



美债之争

数据与事件:

- 7月22日, 博纳决定不再与白宫一起寻求削减赤字的重大协议, 并与奥巴马展开了一场互相指责的口水战。
- 7月23日, 双方再度会面, 但谈判在持续50分钟后再度宣告破裂。美国白宫发表声明称, 奥巴马重申反对短期提高债务上限, 同时敦促国会结束危险的政治游戏, 以免美国政府出现违约。

报告摘要:

- 美债危机的本质在于, 美国联邦政府债务已经达到法定上限, 如果不提高这一法定上限的话, 美国国债就会违约。具体来看, 主要有三种可能的方案。**美国违约的可能性很小, 但是评级机构下调美债评级的可能性依然存在。**较长的一段时间以来, 金融市场对于美债的反应其实就是基于这个理由。
- 在美国, 提高法定举债上限本身是一个程序性的问题, 之所以到了“危机”的程度, 主要是由于美国的国会(共和党)和政府(民主党)出于各自的理念和诉求, 就着提高债务上限问题争执不休。民主党强调“平衡”的减赤方案, 即一方面削减赤字, 一方面要通过增税, 增加政府收入。但共和党则坚持认为只削减赤字, 不增加税收;**谈判双方的争执点其实并不在债务上限的问题, 这方面两党恰恰是统一的。**
- 虽然美债问题的演化很有可能导致我国外储配置的风险程度, 但总体影响不大: 即使美债有评级下调的风险, 外汇储备也不会立刻开始对美债进行抛售, 在没有更好的替代货币产生之前, 美元仍将是主要的配置货币, 美债不会因可能被降级而被全球抛售。**美债问题对于宏观经济的真实影响, 其实并不会像市场担心的那么大。**
- 在短期看, 美债危机更多的表现为事件性冲击, 受债务危机压制而走弱的欧元会成为推动美元上行的动力; 美债持有者仍面临重新资产配置的要求, 或导致美元回流, 推动美元走强。如果最终协议达成, 这些天以来由于避险需求被推高的金价和大宗商品价格可能会小幅下挫。从长期看, 美国的高债务依然可能造成美元贬值, 对于全球经济造成的主要影响依然是大宗商品价格的高企和全球性的通货膨胀。

宏观经济研究组

分析师:

邴彬 (S1180511050001)

联系人:

秦培景

电话: (8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

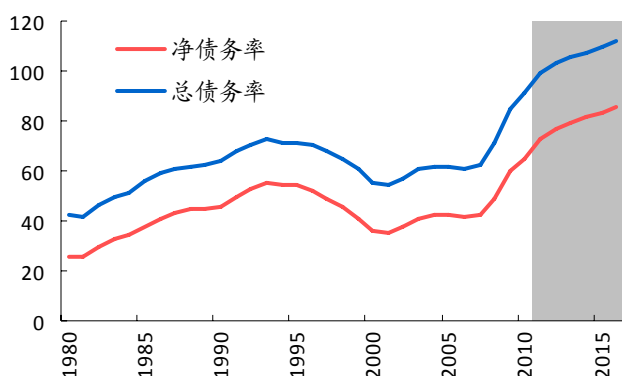
相关研究

- 流动性锦标赛: 大经济体货币政策前瞻 2011-04-24
- 消费的新支点: 个税改革与保障房建设 2011-04-06
- 日本大地震的经济余波与风险提示 2011-03-13
- 全球宏观大图景中东篇: 油与血 2011-03-13
- 2011年宏观经济十大预测: 从危机后到后危机 2011-01-11
- 全球宏观经济大图景: 三次失衡、三个世界、三足鼎立 2010-11-23
- 日本: 高收入水平陷阱 2010-09-27
- 欧元本纪系列 2010-04-2010-09
- 亚洲升腾: 贸易分工, 货币锚定和地缘博弈 2010-08-09
- 全球宏观大图景: 危机纪年表 2010-01-07

在前不久，美国众议院院长博纳在会议召开通知中告诉共和党的法律制定者，与奥巴马达成提高债务上限的“重大一致”是不可能的（图 2）。同时，参议院民主党领导里德称共和党人的不妥协正“将美国的信心和信用推至违约的边缘”。

