

点评报告

# 美债的黄金岁月还有多久？

2011年9月27日

## 政府债务问题专题研究之六

### 主要预测

#### 美国

| %        | 10   | 11E  |
|----------|------|------|
| GDP      | 3.0  | 1.6  |
| CPI      | 1.6  | 2.6  |
| 失业率      | 9.6  | 9.0  |
| 外贸顺差/GDP | -3.2 | -3.4 |
| 财政赤字/GDP | -8.1 | -9.2 |
| 央行基准利率   | 0.25 | 0.25 |
| 美元指数     | 79.0 | 77.0 |

#### 欧洲

| %        | 10    | 11E  |
|----------|-------|------|
| GDP      | 1.8   | 1.5  |
| CPI      | 1.58  | 2.5  |
| 失业率      | 10    | 10   |
| 外贸顺差/GDP | -0.45 | -0.5 |
| 财政赤字/GDP | -6.0  | -4.6 |
| 央行基准利率   | 1     | 1.50 |
| 欧元/美元    | 1.34  | 1.40 |

资料来源：彭博，招商证券研发中心

#### 赵文利

852-31896126  
wenlizhao@cmschina.com.cn  
S1090511040016

#### 谢亚轩

86-755-83295524  
xieyx@cmschina.com.cn  
S1090511030010

#### 研究助理：

##### 孙彬彬

86-21-68407302  
sunbb@cmschina.com.cn

##### 张一平

86-755-82944676  
zhangyiping@cmschina.com.cn

- 历史上,造成美国国债及赤字占 GDP 比率大幅上升的主要原因是战争推动政府的国防开支大幅增加: 1812 年至 1815 年, 第二次独立战争时期, 美国出现财政赤字; 南北战争时期, 国债占 GDP 比率为 31%; 第一次世界大战时期, 国债占 GDP 比率为 33%; 大萧条时期, 国债占 GDP 比率为 44%; 第二次世界大战时期, 国债占 GDP 比率为 113%。
- 总结历次美国国债大幅上升后, 我们可以发现美国政府所实施并行之有效的政策, 多半是以扩张的财政政策和货币政策为主。通过创造流动性, 货币贬值等方式, 提振国内消费和投资需求, 同时提升美国产品的国际竞争力。并且美国经济每次走出低谷一般都伴随着新的经济增长点的出现。此外, 战争所带动的军工业以及相关产业发展亦有助于经济走出低谷。
- 健康的经济发展并不一定要以宽松的财政政策作为支持, 适度的货币政策和财政政策下持续进行的创新、产业升级以及技术革命才是造就经济增长的永动机。
- 从历史经验来看, 宽松的货币政策和积极的财政政策对于解决历史上美国政府的债务问题可以起到较好的效果。我们认为这次美国经济低速复苏是由于经济衰退的原因较以往更加复杂, 即战争因素、房地产市场泡沫破裂以及百年一遇的金融危机在时间点上的重叠。
- IMF 从历史数据中总结得出, 如果一个国家的国债占 GDP 达到 90%, 这个国家经济增速将会放缓。美国政府需尽快寻找新的经济增长点和有效削减赤字的方案。新的经济增长点包括: 生物医药研究、信息技术、清洁能源技术、军工产业、航空航天业及农业。
- 自 2001 年开始, 美国 GDP 增加额就低于国债增加额。2010 年, 美国国债占 GDP 比率已经超过 100%。虽然美国国债安全性较以往下降, 但是美国国债作为全球避险工具的地位没有动摇。我们认为世界一霸强权, 多级争雄的格局短期内不会改变。美国国债背靠美国的综合实力, 仍属安全投资。需密切留意通胀上行的风险, 或成为美国债务危机爆发的导火线。

## Comments Report

## How Long Will The Golden Age of U.S. Debt Last?

27 Sept 2011

Research on Government Debt-Serial VI

## Key Data

## USA

| %                  | 10   | 11E  |
|--------------------|------|------|
| GDP                | 3.0  | 1.6  |
| CPI                | 1.6  | 2.6  |
| Unemployment       | 9.6  | 9.0  |
| Trade balance/GDP  | -3.2 | -3.4 |
| Fiscal balance/GDP | -8.1 | -9.2 |
| Policy rate        | 0.25 | 0.25 |
| Dollar Index       | 79.0 | 77.0 |

## Eurozone

| %                  | 10    | 11E   |
|--------------------|-------|-------|
| GDP                | 1.8   | 1.5   |
| CPI                | 1.58  | 2.5   |
| Unemployment       | 10    | 10    |
| Trade balance/GDP  | -0.45 | -0.50 |
| Fiscal balance/GDP | -6.0  | -4.6  |
| Policy rate        | 1     | 1.50  |
| Dollar Index       | 1.34  | 1.40  |

Source: Bloomberg, China Merchants Securities

## Dr. Cliff ZHAO

852-31896126

wenlizhao@cmschina.com.cn

S109051104001

## Dr. David XIE

86-755-83295524

xieyx@cmschina.com.cn

S1090511030010

## Research Assistant

## Dr. Binbin SUN

86-21-68407302

sunbb@cmschina.com.cn

## Dr. Yiping ZHANG

86-755-82944676

zhangyiping@cmschina.com.cn

➤ In history, the sharp increase in the scale of U.S. treasury bonds and deficit to GDP ratio is mainly due to the rising US military spendings prompted by wars. The debt to GDP ratio reached 31%, 33%, 44% and 113% in the period of Civil War, World War I, the Great Depression and World War II respectively.

➤ We can see most of time that the expansionary fiscal policy and accommodative monetary policy worked effectively to boost domestic consumption and investment through providing liquidity and currency devaluation which enhanced the international competitiveness of U.S. products. However, the recovery of U.S. economy was always accompanied by a new economic growth point. Also the war can sometimes contribute to the economic recovery via the development of military industry and its related industries.

➤ Economic development does not necessarily require fiscal stimulus. The ongoing innovation, industrial upgrading and technological revolution supported by appropriate monetary and fiscal policies are indeed the fundamental elements for economic growth.

