

■ 大视野

债务上限提高无损美国偿债能力

□方正富邦基金首席策略师 崔永

由于美国共和党和民主党在提高政府债务上限问题上迟迟达不成一致意见，在“自动减赤机制”今年3月1日正式生效之后，美国国会为避免“财政悬崖”问题，通过“持续性法案”延续财政支出授权至本财政年结束，让财政部可以不受债务上限约束，继续支付美国国债和社会福利款项。这一举动暂时避免了美国政府陷入财政危机，进而也避免了投资者对美元的信任危机。

债务上限成为两党谈判筹码

事实上，为了刺激经济，奥巴马政府上台以来已连续6次提高债务上限至2012年1月以来的16.4万亿美元。尽管如此，2012年年底美国政府实际债务还是一度突破债务上限。为了避免这种情况的再次出现，美国财政部采取了暂停发行各州及地方政府系列债，停止融资政府公务员的退休基金、暂缓发放国会人员工资等一系列措施。此外，房地美和房利美两家公司向政府支付660亿美元的股利，也暂时缓解政府的债务危机。不过，到今年9月30日美国2013年财政年结束，财政支出授权到期，美国政府不得不再次面临提高债务上限问题。

长期以来，美国共和党和民主党针对债务上限问题一直争论不休。尽管两党都认为需要降低赤字和削减债务从而避免屡屡突破债务上限，但对于究竟是削减那一项财政支出却无法达成一致性意见。在近期的争论中，作为执政党的民主党希望在下一次提高联邦政府公共债务上限时，不应当绑定削减开支的举措；如果确需削减政府开支，应当同时提高富豪阶层缴纳的所得税率，以彰显社会公平。共和党则表示，如果要提高债务上限，不仅要将其与削减政府开支绑



定在一起，而且通过削减预算以及医保等改革实现的政府开支减少额必须不小于债务上限的上调额度。很显然，债务上限问题已经成为两党政治利益的谈判筹码。然而，争论归争论，当债务上限迟迟得不到提高从而可能导致美国债务违约事件发生的时候，党派利益很快就会让位于国家利益，债务上限最终还是会得到提高。毕竟如果美国债务违约会对美国经济和金融市场乃至全球经济和全球金融市场产生极其重大的负面影响，一旦美国债务上限得不到提高，国债评级遭到降级，全球中长期利率将会迅速飙升，这不仅会导致全球债券市场大幅下挫，全球的股票市场和外汇市场都会深受其害。

美国国债有偿还保障

当前美国债务水平依然具有很强的可持续性，债务上限的提高尽管会短暂地影响投资信心，但并不会妨碍美国国债的长期偿还能力，长期来看，投资者依然会

对美国国债抱有很强的信心。首先，美国经济具有显著的可持续增长能力，国债因此具备强有力的偿还保障。尽管受到2008年金融危机的冲击，美国经济还是很快走上复苏轨道。截至目前，美国零售同比增速已经从2009年10月份以来连续46个月保持正增长，工业企业产能利用率从2009年10月份的69.1%提高到2013年8月份的77.8%，失业率也从2009年10月份的10.0%持续下降到2013年8月份的7.3%。进一步来看，美国劳工部9月12日公布的数据显示，上一周美国首次申请失业救济人数已经降至7年多来最低水平。随着经济的持续复苏，美国私人家庭资产负债表得到修复，股票市场和房地产市场都持续得到改善。作为经济晴雨表的股市最能够反映投资者对美国经济的长期持续看好。截至9月18日，道琼斯工业指数达到15709.58点，再次创出历史新高。从过去100年美国股市的发展历程来看，美国股市经历每一轮大的

危机之后都能不断地创出新高，几乎呈现出一种单边上涨的行情，而在美国股市不断创出新高的同时，美国股市的PE水平却始终保持15倍上下的水平波动，这反映了美国股市盈利驱动的特点，也就是反映了投资者对美国经济长期增长的持续看好。而在美国经济持续看好的情况下，美国国债的可持续随之增强。

其次，美国政府资产负债表相对稳健，债务利息负担相对较轻，尚有较大的融资空间。尽管美国政府负债占GDP的比重从2008年的69.2%迅速提升至2012年101.6%，但财政赤字率却由2009财年的9.8%下降到2012财年的6.7%。事实上，财政赤字的绝对额也有逐步减少的趋势，2012财年美国联邦财政赤字为1.089万亿美元，比2011财年减少约2070亿美元，比2009财年减少了3233亿美元。而且美国的债务负债率相较于日本和部分欧元区国家高达200%以上的债务负担率来说，也明显偏小。最近20年，美

国国债的利息负担绝对额，除了2003年前后明显减少之外，一直维持在2000亿美元左右，利息负担占GDP的比重实际上逐步减轻。2009年至2012财年期间，联邦政府公共债务的利息支出占GDP比重维持在1.3%左右水平，而在2002至2008年期间这一比例则维持在1.5%左右，1998年至2001年则维持在2%左右，再之前的1985年至1997年则维持在3%左右的高位。

最后，美元的国际储备货币地位，使得美国政府可以通过征收国际铸币税的方式来保证债务的偿还。在美元主导的货币体系之下，美元储备在全球货币储备中所占比重近年来一直维持在60%以上。在这种情况下，美国政府必须通过财政赤字和贸易赤字方式向全球输出美元。而美国政府在向全球输出美元的同时，也通过发行美元向全球征收相应数量的铸币税。

20世纪60年代末期，境外投资者持有美国国债比重不到5%，但随着阿拉伯国家石油美元的不断积累，截至1978年境外投资者持有美国国债的比重上升至19.9%。上世纪80年代以来，随着新兴市场经济体经济的不断发展，积累了大量外汇储备并投资于美国国债市场，使得境外投资者持有美国国债的比例进一步上升。截至2012年年末，境外投资者持有美国国债规模5.6万亿美元，占美国国债总规模的比例为33.81%，较2011财年提高了0.91个百分点，较2007财年提高了8.31个百分点。截至2012年12月底，中国、日本、石油输出国、巴西、加勒比银行中心、中国台湾、瑞士、俄罗斯、卢森堡、英国等国所持有的美国国债规模分别位居前十位，这十个国家所持美国国债总规模占境外持有总规模的比例为70.74%。美国国际铸币税的征收，可以有效弥补美国的财政支出和财政赤字，从而有效保证了美国政府债务的最终偿还。

美债务上限谈判或致新兴经济体汇率波动

□招商证券宏观研究主管 谢亚轩

最近舆论关注的焦点是美联储“QE退出”。经过两天的议息会讨论，美联储并未如市场预期那样启动缩减购债规模，而是决定推迟退出的时间。值得关注的是，美联储话里格外将本次货币政策继续保持宽松的决策，与美国的财政整顿和财政政策关联起来。

议息会议声明中明确指出，美联储之所以不在9月宣布缩减购债规模，是因为美国经济复苏的持续性受到前阶段财政整顿的负面影响。伯南克在论证QE政策有效性的过程中，同样拿财政来开刀，强调正是由于货币政策的超宽松才部分抵消了财政整顿对就业的负面影响。美联储在决定货币政策走向时大谈财政问题，凸显财政政策对美国实体经济和宏观政策以及全球资本流向的重要影响力。在美联储退出QE问题的关注度减退后，金融市场很快会将注意力的中心转向美国的债务上限问题，毕竟2011年的车之鉴大家还记忆犹新。

美国感冒 全球吃药

2011年8月，由于美国国会两党在债务上限问题上争执不下，最终导致8月5日标普宣布调降美国长期主权信用评级，美国失去了保持70年之久的AAA评级。一石激起千层浪，此举在金融市场引发一系列剧烈动荡。不仅风暴中心的美国股市出现暴跌，亚太等全球其他股票市场也都出现大幅下跌，出现“黑色星期一”。担忧此举对全球经济带来负面影响，伦敦期货市场多数金属价格显著下降，原油期货价格一天下跌3.5%。金融全球化的条件下，中国也不能避免受其影响，8月8日沪指盘中下跌超过5%，跌破2500点。人民币即期汇率虽保持稳定，但远期汇率明显走弱，升值预期走低。在短期引发金融市场动荡后，美国债务上限风波进一步产生涟漪，引起国际资本大举撤离新兴经济体，中国香港、韩国、中国台湾、印尼和印度等首当其冲，外汇储备下降，汇率出现明显的贬值压力。以印尼为例，2011年9月末印尼官方外汇储备余额1145亿美元，较8月末下降101亿美元，降幅高达8%。

为何美国“感冒”，其他国家也要“吃药”？这既涉及美元的全球中心货币地位，也涉及全球金融稳定与金融周期的关系问题。全球流动性如多块水田中的水，通过沟渠（金融体系）连通。欧美等发达国家央行的货币政策决定泵水（放松）还是抽水（收紧），从而决定全球流动性的松紧。而全球金融体系的稳定程度，决定央行的货币政策是否能够顺畅传导，对全球流动性同样具有显著影响。

证明金融稳定重要性的最好例证是欧美央行危机以来的货币政策效果。例如，金融海啸以来，美联储通过多轮QE买入超过3万亿美元的各种债券，释

放流动性。但由于金融体系仍未完全恢复正常运转，私人机构不愿意加杠杆，其中超过2万亿美元的流动性又以超额准备金的形式回流到美联储资产负债表，未进入实体经济。央行系统水虽多，流通多受阻，大多数流动性未真正释放。今年8月刚刚举行的杰克逊霍尔全球央行行长会议上，伦敦商学院经济学教授海伦·瑞也提出了相同的观点。她提出，全球的资本流动、资产价格和信贷增速存在一个明确的金融周期，与衡量投资者恐慌情绪和金融体系稳定性状况的VIX指数之间存在很密切的关系。如果VIX指数持续一个较长时期处于低位，全球金融周期处于上升阶段，国际资本的流出和流入规模上升，信贷创造活动更为积极，杠杆率和资产价格攀升。反之，如债务上限风波期间，美国主权评级被调降严重影响到投资者的风险偏好，VIX指数从2011年前7个月的平均18上升到8月至12月的平均35左右，升幅巨大。这导致全球国际资本流动规模收缩、信贷增速放缓和多国资产价格下降。

新兴经济体汇率波动加剧

本次债务上限谈判同样存在诸多不确定因素。单是债务上限谈判的最终期限就有两个不同的说法：美国财政部长杰克·卢认为，政府将于10月中旬再次触及国债上限；而国会预算办公室则表示，政府可能在11月才会重新面对调整债务上限问题。谈判双方——美国总统奥巴马和国会，背后根本上还是民主和共和两党之争，能否最终妥协让步仍未可知。

国会共和党议员希望借此机会施压奥巴马放慢民生方面的改革步伐，包括延迟奥巴马医改计划；而奥巴马总统则表示他愿与共和党人就财政问题进行协商，但称以政府违约作为威胁以达成共和党人所要求的大规模缩减政府开支的做法，在历史上没有先例。谈判双方各执一词，势成水火。

不过，经过2011年的教训，谈判双方应该对不能在最终期限前达成协议的恶果有了更深刻的认识。联储主席伯南克在8月19日议息会后的记者会上也再次警告：“若未能上调政府债务上限，将对经济造成非常严重的后果；重要的是要避免2011年发生的情况，这对经济有非常不利的影响。”

有鉴于此，预计两党不会冒着美国国债评级再度下调的风险，任由美国政府出现历史上从未发生过的违约，最终会达成上调债务上限的协议。但是，谈判双方也都在不断试探对方底线，这将导致问题解决的过程一定会颇费周折，市场信心难免受不确定性影响而大幅波动。2013年以来VIX指数均值在14左右，低于2011年前7个月的均值水平。如果谈判进程频起波澜，VIX指数很可能将出现上升，届时新兴经济体的国际资本流动和汇率波动将加剧。

深圳赛奇盛绿色工程股份有限公司 在深圳联合产权交易所挂牌公告

深圳赛奇盛绿色工程股份有限公司（营业执照注册号：440301105631588、深柜代码：08633）正式在深圳联合产权交易所挂牌。

公司主打专利产品余热制冷项目在董事长皮列东先生的带领下，通过全体员工的努力由专利产品转化成生产力，并研发出一种引领世界的高科技产品，出口到韩国、加拿大等海外市场，公司的雄厚实力得到了深圳联合产权交易所的审核和肯定，于2013年8月21日正式在深圳联合产权交易所挂牌托管（公司持股数量2000万股，合作方式：协议转让）。

特此公告

深圳赛奇盛绿色工程股份有限公司
2013年9月23日

美国提高债务上限的步伐不会停止

□高伟

美国新财年即将到来，债务上限问题再度引发市场关注。美国国会为联邦政府发债数额设定上限，而联邦政府的税收和开支也须经国会批准，这相当于国会既批准政府花钱，又对政府的“信用于额度”实行限制。

与2011年的情形不同，美国本轮调整债务上限并未酿成令市场窒息的紧张气氛。这首先得益于美国经济保持温和增长态势，财政状况有所改善。预计2013财年美国联邦财政赤字降至6420亿美元，为2008年以来最低水平。另

外，美联储近日宣布维持QE3，维持每月总额850亿美元的资产购买计划，继续把到期的机构债券和抵押贷款支持证券的本金进行再投资，并把即将到期的国债展期。以上这些都缓解了调整债务上限的急迫性。

目前白宫的态度强硬，美国总统奥巴马称，提高债务上限不仅将将其与削减政府开支绑

定，而共和党的处境则略显尴尬。CNN调查显示，目前有54%的受访者认为，如果债务上限届时没有提高，责任在共和党，只有25%的受访者归咎于奥巴马。根据以往经验，这场斗争最有可能的结果是：经过艰苦的谈判，债务上限还要继续提高几千亿美元，将控制债务规模问题再往后推。对国债投资者而言是“温水煮青蛙”，一步一步看一步。

在债务上限问题上，美国两党都表示，过高的财政赤字与国债规模难以为继，需要缩减。据测算，如果按美国目前举债速度和赤字增加速度计算，到2023年，美国政府的全部收入将主要用于偿付到期债务及利息，根本没法保证其他正常的公共开支，比如国防、教育、医疗等，所以需要缩减赤字和债务规模。但在如何缩减上，两党存在分歧，原因之一是他们代表的利益群体不同。民主党重视平民阶层的利益，倾向向富人增税，反对削减开支，加大教育、医疗、社会保障

等公共产品的供给；而共和党更信奉自由市场的原则，更偏向保护大财团富人利益，反对加税，主张削减政府支出。债务上限之争看似是结构性的，不可调和，但抛开表象看本质，不过是方式之争，争论的是提高债务上限的幅度、频率，以及削减预算赤字的额度、方法。也就是说，当国会两党把债务上限与税改、削减开支的具体方式等捆绑在一起谈判，就把简单问题复杂化、经济问题政党化了。在实际操作中，债务上限并未发挥多大作用，也未对联邦政府债务形成有效约束。

其实，仔细分析美国经济的运行机理，我们可以看出，美国目前很难停止提高债务上限。美国经济是高度发达的现代市场经济，宏观调控是财政、货币、对外经济和能源政策四位一体，调控的结合点是债市，主要特点是：债市中的长期国债收益率是长期利率的基准；债市通过长期利率与房地券化、拆借利率、汇率、国际油价形成紧密联系。美国政府不能发行美元，政府融资通过发行国债来实现。美元是美国联邦储备银行发行的不可兑换的银行券，但它不能随意印刷，美联储以购买国债的数量决定印刷美元的数量。美联储拿到国债后再到债券市场上出售，通过影响债市的国债长期利率进而调控宏观经济。当美国经济复苏乏力时，更需要增加财政赤字，刺激需求，并通过扩大国债规模，压低长期基准利率以刺激投资，所以只能不断提高债务上限，直到美国经济确实好转。

另外，美元是主要国际货币，美联储释放的美元约有60%在国外流通。流到国外的美元又有很大一部分回流美国，购买美国国债以期保值增值。这就相当于美国在全球范围内征收铸币税，政府发行的国债越多，美联储印刷的美钞就越多，获取的铸币税就越丰厚。

据测算，1977—2006年，铸币税对美国经常项目逆差的覆盖比率高达86.2%，即绝大多数的经常项目逆差被国际铸币税抵消。获取铸币税就像“煮纸成金”，但过多获取铸币税必然伤及美元的根基——信用。为维护美元国际信用，需要给美债发行设置上限，即使只有象征意义。

美国不会停止提高债务上限，各路政客心知肚明。债务上限都提高80多次了，国会还差这一次吗？还想让美债失去3A评级吗？总之，炒作要适可而止，不能动真格的。退一步讲，即使调整债务上限一时不能达成协议，美债直接违约的可能性也不大，补救手段多得是。须知，美元的国际信用是美国的核心利益，谁都不敢掉以轻心。真正值得我们警惕的是美债的变相违约，比如贬值和通胀。数据显示，20世纪70年代储备的美元，到现在其实际购买力至少已损失3/4。变相违约防不胜防，因此，我国宜从长远战略谋划，转变外汇储备投资思路，积极推进人民币国际化，推动建立更加公平、合理、多元化的国际货币体系。

对QE延缓退出不宜过分乐观

□民族证券 陈伟

近期，美联储货币政策会议之后宣布，将暂不缩减每月购买850亿美元资产计划的规模，这大大出乎市场的预料。这虽然有利于暂时减缓全球市场流动性的紧缩状况，增强全球经济复苏的力度，但另一方面可能弱化有关利益方改革调整的动力，增加宏观经济调整的压力。

全球流动性紧缩暂时缓解

今年6月，根据当时对美国经济的预测，美联储暗示很可能在今年稍晚放宽资产购买，并于2014年年中结束QE。这无疑触动了全球投资者的神经。6月以来，大量资金开始从新兴市场撤出，由此也引发了印度、印尼等新兴市场货币贬值、资本外逃、经济下滑的状况，我国6、7月的外汇市场

也受到影响，人民币对美元NDF汇率从6月初的6.25上升至7月末的6.30，外汇占款也连续出现了两月环比负增长的局面。鉴于今年8月份美国失业率已降至7.3%，并可能在年底时降至7%，已接近美联储提出的QE退出门槛，如今美联储做出暂时不缩减QE无疑让市场吃惊，全球投资人也不得不重新评估QE退出的时机。根据市场普遍预期，由于10月召开的货币政策例会没有新闻发布会，且10月美国还将面临财政上限问题，美联储届时将很难在没有和公众充分沟通前就做出退出QE的决定。这意味着美联储退出将至少等到今年12月之后，投资人也就可能暂时终止从海外风险市场的撤出，甚至会考虑重新进入部分有吸引力的市场。这无疑有利于全球金融系统的稳定。对于新兴市场国家来说，

虽然他们也不必采用多种有可能不利于本国经济的手段如加息，来稳定汇率并抑制资本过度外流，本国金融市场和经济也有望趋稳。

国内经济调控压力较大

虽然美联储暂不退出QE对于我国出口等短期形成利好，但美联储延续过于宽松的货币政策，会给国内的经济调控带来诸多问题。三季度以来，受益于出口需求的增加，我国高耗能产业显著扩张。8月我国出口钢材数量创历史新高，同比增速也达到44.8%，全球经济尤其是新兴市场经济由于QE暂不退出而得到喘息后，也将进一步增大对我国钢材等耗能密集型产品的进口，我国产能过剩的调整将更加艰难。虽然目前我国通胀水平还低

于政府今年预期的目标，但四季度后，由于肉类和服务价格进入上升周期，CPI同比涨幅有可能快速上升至3%以上，若QE暂不退出导致全球流动性再次泛滥，由此引发的输入性通胀压力也将加速年底国内通胀水平的上升。年底或明年初，CPI有望达到3.5%的政策目标，国内宏观政策的调控压力也将加大。

当前国内流动性压力已经较大。8月M2增速为14.7%，比上月末提高0.2个百分点，也大大高于政府年初制定的13%的目标，这与外汇占款的恢复性增长有关。8月份外汇占款扭转了过去两月环比负增长的局面，较上月增加273.2亿元，增速达到6.8%，比上月提高0.2个百分点。QE暂不退出无疑会使得海外资金进入我国市场的动力进一步增大，外汇占款很可能明显增加。考虑到去年较低的外汇占款增长基数，四季度

外汇占款增速将会持续上升并推升M2增速，央行将面临更大的流动性调控压力，只有更严格地控制信贷增速才能保持M2增速不至于明显超出13%的预定目标。

因此，对于QE暂不退出事件的评估不可过于乐观。应该看到，当前美联储暂不退出QE虽然有利于缓解当前金融市场及经济增长的压力，但流动性宽松的时间持续越长，金融市场及经济结构的缺陷也就更容易掩盖，有关利益方改革调整的动力也就越弱，最后美联储退出QE的冲击也会越大。

基于此，我国应排除QE暂不退出的干扰，加快国内经济结构调整的步伐，加快过剩产能的淘汰，抑制国内较快增长的流动性增速以及资产泡沫的膨胀。这虽然会在一定程度上降低我国经济增速，但将更有利于经济及金融市场平稳度过美联储正式退出QE后的冲击。