



# CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第67期）

## 美债“软”上限与美债供求失衡的风险

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2023年6月



**CMF**

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第67期）

# 美债“软”上限与美债供求失衡风险

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：中国人民大学经济研究所



**CMF**

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

# 美债“软”上限与美债供求失衡风险

报告人：王晋斌

2023年6月9日

# 目录

- 一、美债上限来源：作为财政规则的债务上限
- 二、美债现状：“软”上限与急剧膨胀的美债
- 三、美国债务上限代表美国两党的政治经济博弈
- 四、美债上限政治博弈的国际国内风险
- 五、债务“软”上限：美债供给函数
- 六、债务“软”上限：美债需求函数
- 七、美债上限提高与未来风险
- 八、美债上限提高与外部约束
- 九、美国关于短期绕过美债上限最新建议的讨论

## 一、美国债务上限来源：作为“财政规则”的债务上限

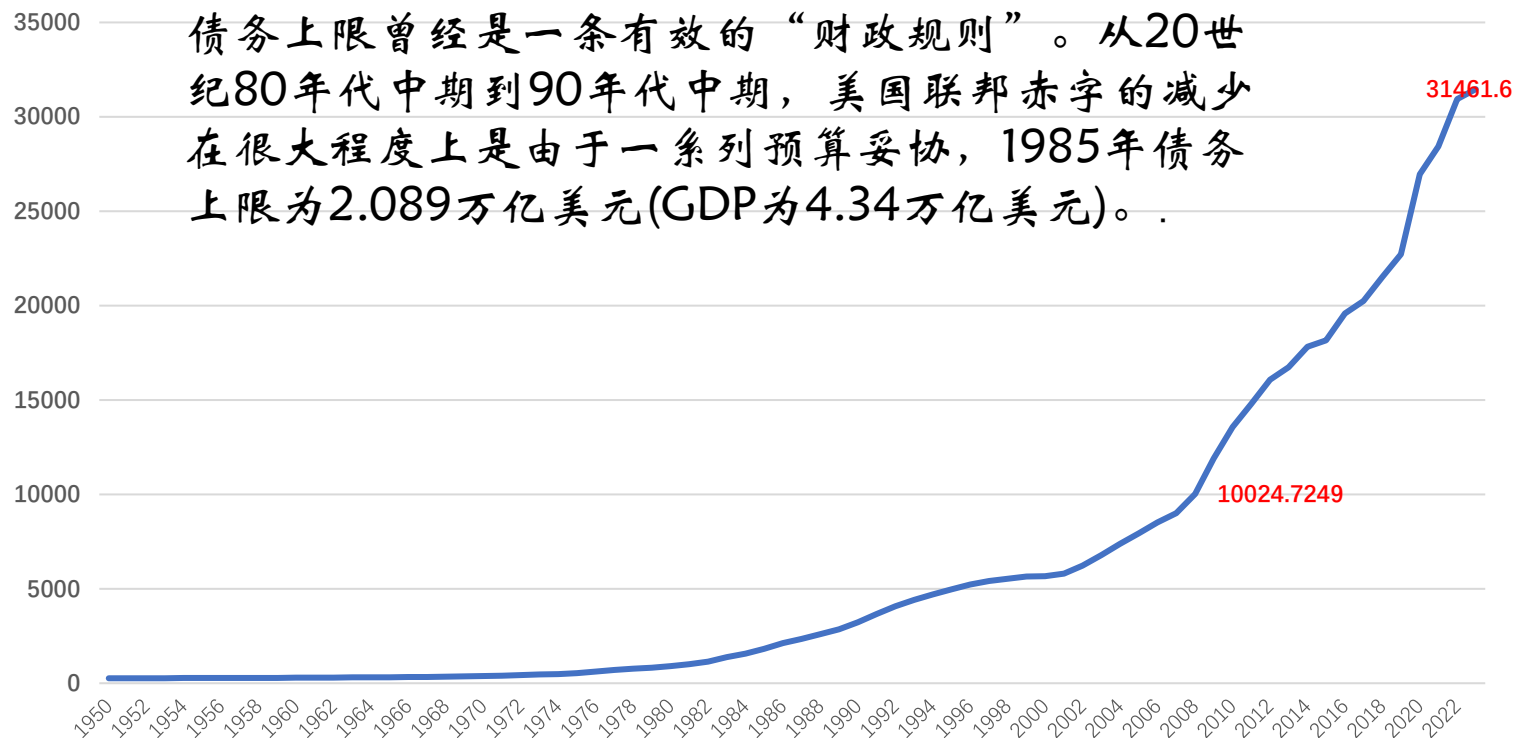
1917年，美国国会以立法形式确立国债的限额发行制度，实施这一制度的法律依据是美国的《第二次自由债券法案》。

1917年之前，美国政府每当需要借款时，都要向国会一事一报，在获得国会批准和授权后，方能实施筹融资计划。这会导致当届政府或将出现过度透支，出现对下届政府不负责任的行为。从这个视角看，债务上限作为一项“财政规则”并不是坏事。

1917年当时确定的上限115亿美元，截止到2021年12月，美国债务上限规模达到了31.4万亿美元。美国债务上限总共提高了110多次。1960年以来，美国已经上调了79次债务上限，平均每9个月就会提高一次，债务“软”上限就带来一系列的问题。

1917-1939年，对财政部债务的法定限制从严格的“项目控制”基础演变为更宽松的**结构**，以适应财政部大幅扩大的再融资业务，采取总负债实行单一限额的制度，债券发行制度也更具有自主权。Kenneth D. Garbade (2011) *The Evolution of Federal Debt Ceilings*, New York, FED.

## 二、美债“软”上限与急剧膨胀的美债



债务上限曾经是一条有效的“财政规则”。从20世纪80年代中期到90年代中期，美国联邦赤字的减少在很大程度上是由于一系列预算妥协，1985年债务上限为2.089万亿美元(GDP为4.34万亿美元)。

1982财年美国发行在外公共债务突破1万亿美元，为1.1420万亿美元。

2008财年突破10万亿美元，为10.024万亿美元。

2017财年突破20万亿美元，为20.2449万亿美元。

2022财年突破30万亿美元，为30.9289万亿美元。

2023年1月19日美国债务已经达到2021年12月16日确定的31.4万亿美元上限。

美国发行在外的公共债务 (十亿美元)

注：年度为财年值；2023年为5月24日值。

## 三、美国债务上限代表美国两党的政治经济博弈

### POLITICO

#### POLITICO West Wing Playbook

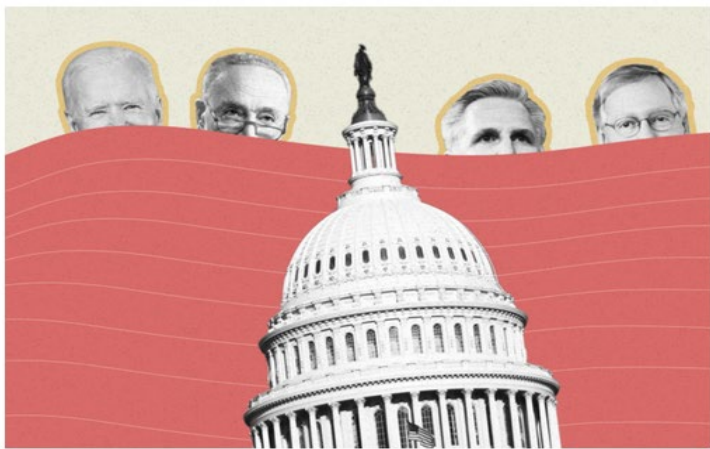
The insider's guide to the  
Biden White House & Cabinet.

SUBSCRIBE NOW

#### BUDGET

### The debt-limit time machine: What the last 10 big fights tell us about this one

A decade filled with fiscal standoffs shows us three telling truths about how Congress and the White House might handle the current impasse — no DeLorean needed.



If the past is prologue, the strategy is still a setup for an economically bruising impasse that ends with some budget concessions.

By JENNIFER SCHOLTES and CAITLIN EMMA  
03/06/2023 04:30 AM EST



国会和白宫如何处理当前僵局的三个真相。回顾过去——在过去13年中，议员们面临着10个这样的最后期限——可以得出三个共同的事实。

第一、众议院共和党人，即使拥有绝对多数，也一直需要民主党人的投票才能就债务限额采取行动。第二、每当众议院保守派试图围绕财政要求团结起来时，他们都失败了。第三、当民主党人拒绝提前谈判时，参议院共和党人最终通过两党解决方案来拯救他们。

总统的“不谈判”策略是在十多年的敌对债务斗争之后制定的，在此期间，拜登经常是一位有影响力的交易撮合者。当民主党人像2011年那样提前启动两党谈判时，谈判以大幅削减开支告终。当他们从一开始就不参与时，比如2013年，众议院共和党人最终解开了他们自己的最后通牒。

2023年5月下旬这次拜登与麦肯锡直接对话，反映了债务上限博弈的激烈程度。

美国两党谁也不想违约，承担灾难性的后果。

## 三、美国债务上限代表美国两党的政治经济博弈

	当时上限	债务上限增加	注释
2010年2月	12.4	1.9	次贷危机后的减税赤字（提高上限）
2011年8月	14.3	2.1	财政悬崖（提高上限）：启动自动消减财政赤字机制
2013年2月	16.4	0.3	原上限暂停4个月，允许3000亿美元新债务。2013年2月4日奥巴马签署“ <b>No Budget, No Pay</b> ”法案，改变了1990年《预算执行法》的PAYGO”程序。
2013年10月	16.7	0.5	原上限被暂停约四个月，允许5000亿美元新债务
2014年2月	17.2	0.9	原上限被暂停约13个月，允许9000亿美元新债务
2015年11月	18.1	1.7	原上限被暂停约16个月，允许1.7万亿美元新债务。共和党人要求改变福利，民主党人则要求增加国内支出，最终达成了一项为期近两年的预算协议。
2017年9月	19.8	0.7	原上限被暂停3个月，允许7000亿美元新债务。特朗普出人意料地站在民主党一边支持一项免除债务限额并将政府资金延长三个月的提议，同时为飓风哈维提供救灾。
2018年2月	20.5	1.5	原上限被暂停13个月，允许1.5万亿美元新债务。最初是一项传统的两党预算协议，后来演变成了政府的短暂停摆。
2019年7月	22	6.4	原上限被暂停24个月，允许6.4万亿美元新债务。特朗普不希望在竞选连任的前一年出现扰乱市场的债务危机。史蒂文·马努钦不想成为第一位领导国家度过违约期的财政部长。两党议员都热衷于确保债务限额不会在2020年大选前困扰他们。
2021年12月	28.4	3	共和党议员2021年称，如果联邦政府支出习惯没有重大改变，他们不会投票提高债务限额。民主党当时控制着国会两院和白宫，赋予他们自行提高上限的权力，但没有这么做。最后， <b>允许参议院民主党人以简单多数票提高上限。</b>
2023年6月	31.4	无	暂停债务上限至2015年1月1日。拜登表示这项债务上限法案的最终版本是两党相互妥协的结果， <b>“双方都没有得到自己想要的一切。”</b>



## 债务上限激烈博弈代表美国政治两极分化加剧

债务上限对抗已经成为现代美国政治的一个特点。这在美国历史的大部分时间里都是不可想象的，几十年前债务上限还只是例行公事地进行调整。

美国政治两极分化加剧，债务上限成为政治经济政策博弈的有力武器，直到最后一刻才提高。1995-96年、2011年、2013年、2021年和2023年都在最后一刻达成协议，也出现过预算冲突导致政府关门。1960年以来，国会79次提高债务上限。其中，49次发生在共和党执政期间，30次发生在民主党执政期间。随着国会中的党派分歧日益扩大，债务上限的博弈变得越来越激烈。

拜登消除了竞选前的债务违约风险。2023年5月27日，美国总统拜登和众议长麦卡锡直接对话，为此麦卡锡还发了推特。除非国会同意提高31.4万亿美元的债务上限，否则政府到6月5日就会耗尽资金，引发潜在的灾难性债务违约。5月31日众议院通过法案将债务上限暂停至2025年1月1日，拜登消除了在任期结束前爆发违约危机的威胁。作为交换，民主党人同意在2025年之前限制联邦支出。总体上，拜登是赢家，这也延续了过去美国总统在债务上限问题最终都基本能达到目的的结果。

## 四、美债上限政治博弈的国际国内风险

**政府关门危机与债务上限危机两者本质不同：技术性违约与信用违约。**不能认为债务上限僵局只会关闭一些政府运作，造成暂时的不便，并最终迫使立法者妥协以挽救局面，就是所谓的“技术新”违约。如果不能在财政部用完所谓的“X日”之前提高债务上限，将产生比政府关门更严重的经济后果。Lucas Rengifo-keller, 2023, Breaching the debt ceiling is not the same as a government shutdown. Its consequences could be dire, PIIE, March 20.

**美国国内风险：**如果国会未能及时提高债务限额，而美国又拖欠债务，那么在全球金融市场上对联邦政府失去信任将提高借贷成本，并对美国经济产生连锁反应。更高的联邦债务利率将立即降低美国政府在军事、社会保障、医疗保险和管理联邦机构方面的支出能力。美国工人、投资者、借款人和联邦援助的接受者都可能面临持久的成本。Lucas Rengifo-keller, 2023, US debt limit brinkmanship and potential default could affect everyone in the country, PIIE, March 24.

**“X日”之前不提高债务，全球金融市场可能陷入不确定性和混乱。**如果政府将耗尽支付这些债务的现金，政府无法如期支付现有美国债务的利息和本金。拖欠此类款项将损害联邦政府在金融市场中的地位，降低美国债务在全球金融市场参与者心目中的可信度。

**货币体系竞争与全球风险：**在最坏的情况下，考虑到美国国债作为庞大的全球金融交易网络的无风险支柱的作用，它可能会引发一场全球金融大火。即使是在最后一刻避免违约，也可能导致美国债务降级和美国利率上升压力，进一步给本已脆弱的银行体系带来压力。另一个可能被低估的风险是，违约对美元的关键货币作用以及美国在世界上的地位将产生显著影响。如果美国再次动摇并显示自己是一个不可靠的霸主，中国不会袖手旁观。

Marcus Noland, 2023, Who wins from US debt default? China, PIIE, May 12.

## 四、美债上限政治博弈的国际国内风险：过去经验

2011年8月6日穆迪和惠誉将美国主权评级从AAA降为AA+，金融市场陷入**避险模式**。共和党要求奥巴马削减预算赤字，仅提高债务上限1万亿美元；而民主党要求一次性提高债务上限2.4万亿美元，谈判陷入僵局。2011年7-8月美国金融市场上出现了美股、10年期美债收益率下行；美元指数及短期美债收益率上行、黄金价格上涨。

2013年共和党要求奥巴马政府大幅削减社会福利并停止为奥巴马医改拨款，否则拒绝提高债务上限。2013年的美国政府停摆事件对金融市场影响不显著，市场对美债上限风险出现了一定的钝化。

2011年的政治斗争导致标准普尔评级下调后，国会在2013年再次就债务限额问题展开斗争。在2015年一份研究事件后果的报告中，政府问责局（Government Accountability Office）发现，一些国债的利率确实有所上升，导致联邦借贷成本**略高**（Tim sabilk,2018,When Nations Don't Pay Their Debts ,Richmond Fed）。

表 1: 2011 年美国债务危机对金融市场的影响持续了数月

资产类别	债务上限危机期间与标普下调美国评级前后 (2011/7/22-2011/8/10)	标普下调美国评级3个月后	标普下调美国评级6个月后
标普500(%)	-16.6	5.1	10.3
10Y美国国债收益率 (bps)	-82.0	-49.0	187.0
美元指数(%)	1.1	1.9	4.8
ICE布油(%)	-11.1	-3.1	-1.5
LME铜(%)	-10.3	-15.4	-9.6
LME黄金(%)	12.7	7.1	5.9

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 2: 2013 年美国债务危机对金融市场的影响并不显著

资产类别	政府停摆期间 (2013/10/01-2013/10/16)	政府停摆结束3个月后	政府停摆结束6个月后
标普500(%)	2.4	8.3	7.8
10Y美国国债收益率 (bps)	3.0	19.0	265.0
美元指数(%)	0.3	0.2	-0.8
ICE布油(%)	2.8	-3.8	-0.4
LME铜(%)	-0.4	0.5	-8.3
LME黄金(%)	-3.5	-2.9	3.4

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 四、美债上限政治博弈的国际国内风险：本次情况

今年5月24日，国际评级机构惠誉将美国AAA主权信用评级列入负面观察名单。

惠誉认为：“党派争斗正在阻碍提高或暂停债务上限协议的达成，仍预计债务上限问题能在‘X日’之前得到解决”，但美国“无法偿付部分债务”的风险正在上升。

惠誉重申美国整体信贷强劲，这对一些投资者来说或许是一个可以保持乐观的迹象。该机构同时预计，即使在债务违约的情况下，美国的国家信用上限(Country Ceiling)仍将维持在AAA。

Estimated Economic Effects of Debt Ceiling Standoff: Q3 2023

Measure	Brinkmanship	Short Default	Protracted Default
Jobs, millions	-0.2	-0.5	-8.3
Real GDP, % annualized growth	-0.3	-0.6	-6.1
Unemployment, percentage points	0.1	0.3	5.0

Source: CEA analysis.

Table 1: Estimated Economic Effects of Debt Ceiling Standoff: Q3 2023

The White House, the Council of Economic Advisers (CEA), The Potential Economic Impacts of Various Debt Ceiling Scenarios, May 03, 2023.

## 四、美债上限政治博弈的国际国内风险：历史与本次情况

2002-06年多次达到具有法律约束力的债务上限时，金融市场是否向美国国债收取违约风险溢价？一项研究表明，2002-06年间4次危机中的前两次金融市场向美国国债收取了少量违约风险溢价，后两次危机复发时则没有明显的风险定价效应，金融市场逐渐将债务上限危机视为“喊狼来了的男孩”。

Pu Liu, et.al., 2009, Did the repeated debt ceiling controversies embed default risk in US Treasury securities? *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, 1464-1471.

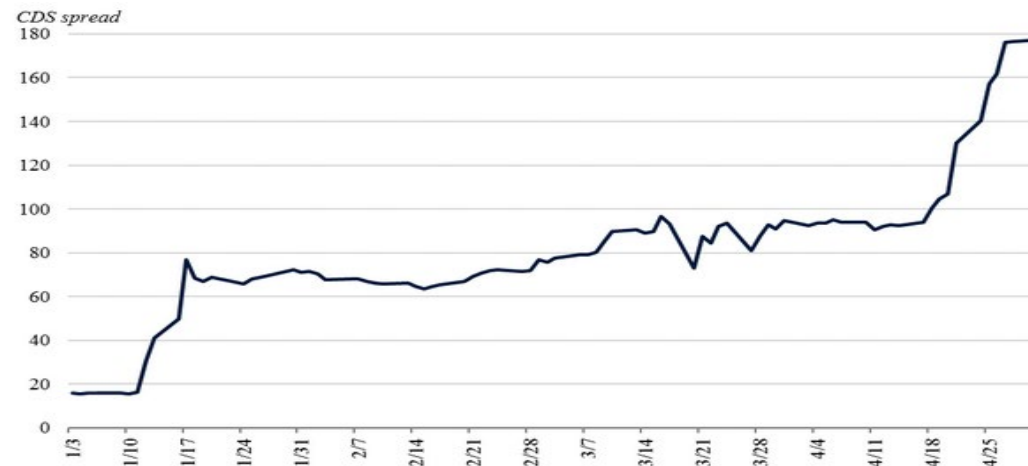
2013年10月美国政府部分关门对美国国债收益率的影响。与高质量商业票据相比，4周国债的收益率受到了显著影响，3个月到期国债收益率没有受到类似影响。

Srinivas Nippani, Stanley D., 2014, The Impact of the October 2013 Government Shutdown and Debt Ceiling on U.S. Treasury Default Risk, *The Journal of Fixed Income*, 24(2), 79-91.

2011年和2013年美国债务限额两次僵局期间，所有美国国债的收益率都上升了**4至8个基点**。

David Cashin, et.al., 2017, and Cailey Stevens Take it to the Limit: The Debt Ceiling and Treasury Yields, Finance and Economics Discussion Series (FEDS).

以收盘价计算，美元指数5月份上涨了**2.1%**。



Source: Bloomberg Finance, L.P.

Figure 2: One-year U.S. government bond insurance premiums

The White House, the Council of Economic Advisers (CEA), The Potential Economic Impacts of Various Debt Ceiling Scenarios, May 03, 2023.

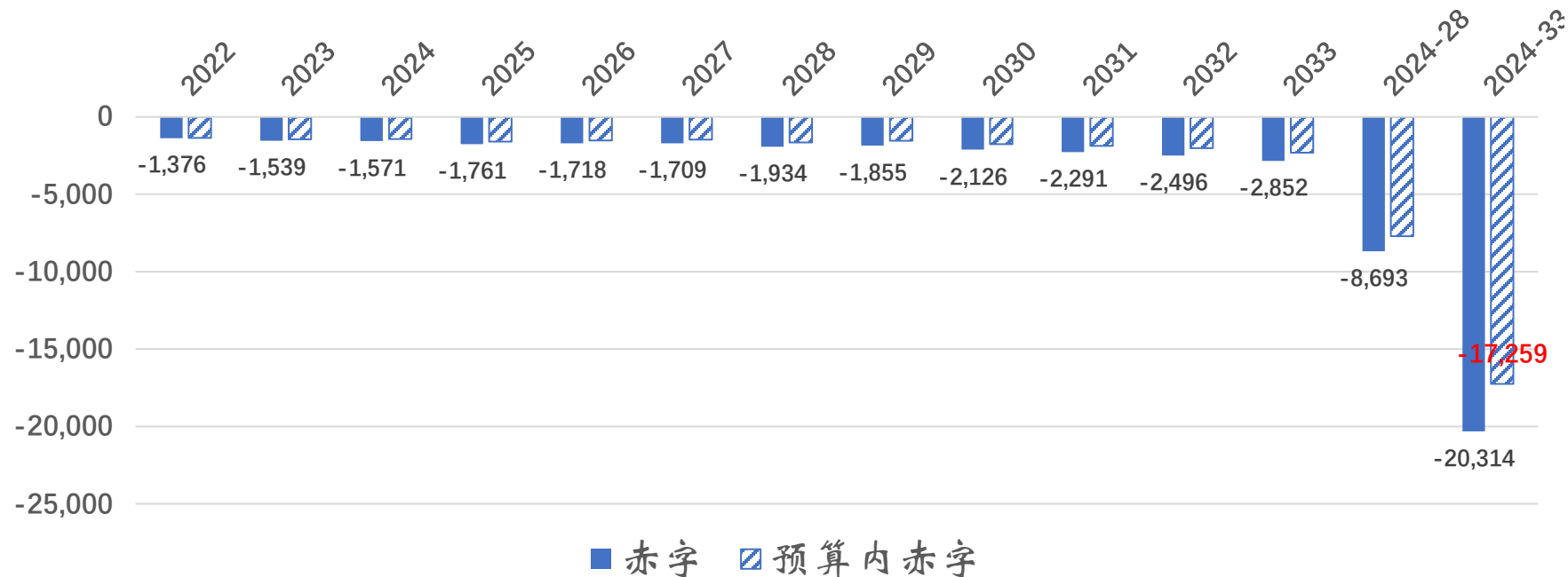
市场隐含违约概率从2022年的约0.3-0.4%增加到2023年4月的**约4%**，与2013年债务僵局接近，低于2011年7月6%的水平。  
Luca Benzoni, et.al, 2023, What Does the CDS Market Imply for a U.S. Default?, Chicago, Fed, WP 2023-17.

## 五、债务“软”上限：美债供给函数

美债上限是美国确定的美债信用边界，也是美国两党基于美国政治和政策博弈的结果。其供给函数比较直接。

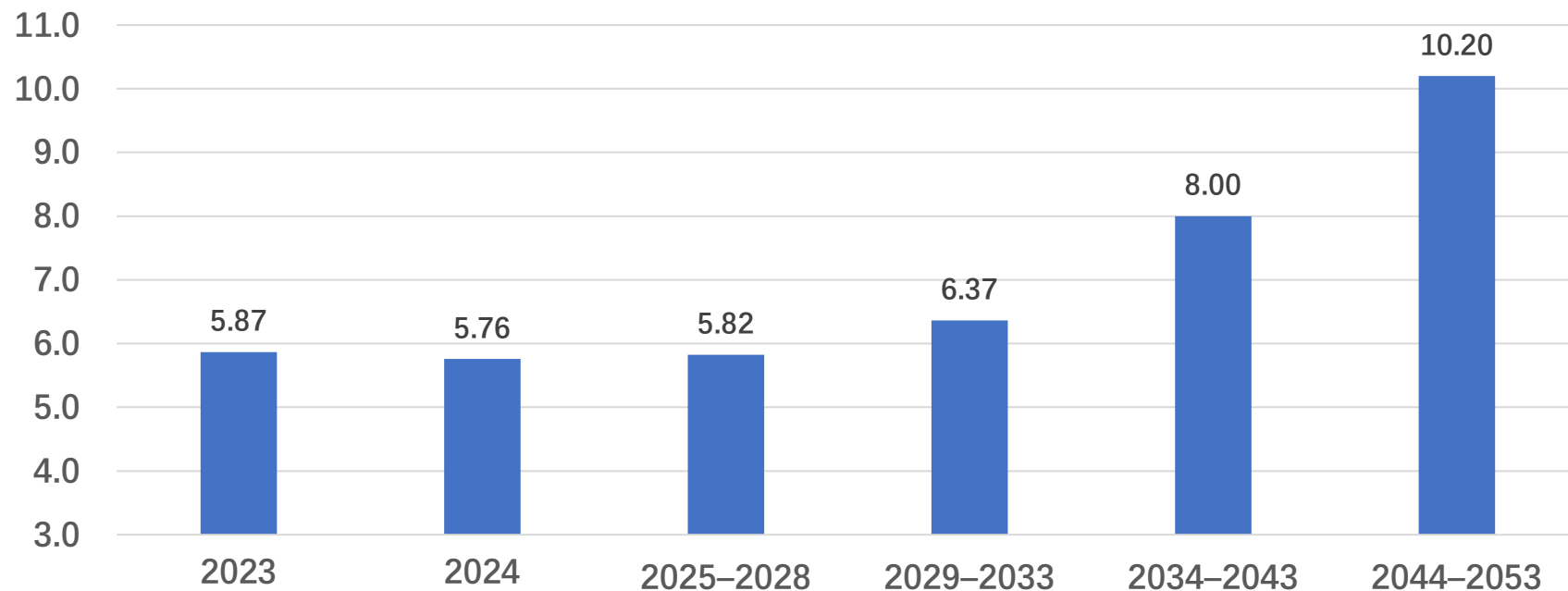
美债供给=F（财政赤字，两党博弈）。约束条件：两党利益的平衡。在上述约束条件下两党各自最求自身利益最优化。

