

美国债务问题仍面临“生死时速”



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001
(021)-50106413

- **事件:** 美国共和、民主两党对于提高国债上限方案仍有分歧, 金融市场不确定性犹存。
- **我们的点评:**
 - 共和党众议长博纳倾向于“两步走”, 第一阶段提高约 1 万亿美元, 并需要实行约 1.2 万亿美元的开支紧缩; 第二阶段提高约 1.8 万亿。民主党参议员哈里·里德 (Harry Reid) 提出的方案则倾向一劳永逸, 一次性将债务上限立刻提高 2.4 万亿美元。并辅以 2.7 万亿美元的开支紧缩, 但不会触及医疗支出。由于 2012 年面临大选, 民主党不愿在年底由于债务问题再次纷争, 因而更倾向于采用里德的方案。
 - 金融市场依然表示了对美国债务问题的担忧, 我们观察到近期避险资金流入黄金、瑞郎等资产, 美元汇率亦出现有序贬值, 显示市场对于美债违约有一定担心, 但是 10 年期美债利率上行有限, 显示投资者没有要求更高的“风险溢价”。
 - 短期看, 美债违约仍是尾部风险, 经济增速放缓才更值得担忧。由于美国 10 年期国债是全球资金成本定价中枢, 一旦出现违约美国、乃至全球借贷成本将大幅提升、全球股市亦会大幅下挫, 对金融市场冲击将超过“雷曼”破产。
 - 长期看, 美国和发达国家债务问题依然严重。目前, 美国的债务率已达到 68%, 由于老龄化严重、美国政府在医疗、社会保障的刚性开支将持续增加, 债务率上升不可避免。考虑经济放缓、新兴市场资金流入减少, 未来长债利率将系统走高, 这会增加美国还债负担, 亦会拉低风险资产估值。
- **我们建议的投资策略:**
 - 第一, 基本假设在于两党对美债上限提高完全达成一致, 那么短期看建议减持黄金、日元等资产; 第二, 尽管两党达成短期妥协, 但对于财政紧缩政策无法达成一致, 则标普存在下调美国 3A 评级的可能, 建议做多避险货币、高收益率货币, 如瑞郎、加元和欧元; 第三, 发生谈判破裂的尾部风险, 建议大幅做空美元, 做多黄金。

美国债务问题仍面“生死时速”

事件:

美国共和、民主两党对于提高国债上限方案仍有分歧，金融市场不确定性犹存。

我们的点评

- **美国共和、民主两党的主要分歧在于提高债务上限的条件和步骤**

共和党众议长博纳倾向于“两步走”，第一阶段提高约 1 万亿美元，并需要实行约 1.2 万亿美元的开支紧缩；第二阶段提高约 1.8 万亿，但在 12 月底需要再次协商和评估。

民主党参议员哈里·里德 (Harry Reid) 提出的方案则倾向一劳永逸，一次性将债务上限立刻提高 2.4 万亿美元。并辅以 2.7 万亿美元的开支紧缩，但不会触及医疗支出。

由于 2012 年面临大选，民主党不愿在年底由于债务问题再次纷争，因而更倾向于采用里德的方案，以集中精力促进经济复苏，降低失业率。

- **金融市场依然表示了对美国债务问题的担忧，但幅度有限**

我们观察到近期避险资金流入黄金、瑞郎等资产，美元汇率亦出现有序贬值，显示市场对于美债违约有一定担心，但是 10 年期美债利率上行有限，显示投资者没有要求更高的“风险溢价”。

- **短期看美债违约仍是尾部风险，经济增速放缓才更值得担忧**

由于美国 10 年期国债是全球资金成本定价中枢，一旦出现违约，美国、乃至全球借贷成本将大幅提升、全球股市亦会大幅下挫；就美国经济而言，财富效应的消散、金融机构资产价格回落和流动性枯竭风险提高，对金融市场冲击将超过“雷曼”破产，正因为如此，无论是美国政府、还是全球投资者均不会做视美债违约，因此这仅是尾部风险，而非基本假设。

相比金融市场，我们更为关注二季度美国经济放缓幅度，目前从花旗经济意外指数来看，相对市场预期的经济走弱已堪比 2008，这才是近期美股、美元走弱的主要原因，也正是如此，在 8 月 2 日如期国债上限提高后，我们依然认为美元汇率反弹力度有限。

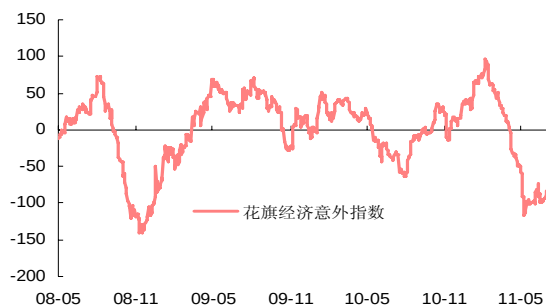
- **长期看，美国和发达国家债务问题依然严重，这将影响金融市场稳定**

目前，美国的债务率已达到 68%，由于老龄化严重、美国政府在医疗、社会保障的刚性开支将持续增加，债务率上升不可避免。考虑经济放缓、新兴市场资金流入减少，未来长债利率将系统走高，这会增加美国还债负担，亦会拉低风险资产估值。

• 我们建议的投资策略

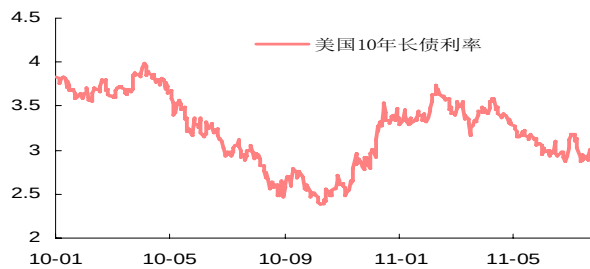
我们的投资建议根据三种情形：第一，基本假设在于两党对美债上限提高完全达成一致，那么短期看建议减持黄金、日元等资产，可考虑做多主要资产波动率；第二，尽管两党达成短期妥协，但对于财政紧缩政策无法达成一致，则标普存在下调美国 3A 评级的可能，建议做多避险货币、高收益率货币，如瑞郎、加元和欧元；第三，发生谈判破裂的尾部风险，建议大幅做空美元，做多黄金。

图 1： 美国经济持续低于预期



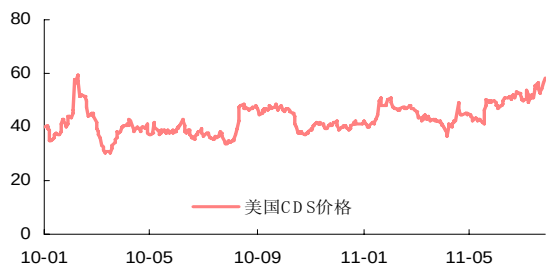
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 2： 美国 10 年国债利率没有大幅走高



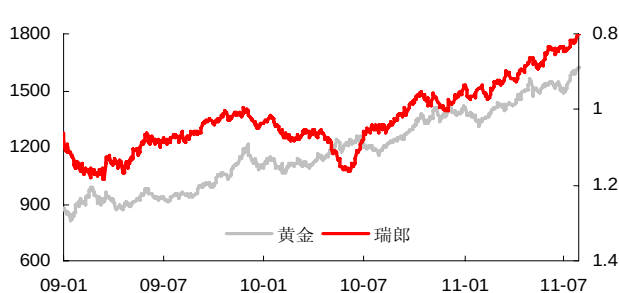
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 3： 美国国债 CDS 价格走升



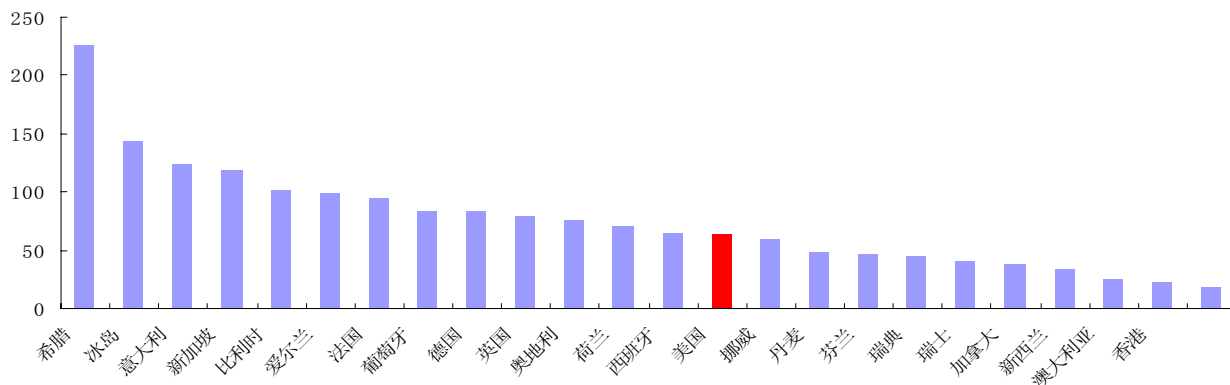
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 4： 避险资金流入黄金和瑞郎



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 5： 主要发达国家债务率（%）



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn