

1 August 2011 | 14pages

美国债务上限谈判陷僵局：演化、情景、后果、应对

✍ 闻岳春

执业证书编号： S1230208080059

☎ 021-64716089

✉ wenyuechun@stocke.com.cn

本报告导读：

- 美国两党对垒提高债务上限谈判陷僵局：动态及原因
- 情景一：国会提前批准提高国债上限
- 情景二：国会8月2日最后期限前批准提高债限
- 情景三：国会不批准提高上限
- 市场普遍认为美国此次发生债务违约的可能性不大，但很可能失去3A评级
- 假如美国发生债务违约的黑天鹅事件（其可能性不能完全排除）：后果分析。国债收益率将飙升，市场借贷成本上升；将引发全球范围的金融动荡；经济复苏有可能中断，甚至重陷衰退
- 假如美债违约：对中国有何影响？

投资要点：

- 美国国债上限概念、主权债务危机本质、美债危机起因
- 美国历史上政府关门、提高债务上限、疑似债务违约概况
- 美国两党对垒提高债务上限谈判陷僵局：动态及原因
- 美国国债债务上限危机的几种情景分析
- 情景一：国会提前批准提高国债上限
- 情景二：国会8月2日最后期限前批准提高债限
- 情景三：国会不批准提高上限
- 市场普遍认为美国此次发生债务违约的可能性不大，但很可能失去3A评级
- 假如美国发生债务违约的黑天鹅事件（其可能性不能完全排除）：后果分析
- 一旦美国发生债务违约，国债收益率将飙升，市场借贷成本上升
- 将引发全球范围的金融动荡
- 经济复苏有可能中断，甚至重陷衰退
- 假如美债违约：对中国有何影响？
- 应对

相关报告

- 1《中国主权财富基金进一步发展的策略研究》2011.07.23
- 2《欧央行最早7月7日加息：希腊“屋漏”可能“还逢连天雨”》2011.07.03
- 3《如何看待疲软的美国房地产市场？》2011.06.24
- 4《美元再度被反弹：希腊债务危机打压欧元&通胀数据刺激美元》2011.06.17
- 5《加还是不加：欧央行进退两难下7月后可能加息》2011.06.11
- 6《疲软的美国经济忧多于喜：“高位回档”但不会出现“二次衰退”》2011.06.05
- 7《美元指数短期相对强势、反弹乏力：欧债危机再度升级PK美国疲软、持续复苏》2011.05.27
- 8《美联储政策退出：步骤与时机选择》2011.05.22
- 9《欧债又现危局难阻欧央行年内加息概率及幅度大于美联储》2011.05.13
- 10《美元大幅反弹引大宗商品暴跌和市场担忧：核心波动区间仍在72-77点》2011.05.08

报告撰写人： 闻岳春

数据支持人： 闻岳春





正文目录

美国债务上限谈判陷僵局：演化、情景、后果、应对	3
1.美国国债上限概念、主权债务危机本质、美债危机起因.....	3
2.美国历史上政府关门、提高债务上限、疑似债务违约概况.....	4
3.美国两党对垒提高债务上限谈判陷僵局：动态及原因	4
4.美国国债债务上限危机的几种情景分析	6
4.1 情景一：国会提前批准提高国债上限	6
4.2 情景二：国会 8 月 2 日最后期限前批准提高债限.....	7
4.3 情景三：国会不批准提高上限	8
5.市场普遍认为美国此次发生债务违约的可能性不大，但很可能失去 3A 评级.....	8
6.假如美国发生债务违约的黑天鹅事件（其可能性不能完全排除）：后果分析.....	9
6.1 一旦美国发生债务违约，国债收益率将飙升，市场借贷成本上升.....	10
6.2 将引发全球范围的金融动荡.....	10
6.3 经济复苏有可能中断，甚至重陷衰退	11
7.假如美债违约：对中国有何影响？	12
8.应对	14

图表目录

图 1：美股蒙受一年来最大单周跌幅。7 月道指与标普 500 指数均下跌 2.2%，纳指下跌 0.6%	3
图 2：数据显示，美国债务上限早已于 4 月 15 日到顶——目前美国政府的债务上限仍为 14.294 万亿美元.....	4
图 3：近期美元汇率的走势基本被欧洲债务问题所左右，对两党就债务上限谈判的进程反应不是很敏感.....	8
图 4：近期美国国债价格走势平稳，十年期国债到期收益率在近两个月中围绕 3%的水平窄幅震荡.....	8
图 5：美国财政部预测 2011 年美国财政赤字占 GDP 的比重将达到 10.9%，远高于欧盟确定的 4%的警戒线.....	11
图 6：2010 年美国债务占 GDP 比重 62.14%，高于欧盟确定的 60%的警戒线	11
图 7：美国财政收入占 GDP 的比重从 2000 年的 20.6%降至 2010 年的 14.9%	12
图 8：美国财政支出占 GDP 的比重从 2000 年的 18.2%升至 2010 年的 23.81%	12
图 9：中国截至今年 5 月末持有约 1.16 万亿美元的美国国债，占外国投资者持有美国国债合计的约 20%，为美国最大债权人	13
图 10：至 2011 年 6 月末，中国外汇储备已达 31974.91 亿美元，而其中约 70%是美元资产	13





美国债务上限谈判陷僵局：演化、情景、后果、应对

欧债危机还没有让全球市场缓口气，美国债务危机又呼啸而来。目前，美国国债总额上限能否按期提高仍存悬念。上周美股大幅下滑，原因是政府报告称美国经济数据总体不佳，第二季度GDP增速不及预期、投资者们认为两党围绕提高美国债务上限的政治斗争或导致美国出现债务违约甚至评级下调。目前美国国会关于提高债务上限的谈判依然处于僵局，美国是否会发生债务违约牵动全球市场神经。