美国两党利益平衡具有很大的弹性。美债存在过度供给的风险。



CBO's May 2023 report An Update to the Budget Outlook: 2023 to 2033  
 单位：十亿美元。

## 五、债务“软”上限：美债供给函数



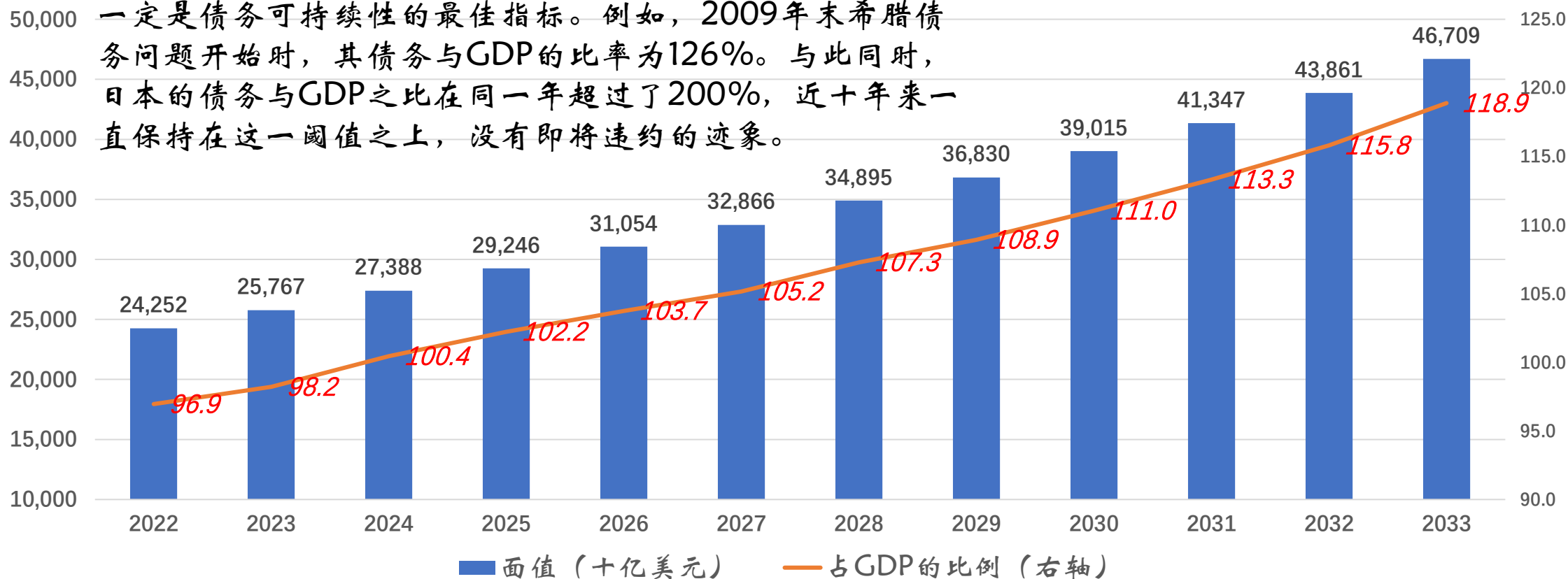
美国财政总支出/GDP与总收入/GDP之差（百分点）

CBO's May 2023 report An Update to the Budget Outlook: 2023 to 2033

从CBO的测算来看，美国财政赤字规模会持续膨胀，财政收支不平衡会越来越严重。（支出-收入）/GDP比例在2044-2053年期间将达到10.20%，远高于2023年的5.87%。美债上限是名副其实的“软”上限。2028年国防预计超1万亿美元。

## 五、债务“软”上限：美债供给函数

债务与GDP之比是一个经常被报道的公共债务指标，但不一定是债务可持续性的最佳指标。例如，2009年末希腊债务问题开始时，其债务与GDP的比率为126%。与此同时，日本的债务与GDP之比在同一年超过了200%，近十年来一直保持在这一阈值之上，没有即将违约的迹象。



美债公共持有的数量及占GDP的比例 (%)

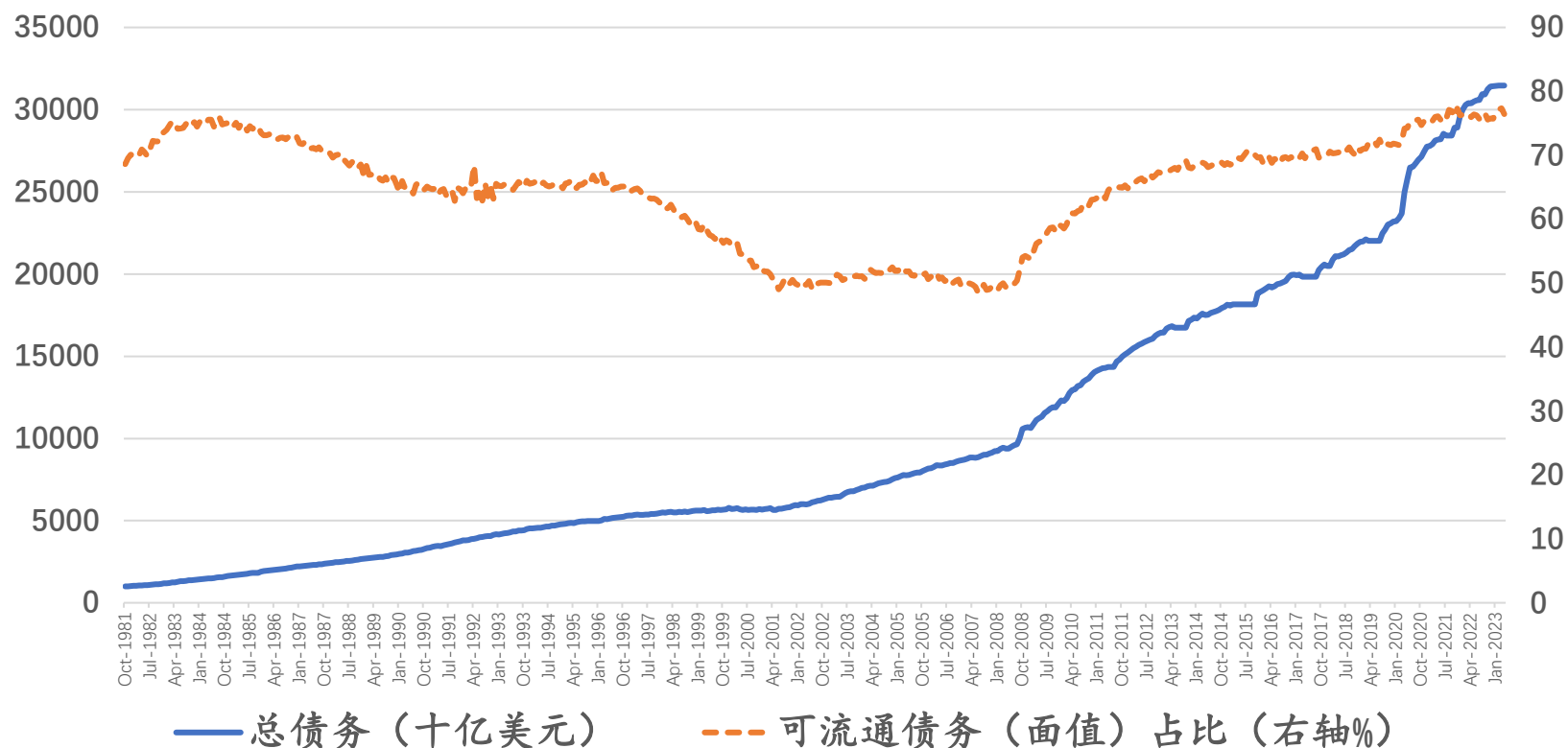
CBO's May 2023 report An Update to the Budget Outlook: 2023 to 2033



## 六、债务“软”上限：美债需求函数

美债需求是美国及全球确定的美债信用边界，美债供给者与美债需求者存在相当程度的分离，这是由于美元作为主导性国际货币导致的。其需求函数比较复杂。

美债需求 = F (安全资产的收益、地缘政治关系、流动性)。约束条件：美债新特里芬两难。在上述约束条件下美国两党谋求美国利益最优化。



美国债务 (国债) 总规模和可流通债务 (面值) 占比 (%)

数据来源: U.S. Treasury: [Monthly Statement of the Public Debt](#).

1981年以来可流通债券 (面值) 占比均值为64.4%，2020年以来的均值为75.6%。

## 六、美债需求函数：安全资产的投资收益



时间	浮亏月数
1951.04-1951.07	4
1951.09-1951.12	4
1952.07-1953.12	18
1958.06-1976.12	262
1977.01-1982.09	69
1983.06-1984.10	17
1985.02-1985.03	2
1989.02-1989.03	2
2019.09-2018.11	3
2020.03-2023.04	14

加上1994年11月、2018年4、7月，总计398个月，样本期976个月，浮亏月度占比40.8%。其中，1990年以来浮亏月度占比仅为5%；2000年以来浮亏月度占比6.8%；2010年以来浮亏月度占比11.9%。

## 六、美债需求函数：投资者地缘政治因素

目前，外国政府持有的美国安全资产中，约**3/4**是与美国有军事联系的国家持有的。截至2021年12月，与美国有共同防御伙伴关系的北约盟国（还包括澳新美安全条约等）、非北约盟国两类国家的政府持有美国安全资产约占外国政府持有安全资产总量的**55%**（C.Weiss,2022）。

Colin Weiss, 2022, Geopolitics and the U.S. Dollar' s Future as a Reserve Currency, Fed, International Finance Discussion Papers, No.1359.

拜登上台以后，美国在对外关系上向G7回归，向盟友回归，这也促使了全球经济向特定的区域化发展。美墨加协议、以美国为首的印太经济框架、“芯片”联盟、日本主导的CPTPP等等，发达经济体在加速经济区域化或者跨区域化发展，强化自身产业链的安全和竞争力，试图维持既有的利益格局。

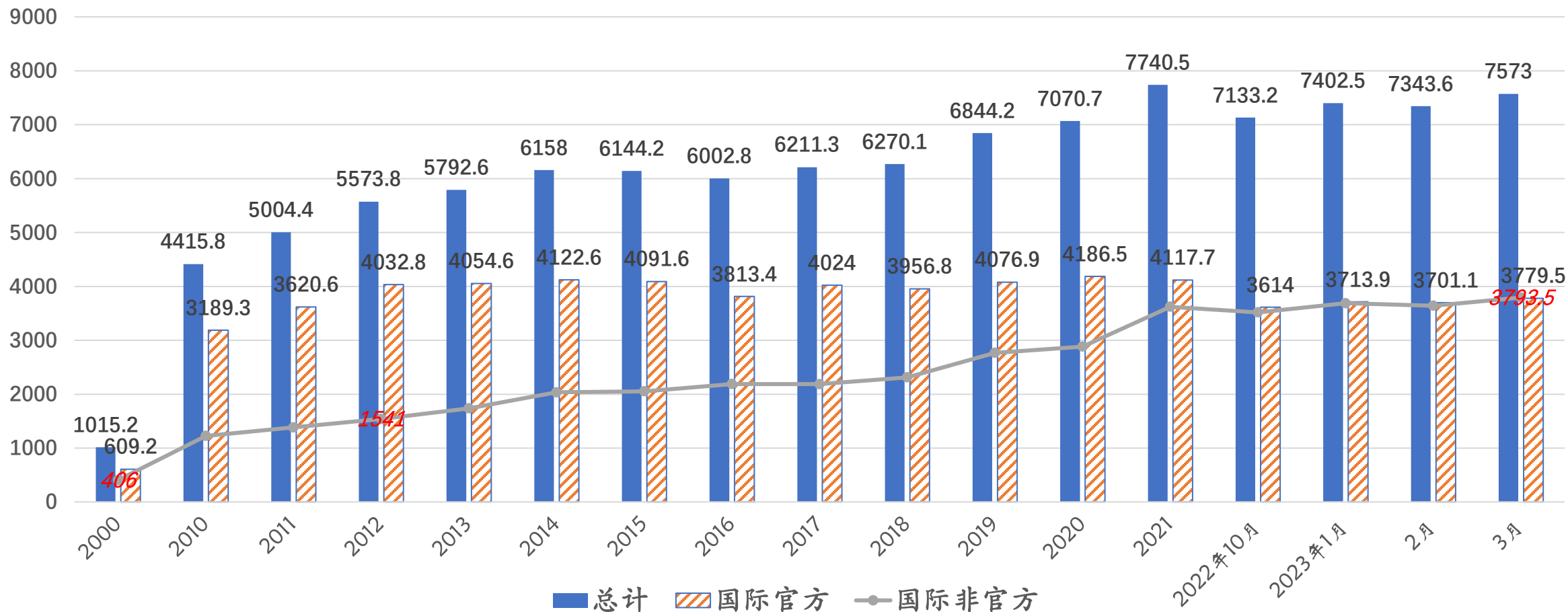
## 六、美债需求函数：官方美元流动性

外汇市场干预：美债高流动性决定美债几乎等同于美元。

发达经济体：从2021年12月到2022年10月，全球（美国境外投资者）总计减持了5950亿美元的国债，其中日本减持2258亿美元，占37.9%，日本央行主要为了干预外汇市场，防止日元持续贬值。与美联储签订了货币互换的14家央行是可以采用货币互换获取美元。

新兴市场：外汇干预的“自我保险”机制决定了对美债具有需求。

## 六、美债需求函数：投资者结构变化



2000年以来国际投资者持有美债数量 (十亿美元)

## 七、美债上限提高与未来风险

美债供需始终存在新特里芬“两难”。

第一种：Pozsar (2011) 提出来的，Pozsar眼中的新特里芬“两难”是指：美元短期债券太稀缺不够用，导致金融市场流动性不足；太多会不被信任，甚至被抛弃。

第二种：Gourinchas, Rey and Sauzet (2019) 提出了另一种新特里芬“两难”的表述，其基本观点是，随着新兴市场经济体的崛起，美国在全球产出中的份额以及它可以通过官方债务工具安全保证的全球产出份额必然会下降。随着美国产出在世界产出份额的不断缩小，美国不能无限期地成为世界安全资产的唯一供应者。

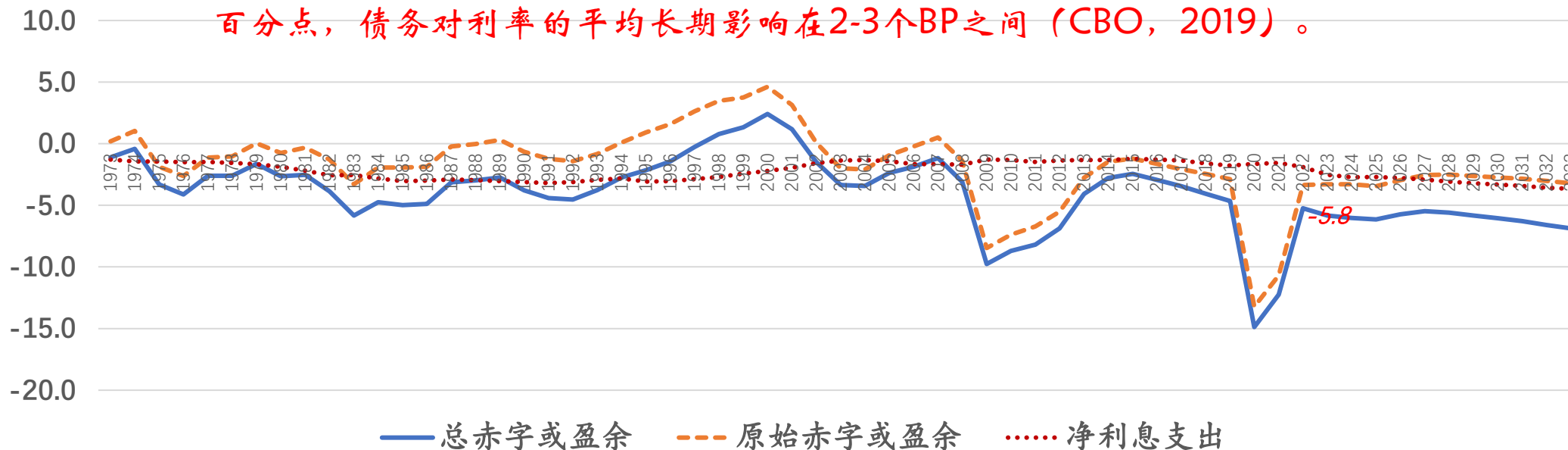
上述两种新特里芬“两难”的表述含义是一致的：美债流动性提供与美债信用之间存在“两难”。

差异在于：Pozsar (2011) 从微观视角研究了美国短期政府债券或者政府担保债券在机构现金池的流动性功能和信用功能。Gourinchas, Rey and Sauzet (2019) 则是从全球视角研究了美债上限，这种上限依然是信用约束。前者注重金融市场微观主体风险管理行为，后者侧重美国宏观风险管理框架的约束。从思考视角来看，两者有互补性，均讨论了经济过度金融化背景下的美债流动性供给与美债信用需求“两难”。

## 七、美债上限提高与未来风险

**短期中：今年下半年全球金融市场可能面临美债过度供给冲击的风险。**2023年原始赤字占GDP3.3%，净利息支出占GDP2.5%，总赤字/GDP为5.8%。6月1日美国财政部一般账户的可用金额485.12亿美元。2015年末、2017年末和2019年现金余额大幅下降是债务上限僵局的结果，这限制了财政部维持预防性余额的能力。今年1月19日美国债务达到了2021年12月16日确定的31.4万亿美元限额，美国财政部宣布了“债务发行暂停期”。目前债务上限问题达成一致，下半年美债供给将会大规模增加，会超过1万亿美元。目前货币市场流动性可以吸纳（逆回购始终保持在2万亿美元以上规模），如果使用银行准备金消化美债供给，存在明显的流动性收紧风险及推高利率的风险。

**长期中也会推高利率水平。CBO一项研究结果表明，债务占GDP的比例每增加1个百分点，债务对利率的平均长期影响在2-3个BP之间（CBO，2019）。**



CBO's May 2023 report An Update to the Budget Outlook: 2023 to 2033

## 八、美债上限提高与外部约束

长期中需求面临的约束：

- 1、全球生产-消费模式改变：改变全球生产美国消费模式，美国贸易逆差大幅度下降。美债需求市场更多依靠美国国内需求（长期以来吸收了美债供给的约2/3），外部市场压缩。
- 2、国际货币格局改变：国际货币多极化减少对美元资产的需求。
- 3、全球安全资产格局改变：更多经济体提供有竞争力的安全资产，压缩美债作为全球安全资产的空间。

CBO (April 2023) 根据国会预算办公室的评估，未来十年美元的国际使用量预计将逐渐下降，但它不会被最接近的竞争对手欧元或人民币所取代。

美债需求函数的改变也是世界地缘政治、经济金融关系的改变，世界多极化持续深入演进形成美债强有力的竞争替代品可以迫使美债从“软”上限变为“硬”上限。



## 九、美国关于短期绕过美债上限最新建议的讨论

美债上限讨论的新进展：规避债务上限新建议：铸造一枚高美元的白金硬币。

财政部在美联储有一个相当于支票账户的账户，称为“财政部普通账户（TGA）”。财政部支付的所有款项，以及家庭和企业向其支付的税款，都会流入和流出。对一些评论家来说，这一安排为规避债务上限打开了一扇大门：财政部可以下令铸造1万亿美元的白金硬币并将其存放在美联储。作为交换，美联储将向TGA提供1万亿美元，以便财政部再次有资金支付账单。

对于财政、货币经济学和政策专业的人来说，白金硬币（platinum coin）是一个有趣的思想实验。它在现实世界中的实际实施——即使是“可行的”和短期的解决方案——也可能从根本上改变货币和财政当局之间的关系。历史经验表明，央行独立性面临严重风险，大多数人认为，央行独立是价格总体稳定的关键保证。

Thomas A. Lubik, The Other Side of the (Platinum) Coin ,May 23, 2023, Richmond, Fed.

美债“软上限”非常类似美国一家人关起门来吵架，吵得越激烈，做给世界看就显得越负责任，但结果都是以暂停上限或者提高上限为结局。由于美元还是关键国际货币，美债还是全球关键安全资产，每一次美债上限的“吵架”都给国际金融市场带来了一定的负面冲击，在相当长时间里美债“软”上限博弈对国际金融市场都会带来负面外溢性。

感谢各位，敬请指正



**CMF**  
China Macroeconomy Forum  
中國宏觀經濟論壇



# 深度剖析美债“软”上限与美债供求失衡的风险， CMF专题报告发布

6月9日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第67期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**刘凤良**主持，**聚焦“美债“软”上限与美债供求失衡的风险”**，来自学界、政界、企业界的知名经济学家**毛振华、胡捷、陶冬、王晋斌、易峘、熊园**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院党委常务副书记、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**王晋斌**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下九个方面展开：

- 一、美债上限来源：作为财政规则的债务上限
- 二、美债现状：“软”上限与急剧膨胀的美债
- 三、美国债务上限代表美国两党的政治经济博弈
- 四、美债上限政治博弈的国际国内风险
- 五、债务“软”上限：美债供给函数
- 六、债务“软”上限：美债需求函数
- 七、美债上限提高与未来风险
- 八、美债上限提高与外部约束

## 九、美国关于短期绕过美债上限最新建议的讨论

### 一、美债上限来源：作为财政规则的债务上限

1917年，美国出台了关于美债上限额度的规定。出台该规定的主要原因是，此前每次政府支出都需要向国会一事一报，效率很低，并且容易导致本届政府对下一届政府过度透支。从这个视角来看，债务上限作为一种财政规则并不是坏事。但是自1917年以来，美债上限共提高了110多次；1960年以来上调79次，平均不到十个月就会提高一次。1917年-1939年，对财政部债务的法定限制从严格的“项目控制”基础演变为更宽松的结构，以适应财政部大幅扩大的再融资业务，采取总负债实行单一限额的制度，这让财政债券发行拥有了更大的自主权，也为后来的债务“软”上限和规模膨胀打下了基础。

### 二、美债现状：“软”上限与急剧膨胀的美债

80年代中期到90年代初期，美债的债务上限是一条比较有效的财政规则。然而1982年起，美债上限快速膨胀：1982年，美国财政发行公共债务突破1万亿，2008年突破10万亿，2017年突破20万亿，2022年突破30万亿。导致这种现象的重要原因是，美国两党为了争取选民支持，在任期间不断扩大支出。近期，《政客》杂志上发表了一篇对于过去13年中，美国白宫和国会处理债务上限问题的总结。其结论是：债务上限很难被控制，当两院保守派试图围绕财政进行紧缩时，结果都是不如意的。在任总统都希望扩大支出，一方面是为了发展经济，另一方面是为了争取选民。博弈的最终结果是两党都不想违约，因为违约带来的后果是灾难性的，它意味着美债信用的破裂。

### 三、美国债务上限代表美国两党的政治经济博弈

#### 1、美国债务上限持续增加

上表为2010年以来美债上限的变动。2013年，奥巴马签署了“**No Budget, No Pay**”法案，改变了1990年《预算执行法》的“**PAY GO**”程序。此后，债务上限暂停成为流行趋势，一直持续到2023年6月。**更为夸张的是，本次只规定了暂停债务上限至2015年1月1日，而没有确定债务上限增加的额度。**

特朗普执政时期，债务上限增加额度非常夸张。2019年7月，债务上限大幅增加6.4万亿美元。特朗普对此的解释是，这是为了下次的竞选，也是为了在任期间不发生债务违约。拜登表示今年6月债务上限法案的最终版本是两党妥协的结果，他称“双方都没有得到自己想要的一切”。但我认为，拜登是这次债务上限讨价还价的最后赢家。

## 2、激烈博弈的背后代表了美国政治的两极分化

几十年前，债务上限还只是例行公事地进行调整，两党对支出结构的态度不像现在这样有如此巨大的差异。债务上限成为政治经济政策博弈的有力武器，往往在最后一刻才提高。1960年以来，国会79次提高债务上限。其中，49次发生在共和党执政期间，30次发生在民主党执政期间。随着国会中的党派分歧日益扩大，债务上限的博弈变得越来越激烈。

2023年5月27日，美国总统拜登和众议长麦卡锡直接对话。通过这种博弈，拜登消除了竞选前的债务违约风险。作为交换，拜登政府也同意在2025年前限制一些联邦支出。总体上，拜登是这次博弈的赢家，他延续了过去美国总统在债务上限问题上最终都基本能达到目的的结果。

## 四、美债上限政治博弈的国际国内风险

通常情况下有两种违约，一种是技术性违约，一种是信用违约。过去，政府没有钱就会关门，这可能导致技术性违约；但如果财政资金花光了，无法偿还之前的债务，就会导致信用违约。从美国国内的角度来看，债务上限达成前，政府会被迫减少很多支出，这将引起部分受损群体抗议，也会对美国经济产生连锁反应，推高美国在任政府的执政

成本。在到期日之前，如果不提高债务上限，金融市场可能会陷入不确定性混乱。如果美国政府无法如期支付美债利息和本金，将会对国债和政府信用产生非常大的影响。此外，由于美元体系是一种主导性的货币体系，违约也会对国际货币体系产生巨大影响。PIIE 研究所的一位作者在文章中写到，美债违约将对美国金融体系，乃至美元货币体系的国际地位产生显著的负面影响。

## 1、过去的经验

从经验上来看，每次博弈的结果都是有一定差异的。2011年的违约是比较严重的，穆迪、惠誉等评级机构都下调了美国主权评级，金融市场进入避险模式。根据东吴研究所的统计结果表明，在那轮博弈过程中，美股下跌，十年期美债收益率下行，美元指数和短期美债收益率上行，黄金价格上涨，这是典型的避险模式。

2013年奥巴马“医改”引发的债务博弈，导致政府面临关门危机，对市场的影响并不显著。其主要原因是，当时要求调整的债务上限规模不大，仅为5000亿，而2011年的新增债务上限规模超过2万亿。因此，市场对美债上限风险的反应出现了一定钝化，并不激烈。

在2015年的一份研究事件后果的报告中，美国政府的问责局发现，2011年和2013年两次债务上限的斗争过程中，一些国债的利率的确有所上升，导致联邦借贷成本略有提高。

## 2、本次情况

#### 四、美债上限政治博弈的国际国内风险：本次情况

今年5月24日，国际评级机构惠誉将美国AAA主权信用评级列入负面观察名单。

惠誉认为：“党派争斗正在阻碍提高或暂停债务上限协议的达成，仍预计债务上限问题能在‘X日’之前得到解决”，但美国“无法偿付部分债务”的风险正在上升。

惠誉重申美国整体信贷强劲，这对一些投资者来说或许是一个可以保持乐观的迹象。该机构同时预计，即使在债务违约的情况下，美国的国家信用上限(Country Ceiling)仍将维持在AAA。

Estimated Economic Effects of Debt Ceiling Standoff: Q3 2023

Measure	Brinkmanship	Short Default	Protracted Default
Jobs, millions	-0.2	-0.5	-8.3
Real GDP, % annualized growth	-0.3	-0.6	-6.1
Unemployment, percentage points	0.1	0.3	5.0

Source: CEA analysis.

Table 1: Estimated Economic Effects of Debt Ceiling Standoff: Q3 2023

The White House, the Council of Economic Advisers (CEA), The Potential Economic Impacts of Various Debt Ceiling Scenarios, May 03, 2023.

2023年5月24日，惠誉将美国 AAA 级主权信用评级列入负面观察名单，但并没有下调其信用等级。它坚持认为美国整体的信贷还是比较强劲的，即使出现了债务违约的情况，它的信用上限仍将维持 AAA 级。根据今年5月3日美国白宫的测试结果，如果债务上限始终处于边缘地带，短期内将会带来20万人失业，失业率增加0.1%，GDP 下降0.3%；长期内违约风险巨大，成本非常高，将带来830万人失业，GDP 下降6.1%，失业率上升5%。

### 3、历史与本次情况的对比

根据美联储自身的研究，在2011年和2013年美国债务限额两次僵局期间，所有美国国债的收益率都上升了4至8个基点，幅度并不算很大，但对市场造成了一定的影响。

今年4月中下旬起，美国主权货币违约互换的 CDS 开始出现明显上涨；5月份美元指数上涨了2.1%，这说明市场对本次美债上限的风险产生了一定的避险情绪。

近期，芝加哥联储通过 CDS 进行了测算，发现4月债务违约率上涨至约4%，与2013年债务僵局时期接近，低于2011年7月6日6%的水平。总体来说，本轮债务上限调整中，金融市场的反应弱于2011年，但仍然受到了一定负面冲击。

## 五、债务“软”上限：美债供给函数

从长期视角来看，美债上限的供给函数是财政赤字和两党博弈，约束条件是两党利益的平衡。这种利益的平衡取决于两会中各党派的控制程度，存在很大的弹性。若一党通吃两会，约束条件将大为弱化，导致美债存在过度供给的风险，美债上限上调额度比市场预期还要大。

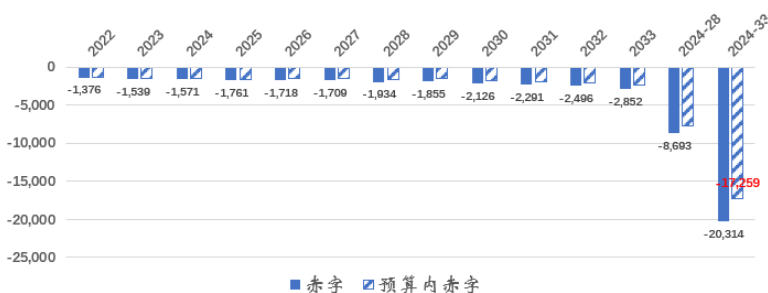


### 五、债务“软”上限：美债供给函数

美债上限是美国确定的美债信用边界，也是美国两党基于美国政治和政策博弈的结果。其供给函数比较直接。

美债供给=F（财政赤字，两党博弈）。约束条件：两党利益的平衡。在上述约束条件下两党各自最求自身利益最优化。

美国两党利益平衡具有很大的弹性。美债存在过度供给的风险。



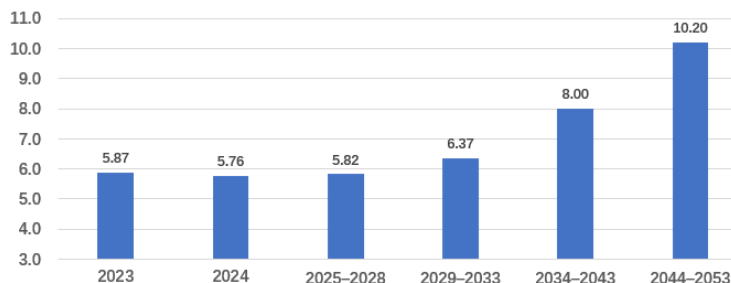
CBO's May 2023 report An Update to the Budget Outlook: 2023 to 2033  
单位：十亿美元。

上图是 CBO 测算的美国财政赤字和预算赤字的变化。2033年，美国财政赤字将达到20万亿，其中，预算内赤字达到17万亿。近期，耶伦也表示要提高美国债务上限至20万亿，美债的供给将持续上行。





## 五、债务“软”上限：美债供给函数



美国财政总支出/GDP与总收入/GDP之差（百分点）  
CBO's May 2023 report An Update to the Budget Outlook: 2023 to 2033

从CBO的测算来看，美国财政赤字规模会持续膨胀，财政收支不平衡会越来越严重。（支出-收入）/GDP比例在2044-2053年期间将达到10.20%，远高于2023年的5.87%。美债上限是名副其实的“软”上限。2028年国防预计超1万亿美元。

从美国财政总支出/GDP与总收入/GDP之差的比较中可以看出，2044年-2053年，美国财政赤字占GDP的比例将超过10%。如果按照这个速度膨胀，美债供给是名副其实的“软”上限，2033年美债供给预计超过50万亿美元。

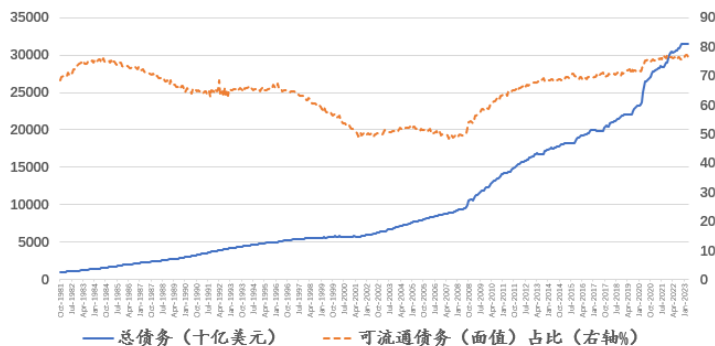
债务与GDP之比常用来描述债务的可持续性，不过该比重对每个经济体来说都有所差异。例如，2009年希腊债务危机时，其债务与GDP之比超过了120%；同期，日本的债务与GDP之比超过了200%，但也未出现违约迹象。根据CBO的预测，2033年美国公共持有债务数量占GDP比重将接近120%。由于违约的判断需要综合考虑经济基本面、偿债能力等一系列问题，不能依靠单一指标，因此难以判断到时美债是否会出现违约。但是，长期的过度供给对美债价格和金融市场收益的扰动将会非常大。

## 六、债务“软”上限：美债需求函数

## 六、债务“软”上限：美债需求函数

美债需求是美国及全球确定的美债信用边界，美债供给者与美债需求者存在相当程度的分离，这是由于美元作为主导性国际货币导致的。其需求函数比较复杂。

美债需求=F(安全资产的收益、地缘政治关系、流动性)。约束条件：美债新特里芬两难。在上述约束条件下美国两党谋求美国利益最优化。



美国债务（国债）总规模和可流通债务（面值）占比 (%)

数据来源：U.S. Treasury: [Monthly Statement of the Public Debt](#).

1981年以来可流通债券（面值）占比均值为64.4%，2020年以来的均值为75.6%。

美债需求有其特殊性，当前美债的规模为31.4万亿，而可流通的美债面值超过24万亿。其中，7.5万亿由国际投资者持有，占可流通规模的1/3。美债需求与安全资产的收益率、地缘政治关系以及流动性密切相关，约束条件则是新特里芬两难。在该约束条件下，两党谋求美国利益的最优化。

### 1、安全资产的投资收益

在1942年-2023年4月的976个月中，美债账面浮亏的月度共有398个月，占比40.8%。其中，1958年-1982年间的浮亏最为频繁，因为当时美国正处于滞胀的高利率时期。若剔除该时期，美债浮亏月数大幅减少。

从长周期来看，1990年以来美债浮亏月度占比仅为5%；2010年以来浮亏月度占比为12%。国际投资者持有美债大多数是为获取投资的收益率，若按照简单均值计算，美债有超过1000亿美元的浮盈。不过简单的月度平均没有太大的参考意义，因为早期美债规模很小，而目前规模很大。疫情以来，美债的浮亏和浮盈创造了历史的高峰和低谷值。由于急剧放水，2020年10月前后美债账面浮盈高达1.8万亿，而2022年美债浮亏最大时接近-2.1万亿美元，这也是导致美国部分银行业资产出现问题，出现银行业关闭风波的重要原因。截至今年4月，美债账面浮亏接近1.4万亿，有所收窄。

## 2、地缘政治因素

目前，约3/4持有美国安全资产的外国政府与美国有各种军事联系。截止2021年12月，与美国有共同防御伙伴关系的政府持有美国安全资产约占外国政府持有美国安全资产总量的55%。因此，地缘政治关系是持有美债的重要因素。拜登上台后，美国在对外关系上向G7回归、向盟友回归，这使得经济全球化向特定区域发展，试图巩固美元的霸权地位。

## 3、官方美元流动性

在美元主导的国际货币体系下，全球有30多个经济体的货币与美元挂钩，即使是在实行有管理的浮动汇率的经济体中，其货币与美元之间的汇率稳定性也是非常重要的。因此，需要对外汇市场进行干预。不论是发达经济体还是新兴市场，政府干预外汇市场都需要美元。例如，2021年12月到2022年10月，日本政府为防止日元持续贬值，减持了2000多亿美债，大规模干预外汇市场。

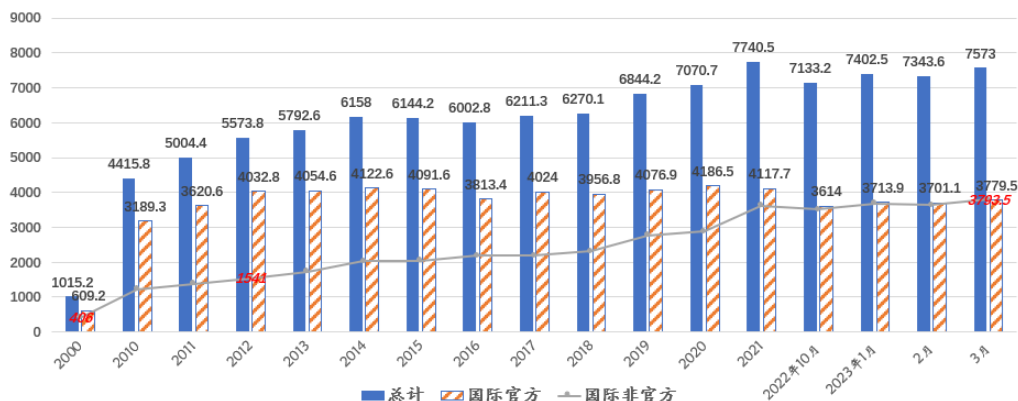
除此之外，跟美联储签署的货币互换的14家央行也可以采用货币互换获取美元干预外汇市场。但是货币互换的成本比较高，因为其他国家需要向美联储支付利息，而美联储不需要支付利息，这是美元霸权的体现。

新兴市场外汇市场的“自我保险”机制决定其对美债有一定的需求。外汇市场的自我保险机制是指是需要通过美元干预外汇市场，在特定的时期防止本币出现过度贬值。

## 4、投资者结构变化



## 六、美债需求函数：投资者结构变化



2000年以来国际投资者持有美债数量（十亿美元）

今年3月，国际非官方机构投资者持有的美债规模首次超过了官方，表明美债对这些机构来说，是流动性、收益性、安全性平衡地比较好的资产。2000年，全球持有的1万多亿美债中，官方持有6000多亿，非官方机构持有的只有4000多亿；今年3月，全球共持有7.57万亿美债，相比去年10月增加了4000亿。其中，国际官方持有美债约3779多亿，非官方持有量达到3793亿，非官方首次超过官方。近期投资者持有美债数量的上升主要是由于美债账面浮亏不断减少，如果在去年10月份抄底，现在将获得比较多的账面浮盈。国际机构投资者持有美债的规模同样是美债收益率、流动性、安全性之间平衡的结果。

## 七、美债上限提高与未来风险

美债供需始终存在新特里芬两难。第一种是 Pozsar 在2011年提出的，主要是指美元短期债券稀缺会导致金融市场流动性不足，发行过多则会不被信任，甚至被抛弃；第二种是 Rey 在2019年提出的，主要是说随着美国产出在世界产出份额中的占比不断缩小，美国不能无限期地成为世界安全资产的唯一供应者。这两种表述的含义是一致的，即美债流动性与美债信用之间存在“两难”。如果把高流动性的美债当做美元，则新特里芬两难和特里芬两难的本质是一样的。只不过在特里芬两难时期，美元和黄金之间有

固定的兑换关系；而在新特里芬两难时期，美元不再锚定黄金，美元相对定价名义锚是美元指数中的六种货币。不论是特里芬两难还是新特里芬两难，都是从美债或者美元信用角度讨论了美债的供给和美债信用需求间的两难问题，这也是美元货币体系长期面临的问题。随着美债规模不断的膨胀，新特里芬两难比较深刻地揭示了在美元信用本位下，美债的发行、供给与需求间的平衡关系所内涵的深层次矛盾。

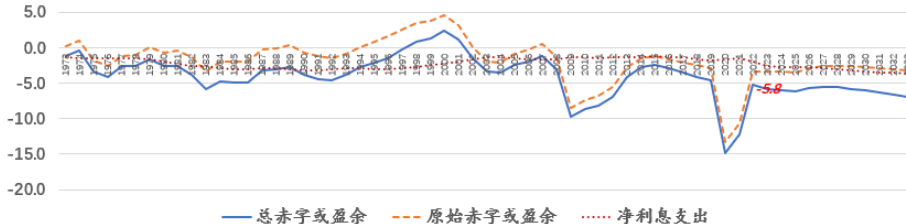
目前，新一轮美债上限达成，今年下半年国际金融市场可能会面临美债过度供给的风险。若2023年美国财政赤字规模在1.5万亿美元左右，由于今年1月19日之前，美债的发行规模很小，则下半年发行的美债数量肯定会超过1万亿美元。考虑到发行成本，在当前高利率条件下，美国可能会选择更多地发行短期美债，这将对市场上短期美债产生巨大冲击。短期利率上扬会对市场造成冲击，也会收紧金融体系流动性。不过，这也取决于美债的发行采取何种方式。如果是通过吸纳银行准备金的方式，将对银行流动性将造成巨大的冲击。硅谷银行危机之后，美联储通过债券抵押的方式向银行提供流动性，这种大规模的通过银行准备金吸纳美债的方式，对银行体系有相当大的冲击力；如果是通过逆回购的形式，由于逆回购市场的利率水平高达5.05%，目前逆回购规模超过2万亿美元，可以在相当大的程度上吸纳美债供给。但不管通过哪种方式，要吸收1万多亿美元流动性，在短期内都会对市场流动性造成一定的冲击。



## 七、美债上限提高与未来风险

短期中：今年下半年全球金融市场可能面临美债过度供给冲击的风险。2023年原始赤字占GDP3.3%，净利息支出占GDP2.5%，总赤字/GDP为5.8%。6月1日美国财政部一般账户的可用金额485.12亿美元。2015年末、2017年末和2019年现金余额大幅下降是债务上限僵局的结果，这限制了财政部维持预防性余额的能力。今年1月19日美国债务达到了2021年12月16日确定的31.4万亿美元限额，美国财政部宣布了“债务发行暂停期”。目前债务上限问题达成一致，下半年美债供给将会大规模增加，会超过1万亿美元。目前货币市场流动性可以吸纳（逆回购始终保持在2万亿美元以上规模），如果使用银行准备金消化美债供给，存在明显的流动性收紧风险及推高利率的风险。

长期中也会推高利率水平。CBO一项研究结果表明，债务占GDP的比例每增加1个百分点，债务对利率的平均长期影响在2-3个BP之间（CBO，2019）。



CBO's May 2023 report An Update to the Budget Outlook: 2023 to 2033

从长期的视角来看，根据 CBO 的研究，债务占 GDP 比重每增加1个百分点，债务对长期利率的影响将会在2-3个 BP。债券数量不断增加会推高债务的利率水平，也会推高整个市场利率水平。

## 八、美债上限提高与外部约束

长期来看，美债需求面临着三个约束：

一是全球生产-消费模式的改变。若改变全球生产，美国消费的模式，当美国逆差的规模大幅度下降时，美债只能更多地依靠美国国内需求。

二是国际货币体系格局的改变。随着货币多极化不断推进，市场减少对美元资产的需求，从而对美债的需求形成约束。

三是全球安全资产格局的改变。目前，美债是规模最大的全球安全资产。若更多经济体提供有竞争力的安全资产，将会压缩美债作为全球安全资产的空间。一种资产在流动性、安全性和收益性之间的平衡，取决于多种综合因素，包括金融市场的开放，金融市场的广度深度等，这不是短期内能够改变的。但是从中长期的视角来看，这种趋势一定会深化，从而对美债需求或者对美债的过度供给形成约束。

根据 CBO 的评估，未来十年美元的国际使用量将逐步下降，这也是世界经济多极化趋势不断深化的体现，但是短期内美元的主导地位很难被改变。美国的供给函数是很难改变的，因为美国长期坚持财政赤字刺激经济发展的政策，并且美国在维护其军事霸权等领域的成本很难降低。因此，最重要的是改变美债需求函数。美债需求函数的改变也是世界地缘政治、经济金融关系的改变。只有持续深入推进世界经济多极化，形成对美债强有力的替代品和竞争品，才能迫使美债从“软”上限变成“硬”上限。

## 九、美国关于短期绕过美债上限最新建议的讨论

近期，美联储的一家分行提出绕过短期美债上限的建议。这主要是因为，尽管每次关于债务上限的讨论最终都能达成协议，但短期内会对金融市场造成扰动，是否可以采取一种办法避免短期博弈对金融市场造成的扰动呢？有人提出铸造白金硬币的方法，即通过区块链技术来做加密货币。美国财政部可以使用财政部普通账户（TGA）里的权益，来铸造1万亿美元的白金硬币，并将其存放在美联储。作为交换，美联储向 TGA 提供1万亿美元，以便财政部能够支付这笔钱。这个建议引起了巨大的争议，因为其涉及到财政和货币之间的关系，以及央行独立性的问题。它的好处在于可以避免短期中债务博弈对金融市场造成的扰动。

美债“软”上限类似美国一家人关起门来吵架，吵得越激烈，在世界看来就显得越负责任，但结果都是以暂停上限或者提高上限为结局，其背后都代表了两党自己的利益。

由于美元是关键国际货币，在相当长的时间中，关于美债“软”上限博弈都会给国际金融市场带来一定负面外溢性。随着美债规模不断膨胀，这种负面外溢性甚至可能引发剧烈的金融动荡。

论坛第二单元，结合 CMF 中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“此次美债上限调整的新特点、债务上限激烈博弈的本质”等问题展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**认为，一方面，关于美债上限危机的讨论一直在进行，另一方面，世界上并没有减少对美债的需求。**从安全性来看，美债本身的偿还风险并不大。**因此，说美债上限是“软”上限是非常准确的。美国政府决定发行新的债务，被市场消化掉，就能保证不违约。

美债特点决定了中国必须持有一部分美元，或者在一段时期内持有美元。为了防范美债危机带来的风险，需要降低对美元的需求。中国应坚持推行货币互换体系，并且通过在海外市场发行人民币流通工具等方式，对冲美债危机的风险。

华泰证券首席经济学家**易峘**指出，超短期波动不会带来债务上限的大开大合，只是会有一些波动。但值得注意的是，超短期的债务上限相关问题没有完全解决。有通胀就不怕债务，因为从短期来看通胀的名义增长更快。

**美债供给暂时不会大幅收缩，但美国国内及海外的美债需求都有较大的不确定因素。**因此，我认为美债可持续性的问题会在1-3年内再次被提出来。只要美国经济开始减速，通胀开始下行，再加上其他国家的周期不同，以及美国国内金融机构和联储自身资产负债表的变化，国债边际可持续性就会产生一定压力。

上海交通大学高级金融学院实践教授**胡捷**指出，从债务负担的角度来说，衡量债务是否可持续有一个重要指标，即利息支出占财政收入的比重。目前美国的债务状况还是可以接受的，但是若按当前趋势继续发展下去，未来恐怕不容乐观。

债务上限是技术性的约束措施，当约束被碰到的时候就会产生激烈的辩论，这是债务问题政治化带来的困扰。关于债务上限的辩论，通常不仅是就上限论上限，也伴随着对未来的举债规模和举债用途的讨论。**债务上限激烈博弈的背后其实是党争。**

此次美债上限调整对于我国处理债务问题也有一定启发：不论是个人、企业、地方政府还是中央政府，永远都面临着量入为出的基本原理，在举债方面也需要以大原则权衡每个阶段的措施。

瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问**陶冬**认为，债务上限问题对新闻界有很大意义，对市场有一点点意义，对短期的美国经济和世界经济没有意义。拜登政府不希望太多减少开支，而共和党坚持要为失控的政府开支套上缰绳，这是本次债务上限争论的核心。

按照目前达成的债务上限协议，联储必须要在一年内开始降息，降息幅度未必小。2025年新一届政府上任后重启债务上限谈判，对于市场和经济的影响可能更大，到时债务总额有可能接近40万亿美元。此外，美国财政部债务上限的限制对于未来几个月国债市场的供需关系确实会造成一定冲击。



国盛证券首席经济学家**熊园**指出，从中长期视角来看，美国这一轮的债务问题反映了美国两党、美元霸权、金本位制度下美元全球铸币税等大的逻辑。2023年3月份以来出现硅谷银行、瑞士信贷银行破产倒闭等情况，事实上是2019年美国债务危机的延续。

美国要出现深度衰退还需要更长的时间，但可以肯定的是，美国经济的大方向是逐步**趋于衰弱**。根据目前对美债本身、美国经济、美国加息的判断，以美元美债为资产价格锚，未来几个月将充满变数，对于国内的政策制定和资产价格变化都将带来巨大扰动，需要我们保持密切跟踪。

# 毛振华：美债“软”上限是全球金融体系的潜藏危机，需做好压力测试

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第67期）上的发言

近期，美债上限问题引发了全世界金融市场的关注，中诚信国际也于5月底将美国主权信用级别由AAA<sub>g</sub>下调至AA<sub>+</sub><sub>g</sub>，并继续列入可能降级的观察名单。但我本次发言不代表中诚信发表观点，只代表我个人谈一谈对美国债务上限问题的看法。

## 一、美债“软”上限是全球经济金融体系潜藏的危机

此次美债再次突破上限的大背景是，前几年为了应对新冠疫情的冲击，美国大规模向居民和中小企业发放补贴，叠加俄乌战争和中美博弈背景下美国不断扩充军备，财政支出大幅上升，政府财政“入不敷出”情况加剧，导致债务上限再次需要提升。

从一般意义上来说，一个经济体、企业举债往往需要考量其偿债能力，但美债上限实际上是“软”上限。一方面，美元的世界货币地位使得美债“软”上限成为可能。全球诸多经济体都是美债的持有者，美国政府发行的债务，能被市场充分消化，就能确保不违约。另一方面，美国的政治制度决定了美债债务上限是“软”上限。在美国的信用体系下，美债一旦违约美国政府需要承担违约责任，因此无论美国两党如何博弈，最终都会就提高债务上限达成一致。二者博弈的过程实际上是在野党对执政党的制约，在野党希望增加自己对选民承诺的支出部分，削减执政党对选民承诺的支出部分，这是美国政治体制下党派之争的一部分，并不会影响债务上限上调的结果，市场对此也有充分预期。

按照美国央行可以购买国债的制度设计，美债上限的提升完全是美元的货币创造，这种货币创造又借助美国高度开放的债券市场和美元世界货币地位为其他经济体所吸收，成为全球重要的基础资产。但美债上限提升这一对全球金融市场影响巨大的事件，却仅由美国单独决定，且受到美国国内党派政治的巨大影响，美国内部政党之间的博弈加剧了全球经济金融市场的不确定性，加大了持有美债的其他经济体的风险。

美国财政政策和货币政策给全球金融市场带来的这种负面外溢性在未来很长一段时间内都将存在。随着美国财政开支的扩大，美债规模仍有不断膨胀可能，甚至不排除将来有一天美债规模攀升至会给国际金融市场带来巨大冲击的程度。从这个意义上来说，美元、美债虽然是全球金融市场的安全机制、稳定机制，但也是全球经济金融体系潜藏的巨大危机。

## 二、美元仍有投资价值，但需基于底线思维进行考量

美元信用本位下，美元作为世界货币，美国能否维持一个负责任的债务体系非常重要，也正因为如此，关于美国债务上限的讨论一直在进行。但是，全球并没有减少对美债的需求，尤其是中国和日本交替成为美债最大的海外持有者，且中国政府持有的比例比较高。

美国可以将发行美债获得的美元用于其国防开支、扩张军备。近年来，中美博弈持续，且由于美不断插手亚太事务，军事上“对峙”局面也时有发生，但我国依然持续购买美债。这就使得一些人感到困惑，为什么我们要让美国获得资金来对付中国呢？这是一个复杂的问题。一方面，中国是长期的贸易顺差国，巨量的外贸顺差使得我国外汇储备中积累了大量的美元；另一方面，从这几年的情况来看，美债依然是全球金融市场上非常重要且安全性、收益性、流动性都很高的资产，从投资的角度来说，美元仍然是值得投资的资产。

但是，在百年未有之大变局下，我们仍然需要对此有更多考量。在底线思维下，中美博弈如果出现极端情况，我国投资的巨量美债该如何处理？该采取什么样的立场、原则和技术手段？要针对不同的情形做好压力测试。

针对美国政府不负责任的提高上限的行为，我们除了谴责还能做些什么？一方面，要适度降低对美元的依赖，降低持有美债的风险，但考虑到美元的规模及其在国际金融市场的基础性作用，仍然需要综合考虑外债资产流动性等因素来决定美债规模。另一方面，在美债上限不断提升的背景下，如何在全球构建对美债有约束力的国际体系？国际经济金融组织有没有可能就此与美国进行对话和讨论？这个截至目前为止尚未有人提出，但我觉得鉴于美债上限不断攀升的情况，应该有这样的讨论，这种针对美债“软”上限国际上基本保持“沉默”的状况有必要得到改变。

人民币国际化是否有助于去美元化？当前，人民币国际化依然还有很长的路要走，人民币仍然不是世界货币，在此背景下，全球对美元的依赖依然存在。但是，推进货币互换、降低全球经济体对美元的依赖仍有重要意义。其中最为关键的是，要进一步建设完善人民币离岸市场，丰富以离岸人民币计价的金融产品，不然人家拿到人民币，马上跑到香港离岸市场兑换成美元或者黄金，人民币仍然难以在国际上稳定流通和运用。在具体做法上，可以适当增加海外发行人民币债券的规模，虽然是外债，但以人民币计价，相对于外币外债风险相对可控，且有助于人民币国际化。

# 胡捷：党争引发激烈博弈，长期美债风险可控

胡捷 上海交通大学高级金融学院实践教授，美联储前高级经济学家

以下观点整理自胡捷在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 67 期）上的发言

从债务负担的角度来说，衡量债务是否可持续有一个重要指标，即利息支出占财政收入的比重。从债务上限的角度来说，它实际上是一项控制举债规模的制度性举措，其本身并不会带来任何根本性的风险。但是这一制度性安排的存在，会周期性地带来一些不确定性，导致大家产生恐慌，这种恐慌甚至会进一步传导到金融市场，由金融市场再进一步传导到实体经济。关于债务上限的辩论，通常不仅是就上限论上限，也伴随着对未来的举债规模和举债用途的讨论。

## 一、为什么此轮美债上限备受关注

### 1、近年来美国债务规模迅速扩大

近三年来，美国债务上升过快。2020年至今，美国新增债务余额8万亿，占当前整体债务余额的25%，这主要是受疫情冲击的影响。疫情第一年，债务余额上升了4.5万亿，第二年1.9万亿，去年2.5万亿，债务规模增长迅速。

### 2、美国长期债务状况值得忧虑

当前美国的债务状况是否值得忧虑呢？利息支出占财政收入的比重可以作为衡量一国财务状况的关键指标。一般而言，利息支出占比在10%以下是比较理想的。去年，美国利息支出占财政收入的比重为8%，偏高但还没有达到10%，从这项指标来看，美国的债务状况还算不错。

若从动态的角度来看，美国的债务状况还是值得忧虑的。去年是加息周期的第一年，由于很多存量债务在发行时的利率比较低，因此去年的利息支出仅占8%。但今年发行的很多债是新债，利率高出很多，据预测，今年的利息支出可能会占到财政收入的12%甚至更高。从这个角度来看，美国的债务状况值得担忧。

从其他几个辅助性指标来看：1) 利息占 GDP 比重。去年美国的利息占 GDP 比重大概为1.9%，一般认为该比重高于2%可能会出现问題；2) 债务余额占 GDP 比重。欧元区曾一度以60%为标准，去年美国的债务余额占 GDP 比重为120%；3) 赤字占 GDP 比重。一般以3%为参考点，去年美国的赤字占 GDP 比重为5.5%。这些外围指标最终落地为一个实操层面的指标，即利息占财政收入的比重。

总结来说，目前美国的债务状况还是可以接受的，但是若按当前趋势继续发展下去，未来恐怕不容乐观。

## 二、美国债务上限激烈博弈的背后是什么

债务上限是技术性的约束措施，当约束被碰到的时候就会产生激烈的辩论，这是债务问题政治化带来的困扰。美国的两党政治结构是产生周期性争论和波动的重要原因。从逻辑层面来说，有美债上限是件好事，它能够作为抓手，控制财政收支平衡。随着 GDP 的增长，合理的上限也一定会随之上升，因此一旦设置了这样的上限，就一定会触碰到它。

从实操层面来说，每次上限的提升都会遇到党争，造成民众心理层面的恐慌和市场的波动。此外，由于两党的政治利益有差异，选民基础也不太一样，关于债务上限的辩论，通常会延伸至对未来的举债规模和举债用途的激烈辩论。总结来说，债务上限激烈博弈的背后其实是党争。

## 三、本次债务上限暂停两年后的风险及展望

有两种可能性，一是从正面来看，这可能会成为扭转债务上升趋势的开始；二是这有可能是周而复始的常规辩论，过后就一切如常。

之所以说这可能是扭转债务快速上升趋势的开端，不是因为美国的政客能够克制自己，而是债务形势使然。如果财政部每年利息支出超过财政收入的10%，这种财政状况是难以为继的。当前的数据已经很接近上限了，特别是当市场利率大幅上升后，突破这个上限似乎是指日可待。在这种情况下，财政部面临财政平衡的问题，不可能以超过收入增长的速度大幅举债；美国治国的机制也不可能让财政部无限制举债，最终形成财政收支无法平衡的局面。每次债务上限调整时，大家似乎关注的是两党为自己的政治利益进行较量，然而我们还要看到，这背后体现出美国财政总体是比较有纪律，也是比较专业的。这样一种客观形势的存在，使得美国未来的财政状况可能会得到修复。

事实上，从协议具体内容也能看出一些苗头。把未来的时间分成两个阶段，一是从目前到2025年12月31日，我们称之为A段，此后称为B段。A段的目标是债务上限放开，B段则以起始时的债务水平作为上限。如果一年半以后，举债规模很大，维持那样的水平是否会有危险？实际上，美国在开支方面有一些配套措施，在A段的原则是和2022年的支出大致形成可比的平衡，这意味着今年举债总额增加2万亿左右，明年也会增加一些；到B段后，基本目标是债务规模按照1%的速度增长，低于通胀率，这意味着实际债务规模处于缩减状态。

因此，未来美国债务规模预计还会上升，但我认为就核心指标而言，两党都表现出抑制债务增长的意愿，对未来的展望还是审慎乐观的。以美国对财政管理的长期历史来看，它是有纪律、比较专业的。

#### 四、债务上限调整的影响

##### 1、对市场流动性的影响

近期，财政部新发了约3000多亿的美债，起到了“抽水”的效应，不过规模不值得忧虑。参议院刚通过这个法案时，国债一年期收益率就上涨了15、16个基点，确实是有一点抽水的意思；发了3000亿左右的新国债后，收益率上涨了16个基点。但到今天为止，收益率已经出现了回落，相对参议院通过法案时后的水平只增加了4个基点。因此，本次调整对流动性影响不是那么大，并不值得忧虑。

## 2、对美联储的影响

很多人始终把财政部债务上限的问题和美联储放在一起讨论，事实上二者无关。从法律上来说，二者是两个独立的机构，并且美国财政部的债券瞬间就能发出去，并不需要美联储直接购买它的债券。调整美债上限是行政当局与国会两党的博弈，美联储既无权利干预这件事情，也没有必要参与这件事情。

此次美债上限调整对于我国处理债务问题也有一定启发：不论是个人、企业、地方政府还是中央政府，永远都面临着量入为出的基本原理，在举债方面也需要以该原则权衡每个阶段的措施。



# 陶冬：债务上限问题对短期经济没有意义，需远观 2025年

陶冬 瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问

以下观点整理自陶冬在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第67期）上的发言

我先讲结论，债务上限问题在我看来对新闻界有很大意义，对市场有一点点意义，对短期的美国经济和世界经济没有意义。美国国会通过了暂停执行债务上限的法案，事实上华尔街几乎没有人认为，债务上限问题达不成协议，达成协议的内容才是他们最关心的。达成协议就像公司公布业绩，重要的不是什么时候公布业绩，而是业绩本身好过预期还是差过预期。双方争论的重点在于削减开支上，拜登政府不希望太多减少开支，而共和党坚持要为失控的政府开支套上缰绳，这是这次债务争论上限的核心。债务上限对市场的意义真的不在于美国政府会不会违约，实际上美国政府也不会违约，它从1789年后从来没有违约过，还本付息都很准时，美国行政当局和立法当局都知道一旦违约可能触发一场金融海啸，对金融业构成重大打击，而且会把冲击波传导到实体经济和世界各地。

对于市场上所谓的债务上限交易，交易员交易的不是违约本身，而是市场对于违约这件事情的预期，换句话说，赚的是市场预期改变的钱，很少有交易员真的想赚美国违约的钱。

前面有嘉宾提到CDS上涨，掉期违约价格的确有上涨，但上涨不多，基本是持仓人用于对冲风险。美国这一份法案在我看来实际上是为了对债务违约做出一个紧急规避行动，债务上限本身并没有被调高，而是被暂停执行，把问题推到两年后再解决。在这之前不是削减开支，而是确保现有开支不至于进一步膨胀，法案要求2024年政府财政年度可自由支配的非国防开支和上一年持平，在2025年度也只增加1%，同时让疫情期间授权

过但没有花出去的预算收回来，这些大约可以节省6300亿美元，但对于美国政府的大预算来说都是毛毛雨。

自1917年起，美国总共有78次调高债务上限，这在三权分立的美国是家常便饭。1976年以来，曾经有过22次因为美国国会拒绝调高债务上限，美国政府被迫暂停部分政府运作或者推迟非关键开支支付的情况，1995年克林顿政府和2011年奥巴马政府都曾经因为现金断流而停摆。但是就像我刚才讲的，1789年以来美国国债从来没有违约过，行政和立法当局、民主党和共和党，都希望在谁先眨眼的游戏中指责对方，争取政治立场，我相信他们都没有真正违约的意愿。

**这场政治闹剧的真正含义在哪里？在于美国拜登政府仍然可以大手花钱，法案基本上对拜登政府花钱没有给出太多约束。拜登成为美国总统后正好遇到美国新冠疫情的尾声，他在特朗普最后一年三四万亿的财政赤字后继续大手花钱，而且把财政开支从疫情应对、对企业和个人的紧急援助，扩展到了基建投资、家庭支持等常态化支出上面。拜登上任两年制造出来的财政赤字相当于美国过去两百年积累下来的财政赤字总额的八成，这一份法案并没有为拜登极端的财政政策拉上缰绳，哪怕仅削减1%的支出，也仍然会造成巨大的财政赤字，也仍然会为过热的经济继续火上浇油。我认为，这一份法案没有起到对行政当局过度开支形成制衡的作用。**

另一个大的问题是，不大幅削减财政开支对于货币政策有重大影响。前面有嘉宾讲到，美国政府自己能印钱，所以，美国政府实际上只要愿意印钱是不会违约的。换一句话说，货币政策是财政政策同一枚硬币的另外一面，财政政策不收缩，货币政策正常化走不远，因为美联储需要继续为财政买单。这个单不是完全由联储买，但联储要制造流动性，市场才有足够的弹药来买单。在今年接下来七个月中，我们计算大概有1.1万亿美元的国债发行，因为前段时间美国财政部一直没发债，这个数字对于短期国债市场的供需关系会带来冲击。联储在过去15个月里用激进加息手法累计加息525点，这不是一个空泛的数字，美国财政部在上一个财政年度支付利息的支出已经接近美国整个军费，而军费是美国第三大政府开支。

我认为，以目前达成的债务上限协议，第一，联储必须要在一年内开始降息，降息幅度未必小，原因是财政这么花下去货币政策需要配合。第二，2025年新一届政府上任后重启债务上限谈判，对于市场和经济可能更具爆炸性，到时债务总额有可能接近40万亿美元。最后，美国财政部债务上限的限制对于未来几个月国债市场的供需关系的确是一个实实在在的冲击，这个冲击可能比过去三个月大家对于债务上限的焦虑对市场更有实质性影响。

# 易峤：分四个时期看美债信用可持续性的挑战

易峤 华泰证券首席经济学家

以下观点整理自易峤在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 67 期）上的发言

我作为市场经济学家，进行一些贴近市场的数据分析，从超短期、短期、中期、长期看美债本身包括回报率问题、信用问题带来的挑战，以及从实操看怎样应对这些问题。这当中不只是经济回报上的考虑，也是全球百年未有之大变局下的一些战略考虑。作为一名宏观分析师，我更多地是讲一些实实在在的数据。

## 一、本次美国债务上限问题的背景

从激烈程度来看，本次美国债务上限未必是最激烈的一次，之前市场有所担心，但真正形成决议后发现两党还是比较克制和优雅的，虽然之前剑拔弩张，但拖到最后一分钟落地，给市场一场虚惊，这个问题暂时可以搁置。两党或者说美国整个政治环境非常分裂，这种分裂从奥巴马时代开始，在特朗普时代加剧，现在到达历史高点。这次债务上限与以往很大的不同是，疫情之后美债存量大幅跳升，这三年美债存量上升 8.2 万亿美元，现在整体存量达到 31.4 万亿美元，上升速度很快。为什么会造成这种分裂局面？从一个简化的角度思考，无非是民主党和共和党轮流执政，都想在自己执政期间多发福利，但都不希望自己执政时继承一个过重的债务负担，给自己的执政带来更小空间。同时，美国两党和整体选民之间的分裂又加剧了这一点。

但是，这当中又有一个微妙平衡。一方面，共和党不希望继承一个过于庞大的债务负担；另一方面，考虑到美国选民有 60% 的资产在股市及股市相关产品中，在经历了疫情波折和高通胀折磨后，从选民角度看如果债务上限对市场、利率等带来比较大的、一系列的冲击，大家都会认为一定是共和党对这件事情多处刁难。由此，在债务上限谈判前，拜登政府对这件事情的态度并不是特别焦急，因为从博弈角度看、他们认为共和党

不至于过于激进地在债务谈判时叫价。从众议院多数党领袖麦卡锡经过15轮投票当选众议长就可以看出，两边都要维持微妙的平衡，尤其在债务上限问题上如果出现比较大的市场震动，大家就会觉得是共和党在过程中过于刁难，所以他们反而需要在这个过程中谦让一些。最后的解决方案，从短期看还可以，市场反应也还可以。从两党来看，民主党这次谈判比较成功，从共和党自己最后的总结上来说，他们也觉得自己做得不错。尽管非国防预算仅仅是非常温和的削减，但共和党认为非国防预算的削减比预想中还多一点；两党对于国防预算的共识比原来想象地更强烈一些，共和党搁置了大幅增加国防开支的要求，最后结果和拜登的预算一致，明年上升3.8%。拜登在下一轮大选之前显得更加中立也有他自己的考虑，所以从两党来看各得其所，尤其是国防开支这一项，如果现在不达成决议，9月份会产生新的问题，因为按照之前预算明年会自动削减4个点，现在大概率避免了9月份的冲突。总体来说，本次债务上限问题解决得还可以，但留下一个问题：为什么要设这么高的美债上限以及之后该如何演变？中国作为美债持有者，在这个过程中怎样分析它的长短期风险及收益？

## 二、美债上限问题的未来演变

从债务可持续性角度分析，首先可以看一些数据。现在美债总水平在31万亿美元左右，占GDP的123个点，利息支出占到GDP的3个点，应该说是历史高点。但利息本身随着国债到期会滞后于市场利率上升，所以接下来几年的利息支出还会上升。123个点GDP的国债相对2007年进行了两轮大扩张，第一轮是2008-2009年，第二轮是2020-2021年，2007年美债水平只有9万亿美元，占GDP的64%，现在已经到了31万亿美元，占GDP的123%。2007年美债存量为9万亿，而2022年一年净发行增加1.8万亿美元，2021年净发行比2022年更高，从存量和流量的比较可以看出膨胀速度很快。

接下来可以从超短期、短期、中期和长期来看债务可持续问题。

### 1、超短期面临债务波动

在美国债务上限谈判前，3月、4月美国国债净发行为负值。按照2022年平均每月发行1,500亿美元美债的速度，预计接下来6-8月发行1万多亿美元，平均每月发行量是之前的将近两倍。尽管债务上限落地有可能是虚惊一场，但市场要在接下来一段时间内实实在在地消化如此之大的美国国债发行量，尤其是美联储如果在6月13日-14日 FOMC 会议给出一个偏鹰派指引，这有可能带来市场波动的消化不良。总体来说，超短期波动不会带来像债务上限这样大开大合的结果，只是一个波动而已，值得注意的是，超短期的债务上限相关问题没有完全过去。

## 2、短期债务问题不大

从债务可持续性和回报来看，众所周知，去年美元资产回报非常差，但今年总回报不会继续有太大恶化。短期就是看6-12个月，总体债务可持续性不会像今年6月债务上限一样，毕竟它已经推迟到2025年，大概率不会像现在一样出现这么大的关注，为什么？很简单，有通胀就不怕债务，从短期来看美国的名义增长更快。

但是，债务率永远担心存量和流量问题。作为分子的债务本身是存量，现在有30多万亿美元，每年增加二三万亿美元；作为分母的 GDP 是流量，财政收入是流量。一旦有一天美国衰退、流量变负，但存量依然在增长，再加上利息支出膨胀，美国财政赤字会更大，这时候就面临债务问题。预计美国今年 GDP 增长名义上有5-6个点，债务增长目前也在这个水平，所以不至于突然之间出现非常快的膨胀。国债加权平均付息成本滞后市场利率一年左右。目前加权国债利率回到2007年加权平均水平，甚至比那时候高一点，付息成本2.5%左右，占 GDP 的3个点。由于 GDP 名义增长快，这些问题不显现。美国2021年和2022年的名义 GDP 增长分别是10.7%和9.2%，债务增长是8%-9%，债务增长没有名义 GDP 高是由于它是存量，就像中国当年的4万亿元，2009年和2010年固定资产投资增长特别快，但资本存量增长没有那么快，毕竟它是一年流量加上，还要减掉一些折旧。总体来看，从数学上没有看到美债压力，甚至2022年美国国债占 GDP 比例相对2021年还是下降的。对于两年的名义 GDP 增长而言，今年预计在5%以上，因为通胀较高，但这中间的比例在变化。2021年 GDP 平减指数贡献了一半左右的名义 GDP 增长，2022年 GDP 平减指数贡献了3/4的名义 GDP 增长，今年和2022年水平差不多，通胀仍然是最主要的贡

献。但美联储现在主要目标是把通胀控制在2%，这种情况下拉长周期看，美国名义GDP增长趋势在4%左右，这两年明显把分母做大让分子的问题没有这么严重。

财政收入的弹性更大，2021年财政收入增长26%，2022年财政收入增长13%-14%，这种情况下就没有出现过于严重的债务可持续性问题的。再加上美联储2020年和2021年两年加在一起扩表近5万亿美元，今年开始缩表，缩表速度比较慢，一年不到1万亿美元的速度缩减。这几条曲线在某一个点上相交，短期6-12个月未必是问题最大的时候。正如数字所示，如果今年美国名义GDP还有如此增长，主要有两个方面的帮助，一是财政收入增速不错的情况下赤字本身没有很大，二是在杠杆率的分子上也没有看到继续或者大规模膨胀。虽然美国发债体量比较大，节奏上未来三个月会更大，但没有出现很大问题。

### 3、中期债务忧虑显现

目前市场预测美国未来12个月衰退概率在60-70%之间。根据CPI是否在6%以上，曲线倒挂的时间，库存周期调整到这个位置等计算，美国衰退概率至少有五成。这种情况下，债务率的分子分母开始出现问题，从分母角度看，比如2008年全球金融危机之后美国财政收入增长-17%，而2020年为-2%；从分子角度看，刚性利息支出滞后于市场利率，而且财政是一个“自动稳定器”，赤字会扩张，此时数学上就算不过来了。

回到存量和流量的概念上，如果财政赤字在今年占到GDP的6%，新增国债近2万亿美元，未来国债存量趋势增长预计是5%-6%，短期不容易下降，因为有一些滞后的东西会出来，尤其在经济减速下更不容易下降。所以，这就出现了经济周期中偿债比较难受的时期。如果进入衰退，例如财政收入下降5%，而财政支出不会立刻下降，甚至收支缺口还会扩大。这一点可以看利息支出，2022年利息支出7750亿美元，和国防支出差不多，占GDP的3%；如果今年利率加权平均4%左右，明年国债加权平均利息支出将占GDP的4%-5%。如果美国进入衰退，财政收支缺口的压力就将显现，会让国债难以消化，尤其中期还有持有者结构问题。

过去三年持有者结构有较大变化。首先，美联储持有量明显上升，现在美联储在缩表过程中。2019年美联储持有量占美国国债的10%，即持有2.3万亿美元左右；现在已经

膨胀到接近6万亿美元国债，而它的资产负债表只有不到9万亿美元，持有量占到美国国债持有的18%，这是过去几年美国国债发行大幅上升的最主要持有者或者资金来源的支撑。美联储还在持续缩表，如果出现衰退的话就比较被动。

**第二，美国国内金融机构持有量上升非常快。**美国2020年无限量化宽松之后带来国内金融机构资产大幅膨胀，膨胀了8-10万亿美元水平，对美国国债持有波动很大，价格下跌时持有下降比较快，价格上涨时持有上升比较快。疫情前持有20%，目前持有18%。但美国的银行尤其是中小银行的存款每周都在流失。这是因为疫情期间大幅度扩表，2020-2021年两年扩张了40个点，现在美联储缩表，导致美国 M2 下降，从高点下降了8-10个百分点左右，超趋势的扩张还要继续正常化，在这个过程中，美国的银行也需要减持一部分美债。在美联储缩表过程中，持有者结构在美联储部分是可控的，但金融机构的美债持有也增加了非常大比例，这部分就会造成一定压力。

**第三是海外投资者持有量占到美国国债持有的1/4，其中一半是海外央行。**在地缘政治考虑下，很多国家都希望减少对美元的依赖，但苦于没有强有力的替代。从技术上来说，比较不确定的是日本央行，昨天公布了日本一季度 GDP 增速是2.7%，通胀在3%以上，目前收益率曲线控制十年期国债利率在0。日本这一届央行对收益率曲线退出(YCC)的讨论短期被搁置，主要是因为在硅谷银行事件之后，大家认为长端利率上升空间有限甚至会下降。日本持有大量美国和欧洲的固定收益资产，包括美债、MBS 和欧洲国家的国债，这时候日本央行短期内不会在收益率曲线退出问题上雪上加霜，因此 YCC 退出的讨论开始消退。但是日本经济基本面非常强劲，从日本整体市场表现可以看到，相对它自己本来的标准非常强劲，这提出了一个“甘蔗不能两头甜”的问题，如果日本的经济表现很强劲，通胀很高，比如这次春斗平均工资上涨3-5个点，比以前高很多，它的通胀预期三四十年来第一次形成。这种情况下日本央行在技术上会开始重新考虑退出 YCC，这是从收益率曲线控制角度考虑的问题，并不是说日本央行会马上减持美国国债，但从它的资产配置来说是合理的。更多的是日本金融机构因为国内八年零利率而在海外大量配置资产，如果当日本国内收益率上升到1%以上，其配置在欧洲和美国的很多资产就会加速回流，这会导致全球边际上持有者结构的变化，包括对美债边际需求的下降。



美债供给一时不会大幅收缩，但需求在国内海外都有较大不确定因素。因此，我认为中期美债可持续性在1-3年内会再被提出来。这是数学上的问题，只要美国经济开始减速，通胀开始下行，再加上其他国家的周期不同，以及美国国内金融机构和联储自身资产负债表的变化，美债边际可持续性会产生一定压力。

#### 4、长期债务隐忧更加不可辩驳

如果说中期问题还可以在美国不衰退、日本不退出 YCC、美联储不再缩表等上进行讨论，那么长期问题更加无可辩驳。简单从数学上看，美国国债每年增长5%左右，但是名义 GDP 增长在4%左右，假设美联储可以把通胀压回到它的目标2%左右，这在数字上就加不起来。GDP 是流量概念，可以一时增长很快，但长期有一个放缓趋势；债务是存量概念，存量增长如果一时间拉高很多，之后就算回到一个正常的增长速度，甚至比之前更低的增长速度，它的存量增速还是比较快，因此出现了剪刀差。如果到2025年下次债务上限讨论的时候，美国国债存量就要到40万亿美元，占 GDP 比例超130%。再过十年到2035年，可以达到60-65万亿美元的国债存量，占 GDP 比例可能达到150%。全球配置持有者结构问题仍然无法逃避，下次2025年美债上限谈判就会面临一个更大的基数，以及每次看到这个数字就无法逃避的一个问题：美债持续性问题。所以，美债持续性长期基本上确定会成为一个非常大的问题。

### 三、兼顾回报和安全以应对美债问题

从资产配置角度看，一个是回报问题，一个是安全问题。如果加上更多全局考虑，安全问题包括资产本身的安全性问题，和地缘政治相关的安全性问题，这是长期无法回避的。对于回报问题，当通胀高时，财政收入问题不大，美债可持续性问题不大，但加权平均的回报就会下降，因为国债利率要上升。比如2022年美债价格下跌15%，是美国资产加权平均回报率三四十年来最低的一年。大家就开始对美元资产打一个问号，尤其大家对国债资产很多都是持有至到期，硅谷银行事件暴露出来它的减计很明显。通胀高的时候有回报问题，通胀低甚至衰退的时候有可持续性问题，这个悖论逃不掉。

美国通胀下降，长端利率再大幅上升、在超短期来看空间不大。所以，今年不会像去年有这么大回撤的回报。但安全性问题在长期考虑无法回避，包括地缘政治相关的问题，包括俄乌战争短期没有结束的态势，因此，不得不考虑一个非常重要的议题：美元资产替代性。问题是用什么来替代，其实替代比较难，因为全球资产在去年是一个比丑大会，美元虽然回撤比较大，但如果简单做一个模型，以固定收益资产为主，股权资产为辅，再加上货币本身，回报在-10%左右，这在全球来看不算是差的。去年整体来说，尤其是在有较大容量资产、安全性较高资产中跑赢美元的并不多，尽管去年日本股市还可以，但日元贬值也很多。综合考虑上述问题，寻找美元替代非常难，尤其还要考虑回报。

如果不考虑回报，或者把回报考虑降低，会如何呢？**持有美元资产今后几年回报还可以，毕竟是以债券为主，债券利率在目前的基本面分析下，从中性利率和真实利率两个角度看都要下降。**一是中性利率角度，美联储觉得在没有过高通胀和没有失业率过低的环境下，合宜的利率水平在2.5%-3%，现在利率明显超过、尤其是短端，因此短期回报没有问题。二是真实利率角度，在全球大幅度上杠杆之后，未来一段时间要消化杠杆，不管在中国还是海外真实利率都是下降的。从这两个角度来说，还是有时间来换空间，短期不会带来过大投资损失。**但长期问题在于中国每年还有近1万亿美元的贸易顺差。**一是不应该积累这么大的贸易顺差，当然说起来容易做起来难，出口竞争力本身就强，内需在这两年疫情冲击等一系列影响下比较弱。但还是要大力提振内需，既然配置海外资产是头疼的问题，那么就减少不必要的配置，扩大内需，有时从社会福利角度看内需回报更高。二是全球共同趋势，即在全球央行资产负债表大幅扩张之后，真实的黄金和其他实物资产价值势必上升，此外还可以考虑加大其他国家一些安全资产的配置。例如，如果日本真的退出 YCC，那么可以考虑非国债的日元资产。

## 熊园：美债上限如何影响全球资产定价？

熊园 国盛证券首席经济学家

以下观点整理自熊园在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 67 期）上的发言

我想从资本市场的角度理解一下这次美债上限问题，包括对全球资产价格很多方面实质的影响。主要有三个方面。

第一，关于这次美国债务上限延期两年带来的影响，毫无疑问短期隐忧解决了，但从中长期视角来看美国这一轮债务危机背后的本质，反映的还是美国两党党争、美元霸权等大逻辑。最近十几年，每隔一两年大家都会讨论美国债务问题，最近一次讨论比较明显的是在2008年，美国金融危机刚发生时，大家讨论美国债务悬崖这件事情。这里面隐含一个很重要的前提假设，如果去看美国每年公布的财政预算赤字和实际赤字，就会发现最后实际赤字比预算赤字大很多。无论是这几年疫情期间还是再往前，都反映了美国财政天然趋于扩张的，这一点其他国家也一样。特别是最近十来年，全球经济整体经济缺乏动能，债务扩张成为各国主要选项。

第二，从资本市场的沟通来看，大家比较关心的是这次美债危机会不会进一步加速美国衰退。事实上，疫情之前也就是2019年下半年，美国企业杠杆已达到2008年以来最高水平，相比之下美国居民杠杆则比较健康。尽管在2019年底，市场上很多观点认为美国可能会发生一轮所谓的企业债务危机，但疫情发生后，2020年二季度开始到2022年2月，美国一直维持零利率，美国很多企业间接通过一轮低息债务置换，使美国债务违约的压力得到较好缓解。同时美国居民这一端也加了一定杠杆。但随着2022年3月起美联储采取“鹰派”加息，不到一年半的时间史无前例的加了500个基点，这也重新加大了美国这一轮企业债务危机压力，跟踪指标可以发现美国债务违约、美国企业破产数量从2022年下半年开始出现明显反弹。所以，2023年3月份以来出现硅谷银行、瑞士信贷银

行破产倒闭等情况，从源头来讲可认为2019年之前那一轮美国债务危机的延续。当然，疫情三年里各种原因把危机拖延了一段时间，但本质上并没有得到解决。

然而，站在美国的决策部门的视角，美国的政府部门、企业、居民这几个部门，目前来看美国只有企业杠杆相对比较大，美国居民杠杆则是比较可控的。同时，美国政府的杠杆率在110%左右，这个数字并非不可接受，考虑到美国可以借助美债全球流动性地位和美元支撑，某种意义上美国债务可以让全球“买单”。从去年下半年到现在接近一年的时间里，不少观点一直认为美国要进入衰退期，然而看美国近期的各种数据，包括就业、消费、通胀等，尽管下滑趋势比较鲜明，但是**美国要出现深度衰退还需要更长的时间，可以肯定的是大方向上经济是逐步趋于衰弱**。如果这次债务危机诚如大家在五月中下旬所担心那样，那么这次的危机一定会进一步加剧美国衰退，但现在通过美国两党之间的妥协，把债务压力往后延迟两年，从这个意义上看，**对于美国债务危机短期会使美国经济衰退的观点，我们持中性态度**。

**第三，这次美国债务危机是否会影响到美联储货币政策节奏？**5月至今的一个多月时间，美联储加息和降息预期波动较大。5月4日美国议息会议刚召开完毕，市场预期美国在6月不会加息，但7-9月有可能降息。但是，鉴于5月下旬美联储高层鹰派发言和美国披露的各种数据比预期更强，最新美国联邦利率期货隐含的概率是，6月暂停加息、但7月份仍有加息可能，要降息至少需要等到年底。按照这个假设，不管市场预期怎么变化，我们能够得到一个倾向性结论：从现在往后看小半年，美国的基准利率维持在5%-5.25%的水平内的概率是比较大的。与此同时，美国通胀虽然已经进入一个确定性的下降通道，但到今年年底，美国CPI仍可能在3%左右、核心CPI会维持在4%左右，与过去十几年相比，还是处在一个相对高的水平上。**这也意味着，未来几个月美国将面临这样的“风景”：经济趋于下行、利率处于历史绝对高位、通胀处于相对高位，这无疑会对全球资产价格的锚产生很大负面影响**。事实上，从5月中下旬以来，美元美债总体偏强，也明显超出市场预期。倾向于认为，站在目前时点看，美债代表的全球流动性或者全球资产价格的定价锚，在未来几个月中性基准情况下，应该在偏高水平附近震荡。美债如果要出现趋势性向下，可能需要一些触发因素，比如美国银行信贷紧缩导致美国经济提前衰退。

按照上述三个理解和判断做一个基本总结。**第一，这次美国债务危机背后，反映了美国过去几十年来的货币政策机制和财政政策机制的天然“竞争力”。**市场上认为美国债务存在压力，很大意义上可能只是表面现象。美国两党、美国政府决策机制，虽然对美债存在所谓的刚性约束或者“软”上限，但美国在过去发生重大情况下仍然能够有序化解。即便像前几年特朗普时代，因为美债问题等原因政府关门了，但政府还是能够保持相对有效的运转。在这种情况下，美国债务问题本身还需要看美国制度因素给它的各种加持。**第二，美国经济本身受很多因素影响。**从美国债务看美国经济本身并非是特别有效的视角，需要从美国企业债务演化和美国居民债务演化等背后角度来看，这能够更加真实反映美国这一轮经济实际衰退的节奏和幅度。**第三，美国债务本身对美国这轮加息演化也是一种软约束。**基准情形下，加息已经在尾声，降息在路上，但何时真正结束加息、何时真正启动降息还需要边走边看。

基于这些基本理解来看美债对我国的影响，总体看法是：根据目前对美债本身、美国经济、美国加息的判断，以美元美债为资产价格锚，在未来几个月将充满很大变数，对国内政策制定和资产价格变化都是巨大扰动，需要我们保持密切跟踪。



**把脉中国经济 传递中国声音**  
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层  
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,  
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,  
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

