

欧美债务问题专题系列报告之三 — 美国债务问题研究

当前只是用钞票换时间，解决危机需等待美国经济好转

相关研究报告

《欧美债务问题专题系列报告之一-希腊债务危机源起分析-经济增长乏力、体制缺陷和政府妄为导致债务危机》-2011年9月7日

《欧美债务问题专题系列报告之二-希腊债务危机的前景-实现经济增长是关键，希腊债务危机续集仍将上演》-2011年9月7日

《欧美债务问题专题系列报告之三-美国债务问题研究-当前只是用钞票换时间，解决危机需等待美国经济好转》-2011年9月7日

宏观点评《奥巴马讲话传达信心 税改、医改是减赤看点》-2011年8月10日

宏观点评《金融市场动荡难免 美债前景更加莫测》-2011年8月8日

宏观点评《美债谈判出现转机 但中长期风险未除》-2011年8月1日

证券分析师

何庆明 S1060208120121
0755-22625695
Wangcheng932@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ 本报告的不同之处：

本报告讨论美债危机的演变和对其未来发展、影响的展望，从定量和定性分析的结果来看，我们认为目前美国政府推出的减赤方案不能有效地解决美债问题，而解决问题的关键应该是如何促进美国经济稳定增长。简单来说，当前的解决方案只是用金钱换时间，使美国政府有时间来解决美国经济增长的问题，从而使美国摆脱债务泥潭。

■ 美债危机前景展望：增长乏力+刚性支出，短期内解决问题无望

- 数量推导发现，解决政府债务危机的关键是实现经济稳定快速增长，对于美国而言，这在短期内较难实现；
- 定性分析表明，美国政府收入和支出分别处在近 40 年历史的最低点和最高点，而未来 10-20 年美国政府的支出：医疗福利和社保具有增长刚性，因此，解决债务问题需要政府收入有较大幅度增长，这在短期亦难实现。

综合来看，未来美政府将仍需扩大举债度日，短期解决问题的希望渺茫。

■ 减赤方案可能会拖累美国经济复苏进程

由于美国政府即将实施压缩政府支出的减赤计划，势必会影响需求增长，其衍生效应也会影响到社会的方方面面，因此美政府的减赤计划在未来 1-2 年内有可能使美国经济复苏的进程更加缓慢。

■ 美债危机对美国国债、美元的影响

- 对美债的影响：短期不悲观、长期不乐观，主要原因是：由于美债市场容量和日成交量均足够大，作为投资标的，它几乎不存在替代物，因此短期不太可能出现抛售美债的情况。但从长期看，美国债收益率与美国经济增速之间呈反向关系，如果未来美国经济仍无起色，美债收益率可能呈现缓慢上行的趋势。
- 对于美元而言，我们则认为美元表现分化，从欧洲、美国基本面因素来看，美国情况好于欧洲，美元对欧元保持相对强势，而从美国自身需要通过增加出口刺激经济角度看，美元对于人民币、雷亚尔等新兴国家货币维持弱势更符合美国利益。

正文目录

一、结论和分析框架.....	4
1.1 基本结论.....	4
1.2 对于美债危机的基本分析.....	4
二、 美国债务危机的演变和发展.....	5
2.1 美债危机的恶化.....	5
2.2 美债危机升级：在最后期限达成上调举债限额的决议.....	5
2.3 短期看点：减赤特别委员会极可能无法提出有效减赤方案.....	6
三、 美国债务危机发展展望.....	9
3.1 数量化推算结果：未来美政府还需扩大债务规模，继续举债度日.....	9
3.2 定性分析也可以得到同样的结论.....	10
四、 美债危机对美国经济的影响：经济复苏雪上加霜.....	14
4.1 个人消费和私营部门投资表现不佳，11 年美国经济复苏放缓.....	14
4.2 政府投入减少在短期内可能使美国经济复苏雪上加霜.....	15
五、美债危机对美债、美元的影响.....	17
5.1 美债：短期不悲观，长期不乐观.....	17
5.2 美元表现分化.....	18

图表目录

图表 1	对美债危机的分析框架	4
图表 2	5 月 16 日美国政府已达到其举债上限 14.29 万亿	5
图表 3	提高举债上限后，至少在 12 年大选前美政府违约风险骤降.....	6
图表 4	减赤特别委员会的组成人员	7
图表 5	美国个税收入/总税收比值为近 30 年来最低	7
图表 6	美国社会平均税率也是 30 年来最低	7
图表 7	社保、医疗支出是美国政府支出最主要的项目	8
图表 8	美国政府财政收入/GDP 比值处在近 40 年来的最低点	10
图表 9	个税所得/税收合计比值也处在近 30 年的最低点	10
图表 10	美国政府支出处在 40 年来的最高水平	11
图表 11	从 70 年代开始社保和医疗福利开支在总开支中的占比持续提升.....	11
图表 12	美国政府财政赤字水平（年化结果）	12
图表 13	进入 2000 年后美国政府负债余额增长较快，债务/GDP 比值也逐年提高	12
图表 14	估算结果显示未来美国政府需要举债度日	13
图表 15	从年龄结构看，未来 10-20 年里，美国人口平均年龄上升是趋势	13
图表 16	私人消费和私营部门投资是推动美国 GDP 增长的主要动力.....	14
图表 17	美国 1 季度 GDP 增速下调至 0.4%，2 季度 GDP 增速为 1.3%，不及市场预期	14
图表 18	政府支出和投资对 GDP 的贡献大约为 0.33 个百分点	15
图表 19	美国政府采购订单金额逐年下降	16
图表 20	政府订单在下列代表性公司的营业收入的占比很高	16
图表 21	政府压缩医疗、国防、科技方面的投入，也相应地抑制需求增长.....	16
图表 22	从配置角度来看，美债市场有足够的市场容量和每日成交规模，大宗商品和贵金属市场均不具备	17
图表 23	美国短期国债表现稳定，在动荡的市场里，它仍然是避险的优选品种....	17
图表 24	长期看美国长期国债收益率与美国经济增长呈反向关系.....	18

一、结论和分析框架

1.1 基本结论

本报告讨论美债危机的演变和对其未来发展、影响的展望。从定量和定性分析的结果来看，美国债务问题解决的关键在于如何促进美国经济稳定增长，通过加速增长和降低债务水平逐渐实现债务率的下降。我们认为，目前美国政府推出的减赤方案，基本上是用金钱换时间，使美国政府有时间来解决经济增长的问题，从而逐渐摆脱债务泥潭。因此，短期内有效化解美债问题的希望渺茫。

美债危机对美国经济基本面的影响。我们认为由于美国政府即将实施压缩政府支出的减赤计划，势必会影响需求增长，其衍生效应也会影响到社会的方方面面，因此美政府的减赤计划在未来 1-2 年内有可能使美国经济复苏的进程更加缓慢。

