

政府停摆对美国主权信用的负面影响

■ 文/ 曹曼茜



一、美国政府关门时长不断创纪录

因美墨边境墙拨款争执，美国联邦政府部分机构自2018年12月22日零时至1月25日持续关门35天。这是2018年的第三次政府关门，也是40年来美国政府首次在一年内三次陷入关门危机，创下美国政府关门的最长时间纪录¹。

美国政府关门（亦称“政府停摆”）是指政府预算案未获国会参议院、众议院两院批准，联邦政府无支出预算，将关闭部分政府机构并停止相应服务。美国政府虽然关门，但国家机器依然保持运作。国家安全和执法部门等政府主要职能部门继续保持运转，而联邦政府环境、教育、商务部和住房等非必要部门的大部分雇员暂时无薪休假。

美国政府关门的法律和制度基础是《1921年预算

与会计法案》及《1974年美国国会预算暨截留控制法案》。其制度根源在于美国三权分立的政治体制，用于制衡行政部门和立法部门，为避免行政分支开支无度。但实际上，包括此次在内，美国政府历史上共停摆22次，其中除了两次是由于国会聚餐推迟一天通过预算案和技术原因导致政府关门外，其余政府停摆的主要原因包括三大类，即美国共和党与民主党产生分歧、参众两院产生分歧以及两院和总统产生分歧。政府关门经常沦为国会两党促使对方做出让步的“工具”，本次政府关门的背后动机便主要在于此。

本次美国政府关门的根本原因在于特朗普竞选时曾承诺在美墨边境修建隔离墙，建设费用由墨西哥承担，后改由美国承担。在最新一轮的预算表决中，特朗普要求在拨款法案中加入57亿美元边境墙建设费

¹此前政府关门持续的最长时间为21天。

用，民主党表示坚决反对。2018年12月19日，美国参议院通过临时的预算决议，但因决议中不包括57亿美元边境墙拨款而遭到特朗普的拒绝。2019年1月3日，中期选举产生的新一届美国国会正式宣誓就职，民主党重夺众议院控制权，共和党虽在参议院中占53席的多数地位，但未达到预算法案通过需要的60票，国会两院分裂加剧，民主党拒绝与特朗普进行谈判，政府进入持续的关门状态。

2019年1月25日，特朗普在民主党人“政府先开门，之后再谈边境安全”的坚持要求下终于做出妥协，当日宣布并正式签署了临时拨款法案，但该法案并不包括特朗普要求的57亿美元美墨边境墙预算。同时，联邦政府承诺恢复运作至2月15日，其间国会参众两院的共和、民主党议员组成跨党派委员会，就加强国土安全的资金问题提出建议。由此，美国才结束了此轮政府停摆。

此次政府关门背后反映的是两党对于2020年大选的博弈。于共和党而言，在美墨边境修建隔离墙是特朗普竞选总统时的重要承诺，是他稳固票仓、寻求连任的重要政治筹码，这就决定了共和党在此问题上不会轻易妥协。而民主党则坚持认为，美墨边境墙在加强边境安全上低效、昂贵且没有必要，是共和党煽动保守派选民的政治噱头。民主党在2018年中期选举中获得阶段性重要胜利，于是在边境墙问题上阻击特朗普。而特朗普担心若未能履行承诺，则可能在2020年大选中丧失优势，不惜以政府关门的方式胁迫民主党让步。面对僵局，两党均态度强硬、不肯妥协，显示两党之间的共识和合作越来越少，而分歧和斗争则愈演愈烈。

二、信用评级机构调级示警，美国主权风险值得关注

国际三大评级机构中的两家均在1月份发出了对美国主权信用下降的示警。1月9日，惠誉警告称，如果美国持续的政府停摆导致其触及债务上限，对财政政

策制定造成更明显的稳定性影响，包括围绕美国债务上限的“边缘政策”（指政治上故意将危险局势推至极限，以说服对方服从我方的政治要求），惠誉将在今年晚些时候下调美国的AAA主权债务信用评级。

惠誉全球主权评级主管James McCormack在媒体发言上表示，美国的财政状况出现了实质性的恶化，债务水平和利息负担都持续上升，如果政府关闭持续到3月1日，可能触及债务上限，从而给美国的主权信用等级带来负面影响。

1月10日，穆迪也表示，虽然政府关门对美国主权信用评级暂时没有直接影响，但对这一评级的负面影响达到了扰乱经济的程度。穆迪预计，美国联邦政府部分停摆每一周对美国实际GDP的影响大约为-0.04%，虽然不是很大，但如果政府关门持续，将损害美国多个行业的债券发行者。其中，包括对地方政府、面向消费者的公司和消费者资产支持证券等美国实体产生更广泛的负面影响，进而对美国经济产生更广泛的负面影响，也不利于美国主权信用。同时，穆迪也同意政府关门将影响美国债务上限的观点。虽然当前的政府关门不会影响社保、医保等强制性支出，不影响国会在2019财年已经批准拨款的支出或美国政府债务的本金与利息偿付，但如果政府关门持续，将使有关美国债务上限的谈判复杂化。

穆迪早在12月22日美国政府刚关门时对福克斯新闻表示，如果只是一次短暂关门，对美国经济基本不会有影响。穆迪副总裁与高级信贷官William Foster还称，政府关门只会停止联邦自主性支出，暂时不会对美国的主权债务评级产生实质性的影响，“但如果关门被延长了，穆迪会重新进行评估”。

三、政府长期停摆或将影响美国公共财政信用

美国两党预算分歧难以协调，反映出美国公共财政正经历困难，其背后的一大重要原因是日益升高的美国债务风险，而政府关门可能进一步耽搁财政政策

的制定，增加政策不稳定性，从而加剧美国公共财政的信用风险。当前，美国国债正面临总量高、境外投资者占比高的“两高”问题。

从总量上看，美国未清偿国债总额常年持续上升。截至2018年底，美国一般政府债务总额约为21.51万亿美元，占GDP比重约106.75%。美国是国债占GDP比重最高的发达国家和地区之一，仅次于日本（251.83%）、意大利（129.42%）和葡萄牙（126.44%），远高于发达国家和地区平均水平的66.58%。

从发债情况上看，发债币种、国内产业结构完整度和外债持有者比重是对国债危机爆发有着深刻影响的“三块木板”，美国前两项木板较为完整，但第三块木板岌岌可危。美国主要通过本币发债，较大程度地减少了违约风险；国内产业结构完善，能够抵御经济危机；然而境外投资者持有美国国债的比重较高，情况不容乐观。截至2017年末，美国一般政府外债总额为6.53万亿美元，同比增长4.70%，占一般政府总债务的31.52%。

推动美国国债上升的国内原因主要有两点：

（1）美国的民主政治制度使得历任总统实施的货币与财政政策较为短视化，总统为获得选民支持而常承诺一系列改善民生的措施，安排短期的福利政策，实现这些措施和政策的重要融资方式就是发行国债。

（2）美国政府常以扩张性财政政策来解决任期内经济问题和刺激经济增长，又为了填补财政赤字而扩

大国债发行，使得美国国债规模不断上升。

境外积极地大量持有美国国债也有两大方面原因：

（1）美国与其两个最大债权国（中国和日本）居民的消费和储蓄意识不同。美国居民倾向于提前享受借贷消费，维持着高消费率与低储蓄率；而其债权国则一直保持高储蓄率和低消费率，美国国债以美国经济实力为支撑，成为了受到境外投资者青睐的固定收益投资标的。

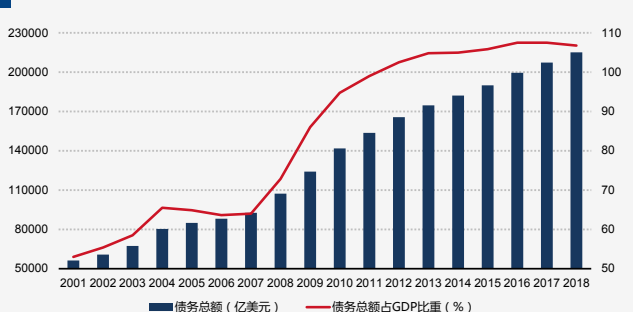
（2）在经济全球化和石油美元体系背景下，美元成为了世界结算货币和重要的国际储备货币，世界各国都有积累美元资产的动机。而美国国债一直被视为全球最安全、最具有流动性的金融资产，境外投资者都想通过增持美债完成资本积累，从而从需求端角度带动了美债供给的增长。

四、政府停摆对美国社会和经济的负面影响日渐显现

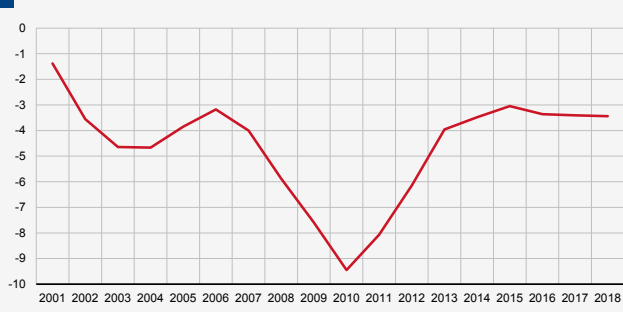
政府关门对美国社会和经济的多个方面产生了直接影响：

一是政府经济职能的运行受阻。美国司法部、国土安全部、国务院、住房及城市发展部、交通部、财政部、农业部、商务部、内政部共9个部门暂时停摆，经济数据发布、食品和药品常规监管、股市监管审批和调查等多项工作将延期执行，美联储获得的经济数据不足，履职难度加大。

图表1：美国一般政府债务总额及占比



图表2：美国财政赤字率（单位：%）



二是社会民生受到影响。联邦政府210万联邦政府雇员中约有80万人在关门期间薪水中断，包括38万名雇员被强制无薪休假，以及处于关键岗位继续上班的42万名雇员在政府关门期间无法拿到薪水。虽然政府表示，无薪工作的雇员可在拨款法案通过后补领工资，但迟迟拿不到薪水将对雇员们的正常生活造成影响，美国联邦雇员协会也表示将起诉特朗普政府。

另据《华盛顿邮报》，85%的联邦雇员声称，因为收入不确定性，他们不得不减少假期开支。此外，政府提供的多项居民生活服务中止。

数百万生活在贫困线以下的美国居民可能不能及时拿到美国农业部发放的食品券。多个国家公园由于管理人员进入无薪休假而陷入混乱状态，影响旅客的旅行体验。政府关门已经造成民众不满，据路透社和益普索集团的一项联合调查，针对本次联邦政府关门，50%的调查对象认为是特朗普的责任，7%认为是共和党的责任，32%认为应归罪于民主党。

随着政府停摆时长的累积，这些影响可能开始显示在经济数据中，对未来经济增长构成影响。

股市方面，政府关门对美股形成一定的短期扰动。历史上6次超过十天的政府关门期间，美股出现4次下跌、2次上涨；开门后1个月内3次下跌、3次上涨；美股波动率也是在关门期间或者开门后1个月内走高，但随后逐渐回落。

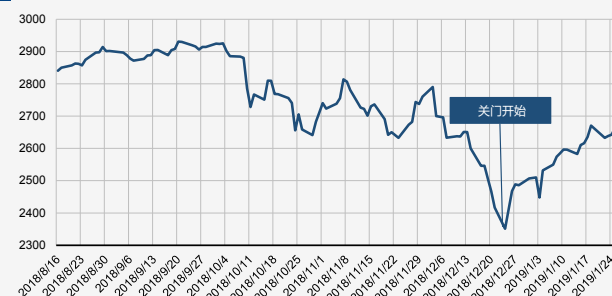
总体上看，经历过美国政府的频繁停摆，投资者已对该事件及其影响有一定认识和预期，使其影响控制在短期之内。就本次看，12月22日政府关门以后S&P500波动上涨，2018年12月22日至2019年1月25日间整体上涨13.34%。

债市方面，民主、共和两党就预算问题的争议反映出美国财政存在一定问题，市场对美国债投资趋于谨慎，致使债市趋于下跌。在美国历史上超过十天的6次政府关门中，关门期间及政府重新运作后3个月左右甚至更长时间，10年期美国国债收益率普遍上涨，期限利差走阔，即出现短期内美债收益率攀升，

债市下跌。本次政府关门后，12月24日-1月3日美国10年期国债收益率下跌6.79%，1月3日-1月25日上涨8.03%，整体小幅上涨0.69%。若2月15日后政府再次关门，美国债市下跌或将进一步显化。

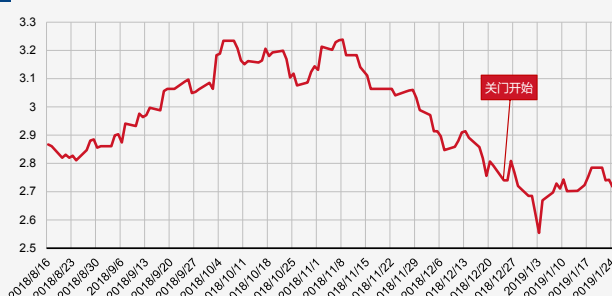
大宗商品方面，随着关门时间进一步拉长，黄金避险功能或继续显化，能源与工业金属价格由于更多反应了供需状况及经济预期，则受影响不大。2019年1月25日COMEX黄金价格指数收于1308.70美元，较政府关门前上涨2.84%。

图表3：S&P 500指数（单位：美元）



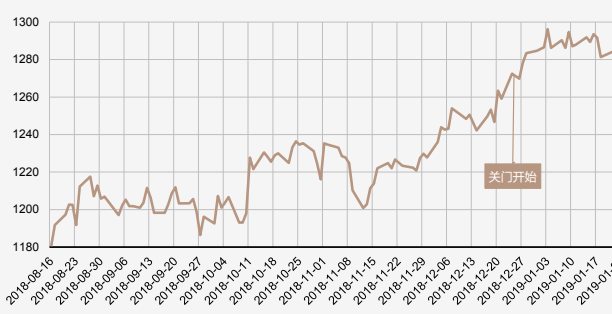
数据来源：Bloomberg，新世纪评级整理

图表4：美国10年期国债收益率（单位：%）



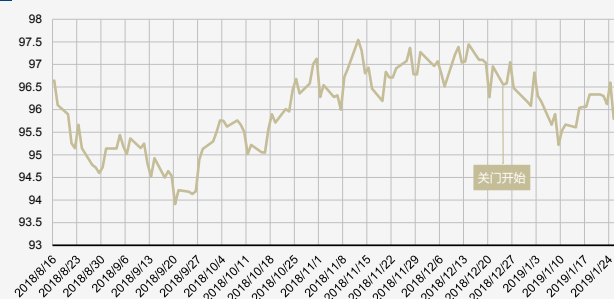
数据来源：Bloomberg，新世纪评级整理

图表5：COMEX黄金价格指数（单位：美元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表6: 美元即期价格指数 (单位: 美元)



数据来源: Bloomberg, 新世纪评级整理

汇率方面, 美联储受政府关门影响, 缺少数据来构建经济前景及货币政策预期 (例如GDP和零售销售等数据都有待相关部门提供), 加息节奏或进一步放缓。美元指数趋于下跌, 在历史上超过十天的6次关门期间, 美元指数4次下跌, 2次上涨。本次政府关门以后, 美元指数开始波动下跌, 1月25日美元即期价格指数较12月24日下跌0.79%。

综合以往美国政府关门的经验看来, 政府关门给经济带来的短期波动一般可在长期中得到缓解, 但由于此次政府关门持续时间较长, 给美国社会和经济均带来一定负面影响, 并引发市场对美国货币政策和财政政策的可靠度的质疑。在当前美国国债总量和境外投资者占比双高的情况下, 财政调节的不及时甚至失控更可能加剧美国的债务风险, 影响美国主权信用评级。特朗普总统1月25日签署的临时拨款法案仅能维持政府运行至2月15日, 其后特朗普总统能否与国会就预算法案达成一致、恢复政府长期正常运作并维护美国政策可靠度, 我们将密切关注。