

美国货币政策运行机制之财政部发债节奏的影响

美联储货币政策框架系列二

● 核心结论

美国财政部债务发行综述。为了给美国政府的赤字行为融资，美国财政部会发行债券供投资者购买。因为这些债券是以美国政府的收入能力（或者说是美国政府信用）作为担保，所以被定义为“安全资产”。这些新发债务在美国国内投资者、海外投资者及美联储的分配会对美国金融体系产生深刻的影响。鉴于该影响略微超出美国货币政策运行机制范畴，我们会在下一个系列报告中具体分析。

美国财政部与美联储的资产负债表关系。美联储相当于财政部的“银行”，财政部会把待支出的“钱”存放在美联储的TGA账户里。不同于银行存放在美联储可以赚取IOR利息，TGA并没有利息。如果用资产负债表框架来观察，美联储的负债端可以简化为现金、准备金（对银行体系的负债）、TGA（对财政部的负债）、ON RRP（对货币市场基金负债）。当美联储资产负债表规模一定时，TGA账户的变动会引起其他负债项的相反变化，这就是“缴税影响银行间市场流动性”说法的背后机理；而当美联储资产负债表发生扩张时，负债端的变化则比较复杂。

美国财政部发债节奏对隔夜利率体系的影响。2018年以前1-Month美债收益率是低于ON RRP利率（美联储隔夜利率走廊的下沿）的。而在2018年开始当短期美债的发行加速并导致供需发生阶段性变化时，1-Month利率开始逐渐走高并不断超越ON RRP利率。这使得整个隔夜回购利率走高并最终牵引EFFR利率不断向美联储政策利率区间上沿靠拢。美联储也在新的操作框架下做出了政策反应，连续下调了4次IOR利率。但是整个隔夜回购利率市场还是在联邦基金利率目标区间的上限交易，直到发生了2019年9月的回购市场的“钱荒”危机。美联储应对这一危机的方式则是通过重启回购工具以及直接购买短期美债解决短期美债供需失衡的状况。可以看出，美国财政部发债的节奏，特别是短端美债的发行规模会对当下的隔夜利率体系产生重要的影响。

风险提示：对美联储货币政策框架理解不到位；美联储货币政策变化超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

《美联储货币政策框架系列一：美国货币政策运行机制之重要隔夜利率介绍》

索引

内容目录

一、美国财政部债务发行综述.....	3
二、美国财政部与美联储的资产负债表关系	4
三、美国财政部发债节奏对隔夜利率体系的影响.....	5
四、风险提示	7

图表目录

图 1：当年美债发行总规模	3
图 2：TGA 账户在 2021 年不断下降	4
图 3：美联储负债端变化（单位：百万美元）	4
图 4：不同年份短期美债净发行金额	5
图 5：1-Month 美债收益率走势	5
图 6：回购利率在 2018 年-2019 年间牵引 EFFR 贴近联邦基金利率目标区间上限	7
图 7：联邦基金市场成交量与 EFFR 利率.....	7
表 1：美国的四种主要回购市场利率	6

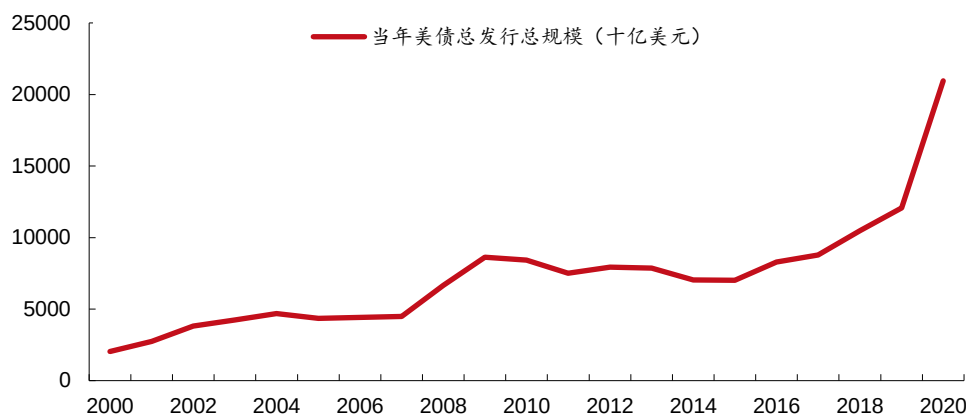
国内投资者时常困惑于美元流动性传导机制，我们认为只有通盘考虑中央银行、银行体系、非银体系及财政当局的内在联系，才能拼凑出较为完整的美元流动性图景。有鉴于此，我们将用三篇报告梳理美元流动性研究框架。第二篇我们介绍美国财政部的发债节奏对于美国隔夜利率体系的影响。

一、美国财政部债务发行综述

为了给美国政府的赤字行为融资，美国财政部会发行债券供投资者购买。因为这些债券是以美国政府的收入能力（或者说是美国政府信用）作为担保，所以在金融市场中它们被定义为“安全资产”，而十年期美债收益率甚至可以被当作金融资产收益率的“锚”。

由于美国政府的财政赤字在不断扩大，其每年发行债务的总规模也呈上升趋势。这些新发行的债务如何在美国国内投资者、海外投资者及美联储分配会对美国的金融体系产生深刻的影响。

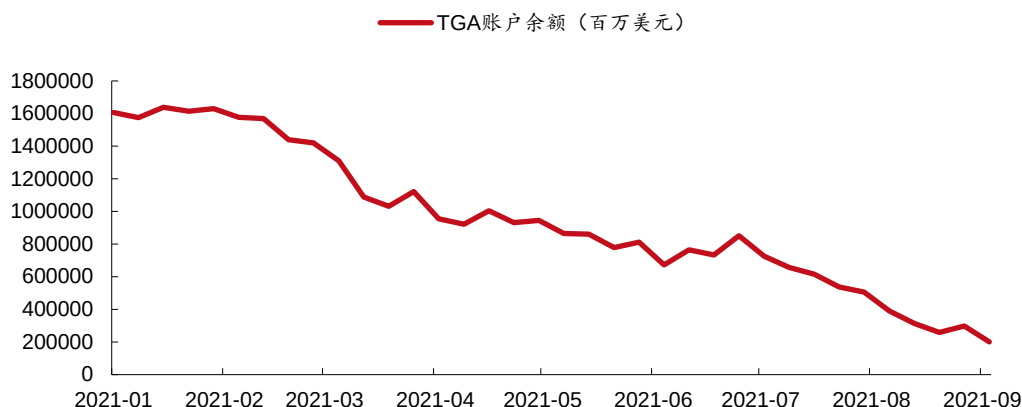
图 1：当年美债发行总规模



资料来源：SIFMA，西部证券研发中心

除了需要考虑政府的赤字支出外，国会的某些法律约束也会对财政部的债务发行产生影响。比如，从 2021 年 8 月 1 日开始重新生效的债务上限，按照相关法律约定：当债务上限暂停期结束时，财政部必须将现金余额（TGA 账户）恢复至上次暂停开始时的水平。因此，我们看到了 2021 年开始 TGA 账户余额快速下降的情况（在 2019 年 8 月通过新债务上限时 TGA 账户余额为 1330 亿元）。

图 2: TGA 账户在 2021 年不断下降



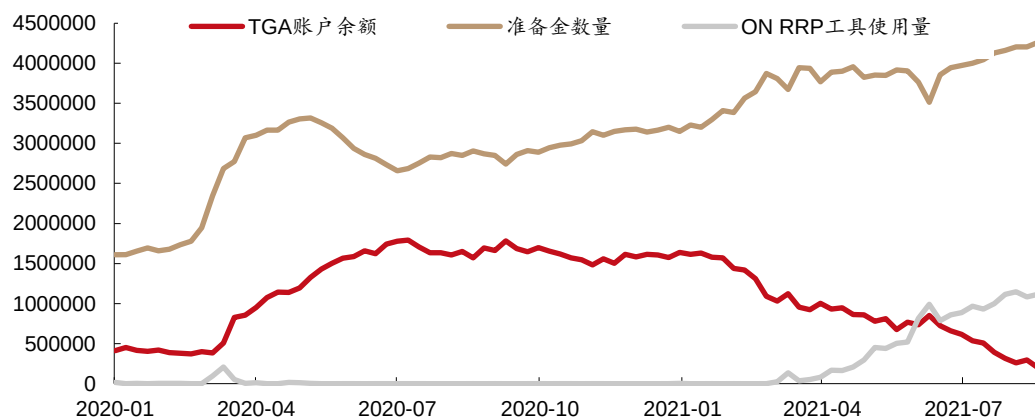
资料来源：美联储，西部证券研发中心

二、美国财政部与美联储的资产负债表关系

美联储相当于财政部的“银行”，财政部会把待支出的“钱”存放在美联储的 TGA 账户里。不同于银行存放在美联储可以赚取 IOR 利息，TGA 并没有利息。美联储每年会将持有美债的收益支付给美国财政部，2020 年这个数字接近 880 亿美元。如果用资产负债表框架来观察，美联储的负债端可以简化为现金、准备金（对银行体系的负债）、TGA（对财政部的负债）、ON RRP（对货币市场基金负债）。

所以，当美联储资产负债表规模一定时，TGA 账户的变动会引起其他负债项的相反变化，这就是“缴税影响银行间市场流动性”说法的背后机理；而当美联储资产负债表发生扩张时，负债端的变化则比较复杂。比如，2020 年伴随着美联储资产负债表的扩张，在负债端主要是准备金与 TGA 账户在扩张；而今年 3 月以来伴随着美联储资产负债表的扩张，发生的则是 TGA 账户收缩，ON RRP 工具使用量急剧扩张而准备金扩张受限的情况。

图 3: 美联储负债端变化（单位：百万美元）

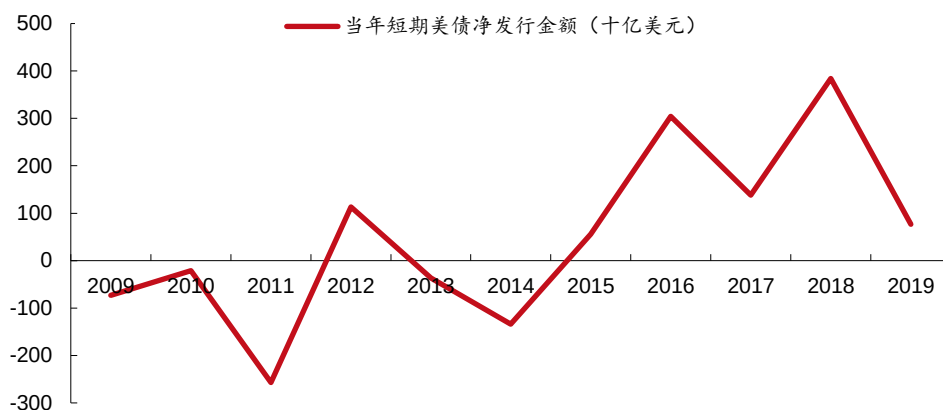


资料来源：美联储，西部证券研发中心

三、美国财政部发债节奏对隔夜利率体系的影响

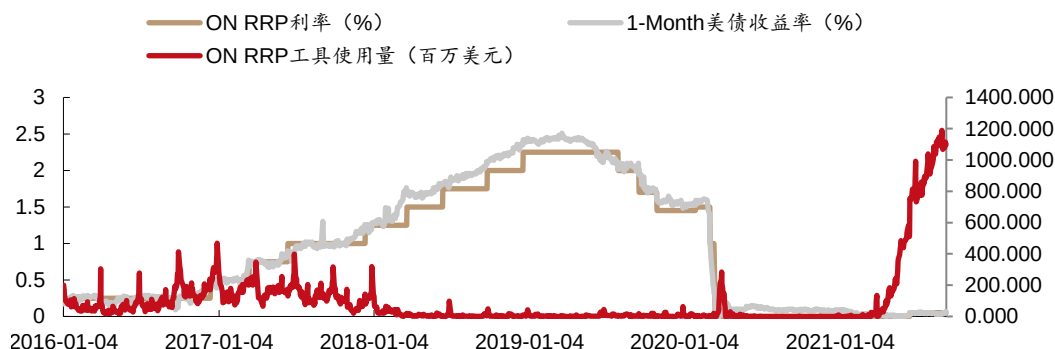
本篇想讨论的问题是美财政部发债节奏是如何影响美国隔夜利率体系的。在这个隔夜体系中，美联储试图利用（IOR-ON RRP）隔夜利率走廊将整个隔夜利率控制在其政策利率目标区间里。在美国货币市场中，货币市场基金扮演着重要的资金借出方角色，而它们的主要的选择包括借给美联储获得 ON RRP 利率，借给一级交易商获得三方回购（Tri-Party）利率或者购买短期美债，特别是 1-Month Bill。

图 4：不同年份短期美债净发行金额



资料来源：美联储，西部证券研发中心

图 5：1-Month 美债收益率走势



资料来源：美联储，西部证券研发中心

回顾 2019 年以前历年短期美债净发行情况，可以观察到 2018 年是净发行的一个高点，而 2018 年在美国货币市场也发生了一系列变化。

2018 年以前 1-Month 美债收益率是低于 ON RRP 利率(美联储隔夜利率走廊的下沿)的，所以对于货币市场基金来说，使用 ON RRP 工具是理性的选择。当然，因为日内流动性的区别（隔夜回购工具一般需要到第二个交易日下午 3:30 才能回款），货币市场基金会

配置一些短期美债，但 ON RRP 是其主要投资选择。而在 2018 年开始，当短期美债的发行加速，供需发生阶段性变化时，1-Month 利率开始逐渐走高，不断高于 ON RRP 利率。这使得货币市场基金的投资选择发生变化，ON RRP 工具的使用量逐步缩小到接近 0 的水平。因为 1-Month 收益率走高，三方回购利率（货币市场基金另一项投资选择，其利率走势与 1-Month 相近）也被牵引走高。在上一篇中，我们介绍过三方回购利率是一级交易商的重要融资成本。伴随着其融资成本的走高，一级交易商融出资金的利率一般抵押品回购利率（GC Repo）也随及走高。

表 1：美国的四种主要回购市场利率

回购市场利率	主要资金融入方	主要资金融出方
ON RRP	美联储	货币市场基金
三方回购利率	一级交易商	货币市场基金
一般抵押品回购利率	中小交易商	一级交易商（银行会在利率高时，在此融出资金）
双边回购	对冲基金等	中小交易商

此外，我们在上一篇报告中亦提到金融危机前成交活跃、参与银行众多的联邦基金利率市场成交额现已大幅缩水到原来的 1/5 水平。参与的银行也比较固定，主要资金融出方是联邦住房贷款银行（FHLBs），而主要资金融入方则是非美银行。FHLBs 无法在美联储获得 IOR 的利率，所以希望在联邦基金市场融出资金获得隔夜利息。而 GC Repo 利率的走高使得 FHLBs 有了更好的资产选择，可以观察到 2018 年开始整个联邦基金利率市场的成交量开始下降，有效联邦利率开始被逐渐牵引至美联储政策目标的上限。

隔夜回购市场利率的走高会牵引联邦基金利率走高。2018 年以前有效联邦基金利率（EFFR）基本位于美联储利率目标的中间水平，而 2018 年以后由于隔夜回购市场利率的牵引，EFFR 开始不断向美联储利率目标的上限移动。美联储也在新的操作框架下做出了政策反应。从 2018 年 7 月开始美联储连续下调了 4 次 IOR 利率。但是美联储的政策并没有取得立竿见影的效果，整个隔夜回购利率市场还是在联邦基金利率目标区间的上限交易，直到发生了 2019 年 9 月的回购市场的“钱荒”危机。美联储应对危机的方式则是重开了回购工具以及直接购买短期美债，解决了短期美债供需失衡的状况。可以看出，美国财政部发债的节奏，特别是短端美债发行规模会对当下的隔夜利率体系产生重要影响。

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_26669

