



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

市场策略简报

证券研究报告

2011 年 4 月 20 日

海外市场

研究部

李志勇

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080511010005

lizy@cicc.com.cn

徐 炜

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080511010006

xuwei@cicc.com.cn

短期内美国不会爆发债务危机

评标普调降美国长期信用评级前景

事件：

信用评级服务机构标准普尔 4 月 18 日公布了一份声明，将美国“AAA”长期信用评级的评级前景从“稳定”（Stable）调降至“负面”（Negative），这意味着该机构可能会在未来 6 到 12 个月时间里调降美国主权信用评级。受此影响，美股全面收低，道指蒙受了 3 月 16 日以来最大单日跌幅。

下调原因是，标普认为当前美国经济复苏和美元的储备货币地位等有利因素并不能够完全抵销美国未来两年时间里所面临的信用风险。此外，美国政府仍未能就如何扭转最近财政恶化或解决更长期财务压力的问题达成一致。

美国官方反应：白宫经济顾问委员会主席 Goolsbee 对此不屑一顾，称这其中有政治意图，无需过分看重。财政部则发表一份声明，称标准普尔低估了美国国会和白宫解决财政问题的能力。美国财长 Geithner 也表示，美国国债没有失去“AAA”评级的风险。

评论：

美国确实存在严重的高赤字和高债务问题。美国的债务问题由来已久。金融危机期间为了拯救美国经济，美联储采取了史无前例的量化宽松措施，而美国政府也不得不扩大赤字、增加政府支出刺激经济。事实上，这些政策也成功地使美国金融系统避免了崩溃的生存危机，美国经济也走上了可持续的复苏之路。美国国债总额也出现爆发性增长，目前达到了 14.31 万亿美元，占 GDP 比重 97%。如果美国不能有效地削减财政赤字和降低债务水平，美国国债问题将是影响全球经济和金融市场最大的系统性风险。实际上，我们早在 2010 年度策略展望中就已经提到过，美国有可能失去其“AAA”评级，美国国债的收益率也有可能超过蓝筹公司发行的公司债的收益率（详见 2009 年 11 月 23 日，《2010 年国际金融市场展望》）。

短期内美国不会陷入债务危机。但是，鉴于美国在国际经济体系的特殊地位，美国国债仍然被认为是最为安全的金融资产之一。首先，美国虽然债台高筑，仍然可以利用人们对于美国国债的固有印象而推销国债。其次，海外的投资者持有超过 4.3 万亿美元的美国国债，可以说很多国家的央行已经被美国财政部所“绑架”，因此如果美国想继续大规模发债，那些持有大笔美国国债的央行为了避免国债大面积流拍而导致自己的资产大幅缩水，除了继续认购国债以外并没有其它太好的办法。第三，由于美元的特殊地位，美国国债作为避险资产的作用仍然存在，因此全球的投资者对于美国国债仍然有很强需求。尤其是在目前金融市场风险大幅上升（中东和北非乱局、日本地震和欧债危机等）的情况下，美国国债仍将受到青睐。第四，美国拥有一个强大的中央银行，即美联储。美联储可以利用美元的储备货币地位而持续购买国债来货币化美国的债务，事实上美联储的资产购买计划确实压低了国债收益率。因此，和其它很多国家不同，短期内美国并不太容易陷入债务危机。

但是，从中长期来说，投资者如果失去了对于美国国债的信心，则仍可用脚投票，抛弃美国国债而配置其它的资产，因此美国仍需致力于财政政策的正常化和降低债务水平。为达到这一目标，经济复苏的进程是关键。如果经济持续、稳定复苏，则美国的财政赤字将有望降低，市场重新恢复对于美元资产的信心。但如果经济增长受阻，甚至再次陷入衰退，美国爆发债务危机也许只是个时间上的问题。

在这个时间点下调评级前景，标普此举的政治意味大于实质影响。美国 2011 财年自去年 10 月 1 日开始，因国会内部对大幅削减赤字及部分条款存在分歧，致使预算案搁浅半年有余。共和党认为奥巴马政府的赤字削减幅度不够，而奥巴马则表示过度削减赤字会损害美国经济复苏。在多番游说和较量之后，4 月 8 日晚间两党在激烈争辩的最后时刻达成 2011 年预算协议，在距离临时预算到期仅一小时之际避免了联邦政府“关门”的困境。奥巴马总统于 4 月 13 日发布长期削减政府财政赤字方案，提出今后 12 年削减 4 万亿美元赤字。但奥巴马的方案并没有得到共和党的

