

## 多事之秋，美国债务上限问题或被放大

证券研究报告

2021年09月17日

## ● 核心结论

上调债务上限对美国政府而言是家常便饭。美国债务上限机制始于1917年，是指美国国会一次性批准的一定时期内美国国债最大发行额，我们可以理解为美国财政部手中的“信用卡额度”。美国财政部在不超过上限的情况下，可自行掌握发债节奏；触及上限后则需要上调。1939年至今美国债务上限已上调107次。2013年以前美国政府债务上限设定均为“永久提额”，2013年后则均采用“暂停债务上限”。

金融危机后两次上调债务上限事件受关注。触发债务上限事件本身对市场影响有限但若同期叠加其他宏观因素，市场波动或加剧。2011年8月触及债务上限后标普下调了美国长期资信评级；2013年10月触及债务上限后美国政府停摆16天。当时政府应对方案包括采取非常措施和动用现金账户（TGA）余额等临时性措施，但最终都提高了债务上限。此外，2011年美国触及并上调债务上限期间市场出现了明显的避险情绪，而2013年则未出现避险。考虑到2011年处于欧债危机高潮阶段且标普下调美国长期资信评级，触发并上调债务上限本身对市场影响有限，但若同期叠加了其他宏观因素，则有可能加剧资产价格的波动。

“X日”（美债技术性违约）或最早于10月到来，“非常措施”可为财政部提供近4000亿美元的临时债务缓冲。8月1日后美国政府债务上限将被锁定在28.4万亿美元以内，而目前TGA账户正以平均每周560亿美元下降且斜率并未收敛，“X日”或最早于10月到来。此外，债务上限恢复后财政部可以采取5种“非常措施”作为临时缓冲，预计8月1日-10月1日之间这些措施可为财政部释放近4000亿美元的债务负担。

两党仍有分歧，但通过立法程序暂停债务上限或仍为大概率事件。目前两党关于债务上限的谈判处于停滞状态：共和党人不支持对暂停债务上限单独立法，认为民主党应该将其加入3.5万亿预算和解流程中通过，民主党人则希望采取单独立法或者与其他法案绑定的方式在国会通过。由于预算和解程序机制的存在民主党占优，预计共和党最终有望妥协并且合作通过一个包含暂停美国债务上限的法案，不与3.5万亿支出法案绑定。

叠加多重宏观事件之下，美国触发债务上限或成为市场波动的催化剂。对于今年10月而言，由于Taper、疫情好转（疫情影响实际利率）与加税或将接踵而至，因此美国触发并上调债务上限的影响就可能被市场放大。但若两党上调债务上限的过程没有那么顺利，则该事件可能会成为市场波动的催化剂，导致市场风险偏好收缩，并对相关资产带来连带影响。

风险提示：美国疫情变化超预期；两党对债务上限问题分歧加大；美国货币政策超预期；美国通胀变化超预期。

## 分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 索引

## 内容目录

一、上调债务上限对美国政府而言是家常便饭 .....	3
二、金融危机后两次上调债务上限事件受关注：2011年8月&2013年10月 .....	4
(一) 触发债务上限的应对方案有哪些? .....	4
(二) 触发债务上限的影响：若叠加其他宏观事件则或加剧市场波动 .....	4
三、本次债务上限问题前景如何? .....	7
(一) “X日”或最早于10月到来 .....	7
(二) “非常措施”可为财政部提供近4000亿美元的临时债务缓冲 .....	7
(三) 两党仍有分歧，但通过立法程序暂停债务上限或仍为大概率事件 .....	8
(四) 叠加多重宏观事件之下，美国触发债务上限或成为市场波动的催化剂 .....	8
四、风险提示 .....	9

## 图表目录

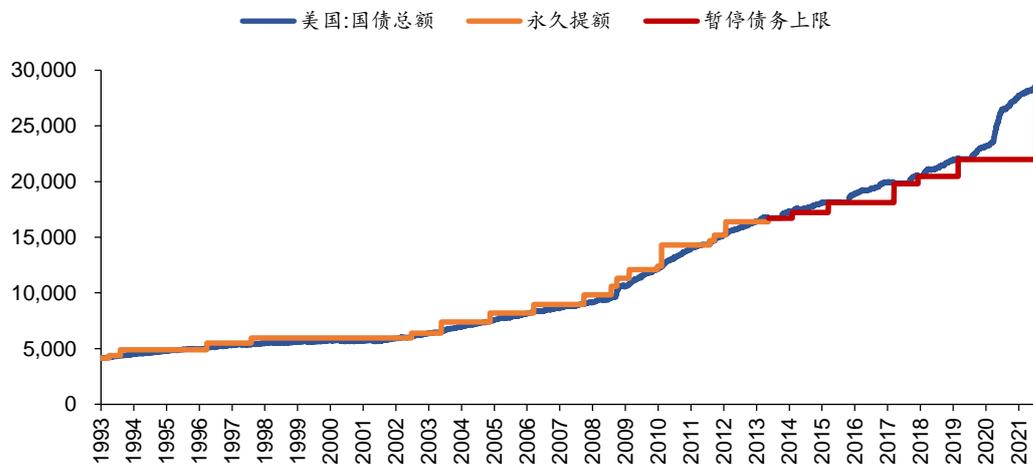
图 1：美国历年债务上限及上调方式（永久提额&暂停债务上限，十亿美元） .....	3
图 2：美国联邦政府债务总额 .....	4
图 3：标普 500 指数走势（2011 年 6 月至 8 月） .....	5
图 4：标普 500 指数走势（2013 年 8 月至 10 月） .....	5
图 5：美元指数走势（2011 年 6 月至 8 月） .....	6
图 6：美元指数走势（2013 年 8 月至 10 月） .....	6
图 7：10 年期美国国债收益率走势（2011 年 6 月至 8 月） .....	6
图 8：10 年期美国国债收益率走势（2013 年 8 月至 10 月） .....	6
图 9：COMEX 黄金、白银价格走势（2011 年 6 月至 8 月） .....	6
图 10：COMEX 黄金、白银价格走势（2013 年 8 月至 10 月） .....	6
图 11：“X 日”可能的三种情形 .....	7
图 12：2021 年美国债务上限重要时间轴 .....	8
表 1：2011 年 8 月及 2013 年 10 月美国两次触及并上调债务上限期间各类资产表现 .....	5
表 2：美国财政部“非常措施”释放债务估算 .....	8

## 一、上调债务上限对美国政府而言是家常便饭

美国债务上限机制始于1917年，是指美国国会一次性批准的一定时期内美国国债最大发行额，我们可以理解为美国财政部手中的“信用卡额度”。美国财政部在不超过上限的情况下，可自行掌握发债节奏；触及上限后则需要上调。1939年美国国会第一次制定了覆盖几乎全部政府债务的450亿美元的债务上限，比当时总债务高出约10%。由于政府债务规模在不断增加，自1939年至今，美国债务上限已上调107次。对于美国政府而言，上调债务上限实属家常便饭。

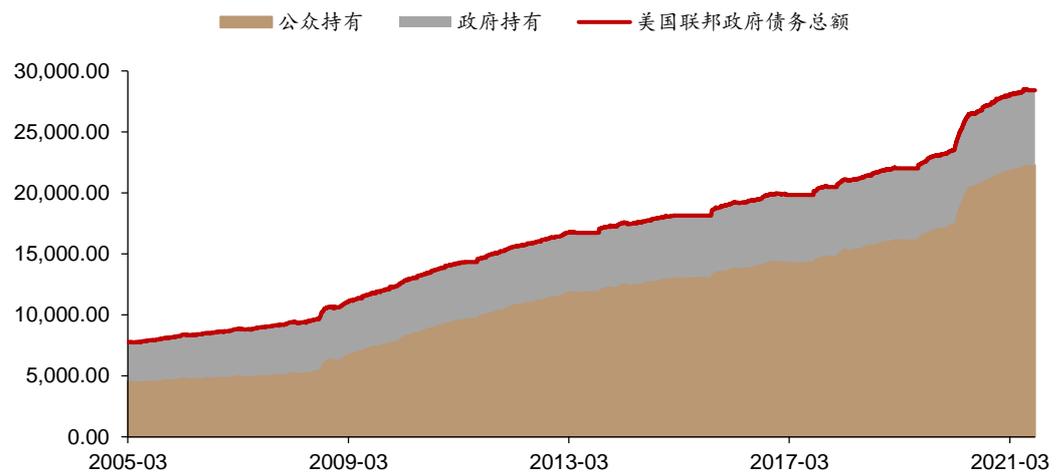
2013年以前美国政府设置债务上限均为“永久提额”，即事先设定具体数目。2013年2月奥巴马签署《No Budget, No Pay》法案，为美国历史上首次“暂停债务上限”，此后美国政府5次提高债务上限均采用这种方式。也就是说，美国政府不再直接设定债务上限，而是设置暂停期允许财政部发债不受债务上限限制，但发行量被限定在“偿还现存义务”内，暂停期过后债务上限重置为“原有债务上限+暂停期内新增债务”。上一次美国上调债务上限追溯到2019年8月，特朗普政府通过的《2019年两党预算法案》暂停债务上限2年，到期日为2021年7月31日。由于新冠疫情暴发后美国政府大幅举债，截至今年7月底美国联邦债务总额为28.4万亿美元，这就意味着8月1日后美国政府债务不得超过这一数字，且“X日”（技术性违约，即财政部现金余额不足以偿债付息）有可能在Q4某个时点到来。

图 1：美国历年债务上限及上调方式（永久提额&暂停债务上限，十亿美元）



资料来源：CFRB，西部证券研发中心

图 2：美国联邦政府债务总额（十亿美元）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 二、金融危机后两次上调债务上限事件受关注：2011年8月&2013年10月

追溯历史，金融危机后美国政府有两次上调债务上限事件比较引发关注，一次是在 2011 年 8 月，该事件令标普下调了美国长期资信评级；另一次是 2013 年 10 月，美国政府因此停摆 16 天。我们仅针对这两次的应对方案及影响进行分析。

### （一）触发债务上限的应对方案有哪些？

**一是采取非常措施。**以 2011 年的情况为例。美国债务总规模在当年 5 月 16 日就已达到上限，但美国财政部采取了四项临时扩展偿还债务的措施，包括：暂停发行州和地方政府债券；暂停发行行政人员退休和残疾基金的债券；暂停政府债券投资基金的再投资；暂停外汇平准基金的再投资。临时措施将上调债务上限的时间推迟到当年的 8 月 2 日。

**二是动用财政部现金账户（TGA）余额。**当债务上限暂停期结束时，财政部通常会动用 TGA 账户余额暂时应对各项财政开支，并为政府解决债务问题提供缓冲期。

**三是两党协商永久提额/暂停债务上限。**受到财政收支始终难以平衡的约束，上述临时应对方案终究无法解决美国的债务问题，提高债务上限仍是最终选择。在党内利益和国家利益之间，驴象两党最终仍会向国家利益妥协。2011 年和 2013 年触发债务上限后美国政府最终都顺利上调了法定债务上限。

### （二）触发债务上限的影响：若叠加其他宏观事件则或加剧市场波动

我们以标普 500 指数、美元指数、10 年期美国国债收益率及贵金属价格作为观察对象，对比 2011 年 6 月至 8 月以及 2013 年 8 月至 10 月两个阶段各类资产对美国触发并上调债务上限的反应。由各类资产表现评估，市场在 2011 年美国触及并上调债务上限期间出现了明显的避险情绪，而 2013 年则未出现避险。

但是 2011 年美国出现债务上限问题的同期，也处于欧债危机的高潮阶段。此外，与 2013 年不同的是，2011 年美国上调债务上限后，标普下调了美国长期主权信用评级。也就是

说，触发并上调债务上限本身对市场影响有限，但若同期叠加了其他宏观因素，则有可能增加资产价格的波动。

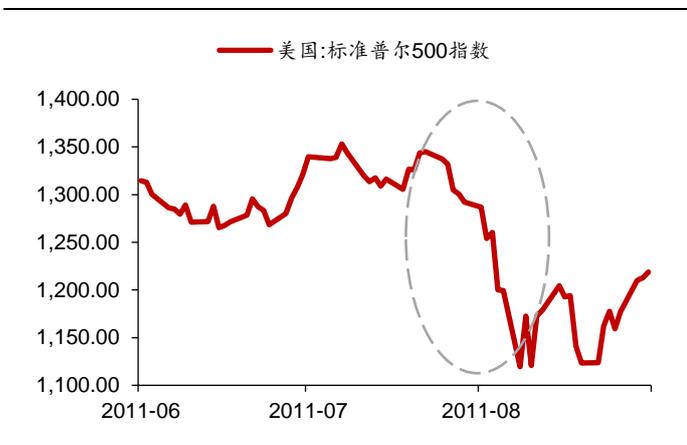
对于今年10月而言，由于Taper、疫情好转（疫情影响实际利率）与加税可能会接替对市场产生影响，因此有无上调债务上限因素海外都会出现较大波动。

表 1：2011 年 8 月及 2013 年 10 月美国两次触及并上调债务上限期间各类资产表现

	2011 年触及并上调债务上限期间各类资产表现	2013 年触及并上调债务上限期间各类资产表现
触发债务上限时间	2011 年 5 月 16 日达到债务上限，8 月 2 日政府用完借款权限。	2013 年 10 月 1 日（1 日-16 日美国政府关门）
上调债务上限时间	2011 年 8 月 2 日	2013 年 10 月 17 日
此间其他宏观因素	1、2011 年 8 月 4 日全球三大评级机构标普下调美国长期主权信用评级；2、欧债危机再度升温。	2013 年底美联储开始收缩 QE。
标普 500 指数	下挫 16.8%（2011 年 7 月 25 日-8 月 8 日），持续 11 个交易日。	下挫 4.1%（2013 年 9 月 19 日-10 月 8 日），持续 14 个交易日。
美元指数	反弹 2.4%（7 月 27 日-8 月 4 日）	小幅震荡（9 月中-10 月中）
10 年期美债收益率	由 3.22%（7 月 1 日）快速回落至 2.08%（8 月 18 日）	由 2.98%（9 月 5 日）小幅回落至 2.62%（10 月 3 日）
贵金属	COMEX 黄金上涨（8 月 3 日至 8 月 8 日）	同步回落（8 月底至 10 月中）

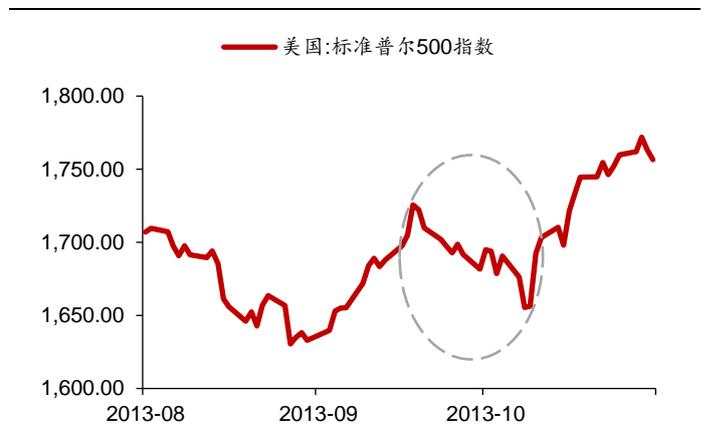
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：标普 500 指数走势（2011 年 6 月至 8 月）



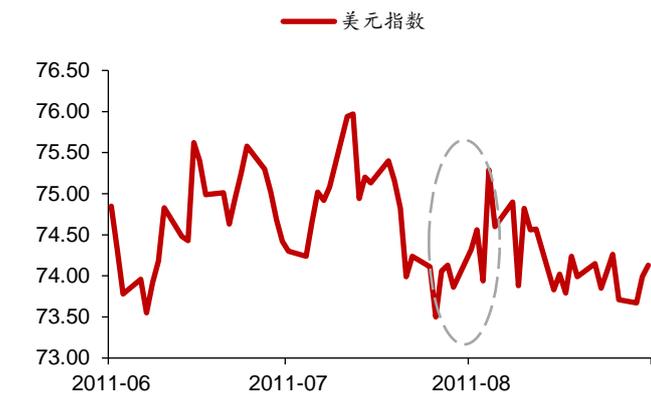
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：标普 500 指数走势（2013 年 8 月至 10 月）



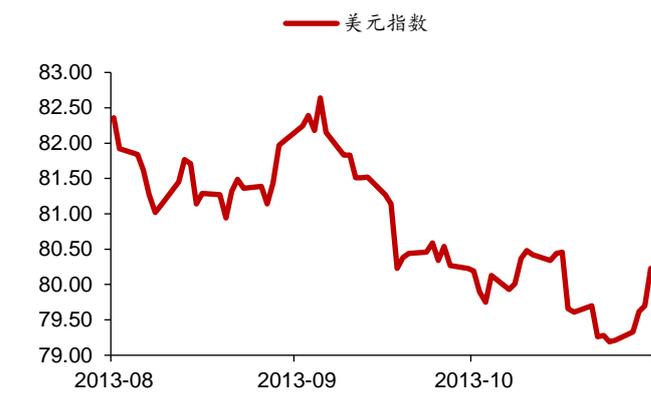
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：美元指数走势（2011 年 6 月至 8 月）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：美元指数走势（2013 年 8 月至 10 月）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：10 年期美国国债收益率走势（2011 年 6 月至 8 月）



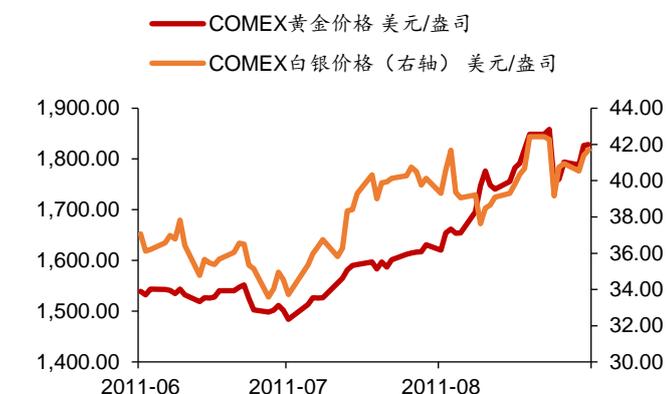
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：10 年期美国国债收益率走势（2013 年 8 月至 10 月）



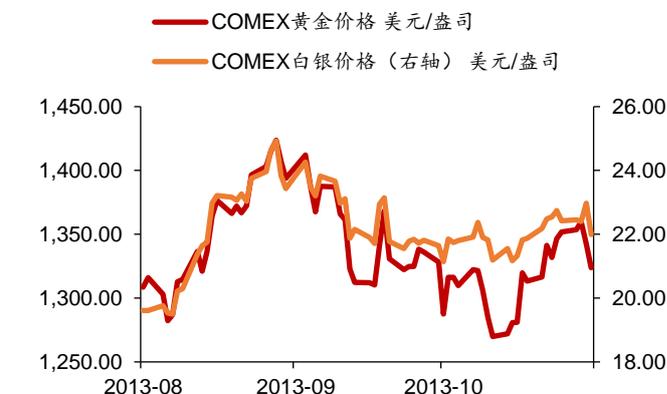
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 9：COMEX 黄金、白银价格走势（2011 年 6 月至 8 月）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 10：COMEX 黄金、白银价格走势（2013 年 8 月至 10 月）



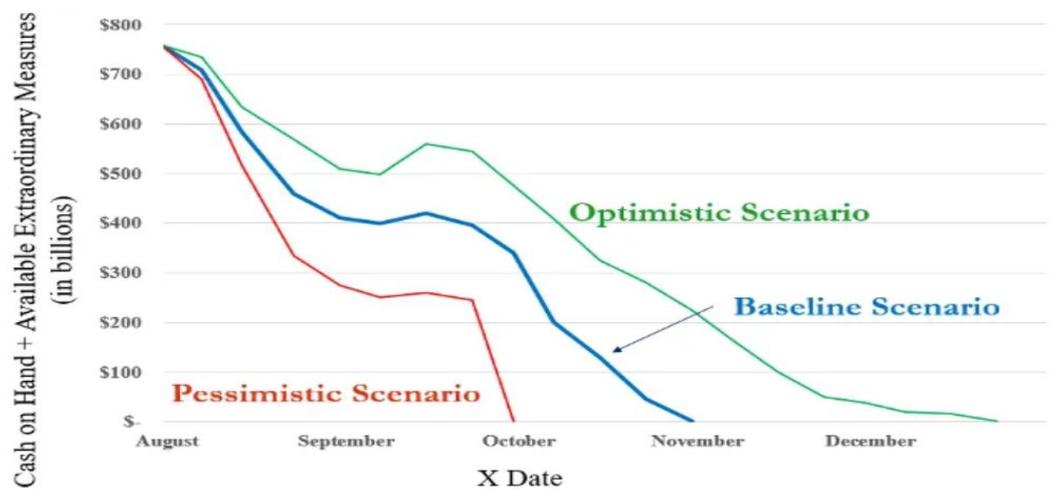
资料来源：Wind，西部证券研发中心

### 三、本次债务上限问题前景如何？

#### （一）“X日”或最早于10月到来

如前文所述，8月1日后美国政府债务上限将被锁定在28.4万亿美元以内。根据美国国会预算办公室估计，如果债务上限无法上调，财政部有可能在10-11月耗尽TGA现金余额，届时可能出现债务违约<sup>1</sup>。9月8日美国财政部长耶伦在《致民共两党领袖的信》中表示若国会不尽快通过立法提高债务上限，美国很可能在今年10月面临政府债务违约风险。此外，根据两党政策中心（BPC, Bipartisan Policy Center）的估计，基准情形下“X日”将在11月1日到来。7月31日美国财政部TGA账户余额为5370亿美元，而截至9月8日余额已降至2000亿美元，平均每周下降560亿美元且斜率并未收敛。结合多方估计，我们认为“X日”或最早于10月到来。

图 11：“X日”可能的三种情形



资料来源：两党政策中心，西部证券研发中心

#### （二）“非常措施”可为财政部提供近4000亿美元的临时债务缓冲

根据美国国会预算办公室的表述，债务上限恢复后财政部可以采取以下5种“非常措施”作为临时缓冲：1) 暂停为联邦退休人员设立的G基金的投资；2) 暂停外汇平准基金的投资；3) 暂停公务员退休和残疾基金（CSRDF）及邮政服务退休人员健康福利基金（PSRHBF）的新债发行；4) 提前赎回CSRDF和PSRHBF持有的证券；5) 将不计入债务闪现的联邦融资银行证券兑换为CSRDF持有的国债。根据我们的估计，在8月1日-10月1日之间，这5项措施合计可为财政部释放近4000亿美元的债务负担。

<sup>1</sup> <https://www.cbo.gov/publication/57371>

表 2: 美国财政部“非常措施”释放债务估算

非常规措施	释放金额估算
措施 1	一次性释放 3000 亿美元
措施 2	一次性释放 230 亿美元
措施 3	每月释放 30 亿美元
措施 4	每月释放 80 亿美元, 10 月 1 日一次性释放 450 亿美元
措施 5	一次性释放 80 亿美元
合计	3980 亿美元

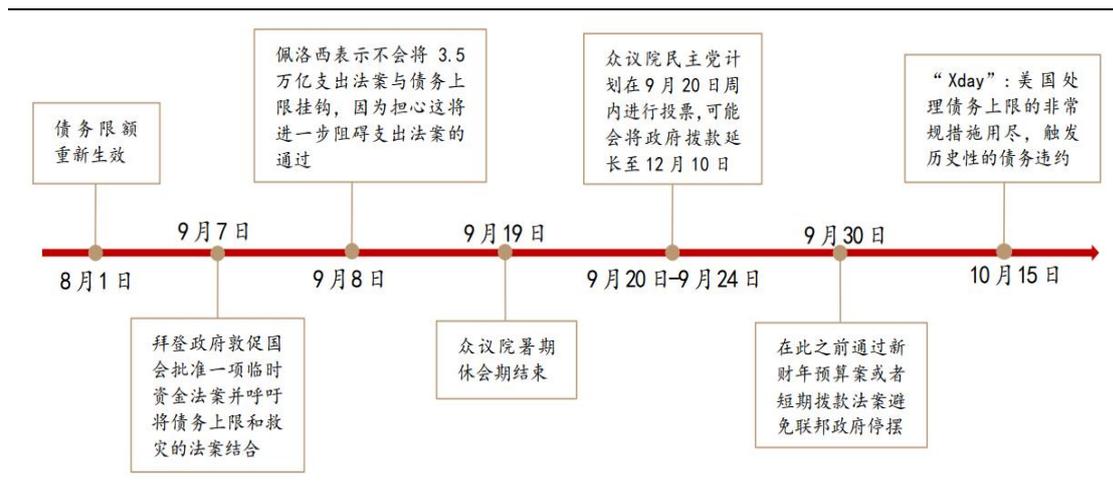
资料来源: CBO, 西部证券研发中心

### (三) 两党仍有分歧, 但通过立法程序暂停债务上限或仍为大概率事件

目前两党关于债务上限的谈判处于停滞状态: 共和党人不支持对此单独立法, 认为民主党应该将其加入 3.5 万亿预算和解流程中通过; 民主党人认为债务问题有共和党人特别是特朗普的责任, 要求在有共和党参与的情况下通过有关债务上限的法案, 甚至绑定其他法案(与避免政府关门以及飓风救灾的法案结合起来)进行立法。目前就两党表态而言, 民主党不会同意将暂停债务上限内容加入 3.5 万亿支出法案走和解流程立法, 大概率是单独立法或者与其他法案绑定的方式, 逼迫共和党参与然后通过国会。当然, 这就加大了上调债务上限的难度。

根据前文对 2011 年和 2013 年两次上调债务上限的演绎, 2011 年全球三大评级机构标普下调美国长期主权信用评级、2013 年美国政府的停摆 16 天, 两党利益博弈之下极有可能拖到“last day”。但美国国债违约的后果比较严重, 双方均无法承受。由于预算和解程序机制的存在民主党占优, 因此共和党最终或妥协并且合作通过一个包含暂停美国债务上限的法案, 不与 3.5 万亿支出法案绑定。

图 12: 2021 年美国债务上限重要时间轴



资料来源: 公开资料整理, 西部证券研发中心

### (四) 叠加多重宏观事件之下, 美国触发债务上限或成为市场波动的催化剂

从 2013 年美国触发并上调债务上限期间各类资产表现来看, 该事件并未对市场产生显著影响。但 2011 年美国触发并上调债务上限期间叠加了欧债危机及美国长期资信评级遭下

调等多重重要宏观事件，因此市场波动加剧。可见，尽管债务上限事件本身不对市场构成威胁，但在叠加其他重要宏观事件的背景下，债务上限问题就可能变成加剧市场波动的催化剂。

对于今年10月而言，由于Taper、疫情好转（疫情影响实际利率）与加税可能会接踵而至并对美股形成冲击（详见9月12日报告《美股头上的三座大山：Taper、加税、反垄断》），因此有无上调债务上限因素海外都会出现较大波动。但若两党上调债务上限的过程没有那么顺利，则市场风险偏好可能在短期内受到明显约束，并对相关资产带来连带影响。

#### 四、风险提示

美国疫情变化超预期；两党对债务上限问题分歧加大；美国货币政策超预期；美国通胀变化超预期。

## 宏观专题报告

### 联系我们

**联系地址：**上海市浦东新区耀体路276号12层  
北京市西城区月坛南街59号新华大厦303  
深圳市福田区深南大道6008号深圳特区报业大厦10C  
**联系电话：**021-38584209

### 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。

所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。