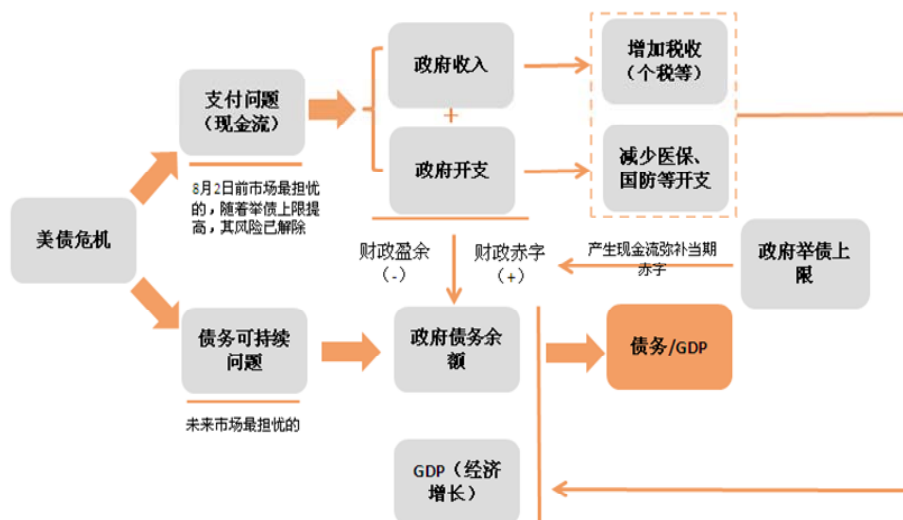
美债危机对美国债券市场和美元的影响，我们认为，由于美债市场容量和日成交量均很大，作为投资标的，它几乎不存在替代物，因此不太可能出现美债短时间被大规模抛售的情况；但长期看，其无风险资产地位已经动摇，美债收益率攀升应是大概率事件。

对于美元而言，我们认为，一方面美元对欧元保持相对强势，而另一方面对于人民币、雷亚尔等新兴国家货币则会表现出相对弱势。

1.2 对于美债危机的基本分析

图表 1 描述的是我们对美国债务危机的分析框架。

图表1 对美债危机的分析框架



资料来源 平安证券研究所整理

我们对美债问题的分析主要从两个方面入手：

- 支付问题。支付问题与政府收入和政府支出相关，当政府的支出大于收入时，便出现财政赤字，即有可能出现政府没有充足的现金流来支付到期的债务和利息的情况，此时政府则需要通过发债创造现金流来应对。美债的支付问题是 8 月 2 日前市场最担心的，但随着美国政府举债上限的提高，短期内其债务违约风险明显降低；

- 债务可持续性问题的，即政府债务/GDP 能否长时间保持在合理范围内。保持债务/GDP 比值稳定涉及两个方面，首先是压缩分子，即政府应该努力寻求当期的财政盈余，用盈余（或者其它方式，如变卖国有资产等）来减少债务余额；其次是扩大分母，促进经济稳定增长。对于未来美国政府是否仍会面临破产的风险则是市场当前最为担心的。

8 月 2 日美国债务上限被提升后，短期内美国政府所面临的债务违约风险明显降低，但对于未来美债可持续性问题的仍为市场所忧虑。

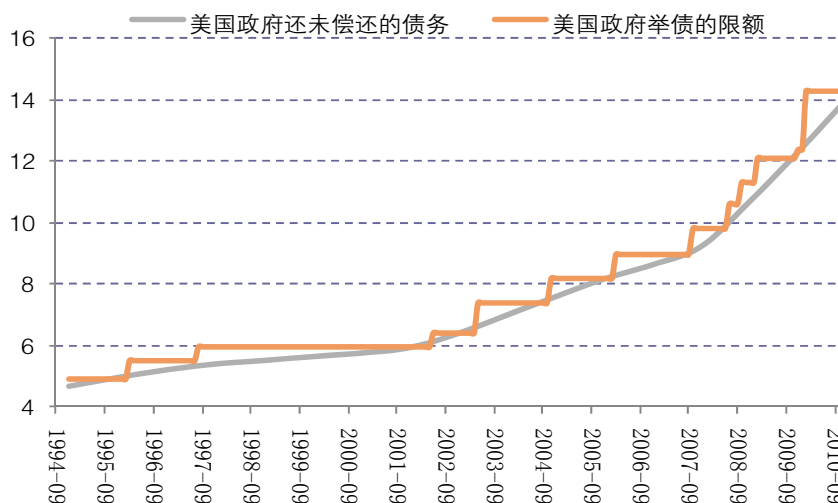
二、美国债务危机的演变和发展

2.1 美债危机的恶化

11 年 1 月、4 月和 5 月初美国财政部长三次向国会写信表明美国政府已接近举债上限，如果不能提高政府举债限额，美国政府将会面临违约风险，由此美债问题引起市场关注。5 月 16 日，美国政府达到 14.29 万亿举债上限，财政部启动短期应对方案以保证在 8 月 2 日前美政府不会出现实质违约。紧急应对方案包括：