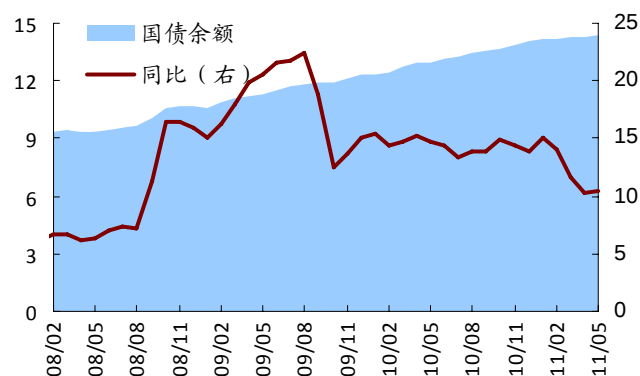
白宫官员和共和党领导人努力寻求途径弥合在一系列问题上的分歧，包括是否增税、削减社会项目开支以减赤，以及就共和党希望在短期内上调举债上限进行协商，此计划将迫使奥巴马在 2012 年初再次要求提高举债上限。奥巴马和博纳最近达成的有关债务问题的共识是一项在 10 年内削减 3 万亿美元赤字的计划。但是，双方谈判的分歧之处就在于税收：民主党人希望在削减赤字的同时增税，而共和党人则不愿增加税收。公共债务负担日益沉重的美国要想不陷入欧洲的债务困境（图 1），未来赤字削减的压力很大。

图 1：美国公共债务总负债率与净负债率（占 GDP 百分比）



数据来源：IMF, CEIC; 宏源证券研究所

图 2：美国国债余额及其同比增长情况（万亿美元，%）



数据来源：CEIC; 宏源证券研究所

中期来看，美国债务上限上调势在必行，但奥巴马关于短期不排除债务违约的态度，则很大程度上加重了市场对美债违约的担忧。美股上周末出现下跌，便是这一恐慌性情绪的即时反应。离 8 月 2 日这一最后期限只有不到一周时间，到时美国财政部的各种融资方式都将黔驴技穷。美国信贷评级遭下调的风险每一秒钟都在攀升。然而，截至美国时间 7 月 25 日，美国总统奥巴马周末与国会、共和党之间的谈判再次破裂，未能就提高美国债务上限达成协议，引发人们对美国信用评级将遭下调的恐惧，并导致全球股市下滑，金价创历史新高。在 8 月 2 日这个岔路口，摆在美国面前的路有三条。

方案一：麦康纳-里德（McConnell-Reid）方案。这是一项多阶段的计划，短期内立即提高债务上限 1000 亿美元，然后再分阶段更大幅度地提高债务上限，伴随着相应的开支削减。增加金额总计达到 2.5 万亿美元。如果长期方案谈判陷入僵局，本周参议院就将开始推进这一计划。若采取该方案，由于短期内扫除了一些不确定性因素，股市或将上涨，风险货币有望一定程度上受到追捧，而美元短期大幅下挫的风险也会降低，评级机构将会重新评估美国主权债信用评级，而非直接动手调降。

方案二：大幅减赤方案。目前有数个类似方案，包括参议院两党议员提出的 3.7 万亿美元财政整固方案。白宫和国会领导人也正在紧锣密鼓地进行相关谈判，但是由于时间紧迫，党派之间的巨大分歧可能令这类方案难以通过。若采取该方案，那么未来十年内的美国长期 GDP 很可能被拖累。以 IMF 去年对发达经济体财政整固影响的预测，按照美国总统债务委员会的计划，支出削减到 2013 年时将削弱美国经济增长 0.3~1.2 个

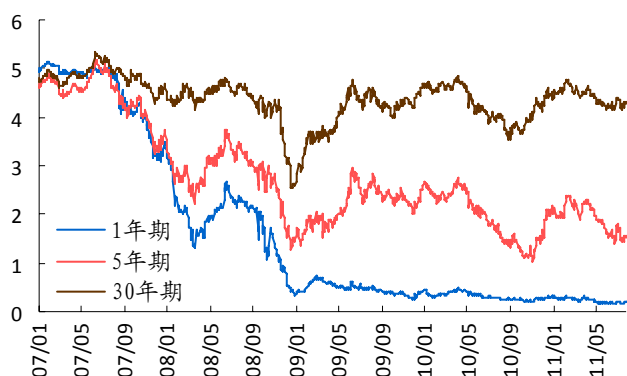
百分点（参考本报告的附表），而到 2020 年时更甚。

方案三：不提高债务上限，美债技术性违约。一旦不能及时提高债务上限，就将导致美国债务“技术性违约”，并伴随着信用评级机构下调美国债务评级。这是最坏的结果。在这种情况下，第一反应是美国国债将立刻遭到抛售。但目前的市场情绪似乎并不指向这一结果。因此，在这种情况下，市场很可能会看到作为避险天堂的国债市场上涨，而股票市场遭到疯狂抛售。值得注意的是，在技术性违约的情况下，政府支出仍然将不得不缩水。这种支出减少如果持续到 9 月的话，将大大拖累美国 GDP，甚至可能使美国经济陷入“二次衰退”。

