

海外宏观周报

美国政府债务上限的“新变数”

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

- **主题评论：美国政府债务上限的“新变数”。**今年8月以来，随着新的债务上限规模生效，美国政府新发债务再次受到限制。而对于债务上限问题，民主党与共和党迟迟未能达成一致，引发了市场对于美国债务违约的担忧。与以往不同的是，本次债务上限危机出现了“新变数”，而其中影响最大的则是，民主党可以使用“预算和解程序”绕过共和党，独自提高债务上限。我们认为，由于“预算和解程序”的存在，民主党关于债务问题的掌控力有所提升，原本复杂的两党债务之争走向反而趋于明朗化。总的来看，目前两党关于债务上限的博弈已经从原本的“一次博弈”变为“序贯博弈”，而民主党实际上有能力独自解决债务问题，因此最后大概率是两党难以达成一致，民主党在“X日”到来前独自推动提高债务上限议案落地，无需过于担忧。
- **海外经济跟踪：1) 美国房地产市场供需两旺延续。**供给方面，美国8月新建开工、营建许可折年数分别为161.5万套、172.1万套，较上月均有所回升，成屋库存较上月也有小幅下降，补库存阶段尚未结束；需求方面，美国8月成屋、新屋总销量折年数为662万套，较7月下降10万套，但依旧处于高位。**2) 美国PMI数据不及预期。**本月美国Markit制造业、服务业PMI均有所回落，不及市场预期。制造业PMI初值60.5，低于预期的61.5及上个月的61.1，创下今年4月以来新低，但依旧大幅高于荣枯线；服务业PMI初值54.4，不及预期的55及上个月的55.1，为去年7月以来最低值。**3) 海外疫情继续边际缓和。**截至9月24日，全球近7日累计确诊增幅为1.48%，前值为1.66%，增速已降至7月以来最低点。
- **全球资产表现：股市，**总体来看发达市场表现相对更佳。发达市场方面，本周美联的议息会议声明对市场扰动不大，美股三大股指在议息会议后均有上涨，欧洲市场本周同样小幅收涨；新兴市场方面，不同指数走势有所分化。恒生指数本周继续下跌2.9%，近两周以来已累计下跌7.7%，其中地产板块、科技板块跌幅明显。**债市，**美债利率上破1.4%，全球债市共振走熊。美债方面，2Y-30Y期限美债收益率均大幅上行，10年期美债收益率突破1.4%；英国、德国、法国等欧洲国家收益率也普遍上行。本周多国央行政策收紧的预期产生共振，推动全球债市走熊。**大宗商品，**价格多数上涨，动力煤价格飙升，油价再度上涨，螺纹钢有所回暖，黄金、棉花小幅下跌。**外汇，**美元指数本周收于93.29，与上周基本持平，虽然在周三鲍威尔讲话后一度突破93.5，但未能持续。往后看，美元指数短期内在93-94之间企稳的迹象已经愈发明显，符合我们之前对于年内美元指数走势的判断。

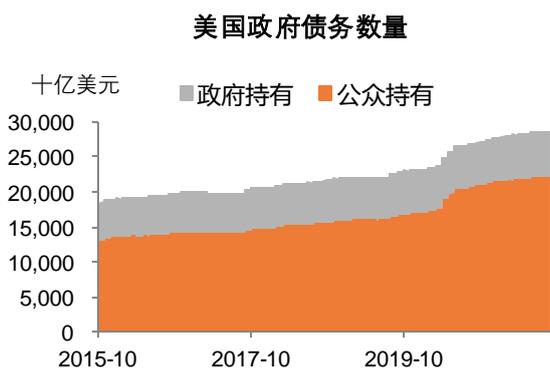
一、主题评论：美国政府债务上限的“新变数”

2021年8月以来，随着新的债务上限规模生效，美国政府新发债务再次受到限制。而对于债务上限问题，民主党与共和党迟迟未能达成一致，引发了市场对美国债务违约的担忧。我们认为，本次美国债务上限危机与以往有所不同，无需太过担心。

1960年至今，美国国会共提高或调整债务上限78次，而2013年至今美国国会已有7次暂停债务上限生效。实际上，过去每次美国政府债务临近限额，最终都是以上调债务上限而收场。造成这一现象的根本原因在于，美债实质性违约所带来的后果非两党所能承受，因此在TGA账户清零、美债实质性违约的“X日”即将到来之时，无论对于共和党还是民主党来说，“妥协”无疑都是最优的选择。具体来说，美债实质性违约可能带来包括主权信用评级、金融市场波动、经济形势恶化、储备货币地位下降等诸多严重后果。

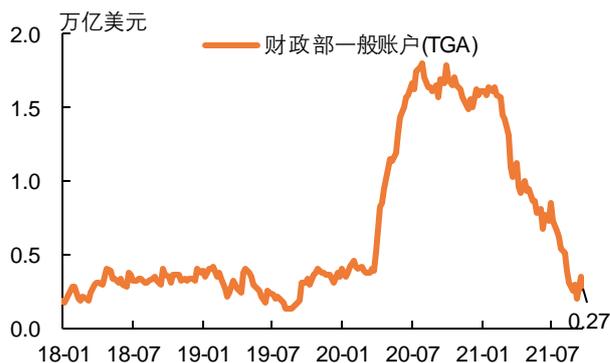
美国债务上限之争，这次有何不同？与以往不同的是，本次债务上限危机出现了“新变数”，而其中影响最大的则是，民主党可以使用“预算和解程序”绕过共和党，独自提高债务上限。若使用“预算和解程序”，提高债务上限的决定只需51票，就可在参议院获得通过（即“简单多数”原则），而不是通常所需的60票。在目前参议院由民主党把持的情况下，这并非难事。也就是说，即使在9月30日共和党仍一致拒绝提高债务上限的方案，民主党自身仍有能力在“X日”到来前提高美国政府债务上限，从而避免债务危机的发生。

图表1 美国政府债务总额达到28.5万亿美元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 美国TGA余额表明“X日”近在眼前



资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为，由于“预算和解程序”的存在，民主党对债务问题的掌控力有所提升，原本复杂的两党债务之争走向反而趋于明朗化。以往提高债务上限通常是两党合作的结果，债务上限提高往往与其他事项捆绑在一起，需要进行复杂的“交易”才能最终达成一致。而“预算和解程序”的存在不仅使得民主党能够独自解决债务问题，也给予了共和党一个“新选择”。

具体来说，美国众议院在今年9月21日通过了一项民主党提交的议案——将美国政府的债务上限暂停到2022年12月，并向美国政府提供资金维持其运作至今年12月3日。该议案之后需在参议院获得60票以上才能实施，可以说民主党已经将选择权交给了共和党。而对于共和党来说，面前则出现了两个选项——同意该提案，或者拒绝该提案，并将这个“烫手山芋”再度抛给民主党。如果共和党选择同意该提案，则会与近期对于债务上限问题的强硬表态产生矛盾，在颜面尽失的同时也难以得到相应的好处，可谓得不偿失；如果共和党拒绝该提案，并将选择权再度交给民主党，民主党势必将全力推动“预算和解程序”，避免独自承担实质性债务违约的严重后果。这种情况下，民主党虽然可以达成目标，但也独自承担了提高债务上限的操作风险及政治负担，进而对即将到来的中期选举造成一定影响，这对于共和党来说也未尝不是一个“好消息”。

总的来看，目前两党关于债务上限的博弈已经从原本的“一次博弈”变为“序贯博弈”，而民主党实际上有能力独自解决债务问题，因此最后很可能是两党难以达成一致，民主党在“X日”到来前独自推动提高债务上限议案落地，无需过于担忧。但在债务问题最终得到解决之前，政府“停摆”、民主党内部温和派的阻挠等因素仍然会对市场信心产生一定冲击，期间金

融市场的波动或将进一步加大。以 2011 年的债务危机为例，在当年 5 月 16 日美国债务到达上限后，若 8 月 2 日前未能提高债务上限，美国国债将出现违约的情况。7 月中旬标普、穆迪均将美国主权国债纳入负面观察清单，而两党直到 8 月 2 日距离债务违约前几个小时才达成一致。一连串的事件对市场情绪造成了巨大影响：7 月 21 日至 8 月 10 日期间，10 年期美债收益率下行达 86BP，VIX 指数一度逼近 50，道指、标普、纳指分别下跌 15.7%、16.6%、16.0%。

另外，本次债务危机也可能对拜登基建计划（即总金额 3.5 万亿美元的《预算和解法案》）产生一定影响。虽然提高债务上限的提案只需参议院 51 票即可通过，但这也意味着所有民主党议员都要投赞成票。目前，民主党内部温和派议员对拜登基建法案仍有不同意见，为了换取这部分议员的支持，民主党内部可能会对基建法案做出一定调整。但近期民主党内部对于基建法案已初步达成一致，并且通过与《两党基建协议》的捆绑也可能使这部分议员妥协，基建计划大范围调整的可能性不大。

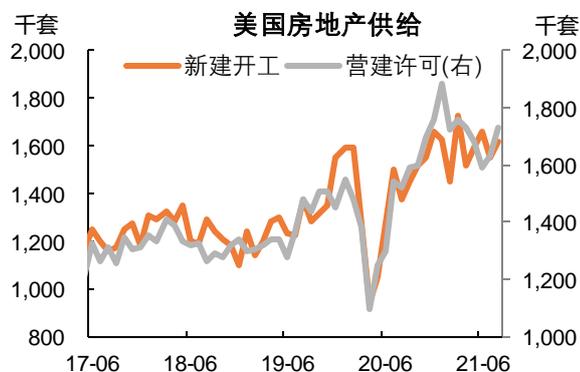
展望未来，美国短时间内的债务规模压力并不大，这一次债务危机可能只是美国政府财政扩张过程中的一个“小插曲”。根据我们在《美国政府债务问题研究》中的分析，未来十年内，由于低利率环境、美国经济增长潜能充足、以及外债负担有限，美国政府债务的可持续性较为乐观。并且，若民主党单独提高债务上限，则必然要提出一个明确的限额，这也限制了美国政府债务的无止境扩张。

二、海外经济跟踪

2.1 美国经济：房地产供需两旺延续

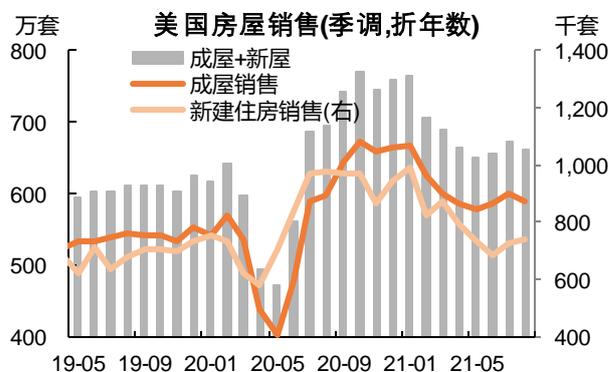
美国房地产市场供需两旺仍在持续。供给方面，美国 8 月新建开工、营建许可折年数分别为 161.5 万套、172.1 万套，较上月均有所回升，成屋库存较上月也有小幅下降，补库存阶段尚未结束；需求方面，美国 8 月成屋、新屋总销量折年数为 662 万套，较 7 月下降 10 万套，但依旧处于高位。

图表3 美国 8 月新建开工、营建许可小幅回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国 8 月房屋销售依然旺盛

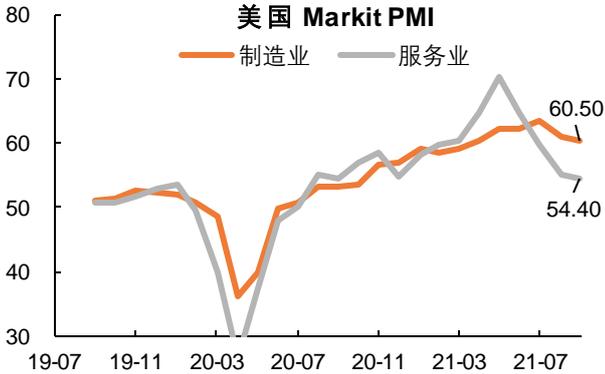


资料来源: Wind, 平安证券研究所

本月美国 Markit 制造业、服务业 PMI 均有所回落,不及市场预期。制造业 PMI 初值 60.5, 低于预期的 61.5 及上个月的 61.1, 创下今年 4 月以来新低, 但依旧大幅高于荣枯线; 服务业 PMI 初值 54.4, 不及预期的 55 及上个月的 55.1, 为去年 7 月以来最低值。从走势来看, 今年以来美国制造业 PMI 实际上比较稳定, 由于美国耐用品消费的回落以及上游原材料价格的高涨, 制造业复苏边际减速尚在“情理之中”; 而疫情对于服务业的影响仍在持续, 就业、消费复苏进展缓慢, 但也仍然符合我们之前“今年下半年美国服务业复苏不会太急”的判断。

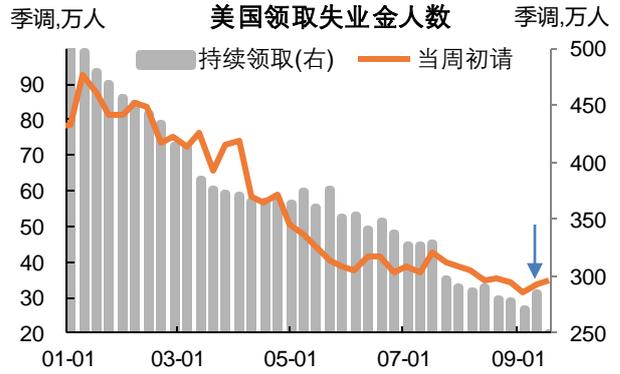
近期美国领取失业金人数有所反弹。截至 9 月 18 日当周, 初次申领失业金人数达到 35.1 万人, 较前三周明显反弹。但在 9 月 23 日美联储公布的经济预测中, 其对于今年失业率的预期也由之前的 4.5% 上调为 4.8%。这从侧面说明美联储对于失业的容忍度也有所上升, 短期就业的扰动并不会影响美联储 Taper 的步伐。

图表5 美国 8 月 Markit PMI 边际回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国领取失业金人数有所反弹

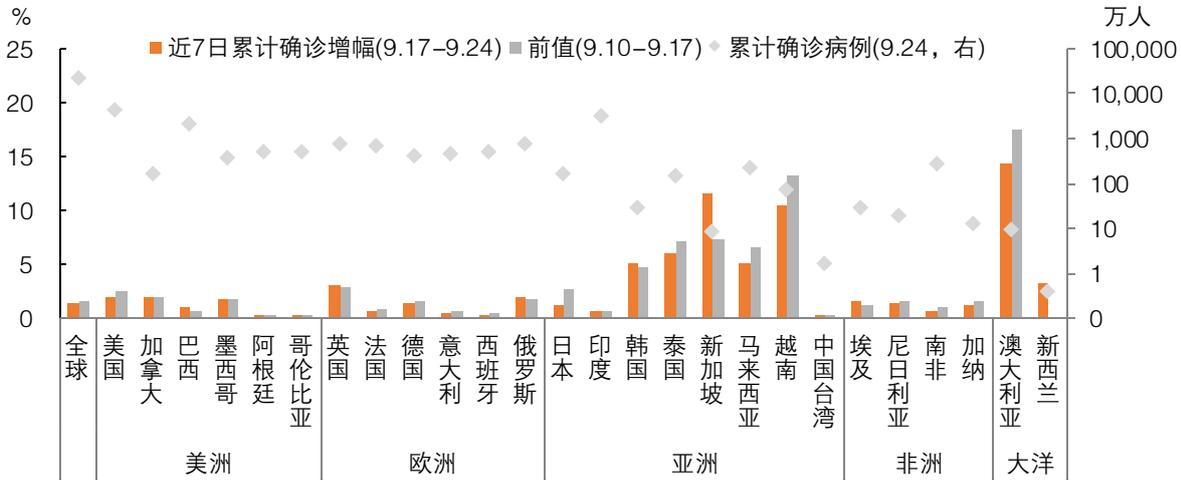


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 海外疫情：继续边际缓和

近一周，海外疫情继续边际缓和。截至 9 月 24 日，全球近 7 日累计确诊增幅为 1.48%，前值为 1.66%，增速已降至 7 月以来最低点。海外主要国家中，美国近 7 日累计确诊增速由 2.5% 下降至 2.0%，日本由 2.7% 大幅下降至 1.3%，法国、德国、加拿大、澳大利亚以及泰国、越南等东南亚国家确诊增速也有下滑。与此同时，英国、俄罗斯累计确诊增速小幅上升，新加坡疫情不容乐观。

图表7 近一周，全球疫情继续边际缓和



资料来源: Wind, 平安证券研究所

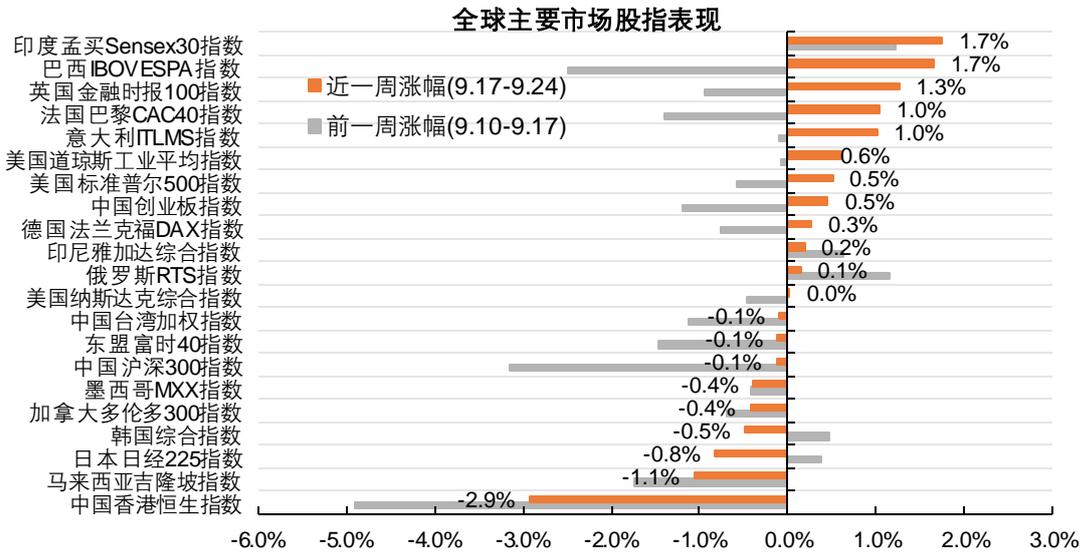
三、全球资产表现

3.1 全球股市：恒生指数弱势延续

近一周全球主要股指走势分化，总体来看发达市场表现相对更佳。发达市场方面，本周美联储议息会议声明对市场扰动不大，反而使得投资者对于不确定性的担忧有所下降，VIX 指数在周一、周二飙升之后又迅速下降，目前已降至 20 以下。美股三

大股指在议息会议后均有上涨，欧洲市场本周同样小幅收涨；**新兴市场方面**，不同指数走势有所分化，印度孟买 Sensex30 指数、巴西 IBOVESPA 指数均上涨约 1.7%，而马来西亚吉隆坡指数、墨西哥 MXX 指数等出现小幅下跌。**恒生指数本周继续下跌 2.9%**，近两周以来已累计下跌 7.7%，其中地产板块、科技板块跌幅明显，9 月 10 日至今恒生地产类指数下跌 9.7%、恒生科技指数下跌 8.7%，对整体走势形成了明显的拖累。

图表8 近一周恒生指数继续下跌，欧美主要股指多数上涨



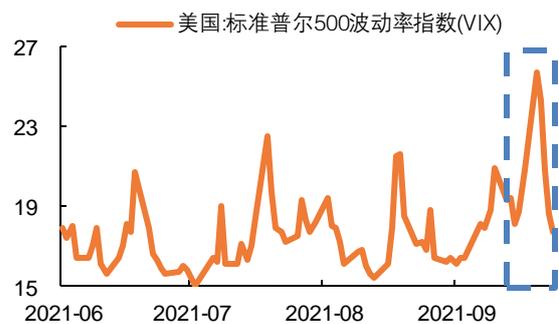
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表9 新兴市场再度跑输，相对表现降至本月以来最差



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表10 近一周 VIX 指数急升急降

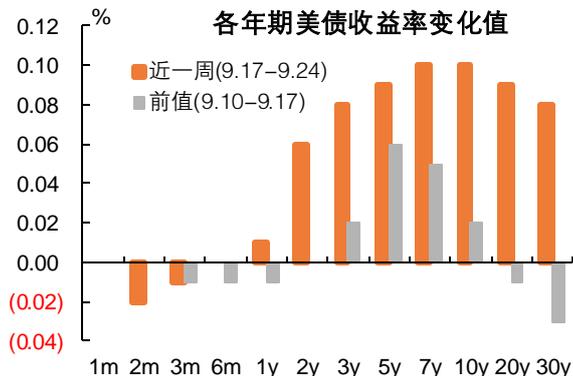


资料来源: Wind,平安证券研究所

3.2 全球债市：美债收益率上破 1.4%，全球债市走熊

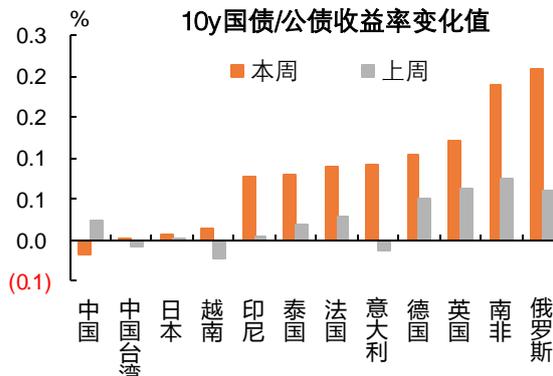
近一周，全球债市产生共振，大多数国家国债收益率上涨。美债方面，2Y-30Y 期限美债收益率均大幅上行，10 年期美债收益率上涨 10BP，其中实际利率上行 9BP，达到 7 月以来最高点，通胀预期仅上行 1BP；英国、德国、法国等欧洲国家收益率也普遍上行。本周美债收益率迅速上行，由两方面因素共同作用所导致：一方面，美联储决议虽然基本符合市场预期，但仍然为未来的利率上行趋势奠定了“基调”，市场开始重新定价；另一方面，本周英国央行的鹰派声明、以及挪威央行的率先加息，使得收益率上行的压力外溢。**总的来说，本周多国央行政策收紧预期产生共振，推动全球债市走熊。**

图表11 近一周 2-30 年期美债收益率迅速上行



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表12 多数国家国债收益率上行



资料来源: Wind,平安证券研究所

3.3 大宗商品：油价再度上涨，动力煤加速上行

近一周大宗商品价格多数上涨，CRB 指数整周涨幅 1.4%。其中，国际油价延续上周上涨趋势，WTI 和布伦特油价分别上涨 2.8%、3.7%、分别收于 73.98 美元/桶、78.09 美元/桶，涨幅与上周基本持平；贵金属方面，COMEX 黄金价格小幅下跌 0.7%，白银价格上涨 1.0%；LME 铜、铝价格后半周出现反弹，整周分别上涨 0.9%、1.9%，铝价再度创下 2008 年以来新高，并向 3000 美元/吨发起冲击；黑色系商品方面，动力煤价格加速上涨 12.7%，周中一度突破 1200 元/吨，铁矿石价格回暖，但仍处于疫情后低位，螺纹钢价格上涨 0.3%；农产品价格走势分化，CBOT 大豆和国内棉花价格走平，CBOT 小麦价格上涨 2.1%。

近期原油价格再度上涨，我们认为有以下几点原因：**1) 飓风过后，墨西哥湾地区产能尚未完全恢复，供给端仍偏紧。**美国安全与环境执法局 (BSEE) 数据显示，截至 9 月 23 日，美国墨西哥湾地区仍关闭了 16.18% 的原油产量。而 IEA 月报显示，飓风“艾达”的影响抵消了欧佩克的增产计划；**2) 原油需求依然旺盛。**根据 IEA 月报，全球原油需求的预期依旧良好，预计全球原油需求将在 10 月大幅增加 160 万桶/日，并持续至年底，2022 年全球石油需求增速预期也有所上调；**3) 天然气价格飙升带来连锁反应。**受到需求增加及俄罗斯天然气供应紧张的影响，8 月初至今 IPE 英国天然气价格上涨 63.9%，天然气价格的飙升使得部分地区冬季取暖来源由天然气改为液化石油气，间接推动了原油价格的上行。

往后看，**原油供给偏紧的格局或将有所缓和。**不仅由于 10 月美国将抛售原油储备，中国在 9 月 24 日已经先行一步，率先抛售了约 738 万桶原油储备。由于这是中国历史上首次原油储备投放，参考历史上美国抛储的经验，此举对于油价的影响或将在未来 1-3 月内显现。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27043