- 终止发行州和地方债券；
- 宣布一个关于行政人员退休和残疾基金的债券发行终止期；
- 终止对政府债券投资基金的再投资；
- 终止对外汇平衡基金的再投资；

图表2 5月16日美国政府已达到其举债上限14.29万亿



资料来源 平安证券研究所整理

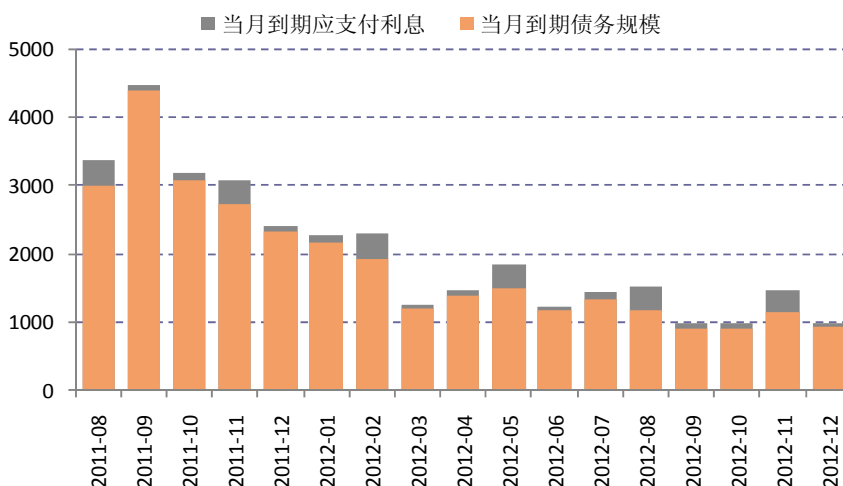
2.2 美债危机升级：在最后期限达成上调举债限额的决议

8月2日，经过美政府、两党反复博弈谈判，在美政府违约前，各方就提高政府举债上限和初步减赤计划达成协议，并由奥巴马总统签署成为法案。具体内容如下：

- 减赤。1) 在未来 10 年里从国家自主性开支里减少 9170 亿美元；2) 由“特别委员会”协商未来 10 年总额至少 1.2 万亿的减赤计划；3) 如果 2) 中提到的协商方案没有达成，那么一个规模为 1.2 万亿的减赤计划将会触发，它减赤的项目将是全方位的；
- 举债上限提高。1) 政府至少可以增加举债上限 2.1 万亿；2) 上调举债额度分三个步骤，立即提高 4000 亿美元，在 11 年年底再提高 5000 亿美元，未来将视减赤计划的规模相应提高同样规模的债务上限，至少为 1.2 万亿美元；
- 增税，非必要措施。关于减赤计划的中增税行为，都必须要求至少 7 名“特别委员会”委员同意；

由于美国政府在 11-12 年间至少可以提升举债上限 2.1 万亿美元，从当前其到期债务分布情况和未来数月所需支付的利息规模来看，美政府在 12 年大选前债务违约风险显著降低。

图表3 提高举债上限后，至少在12年大选前美政府违约风险骤降



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

2.3 短期看点：减赤特别委员会极可能无法提出有效减赤方案

■ 特别委员会的组成：两党各遣代表性人物

8月2日达成的协议要两党各提名6位议员组成一个特别委员会来制定未来10年内至少1.2万亿美元的减赤计划。这12个成员的政治主张（见图表4）对未来的坚持进程和双方达成一致意见的可能性，将产生重要影响。

两党在13-14日陆续公布了各自进入特别委员会的成员。从收集的资料和国会会议投票、参会记录等资料来看，我们认为两党均把最能代表各自基本政见和利益的人员安排进入特别委员会，比如：共和党方面提名了两名党内保守派人物，他们是反对增税和对现行医疗福利体系改革的坚定支持者，而在民主党方面，Baucus参议员则是美国现行社保、医疗福利体系基础法律最重要的提出人之一。

图表4 减赤特别委员会的组成人员

名字	相关政治主张
民主党	
James Clyburn	主张对低收入家庭医疗保障, 增长对学生的助学贷款, 自由贸易
Chris Van Hollen	反战, 增加对地方公共设施、服务的投入, 增加对全民职业技能培训的投入
Xavier Becerra	主张自由贸易, 增加对全美贫困家庭的补助
Patty Murray	反战, 主张自由贸易, 维持对现有医疗福利体系投入, 对就业者培训投入
John Kerry	对税制改革, 增加对贫困家庭在医疗、教育和社会福利上的投入
Max Baucus	美国Healthy Future Act的提出者, 现行医疗福利体系的创建人之一
共和党	
Dave Camp	降税, 降低全社会医疗保障开支, 支持保证充足的国防预算
Fred Upton	强力支持对社会医疗保障制度进行改革
Jeb Hensarling	降税, 要求大力减少对社会保障方面的支出, 支持全面改革现行社会医疗保障体系
Jon Kyl (保守派)	反对现有 Patient Protection and Affordable Care Act和Health Care and Education Reconciliation Act of 2010.
Pat Toomey (保守派)	反对增税和现行Medicare Prescription Drug Act
Rob Portman	必须进行医改, 支持对国防和安全问题的投入

资料来源: Bloomberg 平安证券研究所整理

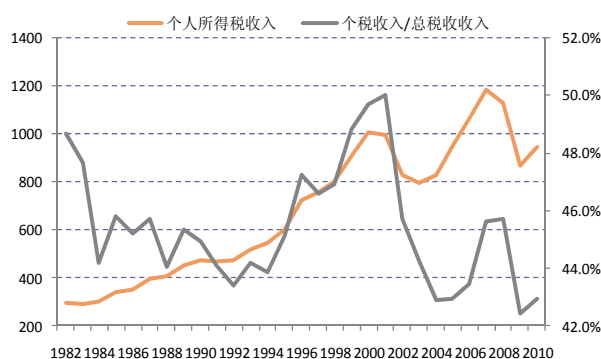
总体来看, 两党各位委员的政治主张泾渭分明:

- 民主党方面: 力争增税和压缩国防开支, 同时力争尽量少的社保、医疗福利支出削减;
- 共和党方面: 力争不增税, 并尽可能多地削减社保、医疗福利方面的开支;

■ 对特别委员会协商可能结果的展望

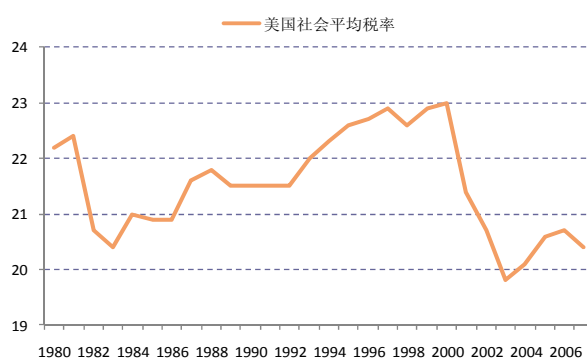
如前文所述, 削减社保、医疗福利开支与增税与否将是委员会未来争论的焦点。

图表5 美国个税收入/总税收比值为近30年来最低



资料来源: Bloomberg CEIC 平安证券研究所 整理

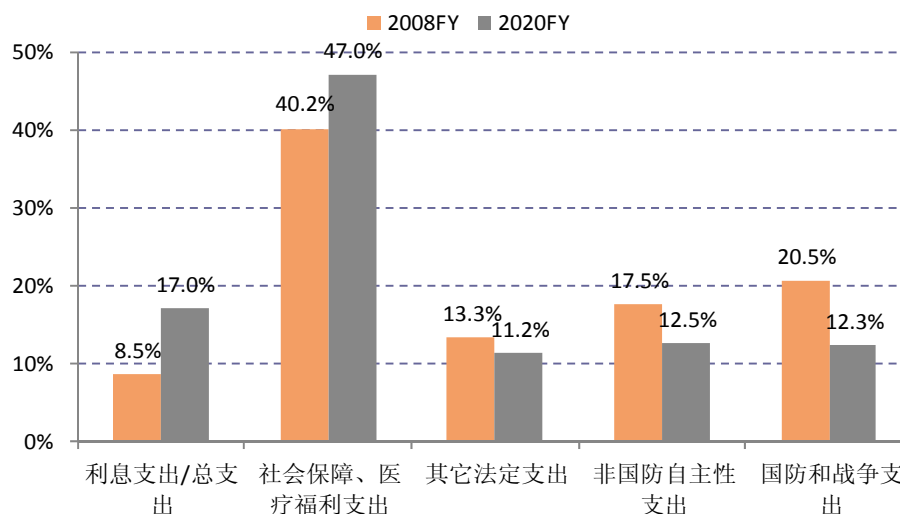
图表6 美国社会平均税率也是30年来最低



资料来源: Bloomberg CEIC 平安证券研究所 整理

从图表 5、6 可以看出, 由于 01、03 年小布什总统的减税法案 (EGTRRA 2001 和 JGTRRA 2003), 影响当前美国政府个税收入, 从个税收入/总税收占比来看, 2010 年这个比值为近 30 年来的最低点, 同时美国社会平均税率水平也处在 30 年来的最低水平。