就目前的情况看，两党之间的巨大分歧使得大幅减赤的方案已经不太可能，为了在 8 月 2 日最后期限以前达成协议，参议院本周可能将开始推进麦康纳-里德方案。尽管存在违约风险，但我们坚信两党在最终一定会达成妥协的协议。

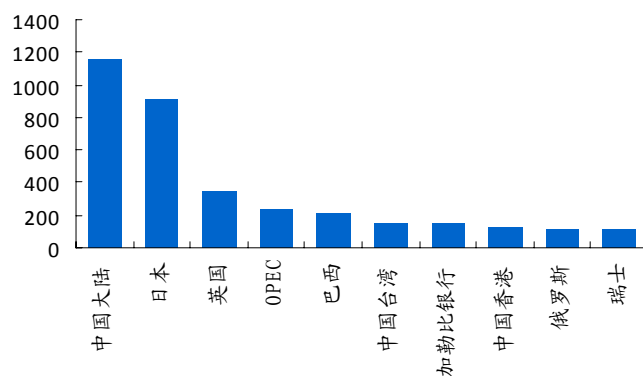
尽管理想的结果是一项长期的减持计划加上大幅上调债务上限，但最可能的基本情景就是小幅提高债务上限。为了在 8 月 2 日最后期限以前达成协议，参议院本周可能首先由推进麦康纳-里德方案开始。

图 3：美国国债到期收益率（年利率%）



数据来源：CEIC；宏源证券研究所

图 4：2011 年 5 月美国国债境外十大债权人持有量(十亿美元)



数据来源：CEIC；宏源证券研究所

麻烦的是，无论谈判如何陷入僵局，评级机构如何威胁下调美债评级，经济学家和分析师们似乎都坚信，两党总会在最后一分钟达成协议，化险为夷。这种信心并非毫无理由：一旦美国出现债务违约，则很可能威胁美元储备货币地位，也会危及美国的核心国家利益，加之奥巴马此前称会将麦康纳-里德方案作为最后手段，故不提高债务上限的可能性较小。

可能性比较大的情况是，即使美国政府与国会共和党议员达成调高法定举债上限协议，侥幸躲过债务违约，但美国政府仍可能痛失 AAA 等级的债信评级（图 3）；这不仅会影响国际债务市场定价的基石，于中国和日本这样的美债大债权人来说（图 4），其储备资产会受到小幅冲击。

表：美国宏观经济核心指标季度数据历史及预测汇总

						2011			2012	
指标	单位	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
经济活动										
实际GDP	环比折年%	1.70	2.60	3.10	1.90	2.30	2.39	2.28	1.85	1.98
CPI	同比%	1.77	1.13	1.27	2.13	3.38	3.40	3.20	2.50	2.10
失业率	失业率%	9.63	9.57	9.63	8.90	9.10	8.80	8.60	8.50	8.40
国际收支平衡										
经常账户	占GDP%	-3.00	-3.12	-3.17	-3.14	-3.30	-3.20	-3.25	-3.20	-3.20
财政收支平衡										
预算收支差额	占GDP%	-9.1	-8.8	-8.6	-9.4	-8.5	-8.8	-8.8	-8.9	-6.3
利率										
央行利率	年利率%	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75
3个月利率	年利率%	0.53	0.29	0.30	0.30	0.26	0.34	0.45	0.66	0.95
2年期债券收益率	年利率%	0.61	0.43	0.60	0.83	0.46	0.75	1.03	1.38	1.68
10年期债券收益率	年利率%	2.93	2.51	3.30	3.47	3.09	3.40	3.67	3.86	4.00
汇率										
本币兑美元	USD/EUR	1.22	1.36	1.34	1.42	1.45	1.42	1.41	1.40	1.39

数据来源：Bloomberg，CEIC；蓝色数字为预测值，其中GDP增长按照美国可能的赤字削减方案进行了调整；宏源证券研究所

分析师简介:

邴彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

秦培景: 宏源证券研究所宏观分析师, 复旦大学金融学博士, 主要研究领域为开放宏观经济学, 对外经济政策, 人民币汇率; 曾供职于国泰君安研究所, 于 2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。