

美国流动性拐点在 8 月

证券研究报告

2021 年 06 月 10 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

当疫苗接种完成、服务业加速开放、财政补贴退出、失业显著改善，这些信号出现时，财政和货币的流动性拐点也将随之出现。8 月是美国财政部 TGA 账户见底、美联储释放缩减 QE 信号的关键时点，财政和货币的流动性拐点可能出现共振。今年 2 月，大类资产已经对流动性拐点做过一次预演，8 月高估值股票和利率敏感型资产可能重现 2 月时的表现。

风险提示：【财政刺激超预期，货币宽松超预期，通胀超预期】

相关报告

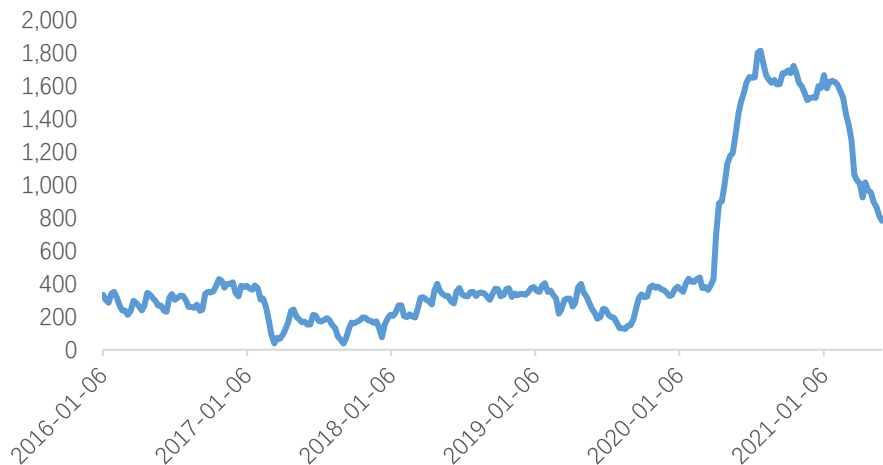
- 1 《风险定价-内外流动性依然宽松但出现预期变化》 2021-06-08
- 2 《风险定价-美元流动性外溢推高 A 股情绪》 2021-06-1
- 3 《宏观报告：汇率双边市》 2021-05-31

极度泛滥的美元流动性来自 TGA 账户。

TGA 账户是美国财政部的现金结余或财政部一般账户，反映美国财政部大部分收入及支出。当 TGA 增加（减少）时，其将从银行系统中吸取（增加）储备。根据美国疫后刺激法案，2020 年美国财政部融资了约 4.3 万亿美元，但是由于拨出缓慢，资金滞留在 TGA，使得 TGA 在 3 月初存有 1.4 万亿美元余额。

8 月前 TGA 泄洪的压力仍在。2021 年 2 月 1 日,美国财政部公布 TGA 缩减计划,开始着手压降 TGA 账户余额。计划 3 月底缩减至 8000 亿美元,6 月底缩减至 5000 亿美元,最终在 7 月底达到要求。但截止 6 月 2 日 TGA 的账户余额还有 7832 亿,压降速度低于计划。

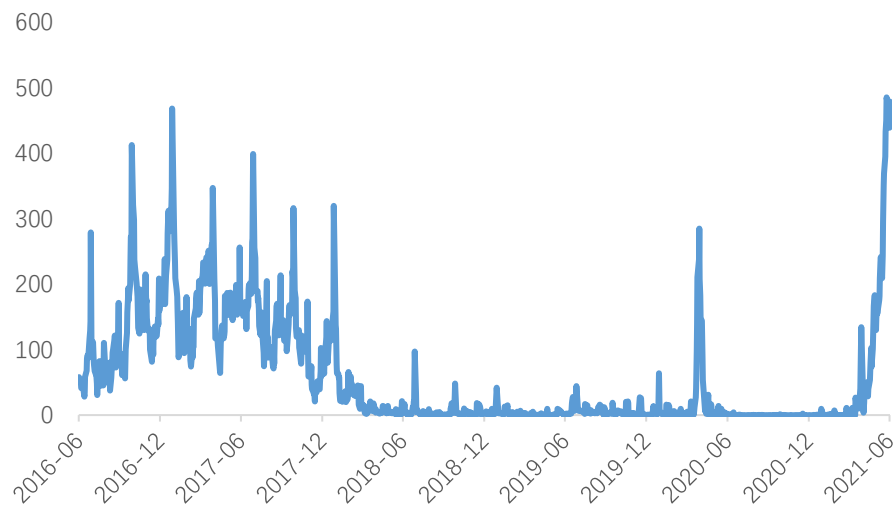
图 1: TGA 账户余额(十亿美元)



资料来源: FRED, 天风证券研究所

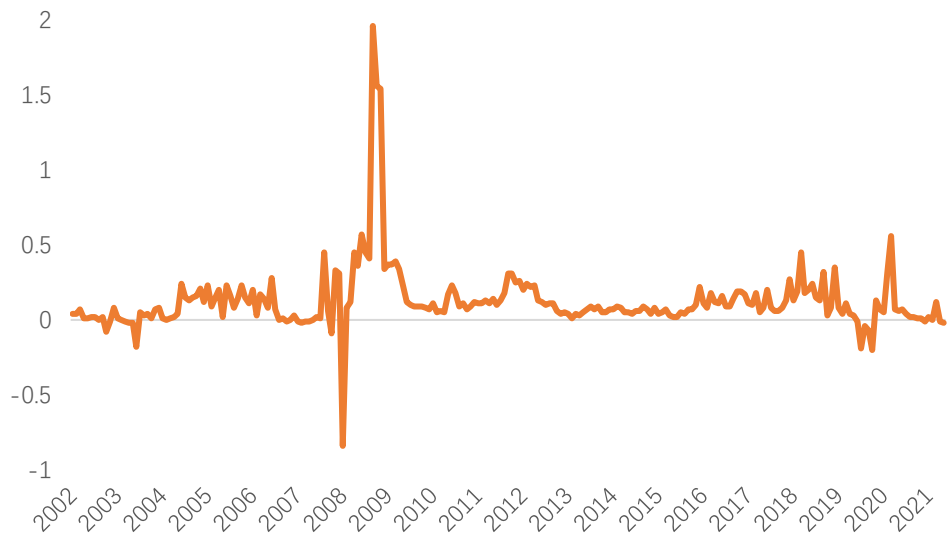
3 月至今 TGA 已压降了大约 6800 亿, 整体相当于向当前所有商业银行存款余额的基础上提供了额外约 8% 的增量。从美联储隔夜逆回购 (O/N RRP) 用量激升来看, 银行吸纳容量已经接近饱和。这将对短端利率及相关的资产价格带来下行 (负利率) 压力。

图 2: 美国隔夜逆回购规模创历史新高(十亿美元)



资料来源: FRED, 天风证券研究所

图 3: 美元流动性溢价 cp-ois



资料来源: bloomberg, 天风证券研究所

美元的流动性拐点将出现在今年内 8 月。

第一，TGA 账户的泄洪在 7 月底截止，可能在 8 月由降转升。

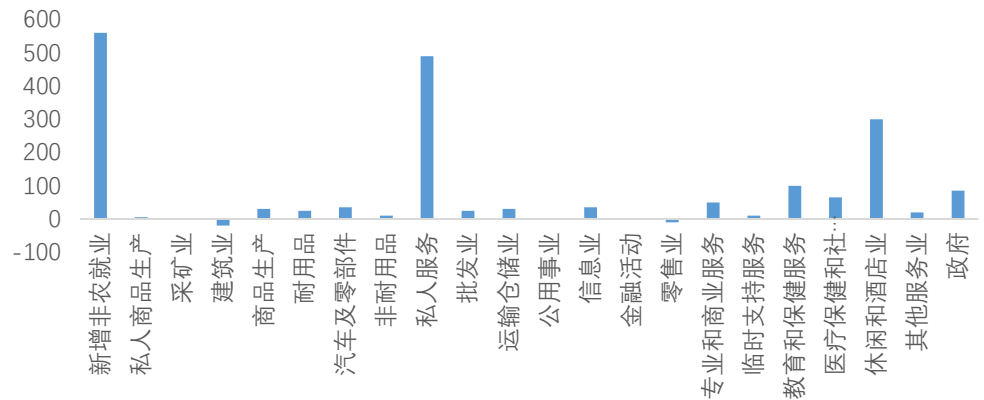
债务限额预案将成为 TGA 释放流动性的转折点。根据美国财政部 5 月的估计，7 月底“债务上限”豁免到期时，财政部一般账户余额将降低至大约 4500 亿美元；之后，随着债务发行，9 月末将回升至大约 7500 亿美元，这意味着 8、9 月财政部发债将带来 3000 亿美元的流动性收缩。**提高债务上限才能让美国政府继续举债，否则财政部只能选择停止发行国债，继续使用 TGA 账户和其他有限数量的“特别措施”来保持政府的资金供应。此时 TGA 账户余额将继续下降。一旦相关措施不能覆盖财政部的融资需要，可能导致美国政府出现技术性违约和美债评级下调。**

第二，美联储可能在 8 月具备释放缩减 QE 信号的就业条件。

对于劳动力市场，鲍威尔担心“疫情会对劳动力市场造成长期的伤疤，到目前为止，我们还没有经历过那种程度的创伤”。疫情导致的劳动力市场的失衡关系，鲍威尔认为还需要一段时间才能逐渐地恢复过来。因此**劳动力市场的改善**将是我们判断美联储行为的重要路标。

就业方面，服务业加速恢复对就业的拉动显著。5 月美国非农就业人数增加 55.9 万人，略逊于预期的 67.5 万人，但好于前值 26.6 万人。失业率下降 0.3 个百分点至 5.8%，好于预期的 5.9% 和前值 6.1%。**其中休闲和酒店业、公私营教育、医疗保健和社会援助等领域的工作显著增加。**私人服务业新增就业达到 49.2 万人，为新增非农就业的主要动力。其中，休闲和酒店业表现亮眼，新增就业达到 29.2 万人。而随着部分地区恢复现场教学及其他与学校有关的活动，教育的就业人数也有增加。

图 4：5 月非农就业分项（千人）



资料来源：BLOOMBERG，天风证券研究所

美国非农就业数据低于预期，劳动参与率走低，原因除了失业补贴较高之外，还有托儿、交通问题。失业补贴高于低收入人群平均工资在一定程度上阻碍了复工意愿；美联储褐皮书显示，由于目前多数学校尚未复课，低收入人群和女性承担更多的育儿负担；同时由于疫情导致部分公共交通班次减少带来交通便利程度下降，都是造成劳动参与率下降的原因。

育儿方面，学生复课正在推进：许多美国学校开学时间提前到 8 月，5 月公立和私人学校新增就业分别上升 10.3 万和 4.1 万人，说明学校在复课，这是一个积极的信号。在辉瑞新冠疫苗针对 12-15 周岁人群的使用得到批准后，全美各州纷纷开启针对青少年的疫苗接种工作。

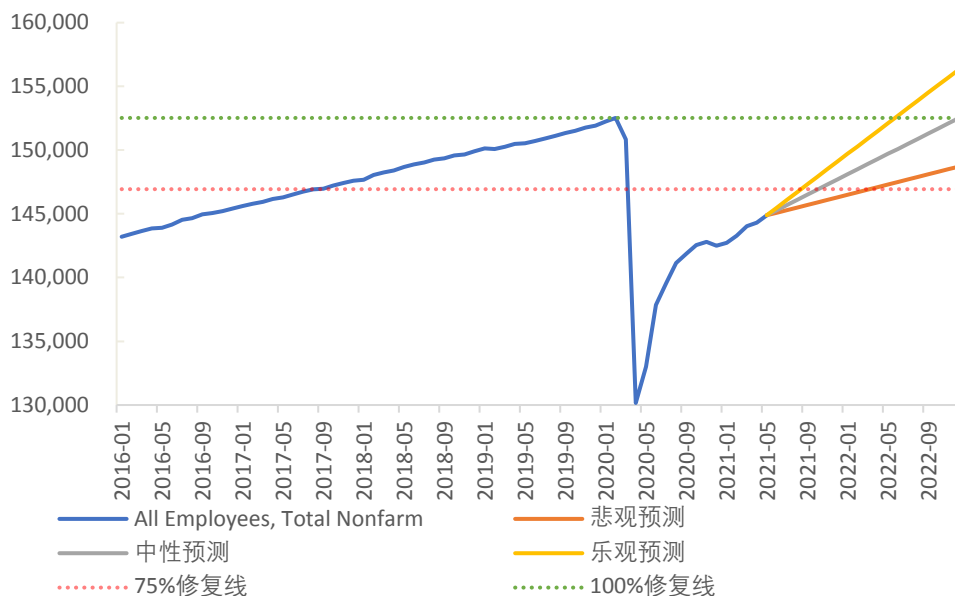
表 1：低收入人群最有可能因为要照顾孩子而尚未回到劳动力市场

家庭收入组	无配偶	配偶没有全职工作	配偶全职工作
<\$20,000	8%	31%	26%
\$20,000-\$39,999	8%	33%	24%
\$40,000-\$59,999	5%	31%	24%
\$60,000-\$79,999	5%	30%	25%
\$80,000-\$99,999	4%	32%	25%
>\$99,999	4%	32%	25%

注：数据为 2015 年至 2019 年的平均值。资料来源：stlouisfed，天风证券研究所

在过去的一个月里，有 25 个州宣布疫情时期每周 300 美元的失业津贴(PUA)将自 6 月起，不再发放。7-8 月，伴随失业补贴退出、学生复课，劳动参与率将逐渐改善，就业市场将显著恢复。假设非农就业未来每个月平均新增 60 万人，美国前期受疫情冲击而萎缩的就业规模，将在 9 月恢复至 75%左右，并于 2022 年下半年前后 5 月完全修复。

图 5: 就业修复的不同假设 (千人)



资料来源: FRED, 天风证券研究所

注: 40 万是 2020 年 9 月以来非农新增就业的均值水平, 对应中性预测; 60 万是 2021 年前 3 个月的均值水平, 对应乐观假设; 20 万是 2017-2019 年的均值水平, 对应悲观预测。

参照 2013 年的经验, 美联储可能在就业恢复到 75%附近时释放缩减 QE 信号, 并最快在今年 4 季度开始缩减 QE。释放信号的时间, 最快可能是在 8 月的 Jackson Hole 会议或 9 月的议息会议。

图 6: 伴随就业稳固改善, 美联储逐步收紧货币政策

相比2008年1月就业人口高点, 非农就业的相对变化



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20074



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>