图表7 社保、医疗支出是美国政府支出最主要的项目



注：2020FY支出占比数据是由CBO提供估算数据计算得到，2008FY则为实际数据计算得到

资料来源 CBO 平安证券研究所整理

图表7展示的是美国国会CBO对未来政府支出项目在总支出中的占比情况。从分项上看，社保、医疗福利项目支出的占比将逐步提高，按CBO估算上述两个项目支出在总支出的占比将由08财年的40.2%上升到2020财年的47%。

毫无疑问，特别委员会将在增税、削减社保开支等议题上展开激烈的争夺。未来可能出现的几种谈判结果：

- 无法达成减赤协议，触发1.2万亿自动减赤机制，进行全方位减赤。在未来10年中国防开支大约会减少10%，而关于社会保障等方面开支减少8%，关于医疗福利体系开支减少2%，不会触及任何税制改变。
- 达成协议，形成一个至少规模为1.2万亿减赤计划，其主要减赤项目主要为社会保障方面。
- 达成协议，形成一个削减开支和增加税收并行的计划。

从目前特委会人员构成和各自政治主张来看，我们认为达不成协议的可能性较大。原因是：

- 从双方谈判人员的政治立场来看，各方代表都有鲜明而坚定的政治主张，特别是共和党还安排了两个党内保守派系的议员进入委员会，这使得任何一方出现妥协的可能性不大。
- 从自动减赤机制的减赤项目来看，共和党关注的国防及相关开支减少10%，民主党关注的社会保障支出减少8%，因此从减赤程度而言对任何一方都没有优势，都不能成为要挟对方的有力筹码。
- 自动减赤机制不涉及税制改革的问题，并且对现有的医疗福利的投入削减仅为2%，对两党根本政治利益伤害非常有限。
- 从政府角度而言，无论减赤协议能否达成，政府都可以至少提高1.2万亿美元的举债上限，以确保其在13年年初前不会出现债务违约问题。

三、美国债务危机发展展望

本部分将说明我们对美债危机的展望。数量推算结果表明，目前美国政府提出解决危机的方案只是权宜之计，并不能有效地解救债务问题，因此未来美政府还需要不断提高债务上限；通过对现有的数据进行定性分析，也可以得到同样的结论。

3.1 数量化推算结果：未来美政府还需扩大债务规模，继续举债度日

在进行推算前，我们给出一个基本概念。

$$\Delta B(t) + \Delta M(t) = NT(t) - G(t) - iB(t-1)$$

先来解释一下上面的式子，我们认为：一个国家当期的融资需求来自于：

- 政府净收入-政府支出（当期影响）；
- 前期债务余额所需要支付的利息（累积效应）；

而融资的渠道也可以分为两类：

- 依靠政府举债；
- 通过印刷钞票来融资；

现实以美国为例，考虑通胀和货币融资的情况，上面的式子可以写成：

$$\Delta h(t) = g(t) - nt(t) - \lambda * m + (r - y(t)) * h(t-1) \dots \dots (1)$$

$$h^* = \frac{g(t) - nt(t) - \lambda * m}{(y(t) - r)} \dots \dots (2)$$

其中：

$g(t)$: 政府支出/GDP

$nt(t)$: 净税收（政府净收入）/GDP

r : 实际利率

$y(t)$: 经济实际增速

$m = \frac{M(t)}{Y(t)*P(t)}$: 货币融资余额/GDP

$\lambda = \frac{\Delta M(t)}{M(t-1)}$: 货币融资余额增速

如果将式子（1）视为年新增债务/GDP 与上一年债务余额/GDP 的线性方程，那么只有当 $r - y(t)$ 小于 0 时（即实际 GDP 的增速高于实际利率），方程的斜率为负值，那么 h^* 就会存在稳定状态，即存在一个 $h(t)$ 使得任何偏离它的情况都会自动修正。

从逻辑推导可以得到：

- 美国政府推进减赤（或许会伴随增税）去减少当期的财政赤字只是治“标”；
- 对于债务问题而言，治“本”的方法应该是保证经济快速增长，所谓快速应该是：GDP 实际增速大于观察期内实际利率水平；
- 美国政府提高债务上限只是在用“钞票换时间”，“时间”是用来缓冲经济增长乏力影响；

因此，从数量推导结果来看，在低增速、财政赤字的组合下，美国政府很可能只能依靠不断扩大债务规模，继续举债度日。而随着负债规模的扩大，债务利息的支出也会持续增大，在借新债还旧债的循环下，美国政府极可能在债务问题的泥潭中越陷越深。

