

国际经济评论：美债上限提不上去会怎样？

宏观快评（2011年7月31日）

美国国债余额距离之前设定的上限仅一步之遥，但国会两党尚未就提高国债上限达成一致。到8月2日，也就是后天，美国的国债余额将达到国会设定的14.29万亿美元的上限。也就是说，如果后天之前美国国会不能通过提高国债上限的法案，美国政府将无法发行新的债务，美国财政将被迫进入平衡预算的状态——政府支出不能超过收入。但直到目前为止，国会中共和与民主两党仍未就这一议题达成协议。我们一直相信，且目前也认为国会中理性的声音最终会压倒偏执，党派的私利最终会让位于美国国家的福祉，美国国债上限会得到及时提高。不过，作为投资者，我们同样需要为最坏的情况做好准备。毕竟，我们已经进入了一个“厚尾”的时期，黑天鹅事件比比皆是，许多以前不可想象的事情正在以令人吃惊的速度变成现实。所以，我们现在要问：美债上限如果不能及时提高会怎样？作为中国的投资者，我们应该做好什么样的准备？

与许多人的认识不同，我们相信国债上限不能及时提高并不意味着美债会违约。许多人认为美债上限如果不能在8月2日之前提高，美债就会违约。这种观点有失偏颇。美债上限如果不能提高，只是意味着美国政府不能再扩大其债务总量，将被迫进入平衡预算，不能再有财政赤字。根据美国国会预算办公室的预测，美国2011年和2012年的财政赤字分别为1.1万亿和0.7万亿。这也就是说，债务上限不能提升的话，美国政府必须从现在开始到明年削减超过1万亿美元的开支。那么，什么样的财政支出会被削减呢？美国的财政支出分为三大块，分别是：（1）“全权预算支出”（Discretionary Spending），即美国政府可以自主决定拨款多寡的支出；（2）“法定支出”（Mandatory Spending），由法律规定的政府支出，如社保支出等；（3）“净利息支出”（Net Interest），为国债支付的净利息。2010年，这三块分别占到了美国联邦支出的39%，55%，和6%。所以，在平衡预算之下，美国政府最有可能削减的是它有很大掌控力，且占财政支出很大一块的全权预算支出。相反，对于仅占财政支出6%的国债利息支出，考虑到削减这部分支出会带来的严重后果，将是美国财政部优先保障的部分。因此，即使美债上限不能及时提高，美国政府仍然会按时对存量债务还本付息，不会债务违约。

美国的实体经济，而非美债，将是债务上限不能提高后的重灾区。美债上限如不能及时调高，真正受害的将是美国实体经济。前面说了，美国平衡预算下最有可能被削减的是全权预算支出。这部分是美国政府直接花在美国经济中的钱。让我们做个大致的估算，假设从今年8月开始的未来12个月，美国政府削减1万亿美元的支出。那么这相当于占GDP比例7%的一个总需求收缩（2010年美国GDP为14.5万亿）。在美国经济复苏步伐仍然蹒跚的时候——修订后美国2011年2季度GDP增速仅为1.3%，失业率仍在9.2%的高位——这样的冲击无疑会令美国重回衰退。相反，美国国债在实体经济陷入困境的时候反而会发挥其避险的功能，吸引大量资金流入，令国债价格上升，回报率下降。

中国将通过贸易途径感受到冲击，国内政策将因此明显放松，给投资相关的行业带来机会。中国是美国国债的最大海外拥有者，截止今年5月，共持有1.16万亿美国国债。不过，按之前的分析，这部分资产受到损失的概率很小，甚至还会因为国债价格的上升而获得账面上的收益。与次贷危机类似，贸易链条才是冲击的主要传播途径。美国国内经济重归衰退无疑会打击我国外需，拉低经济增速。再加上大宗商品价格因为美国经济疲弱而下行，国内通胀压力将大幅下降，经济增长下滑将会成为宏观调控的主要矛盾，政策会全面放松转向保增长。在这样的背景下，09年V字型复苏的路径将会一定程度上重演——在靠投资保增长的过程中，与投资相关的行业将会成为受益者，而出口企业将会面临困境。因此，投资者如果要做准备，那就“买内需，卖外需”。

最后我们重申，我们相信美债上限会及时提高，以上设想的情况不会发生。但是，我们中国人一直有未雨绸缪的习惯。在充满不确定性的后危机时代，对于任何所谓的小概率事件我们都需要做好准备。毕竟，平坦的正态分布的尾部已经被厚尾所取代，以前不可想象的事情正纷纷变成现实。我们所要做的就是做好最坏的准备，静观事态变化。情况究竟会怎样，很快就会见分晓。

联系人

徐高
010-68561288
gaoxu@ebcn.com

分析师

李燕飞（执业证书编号：S0930510120002）
010-68561122-1789
liyanfei@ebcn.com

联系人

钟正生
010-68565388
zhongzs@ebcn.com

联系人

孙旺明
010-68566388
sunwm@ebcn.com

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

徐高，北京大学中国经济研究中心经济学博士，西南交通大学工学硕士、学士。2011年5月加入光大证券，任首席宏观分析师。之前，曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。

钟正生，中国人民大学经济学博士，湘潭大学经济学硕士，曾任职中国人民银行，从事宏观经济和货币政策研究，2011年4月加盟光大证券研究所宏观团队，任宏观分析师。

孙旺明，财政部科研所经济学博士、硕士，曾在国家财政部从事政府投资管理和财政政策研究，2011年3月加入光大证券宏观团队，任宏观分析师。

李燕飞，北京大学经济系06届学士、08届硕士。2008年7月加入光大证券研究所，从事国内与国外宏观经济研究，09年11月起专注国内宏观研究，所在团队获得2009、2010年新财富最佳分析师宏观第五名。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。

市场基准指数为沪深300指数。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zh Rui@ebscn.com

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。