图 1：美股蒙受一年来最大单周跌幅。7月道指与标普500指数均下跌2.2%，纳指下跌0.6%



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

1. 美国国债上限概念、主权债务危机本质、美债危机起因

国债上限是具有美国特色的一种债务限额发行制度，源于1917年，由美国国会立法通过。其根本目的在于对政府的融资额度做出限制，防止政府随意发行国债以应对增加开支的需要，避免出现债务膨胀后“资不抵债”的恶果。如果联邦政府债务总额接近法定上限，美国财政部必须采取非寻常措施来满足承担的义务。

主权债务是指一国以自己的主权为担保向外，不管是向国际货币基金组织还是向世界银行，还是向其他国家借来的债务。债务危机是指在国际借贷领域中大量负债，超过了借款者自身的清偿能力，造成无力还债或必须延期还债的现象。

主权债务危机的本质是高赤字之下的主权信用危机。现在很多国家，随着救市规模不断扩大，债务的比重也在大幅度的增加，很多国家可能面临无法偿还未来债务的风险。当这个危机爆发到一定阶段的时候可能会出现主权违约，当一国不能偿付其国家债务时发生的违约即主权债务违约。

传统的主权债务违约的解决方式主要是两种：违约国家向世界银行或者是国际货币基金组织等借款；与债券国就债务利率、还债时间和本金进行商讨。

美债危机起因。2011年5月16日，美国国债终于触及国会所允许的14.29万亿美元上限。

国际金融危机的爆发使美国政府赤字大幅度上升，举债度日成为家常便饭，国债纪录屡创新高。





这种情况下，美国财长盖特纳表示，由于采取了一些紧急措施以维持偿债能力，美国政府支付开支最多能延迟到8月2日。到了8月2日，政府若不提高债务上限或削减开支，就会开始债务违约，无法偿还美国国债本金和利息，这种情况可能让国际金融市场陷入混乱。

2. 美国历史上政府关门、提高债务上限、疑似债务违约概况

美国历史上多次发生政府关门事件，最近一次是1995年底，由于美国两党在预算问题上未达成一致，美国政府被迫先后两次关门共计26天。

但是，这种由于预算分歧导致的政府关门与债务违约有很大区别。政府关门仅是指非核心政府部门停止运转，核心政府部门依然运转，美国财政部也将如期支付债务利息，不存在债务违约的风险。

自1960年以来到今年7月31日，美国国会已78次提高债务上限，平均每8个月提高一次，其中49次是在共和党总统任期内，29次是在民主党总统任期内。

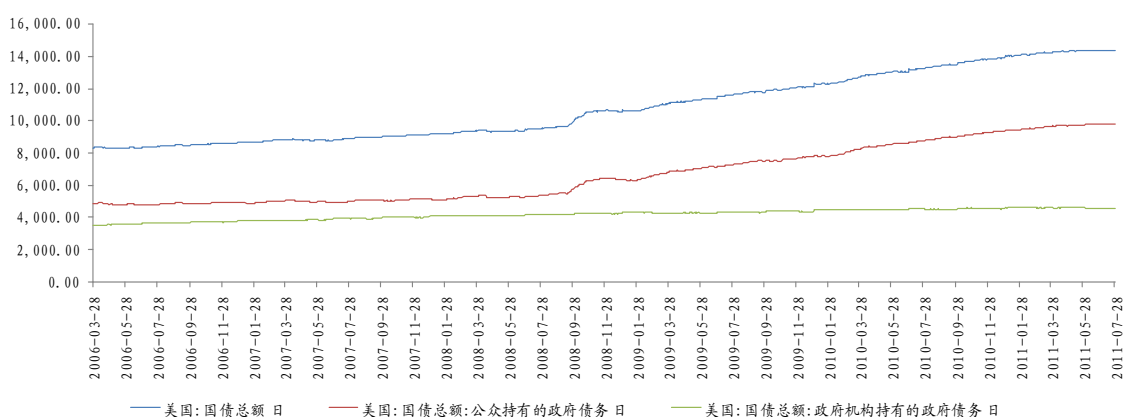
自奥巴马2009年1月20日就任总统以来，国会已经三次提高债务上限，提高总额为2.979万亿美元。前任总统布什在两届任期内共7次提高债务上限。

美国史上有违约记录吗？奥巴马总统多次强调，如果两党在最后期限前未达成协议，将是美国历史上首次发生债务违约。但是，严格来说，自1917年国债上限制度设立以来，美国曾有过两次“疑似”违约。

一次在1933年罗斯福总统任期内。但这次违约有其特殊性。由于当时美国债券仍和黄金挂钩，因为经济危机，美国政府无力继续用黄金支付一战债券，所以美国国会被迫立法规定以纸币偿付债务，此举遭到债权人抗议。另一次在1979年，因为政府工作疏漏，导致一小部分债务利息支付发生延误，造成短期“技术性”违约。

3. 美国两党对垒提高债务上限谈判陷僵局：动态及原因

图2：数据显示，美国债务上限早已于4月15日到顶——目前美国政府的债务上限仍为14.294万亿美元



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

经济衰退和多年的赤字财政政策使得美国的公共债务总额不断累积。

自今年年初来，美国国会两党及全球就围绕提高债务上限和削减财政赤字问题展开了旷日持久





的谈论，特别是 4、5 月美国国债达到法定上限以来，谈论、争论更多。然后，由于美国两党双方立场迥异，谈判一直处于“较劲”状态，没有取得实质性进展。

事实上，美国债务上限早已于 5 月 16 日到顶（美国政府宣布的时间。但是数据显示实际上是 4 月 15 日就到顶了——14.305 万亿美元）——目前美国政府的债务上限仍为 14.294 万亿美元。按照相关规定，理论上说，到了 8 月 2 日（美国财政部宣告的提高债务上限的最后时限），美国两党若不能就提高债务上限或削减开支达成协议，美国政府将缺乏足够现金（目前财政部账号内的现金总量约 700 多亿美元）¹，美国国债将面临违约风险，可能无法偿还美国国债本金和利息。所以，8 月 2 日被视为大限，美国两党势必在此之前达成妥协。另外，根据美国财政部的数据，在 8 月 2 日至 8 月 31 日期间，美国政府需要支付到期债款为 3070 亿美元，但目前可自由支配的财政收入仅为 1720 亿美元，存在约 1350 亿美元的融资缺口。如债务上限不能及时上调，则会构成违约。

经济学家指出，一旦最具信用的美国国债出现违约，那么国际金融市场将大乱，美国乃至全球经济都将遭受比 2008 年金融危机更为严重的冲击。因为中国是持有美国国债最多的国家，所以，一旦美国国债出现违约，中国也将成为直接的受害者。

美国国债危机让全球市场都绷紧了神经，最近大量资金纷纷从风险资产中退出，现金和黄金成了最好的避风港。不过，正如投资大鳄索罗斯所言，美债务僵局纯属作秀，在大限来临之前就债务上限达成妥协将是必然结局。美国国务卿希拉里·克林顿周一（7 月 25 日）在香港也表示，相信国会将就提高债务上限达成协议。

不过，事情的进展并没有随着大限的临近而出现曙光。上周六（7 月 23 日），民主党与共和党的谈判再度破裂。面对严峻的形势，美国总统奥巴马不得不发出警告称“我们已经没有时间了。如果我们真的发生债务违约，我们将不得不作出调整。”这是奥巴马首次表态承认美国可能存在债务违约的可能性。

周末的谈判破裂之后，白宫和国会开始了新一轮谈判，国会两党领导人当天又拿出了各自的新方案。

众议院共和党领袖博纳坚持“两步走”上调政府债务上限 2.6 万亿（美元，下同），削减赤字 3 万亿：（1）短期内先上调债务上限 1 万亿，削减赤字 1.2 万亿；（2）2012 年再上调 1.6 万亿债务上限，同时削减赤字 1.8 万亿或更多。后来修改为新方案，但仍然没有任何新意：坚持采取“分两步走”的短期方案，以期给 2012 年的总统选举增加政治砝码。博纳的新债务上限方案为，国会将分两步走上调政府债务上限，今年先上调 9000 亿（美元，下同），同时削减赤字 9170 亿，再于明年 2 月商讨上调 1.6 万亿，前提是通过国会平衡政府预算的宪法修正案。

美众议院（实际由共和党控制）于周五（7 月 29 日）下午以 218 票对 216 票通过议长博纳的新债务上限方案，但遭到参议院（实际由民主党控制）的否决：美国东部时间 7 月 29 日晚间（北京时间 7 月 30 日早上）消息，债务上限谈判向前迈一步，美国参议院以 59 票对 41 票否决众议院议长博纳的新债务上限方案，并计划于下周一（8 月 1 日）就参议院多数党领袖里德的方案进行投票。

¹苹果公司的财务报告显示，目前其手中的现金储备高达 764 亿美元，而且还有“快速增加的巨额利润”。与此同时，美国财政部账号内的现金总量不过 737 亿美元。<http://finance.ifeng.com/news/corporate/20110731/4329313.shtml>





而民主党坚持“一揽子”解决的方案，以保证总统选举不受政府违约危机的困扰。

与博纳方案相比，里德方案最大不同是，他主张一次性上调债务上限 2.4 万亿，可持续至 2012 年底，以避免 2012 年总统大选受困于此。一次性上调政府债务上限 2.4 万亿，同时削减赤字 2.7 万亿，不加税、也不削减医疗保险及补助，白宫新闻发言人杰-卡尔尼表态支持里德的备选方案，称这是项合理的计划，可解除美国违约风险直至 2012 年底，应该获得两党支持。

美国东部时间 7 月 30 日下午(北京时间 7 月 31 日凌晨)消息，众议院周六下午以 246 票对 173 票否决参议院领袖里德的初始债务上限方案。因此，此举也被视为众议院对参议院周五晚否决众议院长博纳的方案后一种回击，表明众院不欢迎民主党的方案。

参院就里德新债务上限方案的辩论仍在进行中，初步计划于周日凌晨 1 时对此方案进行程序性投票。

奥巴马表示，民主党和共和党双方将需要进一步妥协。如果美国国会未能达成一致，那么“信用卡、抵押贷款和汽车贷款的利率会暴涨，这对于美国人民来说相当于一个巨大的加税。”“这将有可能引发一场严重的经济危机——一个几乎完全由华盛顿造成的危机。”

截至我们发稿时，两党仍未达成共识，奥巴马立场也未见大幅改变。

美国会两党对垒提高债务上限谈判陷僵局的原因。在削减赤字、债务、避免美国发生债务违约上，民主党和共和党并无根本的分歧。分歧主要在于：方案是否覆盖大选年，以及谁为削减债务买单。

民主党里德方案主张一次性上调债务上限 2.4 万亿，可持续至 2012 年底(2012 年 11 月美国大选之后)，以避免 2012 年总统大选受困于此(因为民主党目前是执政党、同时参议院实际由民主党控制，希望能够连任 2012 年总统大选)，这样在大选前与 대선中就不需要再就减赤(减债)问题与共和党讨价还价。而共和党(目前是在野党，但是众议院实际由共和党控制，希望通过 2012 年总统大选，夺取总统宝座)，仅同意达成为期六个月的短期提高债务上限方案，这样在明年大选前就可以再次利用债务问题打击民主党选情。

在减赤成本问题上，由于民主党将中低收入阶层视为其传统票仓，因此拒绝削减用于保障中低收入人群的医疗和社保开支，并主张对富人加税。但共和党更倾向于代表中高收入阶层和工商业利益，因此坚决反对加税，并主张仅依靠削减政府开支的“节流”而非增税的“开源”方式来减少赤字。

实际上，债务上限谈判，只不过是两党政治谈判的一个筹码。

4.美国国债债务上限危机的几种情景分析

4.1 情景一：国会提前批准提高国债上限

可信指数：★☆☆☆☆

尽管到目前为止，民主党和共和党仍然坚持自己的主张，并互相指责对方的方案，似乎看不到双方妥协的曙光。但是，正如索罗斯所言，美债务僵局纯属作秀，不过是美国民主党和共和党谈判的筹码。为了国家利益和各自党派利益，双方最终还是会达成妥协。





4.2 情景二：国会 8 月 2 日最后期限前批准提高债限

可信指数：★★★☆☆

解决美国国债危机的另一种可能，是到 8 月 2 日大限来临前的最后一分钟，民主党和共和党最终达成妥协，从而将国债危机从悬崖边上拉回来。不过，如果民主党和共和党真要通过这种方式解决问题，将冒极大的风险：一旦最后时刻没有达成协议而造成违约事实的出现，将给美国乃至全球金融市场和实体经济带来一场灾难。

如果接下来的两天美国国债问题仍然不明朗，对全球股市和大宗商品市场来说，则要继续承受巨大压力。黄金价格在避险资金推动下必将再创新高。

目前看来，因为离 8 月 2 日最后时限已所剩时间不多，即使国会 8 月 2 日最后期限前批准提高债限，两党立马要达成协议，其操作空间已比较小。个人认为以“博纳的新债务上限方案，国会分两步走上调政府债务上限”的蓝本修改批准提高债限的可能性更大。

消息称美债谈判获突破，将以两阶段上调举债额度。中新网 7 月 31 日电，据“中央社”31 日报道，熟知内情的官员说，美国白宫和共和党国会领袖之间的调高债限谈判，当地时间 30 日晚间出现重大进展。

离 8 月 2 日上调债务上限的最后期限只剩最后的 48 小时，美国两党依然未能达成协议，但据最新报道，两党谈判已经取得了重大进展，民主党掌控的参议院，最终做出了让步，对自己的方案做出了调整，拟分两步走提高上限。

由参议院多数党领袖里德(Harry Reid)推出的民主党提高债务上限方案将于当地时间周日(31 日)下午 1 点(北京时间周一凌晨 1 点)在参议院表决。为争取共和党人的支持，他将原一次性提高上限的方案修改为分成两个阶段。

里德的新方案计划将债务上限提高 2.4 万亿美元，其中向共和党人做出的主要妥协之一便是通过两阶段提高上限，保留了共和党继续博弈的权力。此外还纳入参议院少数党领袖麦康纳(Mitch McConnell)此前提出的，将提高上限的权力赋予总统，但赋予国会否决总统决定的权力。按照这个计划，美国的举债额度将以两阶段上调约 2.4 万亿美元，削减开支金额则稍微高于此金额。金额大约为 1 万亿美元的第一阶段将立即生效，第二阶段则在今年稍后进行。

不过，另据报道，目前谈判中的方案为在 2012 年之前调高债限 2.8 万亿美元，开支删砍金额同样是 2.8 万亿美元。另外社会福利则不会被砍。双方现在将同意削减政府支出 1 万亿美元。国会必须就平衡预算的宪法修正案表决，但调高债限通不通过，不受修正案表决结果的影响。根据透露，双方在整体概念上达成共识，但仍有许多细节需要讨论，也不能保证协议一定会成功。

接连数周僵持后传出这项有重大进展的消息，是到目前为止美国不会债务违约的最有力迹象。参议院民主党多数党领袖里德(Harry Reid)原本在当地时间午夜过后(31 日凌晨 1 时)就将进行民主党版债限案的测试性投票，但为了让谈判各方有更多时间达成协议，延后到 31 日下午 1 时(北京时间 8 月 1 日凌晨 1 时)进行。

里德在参议院场简短发言表示，国会领导人和奥巴马团队之间的谈判正在进行，但距离达成妥协“还早得很”。





里德表示：“白宫正在谈判如何避免国债灾难性违约。需要决定的事情很多，距离结果还很远。”

“我今晚和白宫沟通多次，他们希望我尽量多给大家一点时间达成协议，如果真能达成协议的话。”里德说：“我很高兴看到迈向合作和妥协的这一步，我希望它会开花结果。”