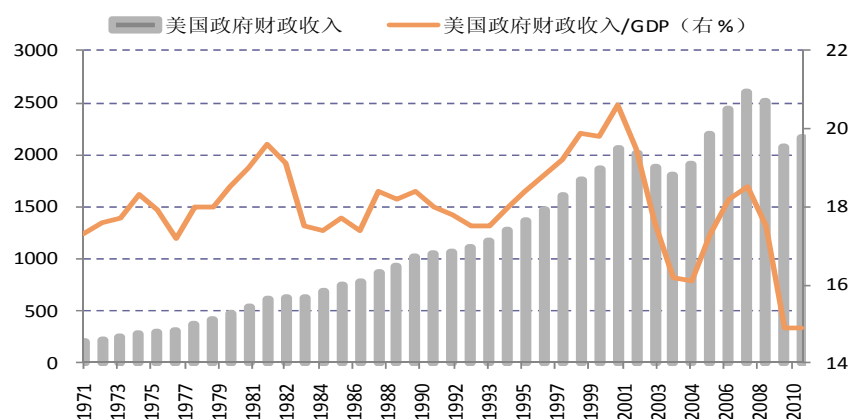
3.2 定性分析也可以得到同样的结论

本部分将从美国财政收入，支出两个方面来展开分析。

■ 美国政府收入为近 40 年来最低水平

从数据上看，美国政府的收入/GDP 为近 40 年来最低水平，见图表 8。

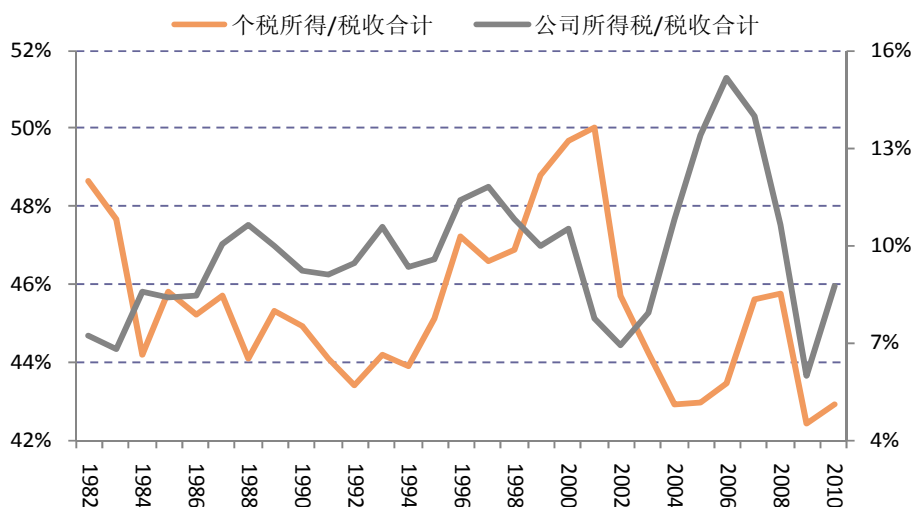
图表8 美国政府财政收入/GDP比值处在近40年来的最低点



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

财政收入主体税收中的最大项个人所得税收入在总税收的占比也在近 30 年来的最低点，见图表 9。

图表9 个税所得/税收合计比值处在近30年的最低点

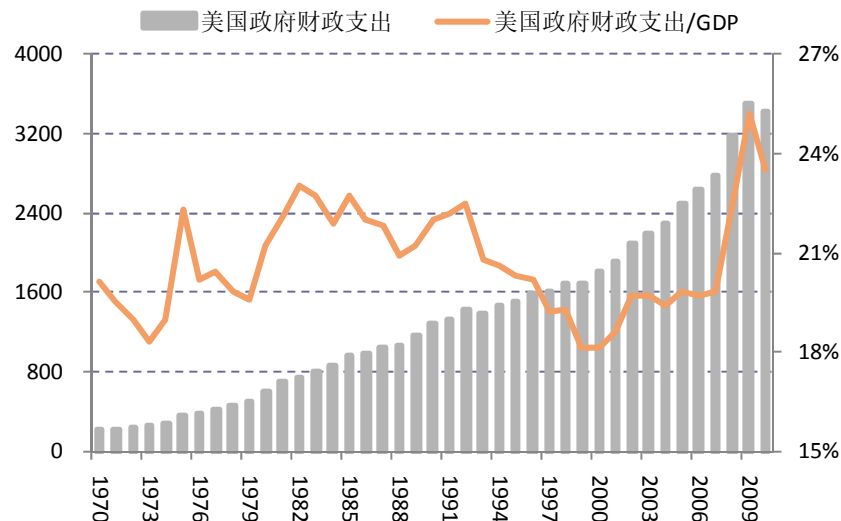


资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

■ 美国政府财政支出则处在历史高位

从支出的角度看，进入 2000 年代后，美国政府财政支出/GDP 的比值快速上升，09 年、10 年这个比例超过 24%，处在近 40 年来的最高位置。

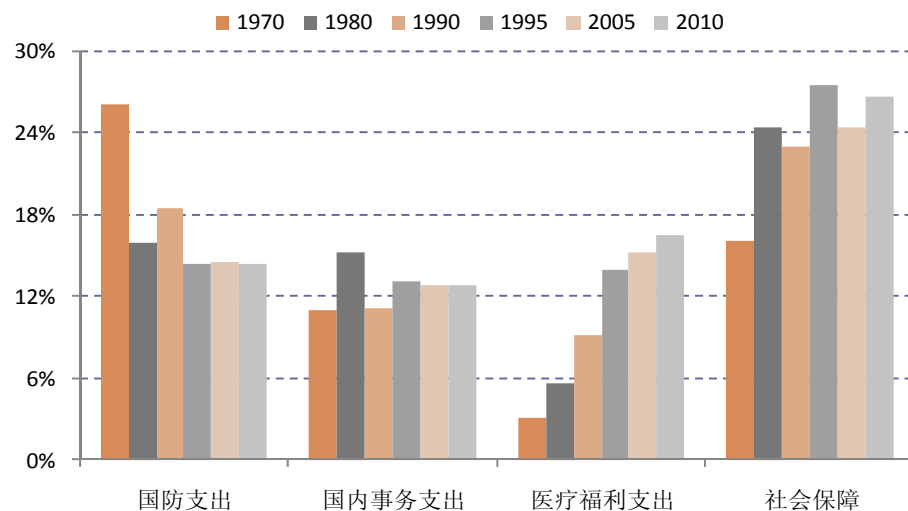
图表10 美国政府支出处在40年来的最高水平



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

如果细分政府开支的流向，我们可以发现自从 80 年代开始政府在社保、医疗福利方面的支出/总支出的比例稳步上升，而其它支出则相对稳定。

图表11 从70年代开始社保和医疗福利开支在总开支中的占比持续提升

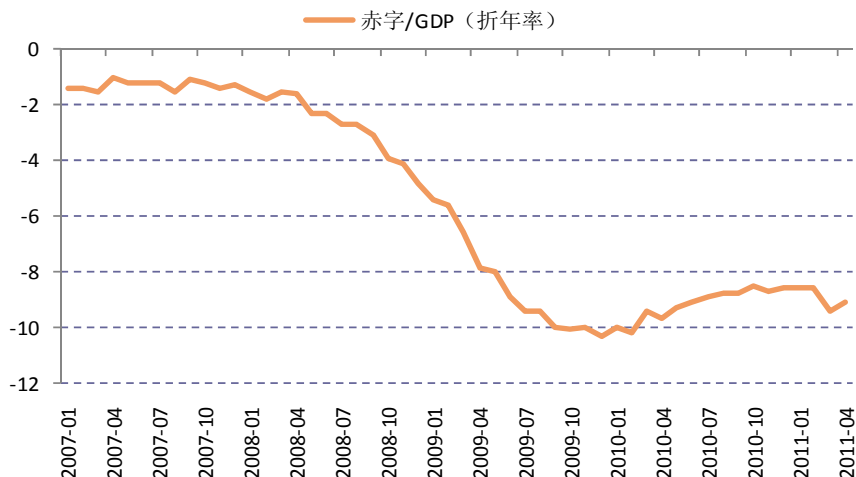


资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

■ 即使增税和压缩开支美国政府仍需要继续举债度日

根据前面两小段的阐述，可以知道当前美政府的收入水平（相对水平）为 40 年最低点，而支出则是 40 年来的高点，近两年美国政府财政赤字扩大就不奇怪了。

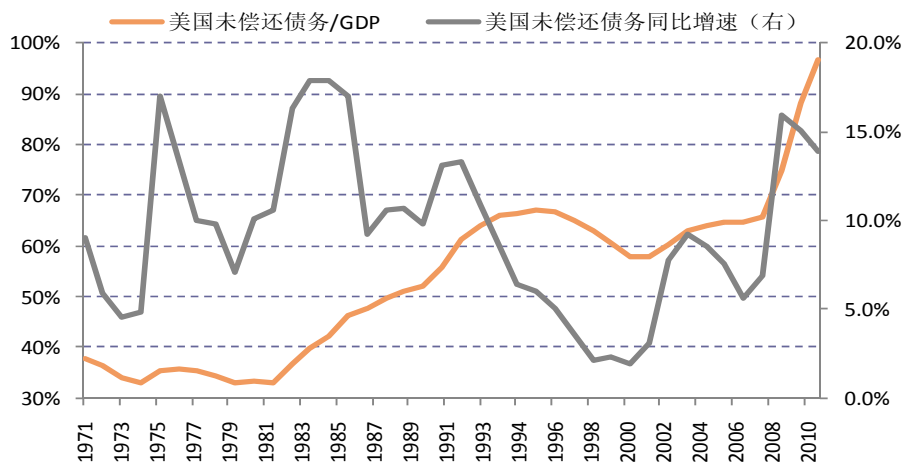