➤ History showed that easy monetary policy and expansionary fiscal policy played a positive role to resolve the debt problems. We believe that the slow economic recovery this time regardless of the policy stimulus is mainly due to three overlapping causes for the economic downturn: the overlap of wars, the bursting of US housing bubble and one of the largest financial crises in the last hundred years.

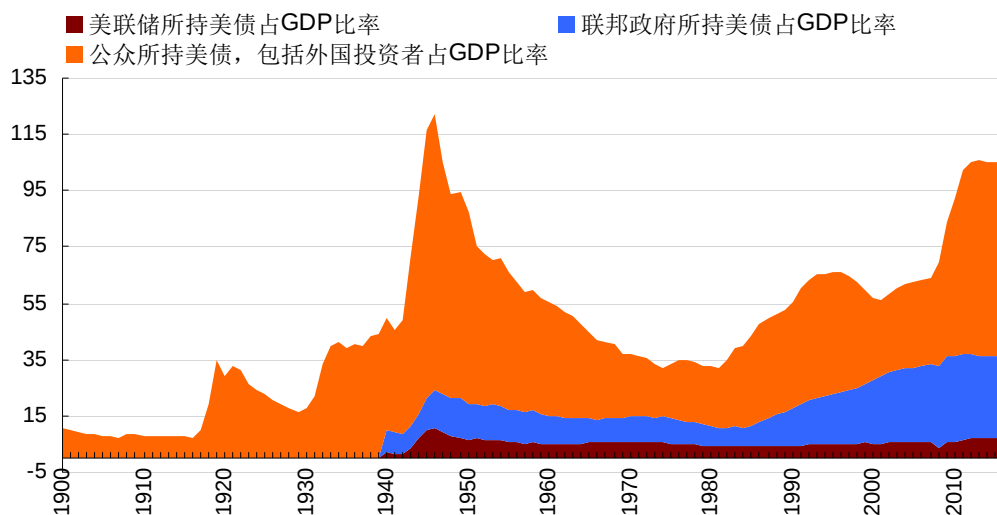
➤ According to an analysis by the IMF, a country's economic growth will slow if its national debt reach 90% of GDP. The U.S. government have to urgently seek for new economic growth points and a reliable deficit reduction plan. New economic growth points include innovations in biomedical research, information technology, clean energy technology, military industry, aerospace industry and agriculture industry.

➤ U.S. GDP has increased less than the national debt since 2001. Moreover, the U.S. debt to GDP ratio exceeded 100% in 2010. Although the safety of U.S. Treasury bond is not as good as before, it remained to be the safe haven of choice. We believe that U.S. treasury bond backed by the overall strength of the United States is still a safe investment given the world pattern will not change easily in the near term. However, we need to pay close attention to the upwards risk of inflation given it may become the trigger point for the United States debt crisis.

美国国债总量指美国联邦政府欠美国国库券持有者的金额，募集可通过联邦政府或其他联邦政府机构进行。总体上国债可分为两个部分：

1. 政府机构所持有的国债，也就是联邦政府内部持有的国债。其中社会保障信托基金就属于此类，它的作用是将暂时过剩的社会保障基金贮存起来以备将来需要。
2. 公共部门所持有国债。联邦政府之外投资者所持有的国债。譬如美联储，州政府和个人等。我们将主要探讨这一类型的国债。

图 1：美国国债持有人组成



资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

\*2011 年起的数值为美国 2012 财年预算中的预算估计

## 一、债务——战争的孪生兄弟

### 1、历史回顾

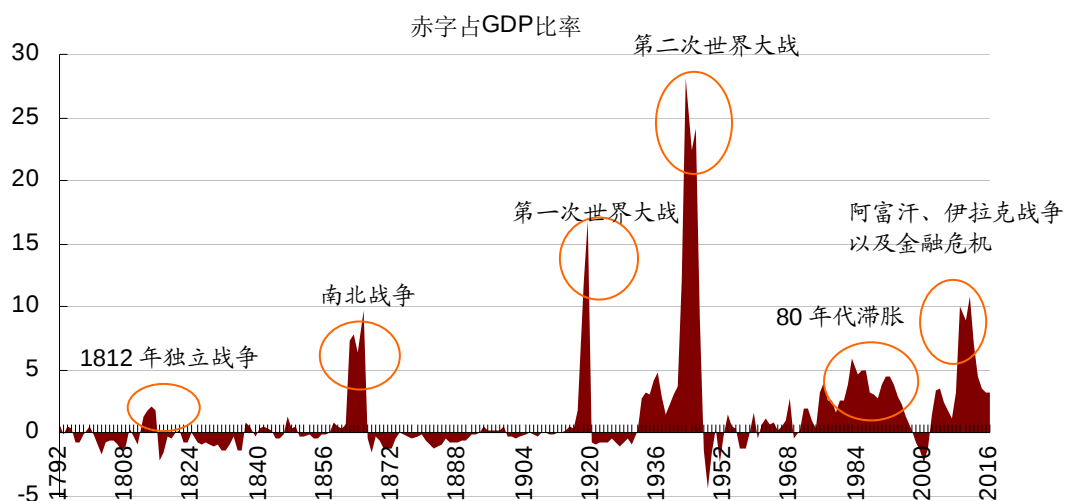
财政赤字和国债总量是研究美国联邦政府财政健康最主要的两个指标，其中财政赤字关注的是当年政府的现金流，国债总量则反映了政府开支经历史累积的结果。

首先对历史上美国财政赤字占 GDP 比率的情况做一个梳理，美国历史上财政赤字有四次超过 GDP 的 10%，分别为：南北战争；第一次世界大战；大萧条时期以及第二次世界大战；2008 年金融危机至现在。此外，1980 年滞涨时期政府也经历了长时间的财政赤字。

其次对历史上国债总量占 GDP 比率的情况做一个梳理，美国国债始于独立战争以后。由于需要支付独立战争所需的大笔费用，美国建国初期国债较多。在亚历山大·汉密尔顿的财政政策帮助下，国债下降到零。但之后又有所上升。

