

跨季后宏观流动性维持宽松

宏观市场:

【央行】6月28日-7月2日央行公开市场累计进行了1100亿元逆回购操作，净投放200亿元。本周央行公开市场将有1100亿元逆回购到期，其中周一到周五分别到期300亿元、300亿元、300亿元、100亿元、100亿元；此外本周四还有700亿元国库现金定存到期。

【财政】6月28日-7月2日国债期货震荡收涨，10年期主力合约涨0.06%，5年期主力合约涨0.01%，2年期主力合约与上周基本持平。

【金融】6月28日-7月2日货币市场DR007再度降至2.2%以下，股份行1年期存单发行利率降至2.83%。主要银行同业存单发行1502亿元（不含农信社和民营银行），净融资1023亿元。6月21-25日，主要银行同业存单发行4639亿元，净融资1493亿元。

【企业】6月28日-7月2日信用债交投活跃度回升，周度现券交易额为50751.66亿元，日均现券交易额为10150.33亿元，较前值有所增加。从收益率来看，上周信用债收益率普遍下行，下行幅度最大为11bp，这可能与流动性压力略有缓解、推动债市情绪转暖有关，AAA级信用利差全面走扩1-6bp。

【居民】6月28日-7月2日四十城整体新房成交面积较去年同期变化降12%，环比升22%。二手房市场中统计的14个城市成交面积同比变化降21%，环比升5%，年初以来，二手房成交面积累计同比变化涨24%，较2019年累计同比涨8%。

本周关注：美国政府资产负债表和债务上限

资产负债表结构变化。自1960年以来，美联邦政府资产负债表规模上持续扩张，结构上总体变化不大。从规模上具体来看，美联邦政府资产端和负债端总体呈现上行趋势，同时由于联邦政府长期处于财务赤字状态，负债总规模长期高于资产总规模，净资产持续为负且逐年走低。资产负债规模上行主要可以分为三个阶段：1960年至2007年平稳增长、2007年至2019年加快扩张、2020年至今增速再次加快，其变化主要受到美国经济走势变化影响。从结构上具体来看，资产端结构总体变化不大，1960年2008年以前各分项维持平稳增长，其中以三大非金融资产项目为主，占总资产端约80%左右。2008年后，金融资产部分的“贷款”项目和“通货和存款”项目变动较为剧烈。负债端结构基本不变，第一大项“债务证券”长期占总负债端超越80%，且逐年递增，截止2020年占比超过89%。

美国债务上限。美国自2019年暂停的债务上限将于今年7月底重新生效。因此，美国财政部正面临越来越大的削减国库券供应的压力，以便能满足本月底势将恢复的债务上限目标。我们认为，在当前美国经济尚未从疫情中完全恢复的情况下，通过“开源节流”来降低财政赤字对经济造成的负面影响较大，同时耗时较长，因此可能性较小；而延长暂停期限或提高上限值的做法更符合当下美国环境。

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号: F3064604

相关研究:

本周关注：美国政府资产负债表和债务上限

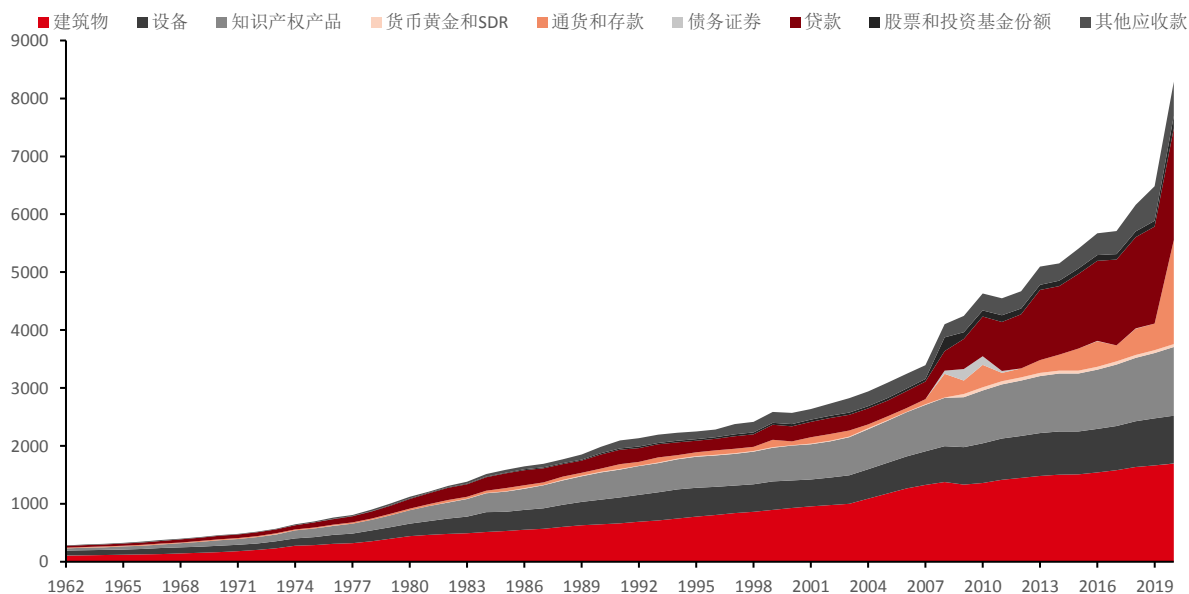
· 资产负债表结构变化

自 1960 年以来，美联邦政府资产负债表规模上持续扩张，结构上总体变化不大。

从规模上来看，美联邦政府资产端和负债端总体呈现上行趋势，同时由于联邦政府长期处于财务赤字状态，负债总规模长期高于资产总规模，净资产持续为负且逐年走低。资产负债规模上行主要可以分为三个阶段：1960 年至 2007 年平稳增长、2007 年至 2019 年加快扩张、2020 至今增速再次加快，其变化主要受到美国经济走势变化影响。在 2008 年以前，美国经济总体较为平稳，美国政府财政也处于平稳状态；而 2008 年受到金融危机影响，政府“看得见的手”对美国经济影响增大，通过财政政策刺激美国经济运用导致联邦政府资产端和负债端总规模加速上升；2020 年受到新冠疫情冲击，美国经济再次遭受重创，联邦政府加大财政力度刺激经济，总规模再次加速上行。同时观察联邦政府净资产走势也可以发现，联邦政府负债端上升速度逐步超越资产端，使得净资产负值逐步走低，联邦政府财政支出远高于财政收入。

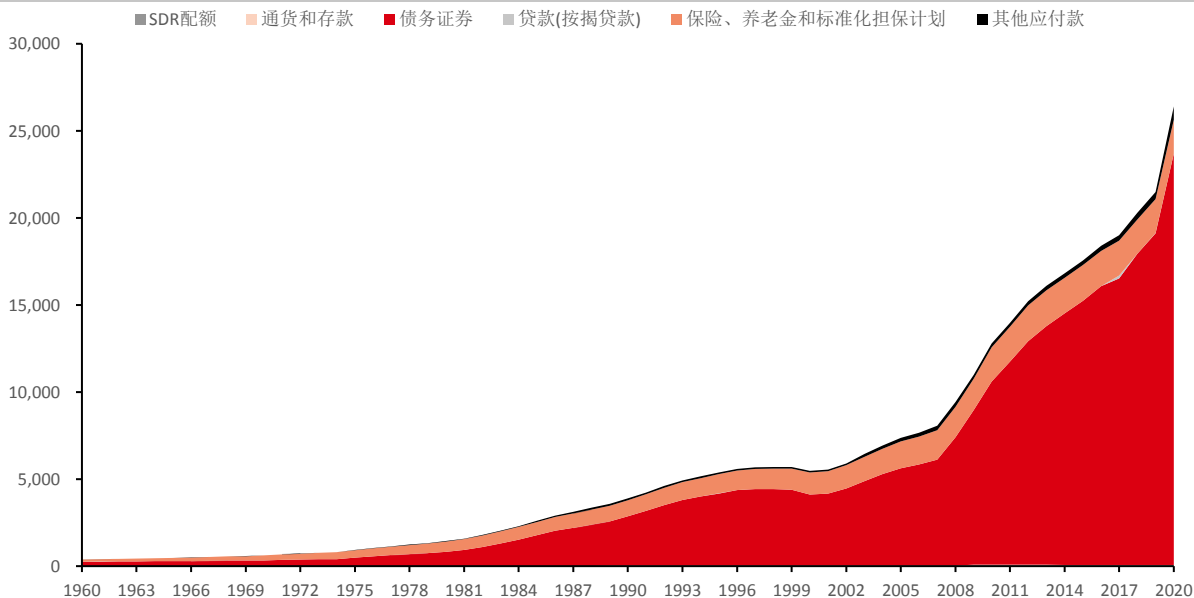
从结构上来看，资产端结构总体变化不大，1960 年至 2008 年以前各分项维持平稳增长，其中以非金融资产的“建筑物”、“设备”、“知识产权产品”三大项目为主，占总资产端约 80% 左右。2008 年后，金融资产部分的“贷款”项目和“通货和存款”项目变动较为剧烈。具体来看，2008 年金融危机时期，联邦政府为了救济市场，维系金融体系和实体经济平稳发展，大量借出包括短期贷款、长期贷款以及持有股票和基金份额来维持经济稳定，因此资产端“贷款”项目增长迅速，从 2007 年的 888 亿美元，增长至 2008 年的 4048 亿美元。而 2020 年随着新冠疫情的黑天鹅冲击，联邦政府大量举债，导致其资产端“通货和存款”货币现金存量上涨迅速，从 2019 年的 4592 亿美元上涨至 2020 年的 17944 亿美元。而联邦负债端结构基本不变，第一大项“债务证券”长期占总负债端超越 80%，且逐年递增，截止 2020 年占比超过 89%。由于美联邦政府长年处于财政赤字状态，为了维持政府运营，维护经济平稳发展，联邦政府大幅举债导致美国成为全球第一大债务国。

图 1: 美国联邦政府资产端结构走势 (十亿美元)



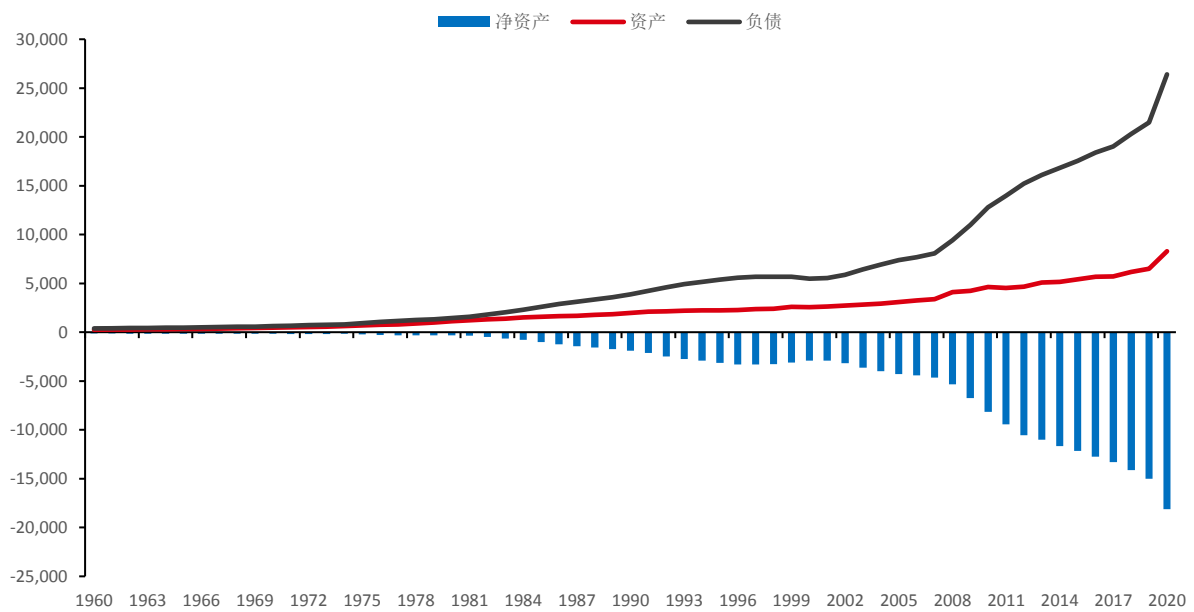
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 2: 美国联邦政府负债端结构走势 (十亿美元)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 3: 联邦政府净资产持续为负, 2002 年后持续走低 (十亿美元)



数据来源: wind 华泰期货研究院

· 美国债务上限历史回顾和展望

美国自 2019 年暂停的债务上限将于今年 7 月底重新生效。因此，美国财政部正面临越来越大的削减国库券供应的压力，以便能满足本月底势将恢复的债务上限目标。

1) 什么是债务上限

根据美国财政部定义，**债务上限指美国联邦政府根据国会授权为了履行现有法定义务而能够举借的债务总额**，这些法定义务包括支付社会保障、医疗福利、军饷、国债利息、退税以及其他开支。

在 1917 年以前，美国政府每次进行借款都必须上报国会，以获得国会的批准和授权。到了一战时期，由于国家财政要有更大的灵活性来满足战时经济的需要，因此美国国会授予政府一揽子借款权限，同时以立法形式确立国债的限额发行制度，要求借款总额不超过一定时期内规定的总额限制，即设置政府债务上限。实施这一制度的法律依据是，美国的《第二次自由债券法案》。而当**债务达到上限时，财政部不能再发行任何国债，只能通过税收收入来偿还债务。**

2) 为什么要提高债务上限

债务上限的不断上调是美国财政赤字持续增加的表现。一般来说政府在缓解财政危机时会采取三种措施：1、增加税收提高财政收入；2、削减社会福利等方式减少财政支出；3、借新债以保证政府财政运营。而增加税收或减少政府开支都分别损害了高收入群体或低收入群体的整体利益，对经济增长产生负面影响，同时降低执政党的民调支持率，而借新债在定期还本付息的情况下只需要通过国会同意，便可以化解政府财政危机。当联邦政府借债规模越来越大，为了避免达到债务上限造成违约，政府和国会会提高债务上限继续维持政府正常运行。当前，**根据美国法律规定，提高债务上限的协议要经国会两院通过，最后由总统签署。**

3) 债务上限历史走势

1940 年至 1960 年，美国政府的预算赤字与债务利息支付基本维持平稳。但自 1960 年以来，国会已经 79 次永久性提限、暂时延长提限日期或修订债务上限的数额。两党的国会领导人都意识到提限的重要性，并通过对提限细节的调整来为各自党派谋取更多利益。为了弥补财政赤字，刺激经济复苏，奥巴马政府时期（2008 年 11 月至 2017 年 1 月）连续 9 次上调债务上限，由 11 万亿美元调整至 18 万亿美元。特朗普政府上台后虽然提限次数较少，但也将债务上限从 18 万亿美元直接提升至 21.9 万亿美元，使得政府债务上限突破 20 万亿美元大关。

4) 本次债务上限所遇问题

2019 年上半年，由于美国政府现金余额吃紧，政府依赖于财政部增加发债以求维持政府正常运行。美国彼时财长史蒂芬·姆努钦在 3 月连续三次提醒国会美国债务规模达到上限的情况，同时宣布财政部已经开始采取非常规措施，包括暂停出售国库券和地方政府系列债券；收回公务员退休和伤残基金、邮政退休人员健康福利基金的现有投资，并暂停新增投资；暂停对政府证券投资基金的再投资；暂停对外汇稳定基金的再投资，来避免政府再次违约。为了解决此次问题，彼时美国总统特朗普于 2019 年 7 月签署了为期两年的借款上限法案，表示将在未来两年暂停政府举债上限，并增加政府支出。

本次 7 月底债务上限重新生效后，为了满足债务上限要求需要财政部将其 TGA 账户（税收收入和出售国债获得收入）现金余额从 6 月 29 日的 7000 亿美元左右降低至 4500 亿元。由于美国财政部已经宣布本周维持国库券发行计划不变，因此财政部需要在剩下三周时间内减少国库券发行以帮助降低现金余额。与此同时，在债务上限不变的情况下，美国很有可能在今年下半年发生债务违约。

5) 美国应对债务上限的措施

我们认为，为了避免违约，美国政府可能通过以下三种手段进行补救。

1. **再次延长暂停债务上限的期限。**随着美国政府债务不断逼近上限的过程中，美国政府也曾多次暂停债务上限。在 2013 年 2 月奥巴马提出 “No pay, No budget” 法案以后，联邦政府第一次暂停债务上限，从 2013 年 2 月 4 日持续到 2013 年 5 月 18 日，长达三个月。因此，美国政府可能在短暂重启债务上限后再次开启暂停。
2. **提高债务上限值。**根据历史经验，美国政府在重启债务上限后常常提高上限以维护联邦政府正常运营。
3. **通过减少财政开支或增加税收来降低财政赤字。**如暂停债券销售、减少不必要的军事支出或降低福利水平，或提高税收。

在当前美国经济尚未从疫情中完全恢复的情况下，通过“开源节流”来降低财政赤字对经济造成的负面影响较大，同时耗时较长，因此可能性较小；而延长暂停期限或提高上限值的做法更符合当下美国环境。美国现财政部长珍妮特·耶伦在 6 月 24 日的参议院拨款委员会的听证会上，也请求国会在当前的债务上限暂停于 7 月 31 日告终之前提高或暂停美国的债务上限，否则美国最早可能在 8 月发生债务违约。

6) 美国债务违约的影响

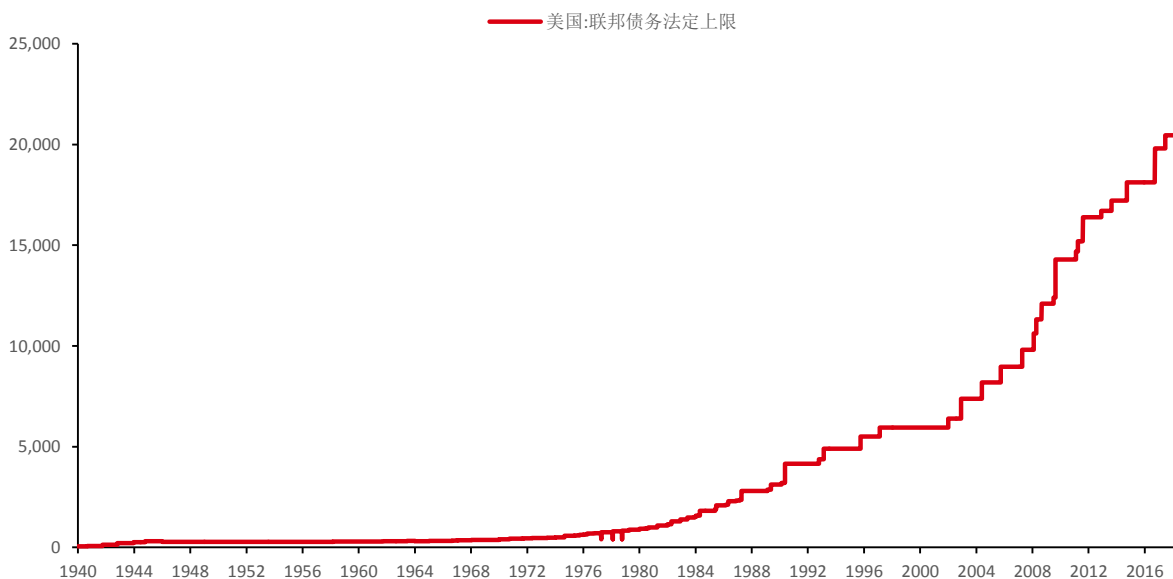
虽然美国债务近年来上升速度变快，数度触及债务上限，但至今尚未发生一起真正主权违约事件。不过从历史中违约风险上升时刻的市场变化，可以推断出美国债务违约的影响。

评估机构下调主权评级。在 2011 年 5 月，受到国际金融危机的影响，美国国债触及国会所允许的 14.29 万亿美元上限。彼时美国财政部部长将美国政府支付延期至同年 8 月 2 日。而到了 8 月，标普公司将美国主权评级从最高的 AAA 降至 AA+。在 2017 年美国的债务即将达到上限之际，标普也在 8 月份发表声明表示：若美国债务上限不及时提高，将会重新审视美国的主权评级。

美国债券市场动荡，短债收益率大幅上行。在美债违约风险上升或主权评级下调时，投资者对政府的信任度出现下降，从而使短期融资成本快速上行，短期国债收益率上行，而长债收益率变化不大；若违约风险难以消除，甚至会引发避险情绪导致长债收益率下降。

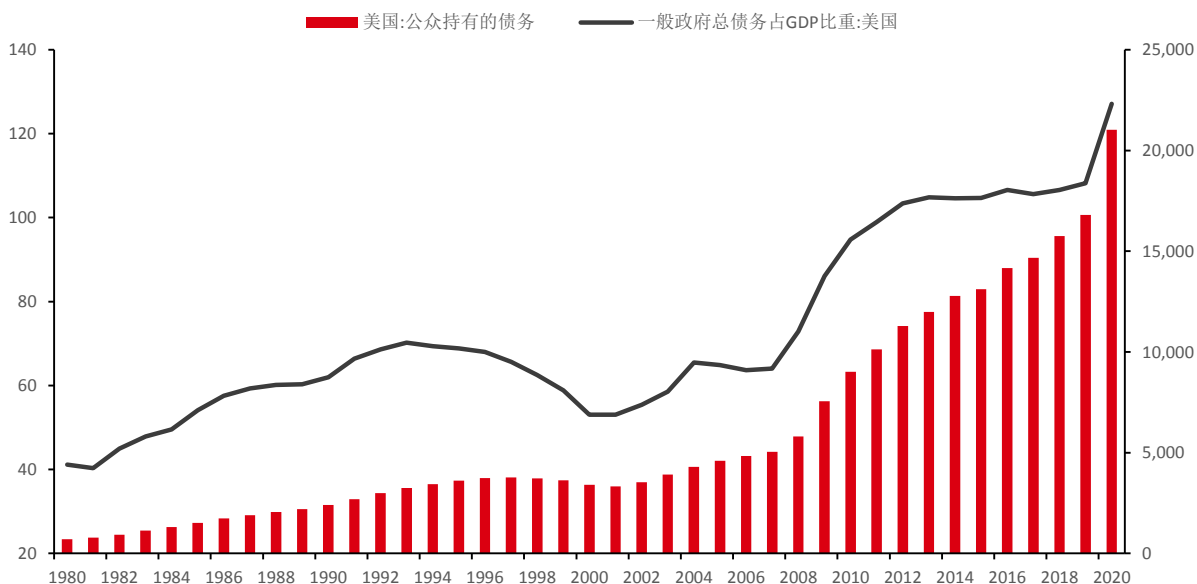
中国短债收益率出现上行，权益市场受影响不大。在美国债务违约风险上升或主权评级下调时，我们观察到中国短期国债收益率受美债短期收益率上行影响同步上行，但中国权益市场所受影响较小，无明显规律性。

图 4: 2019 年 7 月美国暂停 2 年债务上限并将其提高至 22 万亿美元（十亿美元）



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 5: 2008 年金融危机后, 美国债务总额快速上升 (左轴: %; 右轴: 十亿美元)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 6: 2011 年美国债务首次触及上限时短期美债收益率上行幅度较大 (%)

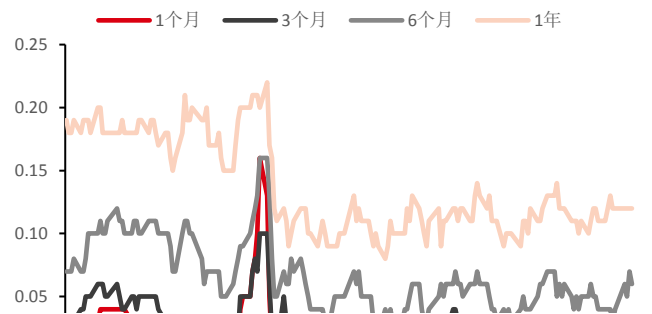
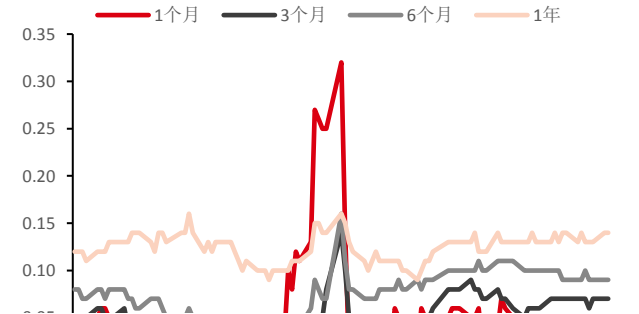


图 7: 2013 年美国触及债务上限后奥巴马签署暂停法案时美债短期收益率快速上行 (%)



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_20563



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn