美国财政泄洪，哪几点影响全球市场？

2021 年 03 月 05 日

事件

- **美国财政部 TGA 缩减已经启动：**根据美国财政部的声明，截至 2021 年 3 月 31 日，财政部总账户（TGA）将从现在的超过 1.6 万亿美元降至 8000 亿美元。根据财政部的表态，在本季度 TGA 将减少的 9000 亿美元中，4210 亿美元会被用于偿还债务，主要指期限低于一年的 treasury bills（而不是期限为 2-30 年的 coupons），其他的则被用于商品和服务支出。**财政部的“泄洪”将有几点重要影响值得关注。**

观点

- **美国短端名义利率可能转负：**财政部缩减 TGA，大量资金将回到货币市场基金手中，基金寻找避风港，投资于市场上剩余的 treasury bills，可能导致短端 bills 利率被压至低于 ON RRP 利率的水平，而**由于 ON RRP 利率已经为 0%，预计美国可能会出现比较明显且长期的名义负利率。**
- **美国的银行可能向客户提供负存款利率：**当资金从 TGA 账户通过商品和服务支出的方式流出，商业银行的存款规模会大幅增加，银行的法定存款准备金水平也会相应提高。持有过多的准备金不利于银行的盈利能力。因此，银行可能会向客户提供极低的存款利率，甚至负的存款利率。美联储在疫情期间放宽了准备金要求，目前不要求商业银行持有法定准备金，但是这一宽松政策将于 3 月 31 日到期。**如果美联储不续作这一政策，存款负利率可能就会出现。**
- **美债收益率曲线进一步陡峭化：财政部在大量偿还短期债券的同时，还要发行更多的长期债券。预计将看到美债收益率曲线进一步陡峭化。**长端利率能否得到压制，还要取决于美联储后续购买的债券的速度，如果美联储保持每月购买 800 亿美元国债的速度（每个季度 2400 亿美元），目前庞大的债券发行量会让长端利率的上行风险依然较高。
- **美国财政缺口扩大，美元贬值，热钱流入中国市场：**今年美国的财政缺口可能会超过上个财年 3.1 万亿美元的高水平。而财政缺口的问题势必还要通过发债来解决，而这对于美元的走势可能构成下行压力，导致热钱涌入利率较高的市场。**我们认为，随着人民币升值压力增加，央行可能效仿 2006-2007 年的措施，上调存款准备金率以对冲货币升值压力。**
- **美联储还需扩表，大宗商品行情进一步升温：2021 年美国经济复苏的预期仍在升温，叠加流动性宽松，预计将推动大宗商品价格继续上行。**同时，新冠疫苗在欧美的接种普及程度在全球较为领先，夏季之前有望大规模恢复经济活动，预计在未来的两个季度将继续看到海外经济上行风险强化。
- **行业选择：我们建议在受益于全球经济增长、盈利有望大幅提升的材料、机械、化工、航运等行业中选择估值较低的标的。**
- **风险提示：**美国财政刺激计划未能如期实施。疫苗推广速度不及预期，影响海外经济复苏。

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn
证券分析师 冯涵若
执业证号：S0600521010001
021-60199780
fenghr@dwzq.com.cn

相关研究

1、《东吴策略·市场情绪降温，公募再现分化——市场温度计》2021-03-02
2、《充分重视滞胀风险——策略周聚焦》2021-02-28
3、《东吴证券月度策略及金股组合：货币海洋上的资产泡沫：货币海洋上的资产泡沫》2021-02-28
4、《东吴策略·寻找不变脸的次新——行业风火轮》2021-02-26
5、《东吴策略·公募抱团加强，散户情绪高涨——市场温度计》2021-02-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 美国财政部 TGA 缩减已经启动 4
2. 美国短端名义利率可能转负 5
3. 美国的银行可能向客户提供负存款利率 7
4. 美债收益率曲线进一步陡峭化 8
5. 美国财政缺口扩大，美元贬值，热钱流入中国市场？ 10
6. 美联储还需扩表，大宗商品行情进一步升温 11
7. 风险提示 12

图表目录

图 1：美国财政部 TGA 规模激增至 2021 年 2 月的 1.6 万亿美元 4
图 2：美国货币市场基金持有大规模的 bills 5
图 3：短端 bills 利率常常低于 ON RRP 利率，尤其是在 2016 年 6
图 4：2017 年缩减 TGA 时短端利率下行 6
图 5：2019 年缩减 TGA 时短端利率下行 7
图 6：TGA 规模和美国存款机构准备金呈负向关系（危机扩表期间除外） 8
图 7：美国部分银行已经出现了存款负利率 8
图 8：美债收益率曲线呈现陡峭化趋势 9
图 9：根据对经济前景的预测，收益率曲线还有进一步陡峭化的空间 9
图 10：2021 年美国的财政缺口可能会超过上个财年 3.1 万亿美元的高水平 10
图 11：人民币在跨境支付中的份额已经达到 2016 年 1 月以来的高点 10
图 12：近期全球资金大幅流入中国市场 11
图 13：央行可能上调存款准备金率以对冲货币升值压力 11
图 14：各国每百人接种疫苗数量 12 月至 2 月绝对增长 12

