

美债危机的可能性展望

——宏观观察分析

宏观摘要

美国长期宽松政府负债高企。在美国现有经济结构和产业格局下，制造业持续疲软，企业债务高企，美国政府只能大力利用财政工具推动经济持续发展，导致收支失衡。当前疫情冲击使政府财政赤字进一步扩大，财政部发债规模创历史新高，债务危机可能性大增。

回顾欧债危机主要成因为政策错配，实体经济低迷。次贷危机背景下希腊政府上调赤字率是欧债危机的导火索，但本质原因是由于欧元区各国发展不均衡，货币、财政政策不能完美适配导致。货币政策实现欧元区一体化但财政却各国为政使央行不能为政府负债保驾护航通过财政货币化消除主权债危机。

美国债务高企但预计美债仍受欢迎。美联储、美国国内投资者与海外央行作为美债三大需求方对美债需求不减。美联储将是美债最后保底人，在经济低迷时期持续 QE 为市场注入流动性。美国国内投资者在全球零利率环境，美国社会总体维持稳定时，将持续购买具有高流动性、高安全性的美债作为投资资产。由于海外央行持有美元外汇，美债成为外汇投资的重要工具，但当前受汇率影响对美债需求一般。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[出口冲击对国内流动性影响的推演](#)

2020-03-17

[疫情对美股不同行业回购的影响](#)

2020-03-10

[美取消发展中国家优惠待遇——近期中美贸易政策跟踪和评述](#)

2020-02-21

序

由于近年来美国长期宽松的财政政策使美国政府杠杆率起高，近期疫情黑天鹅冲击之下，美国政府再次进行多轮宽松政策刺激需求，帮助经济回暖。对于日益走高的联邦政府财政赤字，只能通过持续大规模发债来融资，而债务能否偿还，未来美债吸引力是否依旧都将直接导致债务危机。

美国政府财政体系及当前状态

美国财政体系是指由美国联邦、州和地方三级预算制度构成的相对独立又相互制约的财政分配整体。由于美国联邦制国家的特性，政府体系由联邦政府、州政府、地方政府三个层次构成，各州拥有较大的自主权与立法权，管理上具有横向平等关系。各地区政府权力和责任不同，并具有独立的财政收支体系，收入来源相对稳定，因此各级财务支出的独立性强。联邦政府主要负责联邦级行政、国防、外交、联邦债务、对州与地方政府的补助、社会保障以及各类研究项目资助等支出。州政府主要负责州级行政、州社会福利、州教育、州债务、彩票以及州基础设施建设等支出。地方主要负责地方级行政、治安、消防、交通管理、公用事业、教育、基础设施等支出。本文着重研究疫情冲击下美国财政政策以及联邦政府债务危机可能性，因此对于州政府和地方政府财政体系暂不做深入研究。

通过数据观察，近20年来，美国联邦政府财政支出总体高于财政收入，常年维持高财政赤字状态。由于2008年的金融危机对经济基本面的负面影响，从08年至12年为了恢复一轮危机后的经济增长，联邦政府削减财政收入，增大财政支出，持续维持赤字状态，采用宽松的财政政策刺激社会总需求。2012年后，由于经济基本面趋于平稳，财政赤字略有缩小。但自2016年总统特朗普上任以来，美国财政赤字不断扩大，从他任职后第一年财年2017年的6650亿美元增加到2019财年（2018年10月1日至2019年9月30日）的9840亿美元，增长了近50%。同时根据美国财政部的最新数据显示，2019年自然年度美国联邦政府财政赤字突破了1万亿美元，达到了2012年以来的最高水平，较2018年增长了17.1%，而预算本身已经比上一年增长了28.2%。

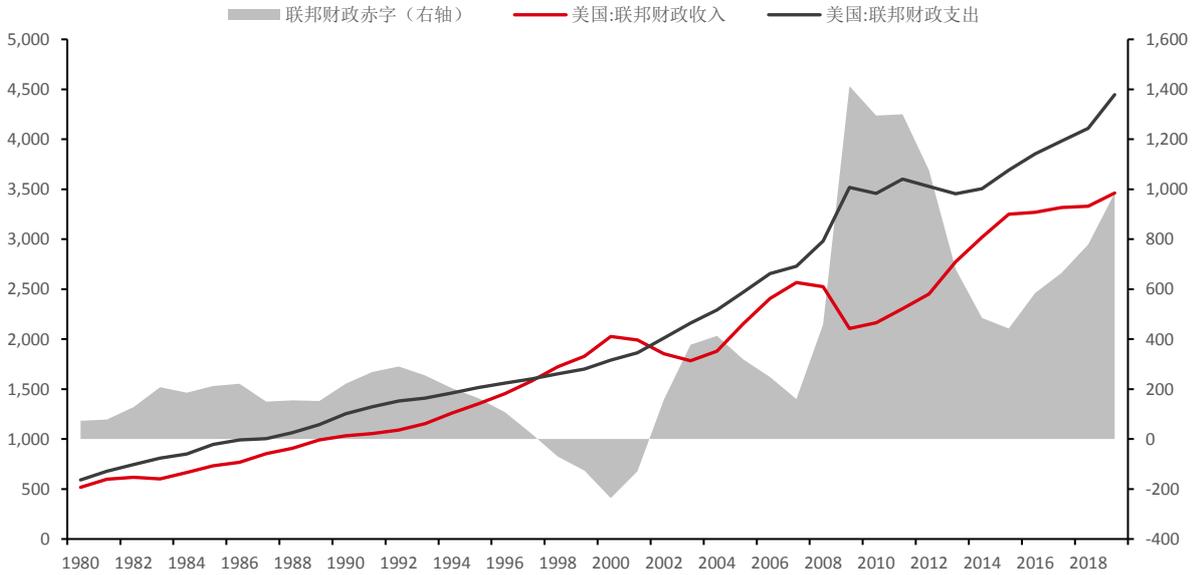
2020年上半年，由于肺炎疫情影响，美国政府扩大财政赤字刺激国内消费需求。3月末，美国政府通过2.2万亿美元经济刺激法案用于支持疫情期间受经济停滞影响的个人、家庭及企业。同时在4月10日美国财政部公布的2020财年上半年（19年10月至20年3月）财政情况显示，财政赤字同比上升7.6%至7436亿美元。由于截止到3月的财政收入和支出并没有体现疫情的显著影响，但同比较去年已经有所增加，预计20年上半年除2.2万亿刺

激法案外美国政府还将进行多项财政宽松政策刺激经济回暖，政府赤字率将进一步扩大，达到历史最高水平。

美国长期收支失衡是美国债务问题恶化的主要原因。从财政收入和支出分项上来看，联邦财政收入的主要来源是税收，其中占比最大的是个人所得税、社会保险税及企业所得税。联邦财政支出主要分为三类：一是法定支出，包括社会保障，医疗保险，医疗补助，收入保障等法律规定的强制性支出；二是国家债务的利息支出，随着发债规模的增加，利息支出也在不断抬升；三是自主性支出，国会每年会设定具体的金额，主要包括国防以及非国防支出。20世纪90年代克林顿政府时期，美国抓住现代信息技术革命的契机，在产业升级和投资高涨的驱动下，一度出现财政盈余状况。但到21世纪初，随着互联网经济泡沫的破灭，在房地产与金融业短暂繁荣后又出现次贷危机，虽然在政府大力救助下经济出现复苏，但持续走高的财政赤字难消。2017年8月特朗普公布税收改革的目标，表示希望通过简化税法、降低公司税、为中产阶级减税，同时于12月通过税改法案。美国日益完善的社会福利与医疗保险制度使得法定支出逐年增长。而2020年的新冠疫情冲击将大幅提升本年度财政自主性支出。在美国现有经济结构和产业格局下，制造业持续疲软，企业债务高企，美国政府只能大力利用财政工具推动经济持续发展。

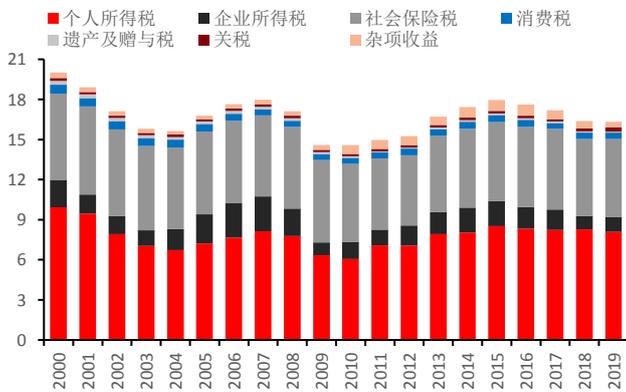
由于美国长期维持财政赤字，发行国债成为政府重要收入来源。近十年来，美国政府发债总规模直线上升，从2010年第一季度的9万亿美元到2019年末，十年间上升至19万亿美元。而2020年为了对冲疫情对经济的负面影响，截至4月14日，美国国债总规模高达24万亿美元，创下历史新高。同时长期美债收益率走势与美国基准利率走势相似，近年受宽松货币政策影响十年期美债收益率持续下跌，目前趋近于零。

图 1: 美国联邦政府财政收入与财政支出走势 (年度, 十亿美元)



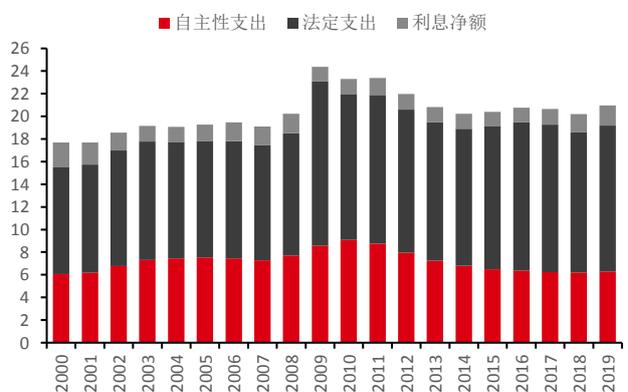
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 2: 美国联邦财政收入分项占 GDP 比例走势 (%)



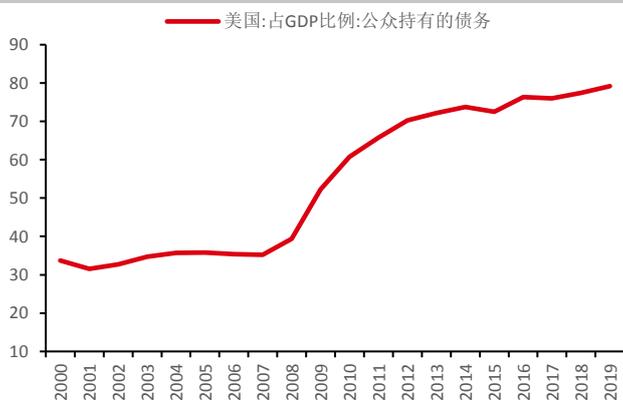
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 3: 美国联邦财政支出分项占 GDP 比例走势 (%)



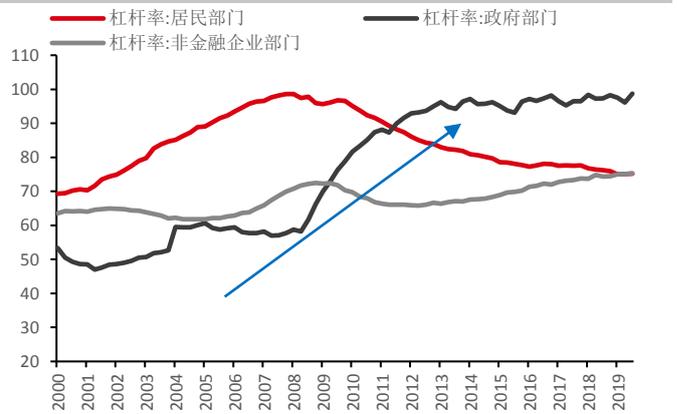
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 4: 公众持有债务占 GDP 比例逐渐走高 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 5: 政府部门杠杆率自 2008 年走高后持续高位 (%)



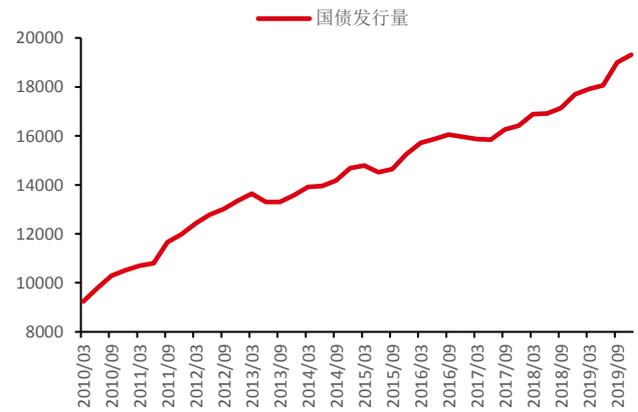
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 6: 美债 10 年收益率与基准利率走势相似 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 7: 美国国债发行量十年来逐渐走高 (十亿美元)



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

欧债危机成因及发展回顾

由于目前美国政府赤字持续走高, 国债发行量突破新高, 市场有部分声音认为在疫情的持续刺激下, 美债危机的可能性增大, 美国国债可能出现违约或集体抛售的情况。因此, 我们通过梳理历史上已经发生的主权债务违约事件帮助探索美债危机的可能性。

➤ 成因

欧债危机的导火索是次贷危机背景下希腊新政府上台后，披露出上届政府故意隐瞒财政状况并上调财政赤字预期，因而导致主权债务评级下调，主权债务危机爆发。但根本原因是由于欧元区长期货币政策与财政政策错位导致欧元区内国家国际收支不平衡。2010年11月希腊新政府上台后发现前政府故意掩盖希腊真实财务状况，在经济持续低迷的次贷危机背景下，新政府将财政赤字率由预期6%上调至12.7%，大幅超过《稳定与增长公约》规定的3%的上限。此消息一出，标准普尔、穆迪和惠誉于12月纷纷下调希腊主权债评级。市场出现恐慌，投资者大幅抛售欧元区资产，欧元兑美元下跌。2010年2月4日，葡萄牙政府称可能削弱缩减赤字的努力及西班牙披露未来三年预算赤字将高于预测，更是导致市场焦虑急剧上升，欧元再遭抛售，欧洲股市持续暴跌，危机蔓延至整个欧洲。

制造业空心化，对外部冲击抗压能力小。由于希腊、葡萄牙等“边缘化”国家人口结构失衡，长期以来重消费、轻生产的发展方式导致制造业持续低迷，信贷部门债务高企，对金融资本严重依赖。当外部冲击来临时，极易加重财政负担，造成债务危机。

政策错位的治理缺陷加剧了政府部门的系统性风险。1998年欧洲央行成立后，欧元区开始采用统一的货币体系与货币政策，但在财政政策方面各国却各自为政，导致货币政策与财政政策不能完美适配。同时由于欧央行在执行一体化货币政策时，不可避免的更加侧重于德国、法国等核心国家的宏观环境，而对希腊、爱尔兰等“边缘化”国家考虑较少，使得货币政策常常不能很好的适配“边缘化”国家的发展。因此，当欧元区内部经济发展不平衡时，货币政策与本国宏观条件的一定程度失配导致边缘国在经济发展失速时只能被动放大财政政策的使用力度。

缺少央行保驾护航使得国债从无风险资产变成风险资产。大部分国家都具有本国货币发行权，当政府财政负债过高时，可以通过多发货币的方式来兑付其国债面值，即财政货币化，因此一般来说国债没有信用风险，可被视为无风险资产。但是欧洲央行的成立剥夺了欧洲各国发行货币的权利，当国家财政危机时，即存在违约的可能。

➤ 化解方法

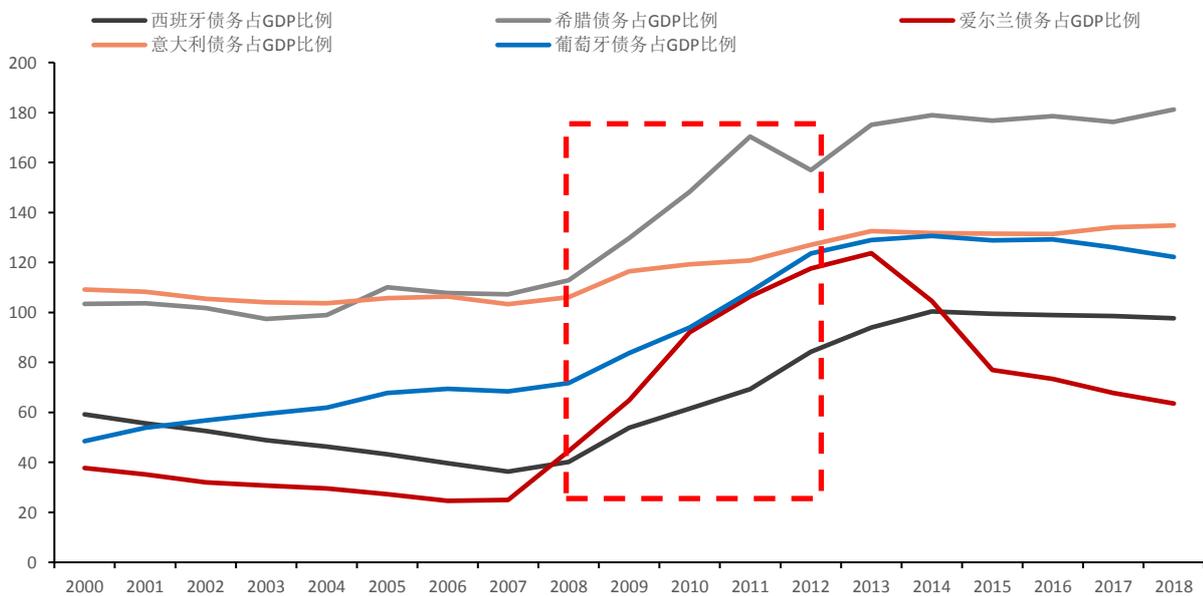
IMF等机构向欧洲各债务国提供贷款、担保，成为最终担保人。2010年5月由欧盟与国际货币基金组织成立了“欧洲金融稳定机制”(ESM)，并设立了欧洲金融稳定基金(EFSF)，两个机制和机构连同国际货币基金组织、欧洲央行构成欧债救助铁三角。ESM拥有5000亿欧元的实际放贷额度，将筹集资金并以严格条件向融资问题严重的欧元区国家放贷，以确保欧元区的稳定。

2011年11月欧央行开始降息周期并启动多轮融资操作。2011年11月德拉吉接任欧洲央行行长后，欧央行暂停金融危机后的短暂加息操作，开始进入降息周期，采用宽松货币政策

帮助欧元区度过欧债危机。同时，2011年Q4开始欧洲央行启动了多轮长期再融资操作（LTRO），应对银行间流动性不足。2011年12月21日启动第一轮为期三年、贷款利率1%的LTRO，向523家欧洲银行提供了总计4891.9亿欧元的低息贷款；2012年2月29日，欧央行又进行同样期限和利率的LTRO，向800家银行发放了5295.3亿欧元的资金；2014年6月为支持实体经济创立定向长期再融资操作（TLTRO）。**由于金融危机叠加主权债务危机导致银行业遭受重创，自身生存困难，借贷意愿降低；从而使危机进一步转化成全金融市场流动性危机。大量资金撤离欧洲，恐慌情绪攀升，欧央行通过低利率LTRO操作，增加银行间流动性，促进欧元区货币市场功能发挥，进而增强对家庭和非金融企业信贷支持。**

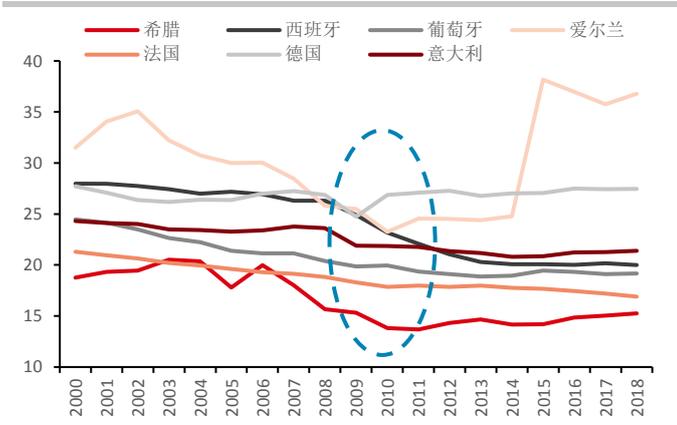
欧央行开启量化宽松，进行财政货币化。2015年1月，欧洲央行理事会正式推出QE，启动扩大的资产购买计划（APP），每月公共和私人部门证券的购买总额达到600亿欧元，在2016年4月将购买额度扩大到每月800亿欧元。截止2015年欧央行持有德国、法国、意大利、西班牙的国债均达到10%以上，欧央行对欧洲各国货币财政化的支持，短期缓解各国债务的短期风险，各国国债收益率开始下降，主权债评级出现回升。

图8： 欧债危机中遭受重创部分欧元区国家债务占GDP占比趋势一览（%）



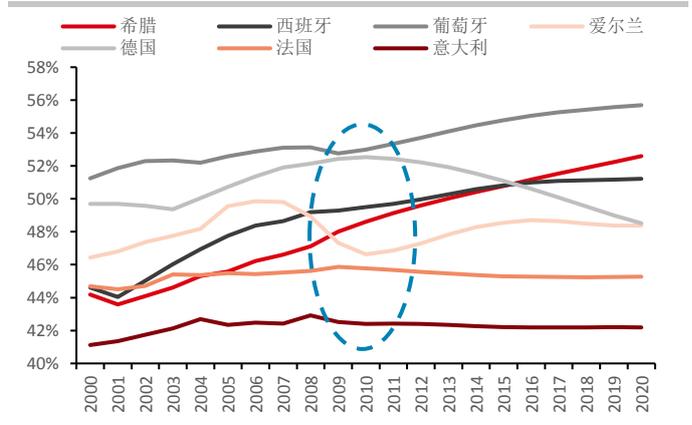
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 9： 欧洲部分国家工业增加值占 GDP 比重 (%)



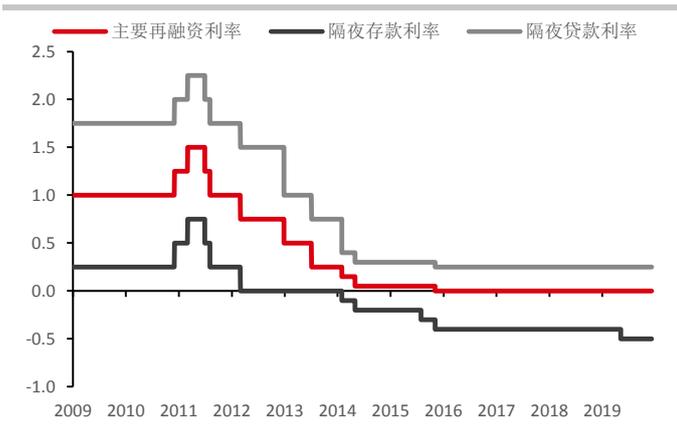
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 10： 欧洲部分国家劳动力人口占总人口比例 (%)



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 11： 2011 年后欧元区进入降息周期 (%)



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 12： 2011 年后 TED 利差走低，下行趋势明显 (%)



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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_5657



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>