

2011.07.28

## 美债的近忧与远虑

### ——全球债务与财赤危机专题研究之美债危机

|                                                                                   |                        |                          |                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------|--------------------------|-------------------------|
|  | <b>王虎</b>              | <b>薛鹤翔</b>               | <b>姜超</b>               |
|  | 021-38676011           | 021-38674809             | 021-38676430            |
|  | wanghu007633@gtjas.com | xuehexiang008730@gtjas.c | jiangchao6164@gtjas.com |
|  | S0880511010057         | S0880110100143           | S0880511010045          |

#### 本报告导读：

本报告对美国债务和财政问题展开评论。

#### 摘要：

- 美债的近忧在于8月2日债务上限能否提高。目前民主党和共和党都不愿意看到美国发生债务违约，两党的分歧在于如何财政紧缩，共和党反对提高税率，而民主党反对削减开支。短期内，美国违约概率较小，即便发生违约，也是极短期的，财政部仍可将其他资金暂时用于支付到期债务，1979年曾发生过此等极短期违约。
- 美债的远虑在未来十年债务的持续。按奥巴马紧缩方案，从2011年下半年一直到2021年，赤字累积达80000万亿美元以上（已包含利息和到期债务本金支出），如果每次上调债务上限2万亿美元，则未来10年需要上调4次债务上限。到2021年，美国的债务将累积到22万亿美元，届时名义GDP在22.8万亿美元左右，则债务率在100%左右，高于当前水平。
- 美国5年期CDS比德国还要稳定，尽管在近期有所上升，但属于正常的波动之内。金融市场认为美国国债违约概率不比德国高。
- 美国财政余额/GDP具有明显的政治周期，即在民主党主政期间财政赤字缩减，在共和党主政期间财政赤字增加，最著名的要数克林顿执政八年期间将美国财赤率从1992年的-4.65%，大幅改善至2000年的-2.41%，而小布什主政的八年间，美国重新进入平均2%的财政赤字率。次贷危机使得民主党总统奥巴马必须延续小布什的赤字财政政策，次贷危机以来的绝大部分月份联邦政府均处于财政赤字状态。
- 法定支出属于财政支出中的刚需，最主要的支出是社会保障、医疗支出（包括医疗保险和医疗补助），2010占比分别达到20.28%、22.95%。从长期趋势来看，社会保障占比先升后降，占比在1990年代达到高峰，而医疗支出在近半个世纪以来占比迅猛增长。
- 奥巴马效仿克林顿，减赤主要靠增加财政收入。在奥巴马方案中，对经济增长的要求并不高。2011年至2021年名义GDP增速预测的平均水平为4.51%，比克林顿时期的5.79%的增速要低。奥巴马寄予厚望的是增税，也就是效法克林顿加税。我们对个人所得税、企业所得税作了预测，预测2011-2014年个人所得税增速分别为4%、15%、22%、13%，企业所得税增速分别为20%、25%、15%、10%。
- 自1994年以来，通胀调整后的债务规模大幅度缩水。以1994年10月的通胀水平为基准，实际债务因为物价上涨已经缩水1/3以上，2011年4月的债务规模为14.24万亿美元，实际债务规模为9.46万亿美元。
- 2000年以来，外国投资者持有美国国债在不断增加，同时其占比亦在不断增加，从不足20%上升至30%。全世界不希望美国违约。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

#### 宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

#### 相关报告

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 《内蒙“金三角”地区调研纪要》 | 2011.07.22 |
| 《泡沫生灭，转型持久》     | 2011.07.20 |
| 《宏观分析中的季节调整方法》  | 2011.07.19 |
| 《新疆自治区政府部门座谈纪要》 | 2011.07.18 |
| 《财政政策仅有结构性机会》   | 2011.07.18 |

## 目 录

|     |                          |    |
|-----|--------------------------|----|
| 一、  | 美国财赤与债务现状.....           | 3  |
| 1.1 | 债务现状.....                | 3  |
| 1.2 | 主权债务长期周期.....            | 4  |
| 1.3 | 债务与财政之关系.....            | 6  |
| 1.4 | 财政现状.....                | 6  |
| 二、  | 奥巴马的减赤方案.....            | 12 |
| 2.1 | 债台高筑突破上限.....            | 12 |
| 2.2 | 危机财政数月赤字.....            | 13 |
| 2.3 | 财政紧缩基本方略.....            | 14 |
| 2.4 | 克林顿时代的减赤方案.....          | 15 |
| 2.5 | 效法克林顿？.....              | 17 |
| 三、  | 债务影响经济与政策.....           | 18 |
| 3.1 | 债务与通胀.....               | 18 |
| 3.2 | 债务与财政政策.....             | 20 |
| 3.3 | 债务与货币政策.....             | 21 |
| 四、  | 债务影响经济与政策.....           | 21 |
| 4.1 | 财政紧缩与经济增长.....           | 21 |
| 4.2 | 财政紧缩与通胀.....             | 23 |
| 五、  | 债务膨胀与财政紧缩的全球溢出.....      | 24 |
| 5.1 | 美国国债是全球央行的储备资产.....      | 24 |
| 5.2 | 美元使得“美债危机”根本区别于欧债危机..... | 26 |

## 一、 美国财赤与债务现状

### 1.1 债务现状

参议院 7 月 22 日否决了将提高国债上限和大幅削减政府开支捆绑在一起的计划，上述计划此前在众议院获得通过。奥巴马表示如果 7 月 25 日两党达不成共识，美国将可能发生债务违约。

实际上，美国债务规模在 5 月 16 日已达到 14.29 万亿的上限，此后美国财政部采取四项措施临时扩展偿还债务的能力，包括：1) 终止发行州和地方政府债券；2) 宣布一个行政人员退休和残疾基金的债券发行终止期；3) 终止政府债券投资基金的再投资；4) 终止外汇平准基金的再投资。这四项临时措施可以让财政部的借款权力扩展至 2011 年 8 月 2 日。

目前民主党和共和党都不愿意看到美国发生债务违约事件，两党的分歧在于如何财政紧缩，共和党反对提高税率，而民主党反对削减开支。奥巴马此前已经提交了一个 3.7 万亿美元的长期赤字削减计划，包括加税和削减社会福利开支，不过共和党反对任何形式的加税。实际上，参议院也正在准备一项备选方案，该方案建议从 8 月份到 2012 年年底分三个阶段将美国债务上限上调 2.5 万亿美元。

当前美国债务上限提高问题已成为两党 2012 年总统大选竞争的前战，但是如果美国债务违约真的发生对美国乃至金融市场和实体经济的冲击将是巨大的，两党会尽力避免这种事情的发生。从目前国债市场的表现来看，市场暂时还没有债务违约会发生的预期，但可以预见，在 2012 年大选之前，两党对于美国债务问题的解决不可能有实质性的推进。

我们认为如果债务上限不如期提高，美国政府国债短期违约的可能性是存在的。美国在 1979 年 4 至 5 月份也曾因为国会没有及时提高政府债务上限而出现过短期的违约情况。当时由于美国政府无法发债而使得 1979 年 4 月 26 日以及 5 月 3 日和 10 日到期的美国国库券的还本付息被推迟，总额为 1.2 亿美元。短期违约如发生，则须进行债务重组，可能的方式是改变支付时间，拉长期限；届时可能会出现美元短期大幅贬值，美国国债收益率短期快速上升，黄金继续大涨的局面。为稳定金融市场，美联储不排除再次实施向市场注入流动性已稳定金融市场的措施。

表 1: 6 月底美国政府未到期公共债券结构

单位: 百万美元

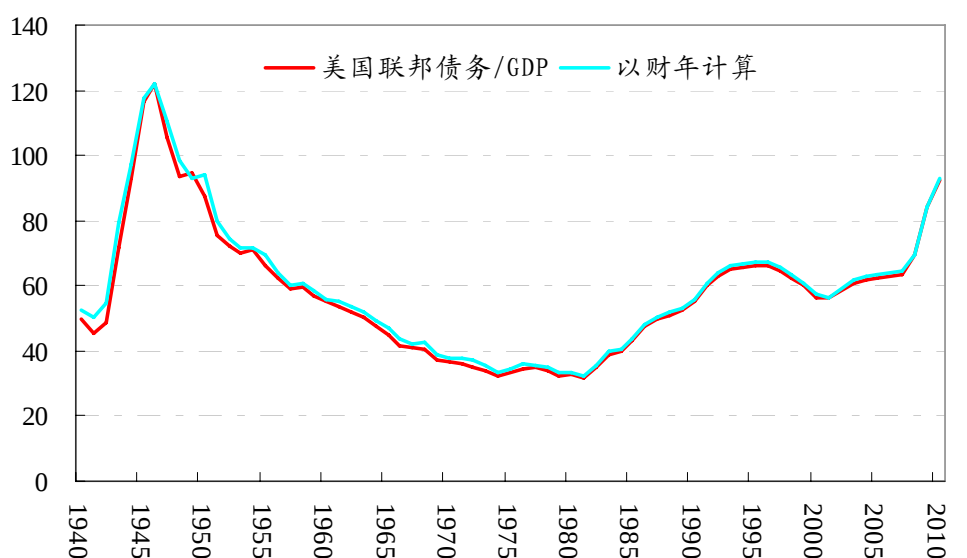
| 名称      | 未到期债券 (百万美元) |         |           |
|---------|--------------|---------|-----------|
|         | 公众持有         | 政府机构持有  | 总数        |
| 可出售     |              |         |           |
| 短期债券    | 1529416.8    | 2078.1  | 1531494.9 |
| 中期债券    | 6145990.8    | 5273.5  | 6151264.3 |
| 长期债券    | 974150.2     | 3774.0  | 977924.2  |
| 与通胀相连债券 | 665303.2     | 220.3   | 665523.5  |
| 联邦融资银行  | 0.0          | 8441.5  | 8441.5    |
| 可出售总量   | 9314861.0    | 19787.4 | 9334648.4 |
| 不可出售    |              |         |           |
| 国内系列    | 29995.2      | 0.0     | 29995.2   |
| 国外系列    | 3685.6       | 0.0     | 3685.6    |
| 州和地方政府  | 166423.5     | 0.0     | 166423.5  |
| 美国储蓄债券  | 186085.3     | 0.0     | 186085.3  |

|        |           |           |            |
|--------|-----------|-----------|------------|
| 政府账户系列 | 39792.8   | 4580584.1 | 4620376.9  |
| 希望债券   | 0.0       | 493.2     | 493.2      |
| 其他     | 1380.1    | 0.0       | 1380.1     |
| 不可出售总数 | 427362.5  | 4581077.3 | 5008438.8  |
| 公共债券总数 | 9742223.5 | 4600863.6 | 14343088.1 |

美国联邦债务/GDP 自次贷危机以来呈持续上升状态，2008-2010 三年间联邦债务占 GDP 比重分别达到 69.4%、84.2%、93.2%。

图 1：美国联邦债务/GDP、以财年计算

左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，美国财政部，美联储。

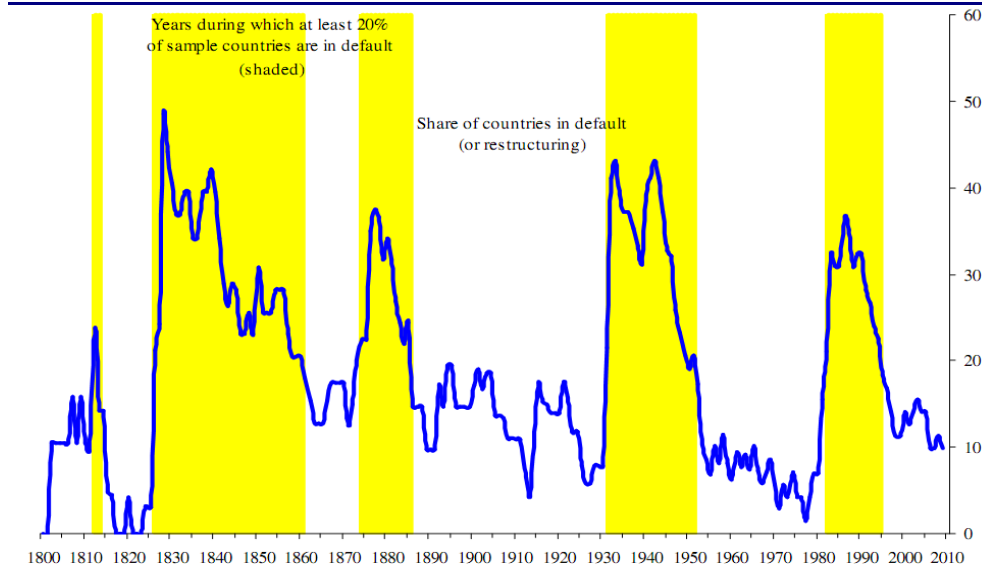
## 1.2 主权债务长期周期

主权债务周期属于经济周期中的长周期，一般长达 50 年或更长。Reinhart and Rogoff(2010)最大的贡献在于让我们可以从一个历史长周期的角度，从一个宏大的视野来看待主权债务危机。

图中的曲线表示主权债务违约或债务重组国家的占比，黄色区域表示 20%以上的国家出现违约，主权债务违约有 5 次明显的高峰，第一次是拿破仑战争，第二次是从 1820 年代到 1840 年代，世界上有近一半的国家债务违约，包括整个拉美，第三次是 1870 年代到 1880 年代，第四次是从大萧条到 1950 年代，世界上也有近半数国家违约，第五次是 1980 年代到 1990 年代，主要是新兴国家的债务危机。

图 2：全球主权外债违约周期：1800-2009

右轴单位：%



注：该曲线表示主权外债违约或重组国家占比

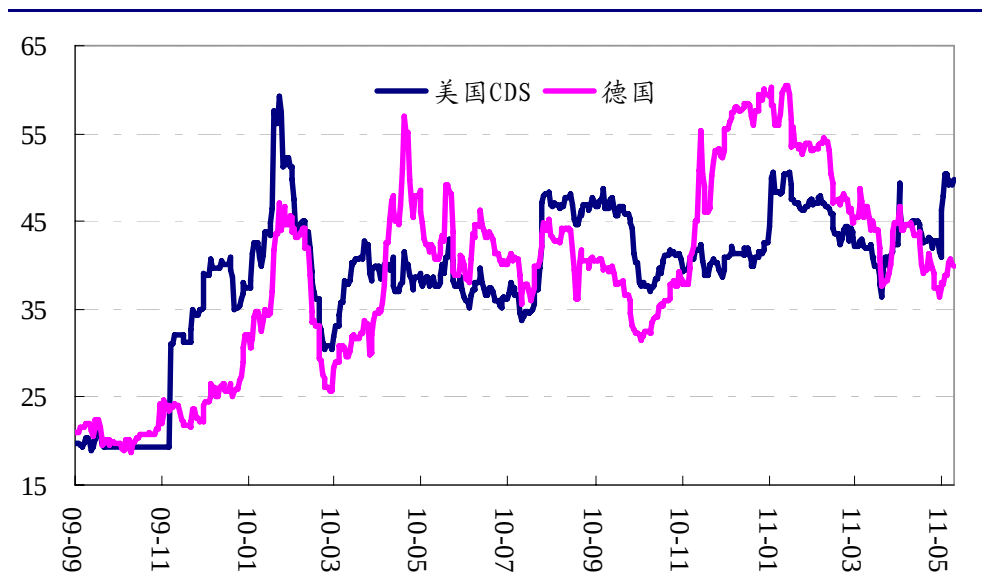
数据来源：Reinhart and Rogoff(2010): From Financial Crash to Debt Crises.

不过上述图景并不包括美国，尽管世界上大大小小的国家一直违约不断、债务危机不断，金融市场从未担心美国会还不起债，美国国债市场因其广度、深度更是令许多外国投资者趋之若鹜。标普下调美国主权评级展望是美国主权信用历史上头一次遭到质疑，但是从美股走势来看，这一事件冲击力非常有限。我们对美国公共财政与债务的担忧不是担忧美国会发生债务危机甚至是债务违约，而是当美国精英决策层意识到过高的债务率将威胁到美国经济的稳定时必将引发财政紧缩，从而对经济增长构成短期以及长期的不利影响。本报告将围绕美国财政政策动向来分析美国将于 2012 年财年启动的财政紧缩的力度、可行性、以及对财政支出、经济增长和通货膨胀将产生的影响。

美国 5 年期 CDS 比德国还要稳定，尽管在近期有所上升，但属于正常的波动之内。金融市场认为美国国债违约概率与德国是相当的。

图 3：美国 5 年期 CDS、德国 5 年期 CDS

左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

### 1.3 债务与财政之关系

政府部门在现代经济中的作用越来越显著，政府的规模越来越大，承担的责任也越来越大。我们将政府部门这一模块分成六个部分，政府债务与财政政策之间的关系也包含其中：

本期债务=上期债务×（1-本期到期率）+本期新债

本期新债=上期债务×本期到期率+本期财政赤字

本期财政支出=本期财政收入+本期财政赤字

本期财政支出=本期一般财政支出+本期政府救助+上期债务×本期利率

本期财政收入=F(本期 GDP，本期税率)

本期一般财政支出=G(本期周期性福利，本期结构性福利)

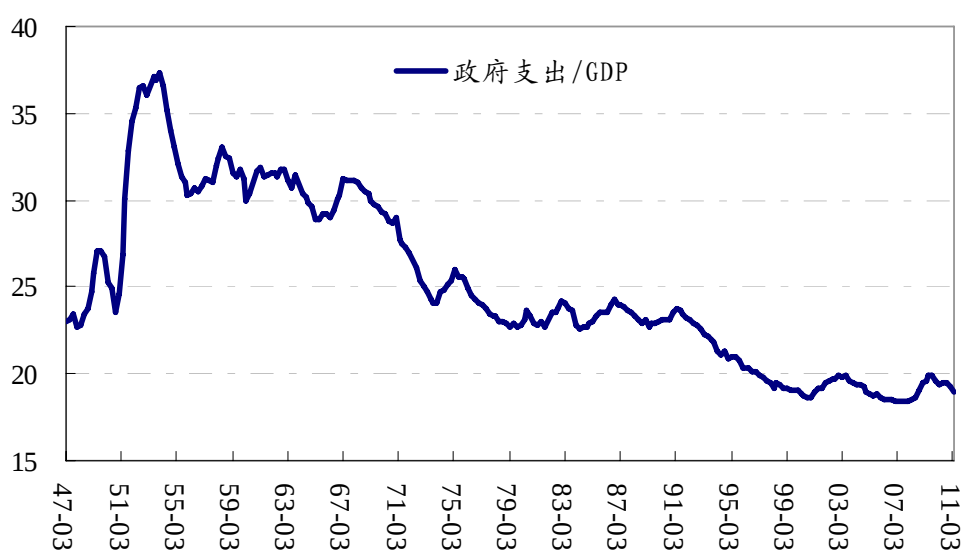
第一部分是政府债务动态(The Law of Motion for Government Debt)，第二部分表明本期新债有两个用途，一是支付到期的债务，二是弥补赤字，第三部分表明财政收入不能弥补财政支出的部分形成财政赤字，第四部分表明政府财政支出由三部分组成，分别是一般财政支出、政府救助（即在危机期间对政府经营公司、金融机构的救助）、到期利息偿还，第五部分是财政收入的决定，一个决定因素是经济增长，由 GDP 代表，另一个因素是税率，第六部分是一般财政支出的决定，所谓周期性福利是指其规模会随经济周期波动，比如失业保险，而所谓结构性福利是指与经济周期关系较小，由经济中的长期因素，如人口年龄结构，这方面的福利比如医疗保险。

将公式一和公式二中的本期新债替换掉，可以得到债务和财政赤字之间的关系，即：

本期债务=上期债务+本期财政赤字

图 4：政府支出/GDP

左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，美国财政部，美联储

### 1.4 财政现状

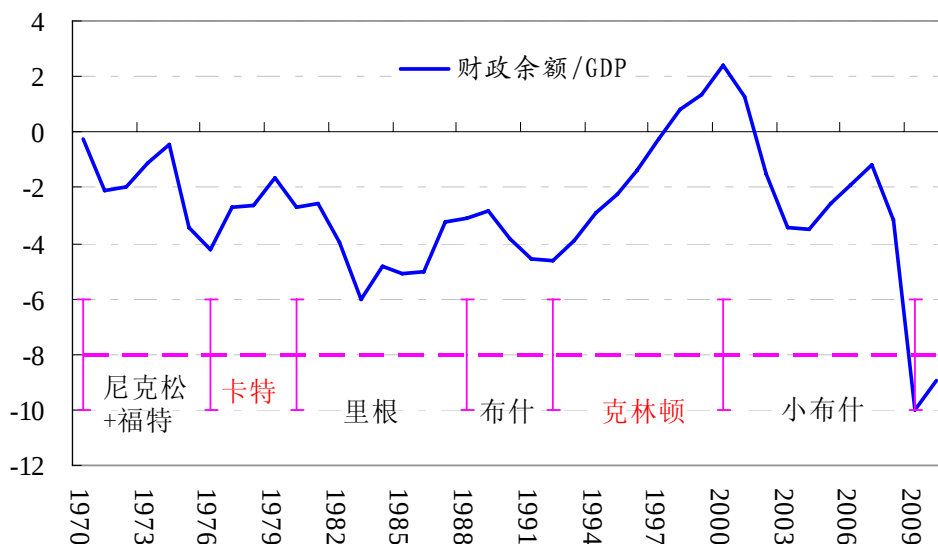
美国财政余额占 GDP 之比具有明显的政治周期，即在民主党主政期间财政赤字缩减，在共和党主政期间财政赤字增加，最著名的要数克林顿执政八年期间将美国

财赤率从 1992 年上台前的-4.65%，大幅改善至 2000 年的 2.41%的财政赤字率，与之形成鲜明对比的是小布什主政的八年间，美国重新进入平均 2%的财政赤字率。

2008 年第 4 季度开始的次贷危机使得民主党总统奥巴马必须延续小布什的财政赤字政策，次贷危机以来的绝大部分月份联邦政府均处于财政赤字状态。

图 5: 财政余额/GDP

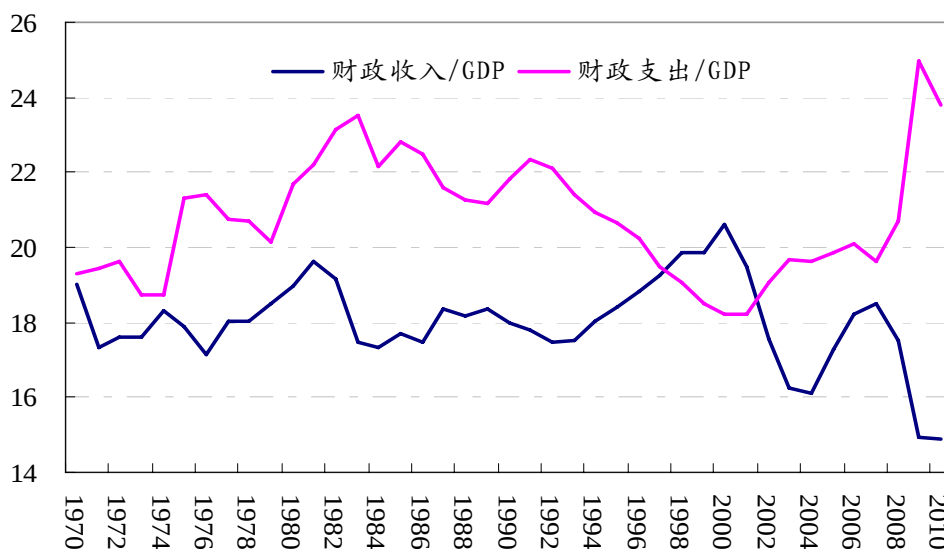
左轴单位: %



数据来源：国泰君安证券研究，美国财政部，美联储，BEA。

图 6: 美国财政余额/GDP

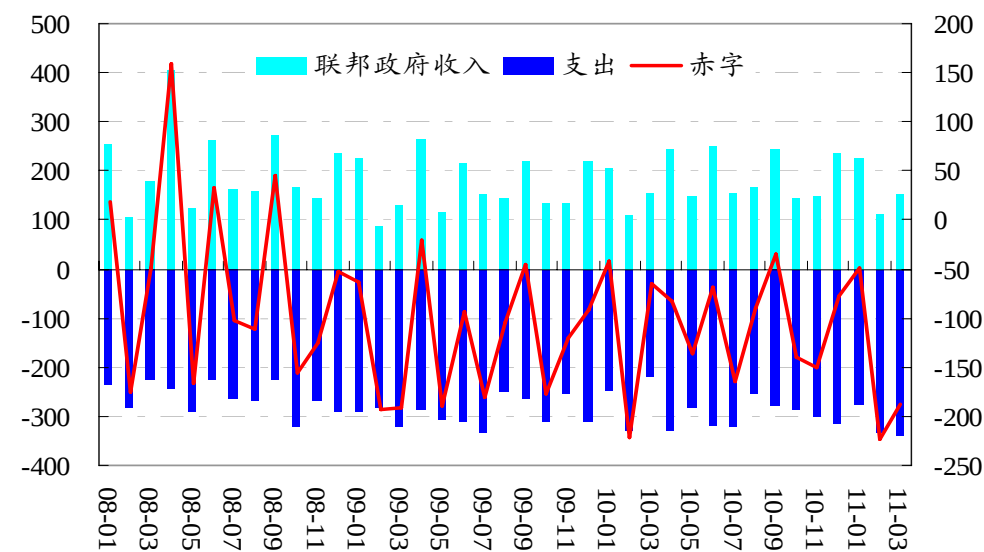
左轴单位: %



数据来源：国泰君安证券研究，美国财政部，美联储，BEA。

图 7：次贷危机以来的联邦政府财政状况

左轴单位：%



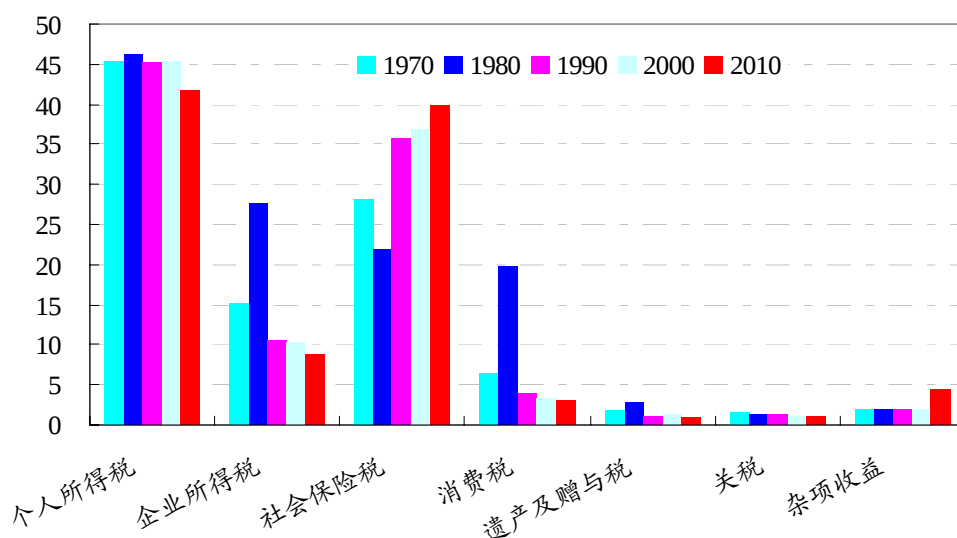
数据来源：国泰君安证券研究，美国财政部

美国财政收入包括个人所得税、企业所得税、社会保险税、消费税、遗产及赠与税、关税、杂项收益，其中最重要的两种税收是个人所得税和社会保险税，以 2010 年数据看占比分别达到 41.6% 和 40%，合计达 80%。波动幅度上看社会保险税增长较为平稳，而个人所得税波动较大，最为显著的是曾经在 2000-2003 年出现下降，又从 2004-2007 年上升，然后又下降。

从变化趋势看，出现结构性变化的是企业所得税和消费税，此二税种在 1980 年代占比达到高峰，但进入 1990 年代后大幅度下降，这可以归因于 20 世纪 80 年代里根奉行的供给学派减税政策。

图 8：美国财政收入各分项占比

左轴单位：%

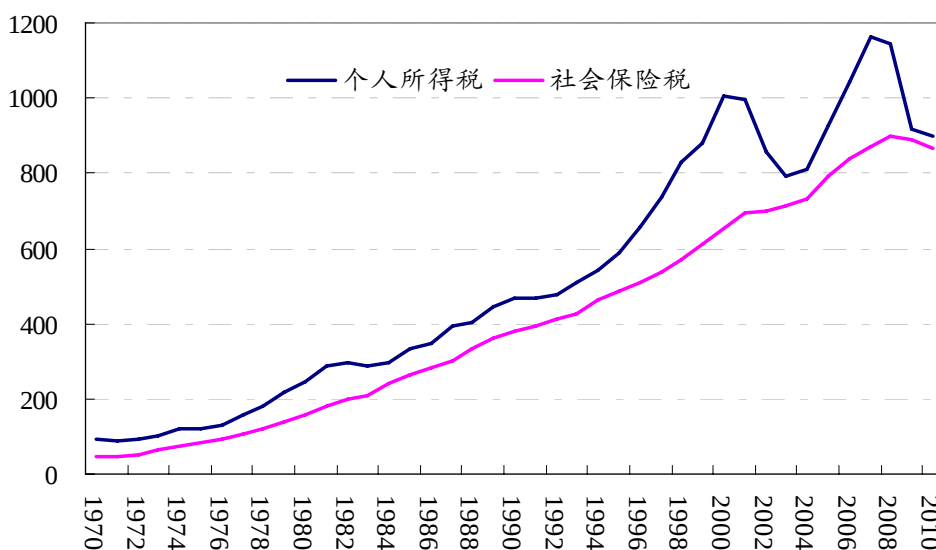


注：1970 年代数据为 1970-1980，以此类推，2010 年代数据则为 2010 年数据，下同。

数据来源：国泰君安证券研究，美国财政部

图 9：美国个人所得税、社会保险税

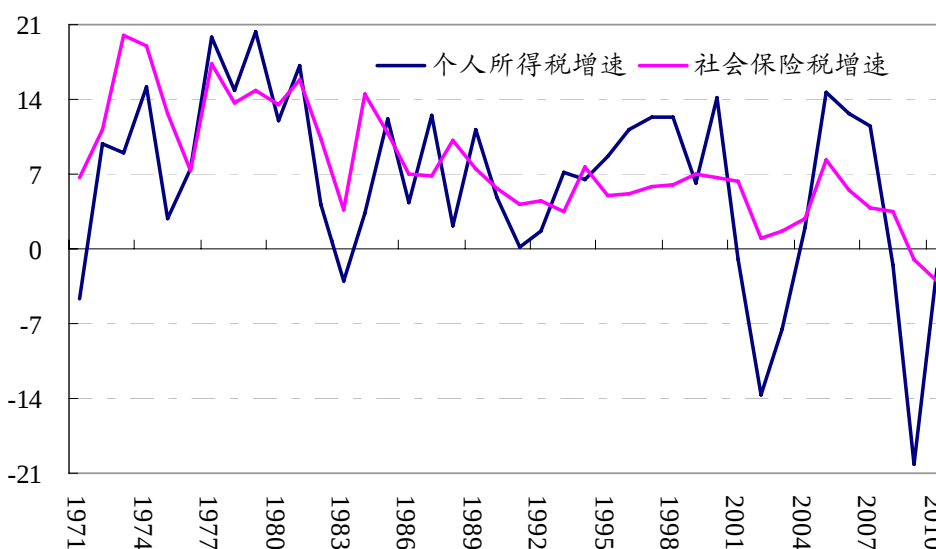
左轴单位：10 亿美元



数据来源：国泰君安证券研究，美国劳工部

图 10：美国个人所得税增速、社会保险税增速

左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，美国劳工部。

美国的财政支出，我们曾经在海外宏观周报 47 期《美国政策退出或将从财政收缩开始》作了分析，本报告将在此基础上进一步深化。美国的财政支出包括自主性支出、法定支出和利息净额，以 2010 年数据为例，占比分别达到 39%、55%和 6%。

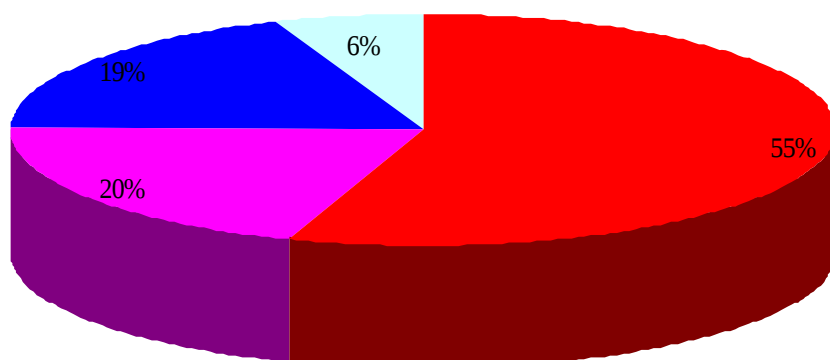
自主性支出包括国防支出、国际支出、国内支出，后两者为非国防支出。法定支出包括计划支出、抵偿性支出、社会保障、医疗保障、医疗补助、收入保障、退休金和伤残金、其他项目。

一个最基本的趋势就是自主性支出占比的下降、法定支出占比的上升、利息净额占比的先上升后下降。

从长期趋势来看，国防支出占比趋于下降，这与冷战的结束高度相关，国防支出占比的最低点是在 1999 年，自 2000 年后该比例重新上升，这主要是因为自 911 后美国重新加大军费开支投入到反恐战争、伊拉克战争、阿富汗战争等。

图 11: 2010 年美国财政支出各分项占比

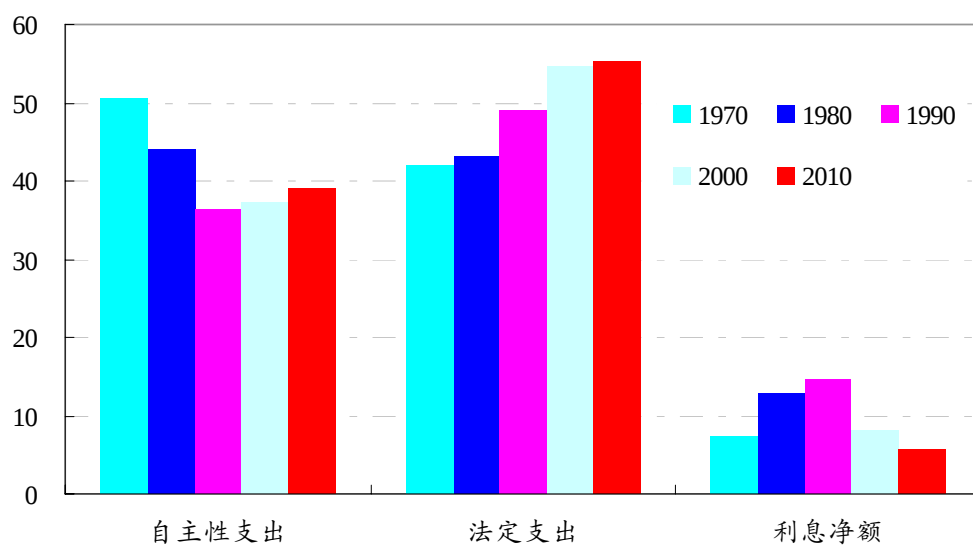
■ 法定支出 
 ■ 自主性支出-国防 
 ■ 自主性支出-非国防 
 ■ 利息



数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部。

图 12: 美国财政支出大类分项占比

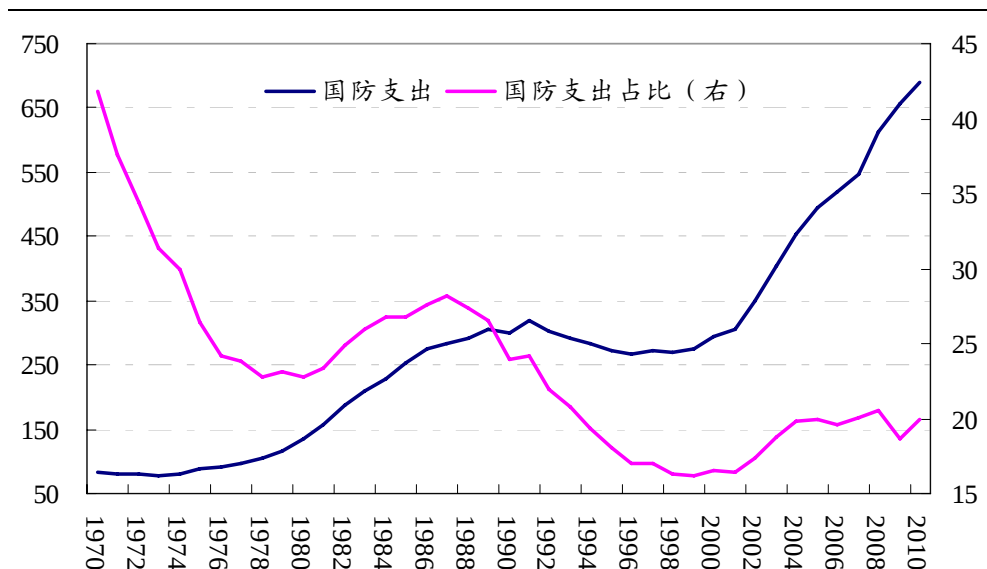
左轴单位: 1



数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部。

图 13: 美国国防支出、国防支出占比

左轴: 10 亿美元 右轴: %



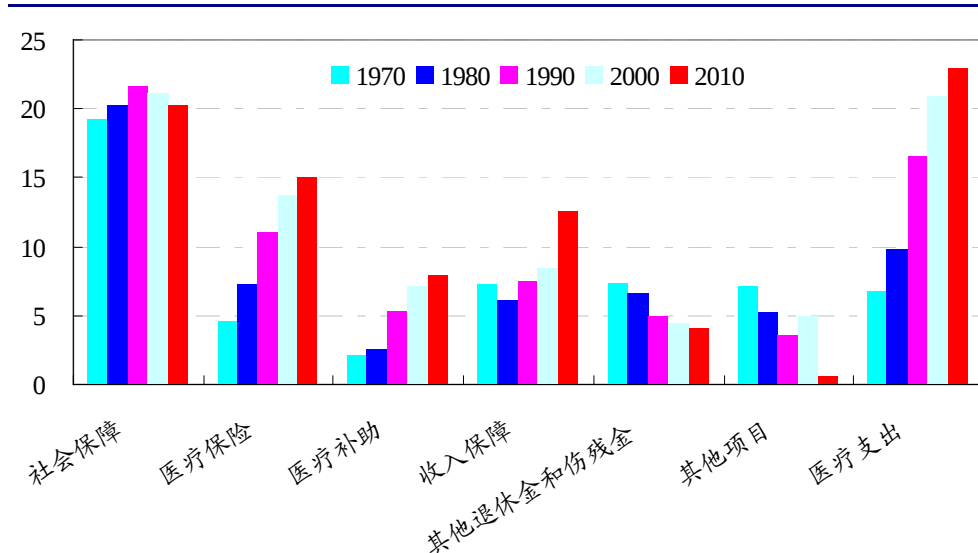
数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部。

法定支出中最主要的支出是社会保障、医疗支出(包括医疗保险和医疗补助), 2010 占比分别达到 20.28%、22.95%。从长期趋势来看, 社会保障占比先升后降, 占比在 1990 年代达到高峰, 而医疗支出在近半个世纪以来占比迅猛增长。

利息支出自 1970 年代以来迅猛增长, 自 1998 年达到顶峰, 然后逐渐下降, 2003 年达到底点后, 开始上升, 2008 年达到新的高峰, 随后下降。

图 14: 美国财政法定支出分项占比

左轴: %

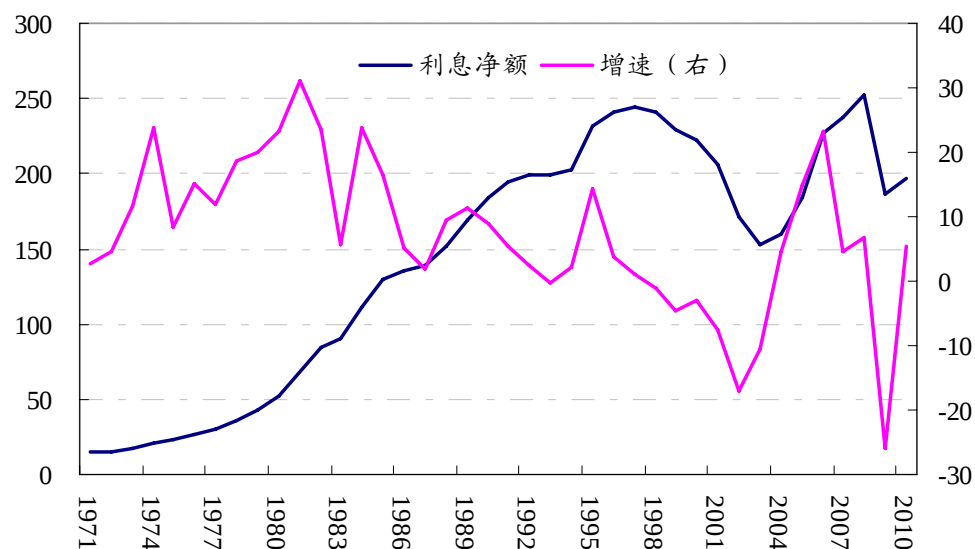


数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部。

医疗支出=医疗保险+医疗补助

图 15: 利息净额、利息净额增速

左轴: 10 亿美元 右轴: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 美联储

## 二、 奥巴马的减赤方案

### 2.1 债台高筑突破上限

美国政府、国会最近 2 个月来为财政预算、债务上限问题忙得焦头烂额。4 月 8 日, 民主共和两党最终就政府预算案达成协议, 避免了美国联邦政府关门大吉的尴尬。

刚处理好财政危机, 紧接着就是债务危机。美国政府国债于 5 月 16 日触及 14.294 万亿的上限。为将违约时期推迟至 8 月 2 日, 美国财政部暂停联邦退休和残疾基金。尽管债务已超上限, 但在 8 月 2 日之前财政部仍然有继续借贷之能力。

美国债务规模达到上限并非新鲜事, 自 1994 年以来美国债务上限已 14 次上调, 绝大多数都是因为债务规模触及上限, 属于被动上调, 而非主动上调。当前 14.294 万亿的上限是 2010 年 2 月 12 日上调的, 此前的债务上限为 12.394 万亿美元, 而当时的债务规模为 12.295 万亿美元。

美国当然不会允许国债违约, 因为这一举动带来国家信用以及金融市场严重的打击。但当前两党争斗空前激烈, 债务上限的最终扩大 (2.7 万亿美元) 恐怕要拖到 8 月, 这是财政部在用尽各种手段避免债务后最后的期限。

自 2007 年以来, 美国已经 6 次提高债务上限, 累积提高债务上限 5.329 万亿美元, 最近一次是在 2010 年 2 月, 1 年半时间内美国债务增加已经超过 1.9 万亿美元。

表 2: 2007 年以来债务上限提高

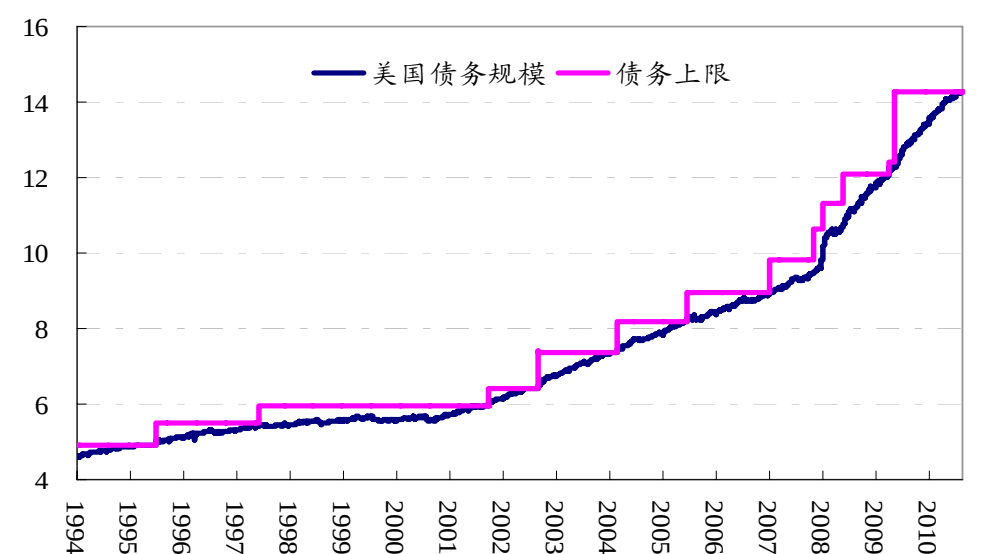
单位: 万亿美元

| 债务上限提高时间   | 提高前上限  | 提高后上限  | 提高额度  |
|------------|--------|--------|-------|
| 2007.10.1  | 8.965  | 9.815  | 0.85  |
| 2008.7.30  | 9.815  | 10.615 | 0.8   |
| 2008.10.3  | 10.615 | 11.315 | 0.7   |
| 2009.2.17  | 11.315 | 12.104 | 0.789 |
| 2009.12.28 | 12.104 | 12.394 | 0.29  |
| 2010.2.12  | 12.394 | 14.294 | 1.9   |

数据来源：美国财政部

图 16：美国债务规模、债务上限

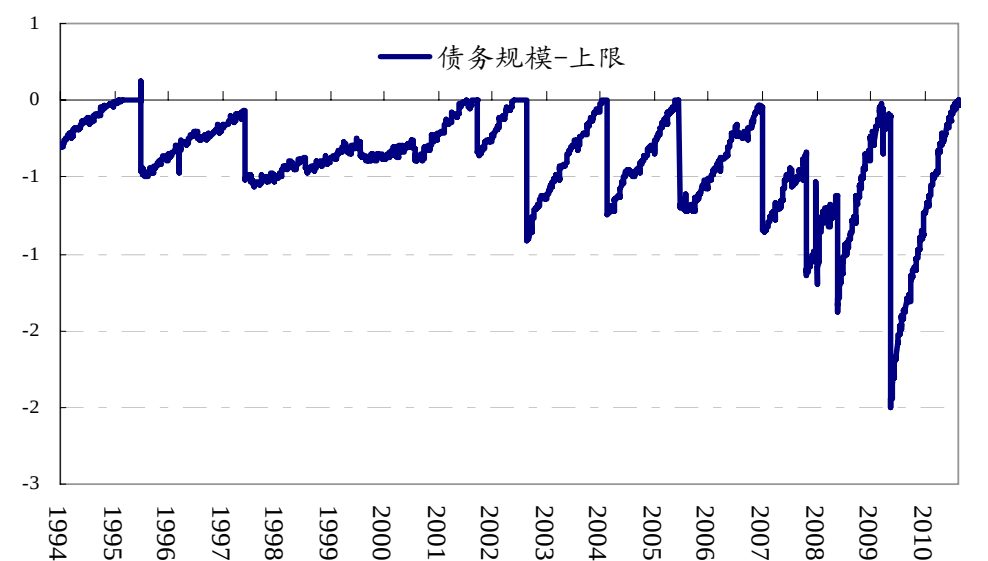
左轴单位：万亿美元



数据来源：国泰君安证券研究，美国财政部

图 17：美国债务规模-上限

左轴：万亿美元



数据来源：国泰君安证券研究，美国财政部。

## 2.2 危机财政数月赤字

奥巴马总统 2009 年 1 月上台，面对的已经是遭遇次贷危机洗礼的烂摊子，详情可见表中布什总统的救助计划。自 2009 年 1 月至今，每月联邦政府均处于赤字状态，连续 31 个月每月均呈赤字状态，创下了 1980 年以来的财政记录。

表 3: 布什总统的救助

| 政策               | 时间            | 具体                                       |
|------------------|---------------|------------------------------------------|
| 290 亿救助贝尔斯登      | 2008 年 3 月    | 美联储 290 亿美元为贝尔斯登的潜在损失作担保, 以使得摩根大通能收购贝尔斯登 |
| 1780 亿救助纳税人      | 2008 年 5 月    | 财政部为每个纳税人提供 600 亿美元, 为每个纳税夫妇提供 1200 美元   |
| 3000 亿救助纳税人      | 2008 年 7 月    | 提供 3000 亿美元给 30 年固定利率抵押的贷款者、首次购房者        |
| 2000 亿救助两房       | 2008 年 9 月    |                                          |
| 250 亿美元救助汽车企业    | 2008 年 9 月    | 提供 250 亿低息贷款给通用、福特和克莱斯勒, 以避免其破产          |
| 1500 亿救助 AIG     | 2008 年 9-10 月 | 以贷款、购买有毒资产和认购优先股的方式救助 AIG                |
| 7000 亿救助银行(TARF) | 2008 年 10 月   |                                          |

## 2.3 财政紧缩基本方略

Alesina and Drazen(1991)认为, 在面临巨大经济冲击时, 弱的联合政府容易耽误必要的财政调整。一个社会规划者会对一个经济冲击很快作出反应, 而在一个充斥党派和机会主义政治的现实世界里, 会形成厌恶必要的财政调整的“拉锯战”。

在奥巴马执政岁月里, 我们也亲眼目睹了这场拉锯战。在中期选举失败之后, 进一步的财政刺激变得不可能, 而随着 2012 年大选的临近, 过于苛刻的财政紧缩也不太可能, 因此奥巴马的长期财政紧缩计划当然是正党间妥协的产物。

Alesina and Perotti(1996,1997)认为, 一次财政调整的“构成”对其能否成功是非常重要的, 而衡量成功的标准是可持续性和宏观经济的结果。可以定义两种类型的调整:

**类型 1** 的财政调整依赖于削减支出、减少转移支付、减少公共部门的工资和就业;

**类型 2** 的调整主要依靠基础广泛的税收增加和公共投资的减少。

Alesina and Perotti(1997)研究发现调整类型 1 会引发更加持续的预算加强并且更具扩张性, 而调整类型 2 会由于预算的恶化而很快被扭转回来, 对经济产生收缩的后果。

Alesina(2000)认为, 任何财政调整, 只要它回避社会安全、福利计划及臃肿的政府官僚机构等问题, 就注定要失败。

Alesina and Perotti(1997)认为, 调整类型 1 与那些以来扭曲的增税政策相比, 还有可能对“竞争力”(单位劳动成本)产生更多有益的效果。

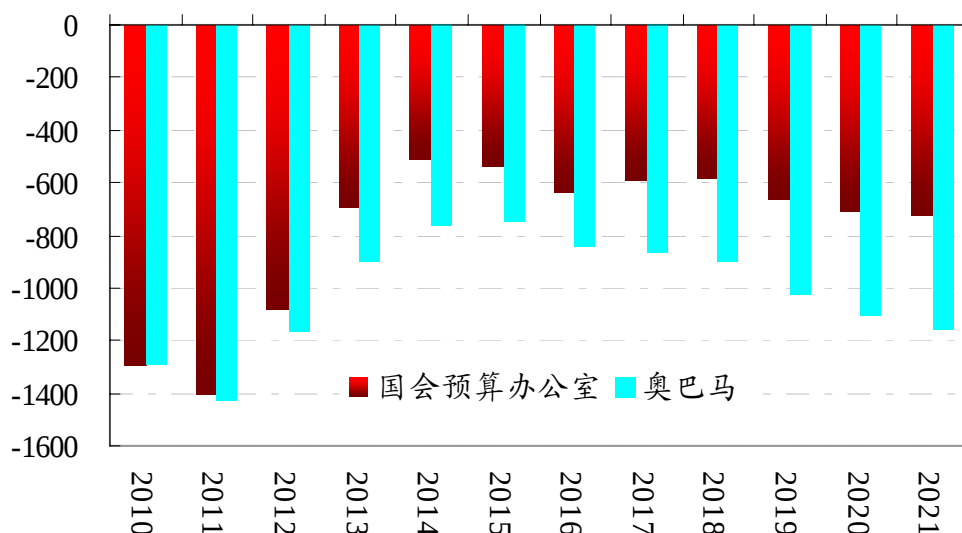
从奥巴马的减赤方案来看, 奥巴马主要是寄希望于财政收入的大幅度增长, 同时维持支出的正常增长(2012 财年则要求财政支出的极低增长)。

很不幸，奥巴马方案属于类型 2。民主社会以及福利社会削减支出的难度要超过增税。

当然，奥巴马和共和党在 2010 年 12 月初达成了延长布什时期所有减税政策的协议，该协议中包含一项减免 1200 亿美元工资税的措施。这个是民主党政治上的妥协。

图 18: 奥巴马、国会预算办公室的赤字预算

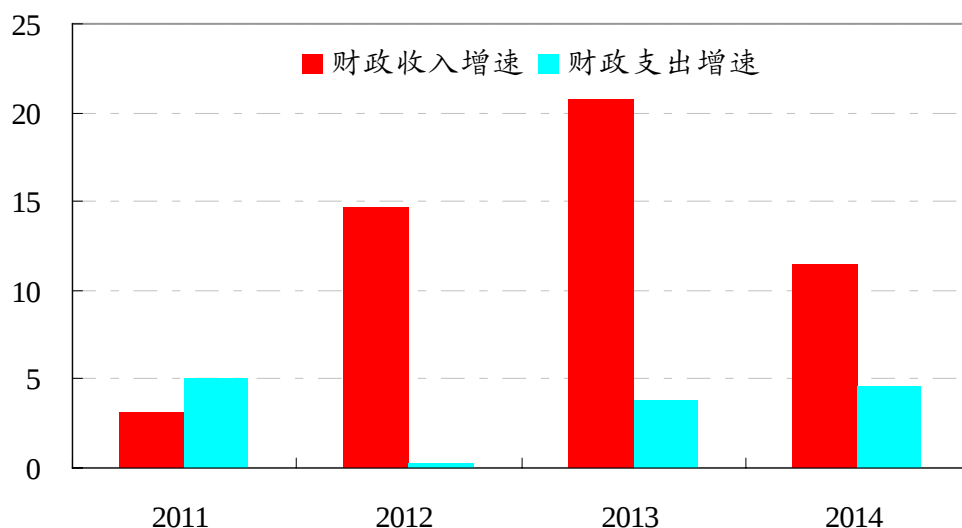
左轴单位: 10 亿美元



数据来源: 国泰君安证券研究, 美国国会预算办公室。

图 19: 财政收入增速、财政支出增速

左轴单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部。

## 2.4 克林顿时代的减赤方案

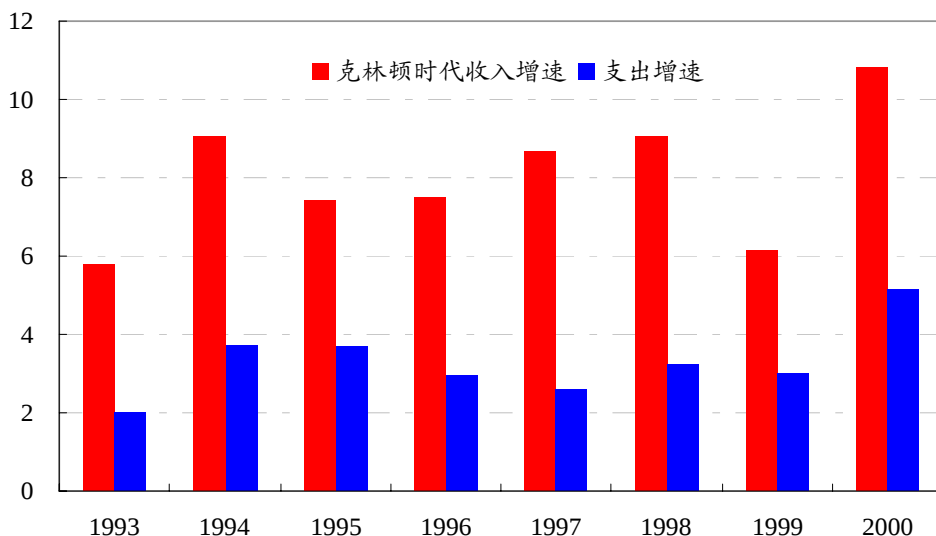
如果我们把克林顿的财政减赤方案看成是优良方案，那么奥巴马方案有可能对经济造成大的冲击。克林顿执政的 1993-2000 年，平均财政收入增速达到 8%，平均支出增速达到 3.29%，

1991 年美国陷入衰退，随后经济反弹，然后平稳增长。克林顿主政期间 GDP 名义增速达到 5.79%，低于 1992 年之前 10 年的 7.25%，实际增速则达到 3.87%，高于 1992 年之前 10 年的 2.73%。

因此，经济的稳定增长，财政收入的较快速增长是克林顿实现美国财政盈余的两大原因。克林顿实现财政收入的快速增长的手段主要是增加税收，增加个人所得税、企业所得税、遗产及赠与税。三税在财政收入中的占比从 53.8% 增加到 61.3%。个人所得税是美国财政收入中最重要的部分，在克林顿两个任期的中间阶段增速最快，超过 11%，有趣的是，在小布什接手之后，个税经历了三年的负增长。

图 20：克林顿时时代财政收入增速、财政支出增速

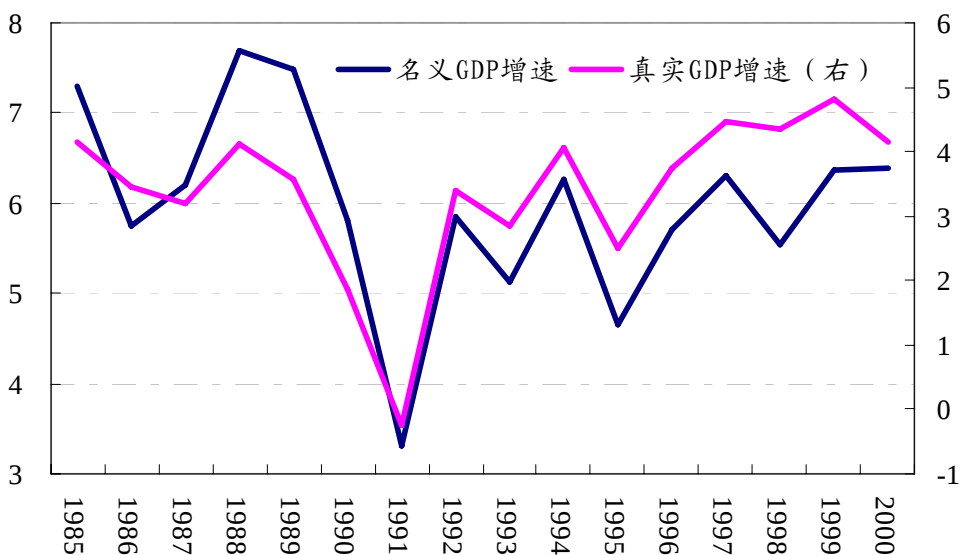
左轴单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，美国财政部。

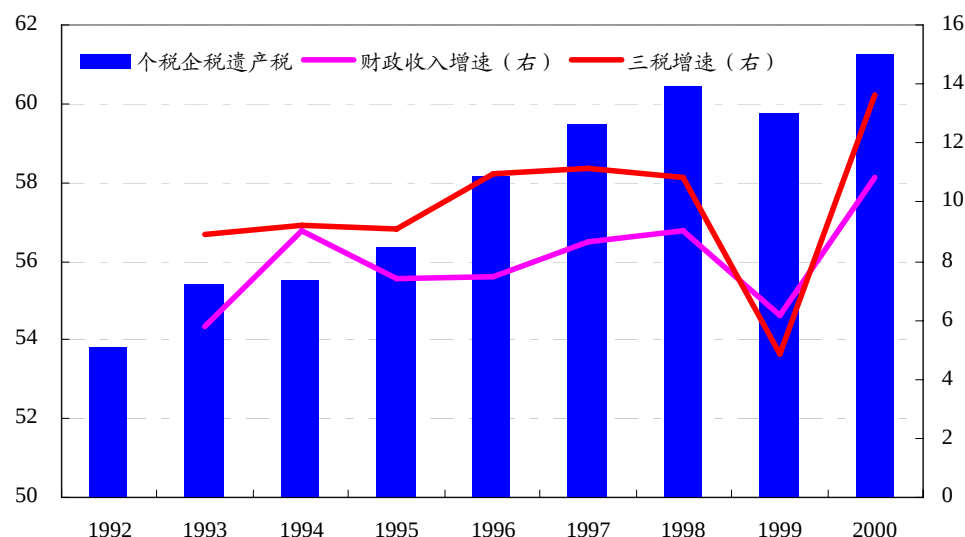
图 21：名义 GDP、真实 GDP 增速

左右轴单位：%



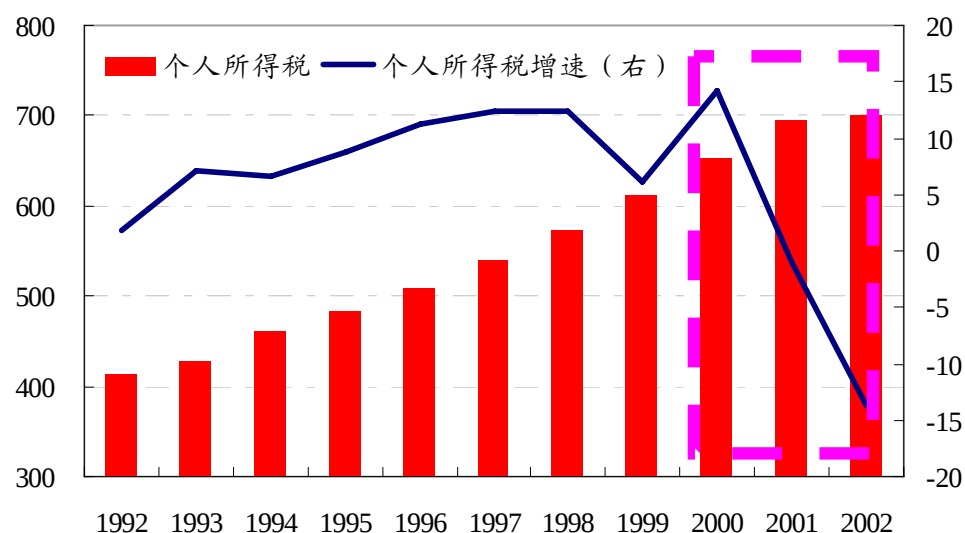
数据来源：国泰君安证券研究，BEA。

图 22: 克林顿时期个税企税遗产税、财政收入增速、三税增速 左右轴单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部。

图 23: 克林顿时期个人所得税、增速 左轴: 10 亿美元 右轴: %



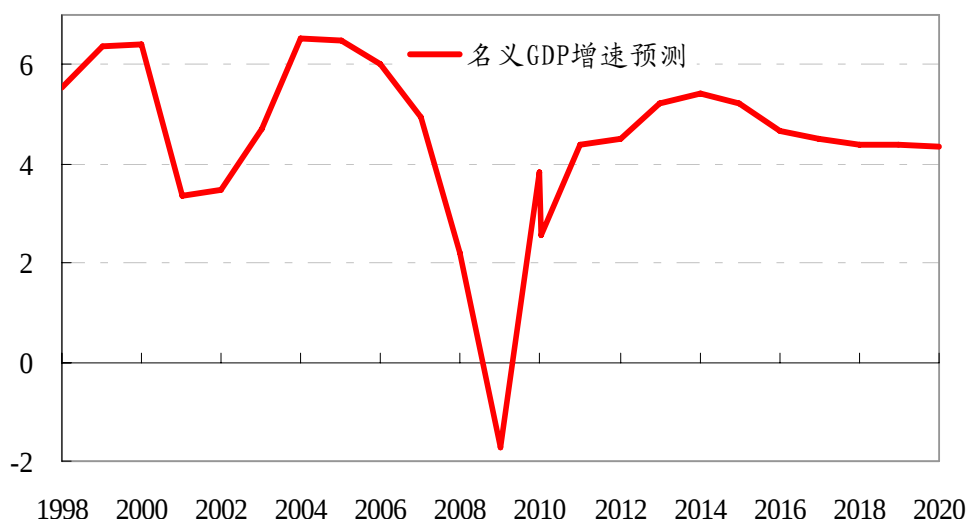
数据来源: 国泰君安证券研究, 美国劳工部

## 2.5 效法克林顿?

在财政支出日益刚性的美国社会, 如医疗支出已经超过 20%, 那么减赤的主要办法是增加财政收入, 增加收入的两个途径, 一是经济较快增长, 二是提税。在经历次贷危机后, 美国经济的长期增长潜力可能遭到损伤。因此, 在奥巴马的预算方案中, 对经济增长的要求并不高。2011 年至 2021 年名义 GDP 增速预测的平均水平为 4.51%, 比克林顿时期 5.79% 的增速要低。奥巴马寄予厚望的即是增税, 也就是效法克林顿加税。我们对个人所得税、企业所得税作了预测, 预测 2011-2014 年个人所得税增速分别为 4%、15%、22%、13%, 企业所得税增速分别为 20%、25%、15%、10%。

图 24: 名义 GDP 增速

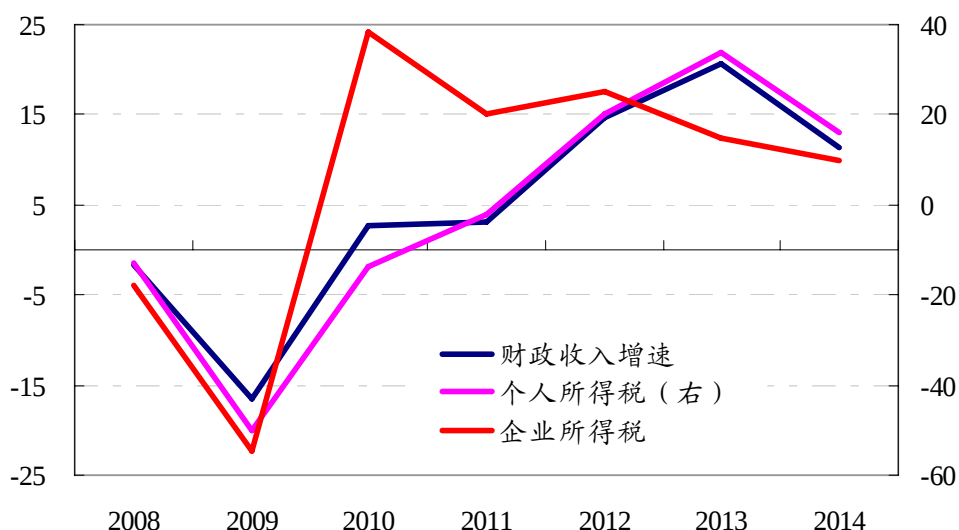
左轴单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, BEA

图 25: 财政收入、个人所得税、企业所得税增速

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部, 劳工部

### 三、 债务影响经济与政策

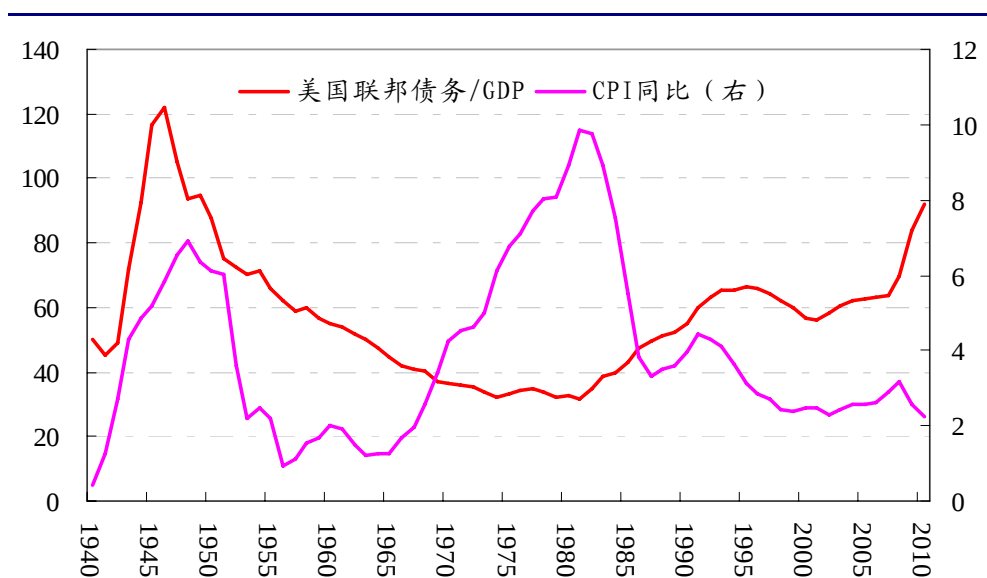
#### 3.1 债务与通胀

债务与通胀应当是一种长期现象, 因为债务是存量, 而通胀在短期和中期内受到货币政策更多的影响。从理论上讲, 在长期内高债务必然引发高通胀, 现实中通货膨胀受到众多因素的影响, 包括产出缺口、失业率、产能利用率等指标。联邦债务/GDP 与 CPI 之间的关系在二战期间是最为紧密的, 当时是因为政府大量举债投资于军事工业导致经济过热, 通胀升高。

债务货币化也许并非美联储本意, 但债务货币化实实在在发生。自 1994 年以来, 通胀调整后的债务规模大幅度缩水。以 1994 年 10 月的通胀水平为基准, 实际债务因为物价上涨已经缩水 1/3 以上, 2011 年 4 月的债务规模为 14.236 万亿美元, 实际债务规模为 9.463 万亿美元。

图 26: 美国联邦债务/GDP、CPI 同比

单位: %

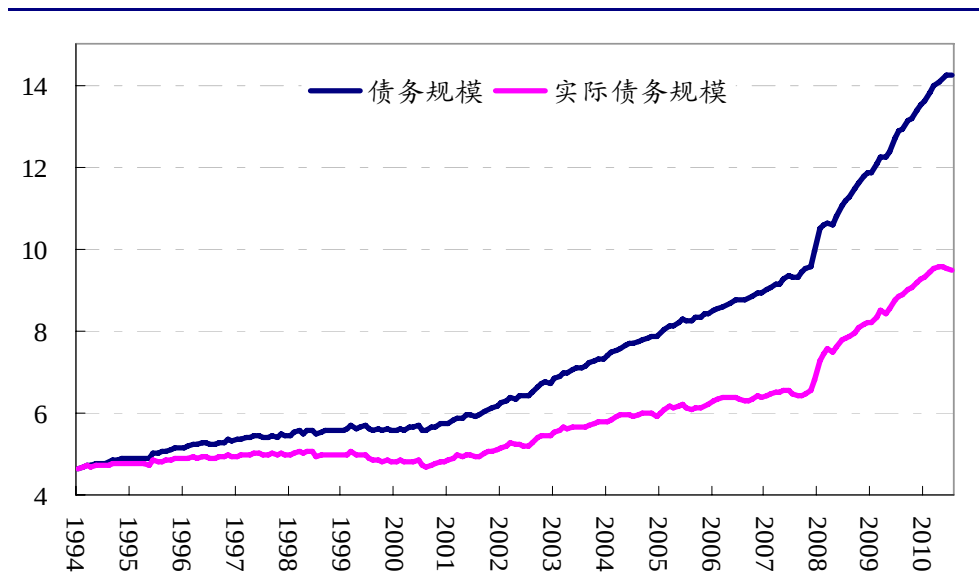


数据来源: 国泰君安证券研究, 美联储, BEA

注: CPI 为五年移动平均

图 27: 美国债务规模、实际债务规模

左轴单位: 万亿美元

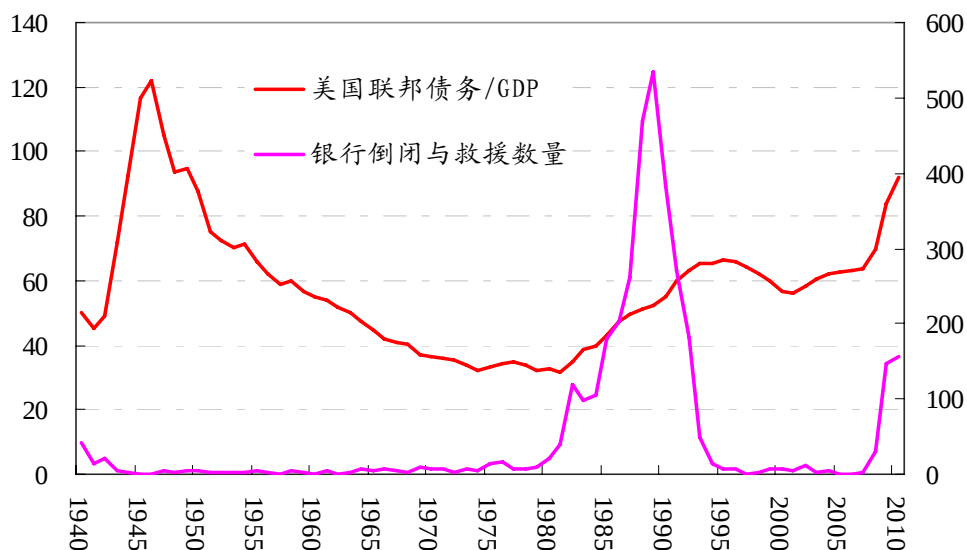


数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部

债务上行与银行危机如魅影相随, 1940 年以来银行大面积破产的分别是 1980 年代的储贷危机和 2008 年的次贷危机, 这两次银行危机时期, 为救助银行业, 全社会都付出了重大代价, 联邦债务激增就是其中重要的代价。

图 28: 美国联邦债务/GDP、银行倒闭与救助数量

左轴: % 右轴: 1



数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部, 美联储, BEA

### 3.2 债务与财政政策

高债务由高赤字造成, 威胁经济稳定, 必然引发财政紧缩, 而财政紧缩则会减少债务堆积。

将公式一和二合并, 可得:

本期债务=上期债务+本期财政赤字, 即:

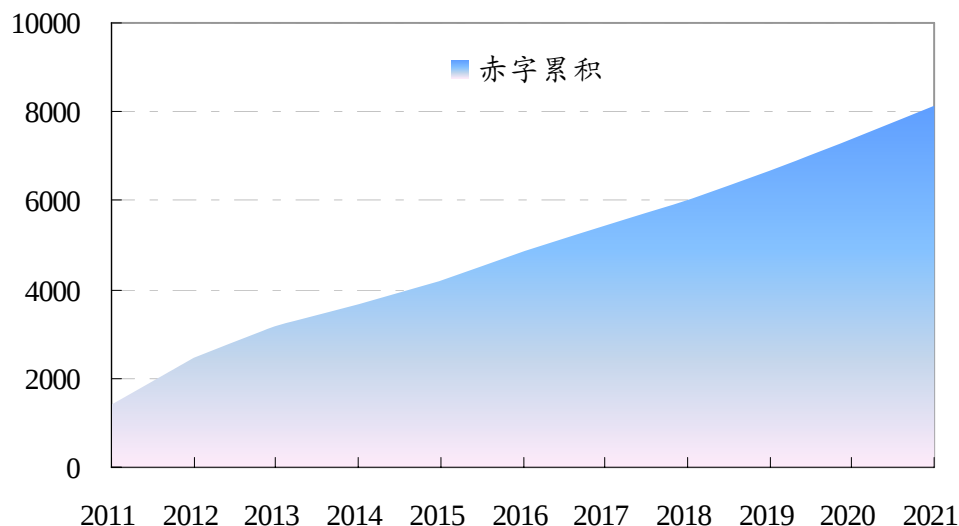
**本期债务-上期债务=本期财政赤字**

因此, 本质上, 财政赤字的减少, 必将带来债务累积的减缓。

综合奥巴马和国会预算办公室的财政紧缩方案, 从 2011 年中期到 2021 年, 赤字累积达到 80000 万亿美元以上, 如果每次上调债务上限 20000 亿美元, 则未来 10 年需要上调 4 次债务上限! 并且到 2021 年, 美国的债务将累积到 22 万亿美元, 届时名义 GDP 在 22.8 万亿美元左右, 那么债务率在 100% 左右, 相比 2010 年水平, 则不会有显著增长。

图 29: 美国赤字累积

单位: 10 亿美元



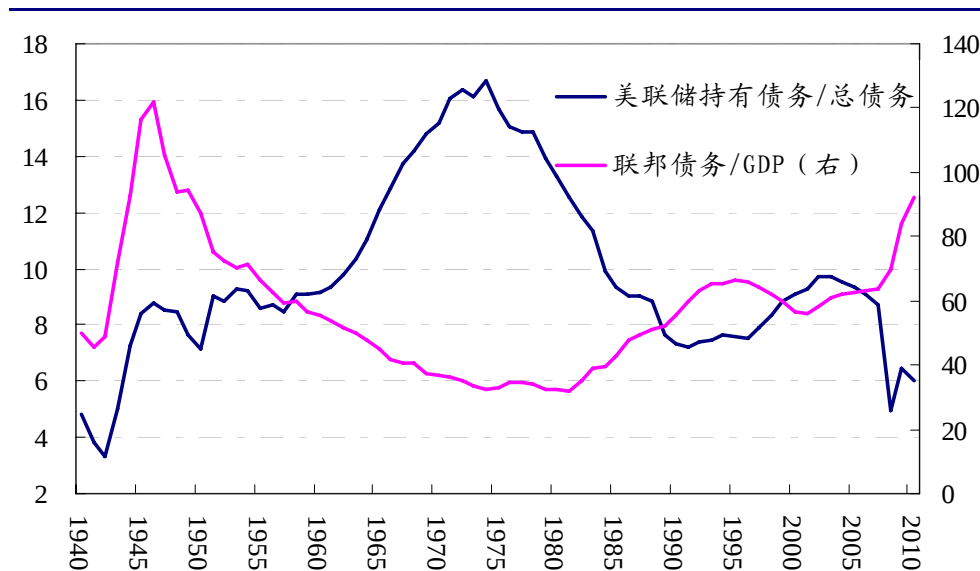
数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部

### 3.3 债务与货币政策

美联储为财政部赤字融资在历史上确实有可能发生过，比如二战期间，但除此之外几乎没有发生过，即便是在本轮金融危机以来，美国的债务/GDP 不断攀升，而美联储持有债务/总债务实际在 2008 年下降到低点，在 2009、2010 年出现上升，但总体而言处于历史低位。可以从这一点看，美联储的政策独立性仍然是很好的。

图 30：美国联邦债务/GDP、美联储持有债务/总债务

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，美国财政部，美联储，BEA

## 四、 债务影响经济与政策

### 4.1 财政紧缩与经济增长

在给定奥巴马的长期财政紧缩计划之后，我们可以来模拟财政紧缩对经济增长的影响。

政府支出在 GDP 中的比重长期内处于下降通道。

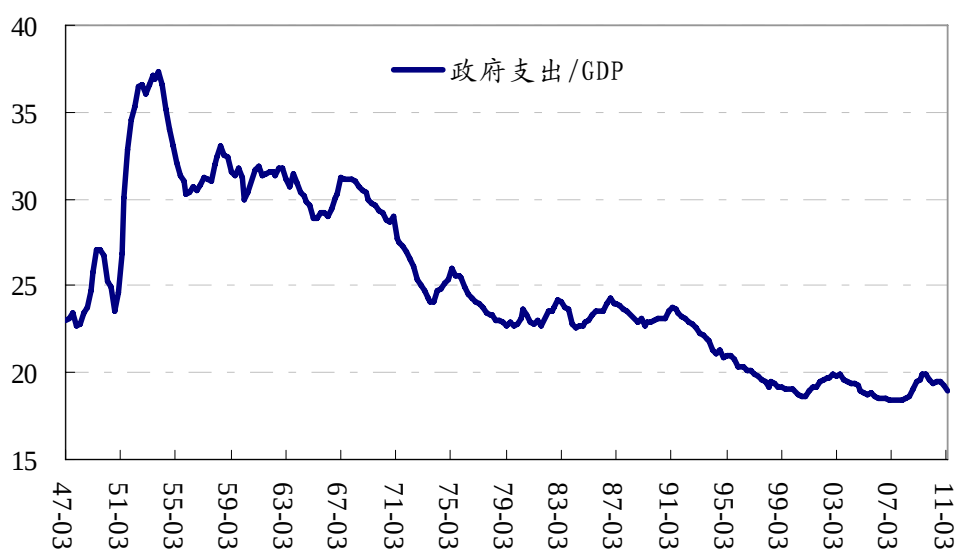
财政紧缩对经济增速的影响，可以从两个方面来分析。第一方面，是为增加财政收入，采取增加税收的方法，对经济造成的紧缩影响。这里就有必要分一次总付税(Lump Sum Tax)和比例税(Proportional Tax)，后者对私人部门经济生产的动力直接起到负面作用，从而影响经济产出。第二方面，是政府支出的减少，直接从需求端减弱经济增长动能。

这两方面实际上对应着两个故事，一个是税收负担对经济的影响，另一个是政府干预对经济的影响，前者应对经济产生负面影响，后者应对经济产生正面影响。

GDP 政府支出与财政支出并不是同一概念，两者之间在正常年份增速接近，但在波动剧烈时期则往往相差较大，甚至出现背离，2010 年则是一次典型的背离，政府支出继续正增长，而财政支出则负增长。

图 31: 美国政府支出/GDP

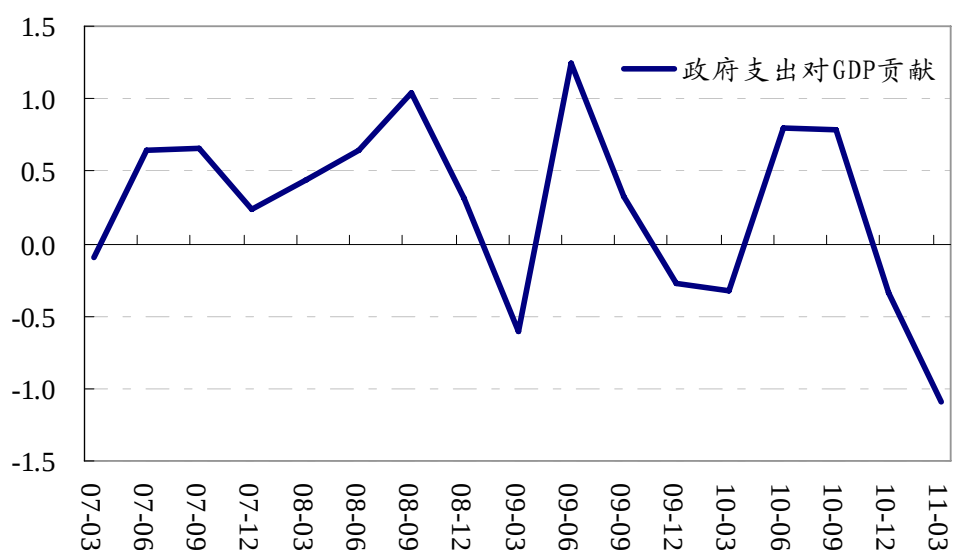
单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部, BEA

图 32: 美国政府支出对 GDP 贡献

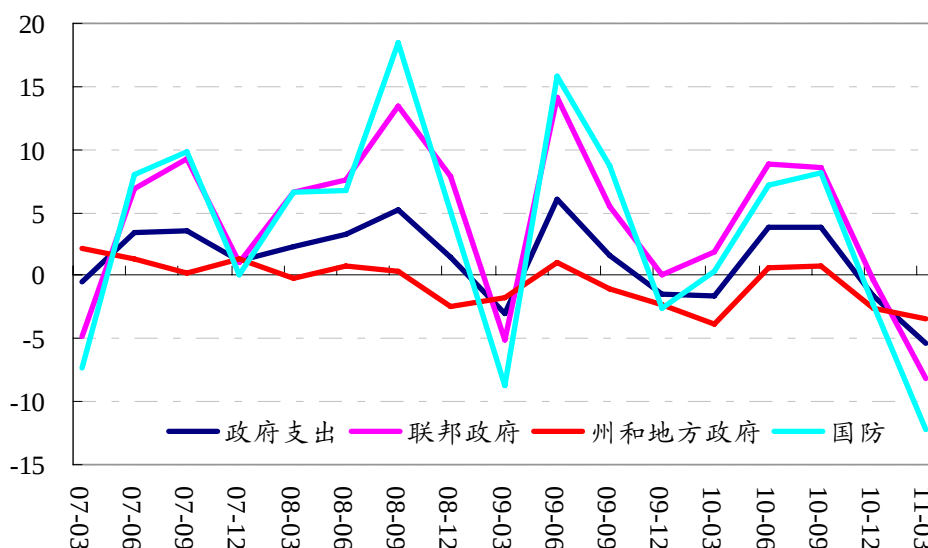
左轴单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部, BEA

图 33: 美国政府支出环比增速

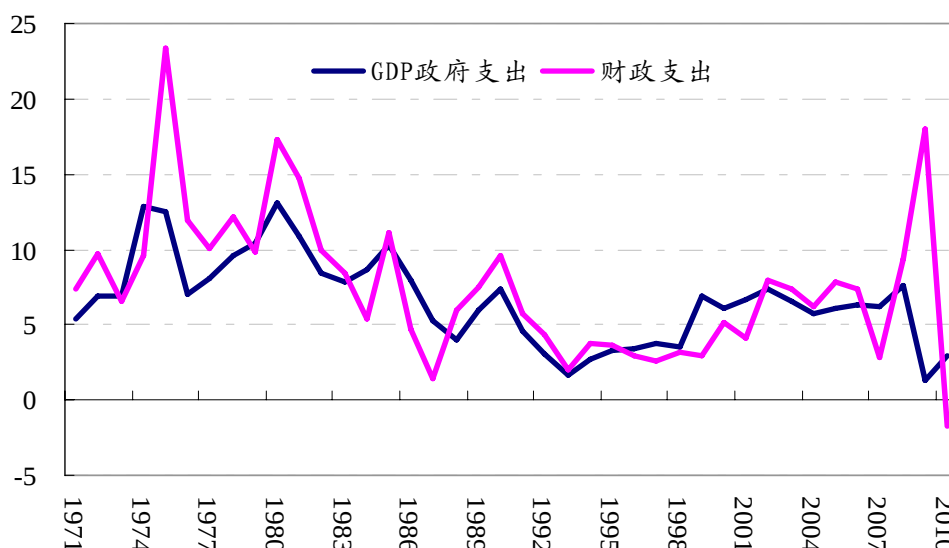
单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部

图 34: 美国政府支出增速、财政支出增速

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, 美国财政部, BEA

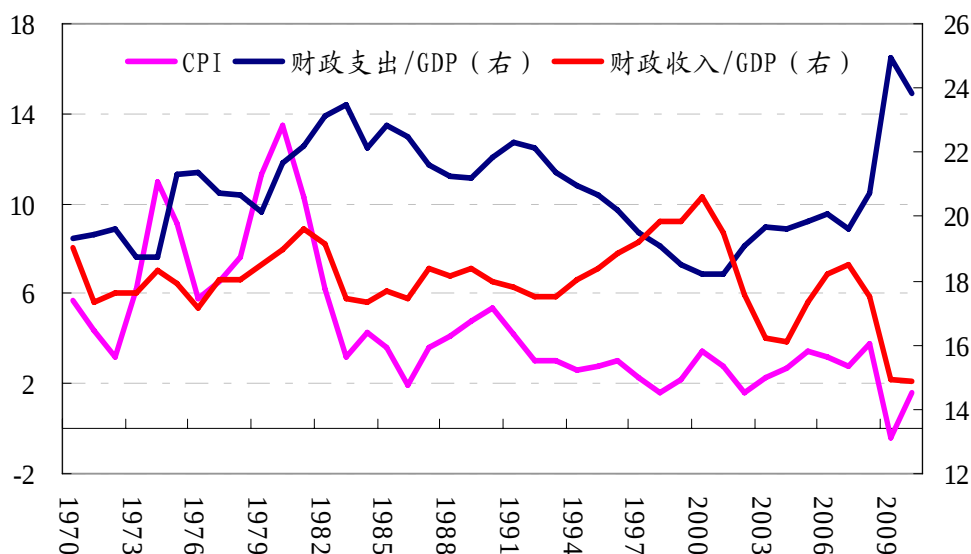
## 4.2 财政紧缩与通胀

财政紧缩将降低国内总需求, 从而降低名义利率, 并缓解通胀。因此影响财政紧缩影响通胀可以有 2 个渠道。一是, 财政支出的减少, 减弱总需求, 从而通胀压力下降; 二是, 税率提高, 私人部门生产意愿降低, 从而减弱总需求, 从而通胀降低。

但是, 单纯观察相关性, 我们并不能得到这样的结论, 这是因为除了财政政策冲击之外, 还有其他冲击影响着通胀, 这些因素包括货币政策、能源冲击等。

图 35：美国 CPI、财政支出/GDP、财政收入/GDP

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，美国财政部，美联储，BEA

## 五、债务膨胀与财政紧缩的全球溢出

美元的全球储备货币地位，使得债务膨胀与财政紧缩的影响将是全球性，即债务膨胀使得全世界都会来分担其成本，财政紧缩将影响到全球的总需求。

### 5.1 美国国债是全球央行的储备资产

美国与世界上其他国家和地区（包括欧元区）的最大差别在于强大的全球金融掌控能力，即利用美元的主权货币地位，在美国长期贸易逆差的状况下，向外输出美元，从而向全球征收铸币税。

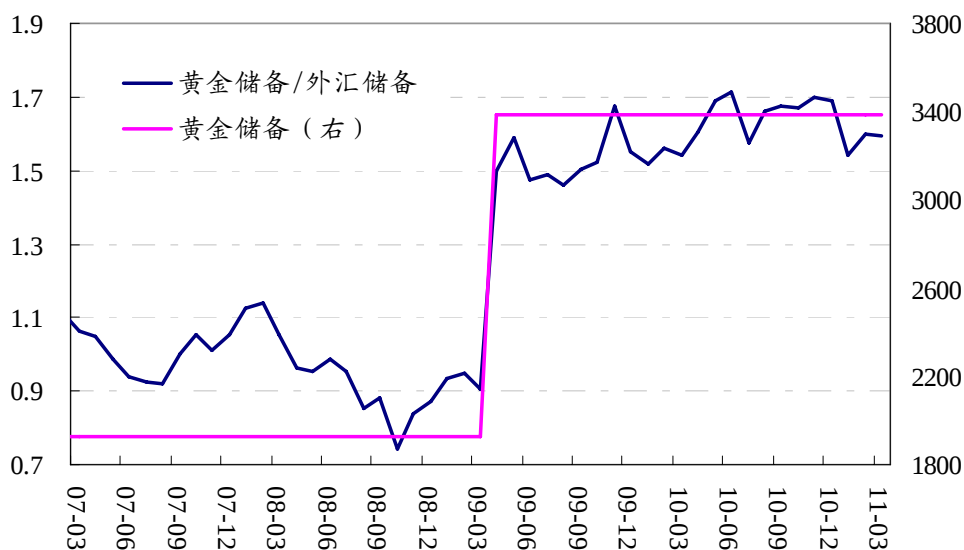
一个最明显的例子就是中国外汇储备，次贷危机以来，QE1 和 QE2 令美元不断贬值，中国政府一直在寻求外汇储备的多元化，但从目前来看依然不可能摆脱对美元资产，主要是美国国债的需求。中国在 2009 年 4 月增持了 1460 万盎司黄金，增幅超过 75%，期间黄金升值超过 60%，但黄金储备/外汇储备仍在 1.7% 附近徘徊。中国自 2010 年 1 月起购入韩国国债以丰富外汇储备，不过每月购入韩债金额仅以亿美元计，仅相当于整个外储规模的万分之一。

2000 年以来，外国投资者持有美国国债在不断增加，同时其占比亦在不断增加，从不足 20% 上升至 30%。

中国持有美国国债的规模已经与美联储相当，或者说是美联储在最近赶了上来。

图 36: 中国黄金储备、黄金储备/外汇储备

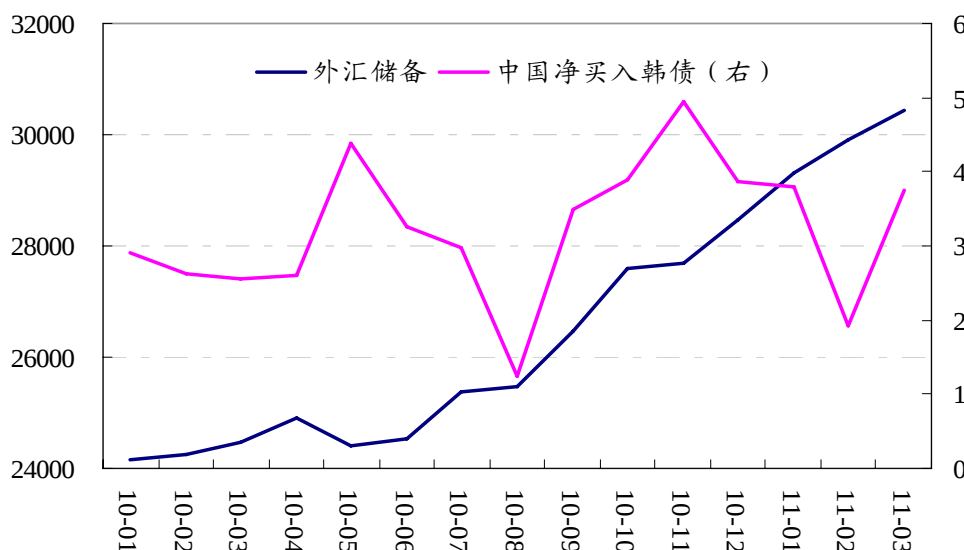
左轴: % 右轴: 万盎司



数据来源: 国泰君安证券研究, 美联储

图 37: 中国外汇储备、中国净买入韩债

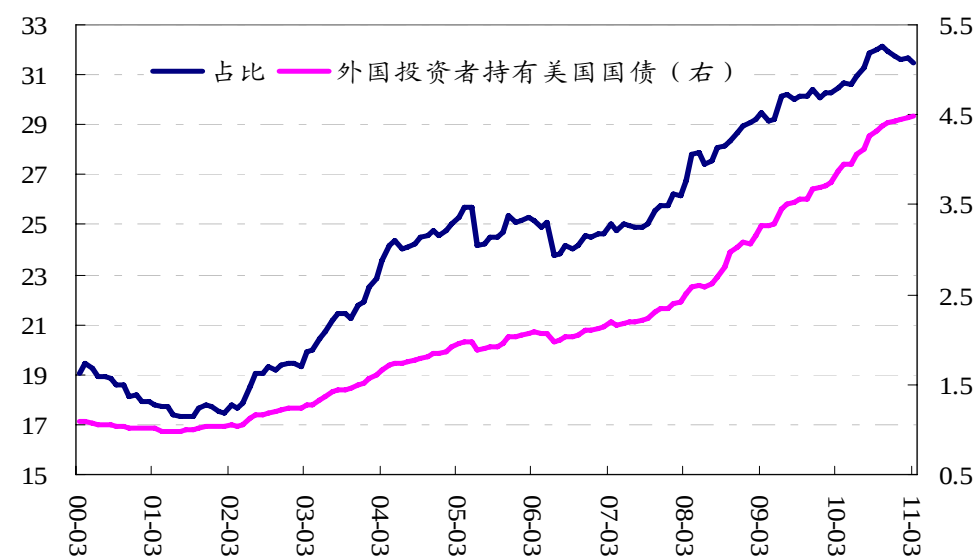
单位: 亿美元



数据来源: 国泰君安证券研究, 美联储

图 38: 外国投资者持有美国国债、占比

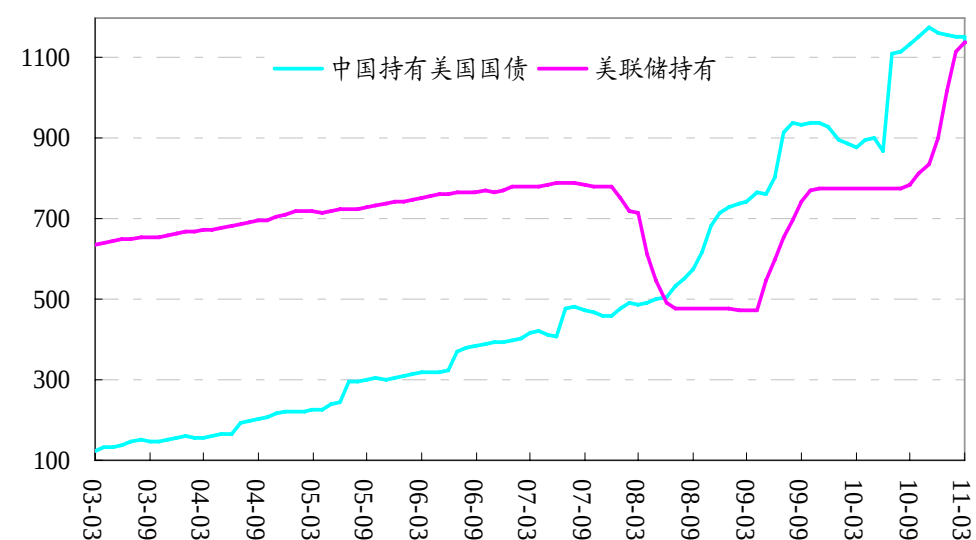
左轴: % 右轴: 万亿美元



数据来源: 国泰君安证券研究, 美联储

图 39: 外国投资者持有美国国债、占比

左轴单位: % 万亿美元



数据来源: 国泰君安证券研究, 美联储

## 5.2 美元使得“美债危机”根本区别于欧债危机

全球化的美元, 使得美国债务问题不仅仅是美国人的问题, 美元贬值等同于中国等国储备资产的贬值。

外国投资者持有美国国债占到 1/3, 既不会导致外国投资者在美国国债中拥有主导权, 也能令外国投资者分担美国债务。

因此, “美债危机”的核心取决于美国政府的财政改革。如果财政改革和财政紧缩能够取得成效, “美债危机”、“美元危机”都可转危为安。

欧债危机中, 中国购买欧债是对欧洲外交政策的重要筹码, 但中国购买美债则不是中国对美国外交政策的筹码, 由此可见一般。

**作者简介:****王虎:**

S0880511010057

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

中南大学工学学士，南京大学经济学博士。2008 年加入国泰君安，从事宏观经济研究。

2010 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名，《证券市场周刊》“远见杯”年度经济数据预测第三名。

**薛鹤翔:**

S0880110100143

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

上海财经大学经济学博士（硕博连读）/同济大学工学学士；2010 年加入国泰君安证券，从事宏观经济研究/大类资产配置研究。

**姜超:**

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其它机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

|                                                                                                                  | 评级   | 说明                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----------------------|
| <b>1.投资建议的比较标准</b><br>投资评级分为股票评级和行业评级。<br>以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 增持   | 相对沪深300指数涨幅15%以上      |
|                                                                                                                  | 谨慎增持 | 相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间 |
|                                                                                                                  | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%   |
|                                                                                                                  | 减持   | 相对沪深300指数下跌5%以上       |
| <b>2.投资建议的评级标准</b><br>报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。                                              | 增持   | 明显强于沪深300指数           |
|                                                                                                                  | 中性   | 基本与沪深300指数持平          |
|                                                                                                                  | 减持   | 明显弱于沪深300指数           |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                       | 深圳                       | 北京                      |
|---------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层 | 深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层 | 北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层 |
| 邮编      | 200120                   | 518026                   | 100140                  |
| 电话      | (021) 38676666           | (0755) 23976888          | (010) 59312799          |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com   |                          |                         |