

【华观全球】美国债务上限到期，后果与影响几何

引言

2023年6月，美国国会通过了《财政责任法案》，将联邦政府债务上限暂停至2025年的1月1日。如今，债务暂停时间已至，上限问题却依然没有得到解决。这意味着，美国财政与经济在2025年依然面临来自美国债务上限带来的威胁。

同时，美国债务上限问题一直是全球金融市场关注的焦点，随着美国国债规模突破36万亿美元，市场对美国政府可能无法履行其财政义务的担忧也在加剧。如何在不违约的情况下，维持财政资金的流动性和支付能力是当前美国政府面临着的严峻现实问题。这一问题不仅关系到美国国内的金融市场，还可能对全球金融市场产生深远影响。

本文将探讨美国债务上限问题的影响、应对措施，以及本次债务上限对经济与金融市场的影响。

宏观汇率专题报告

作者姓名：朱冠华

电话：023-81157336

期货交易咨询从业信息：Z0019503

发布日期：2025 年 1 月 22 日

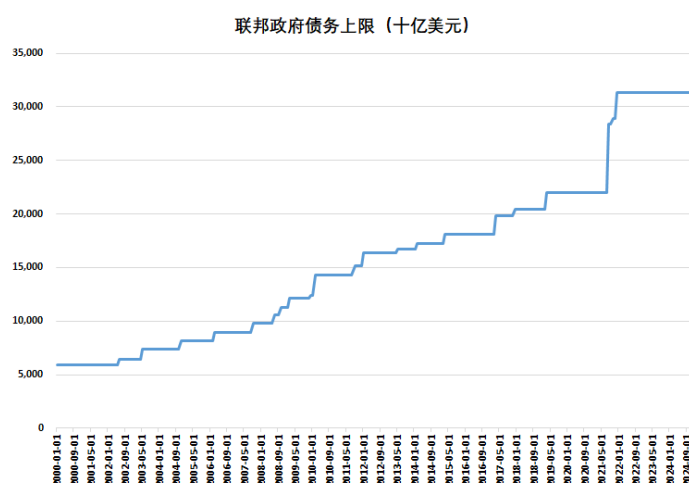
报告体系

日报	每日 8 点 50 前发布
周报	每周日上午 10 点前发布
事件点评	重要事件发布后 1 天内
专题报告	不定期发布

债务上限威胁几何

（一）美国债务上限问题日益严重

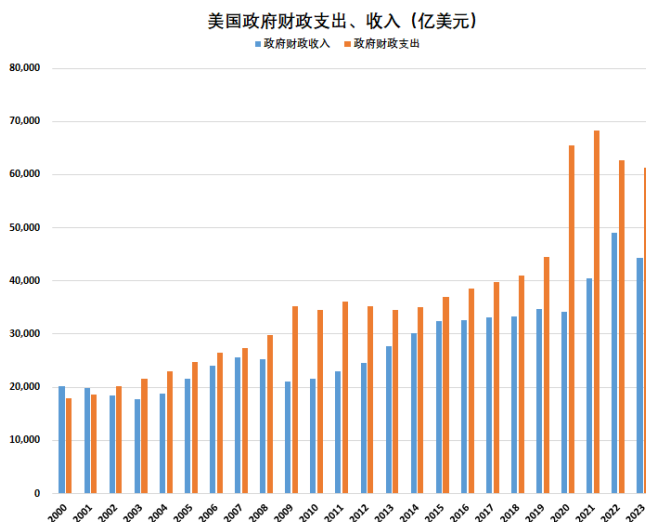
债务上限，即国会设定的美国财政部可以借入的最高金额，以支付政府的账单和义务。美国国会于1917年首次引入这个概念，目的是为第一次世界大战中的动员工作提供资金。自国会在1939年首次设定了450亿美元的债务上限以来，美国的债务上限一直在不断提高，到目前为止这一上限已经提高了103次。



来源：同花顺，中信建投期货

债务上限设立之初主要是为了控制联邦政府财政赤字、防止政府过度举债、维护国家信用体系。通过法律手段限制联邦政府借款能力，不仅可以防止政府过度举债，也能形成对债权人的一种信用宣告，维护美国政府偿债信用并间接维护美元地位。除此之外，对债务设置合理的上限可以一定程度上简化政府发债流程、通过限制政府的过度支出来方便政府融资。

但近年来，美国财政收支缺口越发扩大。一方面，新冠疫情冲击、阿富汗、伊拉克战争等外部因素，以及拜登政府推出的大规模基建政策使得美国政府背负了庞大的支出压力，另一方面，小布什政府、特朗普政府的减税政策持续导致了美国财政收入难以匹配支出的扩张。



来源：同花顺，中信建投期货

财政支出的积极扩张与财政收入的有限增长，使得美国财政赤字不断膨胀，这也造成了债务上限问题屡次出现。自2013-2023的十年里，美国两党针对债务上限问题经历了8次交锋，其背后便是债务上限问题的愈演愈烈。

（二）债务上限触发的后果

触及债务上限之后，美国政府将无法通过举债抵补财政收支缺口，此时可以动用后备资金进行缺口补足，维持正常财政支出。但随着时间推移，后备资金耗尽后财政支出也将面临资金不足的情况，其可能造成政府停摆与债务违约两种后果。

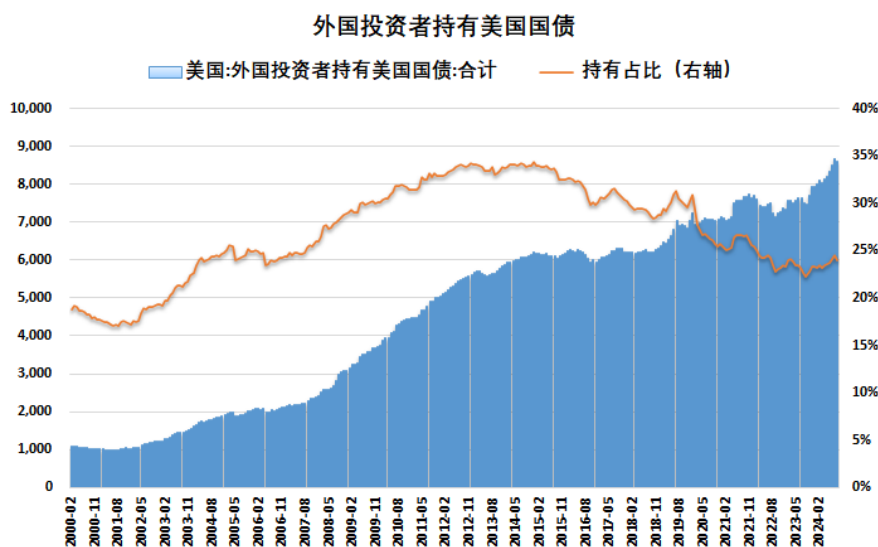
首先是政府“停摆”，这是指政府缺乏资金时为缩减支出而暂时关闭一些非核心服务和部门。触及债务上限后，美国政府面临着发债能力受限造成的收不抵支问题。考虑到政府“停摆”仅暂停非必要支出，停摆期间仍会保持偿债行为以避免债务违约。债务上限触发且可用资金耗尽后，比起直接暂停偿债，政府很可能会利用“停摆”手段削减支出争取时间。

政府“停摆”会给经济社会带来一定的影响，但影响程度和范围有限。根据美国国会管理与预算办公室统筹下各机构发布的关门计划，政府“停摆”不会影响到包括公共安全活动、边境保护、军队武装、电网维护、

执法以及立法在内的必要支出项目，也不会影响到保障社会正常运转的职能部门。根据巴克莱银行的测算，美国联邦政府“停摆”会使GDP减少约0.1%/每周，但政府恢复运营后这一降幅会被弥补。高盛认为联邦政府“停摆”影响主要在于减缓经济活动、间接抑制国内消费者的支出，但不会明显增加美国经济衰退的风险。

其次是债务违约，如果债务上限问题长期无法得到解决，政府暂停偿债造成的债务违约会对经济社会产生广泛而深远的负面影响。

美国国债收益率是全球金融市场的重要组成部分，也是金融市场的重要定价基准。美国国债违约造成其价值的大幅下跌一方面会严重打击国内市场资产价格，造成金融市场动荡，抑制美国经济增长甚至引发衰退。与此同时，持有美国国债占比达到25%的海外投资者也将面临大幅损失，美债违约会使得这些投资者抛售持有的美债及其他美元资产，对美元乃至全球外汇市场形成冲击进而影响全球经济的稳定。



来源：同花顺，中信建投期货

鉴于债务上限问题可能引发的国内经济与国际市场的严重后果，美国政府在历史上均采取了有效手段避免资金耗尽导致政府停摆与债务违约。因此，对于本次债务上限问题，需要观察的重点实际上在于美国政府采取的应对措施。

债务上限的应对

债务上限的应对措施可以分为以下两种，第一种是在债务上限到来之前及时提高或暂停债务上限，第二种触及债务上限后使用替代资金维持政府运转。

（一）债务上限来临前——立法提高或暂停债务上限

历史上债务上限问题的解决大多是通过立法行动暂停或提高上限。自1939年美国国会首次设定450亿美元的债务上限以来，这一上限已经历了103次调整。

提高债务上限是解决债务上限问题最主要的方式。最近的一次债务上限的提高是在2021年。8月初债务上限暂停期结束后，拜登政府在10月14日签署协议提高债务上限至28.88万亿美元。同年12月又因政府支出增长过快再次将债务上限提高了2.5万亿美元。

美国债务上限解决情况				
时间	参议院	众议院	政府	解决方法
1993	民主党	民主党	民主党	提高上限
1996	共和党	共和党	民主党	提高上限
1997	共和党	共和党	民主党	提高上限
2002	民主党	共和党	共和党	提高上限
2003	民主党	共和党	共和党	提高上限
2004	共和党	共和党	共和党	提高上限
2006	共和党	共和党	共和党	提高上限
2007	民主党	民主党	共和党	提高上限
2008	民主党	民主党	共和党	提高上限
2009	民主党	民主党	民主党	提高上限
2010	民主党	民主党	民主党	提高上限
2011	民主党	共和党	民主党	提高上限
2013	民主党	共和党	民主党	暂停上限
2014	民主党	共和党	民主党	暂停上限
2015	共和党	共和党	民主党	暂停上限
2017	共和党	共和党	共和党	暂停上限
2018	共和党	共和党	共和党	暂停上限
2019	共和党	民主党	共和党	暂停上限

2021	民主党	民主党	民主党	提高上限
2023	民主党	共和党	民主党	暂停上限

来源：美国财政部，中信建投期货

当美国内部就债务上限提高无法达成一致时，还可以通过暂停债务上限维持支出。暂停期间财政部可继续发债以满足预算，暂停期结束后，债务上限自动调整为原有债务上限及暂停期间新发债务之和。2013年奥巴马首次将债务上限从2月4日暂停至5月18日。此后，债务上限又连续暂停了5次，使得暂停上限成为了近些年来的重要应对措施。

本次债务上限到来之前，美国国会已经就是否提高或暂停债务上限进行了商讨，但未能在到期日前达成解决方案。

实际上，美国国会内部的分化是本次债务上限问题没能及时解决的根源。在两党斗争中，债务上限已经成为了政治讨价还价的筹码。在近几次的协商中，民主党人呼吁废除债务上限，称共和党人利用这一上限作为武器，迫使他们同意削减开支。共和党人支持维持债务上限，作为对政府支出的约束。两党利益无法平衡，债务上限问题就无法解决。

在到期日前如果未能达成提高或者暂停上限的协议，债务上限被触发后就需要利用替代资金保证政府正常的运转。

（二）触及债务上限后——使用替代资金来源

触及债务上限后，财政部通常会首先使用其证券及基金储备为政府运转提供额外的资金。

2025年1月2日，联邦政府通过赎回其持有的证券减少了540亿美元的债务总额。美国财政部长耶伦致信国会领导人表示，这一额外资金会在1月14日至23日被用尽，之后需要采取特别措施以避免联邦政府陷入债务违约。

On January 2, 2025, the new debt limit will be established at the amount of outstanding debt subject to the statutory limit at the end of the previous day. However, on January 2, the outstanding debt subject to the limit is projected to decrease by approximately \$54 billion, mostly due to a scheduled redemption of nonmarketable securities held by a federal trust fund associated with Medicare payments. As a result, the debt is currently projected to temporarily decrease, and accordingly, Treasury does not expect that it will be necessary to start taking extraordinary measures on January 2 to prevent the United States from defaulting on its obligations. Treasury currently expects to reach the new limit between January 14 and January 23, at which time it will be necessary for Treasury to start taking extraordinary measures.

I respectfully urge Congress to act to protect the full faith and credit of the United States.

