

美国财政账户还要放水？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 宏观专题 20210322：政府杠杆率
从何处降？

2 宏观专题 20210329：补库存要靠
哪些行业？

3 宏观专题 20210405：修路能否致
富？——拜登计划的现实与影响

4 宏观专题 20210419：比特币带来
“安全感”？——比特币资产系列
研究之一

5 宏观专题 20210426：全球疫情反
弹，经济迎来拐点？

6 宏观专题 20210509：假期服务恢
复，因何被低估？

7 宏观专题 20210524：“未富先老”
还是“未富先降”？——从经济发
展视角看我国人口变化

8 宏观专题 20210531：成本压力来
袭，哪些行业堪忧？

投资要点

- **专题思考：美国财政账户还要放水？**
- **TGA 账户余额下降释放流动性。**TGA 账户指美国财政部一般账户，可以理解为用户在美国政府开设的一个“储蓄账户”。TGA 账户同时存在于美联储和财政部的资产负债表中，其变化将引起准备金账户的变动。在不考虑其他因素情况下，TGA 账户现金余额下降意味着向市场释放流动性。
- **TGA 账户余额仍面临着较大的“倾泻”压力。**TGA 账户变动很大程度上受到美国政府法定债务限额影响。从历史经验来看，在法定债务限额暂停期结束前，财政部需将 TGA 账户余额维持在第一次执行暂停前的水平。截至 7 月 31 日，该账户现金余额应降至 4500 亿美元。本周 TGA 现金存量为 7651 亿美元，未来一个半月财政部须支出超 3000 亿美元，这意味着 TGA 账户余额仍面临着较大的“倾泻”压力。
- **未来 TGA “泄洪”或将加剧美国金融市场流动性过剩。**目前美国金融市场已出现流动性过剩局面，而根据财政部关于 TGA 的最新安排，未来一个半月内财政部一般账户余额仍需“泄洪”超过 3000 亿美元。若本次“泄洪”操作与 3 月类似，集中在两周之内释放，则资金利率或将重现走低，国债收益率水平或也易降难升。但由于近期美联储议息会议决定将准备金率与隔夜逆回购利率上调，“泄洪”对市场冲击或比上次有所减弱。
- **一周扫描：**
- **疫情：全球疫情持续好转，印、欧疫苗接种加快。**上周全球新增确诊与死亡病例数录得 256.7 万与 6.9 万，较前一周分别下降 4.9%、4.5%；全球每日新增病例数最多的三个国家分别为巴西（9.5 万）、印度（6.7 万）、哥伦比亚（2.8 万），其中除哥伦比亚外，巴西、印度新冠疫情均出现放缓迹象。上周印度、日本和欧盟疫苗接种步伐有所加快。
- **海外：美联储上调政策利率，日央行按兵不动。**美联储决定维持基准利率与资产购买规模不变的同时上调政策工具利率。日本央行议息会议在上调经济增长预期的同时，坚持原先货币政策立场。欧洲央行部分管委会成员呼吁尽早结束紧急抗疫购债计划。
- **物价：食品价格下跌，国际油价回升。**本周食品价格继续回落，其中猪价周度环比下降 7.0%，水果、鸡蛋价格也有不同程度的下跌。但牛肉、蔬菜价格环比上升 0.3%与 0.6%。6 月以来商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比下跌。国际油价、煤价有所走高，钢价高位回落。
- **流动性：货币利率下行，美元指数走高。**本周 DR001 均值较上周环比下行 11bp，DR007 均值较上周环比下行 2bp。R001 均值较上周环比下行 12bp，R007 均值较上周环比下行 1bp。本周央行公开市场净回笼 800 亿元。本周美元指数大幅上升，均值回升至 91.3；美元兑人民币汇率走高，在岸与离岸人民币周均值分别升至 6.42、6.43。。
- **大类资产表现：国内权益走低，能源优于有色。**国内权益市场表现低迷，其中大盘股下挫幅度较大，而科技板块表现抢眼。商品市场能源品表现好于有色金属。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 专题思考：美国财政账户还要放水？	- 4 -
2. 疫情：全球疫情持续好转，印、欧疫苗接种加快.....	- 6 -
3. 海外：美联储上调政策利率，日央行按兵不动	- 7 -
4. 物价：食品价格下跌，国际油价回升	- 8 -
5. 流动性：货币利率下行，美元指数走高	- 11 -
6. 大类资产表现：国内权益走低，能源优于有色	- 12 -

图表目录

图表 1: TGA 余额与准备金账户余额变动 (亿美元)	- 4 -
图表 2: 历次债务上限暂停期前后 TGA 余额水平 (亿美元)	- 5 -
图表 3: TGA 账户周度净流入量 (亿美元)	- 5 -
图表 4: 美国商业票据与国债利率变化 (%)	- 6 -
图表 5: 美国隔夜逆回购交易量 (十亿美元)	- 6 -
图表 6: 全球每日新增病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 7 -
图表 7: 各国每日疫苗接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 7 -
图表 8: FOMC 议息会议 6 月加息预期点阵图	- 8 -
图表 9: 农产品批发价格 200 指数	- 9 -
图表 10: 食用农产品价格指数	- 9 -
图表 11: 猪肉批发价格 (元/公斤)	- 9 -
图表 12: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 10 -
图表 13: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 10 -
图表 14: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 11 -
图表 15: 动力煤及焦煤价格 (元/吨)	- 11 -
图表 16: R007 和 DR007 (%)	- 11 -
图表 17: 央行公开市场操作 (亿元)	- 12 -
图表 18: CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	- 12 -
图表 19: 美元指数	- 12 -
图表 20: 大类资产表现 (%)	- 13 -
图表 21: 申万行业表现 (%)	- 13 -

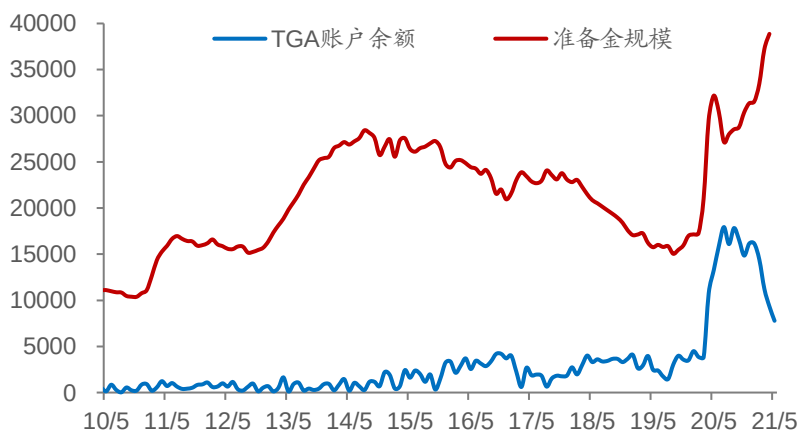
1. 专题思考：美国财政账户还要放水？

上月初美国财政部计划进一步将TGA账户现金余额降至4500亿美元左右的规模，而该操作或使得金融市场流动性过剩局面加剧。那么，“TGA账户”究竟是什么？其现金存量下降又有何影响？本文对此进行展开分析。

TGA账户指美国财政部一般账户，可以理解为美国政府在美联储开设的一个“储蓄账户”。企业与个人通常在商业银行中拥有储蓄账户以存储现金，而美国政府的现金则存在美联储，该账户现金流入主要来自于一般税收收入与发行国债所得的债务融资。

TGA账户同时存在于美联储、财政部二者的资产负债表中，其变化将引起准备金账户变动，从而影响市场流动性。从资产负债表角度来看，TGA账户位于美国财政部资产端，而负债端则对应财政部的流动性来源之一——美国国债，在不考虑其他因素的情况下，美国国债存量收缩（政府偿还部分债务）的同时，TGA账户现金余额将出现同步下降。对于美联储来说，TGA账户相当于美国政府的“存款账户”，位于美联储资产负债表的负债端；当美国政府向持有国债的企业、机构或个人偿还债务时，商业银行存款增多，美联储负债端的“准备金账户”余额将有所上升。除偿还部分债务以外，TGA账户亦可通过财政支出为市场提供流动性。

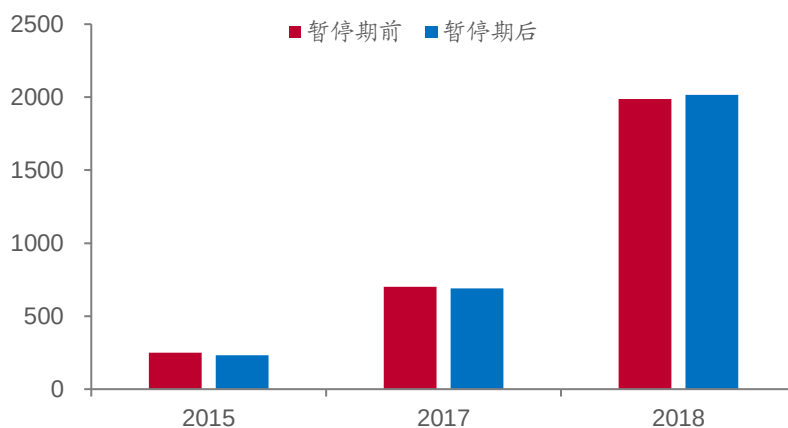
图表1：TGA余额与准备金账户余额变动（亿美元）



来源：Wind，中泰证券研究所

TGA账户变动很大程度上受到美国政府法定债务限额影响。从历史经验来看，在法定债务限额暂停期结束前，财政部需将TGA账户余额维持在第一次执行暂停前的水平。相较于一般储蓄账户，TGA账户存在更多的限制，其中最为重要的是由国会设定的政府债务上限。该限制条件设立的目的就在于控制政府债务风险。不过在债务上限暂停期内，政府债务规模增长将不受天花板（Debt Ceiling）限制。而按照以往惯例，在暂停期结束前，该账户余额一般需要回到暂停期开始前的水平。

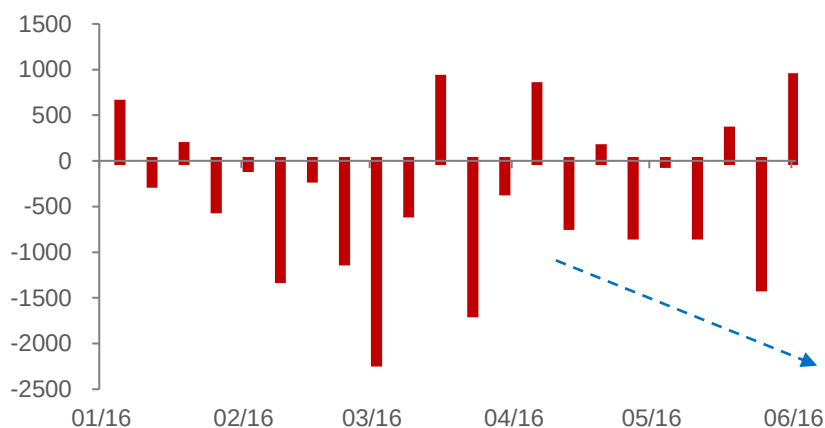
图表2： 历次债务上限暂停期前后 TGA 余额水平（亿美元）



来源：公开资料整理，中泰证券研究所，

根据美国财政部最新规划，TGA 账户余额尚面临较大“倾泻”压力。按照今年2月美国财政部公布的 TGA 缩减计划，TGA 账户现金余额将在3月底从1.6万亿美元缩减至8000亿美元，6月底缩减至5000亿美元。最终在8月债务上限暂停期结束之前，将TGA降至1330亿美元，即2019年债务上限暂停之前的水平。但根据财政部5月3日公布的最新计划，在7月底前预计将TGA余额缩减至4500亿美元。尽管较年初计划余额有较大幅度上调，但鉴于截至6月16日，TGA余额仍有7651亿美元，意味着未来一个半月内TGA仍需继续“倾泻”超过3000亿美元。

图表3： TGA 账户周度净流入量（亿美元）

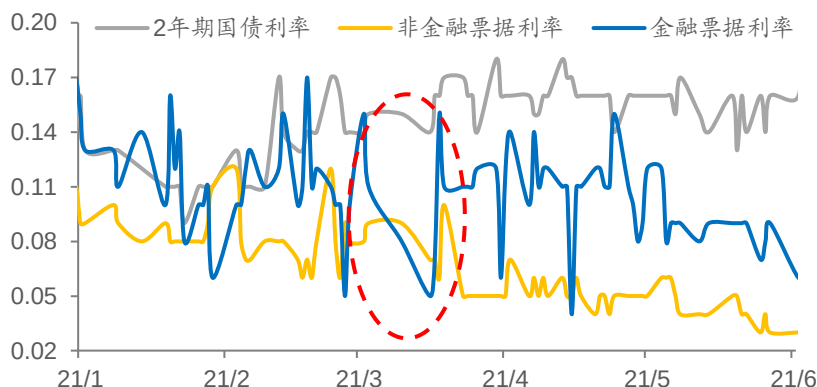


来源：Wind，中泰证券研究所，图中负值代表“净流出”

TGA 账户作为政府“储蓄账户”，当下其余额支出途径无非是两个方向，一是偿还部分短期债务，降低政府债务水平；二是落实财政刺激政策。不论何种方式，均将提高市场流动性水平。

从今年2月初财政部公布TGA缩减计划开始至3月末，两个月内财政部一般账户共缩减近6000亿美元，而这段时期内又以3月3日至3月17日期间财政部一般账户周度净流出量最大，分别录得1099亿、2207亿美元。这两周内，反映市场流动性的隔夜Libor利率从0.078%降至0.076%，并在3月底继续降至0.072%。同一时期，美国非金融票据利率一度从0.09%降至0.07%，金融票据利率也从0.15%降至0.05%。

图表 4: 美国商业票据与国债利率变化 (%)

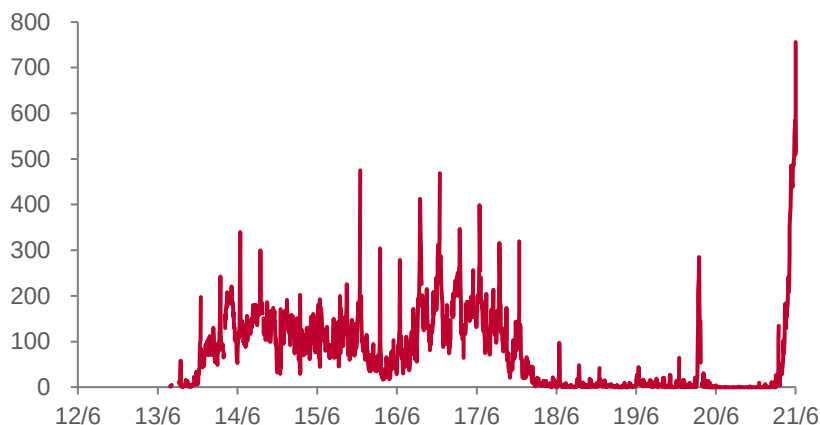


来源: Wind, 中泰证券研究所

目前美国金融市场已出现流动性过剩局面。根据美联储公布的数据显示,从 2021 年 4 月起至今,尤其是 SLR (银行补充杠杆率) 减免计划在 3 月底到期后,隔夜逆回购交易量增长势头堪称“迅猛”,截至 6 月 17 日,交易量已高达有记录以来最大规模——7558 亿美元。而且从历史数据来看,一定程度上承担着回收市场过剩流动性职能的隔夜逆回购交易一般在季度末才会出现畸高的现象,但从今年 4 月初开始,该政策工具交易量持续保持增长且数量级已突破 5000 亿美元,反映市场流动性已出现过剩局面。

未来 TGA “泄洪”或将加剧美国金融市场流动性过剩。根据财政部关于 TGA 的最新安排,未来一个半月内财政部一般账户余额仍需“泄洪”超过 3000 亿美元。若本次“泄洪”操作与 3 月类似,集中在两周之内释放,则资金利率或将重现走低,国债收益率水平或也易降难升。但由于近期美联储议息会议决定将准备金率与隔夜逆回购利率上调,“泄洪”对市场冲击或比上次有所减弱。

图表 5: 美国隔夜逆回购交易量 (十亿美元)



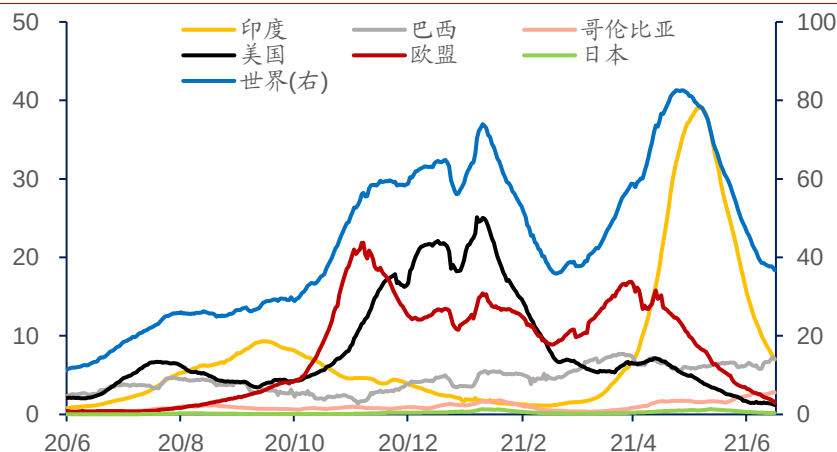
来源: Wind, 中泰证券研究所

2. 疫情: 全球疫情持续好转, 印、欧疫苗接种加快

上周全球新增确诊与死亡病例均延续下行态势。上周全球新增确诊与死

亡病例数录得 256.7 万与 6.9 万，较前一周分别下降 4.9%、4.5%；全球每日新增病例数最多的三个国家：巴西（9.5 万）、印度（6.7 万）、哥伦比亚（2.8 万），除哥伦比亚外，巴西、印度新冠疫情均出现放缓迹象，尤其是印度国内日均新增病例数已明显下滑。受益于国内疫苗接种工作的迅速推进，美国、欧盟疫情持续好转，而鉴于日本目前仍然较低的疫苗覆盖率与检测量，该国疫情发展还需进一步观察。

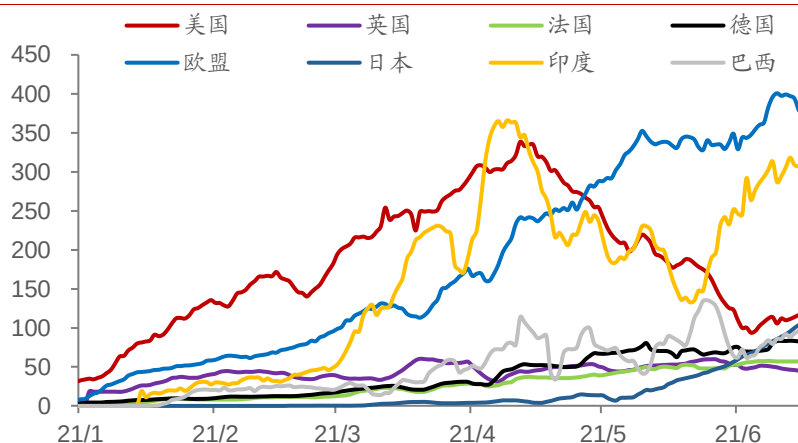
图表 6：全球每日新增病例数量（七日移动平均，万例）



来源：Our World in Data，中泰证券研究所

从日均疫苗接种绝对量看，除中国外，欧盟、印度疫苗接种工作处于领先地位。上周印度、日本、欧盟疫苗接种步伐有所加快；受一系列疫苗接种激励措施影响，美国疫苗注射进度也摆脱前两周较低迷的状态，节奏有所加快，而英国在越过 60% 疫苗覆盖率大关后接种节奏出现放缓。

图表 7：各国每日疫苗接种量（七日移动平均，万剂）



来源：Our World in Data，中泰证券研究所，数据截至伦敦时间 6 月 16 日

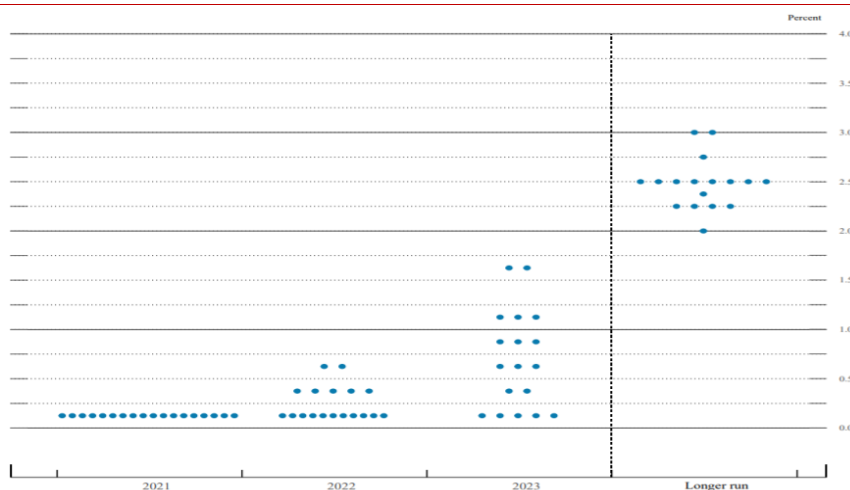
3. 海外：美联储上调政策利率，日央行按兵不动

美联储决定维持基准利率与资产购买规模不变的同时上调政策工具利率。美联储 6 月议息会议决定继续维持每月 1200 亿美元资产购置规模与联邦基金目标利率区间 0%-0.25% 不变的同时，将隔夜逆回购利率与法定、超

额准备金率均上调 0.05 个百分点至 0.05%、0.15%。受此影响，6 月 17 日隔夜逆回购交易量已高达 7558 亿美元。

经济预测上调，加息预期提前。根据会上公布的经济预测显示，年内真实 GDP 预计增速与 PCE 预测值中位数分别由 6.5%、2.4%上调至 7%、3.4%，显示未来美国经济复苏预期进一步加强。根据 6 月加息点阵图显示，目前 2023 年有加息预期的委员数量已过半数，达 13 名，反映加息预期有所提前。

图表 8: FOMC 议息会议 6 月加息预期点阵图



来源：美联储，中泰证券研究所

欧央行成员呼吁结束购债，日央行按兵不动。日本央行议息会议在上调经济增长预期的同时，坚持原先货币政策立场。其预计 2021 和 2022 财年将分别增长 4%、2.4%，并且大幅下调今年通胀预期至 0.1%，进一步表明它在未来一段时间内不会改变政策。欧洲央行部分管委会成员表示物价上涨最终会导致工资上涨，央行需警惕通胀抬头，并呼吁尽早结束紧急抗疫购债计划。

4. 物价：食品价格下跌，国际油价回升

食品价格继续下跌。本周商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格均值环比分别下跌 1.3%、1.0%。6 月以来商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格均呈回落态势。

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_20242

