



债务上限危机暂时平息，但美国仍面临短期流动性风险及经济衰退压力

联合资信 主权部

主要观点

- 以史为鉴，美国两党在债务上限到期日前进行政治博弈已成为常态，令美国政府多次面临“政府关门”“财政悬崖”以及债务违约的风险，对美国主权信用质量及资本市场造成严重冲击
- 本次债务上限问题源于疫情后美国政府采取了大规模的扩张性财政政策，导致美国政府财政结构失衡以及政府债务水平攀升，美国两党围绕提高债务上限问题进行了多轮谈判
- 美国两党大概率会在触发“X日”的前夕达成债务上限协议，短期内财政部会借新还旧回收流动性，导致国债利率上升并使银行浮亏进一步扩大，加剧银行业危机；中长期财政支出削减可能会抑制美国的经济需求，加剧美国经济下半年陷入衰退的风险
- 本次美国债务上限问题之所以得到市场的广泛关注，是因为如果提高美债上限的法案未能及时生效，后续连锁反应将会迅速波及资本市场，或再次加剧美国银行业的流动性紧缺，同时增大美国乃至全球经济陷入衰退的风险

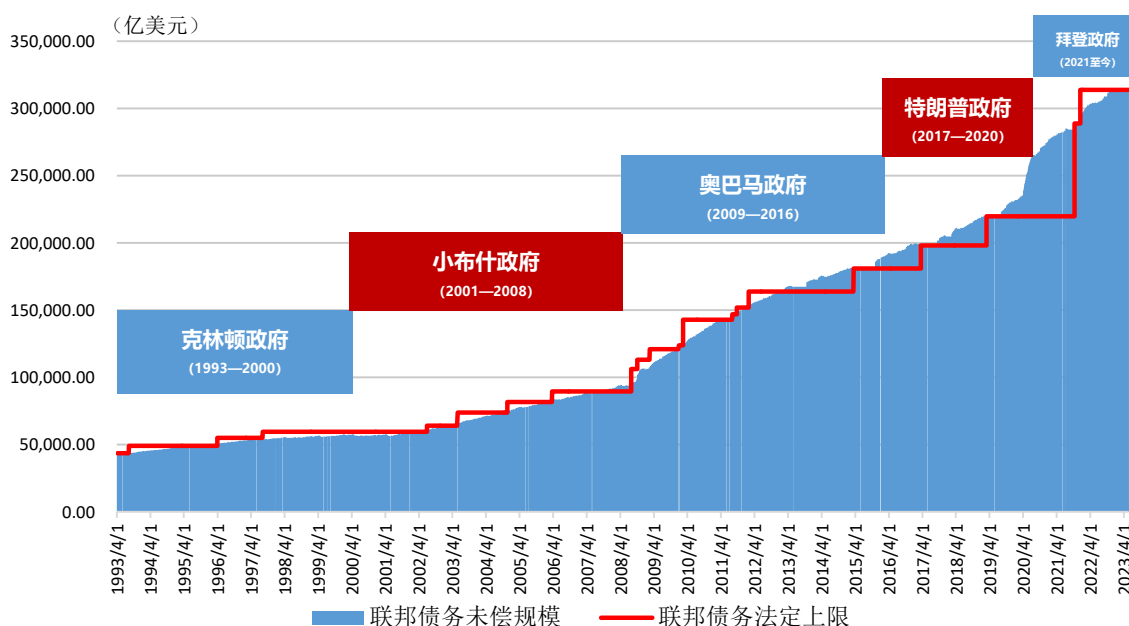


联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



以史为鉴，美国两党在债务上限到期日前进行政治博弈已成为常态，令美国政府多次面临“政府关门”“财政悬崖”以及债务违约的风险，对美国主权信用质量及资本市场造成严重冲击

