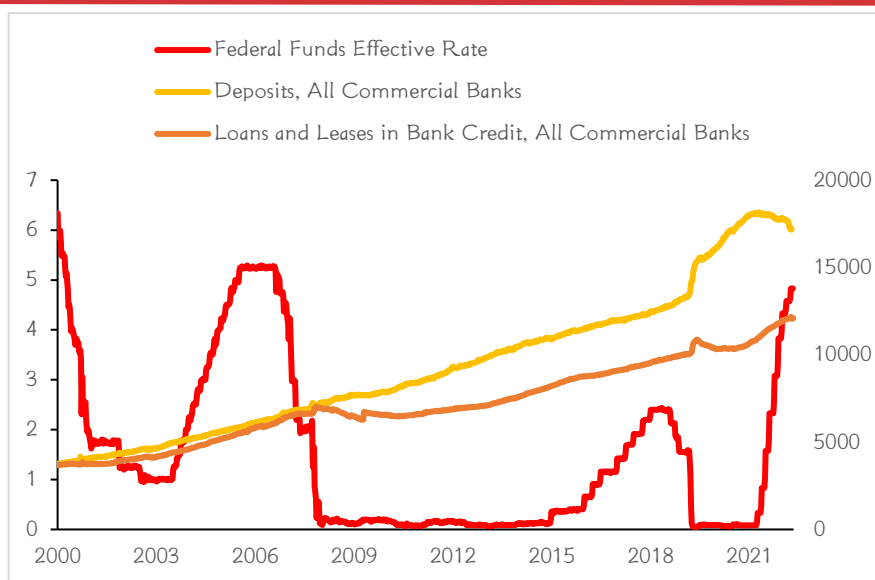
资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

三、 美联储面临通胀及金融风险双重挑战

美联储发布最新数据显示，美联储披露的最新周度商业银行资产负债表 H.8 显示，自银行

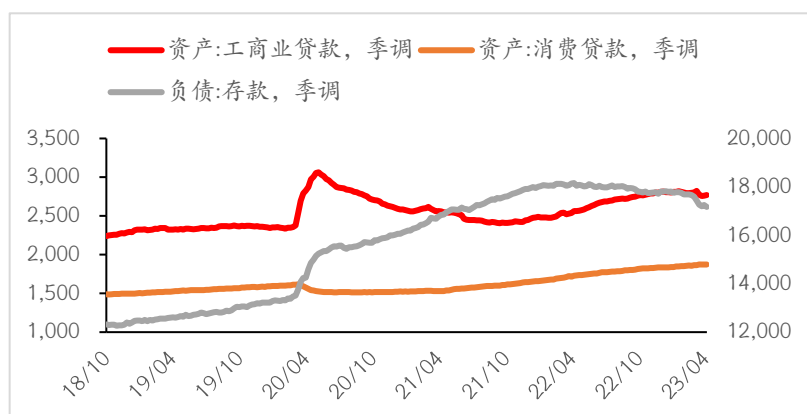
业危机以来，部分客户将资金转移至大型金融机构，部分客户转投货币市场基金等工具以寻求更高收益，信贷需求出现疲软现象。面对信贷紧缩状况，美国金融监管部门似乎尚未找到有效的解决方案。虽然，美联储已通过贴现窗口借款与银行定期融资计划（Bank Term Funding Program）等渠道，在信贷资金供给端向美国银行业提供大量资金，但在需求端，美联储或许只能提前结束加息以改善金融市场收紧状况，进而驱动信贷需求回升，但此举可能令通胀压力再度回升，令美联储此前抗通胀努力归零。截至 4 月 27 日，彭博 WIRP 利率预测工具显示，美联储在 5 月 3 日的议息会议中加息 25bp 的概率为 80.7%，短期内如果不发生更大的金融风险事件，美联储或不会轻易降息，美联储或采取“高利率+临时扩表”组合来应对通胀与金融风险的双重挑战。

图表 13：美国商业银行存款与信贷（单位：百万美元）



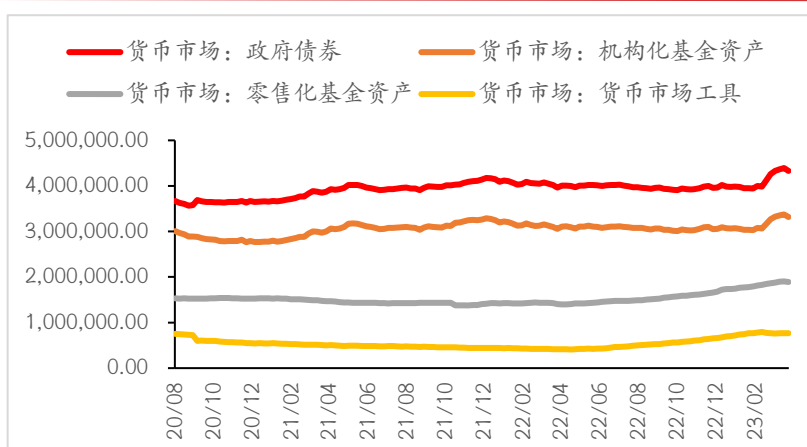
资料来源：美联储、光大期货研究所

图表 14：美国商业银行资产负债情况（单位：百万美元）



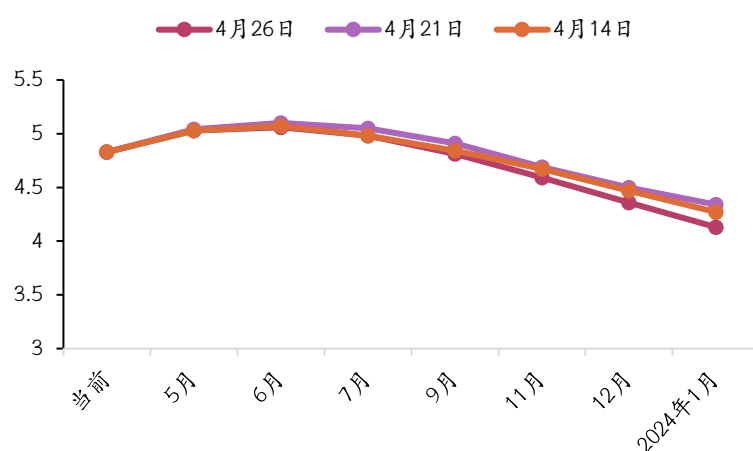
资料来源：美联储、光大期货研究所

图表 15：美国货币市场（单位：百万美元）



资料来源：美联储、光大期货研究所

图表 16：美联储加息预期（单位：%）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

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。