1. 美国财政部 TGA 缩减已经启动

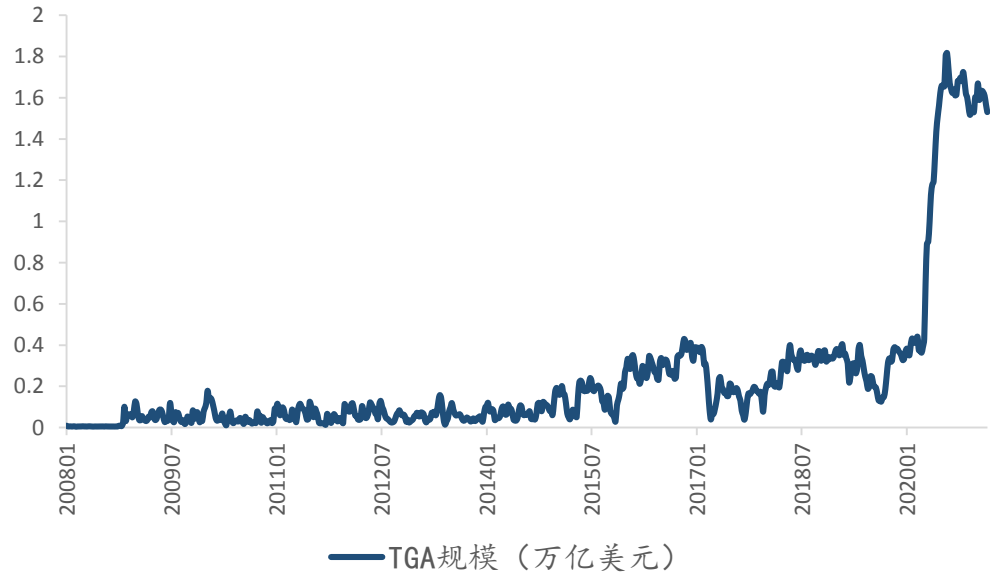
根据美国财政部的声明，截至 2021 年 3 月 31 日，财政部总账户（TGA）将从现在的超过 1.6 万亿美元降至 8000 亿美元。

什么是 TGA？Treasury General Account 是财政部在美联储的账户，用来存储其通过发债获得的资金。金融危机前，财政部曾经通过在各商业银行机构开户来存放向机构发债获得的资金，而金融危机后，转为将资金存放在无风险的美联储账户 TGA。在此之后，随着美国政府支出上升，TGA 一直处于扩张状态，而疫情后的财政刺激计划使得 TGA 从 2020 年 1 月的 0.4 万亿美元激增至 2021 年 2 月的超过 1.6 万亿美元。

财政部缩减 TGA 主要是通过两种方式。一是使用账户里的资金偿还自己借的债务，二是把资金使用在商品和服务的财政支出上。根据财政部的表态，在本季度 TGA 将减少的 9000 亿美元中，4210 亿美元会被用于偿还债务，主要指期限低于一年的 treasury bills（而不是期限为 2-30 年的 coupons），其他的则被用于财政支出。TGA 创建以来，两次规模较大的缩减发生在 2017 年一季度及 2019 年二季度。2017 年的缩减中，TGA 规模在一个季度内减少 3070 亿美元，其中 610 亿用于偿还 bills，其余用于财政支出（期间增发 1010 亿 coupons）；2019 年的缩减中，TGA 规模在一个季度内减少 700 亿美元，偿还 2290 亿 bills（期间增发 2690 亿 coupons）。由此可见，每次缩减 TGA 带来的财政支出金额也非常可观。财政支出的对象主要是卫生部、社会保障总署，以及国防、劳工、农业等部门。

TGA 的缩减对全球市场来说意味着什么？

图 1：美国财政部 TGA 规模激增至 2021 年 2 月的 1.6 万亿美元



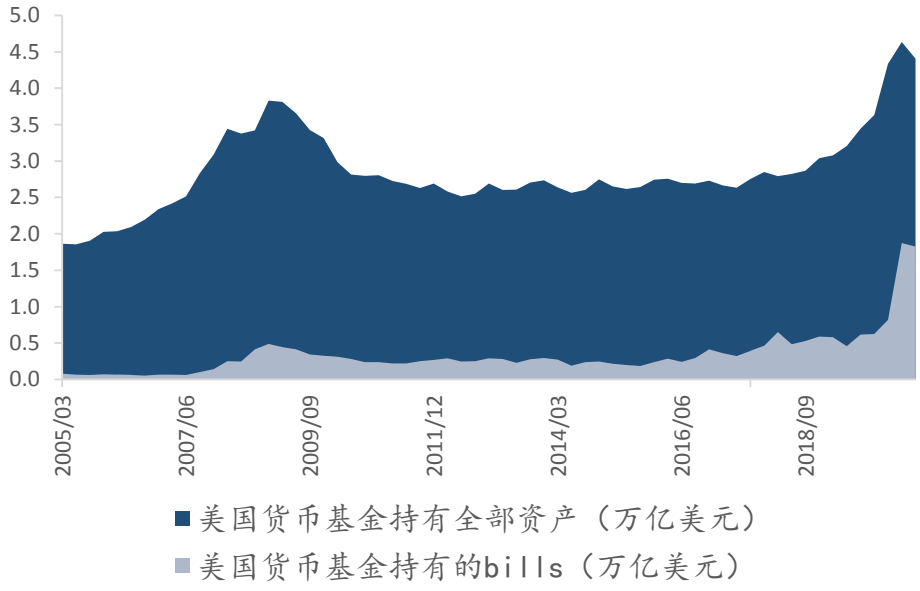
数据来源：Fred，东吴证券研究所

2. 美国短端名义利率可能转负

当大量资金从 TGA 账户通过偿还 bills 的方式流出，就会重新回到投资者的手里。而目前的 bills 持有者，几乎有一半都是美国的货币市场基金。当这笔钱回到货币市场基金手里，它们就需要开始寻找新的投资标的。但货币市场基金的投资标的非常有限，因为超过 80%的货币市场基金都是政府基金，只能选择投资于安全的政府支持的债券。当这类资产不足时，它们就会通过美联储的隔夜逆回购工具（ON RRP）把无处可投的钱借给美联储，然后从中赚取 ON RRP 的利率。这就导致 ON RRP 利率成为了美联储的政策利率地板。因为当存款机构在货币市场上拆借的利率低于 ON RRP 利率时，其他的机构就不会同意借出资金，因为这样不如直接把钱借给美联储来得划算。因此，货币市场隔夜拆借的利率一般都略高于 ON RRP 利率（我们在《策略报告：美联储资产负债表规模会回落吗》中详细讨论过美联储的政策利率机制）。**然而，部分机构没有通过 ON RRP 向美联储借钱的资格，但它们也需要存放自己的资金，就会去买入低利率的 bills，所以有些时候 bills 的利率甚至可以被压到 ON RRP 利率之下。比如在 2016 年，当时的美国货币市场改革使得政府基金的规模大增，而大量的资金找不到投资标的，就纷纷投入了 ON RRP，其他无法投资于 ON RRP 的机构就只能大量买入 bills，导致这段时期的短端利率常常低于 ON RRP 利率。在 2017 年和 2019 年两次缩减 TGA 时，短端利率也出现了明显的下行。**

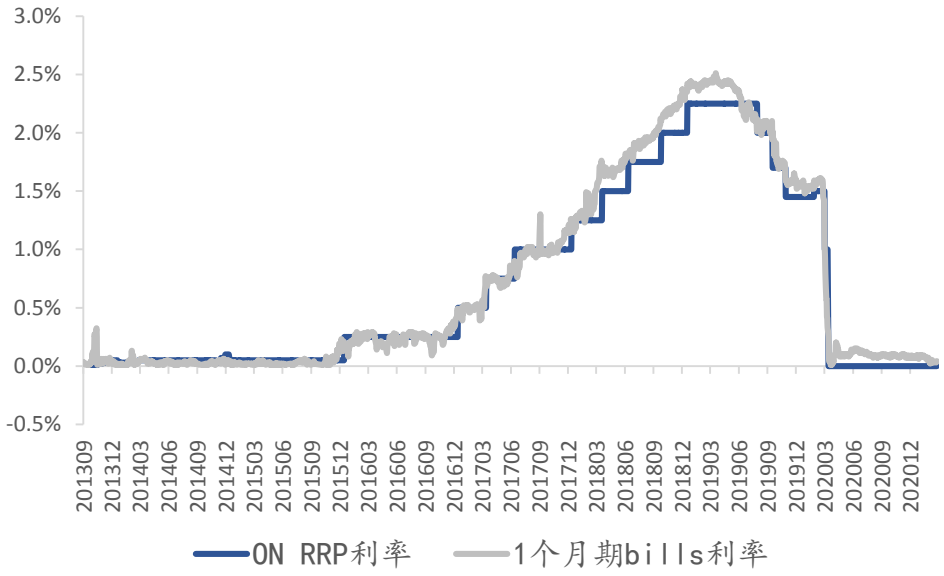
而本次财政部缩减 TGA，大量资金回到货币市场基金手中，这样的情景可能又会重演。但不同的是，这一次 ON RRP 利率已经被美联储压在了 0%。**那么如果货币市场基金寻找避风港，导致市场上尚存的短端 bills 利率被压到低于 ON RRP 利率的水平，预计美国会出现比较明显且长期的名义负利率。**

图 2：美国货币市场基金持有大规模的 bills



数据来源：Fred，东吴证券研究所

图 3：短端 bills 利率常常低于 ON RRP 利率，尤其是在 2016 年



数据来源：Fred，东吴证券研究所

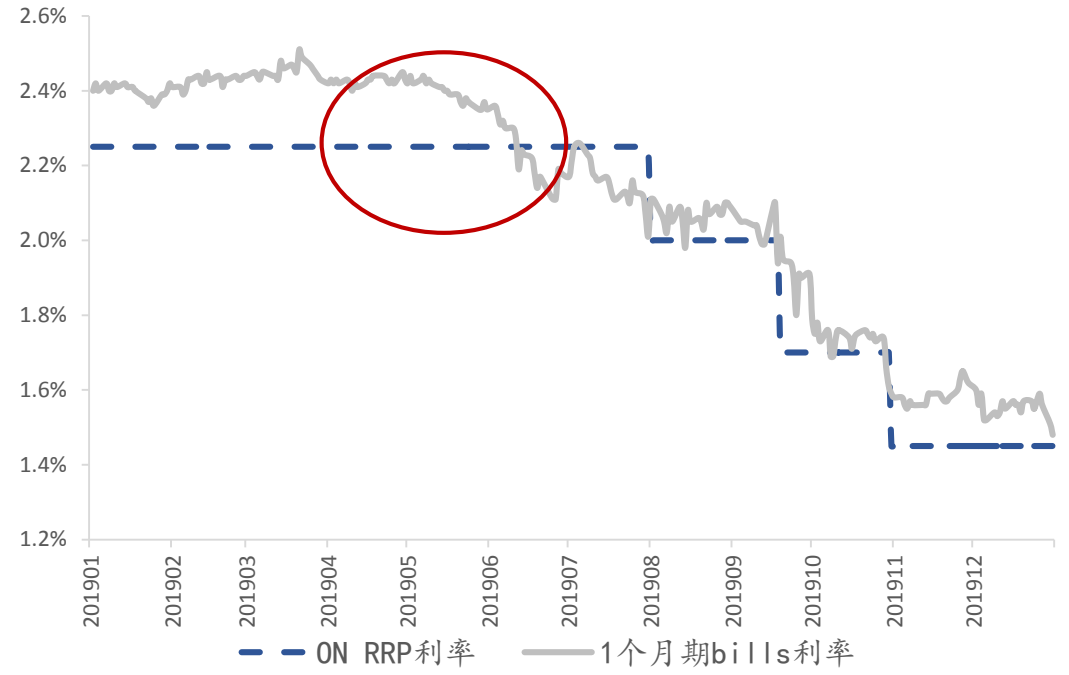
图 4：2017 年缩减 TGA 时短端利率下行



数据来源：Fred，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：2019 年缩减 TGA 时短端利率下行



数据来源：Fred，东吴证券研究所

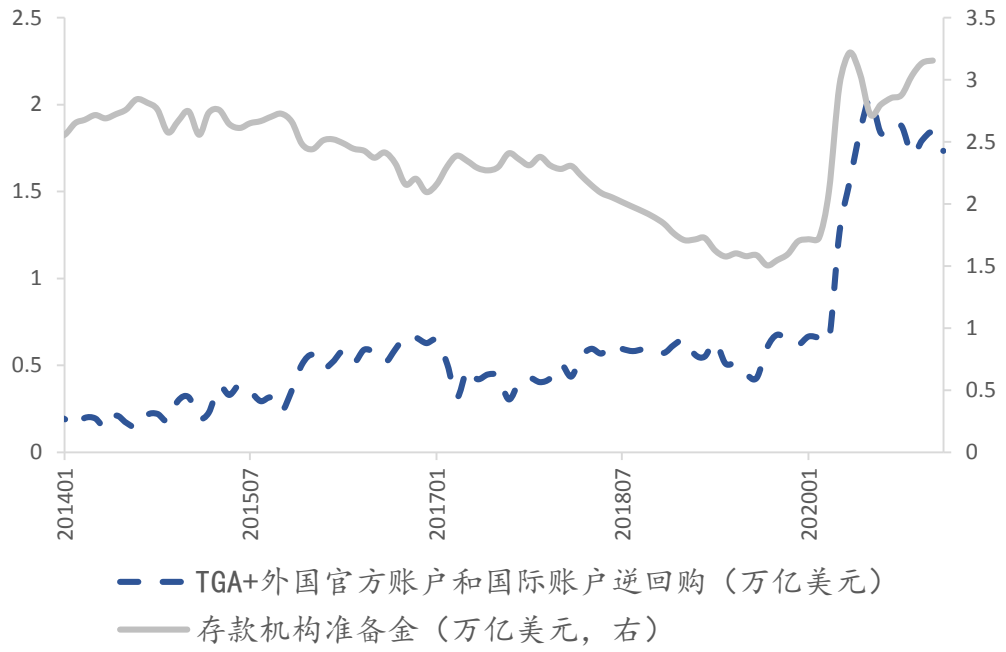
3. 美国的银行可能向客户提供负存款利率

当资金从 TGA 账户通过财政支出的方式流出，会大量进入银行系统。因为政府购买商品和服务的支付方式就是在卖方的银行账户上增加一笔存款，也就意味着，商业银行的存款规模会大幅增加，银行的法定存款准备金水平也会相应提高。然而，由于商业银行的资产负债表水平受到巴塞尔 III 的限制，银行必须尽可能持有能使盈利最大化的资产，而持有过多的准备金不利于银行的盈利能力。**因此，银行可能会向客户提供极低的存款利率，甚至负的存款利率，来减少客户的存款。**

美联储在疫情期间放宽了准备金要求，目前不要求商业银行持有法定准备金，但是这一宽松政策将于 3 月 31 日到期。**如果美联储不续作这一政策，存款负利率可能就会出现，事实上现在美国部分银行已经出现了向客户提供存款负利率的情况。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：TGA 规模和美国存款机构准备金呈负向关系（危机扩表期间除外）



数据来源：Fred，东吴证券研究所

图 7：美国部分银行已经出现了存款负利率

Rate Paid on Interest-bearing Deposits							
	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Sep-20
BAC	0.13	0.11	0.14	0.32	0.67	0.61	0.08
BK	0.03	0.01	-0.01	0.17	0.86	0.73	-0.05
C	0.58	0.54	0.58	0.77	1.27	1.20	0.34
GS	0.40	0.53	0.81	1.24	2.08	1.93	0.77
JPM	0.18	0.13	0.16	0.35	0.73	0.67	0.07
MS	0.17	0.07	0.09	0.26	1.00	0.94	0.30
STT	0.10	0.10	0.04	0.22	0.41	0.32	-0.16
WFC	0.13	0.11	0.18	0.39	0.77	0.85	0.13
Median	**0.15**	**0.11**	**0.15**	**0.34**	**0.82**	**0.79**	**0.11**

Rate Paid on Total Deposits							
	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Sep-20
BAC	0.08	0.07	0.09	0.21	0.46	0.44	0.05
BK	0.02	0.01	-0.01	0.12	0.63	0.58	-0.04
C	0.46	0.42	0.44	0.61	1.04	1.01	0.29
GS	0.39	0.51	0.81	1.20	2.02	1.87	0.76
JPM	0.12	0.09	0.11	0.25	0.53	0.50	0.05
MS	-	-	0.09	0.26	1.00	0.94	0.30
STT	0.07	0.07	0.03	0.17	0.32	0.27	-0.13
WFC	0.09	0.08	0.12	0.28	0.56	0.63	0.09
Median	**0.09**	**0.08**	**0.10**	**0.26**	**0.60**	**0.60**	**0.07**

数据来源：Treasury Borrowing Advisory Committee，东吴证券研究所

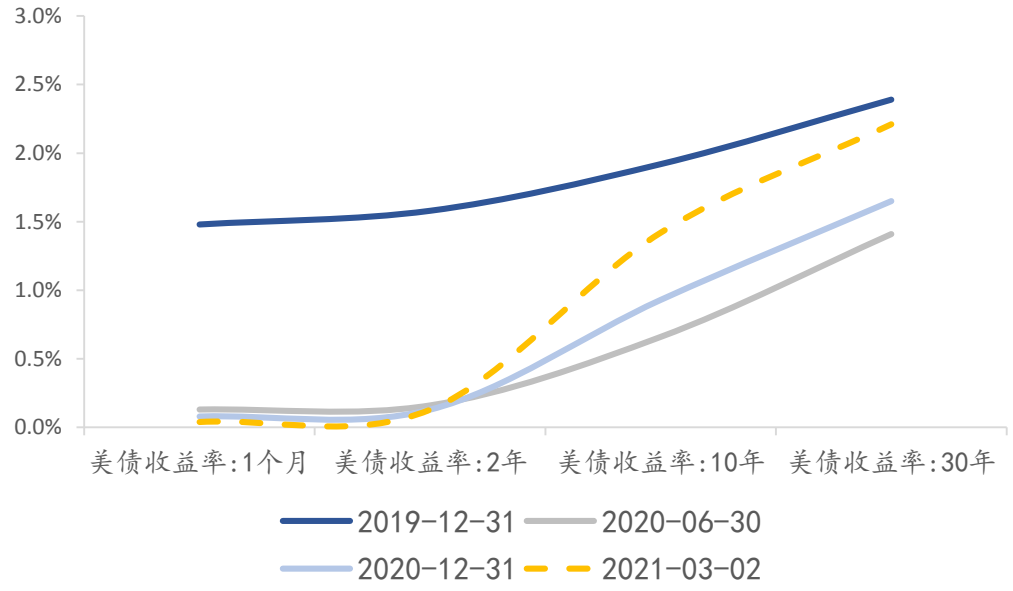
4. 美债收益率曲线进一步陡峭化

如我们在上文所述，根据财政部的最新发债计划，一季度未偿还的的短期 bills 规模

请务必阅读正文之后的免责声明部分

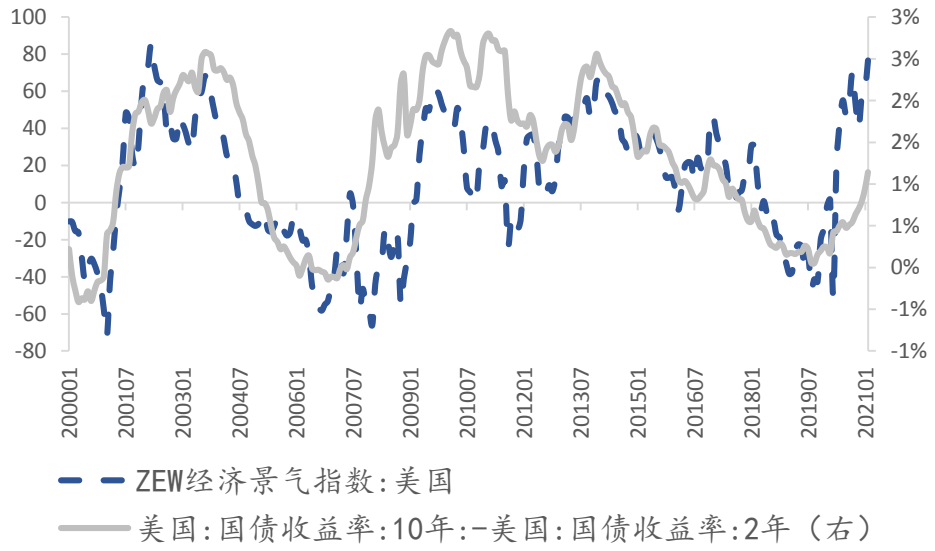
将减少 4210 亿美元。而未偿还的长期 coupons 规模将增加约 7000 亿美元。这意味着财政部在大量偿还短期债券的同时，还要发行更多的长期债券。**因此，我们预计将看到美债收益率曲线进一步陡峭化，短端利率因短期债券的减少而进一步走低，长端利率因长期债券的大量发行而进一步走高。**长端利率能否得到压制，还要取决于美联储后续购买的债券的速度，如果美联储保持每月购买 800 亿美元国债的速度（每个季度 2400 亿美元），那么目前庞大的债券发行量会让长端利率的上行风险依然较高。

图 8：美债收益率曲线呈现陡峭化趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：根据对经济前景的预测，收益率曲线还有进一步陡峭化的空间



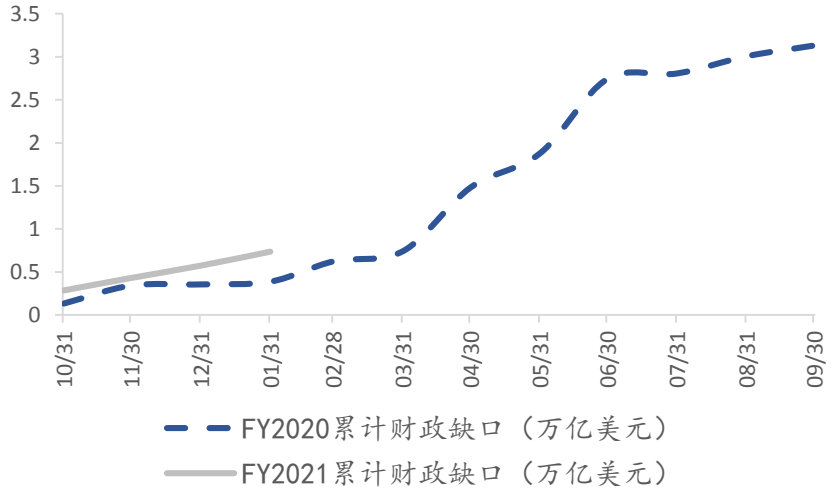
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 美国财政缺口扩大，美元贬值，热钱流入中国市场？

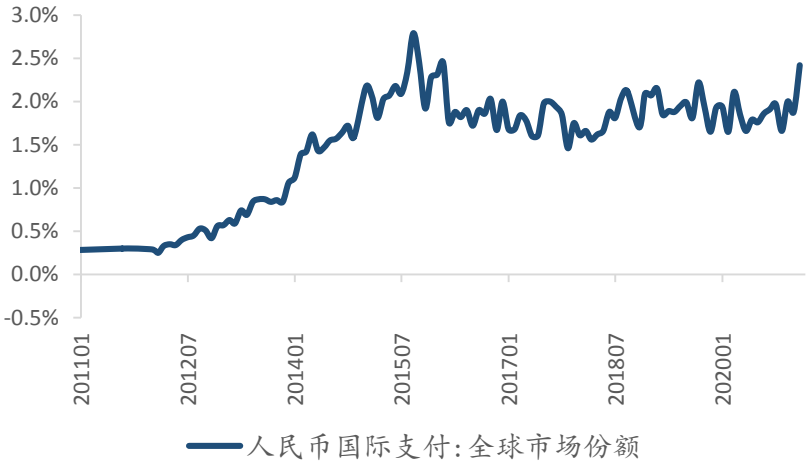
根据美国财政部的报告，美国 2021 年 1 月的财政缺口为 1628 亿美元，去年同期仅为 326 亿美元；今年第一个财政季度赤字为 7357 亿美元，去年同期为 3892 亿美元。由于后续预计还将推出 1.9 万亿美元的财政刺激，**今年美国的财政缺口可能会超过上个财年 3.1 万亿美元的高水平。**而财政缺口的问题势必还要通过发债来解决，而这对于美元的走势可能构成下行压力，导致热钱涌入利率较高的市场。根据 swift 数据，目前人民币在跨境支付中的份额已经达到 2016 年 1 月以来的高点。**我们认为，随着人民币升值压力增加，央行可能效仿 2006-2007 年的措施，上调存款准备金率以对冲货币升值压力。**

图 10：2021 年美国的财政缺口可能会超过上个财年 3.1 万亿美元的高水平



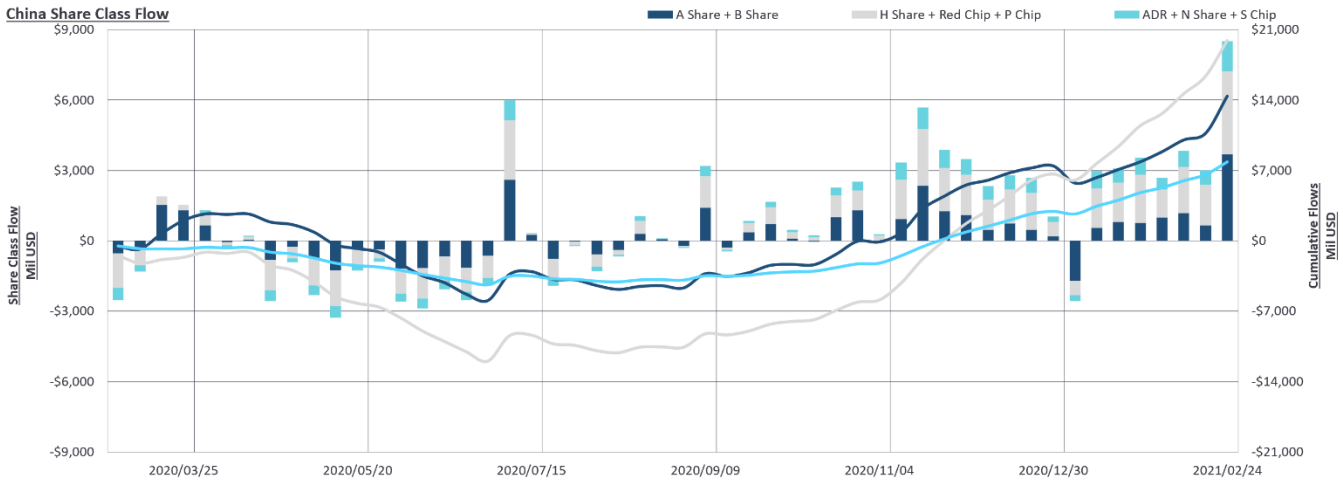
数据来源：Treasury，东吴证券研究所

图 11：人民币在跨境支付中的份额已经达到 2016 年 1 月以来的高点



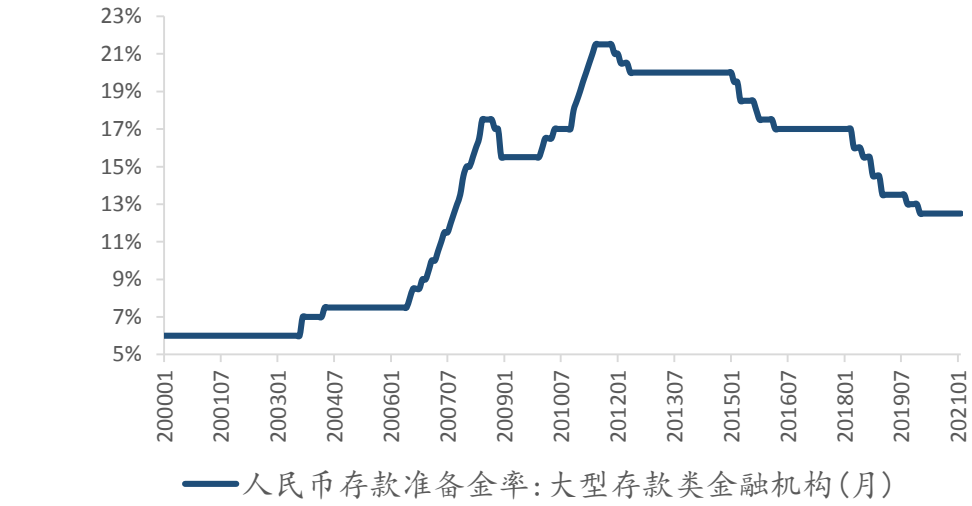
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：近期全球资金大幅流入中国市场



数据来源：EPFR，东吴证券研究所

图 13：央行可能上调存款准备金率以对冲货币升值压力



数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 美联储还需扩表，大宗商品行情进一步升温

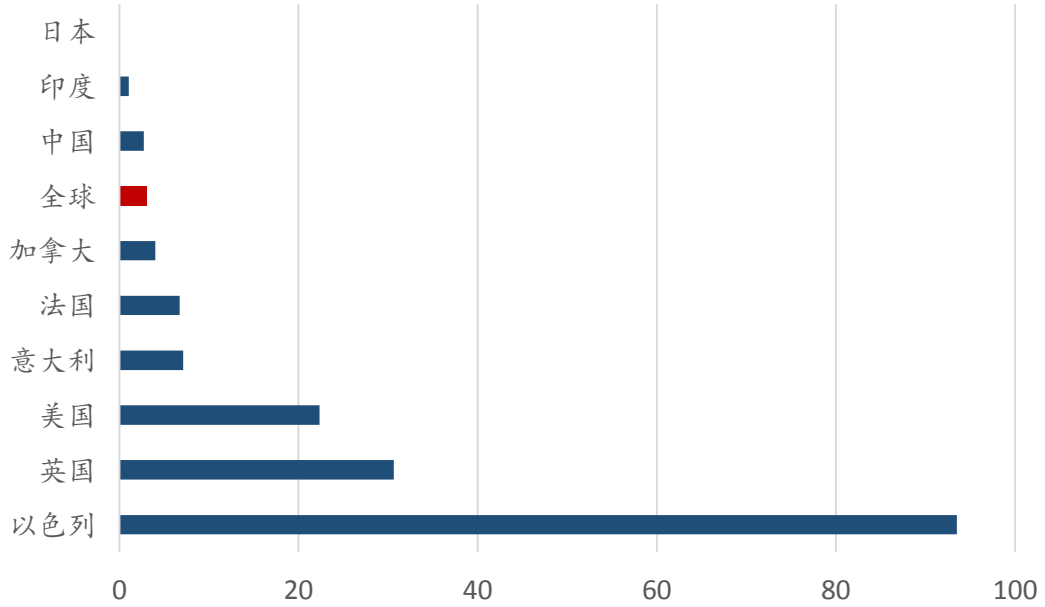
相比财政部的巨额发债规模，美联储目前的购买吸收速度可能仍然不足，我们预计美联储将进一步扩表。我们在《策略报告：美国负利率阴霾下的大类资产展望》中回顾了 2008 年下半年之后 6 年的时间里，美联储四轮规模合计为 4 万亿美元的 QE 期间大宗商品的行情。总体来看，在美联储扩表和保持低利率期间，大宗商品受流动性宽松影响在初期表现较好，但长期来看，仍跟经济周期走势趋同。在金融危机美联储扩表后期，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

由于全球经济仍没有完全回到正轨，大宗商品价格呈现走低趋势。

目前来看，2021 年美国经济复苏的预期仍在升温，叠加流动性宽松，预计将推动大宗商品价格继续上行。同时，新冠疫苗在欧美的接种普及程度在全球较为领先，夏季之前有望大规模恢复经济活动，预计在未来的两个季度将继续看到海外经济上行风险强化。**行业层面，我们建议在受益于全球经济增长、盈利有望大幅提升的材料、机械、化工、航运等行业中选择估值较低的标的。**

图 14：各国每百人接种疫苗数量 2020 年 12 月至 2021 年 2 月绝对增长



数据来源：Our World in Data，东吴证券研究所

7. 风险提示

美国财政刺激计划未能如期实施。

疫苗推广速度不及预期，影响海外经济复苏。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