图表12 美国政府财政赤字水平（年化结果）



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

从 2005 年开始，美政府债务余额增速加快、债务余额/GDP 的比值也逐年升高。

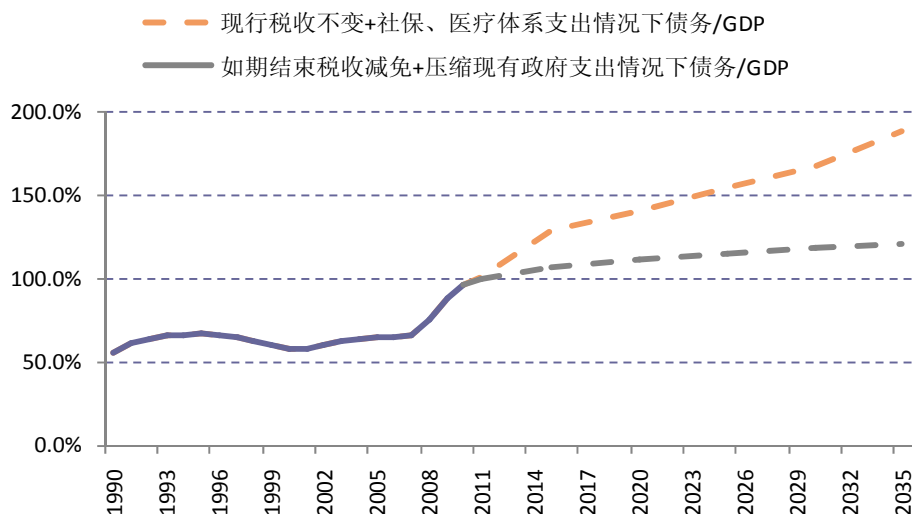
图表13 进入2000年后美国政府负债余额增长较快，债务/GDP比值也逐年提高



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

根据 CBO 提供的数据估算，如果经济增长依旧缓慢、维持现行的社保、医疗福利开支不变，同时延长税收减免计划，到 2035 年美国政府的负债规模将接近 GDP 的 190%，即使马上开始压缩医疗福利、社保的开支，并且如期在 13 年结束税收减免，到 2035 年美国政府的负债规模也接近 GDP 的 120%。这就意味着未来美国政府仍依靠举债来度日，也就是说可能在未来相当长的时间里，美政府都可能面临潜在的债务危机。见图表 14。

图表14 估算结果显示未来美国政府需要举债度日

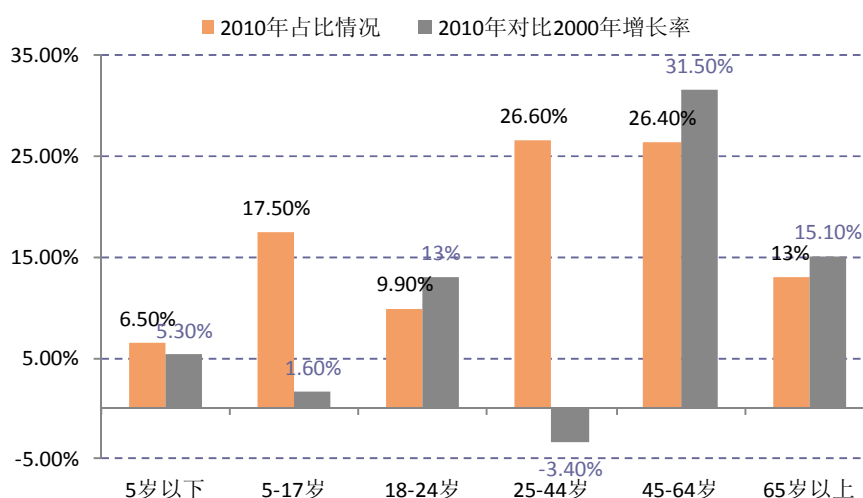


资料来源 CBO 平安证券研究所整理

■ 压缩社保和医疗福利支出有难度

由于缺乏美国政府对社保、医疗福利方面的人均投入数据，因此我们无法给出一个确切的结果，但是有一个朴素的逻辑，即：平均来看，年纪较长的人对医疗、社保方面的需求会比年轻人要多，自然政府的投入也相应会多一些。如果这个逻辑没有重大缺陷，我们认为在未来 10-20 年内，随着美国人口平均年龄的增长，民众对于医疗、社保服务的刚性需求会增加。

图表15 从年龄结构看，未来10-20年里，美国人口平均年龄上升是趋势



资料来源 US Census Bureau 平安证券研究所整理

图表 15 显示的是 2010 年美国人口普查的结果，从人口年龄结构来看，当前有 53% 美国人集中在 24-45 岁和 45-65 岁两个年龄段里，如果再过 10-20 年，至少有 45% 的美国人的年纪在 45 岁以上（10 年则为 39%），毫无疑问未来美国政府所面临的社保、医疗福利的担子会越来越重，相应地，减赤计划中任何涉及相关方面的减缩措施在执行时必会困难重重。

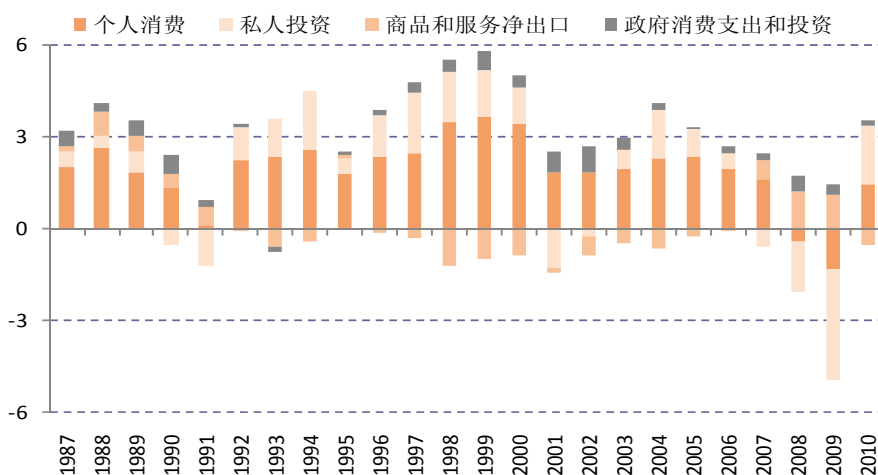
四、美债危机对美国经济的影响：经济复苏雪上加霜

我们认为未来美国政府为解决债务问题而采取的一系列减赤方案势会抑制需求增长，拖累美国经济复苏的进程。

4.1 个人消费和私营部门投资表现不佳，11 年美国经济复苏放缓

回顾 87 年至今美国年度 GDP 各要素贡献的数据表明，推动美国经济增长最重要的因素是个人消费和私营部门投资，见图表 16。过去 24 年中，个人消费对美国 GDP 增速的贡献为 1.92 个百分点，私营部门投资的贡献为 0.43 百分点，政府消费和投资的贡献为 0.33 百分点。

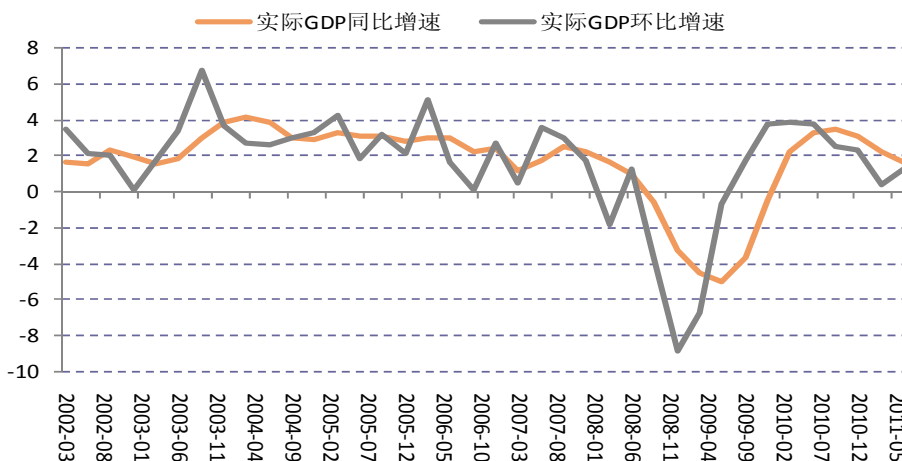
图表16 私人消费和私营部门投资是推动美国GDP增长的主要动力



资料来源 Wind 平安证券研究所整理

进入 11 年后，美国国内居民消费和私营部门投资的表现并不给力。美国经济复苏明显放缓，1 季度 GDP 增速为 0.4%，2 季度 GDP 同比增速也仅为 1.3%，均低于预期。

图表17 美国1季度GDP增速下调至0.4%，2季度GDP增速为1.3%，不及市场预期



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

4.2 政府投入减少在短期内可能使美国经济复苏雪上加霜

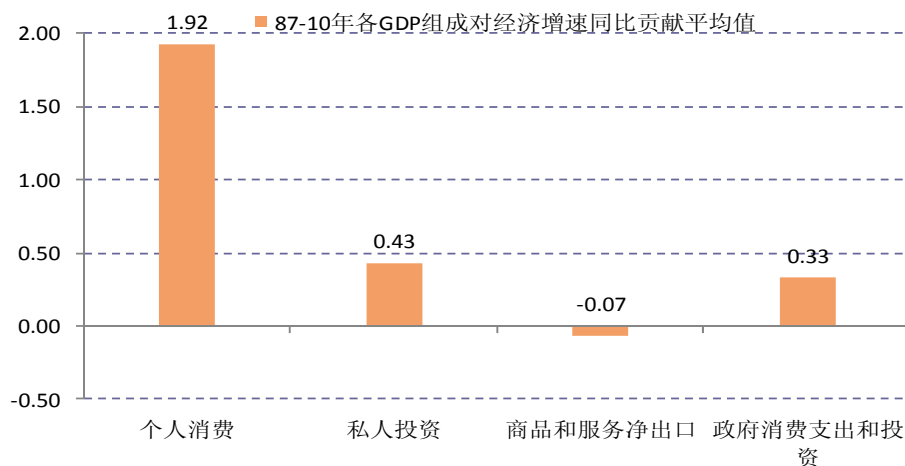
美国经济的支柱是个人消费和私人投资，进入 11 年后由于两大支柱表现不佳，美国经济复苏的进程已经放缓，而从 11 年底开始，政府减赤计划将逐步实施，缩减政府开支会直接和间接地影响需求增长，将可能使本已放缓的复苏进程雪上加霜。

■ 总量分析

根据前文我们的展望，如果美国政府开始施行 10 年约 22000 亿美元的减赤计划（全面减赤但不涉及增税措施），平均计算在未来 10 年里，每年至少需要削减赤字约 2200 亿美元，如果按绝对规模来计算，这个减缩规模大约占 10 年财政支出的 6%（10 年财政支出大约为 37000 亿），压缩规模并不小。

因为在 2013 年前仍会执行现有的税收减免法案，因此美国政府收入项很难有快速增长，因此在近 1-2 年美国要实现减赤目标需要在减少政府支出方面多做文章。

图表18 政府支出和投资对GDP的贡献大约为0.33个百分点



资料来源 Wind 平安证券研究所整理

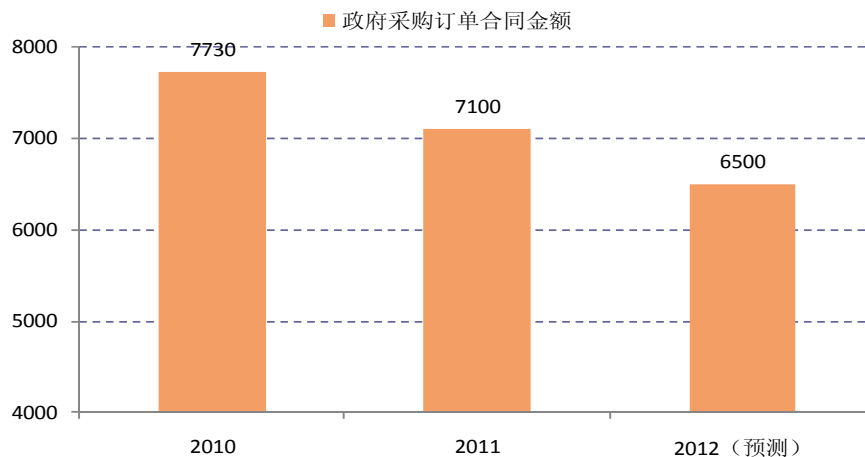
如前文所述，美国政府消费和投资对 GDP 的贡献大约为 0.33 个百分点，如果在未来 1-2 年的减赤的措施主要来自于政府支出项的话，那么它对经济增长的贡献势必会减少，从而拖累美国经济复苏的进程。

■ 美债危机对经济基本面的衍生效应

美国政府的消费和投资涉及方方面面，医疗、教育、国防、基建，这些消费、投资会涉及很多公司和行业，它的衍生效应绝不是每年 2200 亿美元这一个数字所能代表的。

由于数据有限，我们没有办法收集美国政府与相关公司的订单数据，但是我们按大类梳理也可以了解压缩政府开支对经济活动影响之广，见图表 19、20。

图表19 美国政府采购订单金额逐年下降



资料来源 GS 平安证券研究所整理

图表20 政府订单在下列代表性公司的营业收入的占比很高

公司名	所属行业	政府订单在公司营收的占比（2009-2010）
Lockheed Martin	国防军工	97%
HUMANA	医疗、健康计划服务	79%
Motorola Solutions	科技、通讯	65%
Martin Marietta Materials	基建、建筑材料	28%
Dell	电脑设备	27%

资料来源 WSJ 平安证券研究所整理

政府压缩开支主要会影响：军工、医疗、科技、教育等领域，见图表 21。

图表21 政府压缩医疗、国防、科技方面的投入，也相应地抑制需求增长

健康医疗服务		政府支出
2010		11700亿美元
未来3-5年		制药、生产行业将减少就业岗位
国防		政府支出
2012		5530亿美元
2023		不超过4000亿美元
科技		政府支出
2009-2010		科技研究经费增速7.3%
2011-2012		科技研究经费增速3.3%
2012-2013		科技研究经费增速低于1%

资料来源 WSJ 平安证券研究所整理

五、美债危机对美债、美元的影响

5.1 美债：短期不悲观，长期不乐观

尽管标普在 8 月 5 日下调美国国债信用评级至 AA+, 展望为负面, 但短期内我们仍对美债持相对乐观的态度, 原因:

- 美债市场深度大, 从投资配置的角度来看, 它几乎不存在投资替代物, 这使得即使短期内美债被再次调低评级, 但资金也几乎无处可撤;
- 美国经济复苏前景黯淡, 美国短期国债仍是市场避险优选对象之一;
- 3 家主要评级机构仅标普下调了美债信用评级, 而穆迪和惠誉对美债态度依旧乐观;

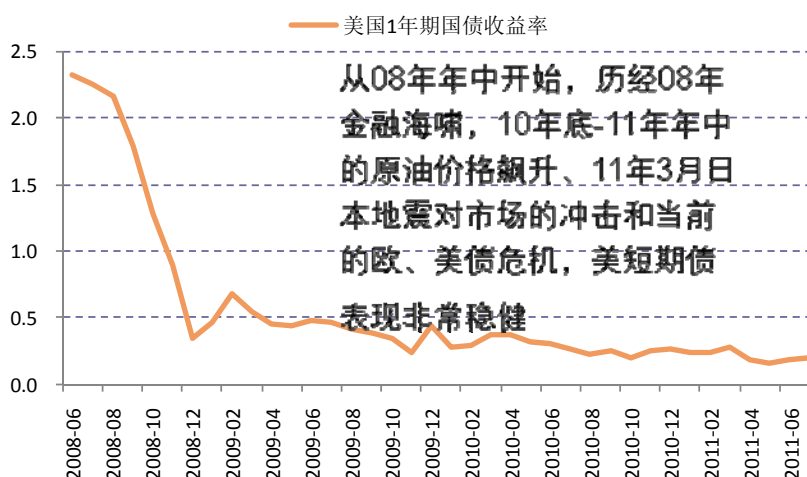
具体见图表 22、23。

图表22 从配置角度来看, 美债市场有足够的市场容量和每日成交规模, 大宗商品和贵金属市场均不具备

	市场容量	每日成交规模
美债	9.3万亿	5800亿
美股 (NASDAQ+SP500)	约16万亿	3900亿
大宗商品	约2.9万亿	
贵金属		场内交易300亿美元

资料来源 WSJ 平安证券研究所整理

图表23 美国短期国债表现稳定, 在动荡的市场里, 它仍然是避险的优选品种



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

但从长期来看, 由于美国经济复苏前景不明, 所以美债危机的前景仍有不确定性, 危机续集仍可能上演, 因此不能排除如果在未来 1-2 年内美债评级再次被下调的可能。因此从稍长的时间跨度来看, 美债收益率可能会呈现缓慢上行的趋势, 见图表 24。

图表24 长期看美国长期国债收益率与美国经济增长呈反向关系



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所整理

5.2 美元表现分化

从基本面因素判断，我们认为未来美元将呈现分化的状态。一方面，短期内美国的情况（经济、债务危机）强于欧洲，因此美元会相对于欧元维持强势。

- 从经济基本面看，进入 11 年后美国经济复苏受阻，而欧洲经济复苏的步伐也放缓，两者差别有限；
- 从债务危机而言，无论是希腊债务危机的解决法案还是美国政府的减赤计划都不是解决债务危机的良方，但相比而言欧债危机对欧元区的伤害更大；
- 从货币政策来看，FED 在 8 月议息会议上宣布 13 年年中前不会加息，由于经济复苏进程严重放缓和债务危机的困扰，近期 ECB 加息的可能性也很小。

另一方面，美元相对于人民币、巴西雷亚尔、瑞郎等货币而言会表现弱势。原因：

- 美国为解决经济复苏乏力的问题，有必要扩大出口，特别是对于新兴市场的出口，因此适当地保持美元对新兴国家货币的弱势符合美国利益；
- 而对于瑞郎这样的避险币种，则是在短期内受益于欧美债务危机使市场避险情绪上升。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257