国债跟赤字有一定的相关性。在独立战争、第一次世界大战、大萧条及第二次世界大战、滞涨以及金融危机时期，国债数目庞大。我们以下将详细讨论造成美国财政负担增加的原因。

图 2: 美国 1792 年至 2016 年财政赤字记录及估计

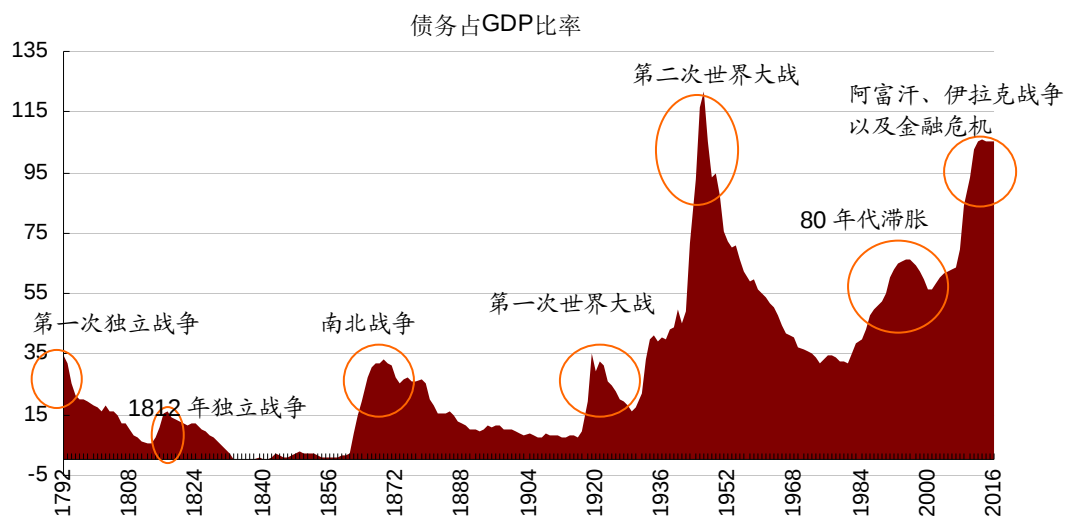


资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

\*2011 年起的数值为美国 2012 财年预算中的预算估计

历史上，造成美国国债及赤字占 GDP 比率大幅上升的主要原因是战争推动政府的国防开支大幅增加：1812 年至 1815 年，第二次独立战争时期，美国出现财政赤字，不过赤字到 1816 年即战争结束后一年就解决了；南北战争时期，国债占 GDP 比率为 31%；第一次世界大战时期，国债占 GDP 比率为 33%；大萧条时期，国债占 GDP 比率为 44%；第二次世界大战时期，国债占 GDP 比率为 113%。

图 3: 美国 1792 年至 2016 年国债记录及估计



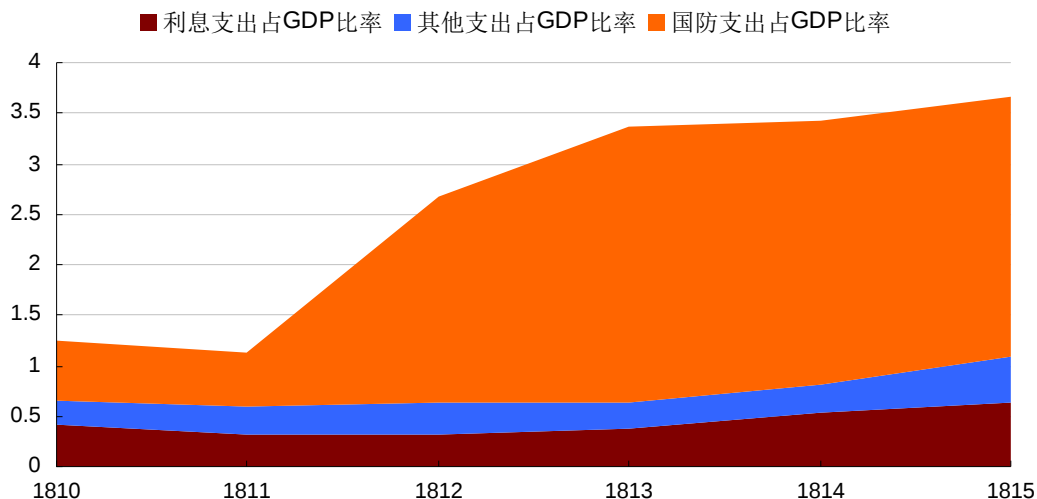
资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

