

2017年9月

美国债务上限 风云再起



全球热播的奇幻电视剧《权力的游戏》第七季刚于八月份落下帷幕，剧迷们可能要等到2019年才等到下一季上演。等待的同时，美国剧迷们可先观赏另一部同样也是每两年上演一次、也同样跟“围墙”有关系的“本土剧”——美国债务上限之辩论。这个项目虽然已被延后，但直至年底之前，依然将深受市场关注。

(警告：读下去将轻微剧透！)

什么是债务上限？

债务上限指的是美国政府根据国会授权为了履行法定义务而能够举借的最高债务总额。一旦触及上限，必须通过国会的批准才能提高或暂停。在过去，为了不使美国政府发生债务违约，国会屡次都通过了提高债务上限法案。然而，导致债务上限问题迟迟无法解决的问题，就在于它本身作为谈判筹码的价值。理论上，债务上限与政策性辩论并无关系，但实际上，它经常被民主党及共和党的国会议员作为达到其政治目的的工具。请参考下图一：

图1：近年债务上限危机一览。

	2011	2013	2015
政府停摆？	无	有， 于2013年10月1日	无
决议日期	2011年8月2日	2013年10月16日	2015年11月2日
债务上限 裁决	提高	暂停	暂停
中间发生了 什么事？	共和党国会议员拒绝在不削减开支的条件下提高债务上限 决议上的拖延导致美国主权评级下调、市场情绪因风险增加而普遍转淡	两党陷入僵局，导致政府暂时停摆	相对友好的将债务上限暂停至2017年3月

资料来源：大华银行PFS投资策略，2017年9月1日

内页

美国债务上限大戏再掀风云	1
对投资者意味着什么？	4
市场展望与战术策略	6

如果您想了解更多详情，
请联系您的理财经理。

年度大戏，谁是主角？

理论上，以目前的政治格局而论，要通过债务上限法案应该不难，因为白宫和国会皆由共和党所掌控。然而，共和党内本身的分歧或许将带来一些未知数。想了解各大角色的主要立场，请见图2。

故事发展

在债务上限于2017年3月15日到期后暂停，美国财政部便利用非常规方式偿还债务，以避免违约。美国财政部表示，所持现金将于2017年10月2日左右耗尽。因此，有关债务上限的决议必须在9月30日之前达成，否则政府将面临停摆危机。然而，正如图2所显示的，因为目的不同，各方一直拖而未决。

然而，飓风哈维的出现为局势带来了重大的影响，顺利展开救灾计划成为了政府的当务之急。因此，局势竟出现大逆转 - 特朗普总统选择与民主党达成协议，同意将债务上限的截止日期延长三个月。

图2：债务上限谈判各方的立场。

					
角色	特朗普总统	美国财政部	温和派共和党员	自由党团 (是共和党其中的一部分)	民主党
立场	支持“干净地”提高债务上限 但也表示要求附带拨款兴建 美国与墨西哥边界围墙的条件	财长姆努钦主张“干净地”提高债务上限，并提前进行	无条件支持提高债务上限	须在削减开支的前提下调高债务上限	无条件支持“干净地”调高债务上限，但可能要求某些方面的让步

资料来源：大华银行PFS投资策略，2017年9月1日

最有可能出现的结局

了解债务上限的基本面后，接下来便要探讨这些因素将如何影响最终结果。图3简单列出各种可能出现的结局。

基本上，我们认为美国债务上限将会调高或暂停，因为大部分立法者与白宫都同意债务上限与支出法案急需解决，同时也希望对金融市场的影响减至最低。

… 但故事可能还未结束

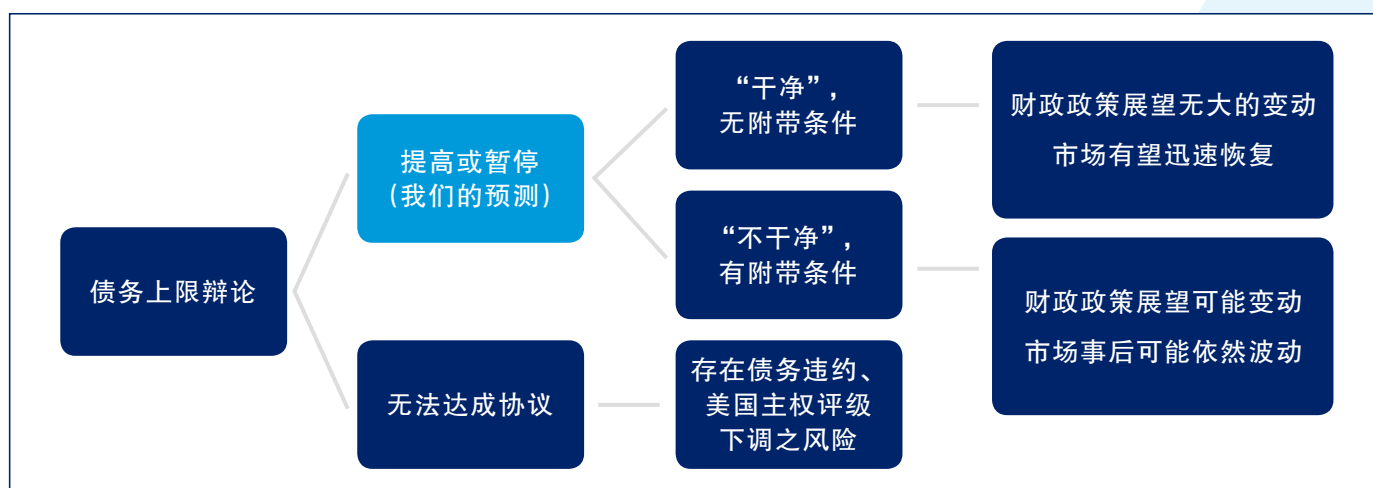
这里牵涉到更重要的问题，就是法案是否附带条件（即所谓法案“干净”或“不干净”）；而如有条件，则会是什么样的条件。所谓“干净”的法案基本上就是维持现有的财政政策展望，而所谓“不干净”的法案则意味着财政政策展望可能有变，市场波动的机率也因此随着市场人士的重新评估而增加。

“不干净”法案究竟会带来多大及什么样的影响，取决于附带条件的本质。先前图2里已提到，各个参与者的目标不一，因此谈判有可能还是会拖延至最后一刻才达成协议。

另一个可能

虽然可能性低，但国会无法达成协议的风险依然是存在的。这将大大提高美国债务违约的可能性，导致投资者抛售美国债务，而美国主权评级也可能面临下调的风险。

图3：



资料来源：大华银行投资策略，2017年9月5日

对投资者意味着什么? ▶▶

市场波动增加

想要了解债务上限如何影响市场行为，我们可回顾过去几次的债务上限辩论。图4和图5显示出市场在个别决议日期前后的反应。

图4: 决议日期前后60天，短久期国债市场的波动

2015年决议日期后，短久期国债收益率增加，是因为市场预测美联储将调高利率，而利率后来也的确于2015年12月16日上调。

图5: 决议日期前后60天，股票市场的波动

2011年决议日期后，VIX指数(恐慌指数)飙升，主要是因为预测经济前景悲观的报道出炉，市场再次担心全球经济复苏缓慢所致。2015年的债务上限辩论几乎无惊无险，对市场造成的影响有限。

图4:

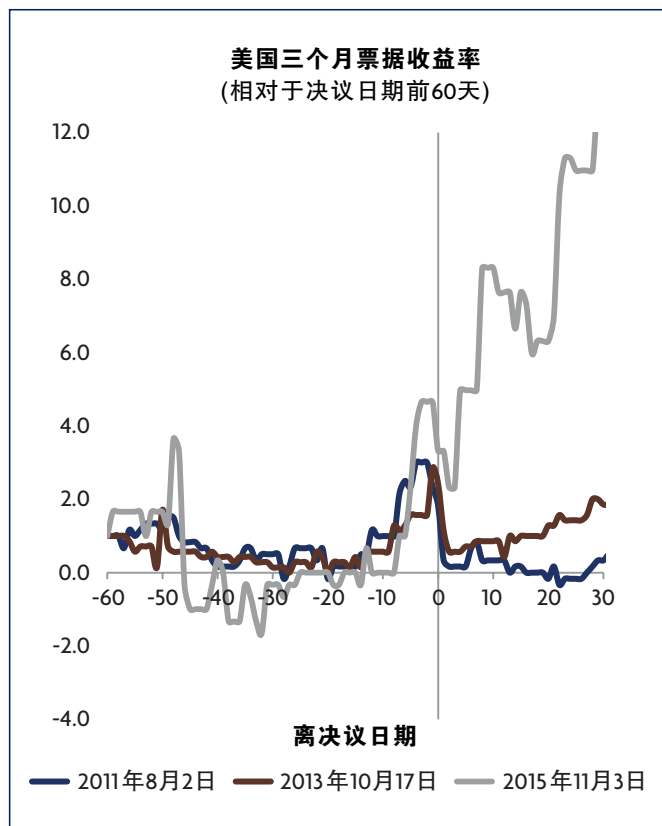
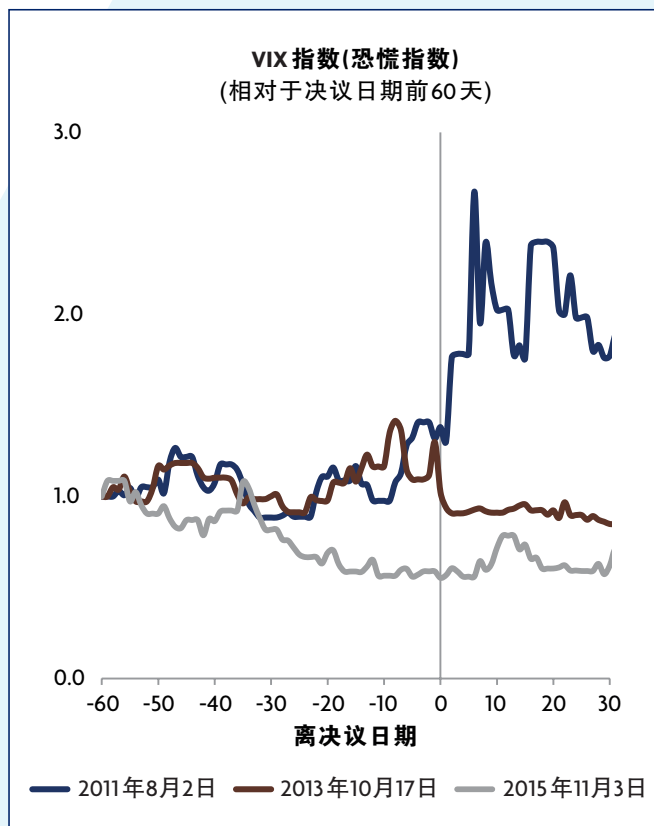


图5:



资料来源: 大华银行投资策略、彭博社, 2017年9月4日

图4显示，就固定收益市场而论，短久期债券的波动幅度显著。过去三次的债务上限辩论前10天左右，短久期债券收益率出现显著上升(即代表短久期债券被抛售)。然而，波动幅度在接近决议日期时以及事后几天便恢复正常水平。

图5显示，就股票市场而论，市场波动幅度在接近决议日期时增加，在决议日期之后则不显著。然而，我们注意到在2013年，债务上限危机导致政府停摆，市场波动幅度在决议日期之后即迅速回到正常水平。

更多决策上的未知数

特朗普总统这次与民主党达成的协议，可能引起一些共和党党员的不满，进一步削弱了自己在党内的政治资本。共和党内日益严重的分歧，也可能对特朗普政府致力推动的税制改革形成阻碍。这些因素可能引发更多决策上的未知数，影响市场情绪。

总结

总体而言，我们预计市场的波动幅度将在接下来几个月、尤其是决议日期之前有所增加。若无其他外在因素干扰，市场的波动幅度有望在决议日期之后相当迅速地回复正常。最好的应对方法就是专注于风险管理，而不是完全离场观望。投资者可考虑增加投资于多元化结构的核心产品，这有助于将过度波动的投资风险减到最低。

到了最后，这一季的债务上限辩论或许真的会像《权利的游戏》一样——剧情峰回路转、过程紧张刺激，但主角们最终还是顺利地逃过一劫。

市场展望与战术策略 ▶▶

宏观因素

全球增长	由于特朗普总统的促增长措施有可能被拖延， 美国中期的经济展望已被降级 。然而，欧洲和中国等地区的 增长却相对乐观 。
货币正常化	欧洲央行随时有可能跟着 美联储的货币政策方向，逐渐往正常化迈进 。日本央行则有可能继续购入资产。
通膨与利率	通货膨胀压力舒缓 ，部分原因是因为薪金增长偏弱。 美联储仍有望在9月份宣布缩减资产负债表规模，并且在2017年总共将利率调高三次，最后一次预计将在十二月进行 。

风险

中国政策失误	中国必须在增长与结构性改革之间取得平衡。 过度激进的政策紧缩可能导致违约率与硬着陆的风险增加 。
特朗普失策	债务上限截止日期的短期延长，可能会为日后的 税制改革带来后患 。由于市场已经把有利因素消化，因此任何政策实施上的拖延将使得投资者信心大失。
朝鲜半岛局势剑拔弩张	美国与朝鲜的关系最近日益紧张 。朝鲜若继续做出挑衅行动，可能发动美方军事回应。如若军事冲突发生，将导致市场抛售风险资产。

策略

战术策略		主要理由	主要风险
做好利率上调的准备	短久期高收益债券	<ul style="list-style-type: none"> 对利率的敏感度较低，收益却比长久期债券更有吸引力。 	<ul style="list-style-type: none"> 经济状况若恶化，将增加违约风险。然而，经济展望还是具建设性的。
	次级债券	<ul style="list-style-type: none"> 与优先债权相比，信用风险是相等的，收益却更高。 	<ul style="list-style-type: none"> 若是违约，可回收比率将比优质债券低。然而，投资级别债券发行人的违约机率并不大。
	挂钩基金的结构化票据	<ul style="list-style-type: none"> 通过多元化、专业经营的投资工具进入固定收入市场，增加额外参与的潜在机会。 	<ul style="list-style-type: none"> 额外发行人的信用风险固然存在，但只要严选发行人，风险便可减低。
参与亚洲的增长	亚洲股票	<ul style="list-style-type: none"> 估值比发达市场股市更具吸引力，基本面今年也日益改善。 	<ul style="list-style-type: none"> 中国经济放缓或将带来风险，但过程失控的机会预计并不大。
把握发达市场复苏与政策上变动所带来的商机	欧洲股票	<ul style="list-style-type: none"> 价格比起美国股票更吸引，日渐好转的欧洲经济状况也有助带动。 	<ul style="list-style-type: none"> 德国大选或将带来风险，但选举结果预计不会比法国大选更具争论性。
	优质股票	<ul style="list-style-type: none"> 股市下挫时，能较好地控制跌势，而且长期以来往往能跑赢大市。 	<ul style="list-style-type: none"> 昂贵的估值或将增加短期内回调的可能性。然而，全球陷入经济不景的风险依然偏低。
保健板块具有长期增长的潜力	全球保健股票	<ul style="list-style-type: none"> 估值具吸引力，而且企业盈利好于预期，因此有望继续跑赢大市。 	<ul style="list-style-type: none"> “平价医保法”遭废除与取代，可能会对医疗领域的展望有所影响，但大体上估计无碍。



誠摯如一

免责声明

本文件来源于大华银行有限公司（“新加坡大华”）。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。

本文件仅供一般参考之用，新加坡大华和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于新加坡大华所获得的且认为可以依赖之信息（新加坡大华和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，新加坡大华和本行不作任何陈述或保证，也不承担任何法律责任。新加坡大华和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。新加坡大华和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前，请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询，如果您决定不征求该等顾问的意见，您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

新加坡大华和本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行营销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。另，本文原文以英文书写，中文版本为翻译版本且仅供参考。