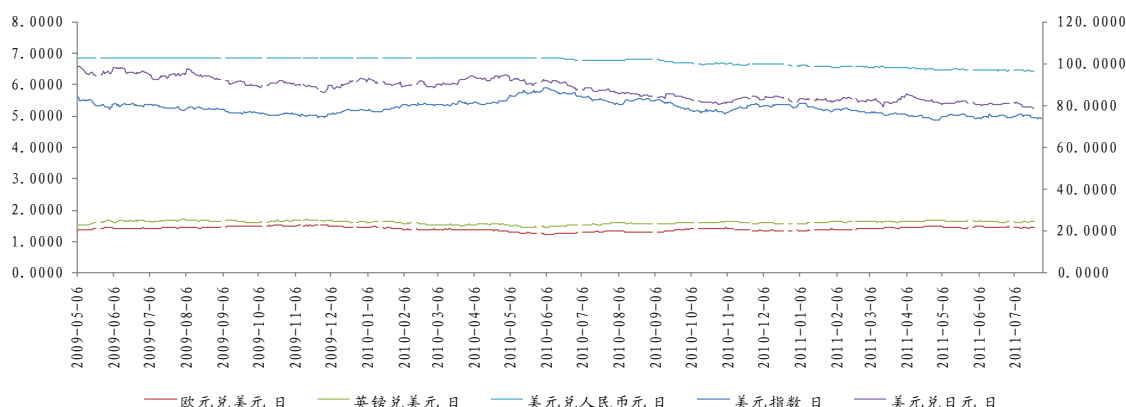
4.3 情景三：国会不批准提高上限

可信指数：★☆☆☆☆

如果最终美国两党没有达成妥协，提高美国国债上限落空，国际金融市场可能出现崩盘的可能。费城联储主席普罗索上周三（7月20日）表示，美联储正积极准备美国违约的紧急方案。普罗索透露，过去几个月美联储一直在和美国财政部商谈如果美国违约该怎么做；华尔街也在为美国违约这一不可想象的情景作准备，许多知名投资者公开表示，自己目前持有大量的现金。据报道，索罗斯的量子基金目前持现比例高达75%。

5. 市场普遍认为美国此次发生债务违约的可能性不大，但很可能失去 3A 评级

图 3：近期美元汇率的走势基本被欧洲债务问题所左右，对两党就债务上限谈判的进程反应不是很敏感



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

图 4：近期美国国债价格走势平稳，十年期国债到期收益率在近两个月中围绕 3% 的水平窄幅震荡



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所





从目前资本市场的表现来看，美国债务问题尚未对国际投资者带来明显的悲观情绪：

一是美元汇率的走势基本被欧洲债务问题所左右，对两党就债务上限谈判的进程反应不是很敏感。

二是美国国债价格走势平稳，10 年期国债到期收益率在近两个月中围绕 3% 的水平窄幅震荡。

国债收益率（尤其是 10 年期国债收益率）往往被视为国债违约风险的风向标。近期美国国债价格走势平稳，十年期国债到期收益率在近两个月中围绕 3% 的水平窄幅震荡。美国 10 年期国债收益率 7 月 27 日、29 日分别收报 3.01%、2.98%，仍远低于十年来 4% 的均值水平，近期甚至有下降趋势。

三是尽管美国国债 CDS 价格从 4 月以来有所上升，但从交易量最大的 5 年期 CDS 价格来看，其隐含的市场对美国国债违约的预期概率不足 3%（在 recovery rate 等于 95% 的假设下）。

市场较为乐观的预期可能主要是基于两个假设：

一是市场普遍预期美国两党在最后时刻就上调国债上限达成统一的概率较大。从 2000 年至今，美国共计上调国债规模上限 10 次，绝大多数都是因债务规模触及上限，属于被动上调，已呈常态。

二是市场普遍认为即便美国两党最终谈判破裂，导致国债违约，这对资本市场的影响也将有限。该假设主要是基于历史分析。事实上，美国债务违约并非史无前例。如前面所分析，严格来说，自 1917 年国债上限制度设立以来，美国曾有过两次“疑似”违约。

最近标准普尔、穆迪和惠誉三大国际评级机构均表示，即使本次国会在最后期限前提高债务上限，也可能下调美国保持了近一个世纪的主权债务最高评级。目前一种新的共识正在华尔街形成：美国将避免债务违约，但很可能失去 3 A 评级。

美国评级被下调有何后果。摩根大通预计，评级下调可能导致美国国债收益率升幅高达 70 个基点，美国政府每年要多付 1000 亿美元利息开支。一旦美国评级被下调，房利美、房地美等许多和政府相关的部门机构评级也将被下调。

6. 假如美国发生债务违约的黑天鹅事件（其可能性不能完全排除）：后果分析

投资大师罗杰斯早在今年 6 月份就警示称，在庞大的债务问题重压下，美国面临着比 2008 年金融海啸还要严重的一场危机，受美国债务及美联储持续的宽松货币政策影响，美元将成为彻头彻尾的灾难。

罗杰斯的警告并非耸人听闻。如美国财长盖特纳此前警告所说，一旦美国国债形成违约，将导致国际金融市场的大混乱，整个美国乃至全球经济将遭受灾难性的损害。美国总统奥巴马 7 月 15 日表示，如果国会不在 8 月初之前提高美国债务上限，全球金融体系将可能受到严重冲击，美国经济也将陷入衰退。

在上周五（7 月 22 日）中午，美国财政部长盖特纳在与前财长保尔森、美联储主席伯南克会面后，三人发布了一份联合声明，称他们讨论了违约“对美国的影响”，但同时又表示，对美国会提高债务上限有信心。正是这三人，在 2008 年美国金融危机时组成了应急小组应对危





机，这次三人再次同时露面，表明了危机的严重性。

不久前就任的国际货币基金组织总裁拉加德日前也表态称，不能想象美国领导人会让国家拖欠债务。如果白宫和国会不能达成协议，那将对全球经济造成真正的严重后果。

出于对美国国债违约的担心，为保险起见，部分交易和投资机构开始增加了现金仓位，减少在股市和高风险资产方面的仓位，更有大量资金纷纷买入黄金，推动金价创历史新高。而股市则总体承压。

不过，从1960年到现在，美国国会先后以不同方法提高政府债务法定上限78次。为了美国国家利益，市场普遍预期美国两党最终还是会达成妥协。美国国务卿希拉里·克林顿周一在香港向中国保证，美国将解决其债务上限僵局，并改善该国的长期财政前景。

但是，假如美国发生债务违约的黑天鹅事件，其可能性不能完全排除，其后果是非常严重的。

6.1 一旦美国发生债务违约，国债收益率将飙升，市场借贷成本上升

由于美国国债收益率被视为市场无风险借贷成本的基准，一旦美国发生债务违约，国债收益率将飙升，这将意味着整个市场借贷成本上升。对美国政府、企业、以及个人消费者来说，财务负担将大大加重。