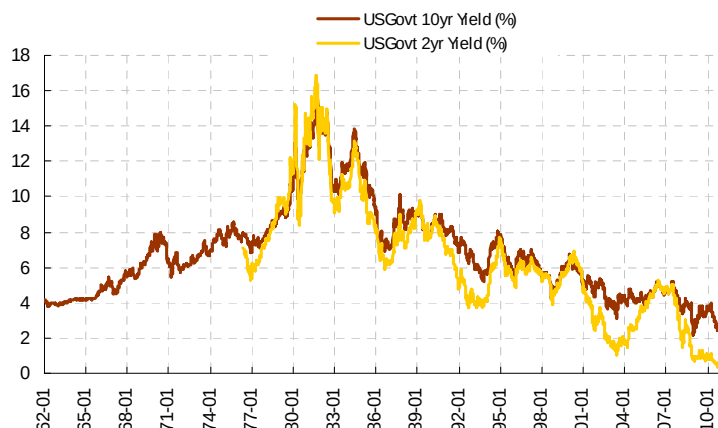
认可。有媒体认为，这份方案缺少具体细节和新意，似乎更注重换取共和党方面合作，甚至涉嫌“讨好”中间选民、为 2012 年总统选举做准备。而标普在调降美国长期信用评级前景声明全文中，也明确指出下调评级前景是基于在大选之后与国会谈判，才有可能就一项中期财政战略达成一致的假设。如果国会与政府就一项全面的预算整顿计划做出某种妥协并进一步达成协议，那么其评级前景将重新调升至“稳定”。从这个角度来说，鉴于美国政府和评级机构长期以来的良好关系，标普此举政治意味大于实质影响，意在引起公众的重视并促进两党就中期财政战略达成一致。

同时，不排除标普此举也是为了减轻美联储的压力。随着美国政府财政刺激政策的逐步退出，继续维系美国经济复苏的重任几乎全都落在了美联储的身上。美联储为了维系仍然脆弱的经济复苏，尤其是支持就业市场的复苏，还将在很长一段时间内维持异常宽松的货币政策，在必要的时候还需要推行新一轮量化宽松政策。但如果美国政府的财政赤字继续维持在高位，美国公共债务继续大幅增加，将引发市场对于美元地位和美国国家信用的担心。在国债有可能发不出去的情况下，美联储不得已还需继续购买。即使不再购买，美联储超发的货币将难以收回。这在未来有可能引发大规模的通货膨胀。对于这种财政政策和货币政策的不均衡性，美联储主席伯南克多有微词，他曾在国会作证时表示，美国政府必须降低财政赤字和债务水平。因此，标普此举也是为了促使政策上更加均衡。

标普此举对于市场的影响或将十分短暂。首先，标普关于美国债务问题的判断全都是市场所共知的，并没有什么新意。其次，从以往的表现来看，信用评级公司的判断并非十分准确，而且往往滞后于市场。最明显的例子就是，以标普和穆迪为代表的评级公司对于房产抵押债券的判断在次贷危机的爆发中起到了关键的作用。第三，美国国债的定价并不依赖于信用评级机构的评级，而是更多地取决于市场上的供求关系。和其它国家的国债不同，作为世界上规模最大和流动性最好的市场之一，美国国债市场的信息充分透明，参与者广泛，短期内投资者的情绪和供求关系才是决定性的因素。这也是为什么在标普将美国国债前景下调为负面之后，国债收益率不涨反跌的原因（欧债危机升级提升了市场的避险需求，投资者因此而买入美国国债）。

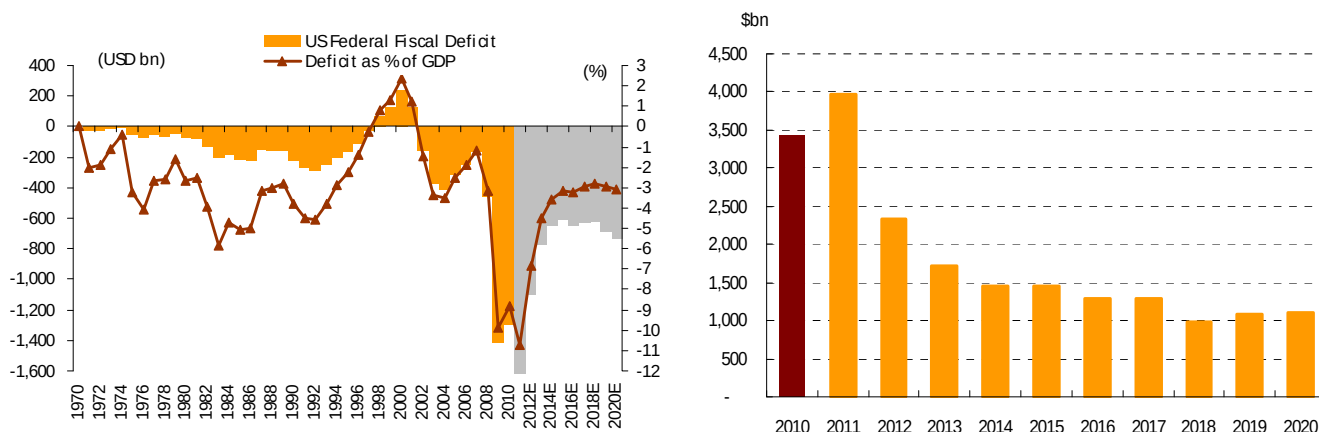
对于美国国债收益率走势的判断。市场上影响国债收益率的因素很多，在诸多因素中，今后较长一段时间内最终起决定性作用的将是国债大量发行而导致供求关系改变。美国在 2010 年发行了 3.44 万亿美元国债，2011 年还将再发行大约 3.98 万亿美元的国债。美国虽短期内不会爆发债务危机，但国债收益率上升将不可避免。实际上，根据 Fisher 公式，如果假设美国的真实利率为 2.5%，当前的通胀预期为 2.6%，那么 10 年期国债的名义利率应该是 5.1%，高出当前的收益率约 1.6 个百分点。我们预计 10 年期国债收益率将继续上扬，尤其是在美联储结束 QE 之后，并在 2011 年底达到 4.0~4.5% 的水平。

图表 1：美国国债收益率处于历史低位



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 2：美国财政赤字短期很难下降（左）和 2011 年国债发行量将达约 4 万亿美元（右）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

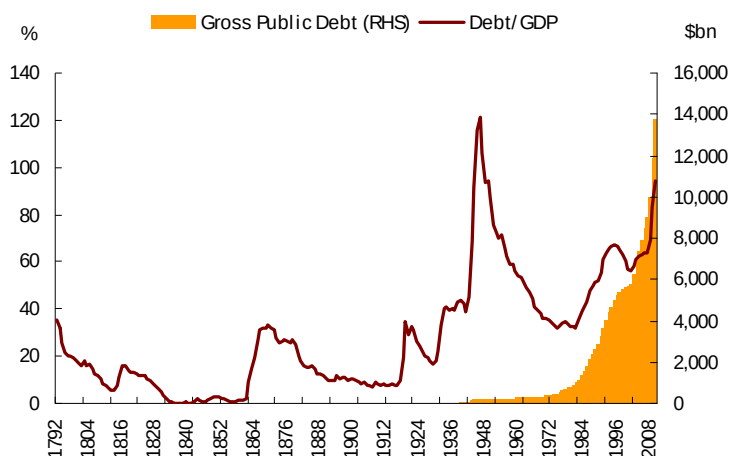
附录：美国国债情况简介

美国债务问题由来已久。美国自建国之初便开始举债。在独立战争中，美国借债来应付战争的需要，并到 1791 年时共负债大约 7500 万美元。在其后的 45 年中，美国国债曾经短暂地缩减到零负债，但又很快地上升到百万美元级别。

美国国债第一次的爆发性地增长发生在南北战争期间。在 1860 年战争开始前，美国的国债只有 6500 万美元，但到 1863 年时即达到了 10 亿美元，并在战争结束时到达了当时创纪录的 27 亿美元。在随后的一个世纪中，美国国债存量上下波动，并最终因为第一次世界大战的缘故在上世纪 20 年代达到了大约 220 亿美元。随后的第二次世界大战和罗斯福总统的新政使得政府赤字急剧增加，并使得国债数额在 1950 年时超过了 2600 亿美元。

在此之后，美国的国债数额大体上以通胀率的速度增长，并在 1980 年达到了 9090 亿美元。在里根和布什执政期，美国国债数额爆炸性地增长了数倍，在 1992 年和 2000 年分别达到了 3 万亿和 3.4 万亿美元。在小布什执政期间，国债从 2001 年的 5.6 万亿美元上涨到了 2008 年的 10.7 万亿美元，和 GDP 的比重从 58% 上升到 70.2%。在奥巴马执掌白宫之后，美国国债继续增加，并在 2010 年底达到了 14.02 万亿美元，和 GDP 的比重为 96.5%。目前，国债余额达到 14.31 万亿美元。

图表 3：美国国债总额在近年来爆发性增长



资料来源：BEA, TreasuryDirect, 中金公司研究部

美国债务的结构。美国联邦政府债务一般意义上来说以美国财政部所发行的债券形式存在，即美国国债。美国国债实际上分为两部分。第一部分是公众所持有的国债，目前这部分有 9.68 万亿美元，占总债务的 68%；其余部分为政府内部所持有，主要包括医疗保险基金（Medicare Trust Fund）、政府职员社会保障基金等，共有 4.63 万亿美元，占总债务的 32%。根据财政部的统计，在公众所持有的美国国债中，海外的投资者约持有 46%，约 4.47 万亿美元，而剩下 54% 的被国内的投资者和美联储所持有。在海外持有的债券中，约 70% 被外国的中央银行所持有，约 3.16 万亿美元，其中最主要的持有者分别是中国、日本、英国和石油输出国。截止 2011 年 2 月，中国共持有 1.15 万亿美元，日本持有 8903 亿美元。除此之外，美国政府资产负债表外还承担了大量的债务责任，如在某些全国性项目中的未来义务包括社会保险、医药补助等。据统计，美国联邦政府债务责任可达 50 万亿美元以上。

