



如何看待美国债务上限？

核心观点

美国由最初的逐案管理债务到设定债务上限总额。在最初建国的150年中，美国逐件管理债务。但随美国政府体系不断完备、复杂性不断增加，这种做法不再适用。1917年为使美国能够顺利参加一战，美国通过了《第二自由法案》(The Second Liberty Bond Act)，首次对联邦债务进行了总限额的规定，同时规定了特定债务的限额。当前，美国债务上限(the Debt Limit, the Debt Ceiling or the Statutory Limit)是美国政府为履行其现有法律义务而被授权借入的总金额，可由公众或政府持有。

美国公共债务不断攀升，债务上限被不断提高，政府应对手段也增多。2020年美国债务占GDP的比例达到129%。二战结束至今，国会和总统已经98次修改了其债务上限。美国财政部启用“非常规举措”来应对到期的债务上限，该举措可以为政府释放部分债务空间。2002年4月，联邦政府达到债务上限规模，但国会并未提高债务上限。财政部采用“非常规举措”(Extraordinary Actions)以允许政府继续运作。2013年起，暂停债务上限成为政府首选的做法。2013年1月23日美国国会众议院通过了《无预算、无支付法案》(No Budget, No Pay Act of 2013)来延长债务上限期限，也是历史上首次豁免了美国的债务上限。

债务上限问题取决于两党能否达成共识。虽然债务上限问题被推迟至12月缓解了美国政府的燃眉之急，但目前来看，问题只是被搁置，并未彻底解决，问题得到解决的关键仍是两党能否达成共识。美国两党相争问题由来已久，2008年金融危机后，两党相争日趋激烈。金融危机后，议事阻挠(Filibuster)次数明显增加，终止辩论次数也逐年攀升，特朗普时期，平均每年发起高达116次终止辩论请求。参议院“议事阻挠”阻碍民主党提高债务上限，虽然暂时尚未达成一致观点，但是两党达成共识，即美国不能违约。民主党内部对预算调解流程仍存分歧，未来可能会做出让步或对债务上限再度进行推迟。

过去十年中，美国联邦政府五次勉强避免了由于债务上限的政治边缘政策而导致的潜在灾难性的联邦债务违约。我们对三次影响力最大、最接近债务违约的历史情况进行复盘，分别是2011年(美国债务上限问题导致标普下调美国主权信用评级)、2013年(美国债务上限危机导致美国政府关门)及2018年(美国债务上限危机导致美国政府陷入历史最长时间停摆)，发现债务上限危机对债市影响更为深远，对金融股冲击较为强烈。

投资建议

目前，债务上限问题仍取决于国会参议院两党能否达成一致共识。尽管当前两党仍未对债务上限达成共识，但两党一致认为美国不能出现违约或接近违约的情况。债务上限危机期间，美国十年期国债面临较大的下行压力，且影响时间较长；短债则在危机发生时面临快速上行压力。从行业来看，公用事业、房地产等防御性板块表现较好，金融行业受冲击较大。由于本轮美国债务上限延长到12月3日，叠加美联储年内Taper落地，届时金融股可能会面临一定下行风险。

风险提示

美国经济复苏不及预期；美国党争问题超预期；海外新冠疫情扩散超预期。

报告作者

作者姓名 易斌
资格证书 S1710521020002
电子邮箱 yib@easec.com.cn

相关研究

《北交所专题报告系列六：转型迫在眉睫，中国版“纳斯达克”呼之欲出》2021.09.30
《北交所专题报告系列五：发行制度改革助力资本市场扩张》2021.09.28
《新周期拉开序幕，绿色经济起飞在即》2021.09.18
《北交所专题报告系列四：交易量放大、开户数倍增，掘金券商板块“黄金期”》2021.09.17
《PPI涨跌往事：产业链呈现分化趋势，筑顶迹象初现》2021.09.10

正文目录

1. 美国债务上限发展历程	4
1.1. 从逐案管理债务限制到设立债务上限.....	4
1.2. 随债务上限不断提高，政府应对手段增多.....	4
2. 本次债务上限问题悬而未决	6
2.1. 债务上限问题被推迟至 12 月.....	6
2.2. 两党尚未就债务上限达成一致共识.....	7
2.2.1. 参议院“议事阻挠”阻碍债务上限决议通过.....	7
2.2.2. 党争问题由来已久，尚未就债务上限达成共识.....	8
3. 民主党还能做些什么？	9
4. 历史复盘：债务上限危机对美国资本市场的影响.....	10
4.1. 2011 年债务上限危机导致美国主权信用评级遭下调.....	11
4.1.1. 2011 年评级下调使得长债收益率大幅下行、股市下跌.....	11
4.1.2. 2011 年债务上限危机期间，日常消费品、公用事业板块表现较好.....	12
4.2. 2013 年债务上限危机导致政府关门.....	13
4.2.1. 2013 年债务上限危机对金融市场冲击较小.....	14
4.2.2. 2013 年债务上限危机期间，房地产、信息技术行业表现较好.....	15
4.3. 2018-2019 年债务上限危机导致政府关门	16
4.3.1. 2018 年债务上限危机使得长债收益率下行、金价拉升.....	16
4.3.2. 2018 年债务上限危机公用事业表现较好、金融行业受冲击较大.....	17
5. 投资建议	18
6. 风险提示	18

图表目录

图表 1. 美国债务可由政府或公众持有.....	4
图表 2. 政府及公众持有美国债务种类.....	4
图表 3. 2020 年美国债务占 GDP 比例高达 129%	5
图表 4. 随美国债务攀升，美国债务上限被不断提升.....	5
图表 5. “非常规举措”(Extraordinary Actions)可以为政府释放部分债务空间.....	6
图表 6. 美国债务上限问题被推迟至 12 月.....	7
图表 7. 随债务上限豁免到期，TGA 余额急速下滑.....	7
图表 8. 债务上限推迟当日标普 500 上涨.....	7
图表 9. 债务上限推迟当日美长债收益率上行.....	7
图表 10. 债务上限最终确定前，需通过国会两院并得到总统签字.....	8
图表 11. 2008 年后参议院议事阻挠次数明显增加.....	9
图表 12. 参议院每年终止辩论次数(Clature)攀升.....	9
图表 13. 参议院两党尚未就债务上限达成一致观点.....	9
图表 14. 美国过去十年间共发生五次接近债务违约情况.....	11
图表 15. 2011 年美国债务上限危机期间，美国长债收益率大幅下行，黄金拉升.....	12
图表 16. 2011 年美国债务上限危机期间，美国短债收益率加速上行.....	12
图表 17. 2011 年美国债务上限危机与评级下调期间，纳指标普齐跌.....	12
图表 18. 美国三大股指于 2012 年 2 月缓慢恢复至之前水平.....	12
图表 19. 2011 年债务上限危机期间，金融、房地产、材料行业受冲击较为严重.....	13
图表 20. 2011 年美国债务上限危机对 10 年期美债收益率影响时间较长.....	13
图表 21. 2013 年政府停摆期间对 10 年期国债及黄金影响不大.....	14
图表 22. 2013 年美国政府停摆期间短债利率快速上行.....	14

图表 23.	2013 年债务上限问题导致股市短暂下跌.....	15
图表 24.	2013 年政府关门前夕三大股指均小幅下跌.....	15
图表 25.	2013 年债务上限危机期间，房地产、信息技术、公用事业表现较好.....	15
图表 26.	2013 年美国债务上限危机金融市场影响时间较短.....	16
图表 27.	2018 年政府停摆期间美国十年期国债收益率下行，金价拉升.....	17
图表 28.	2018 年政府停摆期间美国短债利率缓慢上行.....	17
图表 29.	2018 年美国股市自 10 月起开始回调.....	17
图表 30.	2018 年美国股市回调期间纳指跌超 20%.....	17
图表 31.	2018 年债务上限危机期间，公用事业、房地产和电信服务受冲击较小.....	18
图表 32.	2018 年美国债务上限危机对美债影响时间较长.....	18

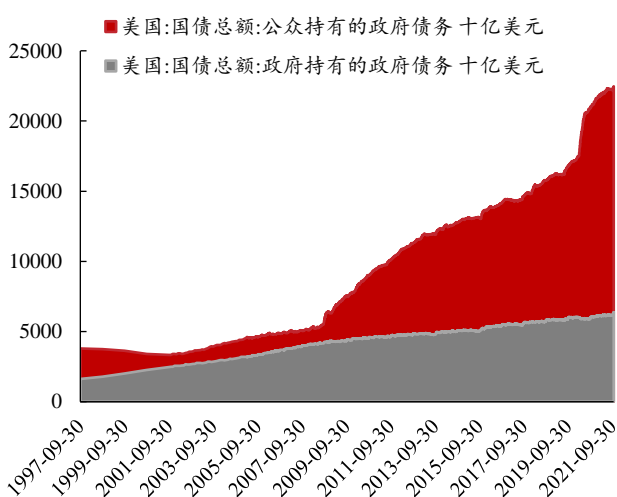
1. 美国债务上限发展历程

1.1. 从逐案管理债务限制到设立债务上限

美国由最初的逐案管理债务到设定债务上限总额。在最初建国的 150 年中，美国逐件管理债务限制。第一次世界大战之前，国会经常授权为特定目的借款，例如巴拿马运河的建设。但是随着美国政府体系不断完备，其复杂性也不断增加，这种做法不再适用。1917 年为使美国能够顺利参加一战，美国通过了《第二自由法案》(The Second Liberty Bond Act)，首次对联邦债务进行了总限额的规定，同时规定了特定债务的限额。19 世纪 20 到 30 年代，国会授权财政部管理美国债务限额，赋予财政部更大的灵活性来管理债务，但是问题并没有得到解决。1939 年，国会取消了对政府债务的各种单独限制，代之以一般性限制，即现在所称的债务限额或债务上限，最初的债务上限设定为 450 亿美元，比当时的债务总额高出约 10%。

当前，美国债务上限(the Debt Limit, the Debt Ceiling or the Statutory Limit)是美国政府为履行其现有法律义务而被授权借入的总金额，包括社会保障和医疗保险福利、军人工资、国债利息、退税和其他付款。债务上限是国会对美国联邦政府可以拥有的未偿债务金额设定的上限。法定债务限额适用于几乎所有联邦债务，该限额适用于持有的联邦债务由公众(即在联邦政府之外持有的债务)和由政府持有的联邦债务。政府持有的债务主要包括联邦信托基金，例如社会保障、医疗保险、运输和公务员退休账户等，政府的盈余和赤字决定了公众持有的债务变化。

图表1. 当前美国债务主要由公众持有



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表2. 政府及公众持有美国债务种类

	由公众持有的债券	由政府持有的债券
定义	由个人、公司、州或地方政府、联邦储备银行、外国政府和除美国政府以外的其他实体持有的所有联邦债务，减去联邦融资银行的证券。	由政府对自己的机构持有的债务。
构成	包括但不限于短期国库券、票据、债券、TIPS、美国储蓄债券以及州和地方政府系列证券。	政府信托基金、循环基金、专项基金持有的政府账户系列证券；联邦融资银行证券。政府账户持有的少量有价证券。

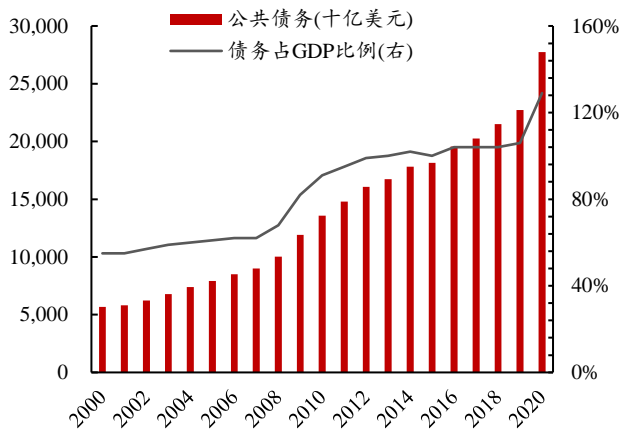
资料来源: TreasuryDirect.gov, 东亚前海证券研究所

1.2. 随债务上限不断提高，政府应对手段增多

美国公共债务不断攀升，债务上限被不断提高。二战结束至今，国会和

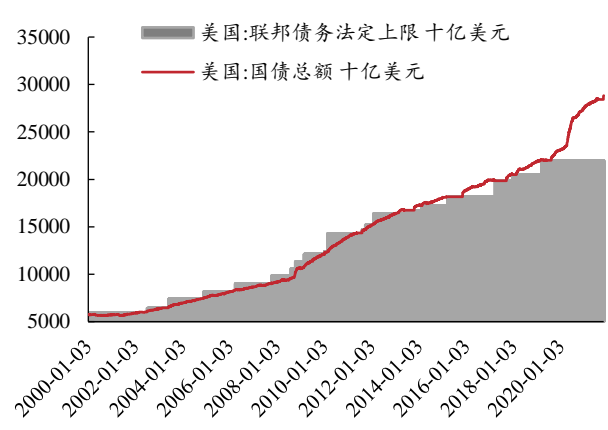
总统已经 98 次修改了其债务上限。20 世纪 80 年代，债务上限从不到 1 万亿美元增加到近 3 万亿美元；90 年代，债务上限再次翻了一番，达到近 6 万亿美元。随着政治环境变得更加两极化，债务上限的增加也变得愈加困难。众议院曾经采用“盖哈特规则”(Gephardt rule)，即在通过预算决议时提高债务限额，但在 20 世纪 90 年代大部分时间被逐步淘汰。进入 20 世纪后，美国债务规模不断攀升，2013 年后公共债务占 GDP 的比例超过 100%，债务上限也随之提高。

图表3. 2020 年美国债务占 GDP 比例高达 129%



资料来源：US Department of Treasury，东亚前海证券研究所

图表4. 随美国债务攀升，美国债务上限被不断提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

美国财政部启用“非常规举措”来应对到期的债务上限，该举措可以为政府释放部分债务空间。2002 年 4 月，联邦政府达到债务上限规模，但国会并未提高债务上限。财政部采用“非常规举措”(Extraordinary Actions)以允许政府继续运作。这也在接下来几年中形成了一种常规模式：随着美国每年都达到债务上限，国会难以就提高上限达成一致。财政部采取非常规行动来维持政府运转。最终，国会达成一致后会提高债务上限以避免违约。

“非常规举措”(Extraordinary Actions)包括四种：(1) 暂停销售州和地方政府债券(State and Local Government Series Treasury Securities)；(2) 赎回现存并暂停新的退休与残疾基金(Civil Service Retirement and Disability Fund)和邮政服务人员退休健康福利基金(Postal Service Retiree Health Benefits Fund)；(3) 暂停对政府债券投资基金再投资(Government Securities Investment Fund)；(4) 暂停对外汇稳定基金(the Exchange Stabilization Fund)的再投资。

图表5. “非常规举措”(Extraordinary Actions)可以为政府释放部分债务空间¹

项目	举措	效果
州和地方政府债券(SLGS)	停止发行	效果有限, 无法在限额下创造更大债务空间。
退休与残疾基金(CSRDF)和邮政服务人员退休健康福利基金(PSRHBF)	宣布“债务发行暂停期”, 停止发行或赎回 CSRDF 或 PSRHBF	只能为政府提供有限的额外时间, 不能为债务提供净增空间; 由于是暂时行动, 雇员和退休人员不受影响。
政府债券投资基金再投资(G Fund of TSP)	暂停每日对 G-Fund 的再投资	可以立刻释放债务限额下的债务空间。
外汇稳定基金(ESF)	暂停每日对 ESF 的再投资	可以立刻释放债务限额下的债务空间。

资料来源: US Treasury, 东亚前海证券研究所

2013年起, 暂停债务上限成为政府首选的做法。2013年1月23日美国国会众议院通过了《无预算、无支付法案》(No Budget, No Pay Act of 2013)来延长债务上限期限, 也是历史上首次豁免了美国的债务上限。在豁免期间, 债务增长不受任何约束, 直至暂停期结束重新确定债务上限。2013年2月至今, 债务上限被豁免了7次, 最近的一次在2019年7月。

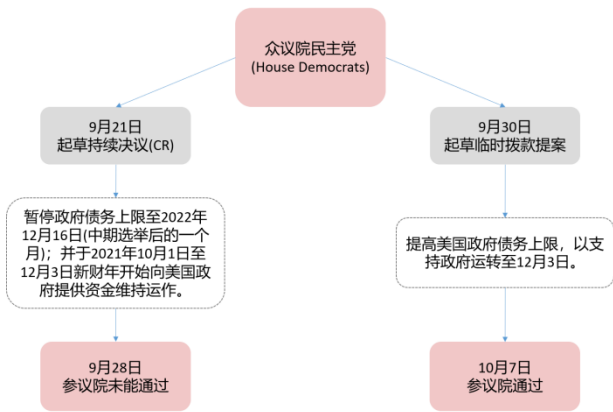
2. 本次债务上限问题悬而未决

2.1. 债务上限问题被推迟至12月

当前, 美国政府再度面临债务上限危机。2019年8月, 为缓解美国债务问题, 国会一致通过对债务上限进行为期两年的豁免, 时任总统特朗普签署《2019两党预算法案》。2021年7月31日, 美国在2019年针对债务上限的豁免到期。新的债务上限约束应于2021年8月1日确定, 由于两党未能就债务上限达成共识, 债务限额恢复至约28.4万亿美元, 这一水平仅覆盖豁免期间发生的所有借款。美国财政部将不能发债, 只能通过非常规措施(Extraordinary Actions)及动用财政部一般账户(TGA)余额来争取举债空间并争取时间。虽然为应对新冠疫情, 美国由于发行短期美债而产生了一定流动性缓冲, 财政部手头有高于以往水平的现金余额。但若非常规举措及TGA账户余额耗尽, 美国国债同样将面临违约问题。此前CBO预测“X日”(即政府无法继续履行支付义务)会在10月15日至11月4日之间到来。

¹<https://home.treasury.gov/system/files/136/Description-of-Extraordinary-Measures-Aug2021.pdf>

图表6. 美国债务上限问题被推迟至12月



资料来源: US Congress, 东亚前海证券研究所

图表7. 随债务上限豁免到期, TGA 余额急速下滑



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

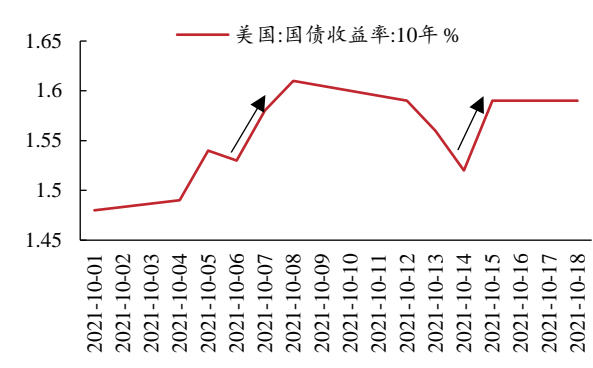
债务上限问题被推迟至12月。10月7日, 共和党与民主党就债务问题暂时达成一致, 参议院通过了将短期债务上限延长至12月3日, 并允许债务限额在当前28.4万亿美元的基础上额外增加4800亿美元, 以维持政府正常运转, 避免债务违约。随后众议院投票通过, 10月14日, 拜登总统签署立法, 将债务上限正式延长至12月3日, 并将豁免期债务上限提高4800亿美元, 达到每月28.9万亿美元。参议院通过决议及总统签署时期, 美国三大股指上涨, 美国十年期国债上行。

图表8. 债务上限推迟当日标普500上涨



资料来源: TradingView, 东亚前海证券研究所

图表9. 债务上限推迟期间美长债收益率上行



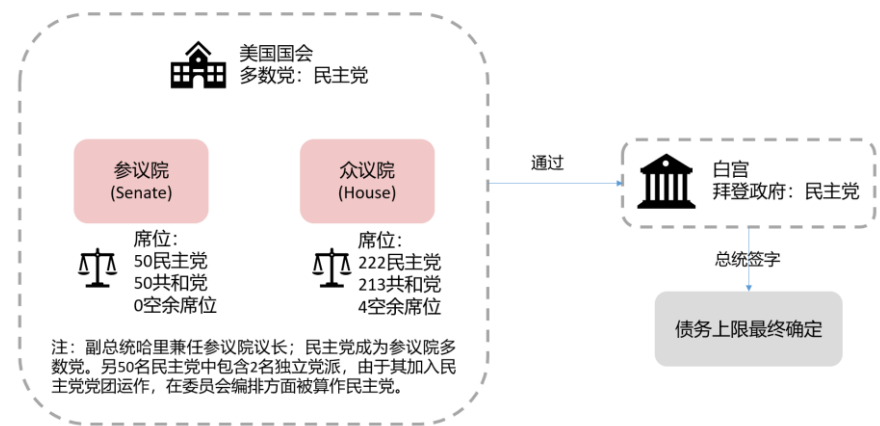
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2.2. 两党尚未就债务上限达成一致共识

2.2.1. 参议院“议事阻挠”阻碍债务上限决议通过

债务上限问题虽然被推迟, 但仍未解决, 关键在于两党能否达成共识。虽然债务上限问题被推迟至12月缓解了当前美国政府的燃眉之急, 但目前来看, 问题只是被搁置, 并未彻底解决, 问题得到解决的关键仍是两党达成共识。债务上限最终确定前, 需要通过国会两院并得到总统签字。尽管民主党为国会多数党, 但在参议院中与共和党占据席位相同, 仅以微弱优势领先。

图表10. 债务上限最终确定前，需通过国会两院并得到总统签字



资料来源：US Congress，东亚前海证券研究所

参议院“议事阻挠”(Filibuster)阻碍民主党提高债务上限。从流程上看，美国的议案需要分别在众议院和参议院通过，最终经由总统签署立法。众议院通过决议只需要获得简单多数票(超过 50%)即可，218 名议员的支持票就能够使得一项议案在众议院通过。但参议院程序更为复杂，参议院的议员可以采取以冗长演说阻挠议事(Filibuster)的方式阻止对议案进行投票表决；除非参议院 100 名议员中有 60 名赞同停止对提案继续讨论，并同意进行投票以终止辩论(Clature)。也就是说，如果拜登政府想要提高债务上限，则决议法案至少需要 60 票的支持票才能在参议院通过。

2.2.2. 党争问题由来已久，尚未就债务上限达成共识

美国两党相争问题由来已久，2008 年金融危机后，两党相争日趋激烈。金融危机后，议事阻挠(Filibuster)次数明显增加，终止辩论次数也逐年攀升，特朗普时期，平均每年要发起 116 次终止辩论请求。2008 年金融危机后，美国两党政治极化(Party Polarization)趋势愈加明显，奥巴马执政后期，共和党人就开始“逢奥必反”；特朗普时期，2018 年中期选举民主党夺回众议院控制权后，也对共和党提案屡屡反对；如今拜登政府时期，共和党也不愿意为其赢得政绩创造机会。参议院共和党领袖明确表示坚决反对豁免债务上限，所以对于参议院民主党的提案，共和党一律不予通过，两党距离达成一

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_28580



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>