

中信证券研究部

核心观点



联系人：徐广鸿
海外策略首席



王一涵
策略分析师
S1010522050002

美联储激进的货币紧缩是造成当前美国银行体系流动性危机的根本原因，虽然短期尚难演化为系统性金融危机，但随着美联储缩表的持续、美国债务上限上调后，美国国债市场供需关系的恶化，或成为点燃下一轮美国系统性金融危机的导火索。在今年 1 月 19 日触及法定债务上限后，我们判断美国财政部现有资金仍能维持 180 天左右的运转。因此，此轮 X-Date 来临的时点预计在今年 8 月初。一旦债务上限上调，美国财政部自去年年底以来囤积的发债需求预计导致美国国债的供给大幅上行，供需格局的恶化或触发新一轮的系统性金融危机。我们预判今年债务上限问题发展的路径与 2011 年类似，两党政治决策路径分离严重，难以在短期内达成共识。对于港股和美股市场，在临近 X-Date 的情况下，避险情绪升温预计将导致美股从今年 7 月中下旬进入下行通道，而港股估值预计也会承压，特别是金融和工业等顺周期板块。但中长期来看，若美联储被迫放缓或停止缩表，流动性的“预期差”将利好港股、美股，迎来新一轮的估值修复。

■ 美联储激进的货币紧缩是造成当前美国银行体系流动性危机的根本原因。自去年 3 月以来美联储激进的货币紧缩导致美国债券收益率飙升，显著冲击了商业银行持有资产的价值；截至 2022 年 12 月，美国商业银行持有的证券浮亏高达 6200 亿美元。同时，持续、快速的加息也促使货基利率上行的斜率远高于银行存款利率，直接导致存款流出银行体系、流入货基。去年 3 月 16 日至今年 3 月 8 日之间，美国商业银行的存款余额下降了 5170 亿美元，而货基的余额却上升了 3350 亿美元。特别是硅谷银行事件爆发后，短短一周内，美国的货基余额飙升超过 1200 亿美元。虽然我们判断当前美国银行业的流动性风险短期难以演化为金融体系的系统性危机，但随着美联储的持续缩表，在今年美国联邦债务的法定上限如期上调后，美国国债市场供需关系的恶化，或是点燃下一轮美国系统性金融危机的导火索。

■ 2011 年美国债务上限危机导致其信用评级下调。美国法律赋予国会设定联邦政府债务总额上限的权力，一旦财政部发行债券触及该上限后，美国联邦政府便要暂停新增债券融资活动，直至通过国会批准上调债务上限为止。复盘 2011 年美国面临的债务上限危机，在美国触及 14.3 万亿美元债务上限后的 3 个月时间内，两党就该问题持续博弈，不断拉锯。在临近财政部耗尽其启用非常规措施及 TGA 余额前的最后几小时，美国国会通过《2011 年预算控制法案》，分两阶段上调美国债务上限至 16.4 万亿美元。标普基于美国政策决议过程中的不确定性首次下调其主权信用评级至 AA+。自美国债务上限触顶至评级下调阶段，标普 500 和纳斯达克指数分别下跌 16.2%/15.8%，而港股投资者情绪也受到拖累，恒生综指同期下跌 15.0%。

■ 债务上限上调或引发美国新一轮的系统性金融危机，倒逼美联储放弃缩表。

- (1) 我们预测今年 8 月初或是 X-Date 来临时点。2023 年 1 月 19 日，美国债务已达到其 31.4 万亿美元的发行上限，当前财政部已启用“非常规措施”释放资金。我们依据美国财政部及 CBO 公布的资料进行测算，截至 1 月底，美国财政部能使用的 TGA 余额及非常规操作释放的资金约为 7300 亿美元，因此尚能维持美国联邦政府 180 天左右的运转。但美国联邦政府现金流量中存在较多不确定性，例如即将到来的美国 4 月报税季以及联邦政府由于国债收益率上行导致日益剧增的利息支出，若上述变量最终偏离预期，此次 X-Date 存在提前来临的风险。
- (2) X-Date 后美债供需结构的恶化或倒逼美联储放弃缩表。一旦债务上限上调，美国财政部自 2022 年年底以来囤积的发债需求将被释放，国债

市场供需格局的恶化叠加 TGA 资金的重新回笼，或引发美国新一轮的系统性金融危机。2022 年 9 月下旬，英国国债市场爆发流动性危机，英国央行紧急启动临时 QE，重新为市场注入流动性；如若美国在债务上限提高后面临同样情况，美联储或被迫放缓甚至完全停止其缩表进程，扭转其量化紧缩政策，类似于 2019 年 8-10 月美联储连续三次降息，9 月停止缩表，以及 10 月开启的有机扩表。截至 2019 年 12 月底，美联储仅通过购买 T-Bill 就向市场注入了近 1700 亿美元的流动性。

■ **两党的政治博弈或再度在 X-Date 前拖累港股市场表现，但若美联储被迫停止缩表，将有利港股、美股的股指修复。**我们判断今年美国债务上限问题的发展路径或与 2011 年类似，恐慌性情绪或在 X-Date 来临前 10 个交易日开始蔓延，因此美股预计会率先于今年 7 月中下旬进入下行通道，而港股亦会受到拖累。我们判断美股以及港股周期板块估值或将承压，美股的基本面预期也面临下修风险。2011 年美国在第二季度多数行业盈利增速环比上升的情况下，各板块估值均有所回落，其中周期板块回落显著，因此债务上限问题对该板块估值带来明显冲击。受美国债务上限问题拖累，美股市场的负面情绪也显著扰动港股估值。临近今年 8 月初债务上限 X-Date 时点，港股金融和工业为代表的周期性行业估值或将再度承压，而防御属性较强的电信和公用事业预计将相对跑赢。但中长期来看，若美债市场供需格局恶化或引发的系统性金融风险可倒逼美联储放缓或停止缩表，流动性的“预期差”将利好港股、美股的估值修复。

■ **风险因素：**1. 美国金融体系风险超预期爆发；2. 中美摩擦进一步升级；3. 海外央行超预期收紧货币政策；4. 汇率大范围波动。

目录

美联储激进的货币紧缩是造成当前美国银行体系流动性危机的根本原因	5
2011 年美国债务上限“僵局”引发港美股大跌	7
什么是“债务上限”?	7
2011 年美国债务上限“僵局期间”，港美市场均出现大跌	7
债务上限上调或引发美国新一轮的系统性金融危机，倒逼美联储放弃缩表	9
此次 X-Date 预计将于今年 8 月到来	9
X-Date 后美债供需结构的恶化或倒逼美联储放弃缩表	11
两党的政治博弈或再度在 X-Date 拖累港股市场表现	13
美股市场周期性板块或将承压	14
美国债务上限问题或再度拖累港股市场情绪	15
风险因素	16

插图目录

图 1：美联储的货币紧缩导致美国商业银行持有的证券出现大幅亏损	5
图 2：逆回购和短久期国债收益率上行斜率远高于银行存款利率	5
图 3：此轮加息周期以来美国商业银行存款已下降近 5800 亿美元	6
图 4：此轮加息周期以来美国货基累计净流入 4600 亿美元	6
图 5：CME 利率期货隐含的联邦基金目标利率预期	6
图 6：美国国债收益率曲线变化	6
图 7：20 年间美国债务多次触及上限	7
图 8：当前近 79% 的美国国债为公众持有	7
图 9：2011 年美国债务危机演变路径	8
图 10：2011 年 5 月至 8 月美国消费者信心受显著冲击	8
图 11：2011 年 5 月及 7 月美国 PMI 指数大幅下滑	8
图 12：2011 年美国债务触及上限期间，美债十年期收益率大幅下行	9
图 13：美国金融环境收紧	9
图 14：美国财政部一般账户余额	10
图 15：CBO 对美国经济展望	10
图 16：Moody's 对美国 X-date 的预测	10
图 17：BPC 对美国 X-date 的预测	10
图 18：美国联邦财政利息支出大幅抬升	11
图 19：利息支出占经常性收入比例与国债收益率相关性较为显著	11
图 20：美联储持有美国国债余额比例在 2022 年下降超过 3 个百分点	12
图 21：债券型共同基金资金流与美联储货币政策	12
图 22：美国养老金计划债券类资产净资金流和美债利率走势	12
图 23：新冠疫情爆发后海外投资者持有美国国债比例持续下降	12
图 24：2022 年英国公布其巨额财政刺激计划	13
图 25：英国国债收益率及央行购买国债金额	13

图 26: 美国有效联邦基金利率 (EFFR) 和有担保隔夜融资利率 (SOFR).....	13
图 27: 美联储通过正回购工具向市场注入流动性.....	13
图 28: 2011 年美国债务上限危机前后美股和港股表现.....	14
图 29: 美股行业指数涨跌幅 (2011 年 5 月 16 日至 8 月 2 日)	14
图 30: 2010 年年初至 2011 年 8 月 2 日, 美股市场中各行业动态 PE 情况	15
图 31: 2010 年年初至 2011 年 8 月 2 日, 金融板块动态 PE 走势	15
图 32: 美股各行业盈利增速变化	15
图 33: 港股行业指数涨跌幅	16
图 34: 港股市场分行业动态 PE	16
图 35: 2010 年年初至 2011 年 8 月 2 日, 港股金融板块动态 PE 走势.....	16
图 36: 2010 年年初至 2011 年 8 月 2 日, 港股工业板块动态 PE 走势.....	16

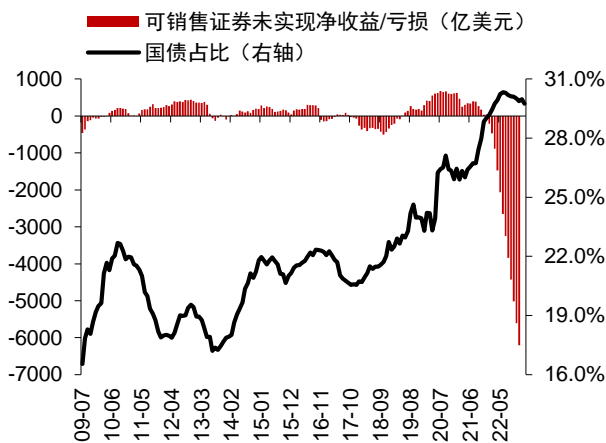
表格目录

表 1: 美国债务上限 X-Date 预测 (截至 1 月 31 日)	10
---	----

■ 美联储激进的货币紧缩是造成当前美国银行体系流动性危机的根本原因

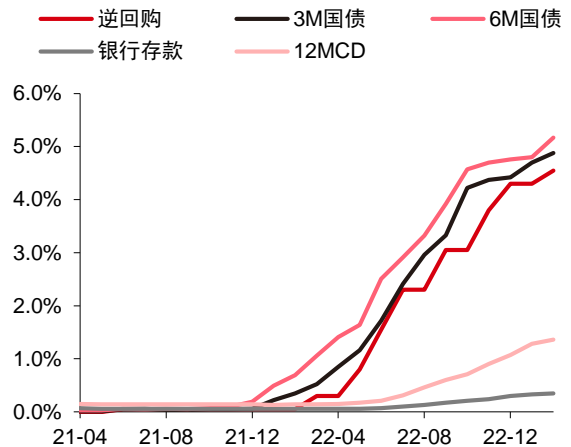
近期欧美银行体系爆发流动性危机，显著拖累港股和美股表现。我们认为美联储自去年以来的持续、激进的货币紧缩是造成当前美国银行体系流动性危机的根本原因。首先，从资产端来看，美国商业银行持有的国债占其整体持有证券资产的比例从疫情爆发初期的23.3%飙升至此轮美联储开启货币紧缩前的29.9%。因此，去年3月以来美联储的持续加息和缩表导致的债券收益率飙升，显著冲击了美国商业银行持有资产的价值。美国联邦存款保险公司（FDIC）表示，截至去年12月底，美国商业银行持有证券的浮亏金额高达6200亿美元，占其总资产和余额（资产-负债）的比例分别达到2.7%和29%。同时，美国商业银行持有证券的浮盈转向为浮亏的拐点是2021年年底，恰是美联储宣布加速 taper 且上调2022年的加息预期的时点，直接导致美债收益率开始飙升。

图 1：美联储的货币紧缩导致美国商业银行持有的证券出现大幅亏损



资料来源：Wind, FDIC, 中信证券研究部；注：2022年4月至12月的可销售证券未实现净收益/亏损数据根据FDIC报告线性外推得出

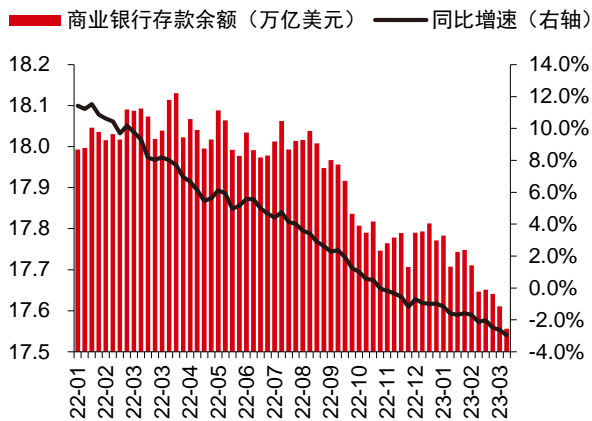
图 2：逆回购和短久期国债收益率上行斜率远高于银行存款利率



资料来源：FRED, Wind, 中信证券研究部

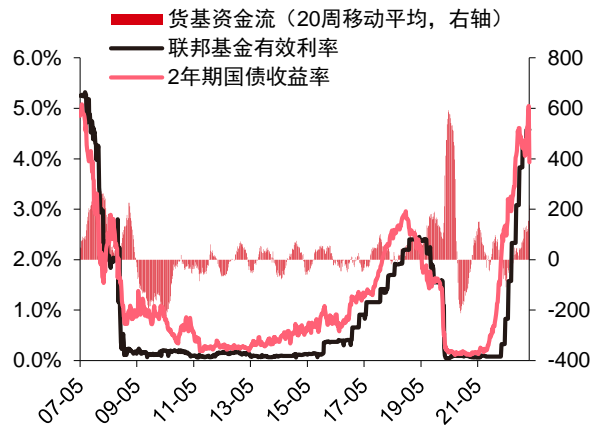
同时，美联储的持续、快速加息也导致了美国的逆回购利率和短久期的国债收益率（货币市场基金偏好配置的资产）上行的幅度远高于银行存款利率。截至今年2月底，美国商业银行存款利率和1年期大额存单利率分别仅0.4%和1.4%，远低于隔夜逆回购的4.6%的年化利率，以及3个月（4.9%）和6个月（5.2%）国债的到期收益率。在此背景下，自2022年3月16日美联储开启新一轮的加息周期至今年的3月8日，美国商业银行的存款余额下降了5170亿美元，而同期货基的余额却上升了3350亿美元。特别是硅谷银行事件爆发后，3月8日至15日的短短一周内，美国的货基余额飙升超过1200亿美元。因此，美联储的加息也是直接导致存款流出银行体系、流入货基的重要原因。

图 3：此轮加息周期以来美国商业银行存款已下降近 5800 亿美元



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：此轮加息周期以来美国货基累计净流入 4600 亿美元

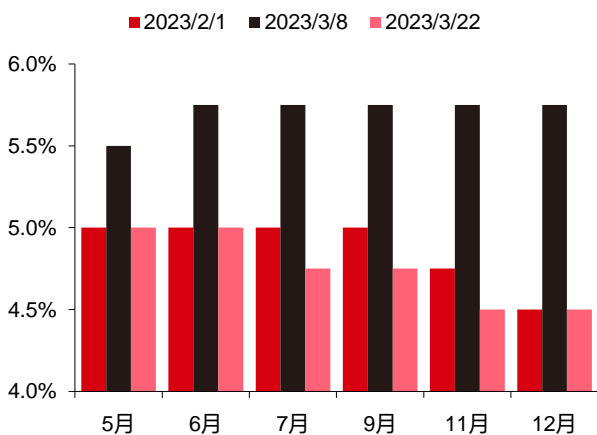


资料来源：Wind，中信证券研究部

虽然当前美国银行体系仍面临存款流出的风险，但 3 月 22 日美联储再度加息 25bps，最新公布的“点阵图”也显示今年或再次加息 25bps 的预测，若实现、至年底将维持联邦基金有效利率在 5.1% 的水平。在此背景下，即便美联储在 3 月 12 日设立了银行定期融资计划（BTFP），为符合条件的存款机构提供紧急融资帮助，但我们判断在货基收益率仍远高于银行存款利率的背景下，美国银行体系的流动性问题至少在短期内难以化解。

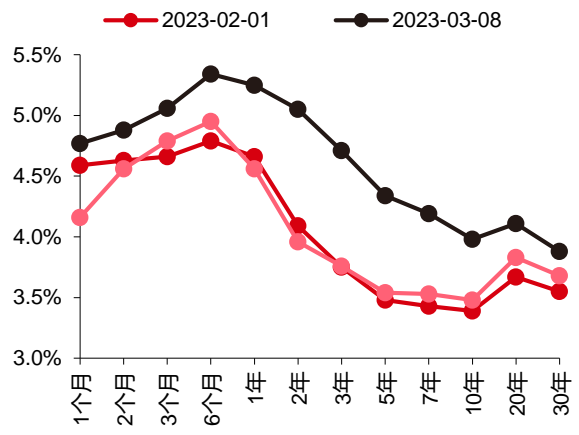
另一方面，由于目前美国银行体系整体的稳定性相较于 2008 年有大幅提升，当前的银行业的流动性风险短期难以演化为金融体系的系统性危机。但我们判断随着美联储的持续缩表，在今年美国联邦债务的法定上限如期上调后，美国国债市场的供需关系的恶化，或是点燃下一轮美国发生系统性金融危机的导火索。

图 5：CME 利率期货隐含的联邦基金目标利率预期



资料来源：CME，中信证券研究部

图 6：美国国债收益率曲线变化



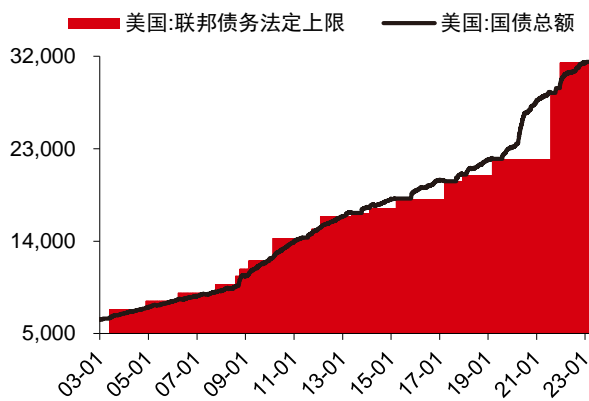
资料来源：Wind，中信证券研究部

2011 年美国债务上限“僵局”引发港美股大跌

什么是“债务上限”？

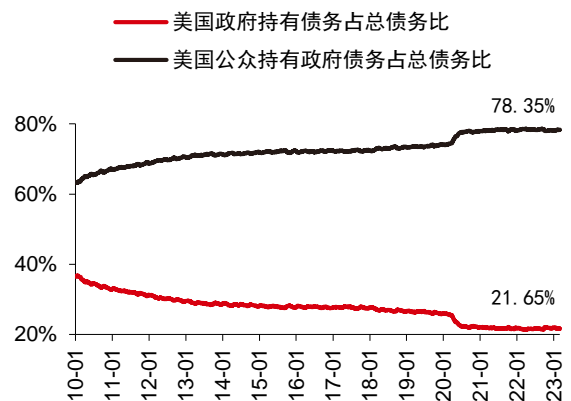
1917 年美国国会修改《第二次自由债权法》，该法规赋予国会对美国联邦政府设定债务上限（Debt Ceiling）的权利，国会对每一类债券分别设定可发行数量的限制。1939 年起美国国会开始对联邦债务总额进行限制，设定总额上限，将管理联邦债务结构的权限转交给财政部。联邦政府需承担的债务主要包括公众持有债务及其自身所需支付的医保账户、社保信托基金和军饷等。一旦超过债务上限后，联邦政府将不能发行新的债券进行融资，债务上限的提高不意味着美国政府能新增其他项目的开支，该上限仅支持政府履行其法定义务下的融资偿债权利。

图 7：20 年间美国债务多次触及上限（十亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：当前近 79% 的美国国债为公众持有



资料来源：Wind，中信证券研究部

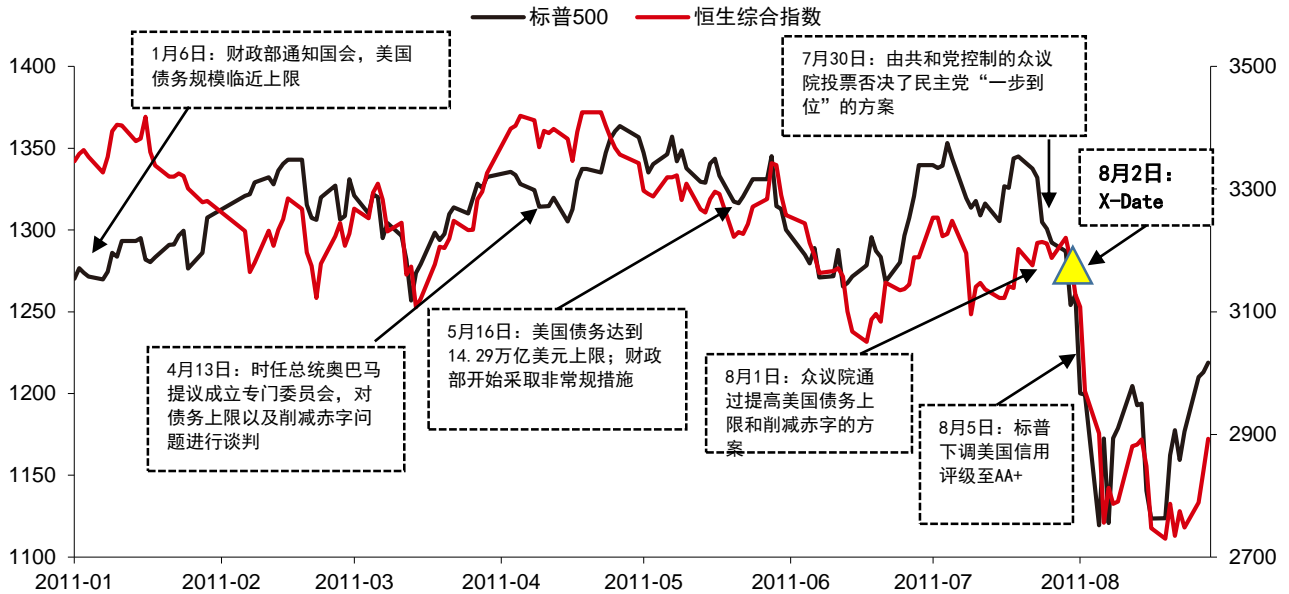
当美国债务触及上限时，财政部将采取“非常规措施”（Extraordinary Measures）以避免违约，具体操作为：1）财政部将暂时减少持有美国国债的大型政府退休基金的每日再投资、2）推迟对公务员退休和残疾基金（CSRDF）以及邮政服务退休人员健康福利基金（PSRHBFB）的新投资、3）暂停对外汇稳定基金（ESF）的再投资、4）暂停发行州和地方政府系列（SLGS）证券。此外，财政部还可以使用其 TGA 账户（Treasury General Account）中的资金。如果国会不能在财政部耗尽其借款权限且不再拥有资金（X-Date）前暂停或提高债务上限，美国主权债务的技术性违约将会发生，截至 2023 年 3 月 6 日，美国国债持有量的 78.35% 为公众债权人，仅 21.65% 为联邦政府持有，一旦美国债务发生实质性违约，全球金融市场将面临较大的冲击。

2011 年美国债务上限“僵局期间”，港美市场均出现大跌

早在 2010 年 11 月，当美国的共和党以 242 个席位掌握众议院起，执政党与在野党便开启了对削减预算和财政赤字的争端，这也导致了两党在 2011 年来临的债务上限问题上的拉锯。2011 年 5 月 16 日，美国债务触及 14.3 万亿美元的法定借贷限额，时任美国财政部长的盖特纳宣布开始启用非常规措施将联邦政府的偿债能力延长至 2011 年 8 月 2 日（X-Date）。经过几个月的谈判僵局，在距离 X-Date 前几个小时，两党最终达成协议，美

国国会通过《2011年预算控制法案》，自此，美国债务上限分两个阶段上调至16.4万亿美元。虽然此次债务上限危机在最后一刻得到解决，但美国联邦政府和国会对该事件的处理引发了市场的普遍恐慌，投资者对美国政策决策过程中的不确定性的担忧开始增强，当年的8月5日晚，标普首次将美国的信用评级自AAA下调至AA+。

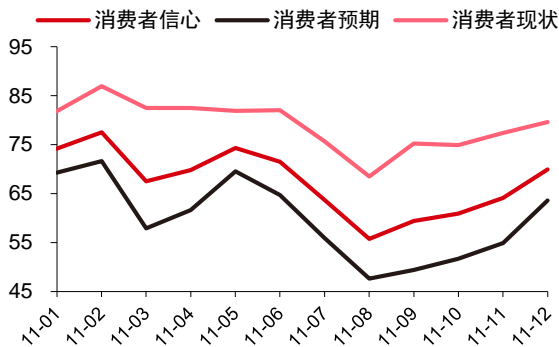
图9：2011年美国债务危机演变路径



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：左轴为标普500，右轴为恒生综合指数

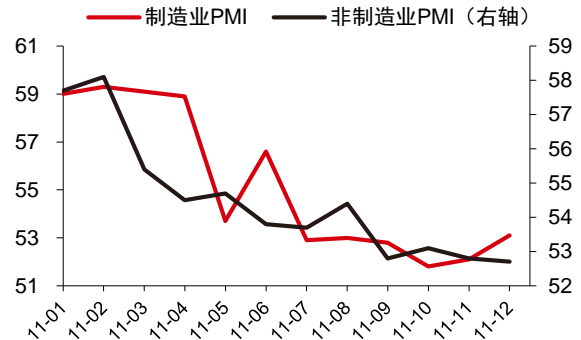
在美国债务触及上限至评级下调期间，美股及港股市场普遍下跌。2011年5月16日至8月10日期间，标普500指数跌幅最大，达到16.2%，其后是纳斯达克指数(-15.8%)。股指的大幅下跌主要是美国信用评级的下调带来的负面评级展望叠加2011年5月及7月PMI指数的下滑和消费者信心受到冲击，市场普遍担忧美国经济增速的减缓。港股方面，市场情绪受美国债务危机拖累，恒生综指同期下跌15.0%，恒生综指在美国债务危机爆发前夕呈现出与标普指数同频共振的趋势。随着国际市场的基本面走好以及欧债危机的解除，美股及港股在经历了底部震荡之后缓慢回升。

图10：2011年5月至8月美国消费者信心受显著冲击



资料来源：Wind，中信证券研究部

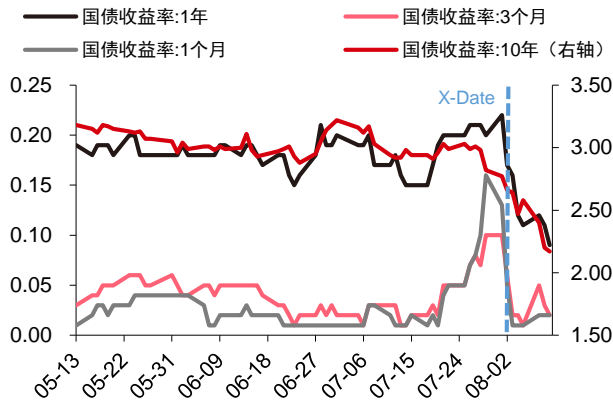
图11：2011年5月及7月美国PMI指数大幅下滑



资料来源：Wind，中信证券研究部

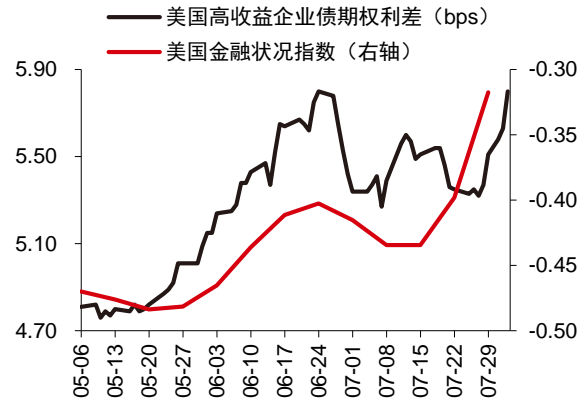
2011 年美国债务上限危机期间，受标普调降美国长期主权信用评级影响，叠加国际市场中欧债危机的不断演变，投资者避险情绪增强，美国长期国债出现下行趋势，其中十年期国债自 5 月 16 日至 8 月 2 日期间下行 52bps，一年期国债在同一时期下行 2bps；美国 X-Date 前后，短期国债收益率呈上行趋势，其中 1 月期及 3 月期国债分别上行 3bps 以及 4bps。反映了投资者对 X-Date 后即将到期的国债要求更高的风险补偿，而潜在违约可能导致的经济衰退则是拖累长久期收益率下降的主要原因。

图 12：2011 年美国债务触及上限期间，美债十年期收益率大幅下行



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：美国金融环境收紧



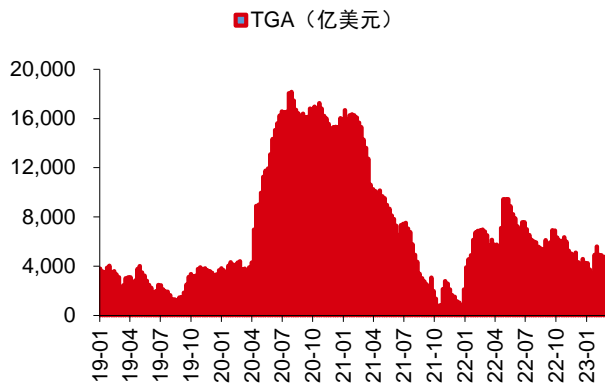
资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 债务上限上调或引发美国新一轮的系统性金融危机，倒逼美联储放弃缩表

此次 X-Date 预计将于今年 8 月到来

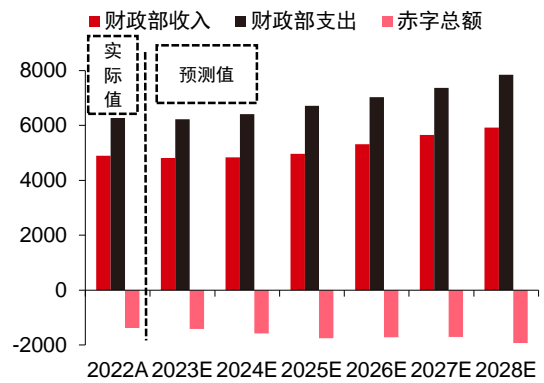
2023 年 1 月 19 日，美国财政部长耶伦宣布美国联邦债务已经触及 31.4 万亿美元的法定上限，财政部不再发行新增债券。为避免违约，美国财政部开始采用非常规措施，使其能够在有限的时间内继续筹集到更多的资金以偿还其法定债务。当前财政部在考虑的非常措施包括：1) 赎回公务员退休和残疾基金 (CSRDF) 以及邮政退休人员健康福利基金 (PSBHRF) 的现有投资，并暂停新的投资；2) 暂停政府证券投资基金 (G-Fund) 的再投资；3) 暂停外汇稳定基金 (ESF) 的再投资；4) 暂停出售州和地方政府系列国库券 (SLGS)。

图 14: 美国财政部一般账户余额



资料来源: FRED, 中信证券研究部

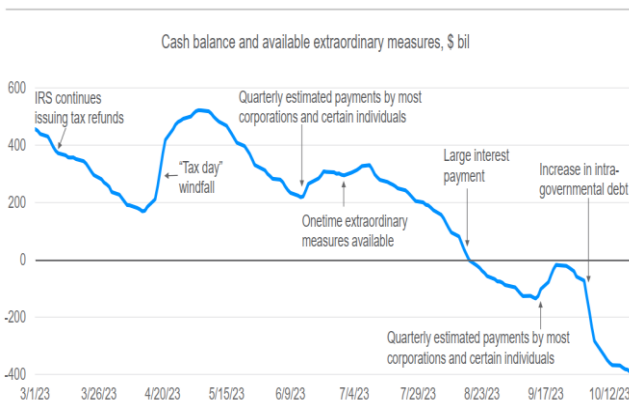
图 15: CBO 对美国经济展望 (十亿美元)



资料来源: CBO 预测, 中信证券研究部

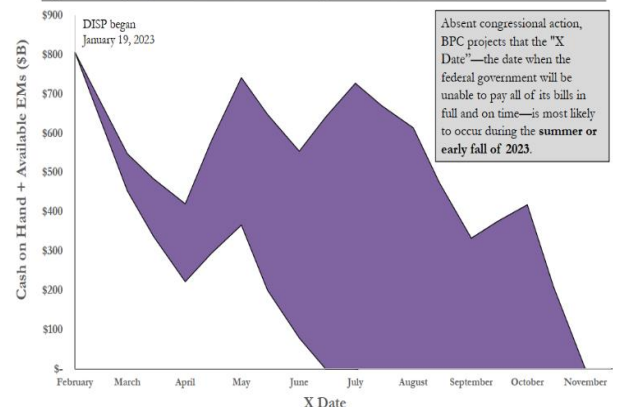
美国财政部预计在 6 月初之前不会迎来其通过非常措施筹资以及 TGA 剩余现金耗尽的那一天 (X-Date), 但知名评级机构穆迪通过分析美国政府未来几周的支出和收入, 预测 X-date 会在 2023 年 8 月 18 日到来; BPC 预计 X-Date 有可能发生在 2023 年夏季或秋初。我们根据美国财政部公布的《非常措施说明》统计, 财政部于 2023 年 1 月 31 日能自筹近 7,288 亿美元的资金用来支付其法定债务, 根据 CBO 发布的《2023 至 2033 年美国财政预算和经济展望》, 美国财政部 2023 年度预计赤字 14,100 亿美元, 截至 1 月底美国联邦政府支出已超过收入 4600 亿美元, 因此, 财政部现有资金尚可维持 180 天左右的运转, 我们预测在 2023 年 8 月初财政部将会迎来其 X-Date。

图 16: Moody's 对美国 X-date 的预测



资料来源: Moody's Analytics 预测

图 17: BPC 对美国 X-date 的预测



资料来源: BPC 预测

表 1: 美国债务上限 X-Date 预测 (截至 1 月 31 日)

美国财政部非常措施	预计释放额度 (亿美元)	项目名称	预计金额 (亿美元)
1) 暂停公务员退休和残疾基金 (CSRDF) 和邮政服务退休人员健康福利基金 (PSRHB) 新的投资; 2) 赎回 CSRDF 和 PSRHB 的某些现有投资	410	CBO 预测美国 2023 年赤字*	14,100
暂停联邦雇员退休制度储蓄计划 (TSP) 的政府证券投资基金 (G Fund) 持有的国库券的每日再投资	1,690	截至 2023 年 1 月底联邦政府支出已超过收入部分	4,600
暂停外汇稳定基金 (ESF) 持有的国库	170	预计 2023 年度剩余赤字#	9,500

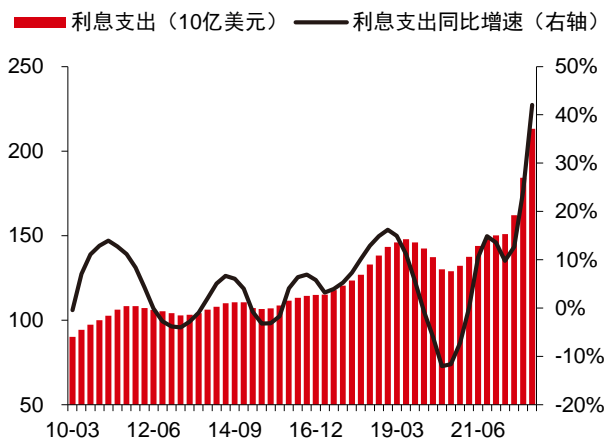
美国财政部非常规措施	预计释放额度 (亿美元)	项目名称	预计金额 (亿美元)
券的每日再投资			
不再对联邦融资基金进行新的投资	100	至 2023 财年结束, 每月财政赤字金额 (8 个月)	1188
美国财政部一般账户余额 (TGA)	4918.48	至 2023 财年结束, 日均财政赤字金额	39.58
总计	--7288.48	财政部非常规措施+TGA 余额可供消耗	184 日

X-Date **2023 年 8 月 3 日 (预测)** &

资料来源: 美国财政部[#], 《2023 至 2033 年美国财政预算和经济展望》(CBO^{*}, 美国国会预算办公室), 中信证券研究部预测[&]

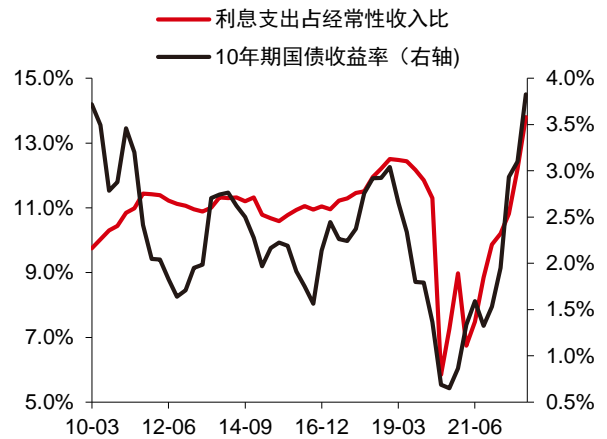
X-Date 的预测与财政部收入和支出高度相关, 联邦政府现金流量中有较多波动较大的部分, 例如 4 月来临的财政部所得税收入, 如若该笔收入不及预期, 则存在 X-date 来临时间提前的风险。同时, 随着去年下半年以来国债收益率的加速上行, 美国联邦财政的利息支出也大幅飙升。相较于去年上半年季度平均的 1565 亿美元的利息支出, 去年 3、4 季度已逐步攀升至 1842 亿美元和 2132 亿美元。同期, 利息支出占联邦财政经常性收入的占比也由去年 1 季度的 10.2% 上升至 4 季度的 13.8%。因此, 利息支出的大幅提升或意味着此次的 X-Date 可能比我们依据 CBO 财政赤字预期的测算时点来得更早。

图 18: 美国联邦财政利息支出大幅抬升



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 19: 利息支出占经常性收入比例与国债收益率相关性较为显著



资料来源: Wind, 中信证券研究部

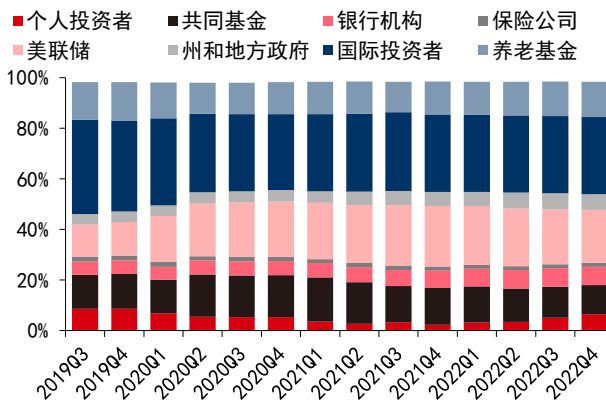
X-Date 后美债供需结构的恶化或倒逼美联储放弃缩表

虽然美国两党政治博弈持续, 参众两院各持己见, 共和党控制的众议院坚持联邦政府需要拿出削减开支的方案, 随后才能同意提高债务上限, 被民主党控制的参议院则希望不带有附加条件的直接调整债务上限, 但是回顾历史, 债务上限问题最终会得以解决。一旦债务上限上调, 美国财政部自去年年底以来囤积的发债需求或得到快速释放。

截至去年年底, 美联储的量化紧缩导致其持有的美国国债的比例已降至 20.8%, 同比回落 3.1 个百分点。同时, 除美国银行体系持有美国国债占其整体证券资产比例已处于历史最高点以外, 历史上看, 不论是美国的债券型共同基金还是养老金对债券型资产的资金流向都与美联储的货币政策方向以及长端利率高度相关。另外, 自三年前的新冠疫情爆发以来, 海外投资者仍在趋势性减持美国国债。因此, 在投资者对于美联储的货币政策转向预期形成以前, 预计不论是美国的金融机构还是海外投资者均不会有意愿增持美债。

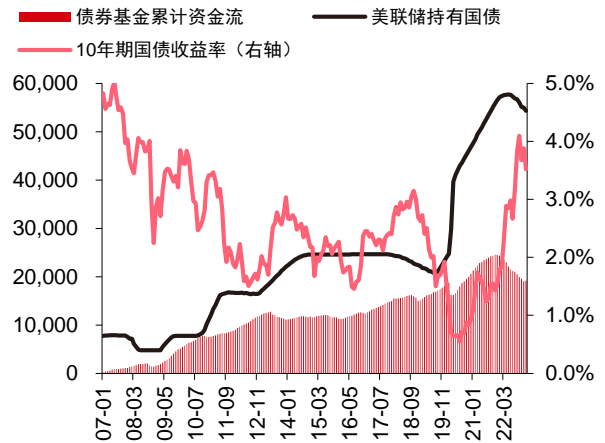
因此，X-Date 到来后，如若美联储仍维持极端的量化紧缩行为，美国国债市场预计面临进一步的减持压力。同时，债务上限上调后，美国国债的供给预计开始大幅上行，供需格局的恶化或导致美国国债市场爆发流动性危机。此外，在非常规措施期间动用的 TGA 账户资金亦会在债务上限提高后重新回笼，随着 TGA 余额的上升，银行准备金快速收缩，叠加美联储的持续缩表，美国或陷入新一轮的系统性金融危机。

图 20: 美联储持有美国国债余额比例在 2022 年下降超过 3 个百分点



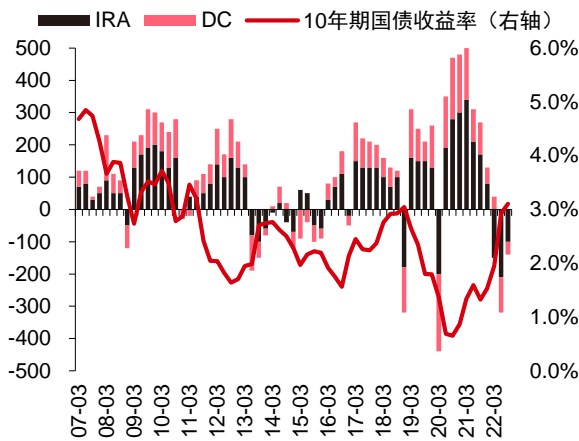
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 21: 债券型基金资金流与美联储货币政策 (亿美元)



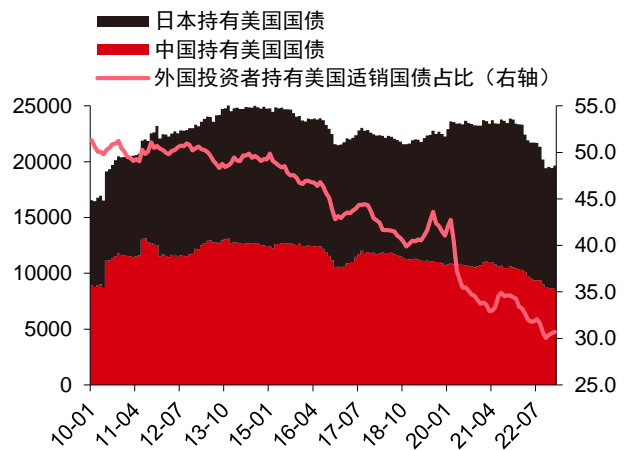
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 22: 美国养老金计划债券类资产净资金流和美债利率走势 (亿美元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 23: 新冠疫情爆发后海外投资者持有美国国债比例持续下降 (亿美元)

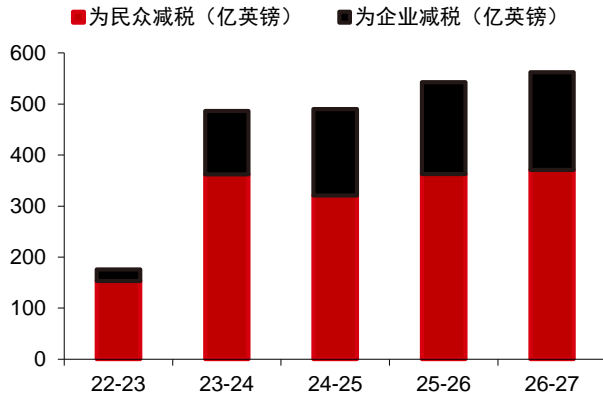


资料来源: Wind, 中信证券研究部

以英国 2022 年 9 月下旬出现的流动性危机为例，一旦美国也面临同样情况，美联储或被迫放缓甚至完全停止其缩表进程。去年 9 月 23 日，英国政府推出了大规模的减税政策，计划在 2026-2027 年为民众减税 371 亿英镑，为企业减税 191 亿英镑，大幅减税将导致英国政府收入端急速缩水，而赤字规模上升。该政策的颁布引发了市场的高度恐慌情绪，英国国债收益率快速上行，2022 年 9 月 21 日-27 日期间，英国 20 年、10 年及 5 年期国债收益率分别上升 115bps/108bps/118bps。9 月 28 日起，英国央行紧急启动临时 QE，

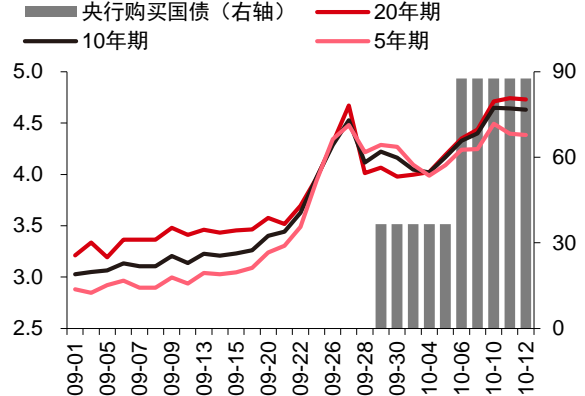
分两周购买总额为 124.2 亿英镑的政府债券，央行的举措短期内重新激活了市场流动性，避免了更为严重的系统性危机产生。

图 24：2022 年英国公布其巨额财政刺激计划



资料来源：HM Treasury, 中信证券研究部

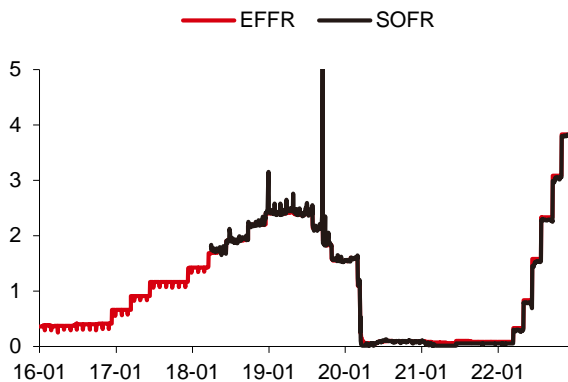
图 25：英国国债收益率 (%) 及央行购买国债金额 (亿英镑)



资料来源：Wind, 英国央行, 中信证券研究部

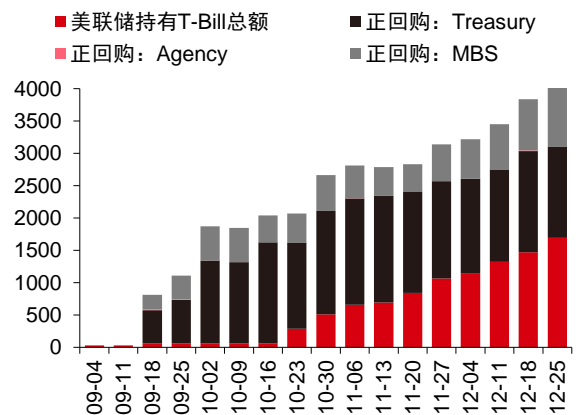
若此次美国债务上限提高导致流动性危机实质发生，为维护金融体系稳定，美联储或被迫扭转其量化紧缩政策。我们判断此次美联储应对危机的解决方式与 2019 年类似，2019 年 9 月 17 日，在连续近两年加息缩表后，美国回购市场爆发流动性危机，美国有担保隔夜融资利率 (SOFR) 单日上行 282bps，报收 5.25%，有效联邦基金利率 (EFFR) 也突破目标区间上限至 2.3%。2019 年 3 季度美联储持续降息三次以抵抗回购市场危机带来的负面影响，同时 9 月份停止缩表，10 月起美联储开启有机扩表，截至 12 月底，美联储通过购买 T-Bill 向市场注入 1695 亿美元的流动性。

图 26：美国有效联邦基金利率 (EFFR) 和有担保隔夜融资利率 (SOFR) (%)



资料来源：Wind, 中信证券研究部

图 27：美联储通过正回购工具向市场注入流动性 (亿美元)



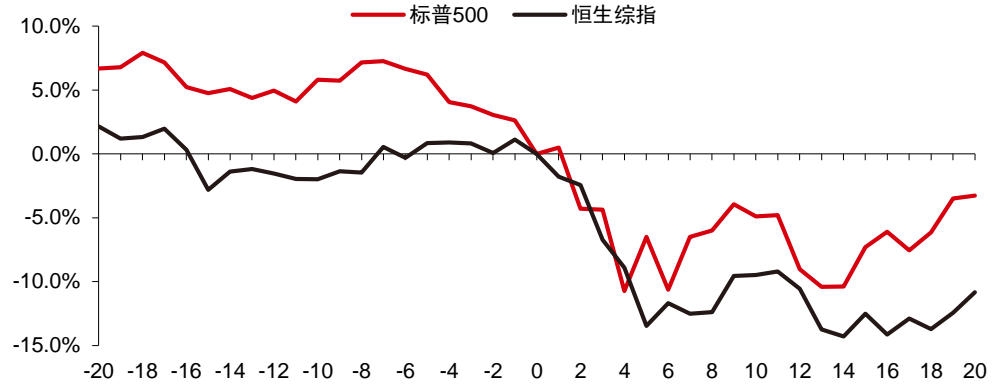
资料来源：纽约美联储, 中信证券研究部

两党的政治博弈或再度在 X-Date 拖累港股市场表现

复盘 2011 年美债危机期间港股以及美股市场表现来看，两大市场均在 X-Date 前 10 个交易日左右开始出现较为明显的震荡下行，其中标普指数振幅略高于恒生综指。因此，

假设由于两党之间的政治博弈导致债务上限迟迟无法上调，我们判断在我们测算的 X-Date 来临前，投资者对美国债务问题的预期差开始产生，市场避险情绪升温；美股预计会率先于 7 月中下旬进入下行通道，而港股亦会受到拖累。

图 28：2011 年美国债务上限危机前后美股和港股表现（X-Date 前 20 个交易日和后 20 个交易日）

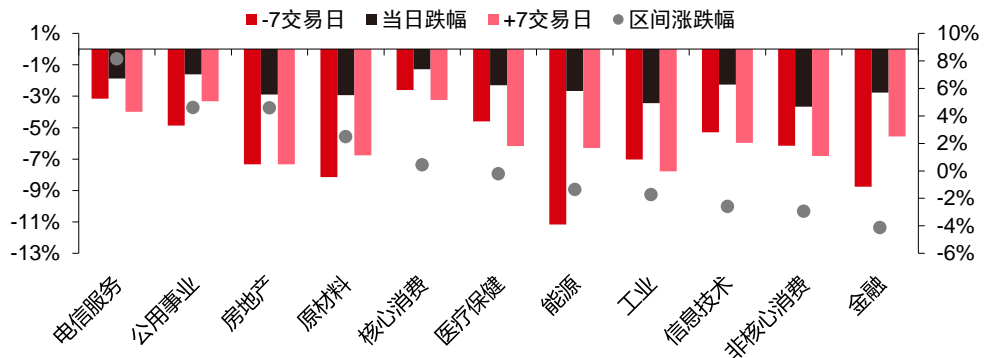


资料来源：Wind，中信证券研究部；注：横轴的“0”为 2011 年 8 月 2 日

美股市场周期性板块或将承压

我们判断今年美国债务上限问题的发展与 2011 年 8 月类似，当前美国两党政治决策路径分离严重，债务上限提升问题较难在短期内达成协议。2011 年美国债务触及上限节点（5 月 16 日）至 X-Date（8 月 2 日）期间，从行业指数层面来看，跌幅排名前三的是金融、非核心消费、信息技术，分别下跌 4.1%/2.9%/2.6%。防御属性较高的电信服务、公用事业板块涨幅居前，分别上涨 8.2%/4.6%。

图 29：美股行业指数涨跌幅（2011 年 5 月 16 日至 8 月 2 日）

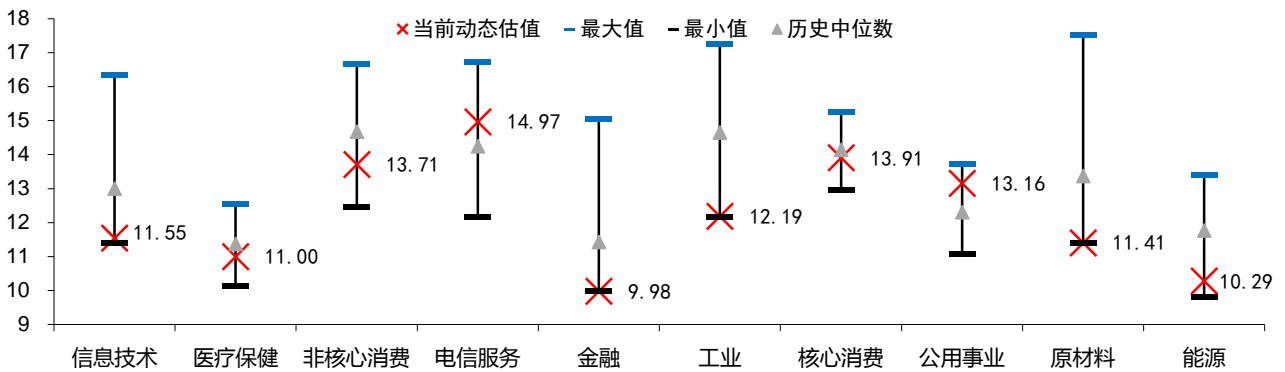


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部；注：当日为 8 月 2 日，“-7”和“+7”分别为 8 月 2 日之前和之后的 7 个交易日

2011 年临近美债上限 X-Date 前夕，美股各板块估值均有所回落。投资者对美国债务发生实质性违约的恐慌情绪不断上升，周期板块中工业、原材料以及金融行业的动态 PE 于 8 月 2 日跌落至 2010 年以来的历史低位，分别收窄至 12.2x/11.4x/10.0x。公用事业、电信服务行业动态 PE 处于历史中值以上，防御板块估值下修幅度普遍较小。

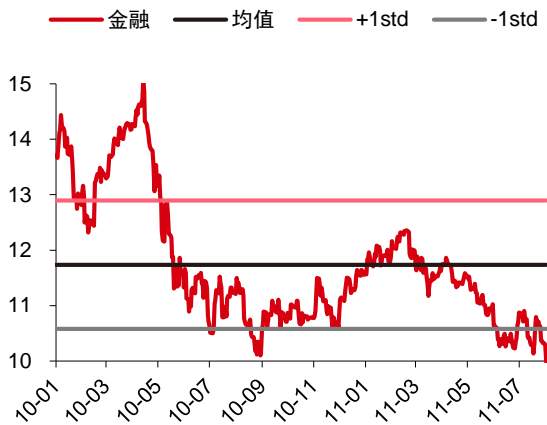
基本面维度，2011 年美股各行业业绩增速同比均下滑，主要原因在于美联储 2010 年量化宽松的政策叠加各行业净利润超预期，因此彼时各板块盈利能力较强，2011 年盈利增速有所放缓。虽然 2011 年欧美债务危机爆发，但美股多数行业盈利增速环比维持正增长，仅金融板块环比下跌 25.8%。房地产、工业、能源等行业盈利环比上升 67.2%、27.4%、21.1%，整体来看，美股周期性板块受到债务上限危机影响更大。因此我们判断今年美国债务上限问题若延续 2011 年发展路径，周期板块估值或将承压，在 8 月初 X-Date 如我们预期来临前，以金融和工业为代表的行业指数及估值均会出现显著回调。

图 30: 2010 年年初至 2011 年 8 月 2 日，美股市场中各行业动态 PE 情况



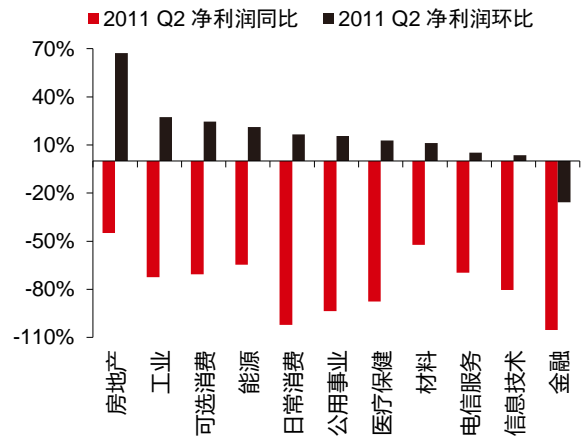
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 31: 2010 年年初至 2011 年 8 月 2 日，金融板块动态 PE 走势



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 32: 美股各行业盈利增速变化



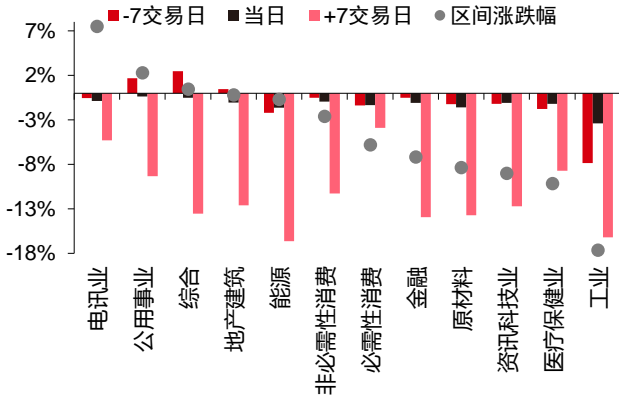
资料来源: Wind, 中信证券研究部

美国债务上限问题或再度拖累港股市场情绪

2011 年 5 月 16 日至 8 月 2 日期间，港股多数板块指数均呈现下跌趋势，仅防御性的电信服务以及公用事业板块分别上涨 7.5%/2.3%，周期性的工业、原材料以及金融板块跌幅居前，分别下跌 17.7%/8.3%/7.2%。虽然在美债 X-Date 前 7 个交易日，港股各行业开始出现下跌的态势，但港股市场情绪受美国评级调降影响较大，在美债 X-Date 时点后 7 个交易日，港股市场恐慌情绪蔓延，各行业跌幅超同时期美股。截至 2011 年 8 月 11 日，

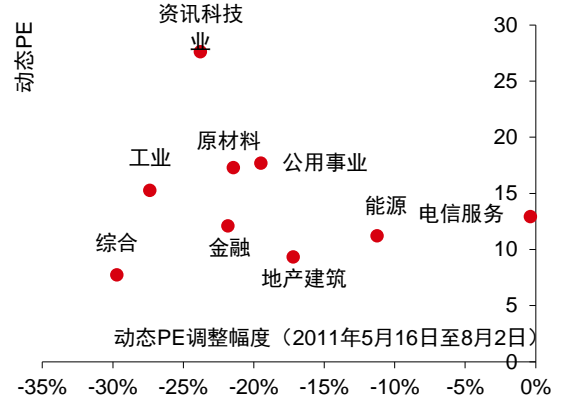
港股分行业指数均下跌，周期性板块跌幅最大，能源、工业、金融、原材料以及地产建筑跌幅均超过10%。而防御性板块在后7个交易日区间内跌幅较小，必选消费行业下跌3.9%、电信服务行业下跌5.3%。

图 33: 港股行业指数涨跌幅



资料来源: Wind, 中信证券研究部

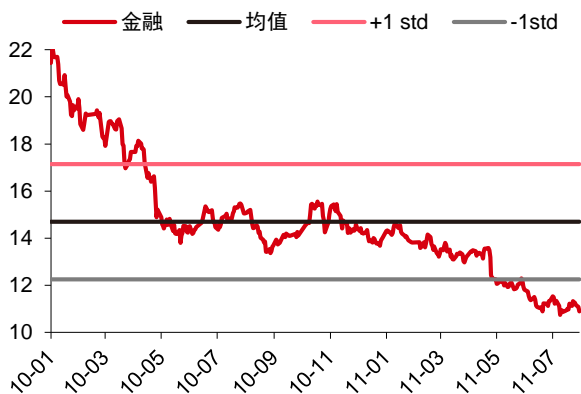
图 34: 港股市场分行业动态 PE



资料来源: Wind, 中信证券研究部

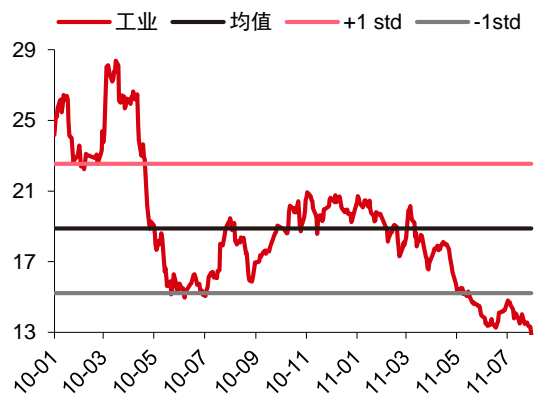
2011 年估值和盈利的背离叠加美国基本面走弱导致港股市场下跌。港股各板块估值自美债触及上限时点 (5 月 16 日) 至 X-Date 呈现出下滑趋势，其中工业与金融行业动态 PE 跌落至 2010 年以来的历史低位。整体来看，周期性板块估值下行幅度最大，工业、金融以及原材料分别下跌 27.4%/21.8%/21.5%。因此我们判断，今年美国债务上限问题或将对港股周期性板块带来冲击，金融以及工业等行业面临估值收窄风险。

图 35: 2010 年年初至 2011 年 8 月 2 日，港股金融板块动态 PE 走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 36: 2010 年年初至 2011 年 8 月 2 日，港股工业板块动态 PE 走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 风险因素

1. 美国金融体系风险超预期爆发；
2. 中美摩擦进一步升级；
3. 海外央行超预期收紧货币政策；
4. 汇率大范围波动。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。