



# 美利坚合众国 主权信用评级报告

大公国际资信评估有限公司

二〇一八年一月十六日



# 美国主权信用评级报告

## 信用等级

本币信用等级/展望	BBB+/负面
外币信用等级/展望	BBB+/负面
评级时间	2018年1月16日

## 评级观点

大公决定将美利坚合众国（以下简称“美国”）本、外币主权信用等级由 A- 下调至 BBB+，评级展望负面。上层建筑对经济基础的长期负向作用使美国中央政府偿债来源继续恶化，且这一趋势因政府大规模减税呈加速之势，对债务经济模式的愈加依赖将持续削弱中央政府偿债能力。

- 美国政治生态和信用生态对经济基础的长期负面影响导致中央政府偿债来源持续恶化，这一状态将会长期存在。
- 大规模减税直接减少中央政府偿债来源，进一步削弱政府偿债基础。
- 用增加债务收入弥补减税带来的财政缺口势必加剧中央政府信用风险。
- 美国债务经济模式将导致中央政府偿债能力持续下降。

## 评级展望

美国政治体制、国家战略和经济基础所决定的债务经济模式不会改变，减税对中央政府偿债来源的负面影响愈加凸显，政府财政状况持续恶化，债务负担高位攀升，举借新债受利率和债务上限约束而不可持续，政府偿债能力将呈恶化态势，因此，大公对美国未来本、外币主权信用评级展望为负面。

## 关键指标列表

	美国主权信用评级关键指标数据						单位：%
	2014	2015	2016	2017e	2018f	2019f	
国内生产总值（十亿美元）	17427.6	18120.7	18624.5	19362.1	20200.0	21024.4	
国内生产总值增长率（实际）	2.6	2.9	1.5	2.2	2.3	2.1	
人均国内生产总值（美元）	54668.1	56436.7	57607.6	59495.3	61687.4	63809.6	
通货膨胀率	1.6	0.1	1.3	2.1	2.0	2.2	
失业率	6.2	5.3	4.9	4.4	4.1	4.2	
私人部门信用总量/国内生产总值	194.6	189.1	192.7	193.0	192.4	192.6	
私人部门信用增长率	5.5	1.0	4.7	4.1	4.0	4.2	
中央政府初级财政平衡/国内生产总值	-2.0	-1.6	-1.6	-1.9	-2.3	-2.5	
中央政府财政平衡/国内生产总值	-4.0	-3.5	-3.2	-3.5	-3.9	-4.1	
中央政府利息支付/财政收入	11.6	10.5	8.7	9.4	9.9	10.4	
中央政府总债务/财政收入	605.9	586.6	598.9	620.8	681.9	715.9	
各级政府外债/国内生产总值	35.7	34.8	33.4	33.7	33.7	33.7	
经常项目余额/国内生产总值	-2.1	-2.4	-2.4	-2.4	-2.6	-2.7	
总外债/国内生产总值	99.0	97.7	96.8	99.7	101.5	103.2	
短期外债/国内生产总值	31.3	28.8	27.9	28.5	28.9	29.2	
国际储备/国内生产总值	2.5	2.1	2.2	2.2	2.4	2.5	
总外部融资需求/国内生产总值	39.7	40.6	40.0	40.0	40.3	40.7	
国际投资头寸净额/国内生产总值	-40.1	-41.4	-44.7	-44.5	-45.7	-46.9	
本币兑美元汇率（年均）	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	

数据来源：美联储、统计局、国会预算办公室、国际货币基金组织、世界银行、大公  
e 为估计值，f 表示预测值。

## 本次下调美国主权信用等级的主要依据：

政治体制缺陷形成的政治生态和背离剩余价值分配规律的畸形信用生态对经济的长期负面作用使美国中央政府偿债能力异化。于2018年正式实施的税改法案必然直接减少中央政府财政收入，以增加债务收入弥补减税带来的财政缺口必将加剧偿债来源与负债失衡，使美国政府偿债能力持续下降。

### 一、美国政治生态和信用生态对经济基础的长期负面影响导致中央政府偿债来源持续恶化，这一状态不会改变。

（一）美国政治体制缺陷形成的政治生态使政府难以有效执政，国民经济发展因此偏离正确轨道，政府偿债能力成无源之水。

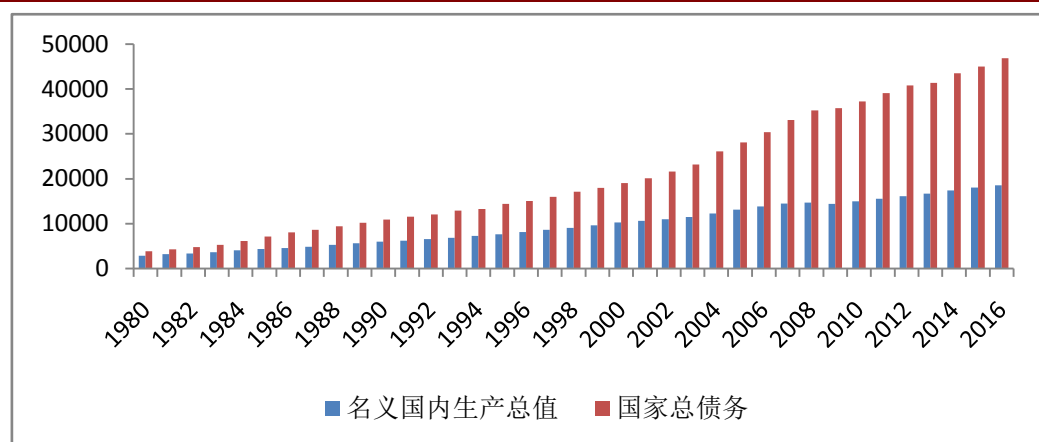
民主作为美国政治体制的精髓呈现为争夺国家最高权力永不停歇的党派斗争所构建的政治生态。为反对而反对的政党斗争主导国家机器运行，政府的政策主张或是在无休止的争吵中勉强通过或是被否决，政府的决策效率、公信力、执政能力因此而持续下降；用代表利益集团的选举承诺代替研究洞察经济社会发展趋势而制定的国家战略作为执政目标极大地削弱了政府对经济社会发展的驾驭能力；上台的执政党可以随意否决下台的执政党代表国家履行的内政外交承诺，使执政目标缺乏连续性和国家形象受损；政治分裂导致的国民思想分裂、社会分裂、行动分裂对经济社会所需要的健康发展环境的负面影响是深刻而长期的。这种政治生态使执政党的任何治国理政动议都要把攸关党派利害作为优先考量，必然导致国家大政方针决策失误。与此同时，政府总是在疲于应付政敌的反对，难以集中精力管理国民经济和社会发展。

美国经济发展验证了政府的执政能力。以1985年美国成为净债务国为标志，国家真实财富创造不能支撑国家消费，挣得少，花得多，资本主义生产与消费的矛盾让美国选择了不断通过信用扩张和货币发行方式形成消费能力发展国民经济的模式。这种模式具体表现为，

把未来可能创造的财富作为偿债依据进行举债形成信用消费能力，当这种消费能力不能满足需求时，再设置更远期的创富能力假设，增加债务规模，形成新的信用消费能力。这种背离生产与消费，即财富创造与消费这一社会再生产恒定规律的经济发展模式使美国国民经济高度债务化，从1985年到2015年的三十年间，国内生产总值增长了3.15倍，国家总债务增长了5.29倍（见图1），美国已成为一个完全没有内生偿债能力的庞大债务经济体，利用世界金融中心和美元的国际储备货币地位向全球输出债务是美国债务经济的最主要运行机制，2008年的金融危机正是国家偿债来源与负债严重失衡的总爆发。问题是，美国政府并没有通过危机发现其全球霸权战略和违反规律的经济模式是导致国家入不敷出的根源，而是为维持这一错误的国家战略直接采用印钞方式继续信用扩张，这种完全没有偿债来源的无度信用扩张把美国推入了下一场危机的前夜。

永远无法偿还的债务构成美国的经济基础，建立其上且必须依赖债务运行的上层建筑难有改变现状的作为，只能在背离规律的轨道上继续扮演巡道夫角色。特朗普政府的执政表现再一次印证了对美国上层建筑与经济基础的基本判断。

**图1 美国国家总债务规模和名义国内生产总值规模（十亿美元）**



数据来源：国际清算银行、国际货币基金组织、大公计算。

## （二）背离剩余价值分配规律的畸形信用生态导致中央政府偿债能力异化。

资本逐利的强大动力构建起了独树一帜的美国畸形信用生态。信用生态是社会再生产系统的信用供给部门，它不创造价值，其盈利来自于对实体生产部门创造剩余价值的分配，剩余价值分配规律应该是，实体经济部门的利息支出等于信用供给部门盈利。美国统计数据显示，2007 年信用供给部门通过给实体经济部门提供信用所获得的利息盈利为 5519.7 亿美元，通过信用供给部门内各资本交易环节形成的盈利为 2634.2 亿美元，信用供给部门通过给实体经济部门提供信用所获得的利息盈利占其全部盈利的 67.7%，2016 年的这一比例是 57.2%。这一数据揭示的是，美国信用供给部门已完全背离再生产所决定的功能定位和剩余价值分配规律，成为一个通过资金产品和交易结构设计不断延伸债权债务交易链条形成资金价格差异和盈利的债务经济部门。这种脱离社会再生产体系的资本自我循环的价值虚拟增值模式是美国债务泡沫的发动机。

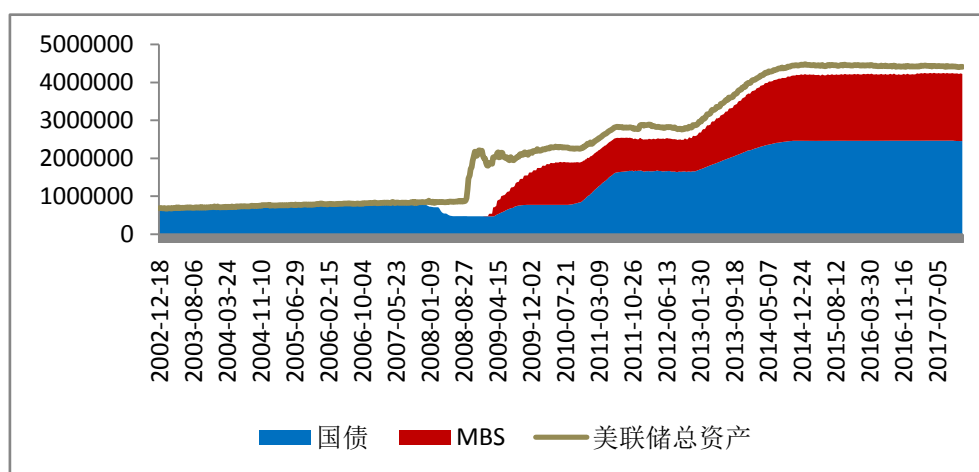
畸形信用生态导致美国中央政府偿债能力异化。研究表明：财政收入是政府的根本性偿债来源，2006 年，美国中央政府的财政收入为 4.37 万亿美元，债务总额为 8.89 万亿美元，财政收入与债务比为 1:2.05；2016 年，财政收入为 5.73 万亿美元，债务为 19.98 万亿美元，财政收入与债务比为 1:3.47；2016 年比 2006 年，财政收入增长额为 1.36 万亿美元，增长率为 31.1%，债务增长额为 11.09 万亿美元，增长率为 124.7%。2006 至 2016 的十年间，在财政收入增长显著低于债务增长的情况下，中央政府连续 11 次突破债务上限，净增加负债 14.78 万亿美元。美国政府早已没有内生偿债能力，以国家名义背书靠借新还旧和不断增加债务规模形成虚拟偿债能力。

美国中央政府的偿债能力来自于货币发行权。违背价值规律的畸

形信用生态一直在为美国中央政府以不断吹大的债务泡沫作为偿债能力提供生存空间，2008 年以后，美国政府的虚拟偿债能力进入崩溃的边缘，为阻止天文数字债务泡沫破灭对美国信用生态和中央政府偿债能力的毁灭性破坏，中央政府直接公开以量化宽松的名义启动了印钞偿债机制（见图 2）。其实，市场从来没有用收入与支出平衡规律所决定的收入对债务的覆盖来判断美国政府的偿债能力，支撑购买政府债券的唯一理由是其美元作为国际储备货币的发行权。以虚拟偿债能力为标志的美国畸形信用生态使中央政府的异化偿债能力成为其伴生物。

美国政治生态和信用生态的大环境从根本上决定了中央政府偿债能力递减的大趋势。

图 2 美联储资产（百万美元）



数据来源：美联储、大公计算。

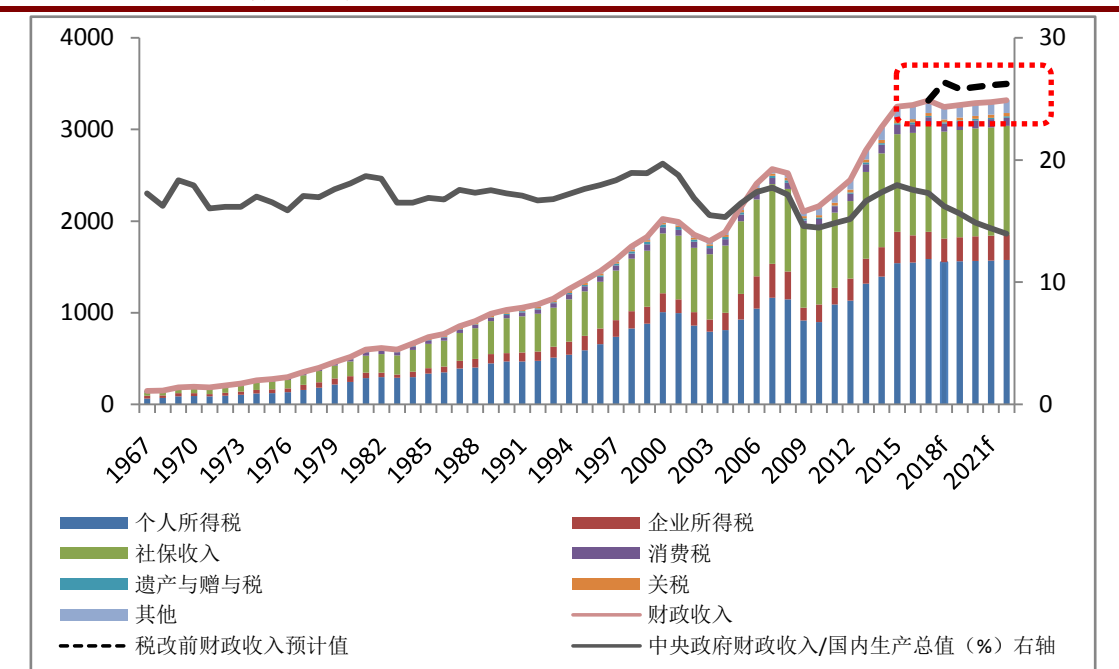
## 二、大规模减税直接减少中央政府偿债来源，进一步削弱政府偿债基础。

（一）特朗普政府推行的减税措施将直接减少中央政府财政收入，动摇政府偿债来源基石。

减税直接动摇了政府偿债来源基石。个人所得税和企业所得税分别为美国中央政府第一和第三大收入来源，二者共占财政收入的

56.9%。以降低个人所得税、大企业所得税和企业海外利润回流所得税税率为核心的税改法案<sup>1</sup>必然导致中央政府财政收入持续降低，预计至 2022 财年，中央政府个人所得税和公司税将分别累计减少 1141.2 亿美元和 1470.5 亿美元，中央政府财政收入与国内生产总值之比较 2017 财年将下降 3.3 个百分点至 14.0%（见图 3）。

图 3 美国中央政府财政收入结构(十亿美元)



数据来源：美国国会预算办公室、大公计算。

e 为估计值，f 为预测值。

## （二）财政刺激无法根治美国债务经济病元，政府偿债来源成无源之水，偿债基础被进一步削弱。

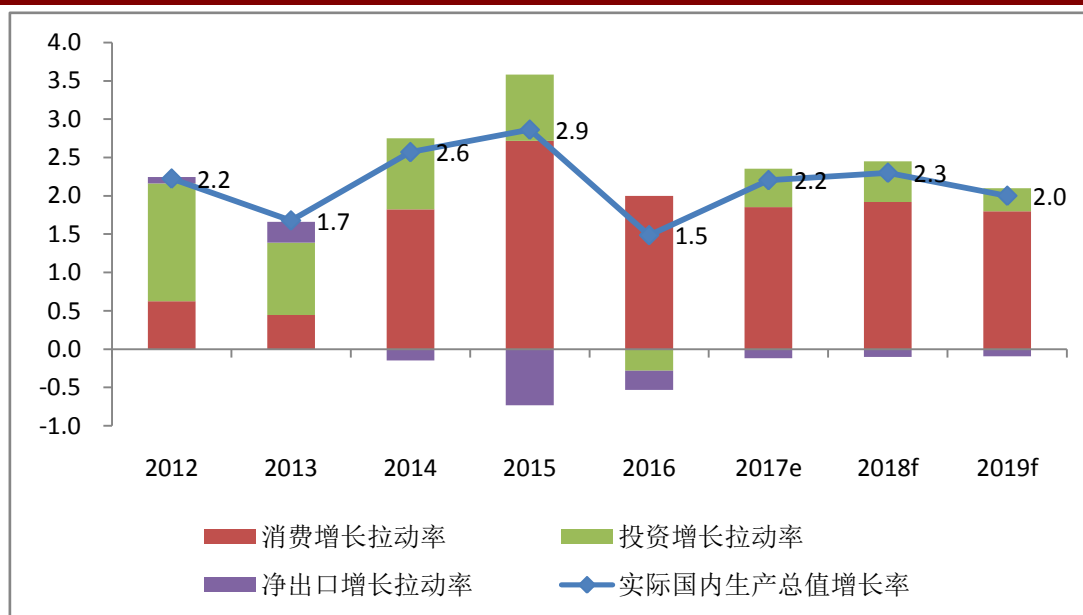
减税政策未真正抓住美国债务经济难以维系的痛点，经济缺乏内生增长动力使政府偿债来源成无源之水。背离价值规律是美国债务经济不可持续的根源，不触及病元的减税政策不会给美国经济带来实质性提振，大公预计 2018 年美国实际经济增速仅为 2.3%，伴随加息引发的利率走高逐步抵消减税政策的短暂效应，2019 年经济将迅速回

<sup>1</sup>税改法案规定个人所得税税率分为七档：10%、12%、22%、24%、32%、35%和 37%。税改法案将大企业所得税从 35%降至 21%，企业回流利润所得税由 35%降至 8%-15.5%。



降至 2.1%，中长期平均经济增速约为 1.7%（见图 4）。经济日渐式微将不可避免地使政府财政收入持续承压。

图 4 美国实际国内生产总值增速(%)

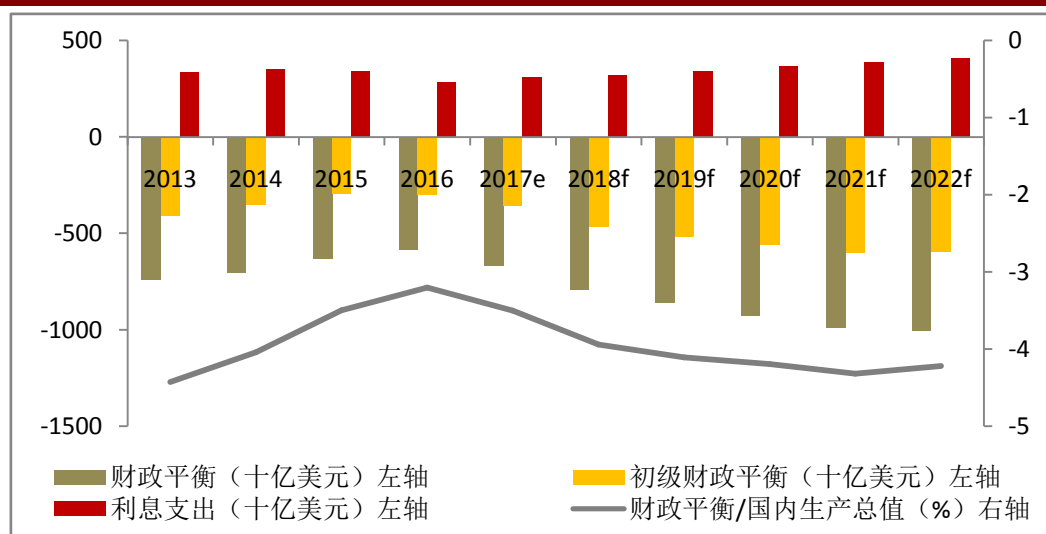


数据来源：美国统计局、大公计算。

e 为估计值，f 为预测值。

财政收入减少伴随财政减支困难推升政府财政赤字，偿债来源基础被进一步削弱。国防、基建及刚性支出需求上升使中央政府难以有效减支。根据 2018 财年预算，特朗普政府虽然采取限制针对低收入群体的中央拨款、设置中央政府对公费医疗的付费封顶等经常性减支措施缓和社会转移支付压力，但 540 亿美元的非国防减支被用于增加国防开支将使减支效果大打折扣。同时，特朗普主张以公私合营方式推进的基建计划会增加财政拨款压力，社会养老和医疗等刚性支出占比约 47.8%，人口老龄化也将进一步加重社会转移支出负担，中期内政府财政减支目标较难实现。预计 2018 财年和 2019 财年中央政府初级财政赤字率分别达到 2.3% 和 2.5%，政府财政赤字率分别升至 3.9% 和 4.1%（见图 5），加之美联储加息及缩表带来的融资成本升高将加重政府利息支付负担，利息支付将分别高达财政收入的 9.9% 和 10.4%。

图 5 美国中央政府财政平衡



数据来源：美国国会预算办公室、美联储、国际货币基金组织、大公计算。

e 为估计值，f 为预测值。

### 三、用增加债务收入弥补减税带来的财政缺口将加剧中央政府信用风险。

#### （一）政府陷入借新还旧的债务泥潭而不可自拔。

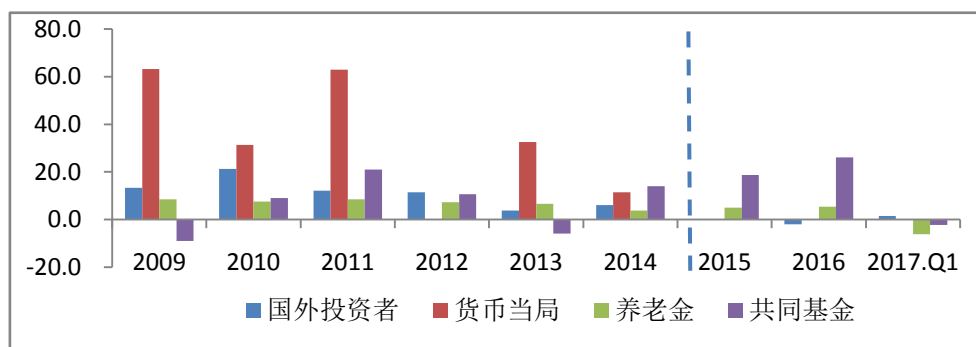
无法通过重塑自身财富创造能力弥补财政缺口使政府未来仍不得不高度依赖债务货币化方式维持偿债来源与负债的时点数量平衡。大规模减税引发的财政缺口以及到期债务偿付压力迫使美国政府债务融资需求继续高位攀升，预计 2018 财年和 2019 财年政府债务融资需求分别高达财政收入的 121.8% 和 109.3%。同时，货币政策逐步收紧将进一步抬高政府融资成本，持续加大政府债务滚动难度，政府债务不断逼近红线而频繁面临上调债务上限，借新还旧的政府债务运行模式犹如饮鸩止渴并难以为继。

#### （二）政府将继续以货币发行方式掩盖其偿债来源与负债严重失衡的矛盾。

货币发行是债务人所有偿债来源枯竭后的最后诉诸方式，以货币发行方式维持偿债来源与负债的时点表象平衡是对偿债来源与负债失衡矛盾的掩盖。美联储缩表叠加政府融资需求增加将继续推升未来

政府国债供给，但国外投资者减持美国国债趋势加强、国内共同基金因前期高速扩张未来增持空间不大（见图 6）均将导致国债需求端趋弱，未来国债供需失衡加剧或将导致美联储不得不重回量化宽松货币政策，重新增持国债为政府债务“接盘”。

图 6 美国中央政府债务持有人结构变动（%）



数据来源：SIFMA、大公计算。

#### 四、美国债务经济模式将导致中央政府偿债能力持续下降。

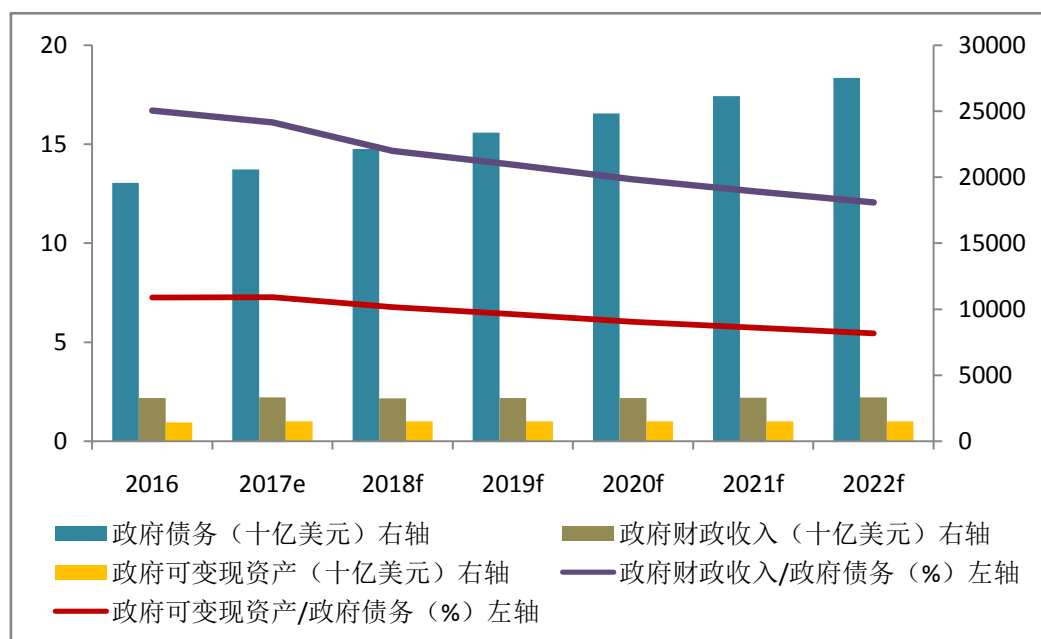
债务经济模式必然加剧中央政府偿债来源与负债失衡。美国是一个以信用关系高度社会化为基础的信用经济社会，当全美消费能力形成机制主要依赖借贷方式时，社会再生产规律所要求的生产与消费的平衡就呈现为财富创造与消费和偿债来源与负债两个最重要的国民经济比例关系，2016年，美国财富创造与消费的比例为 1:2.5，偿债来源与负债的比例为 1:1.4，这两组数据揭示的是美国的财富创造远不能满足其消费，偿债来源远不能支撑其负债，国民经济重大比例关系严重失衡条件下危机四伏的实体经济已没有向政府贡献财政收入的增长空间。

债务经济模式下中央政府债务仍将滚雪球式高位攀升，不断突破债务上限的中央政府偿债能力必然呈持续下降趋势。庞大的融资需求压力将不断推升中央政府债务规模，债务规模高位攀升与财政收入减少进一步加剧中央政府偿债来源与负债的失衡，大公对中央政府财政

收入和债务的预测显示，2018-2022 年间中央政府财政收入对总债务的覆盖率逐年下降，2022 年较 2017 年政府财政收入对总债务的覆盖率将下降 4.0 个百分点至 12.1%（见图 7）。与此同时，2017 年，经变现系数调整的中央政府可变现资产对总债务的覆盖率仅为 7.3%，其主要构成为贷款和应收税款，变现能力会受到贷款回收和税款缴纳的不确定性影响，未来这一衡量政府债务清偿能力的指标亦将呈恶化趋势。相较于庞大的债务负担，中央政府可变现资产可谓杯水车薪，无法实现对债务的有效清偿。事实上，美国中央政府已完全丧失债务偿还能力。

美国中央政府的虚拟偿债能力有可能成为下一场金融危机的爆发点。偿债来源与负债的严重失衡使中央政府成为美国债务链条中最为薄弱的环节，运用铸币权通过持续增发美元自己购买国债维持政府偿债能力本身就是债务危机。市场对美国国债和美元的价值认同正在发生逆转，这将是摧毁美国中央政府脆弱债务链条的强大力量。

**图 7 美国中央政府财政收入及可变现资产对政府总债务的覆盖**



数据来源：美国国会预算办公室、大公计算。

e 为估计值，f 为预测值。

## 评级历史

评级时间	本币级别/展望	外币级别/展望
2017年5月15日	A-/稳定	A-/稳定
2016年1月14日	A-/稳定	A-/稳定
2014年12月12日	A-/稳定	A-/稳定
2013年10月17日	A-/负面	A-/负面
2012年12月25日	A/负面观察	A/负面观察
2011年8月3日	A/负面	A/负面
2011年7月14日	A+/负面观察	A+/负面观察
2010年11月9日	A+/负面	A+/负面
2010年7月11日	AA/负面	AA/负面

## 联系方式

国家研究部

联系电话: +86-10-51087768

联系地址: 中国北京市朝阳区霄云路26号鹏润大厦A座29层