

美债务上限博弈或冲击全球经济

吴培新

上海社会科学院应用经济研究所研究员

随着6月上旬美国政府将触及31.4万亿美元现行法定债务上限日期的逼近，民主、共和两党围绕债务上限上调的博弈也开始加剧，这令全球经济金融承压。

美国两党围绕债务上限上调法案的博弈由来已久，在极端情况下可能导致债务短暂违约，从而使全球金融市场的“市场之锚”漂移。美债利率的意外无序波动意味着全球资产定价基准不复稳定、安全，风险资产无法合理定价，引发市场恐慌，从而冲击全球经济金融。

美债违约将严重冲击全球经济金融，这是由现行国际货币体系的美元本位所致。这种国际货币体系缺陷在今后较长时期内难以消除；而与此同时，美国将继续不断进行债务积累，日渐成为全球经济金融的不稳定因素，我们宜及早做好因应准备。



吴斯洁 摄

5

中国宜及早准备

从长期来看，随着债务的不断积累，巨额债务将使投资者对美国政府偿债能力失去信心的风险上升，这可能导致利率突然上升、通胀螺旋式上升或出现其他混乱，美国发生财政危机的可能性将会增加。

为应对美债违约之类的重大外部冲击，我们需要未雨绸缪，做好相应的准备，政策建议如下：

一是，建立证券市场平稳机制，以应对突发的外部冲击。建立证券市场平稳机制是全球各国的通行做法。绝大多数国家的证券管理部门都建立了类型不一的“断路器”机制，包括交易暂停、涨跌幅限制、交易税费、保证金限额与持仓限制、交易箍（即在特定情况下限制特定市场参与者参与交易）等机制。在极端情况下，甚至可以采取暂停投资者账户当日交易、限制投资者账户交易等涉及对市场参与者权利限制的措施。

二是，增强人民币汇率弹性，提高对汇率波动的容忍度。金融开放下的汇率选择涉及“三元悖论”。中国作为大国，货币政策对内优先，需要货币政策的自主性和独立性。增强汇率弹性有助于及时释放压力，避免预期的单向积累，使汇率成为吸收内外部冲击的“减震器”，增大货币政策的自主空间。

三是，推进包括与美国在内的尽可能多的国家签署双边货币互换协议。双边货币互换可为互换协议参与方提供稳定的流动性支持，增强国家对外支付安全。我国已与包括欧元区、日本、英国等在内的累计40个国家和地区的中央银行或货币当局签署过双边本币互换协议，总金额超过4万亿元，有效金额超过3.5万亿元。但遗憾的是，我国至今尚未与美国签署货币互换协议。

四是，推进资本项目可兑换，提高人民币的国际地位。国际冲击正是我国建立人民币国际公信力的良好机遇，我们应该往前走推进资本项目可兑换，而不是往后退而采用资本管制的老办法。我国的国际收支安全已具备汇率浮动、货物贸易和直接投资顺差较大、民间外汇存款较多、宏观审慎管理、外汇储备规模大和国际间货币互换网络基本建成等多层保护机制，加之我国经济总量较大、产业门类较为齐全，我国的经济金融已经具备较强的抗外部冲击的能力。因而，资本项目完全可兑换的时机基本成熟。资本项目可兑换可大大提高人民币的国际地位，增强国际投资者持有人民币的意愿，是人民币迈向国际储备货币的重要环节。

1

可能“短暂违约”

自美国国会于1917年首次引入债务上限这一概念以来，债务上限已经提高了百余次。政府债务上限是美国国会为联邦政府设定为履行支付义务而举债的最高额度，一旦政府债务触及这条“红线”，就意味着美国财政部借款授权用尽，在国会不提高债务上限的情况下财政部将无权继续举债，从而影响到包括支付债务本金和利息在内的政府正常活动。如果美国政府不能及时支付债务本金和利息，就构成了债务违约。

首先需要澄清的是，提高债务上限不是增加政府支出，而是国会是否应该授权政府继续举债以支付国会已经授权的支出，因而，债务上限更多的是程序性的，没有实质性的意义，美国两党没有理由阻挠债务上限上调。美国财政部长也因此提议国会可以完全废除债务上限，或者总统可以提高债务上限，然后国会决定是否否决该决定。

然而，债务上限上调法案除了上调债务上限外，还涉及未来的财政预算、债务控制等内容。比如，在本轮博弈中，美国两党围绕债务上限和联邦支出问题存在严重的党派分歧——民主党人希望在不附加任何条件的情况下提高债务上限，倾向于加税来解决债务高筑问题；而共和党人则要求将削减开支作为提高债务上限的一个条件。因而，为了在债务上限上调法案里体现各自政党的意图，每每在美国国会法案形成之前，民主、共和两党均会为此展开激烈博弈。两党围绕债务上限上调法案的僵持由来已久。

为尽可能多地在法案里体现本政党的意图，两党在博弈中采取边缘策略，导致法案往往在触及债务上限的最后时刻才能形成。比如，2011年，债务谈判濒临破裂，财政部数日无力支付某些福利，标普首次将主权债务评级下调，最后两党在距离截止期限仅10个小时之际才达成妥协。而在博弈最为激烈的2013年，美国政府非核心部门曾持续关门16天。

尽管博弈激烈，但美国两党均意识到债务违约将对经济金融产生严重后果，因而不会放任债务违约，两党就债务上限的博弈更多的是党争，而不是实质性地阻挠债务上限的上调，因而，美债一般不会发生违约。

然而，美国两党在债务上限博弈中所采取的边缘策略存在“擦枪走火”的可能，导致美债意外违约。美债一旦违约，为避免事态进一步恶化，美国两党应该会迅速放弃对峙，达成债务上限上调法案，因而，违约应该是短暂的。

2

“市场之锚”或漂移

在金融市场上，风险资产是以无风险收益率为基础进行定价的。一般而言，以国家信用为担保的债券不存在违约风险，国债收益率被市场视为无风险收益率。不同期限的国债收益率构成无风险收益率曲线，其他金融资产在这一曲线基础上考虑风险溢价后确定合适的价格。

从全球范围来看，由于美国拥有全球最强大的政治、经济、金融和军事力量，美国国债被视为最安全的资产，国债利率被视为“无风险收益率”

的标杆，是全球金融市场的“市场之锚”。“市场之锚”的基础是美国AAA级的主权信用，是全球信用体系的基础和支柱。美债违约意味着美债不再是无风险资产，美债收益率曲线将整体无序上移，“市场之锚”漂移。作为资产定价的基础，美债利率的意外无序上升导致所有金融资产价格的意外波动，资产定价基础和体系紊乱，引发市场恐慌，从而扰乱经济金融中所有种类的合约和交易。

利率衍生品市场是金融市场的基础性市场。

在最具影响力的全球场外衍生品市场里，利率衍生品合约是该市场的主力合约。据国际清算银行的统计，2022年末，利率衍生品合约的名义本金为490.63万亿美元，占有全球场外衍生品合约的79.40%；利率衍生品合约的总市值为14.64万亿美元，占有全球场外衍生品合约的70.53%。利率衍生品市场规模巨大且在全球金融市场里起着基础性作用，美债利率的意外无序波动意味着全球资产定价基准发生意外无序变化，冲击市场利率的形成，从而冲击全球金融市场。

3

警惕全球金融动荡

美国债务违约相当于“金融海啸”或“金融地震”，对全球经济金融产生巨大冲击。这一幕在一定程度上已经在2011年美国主权信用被下调时进行了“预演”。当时，在信用评级调降后的第一个交易日，全球股市遭遇了“黑色星期一”——美国道指、标普指数和纳指分别下挫5.55%、6.66%和6.9%，创金融危机以来的最大跌幅；欧洲的德国DAX股指、法国CAC40股指和英国金融时报股指分别下跌5.02%、4.68%和3.39%，为2009年以来最大的跌幅；亚太股市也都大幅下跌。

美债违约意味着金融市场的定价基准发生了意外无序变化，金融市场难以对风险资产进行合理定价，引发市场恐慌，风险溢价大幅上升，资产价格大幅下跌，资金从风险资产撤离，市场迅

速冻结，资金涌入具有避险功能的黄金等资产。这种恐慌情绪迅速在全球蔓延，各国的金融市场将出现与美国金融市场类似的情形。

从全球的视角来看，尽管美债违约使美国的货币和国债不再是无风险资产，但美国拥有全球最强大的实力，在美债违约的情况下仍比其他主权货币和债务更有吸引力，全球资金将依然向美国流动。

美债违约也将冲击实体经济。美债违约引发的避险情绪使市场流动性干涸，大量企业将破产倒闭，失业率飙升。从中长期看，美债违约将使美国主权信用评级下调，国债融资成本上升，导致市场利率整体上行，美国企业和个人将压缩投资和消费。而美国政府也因融资能力受到影响而不得不削减公共开支，美国经济增长将由此放缓。

美国是全球经济的发动机，是许多国家出口的主要目的地，一旦美国经济增长放缓，将影响全球经济增长。

对外国国家而言，国内流动性紧缩以及资金外流将使个别金融脆弱的国家爆发危机，全球经济金融进一步恶化。

当然，美债一旦违约，美国两党不会无视经济金融崩溃的风险，应该在极短的时间里达成债务上限上调法案，经济金融中也不存在使美债违约事件持续传染、发酵的基础，因而，美债违约更像是一次海啸或地震，对经济金融的影响将是短暂的、一次性的——正如2022年4月标普首次下调日本的信用评级一样，尽管在当时轰动一时，但并没有对日本经济造成实质性的影响。

4

治本之策何在

与黄金挂钩的布雷顿森林体系解体后，现行国际货币体系的最根本特征是美元本位，即国际货币体系是由美国的主权信用支撑的。但是，这种由一国的主权货币充当国际储备货币的货币体系存在严重缺陷。2008年全球金融危机的爆发凸显了这一缺陷。

作为一国主权货币的美元与作为国际储备货币的美元之间存在目标取向的差异。简而言之，一方面，美国国内货币政策目标与各国对储备货币的需求之间存在矛盾，美联储基于国内目标而进行的货币政策操作无法兼顾美元的国际职能；另一方面，美国政府有意利用美元霸

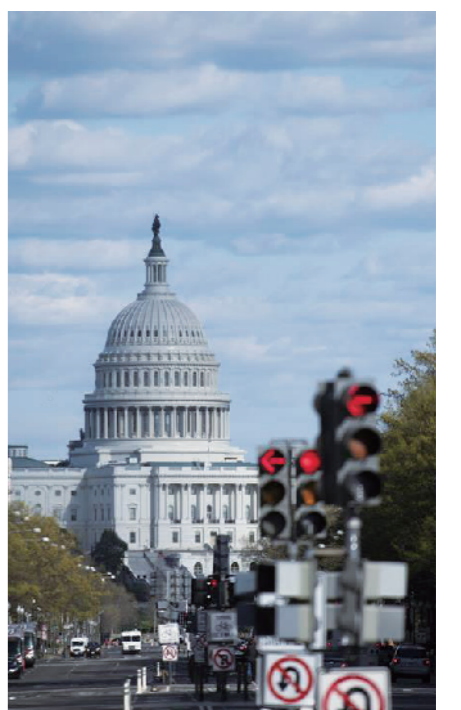
权，在充分享受储备货币诸多特权和便利的同时，明显忽视其应该承担的诸如尽可能保持政府预算平衡之类的义务，而国际社会也对其缺乏相应的约束。

早在2009年，时任中国人民银行行长周小川在其引起全球广泛关注的《关于改革国际货币体系的思考》一文中指出，在现行国际货币体系下，金融危机屡屡发生且愈演愈烈，全世界为现行货币体系付出沉重的代价，“危机未必是储备货币发行当局的故意，但却是制度性缺陷的必然”；进而提出要改革现行的国际货币体系。

美国的债务经济模式导致美债不断积累，

而现行的以美元为本位的国际货币体系使美元信用被极度放大，因而，在债台高筑的情况下，美国依然可以利用美元的全球主要储备货币地位而继续不断增加债务。这日渐成为全球经济金融的不稳定因素，需要进行制度层面的反思并推动相关改革。

然而，改革现行的国际货币体系，创造一种与主权国家脱钩，并能保持币值长期稳定的国际储备货币，从而避免主权信用货币作为储备货币的内在缺陷，这是一项艰巨而长期的任务，其技术和政治难度非常大。因而，在今后较长时期内美元的国际地位仍然难以撼动。



新华网图