债务上限是美国国会为防止美国财政部无限度举债而设立的债务天花板，当美国债务突破上限后，财政部将无法借新债而只能替换旧债。美国两党之间的政治博弈是解决美国债务上限问题的核心，美国两党存在较大的政治理念差异，共和党的政治立场偏向保守，不主张扩大政府在社会救济方面的支出；但民主党相反，其更加注重社会福利和财政扩张，每次债务上限提高便成为两党政治博弈的关键点。自 1940 年有纪录统计以来，美国债务上限共上调 110 次，平均每 9 个月上调一次，尤其是 2008 年金融危机后，美国政府频频通过财政扩张的方式救市，导致政府多次面临“政府关门”“财政悬崖”以及债务违约的风险。



数据来源：美国财政部，联合资信整理

图 1 1993 年以来美国调整债务上限情况

具体来看，一是 2011 年美国两党因缩减财政赤字问题出现意见分歧。共和党提出只有当时任总统奥巴马（民主党）承诺缩减预算才会支持提高债务上限，但财政部预计所有现金账户和可供使用的临时筹资手段将于 2011 年 8 月初消耗殆尽，美国面临债务违约风险。最终两党于 7 月 31 日在债务上限问题上达成共识，8 月 2 日奥巴马签署《预算控制法案》才使得 2011 年债务上限问题暂时得以缓解。受此风波影响，国际评级机构标准普尔在 8 月 6 日将美国主权债务评级下调，评级展望为“负面”，

美国股债汇市场也因此出现大幅波动，对美国主权信用质量及资本市场造成严重冲击。二是 2013 年奥巴马政府债务上限问题再现。由于 2011 年的债务上限问题并未根本解决，进入 2013 年后美国债务水平再次临近债务上限，共和党提出只有奥巴马同意从“奥巴马医保”中抽回资金，才会支持提高债务上限；2013 年 2 月奥巴马签署了《无支付无预算》法案来暂停债务上限要求，然而这一法案仅仅使得债务问题得以“续命”至 5 月；自 10 月 1 日新财年起美国政府再度出现停摆，最终国会于 10 月 16 日通过了《继续决议案》，才使得债务上限得以暂停至 2014 年 2 月，至此奥巴马政府的债务上限问题暂告一段落。三是 2018—2019 年特朗普政府陷入停摆。由于时任总统特朗普（共和党）主张在美墨边境修建边境墙，无法与民主党的财政预算达成一致，2018 年 12 月美国政府开始了史上最长的一次停摆（35 天），最后两党就债务问题达成了为期两年的暂停上限计划，本轮债务上限问题才得以化险为夷。

本次债务上限问题源于疫情后美国政府采取了大规模的扩张性财政政策，导致美国政府财政结构失衡以及政府债务水平攀升，美国两党围绕提高债务上限问题进行了多轮谈判

本次债务上限问题源于 2020 年新冠疫情暴发后，美国政府采取了大规模的扩张性财政政策，美国屡创历史纪录的救助方案虽然在短期内定向解决了当下所面临的公共卫生防控问题以及提供就业保障，但从长远看带来了政府财政结构失衡以及政府债务水平大幅上升等问题。2021 年 12 月美国将联邦债务法定上限提高到 31.4 万亿美元，2023 年 1 月美国政府的债务规模已经达到债务上限，美国财政部通过挪动资金以及启动财政部账户余额（TGA）等措施，短时间内保证了政府的正常运行。具体来看，一是财政部在触及债务上限后无法继续举债，TGA 可充当向债权人还本付息的安全垫。但截至 5 月 25 日，财政部用以还本付息的 TGA 账户已降至 494.7 亿美元，为 2017 年以来的最低值，TGA 资金空间较为有限。二是财政部动用“金融非常举措”，即国会允许财政部将非流通债务和政府内部借据出售给公众来获取额外的融资，比如，暂停为联邦退休人员设立的 G 基金投资、暂停外汇稳定基金投资、暂停为公务员退休及伤残基金（CSRDF）和邮政服务退休人员健康福利基金（PSRHBFF）发行新证券等，但截至 5 月 19 日“金融非常举措”已缩水至 920 亿美元，预计美国财政部将在 6 月初用尽这些资金。