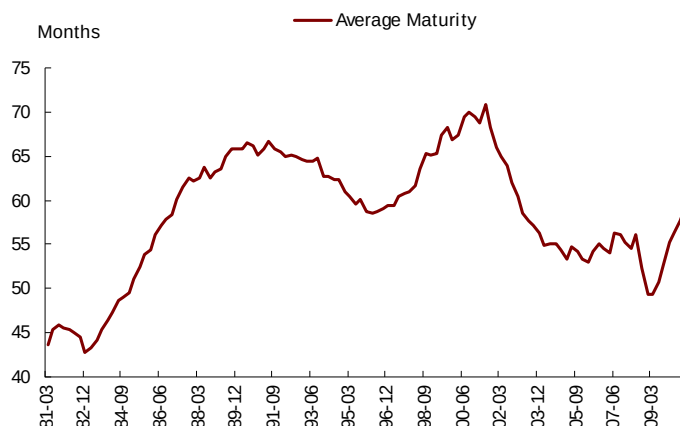
图表 4：中国、日本和英国等持有大量美国国债（截止 2011 年 2 月）

国家或者地区	持有美国国债 金额(USD bn)	占比
中国	1154.1	25.8%
日本	890.3	19.9%
英国	295.5	6.6%
石油输出国	218.8	4.9%
巴西	194.3	4.3%
加勒比海国家	169.4	3.8%
台湾	155.9	3.5%
俄罗斯	130.5	2.9%
香港	124.6	2.8%
瑞士	110.4	2.5%
总共	4474	100.0%
外国中央银行持有	3160	70.6%

资料来源：美国财政部，中金公司研究部

在美国现存的债券中，债券的平均期限是 59 个月（即 5 年），这表明平均每 5 年美国政府就需要把所有债券重新发行一遍，即平均每年的债券到期额为 1.88 万亿美元。从历史情况来看，国债的平均期限从 2009 年初的低点反弹，并且恢复到了一个中间偏上的位置。这主要是由于在金融危机期间，考虑到避险需求和流动性管理的需要，财政部发行了大量短期国债；而随着经济的复苏和长期利率维持在低位，更多的国债被转向长端。

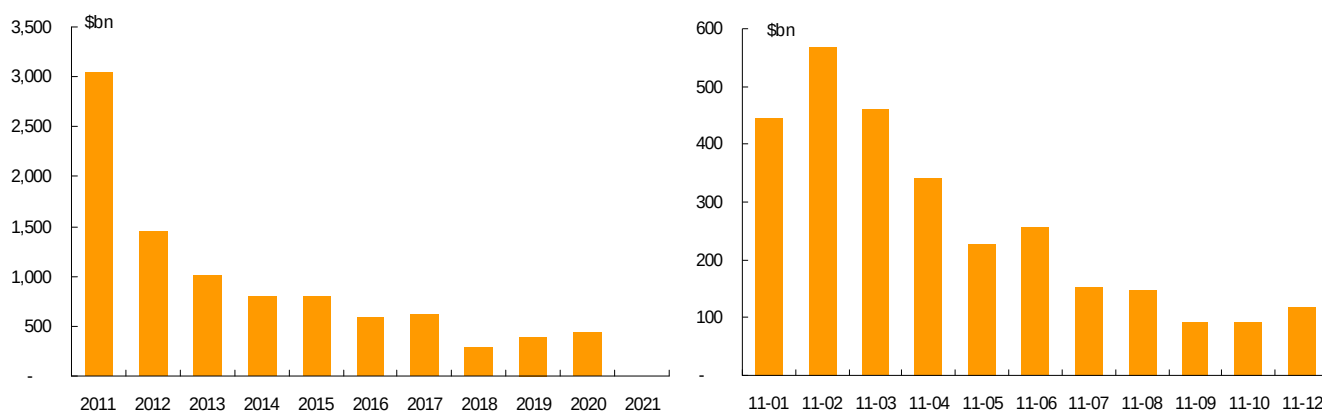
图表 5：美国国债的平均期限明显回升



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

因此，美国国债在未来的 5 年左右面临着较大的到期压力，国债到期数额呈前高后低的格局。在今年年内，到期数额也呈前高后低的格局，并以今年 2 月的到期额为最高，为 5700 亿美元。

图表 6：美国国债的年度（左）和今年月度（右）到期数额均呈前高后低的格局



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、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及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED