

宏观研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001
邮箱
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009
邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



难和解的美国两党，避不开的债务上限

- 当地时间 2021 年 10 月 7 日，共和党与民主党就政府债务问题暂时达成一致，参议院投票通过了将短期债务上限延长至 12 月 3 日，并允许债务限额增加 4800 亿美元，以维持政府正常运转，避免债务违约。该提案随后将在众议院进行投票，并在总统签字后生效。两党在债务上限问题上的“中场休息”也使市场投资者松了一口气，风险偏好随之回升。10 月 7 日当日，道指、标普、纳指分别上涨 0.98%、0.83%、1.05%，十年期美债收益率上涨近 5BP。
- 一、美国政府债务上限的“前世”。美国政府债务上限是指在法律允许的情况下美国政府所能借入的最大金额。债务上限始于 1917 年，最初的目的其实在于定期检视政府开支状况，并在一定范围内提高政府发债的灵活性。当政府债务触及上限后，一旦财政部资金耗尽，美国政府将无法继续履行支付义务，国债也将违约。近年来，债务上限问题已经愈发成为共和党与民主党之间政治博弈的工具。这次也未能例外，伴随着“X 日”的临近，两党之间的明争暗斗也逐渐白热化。
- 二、民主党的“新武器”——预算和解程序。“预算和解程序”（Budget Reconciliation）是使得法案更容易在参议院通过的一种加速立法程序。与一般法案不同，一项“和解法案”只需要简单多数原则即可在参议院获得通过。目前民主党掌管参众两院，能够以简单多数原则通过“预算和解程序”来最终上调债务上限，但也需承担相应后果。
- 三、本次债务上限问题中的两党博弈。根据美国两党政策中心（BPC）之前的预测，若债务上限问题得不到解决，美国财政部最早将于 10 月 19 日耗尽现金，届时美国国债将出现违约。9 月下旬起两党就债务上限问题又开始了新一轮的博弈。目前两党仅是对 12 月 3 日前的债务问题达成了一致，以避免在此之前政府债务违约。
- 四、债务上限问题与拜登基建计划。美国政府的债务上限问题与拜登基建计划早已捆绑在一起，成为两党谈判与博弈的“筹码”，因此二者并不能简单的分割来看。
- 五、债务上限问题将走向何方？民主党实际上有能力独自解决债务问题，同时也需承担相应的后果，共和党也希望看到情况如此发展。我们认为，年内较大概率是两党无法达成共识，民主党使用“预算和解程序”在 12 月 3 日前独自解决债务上限问题。
- 六、美国政府债务问题，两党均难辞其咎。从本质上来讲，政府债台高筑都是由于长期的财政收支失衡、经济增长放缓引起的，现在也是一样，并非民主党或共和党单独的责任。2020 年特朗普和 2021 年拜登政府的财政“撒钱”，对此均有“贡献”。总之，就美国“债台高筑”而言，任何一党都脱不了干系。

当地时间 2021 年 10 月 7 日，共和党与民主党就政府债务问题暂时达成一致，参议院投票通过了将短期债务上限延长至 12 月 3 日，并允许债务限额增加 4800 亿美元，以维持政府正常运转，避免债务违约。该提案随后将在众议院进行投票，并在总统签字后生效。

两党在债务上限问题上的“中场休息”也使市场投资者松了一口气，风险偏好随之回升。10 月 7 日当日，道指、标普、纳指分别上涨 0.98%、0.83%、1.05%，十年期美债收益率上涨近 5BP。

一、 美国政府债务上限的“前世”

美国政府债务上限（“debt limit”，简称“债务上限”）是指在法律允许的情况下美国政府所能借入的最大金额。美国政府债务上限始于 1917 年，最初目的其实在于定期检视政府开支状况，并在一定范围内提高政府发债的灵活度（在此之前美国政府每次发债都需国会授权），在此之后政府债务上限被上调超过 100 次。2013 年 2 月，时任美国总统奥巴马签署了《无预算，无工资法案》（No Budget, No Pay）法案。该法案使美国政府可以不再明确设定债务上限金额，而是设置暂停期并允许财政部继续发债而不受债务上限限制，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。在此之后，美国政府提高债务上限均是通过这一方式，最近一次在 2019 年 8 月时任总统特朗普签署的《2019 年两党预算法案》，暂停美国政府债务上限两年至 2021 年 7 月 31 日，随后债务上限也被限制在 28.4 万亿美元之内。

当美国政府债务触及上限后，财政部可通过暂停公务员退休及伤残基金等部分基金投资等非常规措施，以及动用财政部一般账户（TGA）余额的方式，继续履行国债还本付息等政府义务。当非常规措施提供的资金及 TGA 账户余额全部耗尽的那一天，美国政府将无法继续履行支付义务，国债也将违约，这一日期也被称为“X 日”（X date）。

近年来，债务上限问题已经愈发成为共和党与民主党之间政治博弈的工具。这次也未能例外，伴随着“X 日”的临近，两党之间的明争暗斗也逐渐白热化。

二、 民主党的“新武器”——预算和解程序

“预算和解程序”（Budget Reconciliation）是使得法案更容易在参议院通过的一种加速立法程序。与一般的法案不同，一项“和解法案”（reconciliation bill）只需要简单多数原则即可在参议院获得通过，以便绕过参议院的“冗长辩论”（filibuster）（结束“冗长辩论”需要 60 票的“超级多数”才可通过），并且无需总统签字。美国的“预算和解程序”在每个财年内可针对直接支出、收入、债务限额三方面的具体金额分别进行一次调整，出于程序复杂性和时间紧迫性方面的考虑，一般都会合为一个方案使用。

与 2011 年及 2013 年的债务上限危机不同的是，目前民主党掌管参众两院，能够以简单多数原则通过“预算和解程序”来最终上调债务上限。但对于民主党来说，使用“预算和解程序”来单方面强行提高债务上限也是一把“双刃剑”：一方面，使用预算和解程序需要参议院全部民主党议员的支持，但民主党内部分温和派议员（以曼钦为代表）并不赞同提高债务上限，此举或将加深民主党党内分歧；另一方面，这也将使民主党在即将来临的中期选举时背负一定的政治负担。而这些后果也正是共和党想要看到的，共和党人也曾多次表示希望民主党以此方式独自解决债务问题。

三、 本次债务上限问题中的两党博弈

今年 8 月以来,随着债务上限被锁定,两党就此问题迟迟无法达成一致,财政部动用了 TGA 账户余额和非常规措施,短期内避免了债务违约问题。但这也并非长久之计,根据美国两党政策中心(BPC)之前的预测,若债务上限问题得不到解决,美国财政部最早将于 10 月 19 日(即“X 日”)耗尽现金,届时美国国债将出现违约。9 月下旬起,两党就该问题又开始了新一轮的博弈,主要包括:

9 月 21 日,民主党控制的众议院投票通过了将延长暂停债务上限时间并在新财年为政府提供资金的捆绑提案:将美国政府的债务上限暂停时间延长到 2022 年 12 月(即中期选举的一个月之后);并与 10 月 1 日新财年开始时向美国政府提供资金维持其运作,直至今年 12 月 3 日(否则美国政府将由于没有新财年预算法案/临时拨款法案而停摆)。

9 月 28 日,在没有任何共和党人赞成的情况下,延长暂停债务上限时间并为政府拨款的捆绑提案在参议院并未能获得通过。

9 月 30 日,民主党最终拿出了一份仅包含为政府临时拨款至 12 月 3 日的提案,随后该提案在参众两院获得通过并由总统拜登签字生效,美国政府避免了在新财年开始的停摆危机。

10 月 7 日,在共和党的配合下,参议院通过了再度提高美国政府债务上限 4800 亿美元的提案,以支撑政府运转至今年 12 月 3 日,并防止美债在本月出现违约危机。接下来该提案还需在众议院进行投票,并经美国总统拜登签字生效。参议院共和党领袖麦康奈尔称,此举是为了让民主党有足够的时间使用“预算和解程序”独自提高债务上限。

需要注意的是,目前两党仅是对 12 月 3 日前的债务问题达成了一致,以避免在此之前政府债务违约。但关于之后的债务问题,仍需两党再次达成共识,或是民主党使用“预算和解程序”独自解决(不排除两党再次将问题延后的可能性),因此债务上限问题仅仅是被延后了,而非完全解决。通过观察债务上限问题的博弈过程也可以发现,两党在重大问题上绝不会轻易达成一致,最终的结果一定是互有取舍。

不过,这也进一步验证了,在美国政府债务问题上共和党与民主党之间的分歧,与其说是在根本理念上有差异(共和党在特朗普执政时早将财政保守理念扔到一边,在拜登执政时再拿出来谈事显然非常虚伪),不如说是“只要是敌人赞同的,我就反对”、誓将阻挠拜登执政进行到底的策略使然。

四、 债务上限问题与拜登基建计划

实际上,美国政府的债务上限问题与拜登基建计划早已捆绑在一起,成为两党谈判与博弈的“筹码”。目前,拜登的基建计划被拆分为两部分:

一是,未来五年内新增 5500 亿美元投资的《两党基建法案》(bipartisan infrastructure bill)。主要包含交通、能源等传统基建项目,该法案获得了共和党以及民主党内温和派的支持,并于 10 月 1 日在参议院投票通过,接下来还需“闯关”众议院并由总统签字才能最终生效。该法案可以认为是拜登最初基建计划中符合民主党内及两党共识的部分,法案落地更加符合共和党及民主党温和派的利益,民主党可能用此法案的通过换取党内意见的统一。

二是,未来十年内总支出高达 3.5 万亿美元的“基建计划”。涵盖医疗、教育、住房、环保等多个方面,但目前尚未形成正式法案并提交两会。该法案可以认为是拜登政府执政理念的主要体现,但受到了共和党的强烈反对,民主党内部对此亦有分歧,待民主党内部达成一致后将通过“预算和解程序”实现。需要注意的是,该法案对应“预算和解程序”的“支出”方面,而提高债务上限对应的是“债务限额”方面,因此二者并不冲突。

可以说,两个法案早已与债务上限问题紧密相连:一方面,大规模的支出计划必然需要通过政府举债来支撑。尽管拜登一再重申其基建计划与债务上限“毫无关联”,但共和党人并不买账;另一方面,由于提高债务上限与 3.5 万亿美元的基建计划都是共和党反对的对象,若民主党想要在某一领域寻

求与共和党达成一致，则必然要在另一领域做出妥协。因此，债务上限问题与拜登基建计划并不能简单的分割来看，二者早已深深地捆绑在一起。

五、 债务上限问题将走向何方？

总体来看，民主党实际上有能力独自解决债务问题，同时也需承担相应的后果，共和党也希望看到情况如此发展。民主党目前之所以如此“纠结”，无非是想将自身的损失降到最小，但共和党并不会轻易配合。综合来看，我们认为年内美国政府债务问题的发展可能存在以下三种情形：

1.较大概率：两党无法达成共识，民主党使用“预算和解程序”在12月3日前独自解决债务上限问题。并且，民主党也以此方式推动3.5万亿美元基建计划落地。从时间上来看，3.5万亿美元基建计划落地或将早于债务上限提高，而一旦基建计划不经调整就获得通过，民主党也将失去与共和党谈判的“筹码”，此后关于债务上限问题也难以得到共和党的配合，只能独自“背水一战”。

2.中等概率：两党无法就长期暂停债务上限（如民主党之前提出的到2022年底）达成一致，并通过临时法案的形式将问题再度延后到2022年初。但是，为获得中期选举的优势，民主党仍将在年内积极推动3.5万亿美元的基建计划。

3.较小概率：民主党在3.5万亿美元的基建计划上做出让步，以换取党内意见的一致或共和党对于提高债务上限的支持。目前，民主党参议员曼钦（Joe Manchin）仍对3.5万亿美元的基建计划持截然不同的态度，而曼钦的赞成票对于预算和解程序能否在参议院获得通过至关重要。因此，在与共和党继续谈判前，民主党内部仍有一定概率先行对3.5万亿美元的基建计划做出调整（如将总额下调为2.5万亿美元等）。

无论如何，在债务问题最终得到解决之前，政府再次“停摆”、“X日”临近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年的美国政府债务危机为例，在当年5月16日美国政府债务到达上限后，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：当年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%。

六、 美国政府债务问题，两党均难辞其咎

关于目前的债务问题，两党都在“甩锅”给对方：共和党人表示，民主党应该自行提高债务上限，因为他们不支持民主党的支出计划；而民主党人指出，美国的大部分新债务是在特朗普执政期间产生的，跟他们没有关系。

本质上，美国政府债台高筑都是由于长期的财政收支失衡、经济增长放缓引起的。现在美国政府债务再次触及上限也是一样，并非民主党或共和党单独的责任；并且，新冠疫情后美联储与美国财政部的配合，也助推了美国政府债务的迅速扩张。换言之，2020年特朗普和2021年拜登政府的财政“撒钱”，对此均有“贡献”。而且，特朗普时期的减税也一定程度上加剧了美国政府债务压力。总之，就美国“债台高筑”而言，任何一党都脱不了干系。

需要指出的是，根据我们的研究，由于长期低利率环境、目前美国经济恢复平稳以及外债负担有限，短期内美国政府的债务可持续性仍无问题，即使债务上限不断上调，至少十年内美债违约的可能性

不大。因此，无需对美国政府债务规模问题过于担忧。这从某种程度上改变了两党对“债台高筑”和债务可持续性问题的看法。

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_27475