\*2011 年起的数值为美国 2012 财年预算中的预算估计

## 2、1812 年独立战争：凯旋门计划解救政府债务危机

第二次独立战争时期，政府国防支出大幅上升，国防支出占 GDP 比率上升了 2.25 个百分点。

图 4：第二次独立战争时期，政府国防支出大幅上升

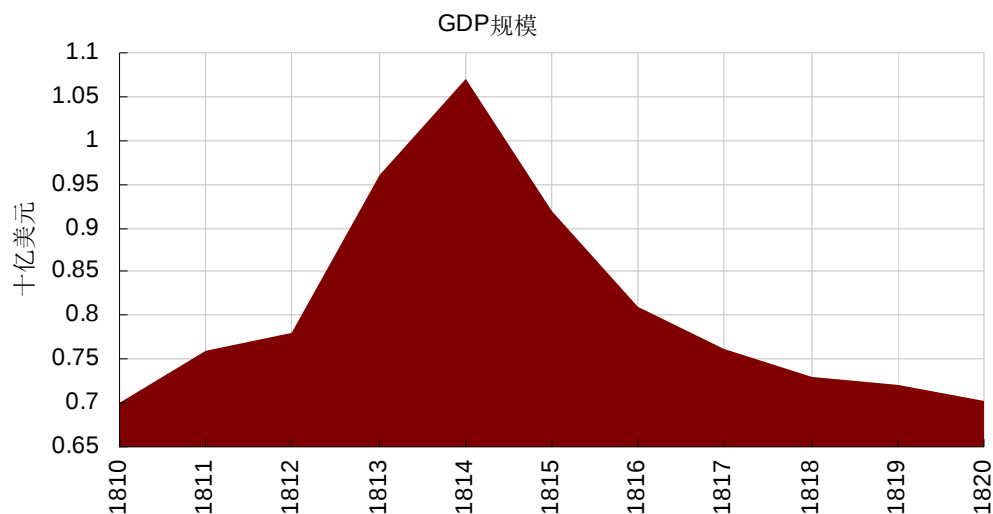


资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

战争过后，当时欠债额高达了 5400 万美元的美国政府已经破产。为了解决联邦政府在独立战争后的财务危机，美国第一任财政部长汉密尔顿提出了著名的旋转门计划。具体步骤是发行新货币，按 1: 1 与原货币进行兑换，回收旧的货币。联邦政府随后发行债券。由于新的债券只能用新的货币购买，政府从而可以将流入市场的新货币回收。最后联邦政府运用新回收的货币去购买独立战争期间遗留的各种旧债券。从而顺利实现了以新换旧的乾坤大挪移，将信用几近破产的旧国债和旧货币换成了信用级别较高的新货币和新债券，成功解决了当时美国政府的财务危机。可以看出，旋转门计划其实是发行了新的货币。从此，发行国债成为美国政府的一种重要的经济调控手段。

与此同时，战争因素刺激军工业如枪支制造、钢铁行业等迅猛发展。美国的 GDP 在此时间段内获得大幅增长。另外，1813 年在奥利弗伊文斯的领导下，美国开始修建第一条铁路。1829 年，斯蒂芬森铁路通车实验成功。在 19 世纪二十年代开始的西部大开发的促进下，美国逐渐进入了蒸汽机时代。伴随着经济的快速增长，美国独立战争期间造成的债务问题最终得到解决。

图 5：战争因素刺激军工业如枪支制造、钢铁行业等迅猛发展

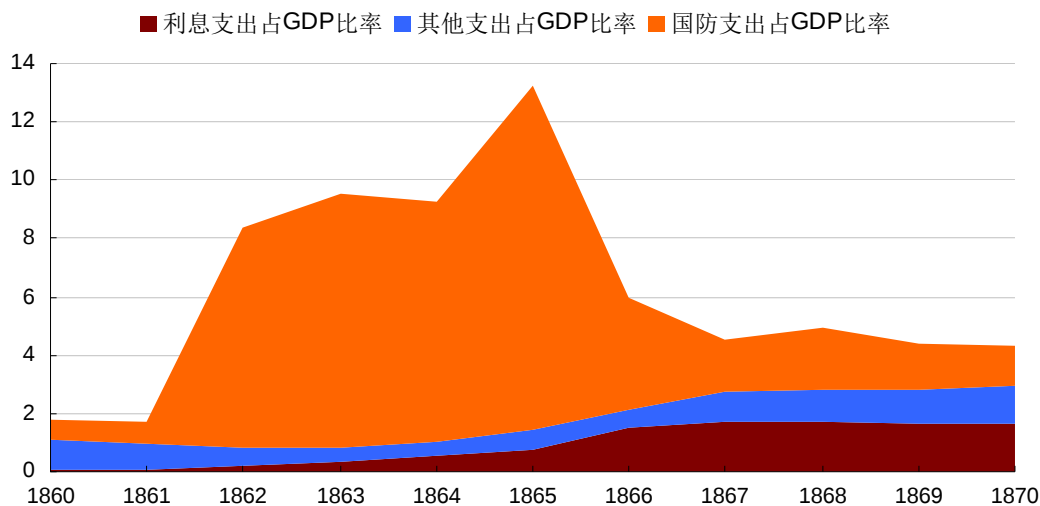


资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

### 3、南北战争：工业化进程发挥积极作用

1861 年至 1865 年的南北战争，美国国债大规模上升。1862 年 2 月通过的《法币法案》(Legal Tender Act)授权财政部发行 1.5 亿“美国政府券”(United States Notes)，又称绿币。在内战期间，总共发行了 4.5 亿绿币<sup>1</sup>。美国政府的主要支出还是用于战争。

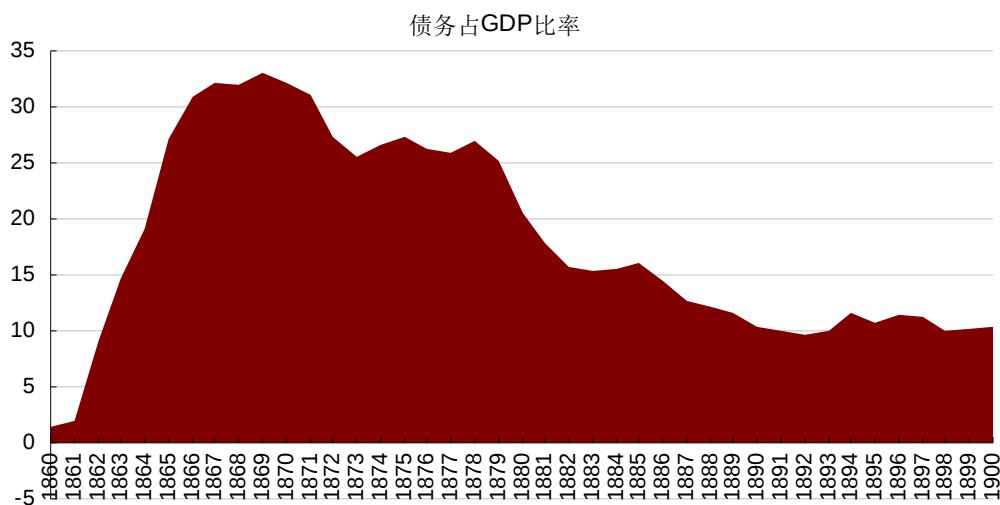
图 6：南北战争期间，政府国防支出大幅上升



资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

<sup>1</sup> 绿币：美国政府券”(United States Note) 是林肯在内战时期发行的美国第一种法币，亦称为“林肯绿币”(Greenbacks)。

图 7：南北战争期间美国国债占 GDP 比率



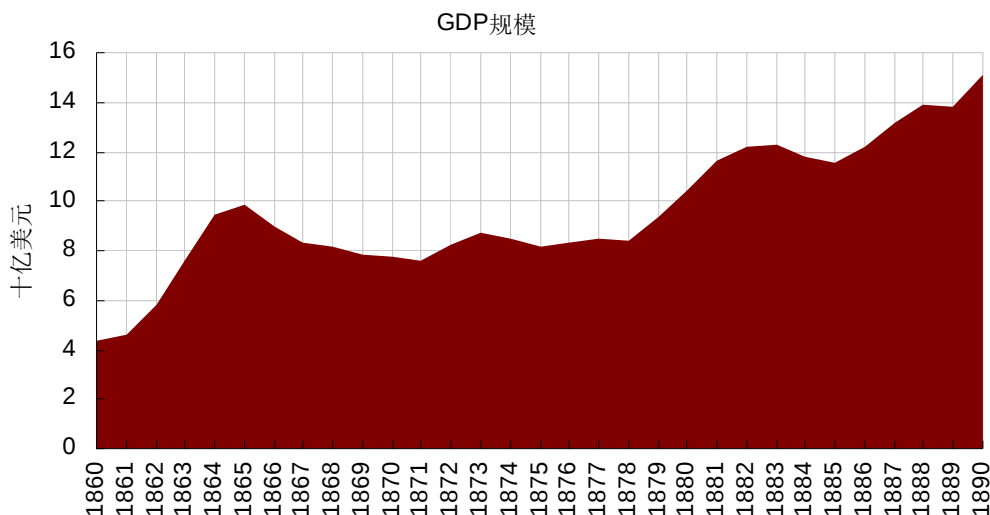
资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

美国国债占 GDP 比率在 1869 左右达到顶峰，之后慢慢回落。至 1890 年后，财政赤字占 GDP 的比率回落至 10% 左右，呈现出健康稳定的趋势。

为了解决南北战争遗留下来的财政问题，美国政府采取以下经济的财政措施：1、政府加大了对基础建设投资的力度；2、政府给予企业奖励或补贴，鼓励工业发展；3、设立管制性机构专门监管工业及市场的发展。

在货币政策方面，美国颁布《国民银行法》和《国民银行修正法草案》，统一了全国通货，建立了中央银行制度，确立了存款准备金和现金储备体制。它起了两个积极作用，一是银行卷取代货币成为主要交流媒介，增加货币的流通速度和货币的供给。二是兴起了投资银行业用来充当企业家和投资者的中介人。

图 8：工业化进程推动美国经济快速发展



资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

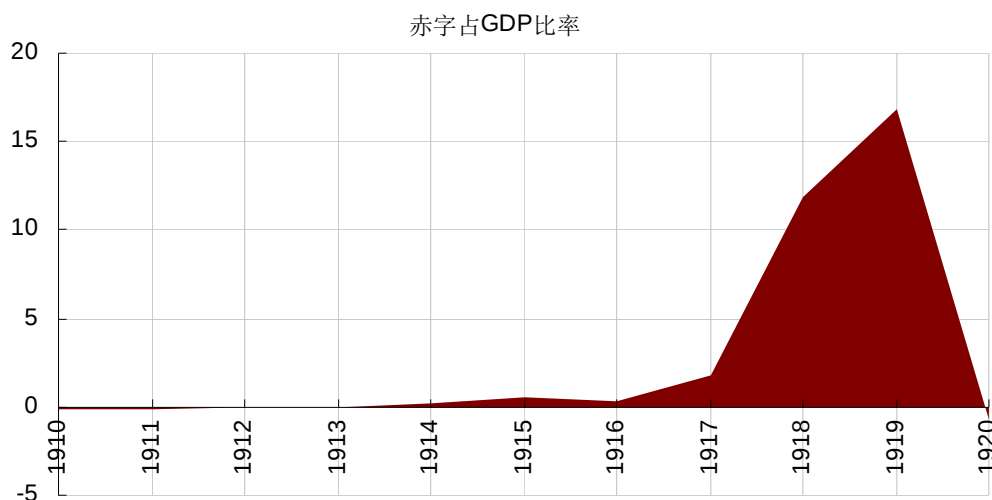
积极的财政政策和货币政策促进了美国工业化的进程。1890 年，美国工业在工农业总产值中的比重达到 80%，重工业的产值已与轻工业相当，同时产业结构持续优化，轻工业和重工业协调发展。此外，美国积极发展对外贸易，实行土地私有制和专利保护制度，推行现代企业制度和义务教育。在 1890-1920 年间，美国完成了工业化的进程。

在发达的工业水平支持下，经济体健康发展。政府逐渐结束了战后财政混乱的局面。

#### 4、第一次世界大战：技术革命扛起大旗

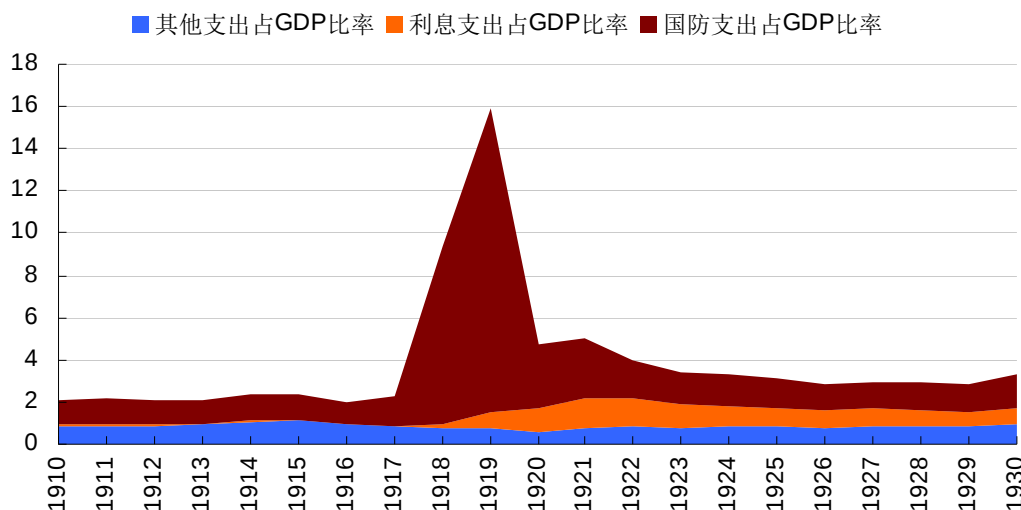
1914-1918 年第一次世界大战期间，受国防开支大幅增长影响，美国赤字占 GDP 比率一如既往再次快速上升。美国国债也在一战过程和结束的一段时间内迅速上升。1922 年后逐渐回落，直至 1929 年大萧条时期。

图 9：第一次世界大战期间,赤字占 GDP 比率大幅上升



资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

图 10：国防支出是政府开支上升的主要原因



资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

值得注意的是，美国 GDP 在一战期间大幅上升，同时在一战结束的十年内保持了持续上升的势头直至 1929 年大萧条时期。这一阶段正好是柯立芝总统的任期，因此被人们称为“柯立芝繁荣”。其中主要原因有三：1、美国在第一次世界大战初期，利用“中立”的有利地位大发战争财，利用交战双方对军需物资的大量需求，扩张了经济实力并在欧洲交战国竞争力减弱时，不失时机地扩大工农业生产，进行商品输出。战争结束时，美国已从战前的债务国变成了债权国。战后资本主义世界的金融中心由英国移到

了美国，为“柯立芝繁荣”奠定了基础；2、第一次世界大战结束后，美国靠在战争中积累下的财富推动了一个更新生产设备、扩大生产规模以及采用新技术的热潮。此外，泰罗制和福特制对于提高劳动生产率功不可没。泰罗制创造了定量作业管理，从每一个人，每一部机器，每一道工序开始，进行科学化，标准化管理。福特制，即采用装配线作业或流水线作业技术。同时，美国垄断资产阶级加强了工业部门的科学研究，也为经济发展做出了积极的贡献；3、大战过后，广阔的国内以及海外市场需求刺激了经济的发展。

图 11: 美国 GDP 在一战期间大幅上升



资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

图 12: 债务占 GDP 比率在战后逐渐下降



资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

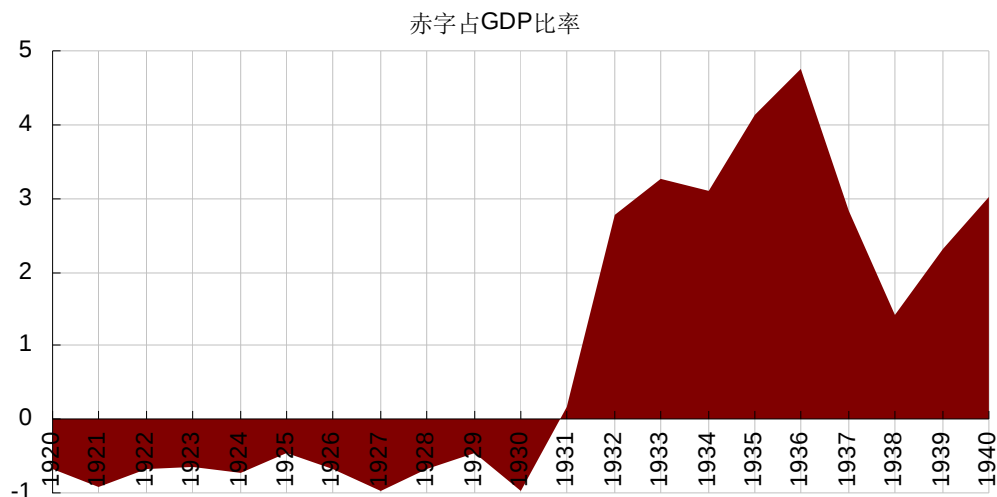
在财政货币政策方面，为了刺激人们的消费需求，美国政府采取了多种措施减免税收，其中包括：1、将最高税收从 77%减免到 24%；2、将最低税收从 4%减到 0.5%；3、减免不动产税；4、提高政府效率。

“柯立芝繁荣”期间，以技术革命为本，积极的财政政策为辅，繁荣的经济体减少了政府举债的需求，但同时促进了金融业的虚假繁荣，为大萧条时期埋下了伏笔。

## 5、大萧条：凯恩斯主义刺激经济增长

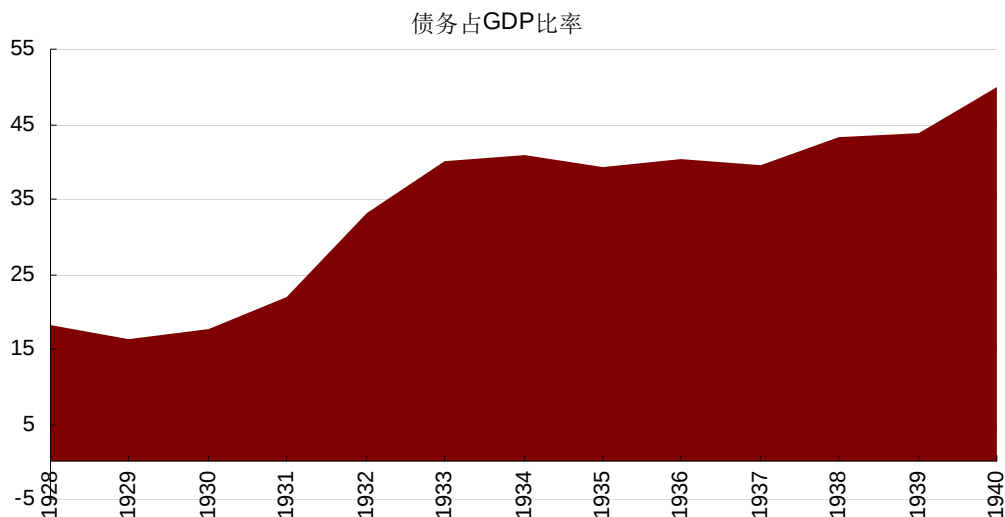
1929 年到 1933 年,美国经历了 20 世纪最大的经济衰退--大萧条。财政赤字在 1931 年开始大幅增加, 1933 年罗斯福新政后继续上升, 直至 1936 年才开始回落, 一直到 1939 年第二次世界大战的爆发。同时美国国债也伴随着赤字迅速上升。