如前面所述，最近标准普尔、穆迪和惠誉三大国际评级机构均表示，即使本次国会在最后期限前提高债务上限，也可能下调美国保持了近一个世纪的主权债务最高评级3A评级。摩根大通预计，评级下调可能导致美国国债收益率升幅高达70个基点，美国政府每年要多付1000亿美元利息开支。而且，一旦美国评级被下调，房利美、房地美等许多和政府相关的部门机构评级也将被下调，其每年也要多付很多利息开支。

但是，野村也认为，全球53%的AAA评级资产集中在美国国债及机构债，投资者选择不多。评级机构惠誉也指出，即便美国评级被调降，美国国债仍是全球债市基准。

6.2 将引发全球范围的金融动荡

如果美债违约后果严峻，资本市场及实体经济均将受到冲击。

目前，美国财政部应用会计方法，将债务规模控制在上限之下的手段几乎已经用尽，一旦债务上限谈判崩裂，之后的各类紧急应对措施均将会对美国实体经济及全球资本市场带来沉重的打击。同时，美国债务违约将对全球流动性及风险资产价格带来冲击，并通过信贷环境、财富效应、融资成本等方面对实体经济带来负面效用。

从波及范围上来看，美国自身将会是其债务违约的最大受害者。截至5月美国公共债务总额为14.3万亿，其中美国国内持有9.8万亿，占比68.6%，美国社保及养老基金为最大的持有者。海外持有占比为31.5%，其中中国占8.1%，日本占6.4%，OPEC国家占1.6%。所以，国债违约反而对美国自身冲击最大，将损害美国国内所有居民的利益。

如8月2日前，债务上限未能上调，“选择性优先支付”、“资产出售”、以及“削减开支”，这三类紧急应对措施均将会对美国实体经济，甚至全球资本市场带来冲击。





截至目前，美国应对债务上限问题仅仅局限在会计层面，但在最坏的情景下，一旦在8月2日之前美国两党无法就提高债务规模上限达成一致，美国财政部之后使用手段却会实实在在地触动现金的流入流出，并对美国实体经济及资本市场带来冲击，其中包括：选择性优先支付、资产出售、削减开支。

美国如果债务违约将对全球流动性及风险资产价格带来冲击，并通过信贷环境、财富效应、融资成本等方面对实体经济带来负面效用。

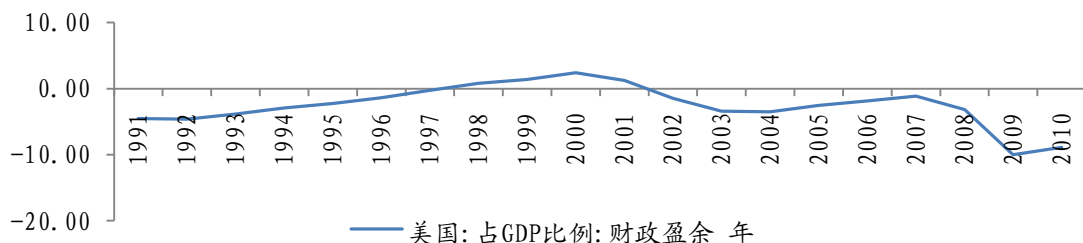
第一，从市场流动性角度来看：美债违约有可能导致类似于雷曼倒闭后的资本市场流动危机。对实体经济影响：一旦流动性危机再度爆发，这将会导致美联储考虑三次量化宽松（QE3），使得美元走弱，从而进一步推升大宗商品价格，伤及全球经济，并加大新兴国家货币紧缩的压力。此外，流动性紧缺将导致美欧商业银行惜贷情绪进一步升温，尚未走出衰退的欧美信贷市场面临进一步衰退，从而抑制经济复苏。

第二，从资产价格角度来看：美债违约将会导致全球风险资产价格回调，中长期价格波动率扩大。中长期来看，如果美债风险长期化，全球资本市场将会失去风险评估基准，整个资产定价体系都需要重新调整，资本市场可能失去避险天堂，在动荡时期更易出现证券挤兑，资产价格波动率将整体扩大。在这种冲击下，黄金会获得短期内的显著上升动力。

对实体经济影响：股票、房地产等风险资产价格的回落造成消费者净资产缩水，并通过财富效应制约消费需求的增长。此外，美国国债到期收益率中枢上升将导致政府、企业和消费者（包括住房抵押贷款）的借贷利率上升，也就意味着整个经济体的财务成本上升，导致经济增速下降，由此带来美国经济乃至全球经济二次衰退。

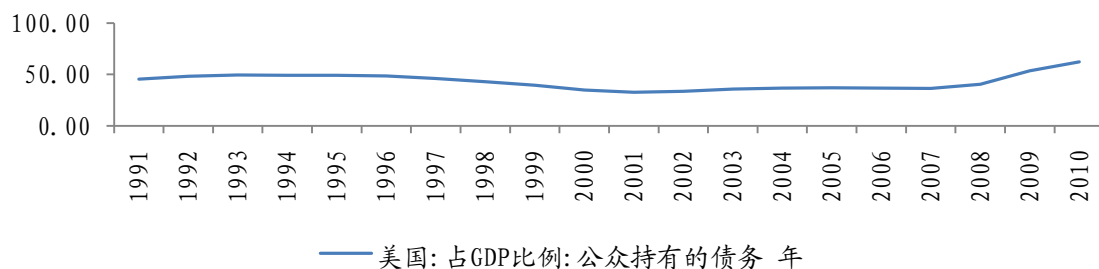
6.3 经济复苏有可能中断，甚至重陷衰退

图 5：美国财政部预测 2011 年美国财政赤字占 GDP 的比重将达到 10.9%，远高于欧盟确定的 4% 的警戒线



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

图 6：2010 年美国国债占 GDP 比重 62.14%，高于欧盟确定的 60% 的警戒线

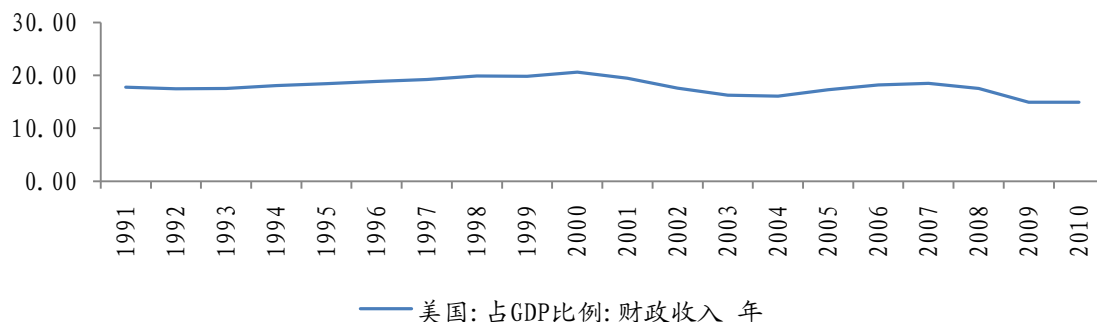


资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所



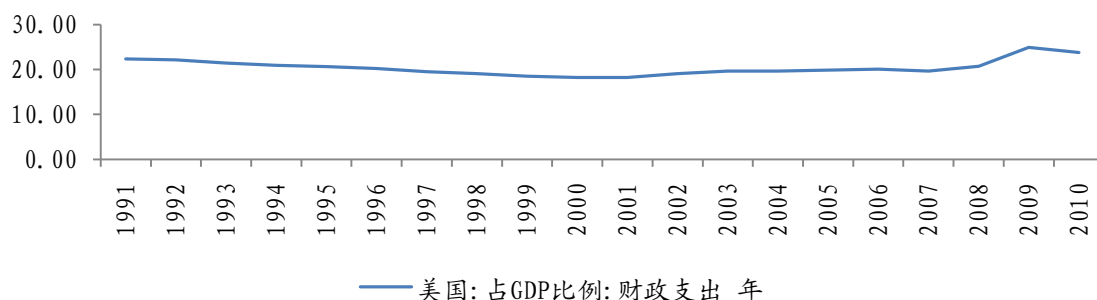


图 7：美国财政收入占 GDP 的比重从 2000 年的 20.6% 降至 2010 年的 14.9%



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

图 8：美国财政支出占 GDP 的比重从 2000 年的 18.2% 升至 2010 年的 23.81%



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

从经济层面来看：目前美国的财政健康情况要远远弱于之前几次债务违约时期，即便是短期技术性债务违约也可能带来国际市场对美国债务偿还能力的担忧情绪升温，及动摇美元作为国际储蓄货币的地位，债务违约所带来的金融市场波动可能要显著大于前几次，并通过信贷环境、财富效应、融资成本等方面对实体经济带来负面效用。经济复苏也有可能中断，甚至重陷衰退。根据美国财政部的预测：2011 年美国财政赤字占 GDP 的比重将达到 10.9%，美国目前的财政情况要远远弱于之前几次债务违约时期，在主要发达经济体中，除日本外，目前美国财政情况是最弱的，并且其财政赤字和政府债务占 GDP 的比重要远高于欧盟确定的 4% 和 60% 的警戒线。

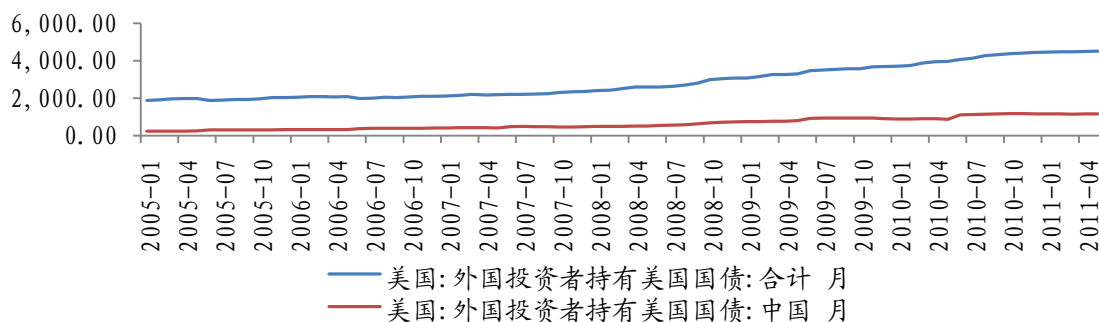
另外，从美国的财政收支来看，美国财政收入占 GDP 的比重从 2000 年的 20.6% 降至 2010 年的 14.9%，财政支出占 GDP 的比重从 18.2% 升至 2010 年的 23.81%，所以要进行财政改革，必须从支出、税收两端同时进行。然而削减支出步履维艰，增税计划空间不大，从中长期看，美国债务问题依然严峻。

7. 假如美债违约：对中国有何影响？



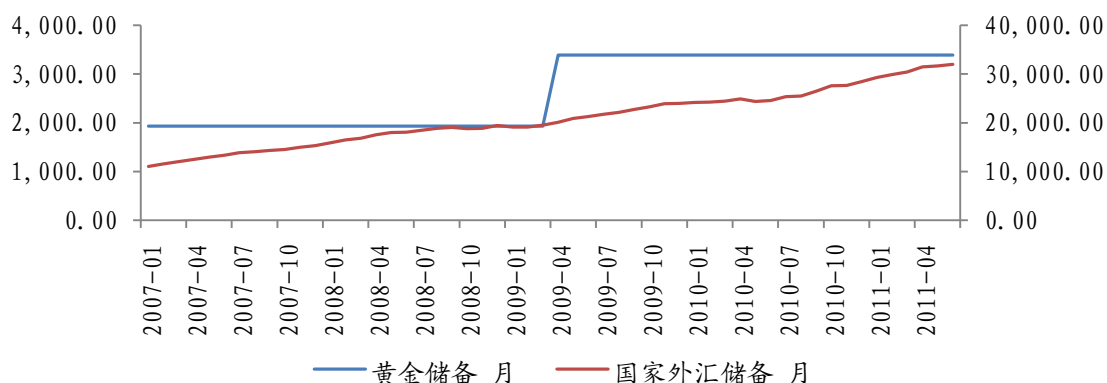


图 9：中国截至今年 5 月末持有约 1.16 万亿美元的美国国债，占外国投资者持有美国国债合计的约 20%，为美国最大债权人



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

图 10：至 2011 年 6 月末，中国外汇储备已达 31974.91 亿美元，而其中约 70%是美元资产



资料来源：Wind 资讯，浙商证券研究所

在美国 14.34 万亿美元的联邦债务总额中，美国国内及国外投资者持有的各类短中长期国债约 9.74 万亿美元，这部分被称为“公共持有债务”；其余 4.60 万亿美元由美国政府管理的社保和信托基金持有，被称为“政府内部持有债务”。

在 9.74 万亿美元公共债务里，约 4.45 万亿美元由外国投资者持有，其中中国是美国最大的单一债务持有国，持有额占美国公共债务的 12% 左右。美国联邦储备委员会是仅次于中国的第二大美国国债持有主体，持有额占美国公共债务的 10% 左右。

由此可见，美国国债中，除外国投资者持有的 4.45 万亿美元外，近 69% 都是由美国政府或本国投资者持有。

作为美国最大的债权人，中国截至今年 5 月末持有约 1.16 万亿美元的美国国债。而最新消息显示，美国主管能源与商务事务的助理国务卿琼斯·费尔南德斯于 7 月 28 日表示，白宫目前还不能对中国承诺“美元不会违约”。

因为中国至少持有 1.16 万亿美元的巨额美国国债，另外中国持有大量的其他美元资产，因此，一旦美国国债出现违约，中国利益无疑会受到价值缩水的重大威胁。不过，对中国影响最大的并不是外汇储备损失，而是由此带来的美国经济乃至全球经济二次衰退。

中国 5 月份增持美国国债 73 亿美元，达 11598 亿美元，为连续第二个月增持。过去两个月中国总计增持美国国债 149 亿美元，增幅为 1.3%，其中 4 月增持 76 亿美元。此外，截至 2011 年 6 月末，我国国家外汇储备余额高达 31975 亿美元。在这 3 万多亿美元的外汇储备中，美元及美元资产仍然占到 60% 以上。





而去年 11 月至今年 3 月，中国曾连续 5 个月减持美国债，总计减持 304 亿美元。渣打银行近日报告显示，有证据表明，今年前 4 个月中国已经加快了外汇储备多元化的进程，将大约四分之三的新增外汇储备投入非美元资产。但是，没有人再说中国要减持其所持的巨额美国国债，中国只是在以较慢的速度增持这种资产。

中国社科院世界经济与政治研究所国际金融室副主任张明表示，鉴于中国外汇储备仅在今年上半年就增加 3500 亿美元，在没有更好的选择时，只能购买更多的美国国债。因为，对外汇储备投资而言，美国国债市场是规模最大、流动性最好的市场。

此外，中国经济对外依存度较高，美国是中国的第二大贸易伙伴，美国市场是中国产品最大的出口市场之一。假如美国因国债违约而出现金融动荡和经济大幅下滑，对中国企业出口也将带来重大冲击。还需要警惕的是，一旦美债出现违约，美元将进一步贬值，从而引发大宗商品价格的新一轮上涨，从而进一步加大中国的输入型通胀压力。

8. 应对

根据路透社消息，美国财政部可能将于周末公布紧急应对方案，防范国会不能及时上调债务上限。而穆迪认为，届时财政部会选择优先向国债持有人支付利息，最早到期的一批国债是在 8 月 4 日，金额达 590 亿美元。若不能及时支付，便是违约，降级也将随之而来。

另外，美国东部时间 7 月 29 日（北京时间 7 月 30 日）消息，美联储表示将为金融机构提供债务上限指引，应对一旦美国不能按期提高债务上限而可能出现的金融动荡。据外媒报道，美联储正在着手制定 8 月 2 日美国出现违约后，给各商业银行的金融动荡“应急手册”。联储发言人 Barbara Hagenbaugh 表示：“我们正在和财政部研究可操作的计划。当国会传来更明确的信息，财政部拿出更详细的计划后，我们希望能向各金融机构提供更多的危机指导。”

应该说，在美债违约风险面前，美国和中国有着共同的利益诉求，这也是中国连续增持美债的原因所在，也是美国国务卿希拉里忙着跑到中国给中国政府吃“定心丸”的原因所在。

当然，中国储备管理部门也应该作出一些应变准备：

第一，与美国财政部保持持续接触，对其施加压力。作为美国的最大海外债权人，为了保护自己资产的安全，中国有这个权利也必须这么做。

第二，如果美国最终出现债务违约，中国应做好国际金融市场可能崩盘的准备。

第三，应减少购入其他资产，丰富储备资产构成品种，比如声誉较高企业、金融机构的股票和高等级债券，小部分对冲基金和投资公司股权及大宗商品期货合约。





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

