



宏观专题

美国债务上限危机的推演与影响

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- **核心观点。**当前 1 年期美国主权 CDS 隐含美国债务违约概率约 3.5%。基准假设下, 我们预计美国两党会在触及 X-date 前达成一致, 通过一份附带支出削减条件的法案, 将债务上限上调 1.5 万亿美元。2011 年债务上限危机期间, 市场以避险交易为主导, 美股与美债利率下跌、避险货币与黄金上涨。当前, 尽管预计债务上限危机最终大概率不会造成美国国债的实质性违约, 但一旦债务危机过去, 预计财政部将加大短债发行, 届时市场流动性存在被财政部收水风险。
- **技术帖: 1 年期美国主权 CDS 隐含美国债务违约概率约 3.5%。**虽然当前 160bps 的 1 年期美国主权 CDS 与 2011、2013 年期间 80bps 的水平相比明显更高, 但这并非对应着市场正在计价更高的违约风险。根据芝加哥联储工作论文, 当前的 CDS 溢价更多来自①最便宜交割债券的价格处于低位; ②对美元汇率的悲观预期; ③小众分割市场的投资者预期。根据芝加哥联储测算, 当前 1 年期 CDS 隐含的美国政府违约概率约 3.5%, 与 2013 年时的违约概率相近, 低于 2011 年 6% 的违约概率。
- **本轮美国债务上限推演。**在更临近 X-date 前, 两党所僵持的无外乎是民主党的“直接将债务上限上调 1.5 万亿美元”还是共和党的“附加 4.8 万亿美元的支出削减”。但根据历史经验, 大概率会是在朝的民主党向在野的共和党妥协, 未知的只是共和党的“阳谋”是否会出现一定程度的妥协。触及 X-date, 目前看更像是肥尾风险。基准假设下, 我们预计美国两党会在触及 X-date 前达成一致, 通过一份附带支出削减条件的法案, 将债务上限上调 1.5 万亿美元。
- **债务上限危机对市场的影响: 避险交易与收紧流动性。**①**避险交易。**以最典型的 2011 年债务上限危机为例可看出, 资产价格主要交易的是避险, 且避险行情在债务上限上调后仍有“余波”, 部分来自美国主权评级下调影响。避险交易触发美股与美债利率下跌、避险货币与黄金上涨。②**收紧流动性。**债务上限危机解决后, 预计财政部将加大短债发行, 带来 TGA 上升。由于美联储对市场的净流动性投放等于总资产减去 TGA 与逆回购, 这意味着在假定美联储总量 QT 不变的情况下, 当 TGA 大幅抬升, 存在银行准备金大幅流出的风险。在相对悲观的情况下, TGA 的增加导致银行准备金流失, 即银行主体本身或银行体系负债端的客户作为购买美国国债的主要投资者。在这种情况下, 美联储向市场投放的净流动性或将降低, 流动性收紧导致资产价格承压。
- **风险提示:** 两党就债务上限上调持续僵持, 美国债务未能及时上调, 触及 X-date 并导致美国国债陷入技术性违约。

内容目录

1. 美国债务上限危机的复盘与推演	4
1.1. 技术帖：CDS 中的美国债务上限危机.....	5
1.2. 两轮具有代表性的美国债务上限危机复盘.....	8
1.3. 本轮债务上限危机的推演	9
2. 债务上限危机对市场影响几何?	11
3. 风险提示.....	13

图表目录

图 1: 美国债务存量规模与债务上限.....	4
图 2: 欧元计价 1 年与 5 年期美国主权 CDS	5
图 3: 2022-2023 年 1 年期美国主权 CDS 隐含政府违约概率	6
图 4: 2011、2013 期间 1 年期美国主权 CDS 隐含政府违约概率	6
图 5: 30 年期 <i>Off-the-Run</i> T 1 $\frac{1}{4}$ 05/15/50 美国国债价格	6
图 6: 2023/4/28 美国 TBills 与 OIS 利率曲线期限结构	7
图 7: 2023/5/2 美国 TBills 与 OIS 利率曲线期限结构	7
图 8: 部分短期限美国国库券 TBills 日内跳价	8
图 9: BPC 测算美国 X-date 时间	10
图 10: CBO 对《限制、储蓄、增长法案》未来 10 年的预算效果预测.....	10
图 11: 2011 年债务上限期间 2、10 年美债利率走势	11
图 12: 2011 年债务上限期间罗素 2000、标普 500 走势	11
图 13: 2011 年债务上限期间美元、瑞郎、日元走势	11
图 14: 2011 年债务上限期间黄金走势	11
图 15: 美联储资产负债表负债端分项.....	12
图 16: 美联储净流动性投放与标普 500 走势	12

1. 美国债务上限危机的复盘与推演

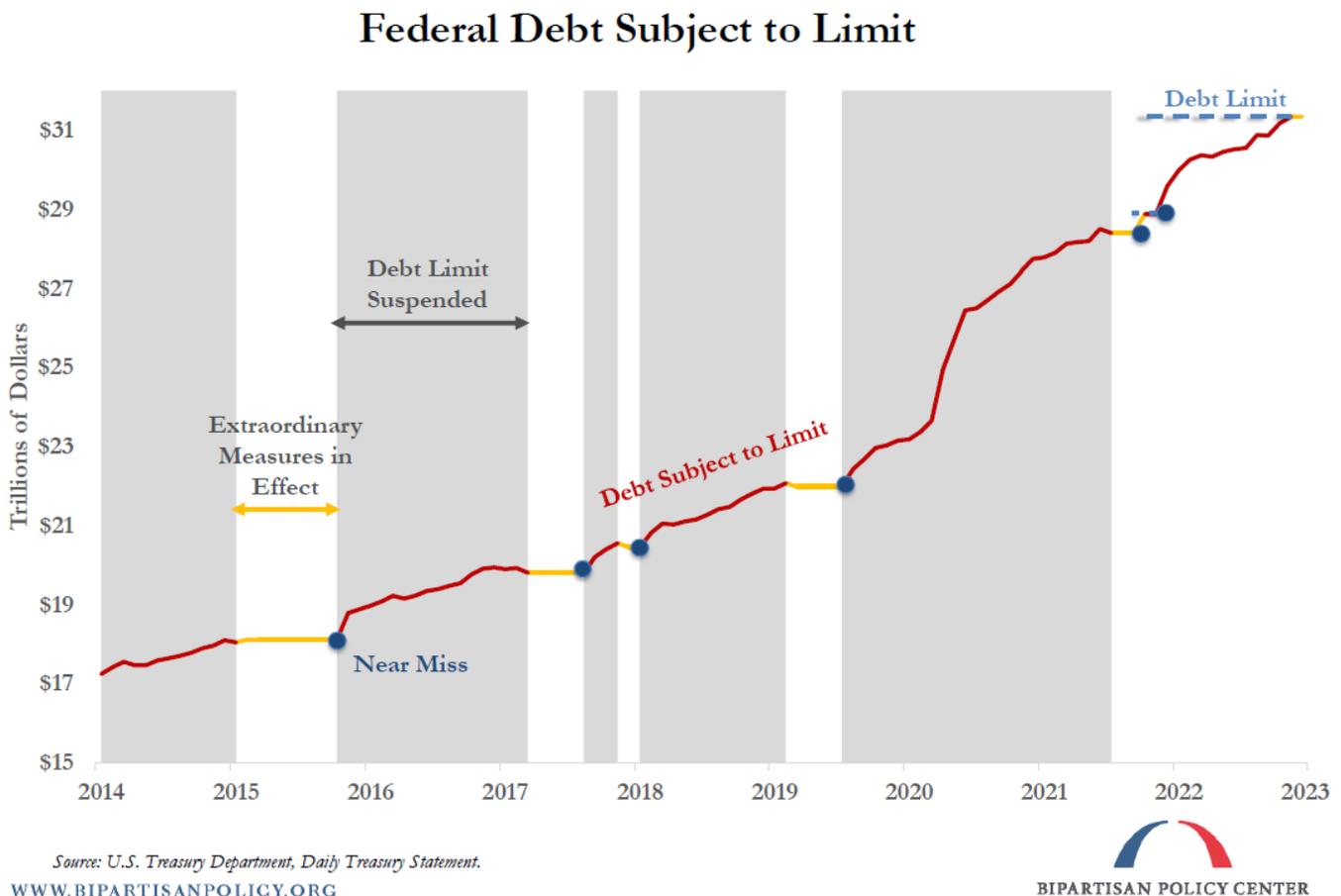
1917年前，美国并未设置债务上限。针对政府债务发行，国会要么授权特定贷款，要么允许财政部为特定目的发行债务，有时国会也会赋予财政部自由裁量权。这一时期，国会通过一项批准发行和金额的立法法案来授权美国财政部发行每只债券。1917年第一次世界大战期间，国会通过1917年《第二自由债券法案》并设定了债务上限，该法案允许财政部发行债券并承担其他债务，而无需国会特别批准，只要债务总额低于法定债务上限。

设置债务上限一方面为美国政府融资提供了便利性，财政部的债务发行无需国会一一审批，但另一方面这也导致债务上限被触及时，容易引发债务上限危机。从历史规律来看，美国债务上限危机一般有三个阶段：

- ① 政府债务触及上限，财政部无法新增净融资，为维持政府运转，只能启用非常规操作（Extraordinary Measures）维持政府运转。
- ② 非常规操作运作到达极限，财政部依靠日常收入维持运转。但由于美国政府常年赤字运作，因此日常收支一般处于入不敷出的状态。
- ③ 美国政府债务出现违约。真实的违约日期被称作 X-date，即在财政部耗尽一切可维持政府运转的手段后，其账面再无营运资金，期间到期的美国国债面临本金、利息无法按期偿付的风险。

历史上，虽曾在1979年出现过因支付系统引发的美国国债技术性违约，但因真实触及 X-date 而违约的情况并未发生过，债务上限危机最终都是有惊无险。

图 1：美国债务存量规模与债务上限



资料来源：BPC，德邦研究所

1.1. 技术帖：CDS 中的美国债务上限危机

根据美国两党政策研究中心，2010-2022 年间，美国一共触发过 7 次债务上限，但均惊险地在触及 X-date 前对债务上限进行了上调或暂停，并未出现过真实的债务违约。如图 2 所示，7 次债务上限危机中，2011、2013、2021 年的债务上限危机造成了欧元计价 1 年期美国主权 CDS 的大幅走阔，但 2017、2018、2019 年的债务上限危机中，CDS 并未出现明显飙升。其背后原因在于，2011、2013、2021 年的债务上限危机均在 X-date 快被触及的几天甚至几小时内被解决，而 2017、2018、2019 年的债务上限危机则是在 X-date 触及前几个月解决的。因此，类比本轮危机，2011、2013、2021 年时期的债务上限危机时期的资产价格走势更具参考意义。

图 2：欧元计价 1 年与 5 年期美国主权 CDS

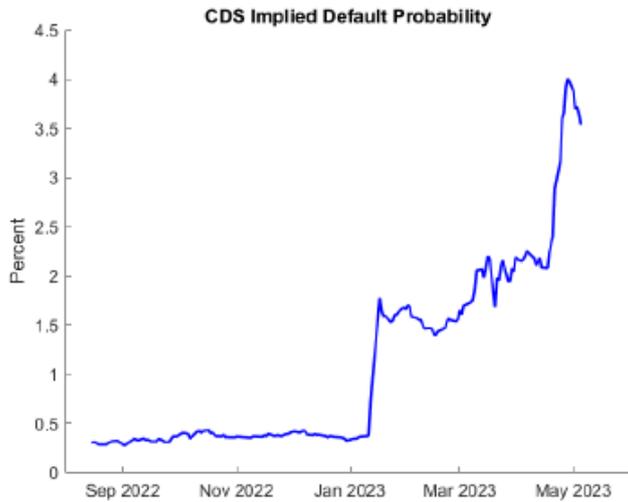


资料来源：彭博，德邦研究所；白色为 1 年期、蓝色为 5 年期

当然，虽然当前 160bps 的 1 年期美国主权 CDS 与 2011、2013 年期间 80bps 的水平相比明显更高，但这并非对应着市场正在计价更高的违约风险。根据芝加哥联储 5 月 17 日的工作论文 *<What does the CDS market imply for a U.S. default>*¹，当前的 CDS 溢价更多来自①最便宜交割债券的价格处于低位；②对美元汇率的悲观预期；③小众分割市场的投资者预期。根据芝加哥联储测算，当前 1 年期 CDS 隐含的美国政府违约概率约 3.5%（图 3），与 2013 年时的违约概率相近，低于 2011 年 6% 的违约概率（图 4）。

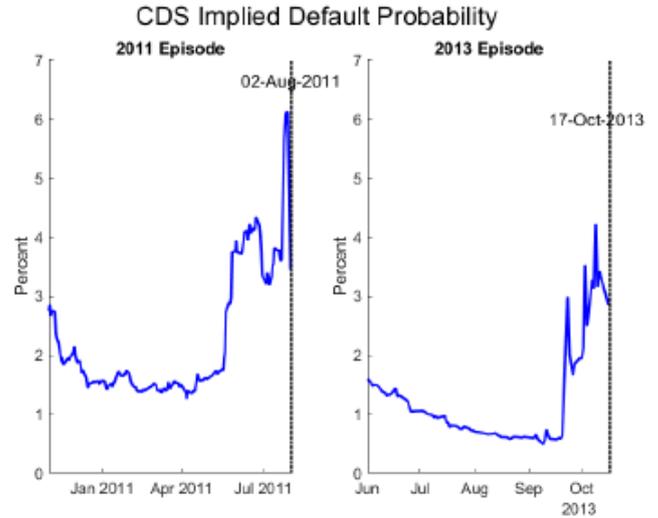
¹ https://www.chicagofed.org/-/media/publications/working-papers/2023/wp2023-17.pdf?sc_lang=en

图 3：2022-2023 年 1 年期美国主权 CDS 隐含政府违约概率



资料来源：美联储，德邦研究所

图 4：2011、2013 期间 1 年期美国主权 CDS 隐含政府违约概率



资料来源：美联储，德邦研究所

首先，CDS 可通过实物交割方式结算，这里的实物指代的是信用主体的所有期限不超过 30 年期的参考义务 (*reference obligation*)，而一般投资者都会选择最便宜的可交割债券 (*cheapest-to-delivery bond*)。例如，如果美国政府违约，则购买了 CDS 的投资者可通过购买市场上最便宜的美国国债，并要求 CDS 发行方以面值收购。当前最便宜的美国国债是 30 年期 *Off-the-Run* 的 T 1 ¼ 05/15/50，受美联储紧缩影响，其价格从 2020 年中的 100 一路下跌至最新的 54 (图 5)。从可行性上讲，该债券当前的存量规模为 730 亿美元，而对应的 1 年期 CDS 存量规模为 52 亿美元，即买入了 CDS 的投资者可以通过低价买入 T 1 ¼ 05/15/50，并以面值出售给 CDS 的发行人。这也意味着，市场交易所隐含的违约概率不仅受 CDS 影响，也受最便宜的可交割债券价格影响。

图 5：30 年期 *Off-the-Run* T 1 ¼ 05/15/50 美国国债价格

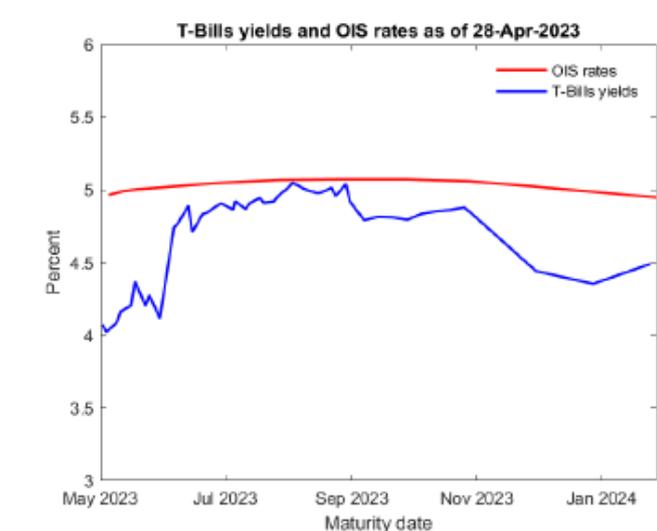


资料来源：彭博，德邦研究所

其次，一国的主权 CDS 不会以本国货币计价，因为主权债务的违约也意味着该国货币丧失信用。因此，市场交易的 1 年期美国主权 CDS 多为欧元计价，这意味着欧元计价的 1 年期美国主权 CDS 不仅计入了美国政府违约的预期，也计入了由此导致的美元贬值预期。例如，帝国理工大学 2015 年的一篇论文 *<Multi Currency Credit Default Swaps: Quanto Effects and FX Devaluation Jumps>* 发现²，2012 年欧债危机期间，以美元计价的意大利主权 CDS 比欧元计价的高出 90bps。

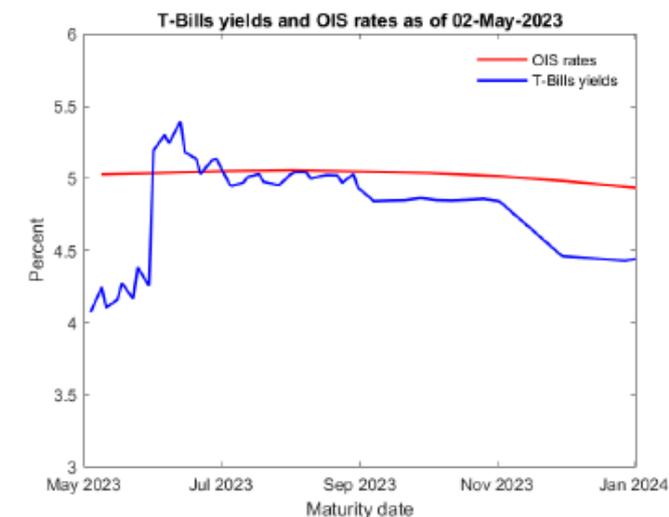
最后，交易 CDS 需要门槛——即通过 ISDA 资格认证才能交易，这也部分解释了为何 CDS 存量规模小于美国国债市场。因此，作为一个小众的市场，CDS 市场隐含的美国政府违约概率并不能完全代表全市场观点，就如同联邦基金期货市场的交易员交易出来的隐含政策利率不一定能代表全市场对美联储加息、降息预期一样（参考《一次加息 50bps 的可能性与影响——FedNote#3》）。

图 6：2023/4/28 美国 TBills 与 OIS 利率曲线期限结构



资料来源：美联储，德邦研究所

图 7：2023/5/2 美国 TBills 与 OIS 利率曲线期限结构



资料来源：美联储，德邦研究所

由于受交割债券价格、汇率贬值预期、市场小众影响，CDS 对美国政府债务上限的担忧存在低估。因此，短期限美国国库券 TBills 收益率与 OIS 利率的期限结构或是更好的表征。在 X-date 被美国财长 Yellen 反复“验算”或在 6 月 1 日触及时，临近期限的美国国债收益率开始击穿 OIS 利率，TBills 开始计入更多美国国债技术性违约的信用风险溢价。

另外，最新数据也显示（图 8），6 月 1 日到期的美国国债收益率已飙升至 7%，显著高于 1 个月和 3 个月的美国家债收益率。

² https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2703605

图 8：部分短期限美国国库券 TBills 日内跳价



资料来源：彭博，德邦研究所

1.2. 两轮具有代表性的美国债务上限危机复盘

2011 年债务危机。2011 年美国债务危机是本世纪以来影响严重的债务上限危机，主要因为：①信用评级机构在历史上首次下调了美国政府信用评级；②上调债务上限的法案最终是在 X-date 被触及前的几个小时通过的。

- ① **提示触及债务上限。**2011 年 1 月 6 日，时任美国财政部财长 Geithner 向国会写信陈述³，美国政府债务最新规模为 13.95 万亿美元，距离 2010 年 2 月国会设定的 14.29 万亿美元的债务上限仅有 3350 亿美元的空间。财政部预计美国政府或于当年 3 月 31 日至 5 月 16 日之间触及债务上限。3 月 1 日，财政部将该日期更新至 4 月 15 日至 5 月 31 日之间⁴。
- ② **正式触及债务上限，开启非常规措施，估算 X-date。**5 月 16 日，财政部宣布债务上限已被触及，将开启非常规操作维持政府运转，并预测 8 月 2 日为 X-date⁵。在这期间，由于两院分立（共和党控制众议院、民主党控制参议院），两党一直未能就上调债务上限的条款达成一致。在朝的民主党希望直接上调债务上限，而在野的共和党则认为债务上限的上调需要以削减支出作为条件。
- ③ **提高债务上限。**最终，在触及 X-date 的几个小时前，两党终于达成一致，两院迅速通过了债务上限上调法案，在得到总统奥巴马的签署后，债务上限危机告一段落。

³ <https://home.treasury.gov/secretary-geithner-sends-debt-limit-letter-to-congress-2>

⁴ <https://home.treasury.gov/news/press-releases/tg1084>

⁵ <https://home.treasury.gov/as-us-reaches-debt-limit-geithner-implements-additional-extraordinary-measures-to-allow-continued-funding-of-government-obligations>

2013 年债务危机。与 2011 年债务上限危机相比，2013 年债务上限危机的影响程度相对较轻。

- ① **提示触及债务上限。**2012 年 12 月 26 日，时任美国财政部财长 Geithner 向国会写信陈述，美国政府距离触及债务上限仅有 2000 亿美元的空间，并预计美国政府或于当年 12 月 31 日触及债务上限⁶。
- ② **正式触及债务上限，开启非常规措施，估算 X-date。**2012 年 12 月 31 日，财政部宣布债务上限已被触及，将开启非常规操作维持政府运转⁷。2013 年 1 月 14 日，财政部预测非常规措施将在当年 2 月中旬至 3 月初耗尽⁸。
- ③ **暂停债务上限。**2 月 4 日，参议院通过了众议院提出的 H.R.325 法案，将美国债务上限暂停至 5 月 19 日。
- ④ **暂停期结束，再度开启非常规措施。**由于债务上限暂停期结束，5 月 20 日，美国财政部再度开启非常规措施⁹。随后，财政部不断更新、延后对 X-date 的测算，而期间同样由于两院分立，两党始终未能就上调债务上限与年度预算案达成一致。9 月 25 日财政部长 Lew 的信件显示，X-date 将不晚于 10 月 17 日¹⁰。10 月 1 日，美国政府进入部分停摆状态，约 80 万联邦雇员被临时休假。
- ⑤ **提高债务上限。**10 月 16 日，参议院通过了持续决议《2014 年持续拨款法案》，为政府提供资金至 2014 年 1 月 15 日，并暂停债务上限至 2014 年 2 月 7 日，从而结束了 2013 年美国联邦政府关闭和债务上限危机。

1.3. 本轮债务上限危机的推演

2023 年 1 月 13 日，美国财政部长 Yellen 写信表示，美国政府债务将于 1 月 19 日触及 31.381 万亿美元的上限¹¹。1 月 19 日，Yellen 正式宣布美国触及债务上限，并预期债务发行暂停期将从即日持续至 6 月 5 日，期间将采取非常规操作确保政府部门运作¹²。4 月 19 日，众议院议长 McCarthy 公布《限制、储蓄、增长法案》，法案将债务上限提高 1.5 万亿美元，足以维持政府运转至 2024 年 3 月 31 日，同时规定大幅削减开支。根据 CBO 预测，该法案计划在未来 10 年将联邦预算赤字减少约 4.8 万亿美元。5 月 1 日，Yellen 更新 6 月 1 日为 X-date 的最早日期¹³。而根据美国两党政策中心 5 月 17 日的测算（图 8），X-date 触及的日期介于 6 月初到 8 月初。

⁶ <https://home.treasury.gov/system/files/276/Sec-Geithner-LETTER-12-26-2012-Debt-Limit.pdf>

⁷ <https://home.treasury.gov/system/files/276/Sec-Geithner-Letter-to-Congress-12-31-2012.pdf>

⁸ <https://home.treasury.gov/system/files/276/1-14-13-Debt-Limit-FINAL-LETTER-Boehner.pdf>

⁹ <https://home.treasury.gov/system/files/276/Debt-Limit-Letter-2-Boehner-May-20-2013.pdf>

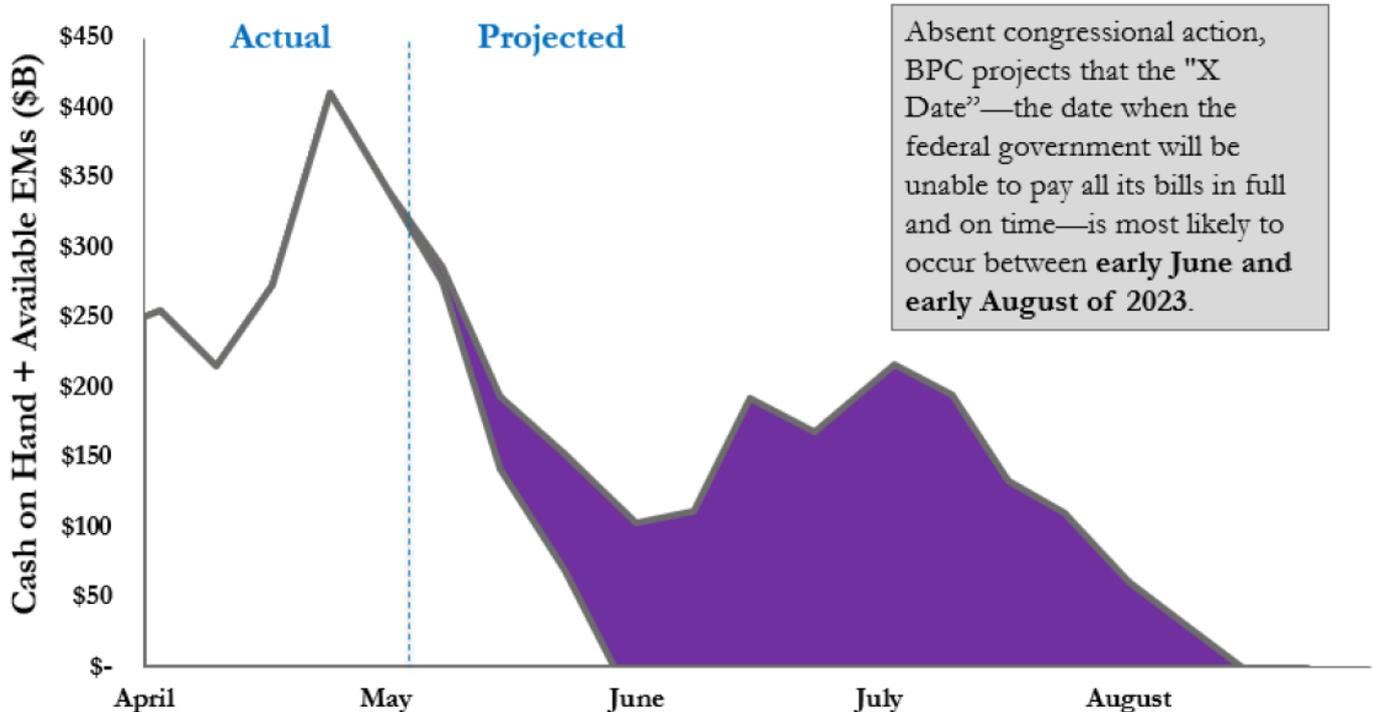
¹⁰ <https://home.treasury.gov/system/files/276/Debt-Limit-20130925-Boehner.pdf>

¹¹ <https://home.treasury.gov/system/files/136/Debt-Limit-Letter-to-Congress-McCarthy-20230113.pdf>

¹² <https://home.treasury.gov/system/files/136/Debt-Limit-Letter-to-Congress-20230119-McCarthy.pdf>

¹³ https://home.treasury.gov/system/files/136/Debt_Limit_Letter_Congress_Members_05012023.pdf

图 9: BPC 测算美国 X-date 时间



资料来源: BPC, 德邦研究所

基于历史经验不难推断, 触及 X-date、引发美债违约并非两党所愿, 但作为在野党, 共和党希望利用债务上限为 2024 年大选赢得更多筹码。McCarthy 提出的《限制、储蓄、增长法案》显示, 在其计划的未来 10 年的 4.8 万亿美元的支出削减中, 拜登政府的助学贷款与能源税收减免项目分别预计减少 4600、5695 亿美元。换言之, 如果民主党同意共和党的方案, 则相关利益群体将丧失选票。反之, 如果不同意, 则 X-date 可能会在民主党总统任期内首次触及。

图 10: CBO 对《限制、储蓄、增长法案》未来 10 年的预算效果预测

Congressional Budget Office
Estimated Budgetary Effects
April 25, 2023

Table 1. Changes in CBO's Baseline Projections of H.R. 2811, the Deficit Under the Limit, Save, Grow Act of 2023, as Posted on the Website of the House Committee on Rules on April 19, 2023
<https://rules.house.gov/bill/118/hr>

	By Fiscal Year, Billions of Dollars											2023-2033
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	
Increases or Decreases (-) in the Projected Deficit												
Caps on Discretionary Funding ^a	0	-129.0	-201.8	-243.7	-279.7	-314.0	-342.8	-373.1	-404.3	-436.2	-469.9	-3,194.5
Student Loan Programs	-387.0	-6.2	-6.7	-7.2	-7.7	-7.7	-7.6	-7.6	-7.5	-7.4	-7.4	-460.0
Energy Tax Provisions (JCT estimate) ^b	-13.1	-35.5	-49.9	-63.2	-68.1	-66.1	-62.9	-55.6	-53.3	-54.0	-47.9	-569.5
Funding for the Internal Revenue Service and Related Agencies	-0.7	3.4	8.4	11.8	14.3	16.2	17.6	17.4	17.3	8.8	5.3	119.7
Work Requirements	0	-0.6	-5.6	-8.5	-11.8	-12.8	-13.9	-15.1	-16.1	-17.2	-18.5	-120.1
Rescissions of Funds Provided in Six Laws Enacted From 2020 to 2022	-13.8	-9.7	-3.8	-1.4	-0.6	-0.1	-0.1	0	0	0	0	-29.5
Energy Leasing and Permitting Provisions	-0.4	-2.0	-4.3	-5.7	-4.3	0.3	2.6	3.1	3.2	3.3	0.8	-3.4
Debt Service ^c	-0.5	-4.2	-11.9	-20.7	-30.9	-43.1	-55.6	-70.4	-85.8	-102.5	-121.4	-547.0
Total Change in the Projected Deficit	-415.4	-183.7	-275.6	-338.6	-388.8	-427.3	-462.7	-501.4	-546.5	-605.2	-659.0	-4,804.3

Sources: Congressional Budget Office; staff of the Joint Committee on Taxation (JCT).

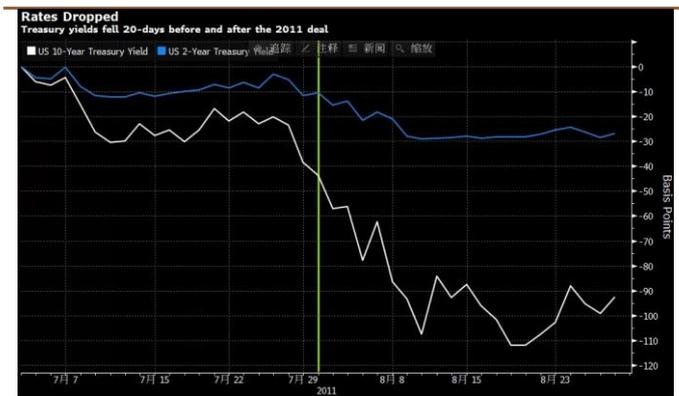
资料来源: CBO, 德邦研究所

因此，在更临近 X-date 前，两党所僵持的无外乎是民主党的“直接将债务上限上调 1.5 万亿美元”还是共和党的“附加 4.8 万亿美元的支出削减”。但根据历史经验，大概率会是在朝的民主党向在野的共和党妥协，未知的只是共和党的“阳谋”是否会出现一定程度的妥协。触及 X-date，目前看更像是肥尾风险。基准假设下，我们预计美国两党会在触及 X-date 前达成一致，通过一份附带支出削减条件的法案，将债务上限上调 1.5 万亿美元。

2. 债务上限危机对市场影响几何？

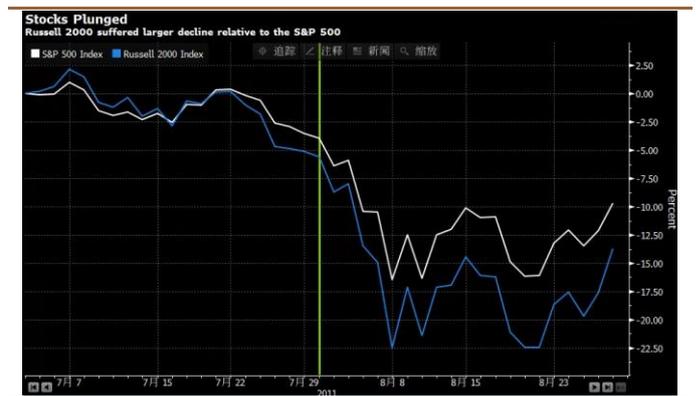
虽然历史上的债务上限危机从未真正触发过 X-date，但随着时间临近，债务上限危机给市场带来的影响也在不断加剧。近期，美国两党对债务上限的谈判主导了市场情绪。5 月 25 日，惠誉称将美国的“AAA”评级置于负面观察名单上，可能会下调美国主权债务评级，但同时表示美国债务违约概率很低。这一消息极易让人联想到 2011 年债务上限危机中美国信用评级被下调这一典型风险事件。2011 年债务上限危机期间，资产价格主要交易的是避险，且避险行情在债务上限上调后仍有“余波”，部分来自美国主权评级下调影响。

图 11：2011 年债务上限期间 2、10 年美债利率走势



资料来源：彭博，德邦研究所

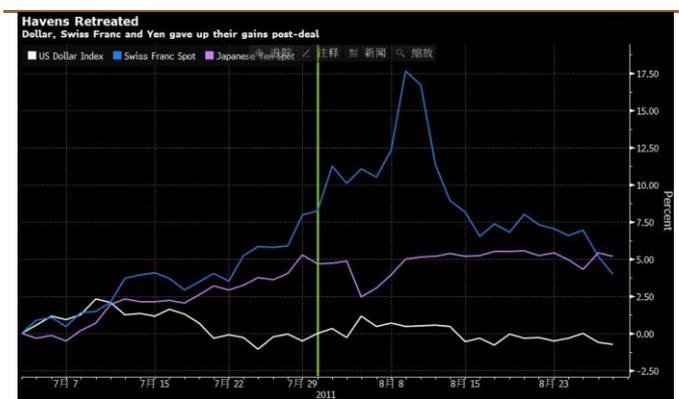
图 12：2011 年债务上限期间罗素 2000、标普 500 走势



资料来源：彭博，德邦研究所

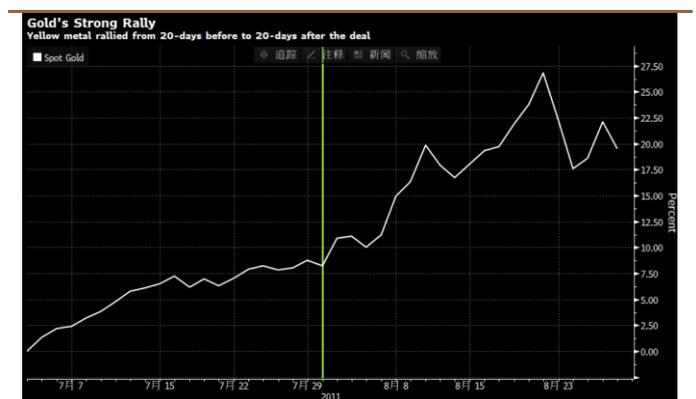
从图 11-14 可看出，在 2011 年债务上限危机期间，避险交易触发美股与美债利率下跌、避险货币与黄金上涨。

图 13：2011 年债务上限期间美元、瑞郎、日元走势



资料来源：彭博，德邦研究所

图 14：2011 年债务上限期间黄金走势



资料来源：彭博，德邦研究所

当然，一旦债务上限问题得到解决，则预计财政部将立即重启大规模融资，且在高利率的环境下，财政部大概率使用短久期策略，即使用短期限的 TBills 进行融资。根据美联储资产负债表最新数据，当前财政部 TGA 账户上仅有 680 亿

美元，接近 2021 年债务上限期间 580 亿美元的极限水平。根据最新 23Q2 再融资材料，美国财政部计划在 Q3、Q4 分别净增 4780、5740 亿美元短期国债发行（图 15）。这意味着在短期内，美国政府的 TGA 将迅速提升，进而收紧市场流动性。

图 15：美国财政部对未来两个季度债券发行预测

Implied Bill Funding for Next Two Quarters Based on Recent Borrowing Estimates

Sources of Privately-Held Financing in FY23 Q3

April - June 2023	
Assuming Constant Coupon Issuance Sizes*	
Treasury Announced Net Marketable Borrowing**	726
Net Coupon Issuance	248
Implied Change in Bills	478

Sources of Privately-Held Financing in FY23 Q4

July - September 2023	
Assuming Constant Coupon Issuance Sizes*	
Treasury Announced Net Marketable Borrowing**	733
Net Coupon Issuance	159
Implied Change in Bills	574

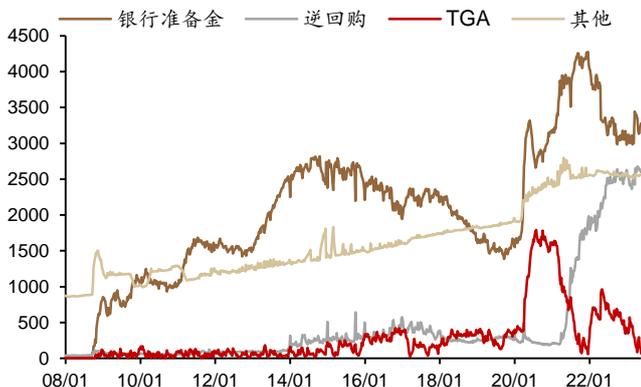
Security	April - June 2023 Coupon Issuance			Fiscal Year-to-Date Coupon Issuance		
	Gross	Maturing	Net	Gross	Maturing	Net
2-Year FRN	68	80	(12)	204	234	(30)
2-Year	126	154	(28)	378	451	(73)
3-Year	120	97	23	360	226	134
5-Year	129	67	62	387	165	222
7-Year	105	68	37	315	246	69
10-Year	99	42	57	297	133	164
20-Year	39	0	39	117	0	117
30-Year	57	0	57	171	7	164
5-Year TIPS	40	43	(3)	80	43	37
10-Year TIPS	15	0	15	62	50	12
30-Year TIPS	0	0	0	9	0	9
Coupon Subtotal	798	550	248	2,380	1,555	824

Security	July - September 2023 Coupon Issuance			Fiscal Year-to-Date Coupon Issuance		
	Gross	Maturing	Net	Gross	Maturing	Net
2-Year FRN	68	80	(12)	272	314	(42)
2-Year	84	115	(31)	462	566	(104)
3-Year	120	108	12	480	334	146
5-Year	86	43	43	473	209	264
7-Year	70	51	19	385	297	88
10-Year	99	41	58	396	174	222
20-Year	27	0	27	144	0	144
30-Year	57	7	50	228	14	214
5-Year TIPS	0	0	0	80	43	37
10-Year TIPS	32	48	(16)	94	98	(4)
30-Year TIPS	8	0	8	17	0	17
Coupon Subtotal	651	492	159	3,031	2,048	983

资料来源：美国财政部，德邦研究所

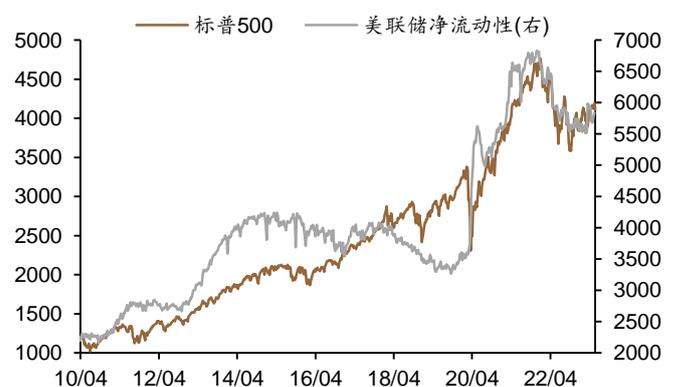
由于美联储对市场的净流动性投放等于总资产减去 TGA 与逆回购，这意味着在假定美联储总量 QT 不变的情况下，一旦 TGA 大幅抬升，存在导致银行准备金大幅流出的风险。在相对乐观的情况下，大量发行的短期国库券可能会导致其收益率相对偏高，吸引货币基金减少对逆回购的持有量，转而购置短期国库券。而在相对悲观的情况下，TGA 的增加导致银行准备金流失，即银行主体本身或银行体系负债端的客户作为购买美国国债的主要投资者。在这种情况下，美联储向市场投放的净流动性或将降低，流动性收紧导致资产价格承压（图 17）。

图 16：美联储资产负债表负债端分项



资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 17：美联储净流动性投放与标普 500 走势



资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元，美联储净流动性 = 总资产 - TGA - 逆回购

3. 风险提示

两党就债务上限上调持续僵持，美国债务未能及时上调，触及X-date并导致美国国债陷入技术性违约。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲 德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇，第五届邓子基财经研究奖得主。荣获 2019 和 2020 “新财富” 固定收益研究第一名，2021 ISI Emerging Markets Group 杰出成就分析师，2022 “水晶球”（公募）宏观研究第一名。兼任清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师，上财 EMBA 讲师。

张佳炜，伦敦政治经济学院金融经济学硕士（distinction），六年海外宏观与全球大类资产配置投研经验。曾任平安信托海外投资部 QDII 投资经理、投决团队成员，共同管理 15 亿元全球大类资产配置基金，擅长海外经济、货币政策研究与全球资产配置。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦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。