图 13: 大萧条时期政府赤字大幅增加



资料来源: 美国政府支出统计网, 招商证券研发中心

图 14: 美国国债伴随着赤字迅速上升



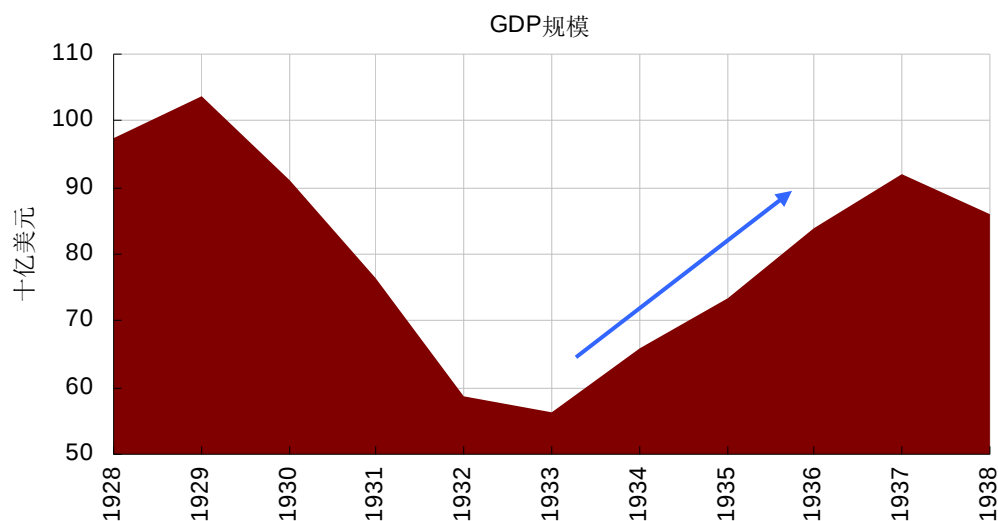
资料来源: 美国政府支出统计网, 招商证券研发中心

美国的经济规模在大萧条时期降到谷底, 在 1933 年罗斯福新政后才开始好转。罗斯福受凯恩斯主义的影响较深, 认为应加大对政府的监管, 同时提倡维持一定的财政赤字来促进经济的增长。

货币及财政政策方面, 罗斯福采取了以下措施: 1、**提供流动性**: 为挽救银行危机, 委托各联邦储备银行根据各银行资产发行货币, 授权复兴金融公司用购买优先股票的办法给银行提供流动资金; 2、**削减开支**: 缩减政府开支以及退伍军人津贴; 3、**加强监管**: 通过立法加强对银行、证券市场和货币的改革和管理, 其中包括著名的格拉斯—斯特高

尔法；4、**货币改革**：美元与黄金脱钩，美元自由浮动贬值，放弃金本位制，为政府增发货币打开方便之门；5、**产业扶持政策**：通过立法以及补贴的方式支持工农业；6、**兴办基建项目，解决失业问题**；7、**稳定政治结构**：稳固三权分立制，稳定国内政治情绪。

图 15: 罗斯福新政促进美国经济回暖



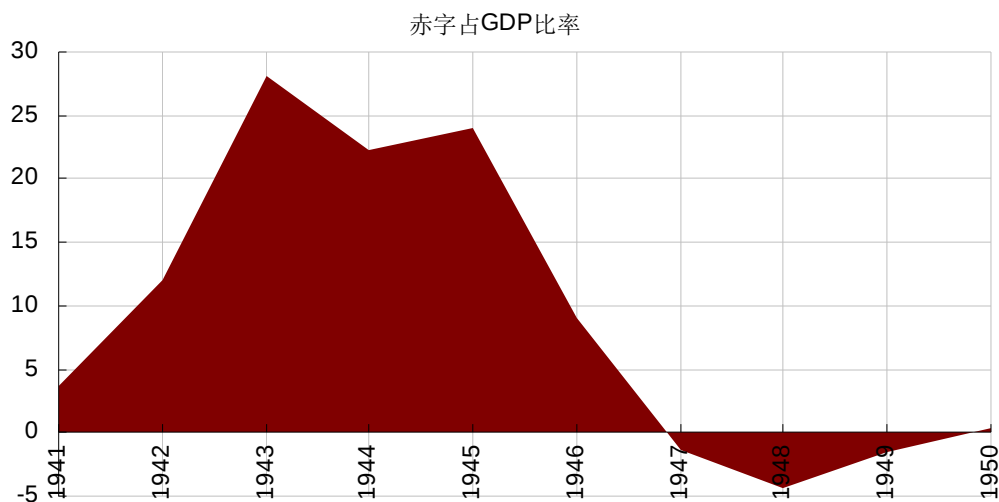
资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

