

重點摘要

- ◆ 債務違約風險最快可能在6月發生；但在那之前預期能順利達成協議
- ◆ 參考2011年達成協議和美國信評被下調的經驗，美債殖利率依舊保持下行
- ◆ 美股可能因信評下調和財政支出大減而下挫，建議保持中性看待

事件背景

- 眾議院4月26日以217比215的票數通過《2023年限制、儲蓄、成長法案》，計畫將債務上限提高1.5兆美元，或延長至2024年3月31日，同時要求政府將可支配支出調降至2022年的水準，等同削減1300億美元的支出，並在未來十年限制可支配支出年增率在1%之內，預估法案在十年內削減赤字4.5兆美元，削減項目包括：取消未使用的疫情紓困金、對扶貧福利實施更嚴格的工作要求、放寬對能源項目的監管、終止對乾淨能源項目提供稅收抵免(含電動車)、取消對國稅局注資、取消學貸減免計畫等。這份法案只是共和黨就債務上限議題對民主黨的象徵性開價，民主黨在參議院具多數優勢，預期將否決之，兩黨協商才剛要開始。
- 財長Yellen5月1日致信兩黨國會領袖，表示在審查4月稅收數據後，財政部可能在6月初之前用完手頭上的資金，如果國會在此之前未提高或暫停債務上限，財政部最快6月1日開始將無法履行所有政府義務(可能產生債務違約)。但因為聯邦收入與支出的流量不斷在變化，非常規措施用罄的時間也可能比預期再晚個數週。Yellen敦促國會盡快採取行動，提高或暫停債務上限，以確保政府繼續履行義務的能力。
- 目前雙方對債務上限的立場沒有太多交集，共和黨希望能夠削減財政支出，以換取該黨對提高債務上限的支持，拜登則堅持要一份沒有附加條件的法案，談判還會持續一段時間。若Xdate真的如財政部預估的提前至6月初，我們認為兩黨要在這段時間達成協議的難度很高，有可能採取的策略是達成臨時協議(短暫調高債務上限)或暫停債務上限(設定期限)，以時間換取空間。短期可以關注5/9拜登與共和黨眾議院領袖McCarthy的會面結果，這是雙方首次就債務上限議題面對面交涉。

債務上限的結局走向

債務上限談判的不確定性仍高，但大致可以分成兩種情境：

- (1)兩黨無法在Xdate達成債務上限協議：最壞的狀況是財政部無法履行支付公債利息與本金的義務，即債務違約，將導致金融市場陷入混亂。所幸，違約不見得會發生，財政部、Fed於2011年8月1日曾擬定一份應急計畫，內容指出財政部應暫緩對私部門的付款，將這些資金拿來繼續支付公債利息與本金，預期這次當局也會採取類似的作法，簡單來說，就是「犧牲經濟成長，確保金融市場穩定」。此外，財政部還可以鑄造並發行白金幣(platinum coin)向市場籌資，或是援引憲法第14條修正案：「美國公共債務的有效性不應受到質疑」，無視債務上限發行更多公債。

➤ (2)兩黨及時達成協議，避免債務違約發生：這對經濟與金融市場來說是固然是正面發展，但還是要慎防三個風險：

- 第一是被信評機構調降評級，2011年8月2日美國國會提高債務上限後，8月5日S&P仍下調美國評級，從AAA降至AA，目前Fitch、Moody's維持美國AAA的最高評級，其中Fitch曾在3月發出警告，有調降美國評級的可能。
- 第二是財政支出的削減幅度過大，影響美國長期經濟展望(2011年美股大跌主因)。
- 第三是市場流動性瞬間緊縮，因為財政部將大量發行國庫券以回補TGA。

結論: 基準情境是兩黨會在Xdate到來之前達成協議，避免美國出現史無前例的債務違約，因為一旦違約，雙方都無法在互相指責的遊戲中取得政治利益。1959年以來，美國國會總共化解89次債務上限僵局，無論執政黨是共和黨或民主黨，最終都能透過交換政治籌碼來解決問題，相信這次也是。

金融市場看法

過去美國從來沒有真的發生過債務違約，僅從2011年最接近違約，造成金融市場波動較大的歷史來做參考：

- 2011/8/2美國債務上限達成協議，8/5標普將美國長期信用評等下調。10年期美債殖利率自2011年2月的3.73%一路下跌到九月底1.72%的低點；違約風險和信評下調幾乎沒有對美債造成任何負面影響。
- 標普500在2月初至8/2協議達成期間，一直於1360~1250點之間震盪；但8/5日美國被下調評級後，當日從1260大跌5.1%至1199，再摔到8/8的1119後，持續盤整到10/3日的1099最低點，耗時2個月美股趨勢才漸漸反轉。整體來看，標普從4月底高點到10月初低點共下挫19.4%，那斯達克指數僅跌16.1%；最糟的是小型股，Russell 2000共跌29.6%。
- 據芝加哥商業交易所統計，4月底至10月初，大型產業類股中，公用事業和必需消費跌幅分別為1%和7%，是表現最佳的類股；科技和健護分別摔14%和13%，表現優於大盤，屬於前段班；最慘的在能源、原物料和金融業，跌幅在3~4成之間不等。能源和原物料類股暴跌和財政支出削減有相當大的關連性；自2011年第三季後，聯邦政府支出就陷入負增長，直到2013年Q4才轉正。

金融市場看法，續

結論: 今年和2011總經環境有明顯不同；2011年處在QE、0~2.5%基準利率、2%通膨和9%失業率；今年則是QT、5~5.25%基準利率、5%通膨和3.5%失業率。聯準會雖然看似有非常大的寬鬆空間來應對金融市場波動，但前提也是要冒著讓通膨回升的風險；因此聯準會大概率不會做出類似犧牲，建議不要對貨幣政策扭轉有太多期待，預期年內不會有降息的機會。在債務上限可能引發的信評調降、財政支出收緊和流動性持續縮水的風險下，維持對美股和科技股中性評等；建議不要對小型類股和基礎建設相關類股做多。



資料來源：Bloomberg · 芝加哥商業交易所 · 永豐投顧整理 · May.2023

投資聲明

本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。