

# 需要担心债务上限达成后流动性收缩吗？

——海外观察

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

## 投资要点

- **事件：**美国债务上限协议通过众议院和参议院表决。
- **核心观点：**债务上限协议达成后，对于财政部为重建TGA账户而新发行债券是否会抽走流动性，市场存在担忧，但我们认为对美国银行业和风险资产的流动性影响整体有限。一方面是因为美国财政政策仍处于紧缩阶段，本次财政部增发债券的量不会很大；另一方面则是由于美国金融系统，尤其是货币市场基金手中存在冗余流动性，可以很好地吸收这些新发债券。
- 美国债务上限达成后，市场担忧财政部为补充财政部存款账户TGA的余额，大量发行债券，导致美元流动性被快速抽走，增加银行流动性压力、推动风险资产价格下跌。市场担忧有合理性，从历史数据来看，两党就债务上限达成协议后，TGA账户确实有上升的倾向，从资产负债表的勾稽关系上，市场的担忧也有合理性。TGA余额和银行储备金存在负相关关系。
- **债务上限协议达成后，对于流动性的担忧要成立，需要有2个先决条件：**一是债务上限达成后，财政部会重新增加TGA账户余额；二是一级市场的国债发行会使交易商的流动性承压。只有这两个条件都满足，债务协议达成对流动性施加压力的逻辑链条才能成立。
- 美国财政政策处于紧缩阶段，没有必要大量增发债券。美国财政部对于TGA账户的最低水平没有规定，只需要满足支出需要即可。因此，TGA账户中的存款规模的最大决定因素是未来一段时间内财政政策的扩张程度，从数据上看和财政赤字率负相关。冠疫情之后的财政刺激时间巧合，这几次债务上限后TGA账户的变化并不代表普遍规律。目前美国财政正处于收缩期，财政部没有必要大量发债积累存款，除了还原债务上限博弈期间非常措施动用的相关基金之外，只需要保持能够维持日常开支的存款规模即可。
- 从美国财政部5月1日公布的融资计划来看，预计6月底的财政部TGA账户余额在5500亿美元左右，除去财政收入以后，从私人债券市场融资的规模约在3700亿美元。该预算发布之后，TGA账户余额又进一步下行，最终的融资规模可能在4500亿美元左右。从具体的发行计划来看，未来几个月的的新发债券以短期债券为多，可以较好适配货币基金的久期策略。
- 美国金融系统尤其是货币市场基金手中存在冗余流动性，可以很好地吸收这些新发债券。尽管近几个月美国银行接连暴露，但美国金融系统的流动性整体上依然冗余，只是流动性的分配非常不均匀，而银行业的风险暴露，反而进一步加剧了这种流动性分配上的不均，推动投资者将存款从中小银行向大型银行和货币市场基金转移，导致货币市场基金的账户上出现大量闲置资金。货币市场基金将冗余流动性存入美联储隔夜利率，导致隔夜逆回购工具的使用规模达到2.2万亿左右。近期美国财政部的债券发行计划以短中期居多，货币市场基金手中的闲置资金可以在很大程度上吸收这部分新发行的债券，因此对一级交易商不会造成流动性压力，也难以影响风险资产价格。
- **风险提示：**全球金融市场流动性风险可能进一步发酵。

## 正文目录

1. 市场担忧有合理性，但需建立在一定前提下 .....	4
2. TGA 账户重建的力度一般 .....	5
3. 难以对交易商形成压力 .....	6
4. 核心观点 .....	7
5. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1 历次债务上限解决后的 TGA 账户变化, 十亿美元 .....	4
图 2 美联储资产负债表中的 TGA 和存款机构准备金, 百万美元 .....	5
图 3 TGA 账户余额和财政赤字率, 十亿美元, % .....	5
图 4 美国财政部 5 月 1 日公布的融资计划预估, 十亿美元 .....	6
图 5 美国财政部、美联储、银行和货币基金的流动性关系图 .....	6
图 6 隔夜逆回购工具使用量, 十亿美元 .....	7

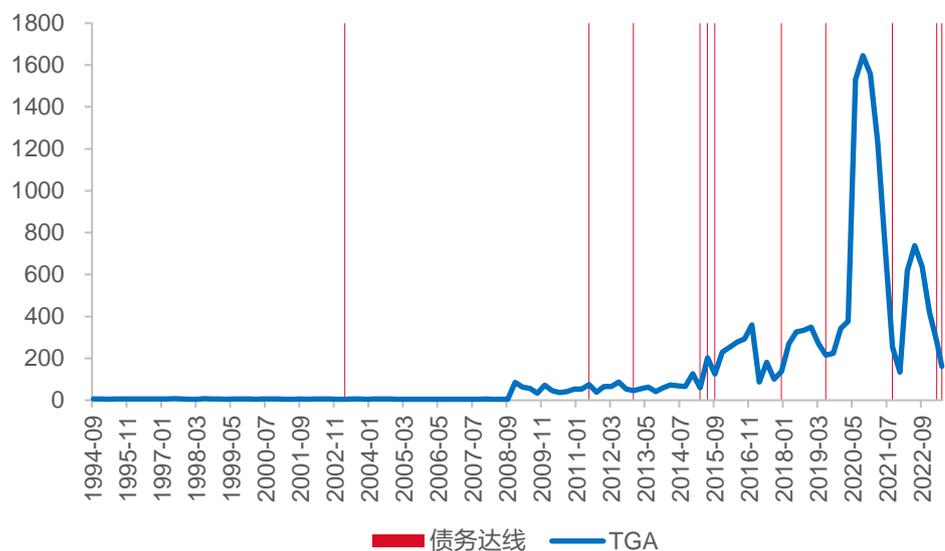
**事件：**美国债务上限协议通过众议院和参议院表决。

## 1. 市场担忧有合理性，但需建立在一定前提下

美国债务上限达成后，市场担忧财政部为补充财政部存款账户 TGA 的余额，大量发行债券，导致美元流动性被快速抽走，增加银行流动性压力、推动风险资产价格下跌。

从历史数据来看，两党就债务上限达成协议后，TGA 账户确实有上升的倾向，但规模各异。2015 年之前，TGA 的存款规模本就不高，债务上限影响甚微。2015 年 11 月和 2018 年 2 月两次债务协议达成后的 3 个月中，TGA 账户余额上涨但幅度有限，分别上升了约 3 千亿和 2 千亿美元。2019 年和 2021 年的两次债务协议达成后，TGA 账户则出现了两次幅度较大的上涨。

**图1 历次债务上限解决后的 TGA 账户变化，十亿美元**



资料来源：Wind，东海证券研究所

从资产负债表的勾稽关系上，市场的担忧也有合理性。TGA 余额和银行准备金存在负相关关系。美国债务触及上限后，美国财政部从借新还旧变为净偿还负债，和 TGA 同样位于美联储资产负债表的负债端中的存款机构准备金、流通中的货币等科目会得到相应补充。自今年 1 月以来，TGA 账户从高点 5726 亿美元下降至 1548 亿美元，释放了 4178 亿美元，准备金科目上升了 2247 亿美元。如果债务上限协议达成，TGA 余额重新上升，自然也会收紧银行和货币市场流动性。

图2 美联储资产负债表中的 TGA 和存款机构准备金，百万美元



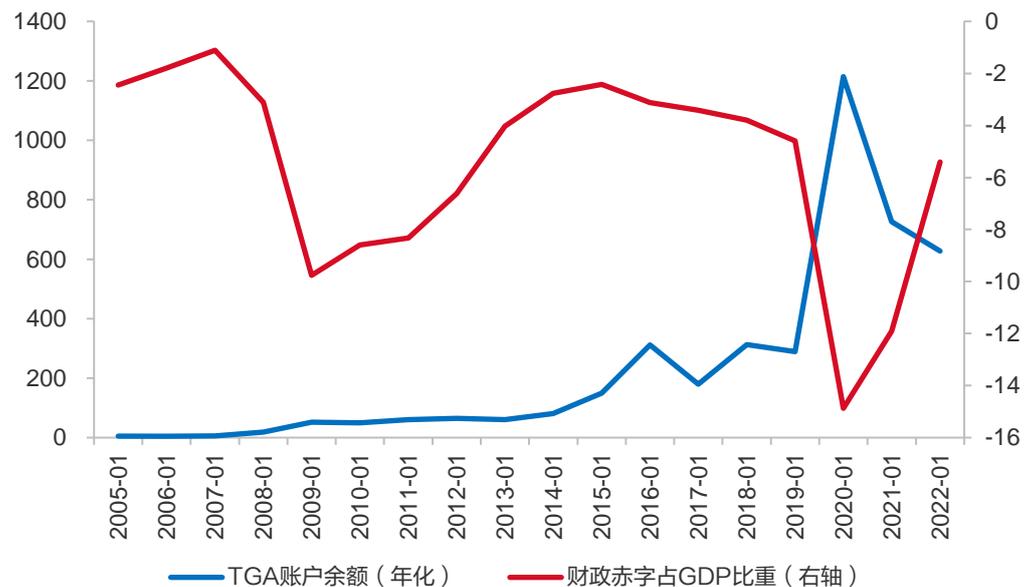
资料来源：美联储，东海证券研究所

可以发现，债务上限协议达成后，对于流动性的担忧要成立，需要有 2 个先决条件：一是债务上限达成后，财政部会重新增加 TGA 账户余额；二是一级市场的国债发行会使交易商的流动性承压。只有这两个条件都满足，债务协议达成对流动性施加压力的逻辑链条才能成立，以下将分别说明。

## 2.TGA 账户重建的力度一般

美国财政部对于 TGA 账户的最低水平没有规定，只需要满足支出需要即可。因此，TGA 账户中的存款规模的最大决定因素是未来一段时间内财政政策的扩张程度，从数据上看和财政赤字率负相关。

图3 TGA 账户余额和财政赤字率，十亿美元，%



资料来源：美联储，东海证券研究所

2015年和2018年的两次债务上限博弈，分别位于奥巴马和特朗普的任期下，美国政府都处于财政扩张时期，2019年和2021年的债务上限又与新冠疫情之后的财政刺激时间巧合，这几次债务上限后TGA账户的变化并不代表普遍规律。目前美国财政正处于收缩期，财政部没有必要大量发债积累存款，除了还原债务上限博弈期间非常规措施动用的相关基金之外，只需要保持能够维持日常开支的存款规模即可。

从美国财政部5月1日公布的融资计划来看，预计6月底的财政部TGA账户余额在5500亿美元左右，除去财政收入以后，从私人债券市场融资的规模约在3700亿美元。该预算发布之后，TGA账户余额又进一步下行，最终的融资规模可能在4500亿美元左右。从具体的发行计划来看，未来几个月的的新发债券以短期债券为多，可以较好适配货币基金的久期策略。

图4 美国财政部5月1日公布的融资计划预估，十亿美元

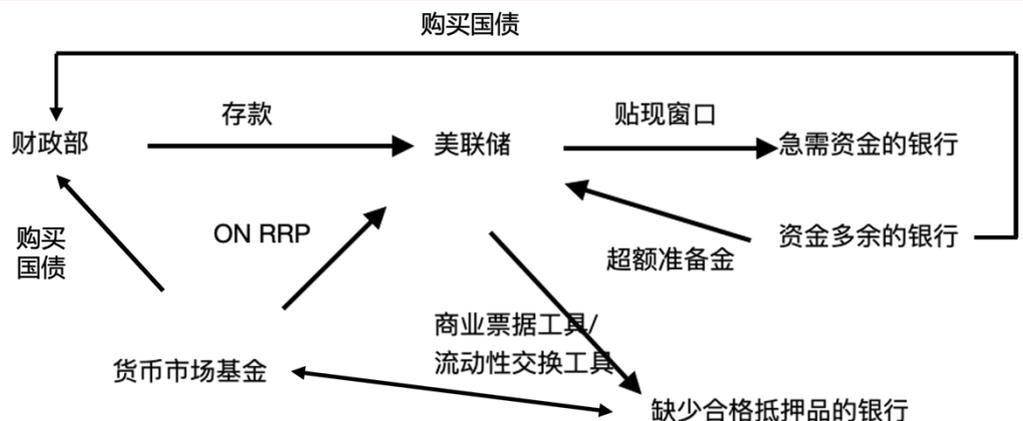
Cash Balance Assumptions	January - March Quarter			April - June Quarter		
	Prior	Current	Change	Prior	Current	Change
Opening Balance	\$447	\$447	\$0	\$500	\$178	-\$322
Closing Balance	\$500	\$178	-\$322	\$550	\$550	\$0
Impact on Borrowing	\$53	-\$269	-\$322	\$50	\$372	\$322

资料来源：美国财政部，东海证券研究所

### 3.难以对交易商形成压力

尽管近几个月美国银行接连暴露，但美国金融系统的流动性整体上依然冗余，只是流动性的分配非常不均匀，而银行业的风险暴露，反而进一步加剧了这种流动性分配上的不均，推动投资者将存款从中小银行向大型银行和货币市场基金转移，导致货币市场基金的账户上出现大量闲置资金。

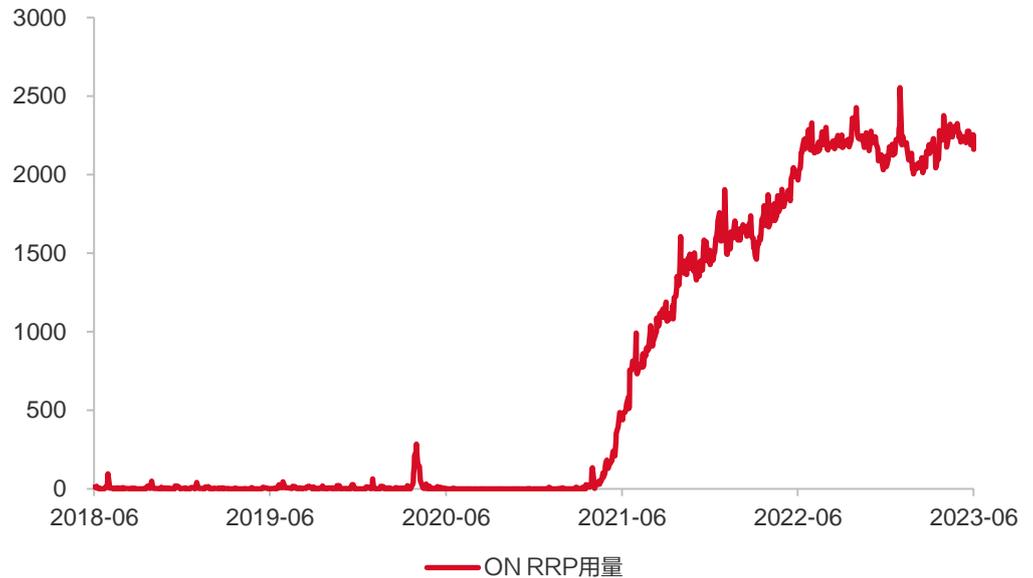
图5 美国财政部、美联储、银行和货币基金的流动性关系图



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

货币市场基金将冗余流动性存入美联储赚取隔夜利率，导致隔夜逆回购工具的使用规模达到 2.2 万亿左右。回购协议和银行准备金同处于美联储的负债端，都可以用来对冲 TGA 账户的变动。由于近期美国财政部的债券发行计划以短久期居多，货币市场基金手中的闲置资金可以在很大程度上吸收这部分新发行的债券，因此对一级交易商不会造成流动性压力，也难以影响风险资产价格。

图6 隔夜逆回购工具使用量，十亿美元



资料来源：美联储，东海证券研究所

## 4.核心观点

债务上限协议达成后，对于财政部为重建 TGA 账户而新发行债券是否会抽走流动性，市场存在担忧，但我们认为对美国银行业和风险资产的流动性影响整体有限。一方面是因为美国财政政策仍处于紧缩阶段，本次财政部增发债券的量不会很大；另一方面则是由于美国金融系统，尤其是货币市场基金手中存在冗余流动性，可以很好地吸收这些新发债券。

## 5.风险提示

全球金融市场流动性风险可能进一步发酵。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089