Sincerely,



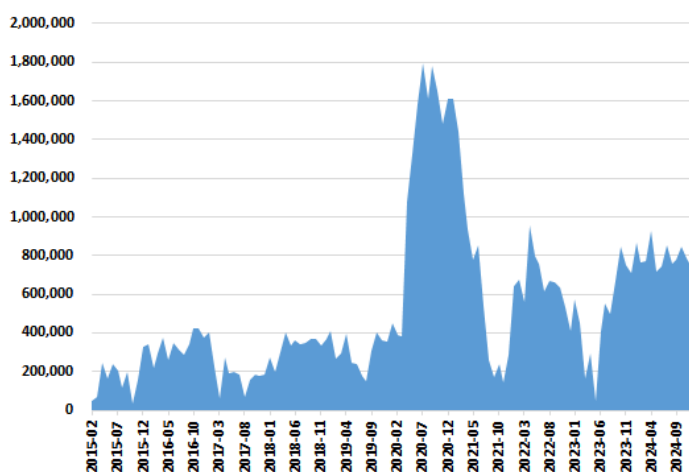
Janet L. Yellen

来源：美国财政部，中信建投期货

耶伦提出的特别措施是指财政部利用其基金储备为政府正常运转提供资金来源，这通常包含以下三种方式：首先，减少对于Thrift Savings Plan（TSP）的再投资。TSP是针对美国联邦雇员及军职人员设立的一项退休储蓄和投资计划，TSP计划中用于投资美国国债的部分将被用作特别措施的资金来源。其次，利用外汇稳定基金中的资金。该基金主要用于外汇市场干预、支持美元稳定和应对国际金融危机。最后，公务员退休及伤残基金。该基金为退休和残疾的联邦雇员提供固定福利，政府可以通过将其到期证券展期至债务限额提高之后减少所面临的债务压力。

证券及基金储备耗尽后，财政部还可以使用TGA账户余额在达成新债务协议之前维持政府支出。

美国财政部TGA账户余额（百万美元）



来源：同花顺，中信建投期货

TGA账户是财政部用于存放税收等政府收入和支付政府支出的一般账户，其通常会维持适当的现金余额以确保联邦政府的正常运作。相较证券及基金储备，TGA账户的可用资金规模通常可以帮助美国政府维持更长的运转，是防止债务上限问题转化为实际风险的最后一道防线。

本次债务上限影响预计有限

如前所述，如果美国政府触及债务上限，首先会通过税收、特别措施和现金余额提供暂时的资金来源以维持正常的政府运转。当所有可用资金消耗完后，政府不得不暂时“停摆”以削减支出。若债务上限问题长期得不到解决，政府暂停偿债就会造成债务违约，给经济社会造成较大的冲击。但考虑到本次债务上限被触及后政府可用资金较为充足、近年来市场对于债务上限交易意愿降低且共和党掌控两院后很可能达成新债务上限，可以预期，本次债务上限危机带来的影响会是有限的。

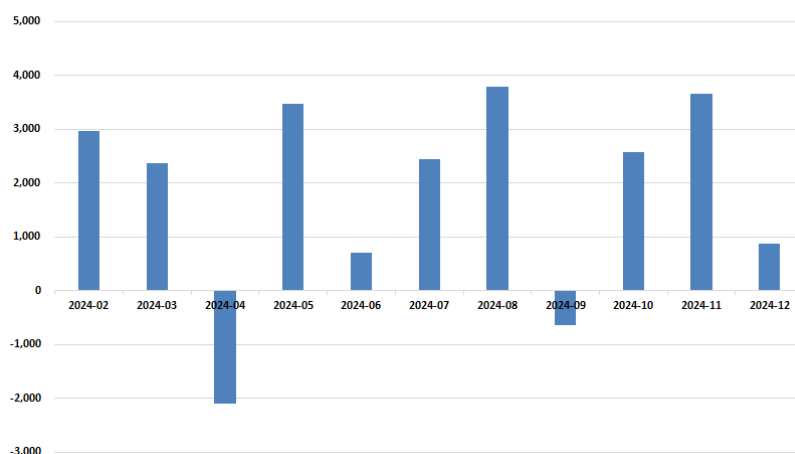
（一）充足的可用资金为债务上限谈判争取时间

按照本次债务上限触发时的可用资金规模和后续支出速度进行测算，本次债务上限的应对期限将会推迟到今年7、8月份，给美国政府充足的应对时间。

可用资金规模方面，首先，政府证券的赎回会带来540亿美元的可用资金；其次，参考包括巴克莱公司在内的估计，财政部所使用的特别措施能够提供约3200亿美元的额外资金；最后，加上截至2024年12月31日7350亿美元的财政部TGA账户余额，在1月1日触及债务上限后，美国财政部能动用的替代资金约为11090亿美元。