围绕提高债务上限问题，共和党（众议院）与民主党（参议院+白宫）进行了多轮谈判，两党分歧主要在于共和党要求拜登政府首先接受财政开支的重大削减，然后再投票决定提高美国债务上限；而民主党则希望无条件提高债务上限，因为缩减财政开支将有悖于拜登政府所推行的财政刺激计划，不利于拜登政府履行对选民的承诺以

及谋求 2024 年大选的连任。虽然美国两党存在一定政治分歧，但考虑到一旦发生美国主权债务违约，将对美国信用及经济产生严重冲击。为维护国家利益，当地时间 5 月 27 日，美国总统拜登和国会共和党领袖麦卡锡已就提高联邦政府 31.4 万亿美元的债务上限达成原则性协议，结束了长达数月的僵局，双方谈判代表同意将美国联邦债务上限提高两年，同时将削减和限制价值约 2.1 万亿美元的政府支出。5 月 30 日，美国众议院规则委员会举行会议对债务上限协议进行审议，最终以 7: 6 的结果通过这一债务上限协议，并提交众议院进行全体表决。5 月 31 日，美国众议院以 314 票赞成、117 票反对的投票结果共同通过了债务上限法案，之后该法案需要在参议院审议。由于参议院受民主党控制，参议院大概率会顺利通过债务上限协议，但后续仍需总统签字才能正式生效，从目前来看时间已经非常紧张，一旦某个环节出现拖延可能会再次引发债务危机。

美国两党大概率会在触发“X 日”的前夕达成债务上限协议，短期内财政部会借新还旧回收流动性，导致国债利率上升并使银行浮亏进一步扩大，加剧银行业危机；中长期财政支出削减可能会抑制美国的经济需求，加剧美国经济下半年陷入衰退的风险

美国两党大概率会在触发“X 日”的前夕达成债务上限协议，协议通过后依旧会给美国经济带来两重压力。一方面，短期内财政部会借新还旧回收流动性，导致国债利率上升并使银行浮亏进一步扩大，加剧银行业危机。如果两党同意提高债务上限，美国财政部可以再次通过借新还旧的方式偿还债务，因此需要在短期内大量发行政府债券以填补国库空虚，这将回收市场上数以千亿美元计的流动性。在此过程中，美国国债供给增大会压低美国国债价格，同时带动美债收益率走高，受此影响货币市场基金将更倾向于从隔夜逆回购和商业银行存款转移至国债，相当于向市场抽取了流动性，进一步加剧市场上的流动性紧缩风险。而目前美国商业银行的流动性风险仍存，以硅谷银行为代表的美国中小银行在投资组合上选择较为稳健的美国国债和商业抵押贷款证券（CMBS），在疫情期间该投资策略无可厚非，可以稳定赚取息差，但问题症结在于 2022 年美联储强势加息且利率可能会走向更高且持续更久，再加上违约风险导致美债收益率走高，使银行浮亏进一步扩大，暴露出以美债和 CMBS 为主的投资组合存在收益率低、久期较长的问题，而美国中小银行的现金及其等价物相对不足，面临较大的流动性缺口。因此，债务上限提高后会抑制短期流动性，造成的“次生灾害”可能令美国银行业危机雪上加霜。

另一方面，拜登政府被要求大规模缩减财政支出，从中长期看财政支出削减可能抑制美国的经济需求，加剧下半年美国经济陷入衰退的风险。美国两党关于美国债务

上限协议如果顺利达成，拜登政府将历史性削减财政支出 2.1 万亿美元，主要包括限制 2024 年和 2025 年联邦政府支出，同时回收未使用的新冠救助金、撤销《通胀削减法案（IRA）》中清洁能源相关税收抵免、废除学生债务减免计划等，从医疗、教育到退伍军人保障等方面的财政支出都将被削减。考虑到美国经济在美联储货币政策收紧以及通胀压力犹存的背景下，消费及生产两端均存在较大下行压力，而拜登政府原计划采取扩张的财政政策带动投资并解决就业，以支撑美国经济增长，而债务上限协议可能会从中长期弱化财政政策对经济的刺激作用，预计 2023 年下半年美国经济增速可能会降低 0.5%，进而增大市场对美国经济陷入衰退的担忧。