罗斯福时期虽然兴办了许多公共工程，但他也致力于削减不必要的开支，尽力不放弃财政平衡，财政赤字于1936年开始下降，直至第二次世界大战。

## 6、第二次世界大战：失业率下降的主要原因

1939年至1945年的第二次世界大战最终结束了经济大萧条，美国财政赤字在战争中期急剧上升，在战争结束后又迅速下滑。

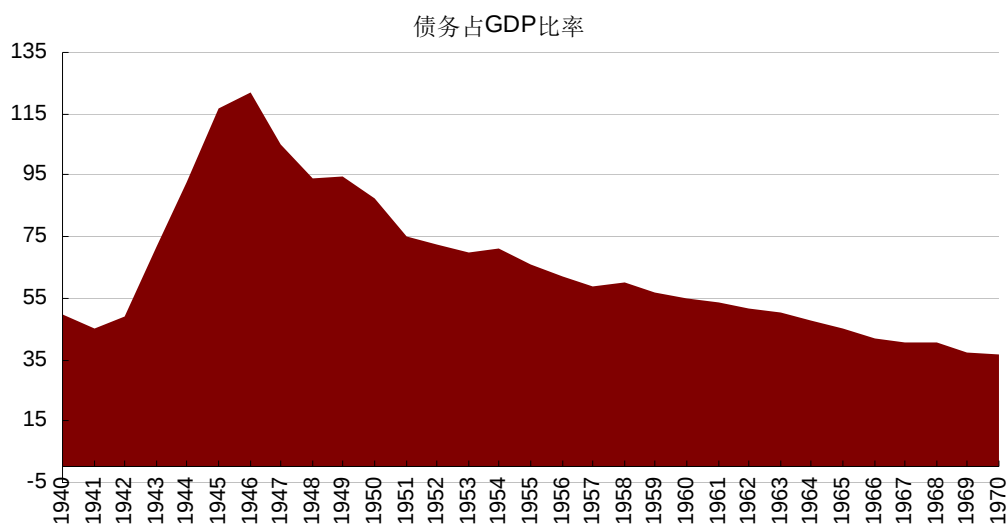
图 16: 美国财政赤字在第二次世界大战时期急剧上升



资料来源：美国政府支出统计网，招商证券研发中心

美国国债占GDP比率在战争时期也大幅上升，直至六七十年代回复至战前水平。

图 17: 美国国债占 GDP 比率在战争时期亦大幅上升



资料来源: 美国政府支出统计网, 招商证券研发中心

与第一次世界大战相仿, 作为中立国的美国再次依靠军工业大力推动了美国经济大幅增长。军工产业的进一步发展同时带动其他行业, 美国的失业率迅速降低。

表 1: 失业率在第二次世界大战期间迅速降低

| 年代  | 1940   | 1941  | 1942  | 1943  | 1944  | 1945  |
|-----|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 失业率 | 14.60% | 9.90% | 4.70% | 1.90% | 1.20% | 1.90% |

资料来源: 美国劳工部, 招商证券研发中心

第二次世界大战结束后, 凯恩斯主义继续影响美国, 政府加大了对经济的干预, 实行扩张的财政政策, 大力发展中小型企业。高科技和大企业的迅猛发展以及海外市场的扩张都支持美国经济的快速发展。

图 18: 扩张的财政政策支持战后经济快速增长



资料来源: 美国政府支出统计网, 招商证券研发中心

总结历次美国国债大幅上升后, 我们可以发现美国政府所实施并行之有效的政策, 多半是以扩张的财政政策和货币政策为主。通过创造流动性, 货币贬值等方式, 提振国内消费和投资需求, 同时提升美国产品的国际竞争力。并且美国经济每次走出低谷一般

都伴随着新的经济增长点的出现。此外，战争所带动的军工业以及相关产业发展亦有助于经济走出低谷。

**表 2: 历次美债大幅增加的原因及发展小结**

| 历次美债<br>上升原因 | 赤字转入平<br>稳所需时间 | 国债转入平稳<br>所需时间           | 财政政策               | 货币政策                     | 最终经济增长点                               |
|--------------|----------------|--------------------------|--------------------|--------------------------|---------------------------------------|
| 第二次独立战争      | 4 年            | 20 年                     | 增发国债               | 发行新货币，<br>“旋转门”，增<br>加流通 | 蒸汽机、铁路、钢<br>铁工业                       |
| 南北战争         | 7 年            | 30 年                     | 增发国债、扩大<br>投资、提供补贴 | 统一货币                     | 完成工业化、制度<br>上创新（包括保护<br>私有制和产权专<br>利） |
| 第一次世界<br>大战  | 4 年            | 10 年（未完，<br>进入大萧条时<br>期） | 大量减免税收             |                          | 建筑、汽车电器、<br>国际贸易、技术革<br>命             |
| 大萧条时<br>期    | 6 年            | 无（未能在二<br>战前转入平<br>稳）    | 罗斯福新政（凯<br>恩斯主义）   | 加强金融管制、<br>放弃金本位         | 二战时期军工业、<br>政府公共工程                    |
| 第二次世<br>界大战  | 5 年            | 20 年                     | 增发国债（凯恩<br>斯主义）    | 发行货币                     | 高科技、航空航<br>天、军事相关产业                   |

资料来源：招商证券研发中心

## 二、凯恩斯主义：唯一的选择？

凯恩斯主义被奉为神明直到 20 世纪 70-80 年代。美国进入滞胀时期。虽然此段时间美联储的赤字不是很严重，只有小幅波动。但此次治理滞胀的措施还是对目前的经济危机产生一定启示，也让人们重新审视了凯恩斯主义。

造成美国 20 世纪 70-80 年代滞胀的具体原因主要在以下三方面：1、科技发展乏力、出口贸易份额下降、战争对美国消费和经济增长的刺激正逐渐消失、实体经济缺乏增长点；2、凯恩斯主义的扩张性财政政策和处于转型期的货币政策造成通胀上行风险增加，货币政策不确定性高；3、美元持续贬值、油价高企和粮食紧缺加剧了通货膨胀。

滞胀对私人投资造成了极为负面的影响，大量企业倒闭，美国的失业率几度上升。在西方经济体遭遇滞胀的同时，美国信贷扩张反而促成了欠发达国家的经济发展及世界贸易的扩张。

1981 年，里根入主白宫，里根政府认为，国家对经济过度干预，限制了经济活力，是造成经济恶性循环的根本原因。为了对付“滞胀”，里根政府采用了四个措施：1、稳定货币供应量；2、减轻税赋；3、缩减开支；4、减少政府干预。最为有效的两条是稳定货币供应量和减少政府干预。

稳定的货币供应量，加上能源消费结构的变化、美元升值等客观原因抑制了通货膨胀；税收优惠令企业手中的现金流量增加，从而刺激传统产业更新设备；同时，受控的生产资料价格鼓励了企业投资。经过里根政府的不懈努力，美国终于 1983 年迎来了新的经济增长高峰，此轮经济滞胀一共经历了 13 年的时间，说明了凯恩斯主义并不是万灵药。在缺乏新的经济增长点时，实施凯恩斯主义除了助推通胀风险上行外，对于经济增长刺激的作用有限。