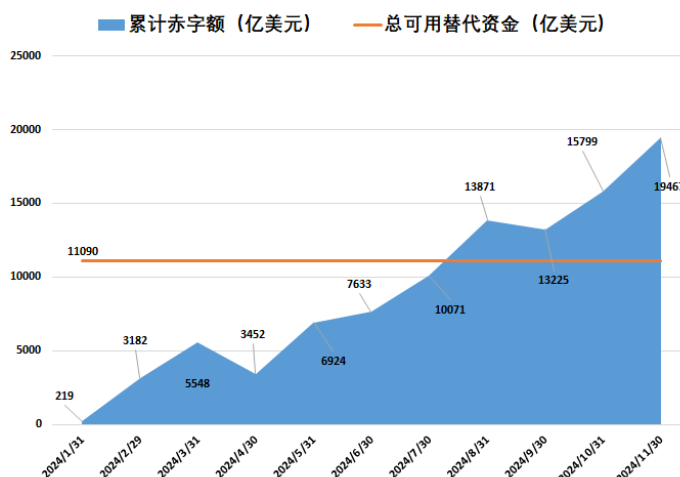
对于2025年美国政府可能的支出，参考2024年的月度财政赤字做出估计。从去年赤字水平看，预计政府财政赤字累积额在2025年的7月将会达到10070亿美元，接近11090亿美元的总可用资金额，并在8月累计赤字额达到13871亿美元前超过这一额度。

2024年美国政府月度财政赤字(亿美元)



来源：同花顺，中信建投期货

政府赤字累计额与可用替代资金



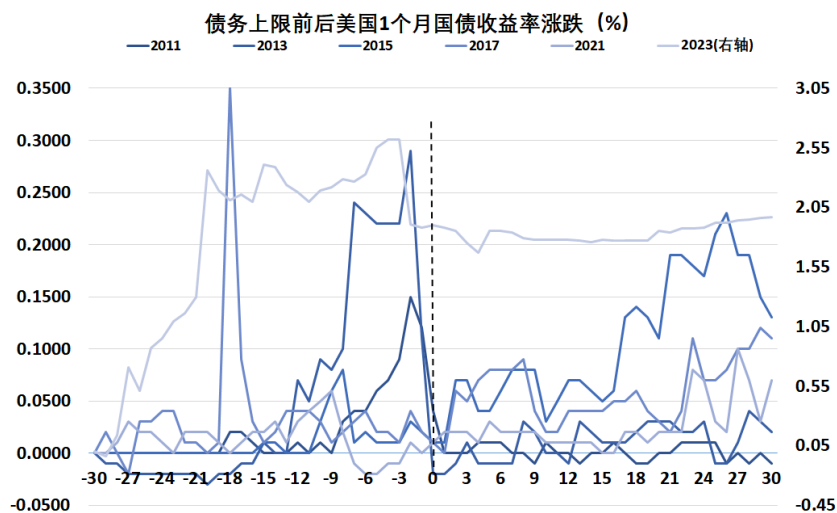
来源：同花顺，中信建投期货

根据上述计算，美国联邦政府所面临的债务上限预期将会在2025年的7月中旬触发，这一时间点也与高盛报告中“债务上限行动的最终期限可能要到2025年7月至8月”的判断一致，美国政府的应对时间较为充裕。

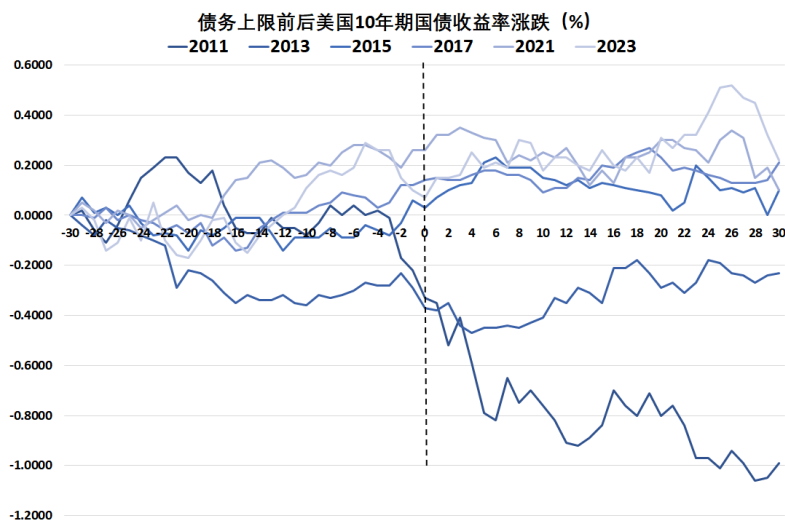
（二）市场对于债务上限交易降温

与此同时，由于美国国会两党长期就债务上限问题拉扯，一次次的“狼来了”的故事使得市场对于债务上限问题的交易意愿不断下降，这将进一步削弱本次债务上限危机带来的影响。

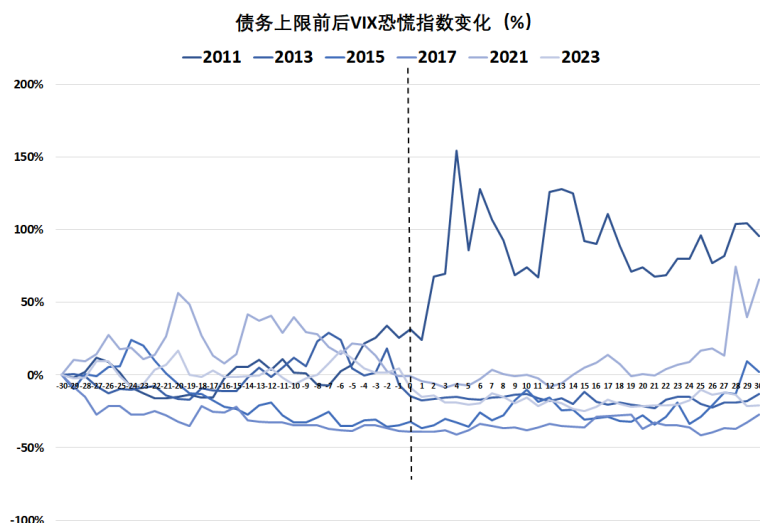
观察2011年以来触及债务上限前后30天内的各种金融指标可以发现，2013年及以前债务上限危机会造成触发日前后1-2周内市场的恐慌交易与平复，但这一趋势从2013年后不断减弱。



来源：同花顺，中信建投期货



来源：同花顺，中信建投期货



来源：同花顺，中信建投期货

2013年及以前，1个月美国国债收益率在债务上限触发前大幅涨跌，10年期美国国债收益率在触发前后均有较大幅度下降，显示出市场参与主体对于债务上限触发的担忧及触发后市场状况的负面预期。而在距离较近的2021和2023年，债务上限触发前后基本没有引发美国国债收益率波动。此外，对比2011年以来债务上限前后VIX恐慌指数的变化可以发现，仅在2011年和2013年的两次债务上限危机中，VIX指数有显著的上升，其他年份市场也并未出现明显的恐慌。

（三）国会就调整债务上限达成一致的概率较高

回顾历史，从2011年以来，两党多次围绕着债务上限这一政治博弈重要筹码激烈交锋，但是不管博弈和解决过程如何曲折激烈，最终都会通过提高或暂停债务上限来维持美国国家信用的底线。因此，正常情形下，在2025年年中，所有可用资金耗尽前，美国国会大概率会通过暂停或提高上限的法案。

同时，在特朗普任期开启后，参议院、众议院、总统都将由共和党控制。国会内部相对统一的背景下，国会可能更加容易就债务上限问题达成一致。主要风险在与共和党内部对债务上限的态度仍有分歧，这可能成为本次债务上限问题唯一的风险点。

结语

总的来看，债务上限问题可能造成较为严重的后果，即到期可用资金耗尽可能带来政府削减支出部分“停摆”，甚至演化为暂停偿债与债务违约的后果。

但是，通过对本次债务上限到期后可用资金和开支水平的测算，我们预计2025年7月中旬将会是美国政府调整债务上限的最后期限，这也意味着给与国会的应对时间较为充裕。同时，从各项金融指标上看，近年来市场参与者在债务上限问题上交易意愿不断下降。因此，我们认为，本次债务上限危机对于美国国内与全球市场的影响会是有限的。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。