本次美国债务上限问题之所以得到市场的广泛关注，是因为如果提高美债上限的法案未能及时生效，后续连锁反应将会迅速波及资本市场，或再次加剧美国银行业的流动性紧缺，同时增大美国乃至全球经济陷入衰退的风险

本次美国债务上限问题之所以得到市场的广泛关注，是因为如果提高美债上限的法案未能及时生效，后续将会产生一系列多米诺骨牌效应。**政府运营方面**，美国政府运营陷入停滞，面临政府“关门”困境。美国财政部短期资金耗尽后，美国的养老金将停止发放，各州也无法收到资金为贫困民众提供医疗保险补贴，而大部分地区依靠财政拨款的雇员薪酬也将开始停止发放，美国政府体系面临停摆困境。**债券违约方面**，如果债务上限问题未能及时解决，会引发美国债券市场自上而下的违约风险。如果本次美债发生违约，美国主权信用评级会遭到下调，同时短期美债收益率飙升，并向其他债券市场主体传导，尤其是对于美国的高收益企业债，由于自身偿付实力较弱，在美债流动性收紧后，高收益企业债期权调整利差会相应走高，再加上债券融资成本的上扬，美国高收益企业债的违约敞口也将进一步走扩。**资本市场方面**，美债违约将会导致投资者恐慌情绪蔓延，可能会恶化资本市场表现。如果本次美债发生违约会带动市场恐慌情绪飙升，投资者可能会在短期内抛售美债和回撤美股，届时可能会出现短期美债收益率大幅飙升和美股短期大幅下跌的情况，以 2011 年美国债务上限危机为例，两党未能就债务上限达成一致而引发市场恐慌并纷纷回撤，短期内股市下跌幅度高达 15%。同时，美元资产对全球配置的吸引力显著下滑会引发美元贬值，美元的国际地位也会遭到大幅削弱。美元走弱或将加大国际商品市场波动，并推高黄金和其他大宗商品的价格，加剧大宗商品市场的短期波动。**宏观经济方面**，或再次加剧美国银行业的流动性紧缺，同时增大美国乃至全球经济陷入衰退的风险。本次美国债务上限危机发生的时间较为敏感，主要是在美联储货币政策步入加息尾声以及美国银行业流动性风险尚存的关键时刻。目前大约 70% 的美国债务由美国银行系统持有，剩余的 30% 由海外投资者和别国中央银行持有，如果债务上限问题未能解决将会导致美元流

动性紧缺，进而加剧银行业的流动性风险，同时制约美联储执行货币政策的有效性。2023 年一季度美国 GDP 增速折年率为 1.3%，低于市场预期的 2%，预计 2023 年全年美国经济增长或将下降至 1% 左右，而银行业流动性风险加剧、债务上限问题引发超预期违约等潜在风险事件可能会对美国经济造成进一步的冲击，甚至不排除引发经济衰退的可能，并且美国经济下行会拖累全球经济的复苏。

综上所述，本次美国债务上限问题悬而未决折射出美国政治两极分化，以民主党为代表的自由派和以共和党为代表的保守派之间的分歧和对立日益加剧，政治两极化发展和利益博弈致使美国重大公共政策制定陷入僵局，政府效率有所降低，加剧了政策的不确定性。美债上限问题的持续发酵体现出美国政府的财政扩张政策导致财政结构失衡以及政府债务水平大幅上升，再加上美国多家银行破产加剧了美国银行业的流动性危机，增大了美国金融体系爆发危机以及经济陷入衰退的可能性。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

相关研究

[【特别评论】美国债务上限将近叠加美联储逐步转“鹰”，加剧美国短期资本市场波动](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。