美国复工复产进度跟踪系列三：疫情影响的不确定性增加，财政政策或可期

海外宏观策略报告

分析师：蔡梦苑
执业证书编号：S0890517120001
电话：021-20321004
邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

分析师：樊彬彬
执业证书编号：S0890520030001
电话：021-20321296
邮箱：fanbinbin@cnhbstock.com

销售服务电话：
021-20515355

相关研究报告

海外复工复产进度跟踪系列一：《美国复工复产暂低于预期，关注后续财政表现》2020.05.23

美国复工复产进度跟踪系列二：《撕下“朦胧美”的面纱》2020.06.18

◎ 投资要点：

◆现阶段美股交易主要逻辑是经济复苏环比改善程度和新一轮政策预期力度。经济复苏环比改善受到疫情二次爆发持续时间和各州的封闭措施持续时间影响。

◆关于疫情二次爆发：近期美国疫情新增病例持续维持高位，但市场关注重点并不在于新增病例，而是死亡率和医疗系统承受能力。目前美国新冠肺炎死亡率维持在相对低位，且医疗资源尚未被挤兑。考虑到加州于 7 月 13 日出台最严厉的防疫举措（全州所有的酒吧、餐厅、电影院与动物园等室内场所必须停止营业，在疫情最严重的多个郡县，教堂、健身房与理发厅也要停业），**预计未来医疗资源被挤兑的可能性小。**

◆关于美国经济与政策：疫情二次爆发会减缓经济的复苏势头。疫情最严重的四州 GDP 总和占全美 GDP 的 30%以上，随着四州的防疫措施逐步升级以及其他州防疫措施的跟进，预计 7 月美经济环比数据改善幅度会降低，尤其是偏私人消费的领域。若疫情迟迟无法控制，对经济的永久性损害就愈大，也愈发需要财政和货币政策出手救助。目前白宫及参议院多数党领袖纷纷表态支持第二轮财政政策刺激。美财政部部长姆努钦 7 月 9 日表示：特朗普政府正在与参议院就新一轮新冠肺炎经济救助计划进行商讨。

◆风险提示：疫情二次爆发持续时间长、地缘政治摩擦加大、美国大选影响等。

内容目录

1. 美国经济高频数据跟踪 4
1.1. 美国全景信息观察：制造业受疫情二次爆发影响相对较小 4
1.2. 彭博新闻衰退指标：衰退情况在较高位徘徊 4
1.3. 高频总量 WEI 指标持续反弹 5
1.4. 私人消费高频数据 6
1.4.1. 零售指标受疫情二次影响，震荡走弱 6
1.4.2. 消费场景受疫情影响，震荡走弱 6
1.4.3. 出行场景：持续复苏，未受疫情二次爆发影响 8
1.5. 工业高频数据：现阶段受疫情二次爆发影响小 9
1.6. 贸易高频数据：暂未受疫情二次爆发影响 10
2. 美国二次疫情跟踪 10
2.1. 四州医疗资源占用情况：未出现明显的医疗挤兑 10
2.2. 四州经济复苏高频数据 12
3. 美财政部长期国债发行跟踪 13
4. 美联储非常规货币政策工具使用情况跟踪 13

图表目录

图 1：美国周度全景观察表 4
图 2：彭博新闻关于“recession”的出现频率（单位：次/日） 5
图 3：纽约联储 WEI 指标目前暂时受疫情影响较小 5
图 4：每日新闻情绪指数受疫情影响较小，持续上升 5
图 5：零售受疫情二次爆发影响，呈震荡走势 6
图 6：消费者信心也受疫情影响，开始平缓 6
图 7：美国电影票房周总收入（单位：百万美元） 6
图 8：影院电影每周放映数量 6
图 9：covid-19 以来票房周收入（单位：美元） 7
图 10：美国订餐平台统计数据同比（单位：%） 7
图 11：美国酒店入住率受疫情二次爆发影响小幅下降 7
图 12：美国商业银行消费贷款余额同比下降趋势减弱 8
图 13：住房抵押贷款申请量持续上升 8
图 14：航空每日旅客吞吐量（单位：人次） 8
图 15：商业航班每日数量统计（单位：架） 8
图 16：Apple 统计不同交通工具出行（单位：%） 9
图 17：粗钢生产量（单位：万短吨） 9
图 18：美国炼油厂开工率 9
图 19：美国发电量（单位：GWH） 9
图 20：铁路货运车辆及联运车辆数小幅下滑 9
图 21：S&P GSCI 工业金属现货指数回升较快 10
图 22：波罗的海干散货指数（BDI） 10
图 23：四州新增病例占全美 50%以上 10
图 24：全美死亡病例并未明显上升 10
图 25：加州 ICU 可用病房数量近期小幅攀升 11
图 26：加州 ICU 病房内新冠检测阳性人数小幅上升 11
图 27：亚利桑那州 ICU 空置病床数维持在 10% 11

图 28：亚利桑那州住院空置病床维持在 20%左右 11
图 29：亚利桑那州呼吸机资源比较充足 11
图 30：亚利桑那州急诊住院病床资源比较充足 11
图 31：四州 GDP 占全美 GDP30%以上 12
图 32：四州出行数据尚未受疫情二次爆发影响 12
图 33：四州餐饮消费下行幅度明显 12
图 34：财政部在美联储 TGA 账户存款（单位：十亿） 13
图 35：财政部对信贷工具使用的贡献（十亿） 13
图 36：美联储 PPPLF 工具使用情况（单位：百万） 14
图 37：美联储 CCF 工具使用情况（单位：百万） 14
图 38：美联储央行流动性互换使用情况（单位：百万） 14
图 39：美联储 CPFF 工具使用情况（单位：百万） 14
图 40：美联储 PDCF 工具使用情况（单位：百万） 14
图 41：美联储 MMLF 工具使用情况（单位：百万） 14

表 1：德州目前医院医疗资源占用及空置情况（截止 7 月 13 日） 11
表 2：佛罗里达州医疗资源占用及空置情况（截止 7 月 13 日） 12
表 3：美财政部六月下旬至七月上已发行的中长期国债情况 13

我们在上篇复工复产系列跟踪报告中指出：今年以来美国经济复苏和流动性对市场情绪以及美股的影响主逻辑分为三个阶段。**目前处于第三阶段：即市场主要交易逻辑为经济复苏的速度和幅度以及新一轮政策预期力度。经济复苏环比改善受疫情二次爆发持续时间以及各州的封闭措施时间影响较大。**

关于疫情二次爆发：近期美国疫情新增病例持续维持高位，**但市场关注重点并不在于新增病例，而是死亡率和医疗系统承受能力。目前美国新冠肺炎死亡率维持在相对低位，且医疗资源尚未被挤兑。**考虑到加州于 7 月 13 日出台最严厉的类“封城”举措（全州所有的酒吧、餐厅、电影院与动物园等室内场所必须停止营业，在疫情最严重的多个郡县，教堂、健身房与理发厅也要停业）预计未来医疗资源被挤兑的可能性小。

关于美国经济与政策：疫情二次爆发会减缓经济的复苏势头。疫情最严重的四州 GDP 总和占全美 GDP 的 30%以上，随着四州的防疫措施逐步升级以及其他州防疫措施的跟进，预计 7 月美经济环比数据改善幅度会降低，尤其是偏私人消费的领域。若疫情迟迟无法控制，对经济的永久性损害就愈大，也愈发需要财政和货币政策出手救助。**目前白宫及参议院多数党领袖纷纷表态支持第二轮财政政策刺激。美财政部部长姆努钦 7 月 9 日表示：特朗普政府正在与参议院就新一轮新冠肺炎经济救助计划进行商讨。**

1. 美国经济高频数据跟踪

1.1. 美国全景信息观察：制造业受疫情二次爆发影响相对较小

下图是彭博统计的周度美国全景信息观察表，涵盖疫情发展、实体经济及金融市场。在疫情二次爆发的背景下，实体经济中制造业相对受影响有限，消费受到一定程度影响。具体来看，钢铁制造和发电需求持续改善，抵押贷款申请量同比已转正，出行持续环比改善，餐饮及零售受到一定程度的冲击。

图 1：美国周度全景观察表

		24-Jan	31-Jan	7-Feb	14-Feb	21-Feb	28-Feb	6-Mar	13-Mar	20-Mar	27-Mar	3-Apr	10-Apr	17-Apr	24-Apr	1-May	8-May	15-May	22-May	29-May	5-Jun	12-Jun	19-Jun	26-Jun	3-Jul
Virus	New Covid-19 Cases[1]	2	5	4	2	2	45	202	1,917	17,094	82,384	173,710	221,168	203,171	205,652	198,423	190,148	159,259	158,063	145,836	150,751	151,148	171,975	246,443	326,831
	Lockdown Index[2]	0	0	6	6	6	6	15	25	59	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	69	69	
Real Economy	Jobless Claims[3]	212	201	204	215	220	217	211	282	3307	6867	6615	5237	4442	3867	3176	2687	2446	2123	1897	1566	1540	1482	1427	
	Public Transport Usage[4]	1	3	3	3	4	5	4	-1	-36	-82	-88	-72	-73	-71	-71	-69	-68	-66	-65	-61	-58	-55	-55	-52
	Airline Passengers[5]							2652	1814	1030	322	151	108	95	104	131	164	202	254	291	337	425	506	561	586
	Mortgage Applications[6]	11	0	-6	-9	-4	-6	-1	-2	-16	-25	-34	-36	-34	-27	-22	-14	-9	-1	4	10	14	10	9	
	Consumer Comfort[7]	67	67	66	66	64	63	63	63	60	56	50	45	41	40	37	36	35	36	37	39	40	41	43	
	Johnson Redbook Same Store Sales[8]	5	5	5	5	5	5	6	7	8	8	7	-2	-4	-6	-7	-8	-9	-8	-8	-10	-9	-8	-7	
	Restaurant Bookings[8]					1	2	-4	-17	-74	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-98	-96	-92	-85	-81	-72	-67	-59	-50
	Oil Rigs[10]	2	2	2	2	2	2	3	3	0	-6	-15	-24	-34	-43	-51	-56	-61	-64	-67	-69	-70	-72	-72	-72
	Steel Production[11]	0	0	-1	0	0	1	0	-2	-3	-13	-20	-34	-33	-35	-40	-37	-38	-38	-37	-37	-37	-36	-35	
	Electricity demand[12]	0	1	-1	0	0	0	-1	-1	-1	-3	-6	-8	-7	-8	-8	-7	-7	-7	-7	-5	-4	-3	-3	-4
Financial Markets	S&P 500[13]	2	0	2	4	4	-5	-6	-16	-26	-24	-22	-16	-13	-14	-11	-11	-12	-9	-7	-4	-3	-4	-5	-4
	Financial Cond. Index[14]	1	0	1	1	1	-1	-2	-4	-6	-6	-5	-3	-3	-3	-2	-1	-1	-1	-1	0	-1	-1	-1	0

Notes: 1. Weekly new Covid-19 cases based on data from Bloomberg News and Johns Hopkins. 2. Oxford COVID-19 Government Response Tracker based on a zero to 100 scale. 3. Jobless claims are in thousands. 4. Public Transport Use from Moovit, https://moovitapp.com/insights/en/Moovit_Insights_Public_Transit_Index-countrie (average of New York area, Chicago and Los Angeles) 5. Airline passengers are in thousands. 6. Mortgage applications are percent changes from the average of the first two weeks in January. 7. Bloomberg Consumer Comfort index levels. 8. Redbook sales (%YoY) 9. Restaurant bookings (%YoY) from OpenTable; 10, 11, 13. Oil rigs, steel production and S&P 500 are percent changes from the average of the first two weeks in January. 12. Difference between actual daily load and business-as-usual expectation, weekly rolling average (%) 14. Bloomberg Financial Conditions Index.

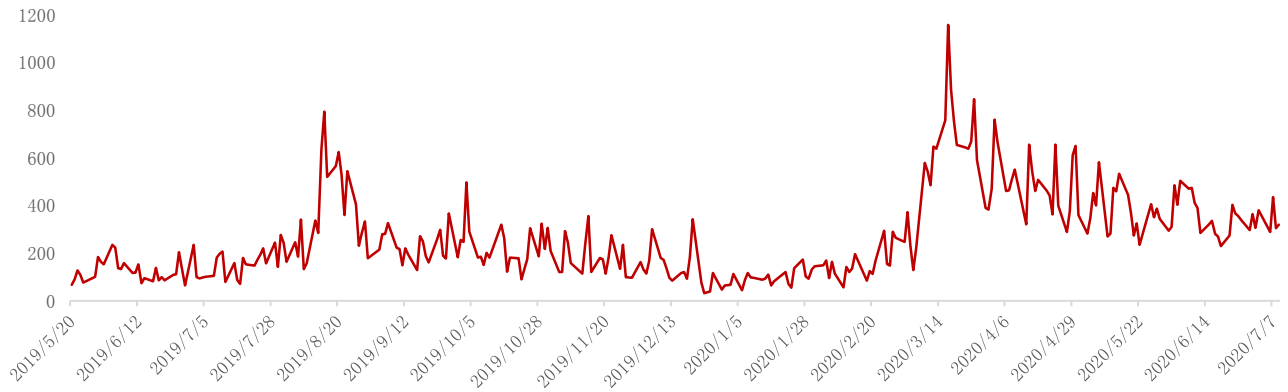
资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

1.2. 彭博新闻衰退指标：衰退情况在较高位徘徊

彭博上关于 recession 的搜索自 3 月 23 日达到高峰后逐台阶下降，但该衰退搜索指标目前尚未下降至疫情前水平，仍处于非疫情时期的相对高位，且 6 月持续高位徘徊。此轮衰退搜索频率的下降一方面与海外主要发达经济体迅速立刻推出大规模货币及财政政策刺激有关；另一方面，也与 5 月以来，经济复工复产之后环比改善较为明显有关。但在美国二次疫情爆发下，自 6 月 20 日以来，该搜索指数有小幅的上升。目前全球疫情

持续严重，叠加南半球澳大利亚进入冬季，疫情二次反弹可能性较大，**该衰退指标后续大概率在相对疫情前的高位持续震荡徘徊，完全下降至疫情前的可能性较小。**

图 2：彭博新闻关于“recession”的出现频率（单位：次/日）

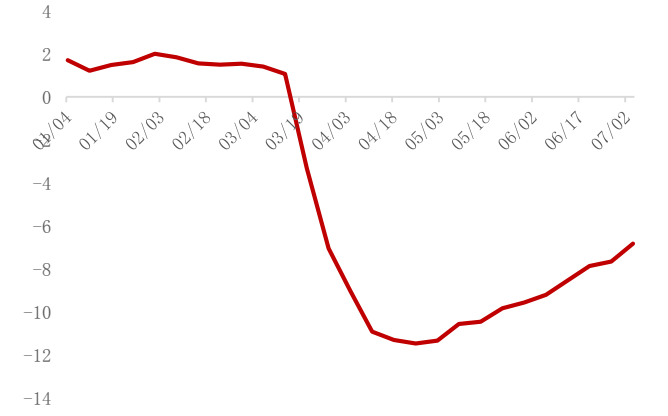


资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

1.3. 高频总量 WEI 指标持续反弹

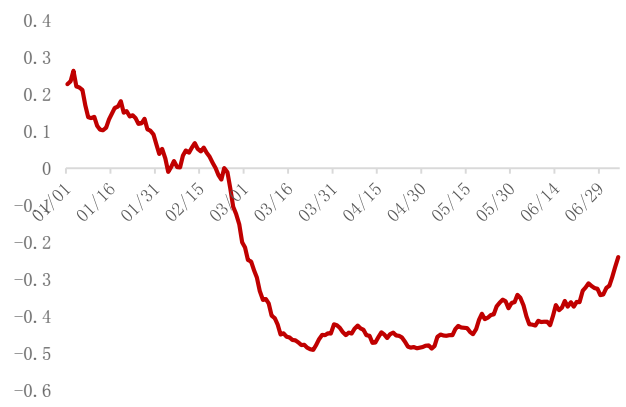
反映经济总量的高频指标 WEI 指数持续上升，受疫情影响较小。纽约联储 weekly economic index 指标是专注于实体经济表现的高频指标。WEI 指数根据 10 项每日和每周的实体经济活动指标组成，涵盖消费者行为、劳动力市场和生产三方面，具体由同店零售销售、消费者信心指数、初请失业金人数、临时工及合同工数量、钢铁生产、燃料销售、电力消耗等组成。该指标的当周数据为初值，一般会在下周进行修正。**7 月 4 日的修正后的数据是-6.83%，预示如果按此周情况持续整个季度，则当季 GDP 增速为-6.83%。**本周 WEI 的增长是由电力生产和铁路运输的增长（相对于去年同期）以及初始失业保险申请人数的小幅下降所驱动的。**WEI 指数与一些重要的宏观经济总量指标吻合良好。我们在高频经济跟踪第一期报告中阐述过：**WEI 指数和美国实际 GDP 同比以及 ISM 制造业 PMI 等重要宏观经济总量指标走势相对较为一致。

图 3：纽约联储 WEI 指标目前暂时受疫情影响较小



资料来源：纽约联储，华宝证券研究创新部

图 4：每日新闻情绪指数受疫情影响较小，持续上升



资料来源：纽约联储，华宝证券研究创新部

在前两期高频经济跟踪报告中，我们详细阐述了**可将每日新闻情绪指标近似看作风险偏好中关于经济预期相关的部分**，以及每日新闻情绪指标和高收益债两个代理变量的关系。截至 7 月 5 日的新闻情绪指标显示：市场对经济基本面改善的情绪较好。这与当期发布的非农数据、ISM 制造业 PMI 和服务业 PMI 超预期有关。后续若美国疫情二次爆发持续时间较长，

二次疫情影响的主要州（主要四州 GDP 约占美国经济的 30%）封锁时长较大的话，经济敏感的情绪指标将震荡走弱，同时同步反映经济变化的 WEI 指标也将震荡走弱。

1.4. 私人消费高频数据

1.4.1. 零售指标受疫情二次影响，震荡走弱

美国红皮书商业零售是根据全美国代表大约 9000 家商店的一般商品零售商作为样本，按照销售加权计算同店销售的同比增长数据。

ABC News 消费者信心指数是每月随机访问全美大约 1000 名成人，询问对个人财务状况和当前的消费欲望，并将调查报告结果取四周移动平均值。

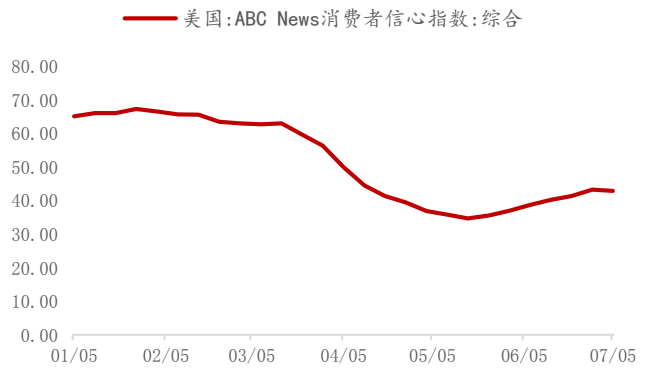
从两个零售高频综合指标来看，零售数据 6 月开始反弹有限，震荡走弱。

图 5：零售受疫情二次爆发影响，呈震荡走势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：消费者信心也受疫情影响，开始平缓

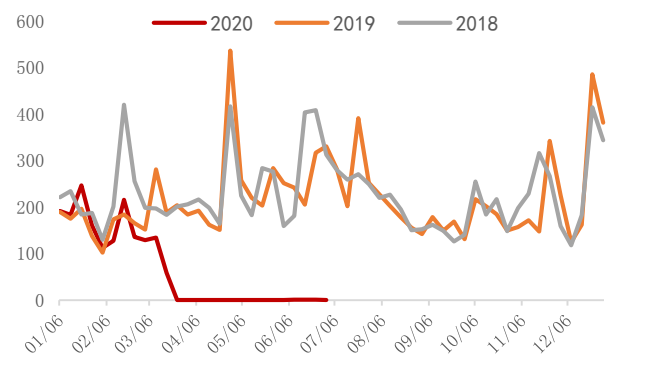


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.4.2. 消费场景受疫情影响，震荡走弱

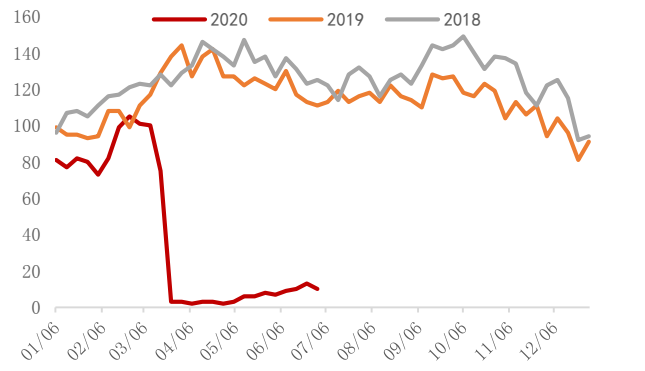
影院属于密闭场所下人员密集场所，疫情对电影消费冲击巨大。根据 Box office（全美比较权威的在线票房统计网站）统计美国的电影放映数量和电影票房总收入来看，自 covid-19 爆发以来，影院电影放映数量直线下滑。与此同时票房收入自 3 月 24 日以来几乎可以忽略不计。

图 7：美国电影票房周总收入（单位：百万美元）



资料来源：Box office Mojo，华宝证券研究创新部

图 8：影院电影每周放映数量

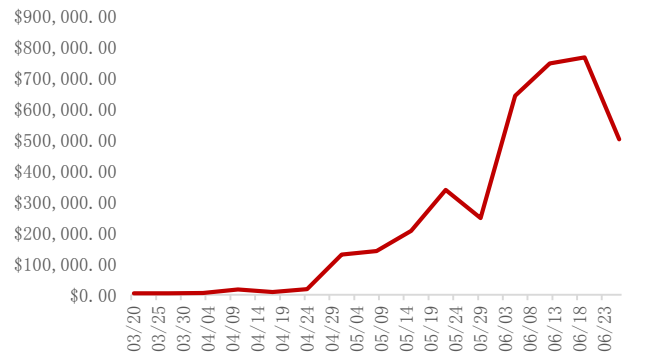


资料来源：Box office Mojo，华宝证券研究创新部

若单独来看 3 月 24 日至今的票房收入，前半段缓慢复苏，但绝对数依然非常小，6 月 20

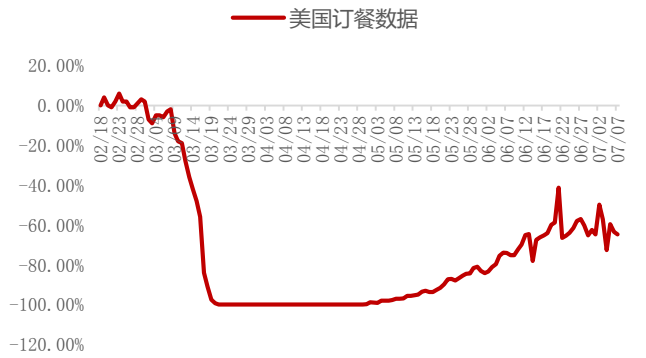
日以来随着二次疫情爆发，略有反弹的电影票房收入，再次掉头向下。

图 9：covid-19 以来票房周收入（单位：美元）



资料来源：Box office Mojo，华宝证券研究创新部

图 10：美国订餐平台统计数据同比（单位：%）

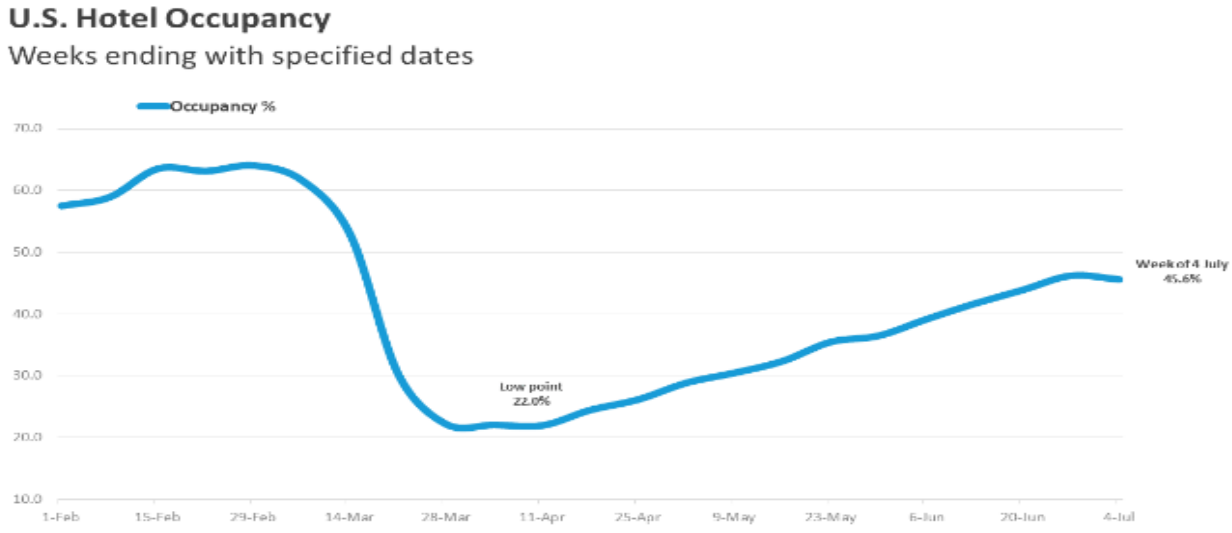


资料来源：Opentable，华宝证券研究创新部

Opentable 基于大约 20000 家餐馆的样本，统计其所有渠道的餐厅就座人数同比数据。包括在线预定、电话预定和上门服务。该数据在 3 月中下旬至 4 月中下旬期间数据几乎接近 0，自 5 月以来抬升较为明显，餐饮相对复苏走在前面。但是从六月中旬开始，就餐数据受疫情二次爆发影响较大，持续震荡走弱。

酒店入住率方面，截至 7 月 4 日，酒店入住率为 45.6%，同比下降 30.2%。酒店每间客房的房价从 4 月 25 日低点平均每日 72 美元，上升至 101.36 美元，同比下降 20.9%。平均每间可用的客房收入为 46.21 美元，同比下降 44.8%。每间可用客房收入受入住率的下降，环比也有所下滑。

图 11：美国酒店入住率受疫情二次爆发影响小幅下降



资料来源：STR，华宝证券研究创新部

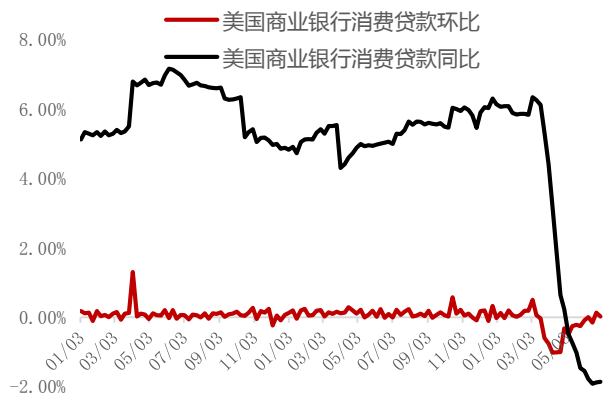
消费贷款数据来看，自 3 月中旬以来，同比趋势快速下降。6 月以来下降斜率有所平坦，但也仅是环比降幅收窄，但环比增幅依然低于 0，消费贷款同比依然处于下降阶段。消费者对于贷款消费的动力依然明显不足，意味着普通民众倾向于偿还消费贷款（无论是到期或是提前偿还），不愿意新增消费贷款。

为什么在当前消费数据不错的情况下，新增消费贷款环比改善不明显？我们认为：消费

贷款相对经济周期属于较滞后的数据，而是强烈的顺周期指标。经济复苏依始的时候，消费者内心对衰退期的认知感较强，加杠杆消费意愿较弱。因此，消费端复苏时期参考消费贷款的增量意义不大，尤其是在确认经济不是“V 型”反转后。

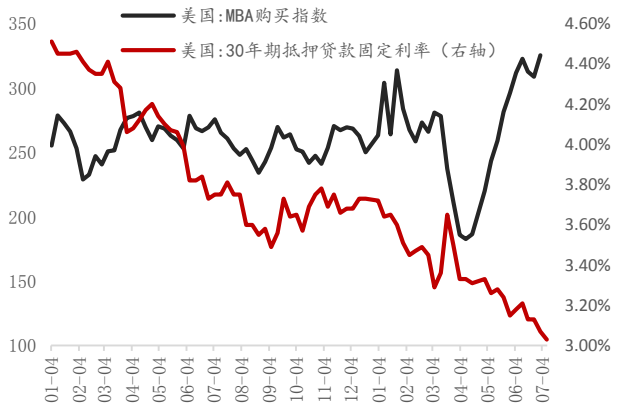
住房抵押贷款市场与消费贷款是冰火两重天，目前住房抵押贷款已恢复至疫情前水平，且同比正增长。

图 12：美国商业银行消费贷款余额同比下降趋势减弱



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 13：住房抵押贷款申请量持续上升

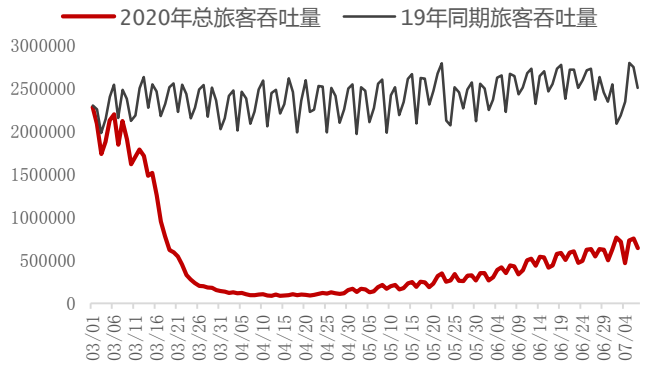


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.4.3. 出行场景：持续复苏，未受疫情二次爆发影响

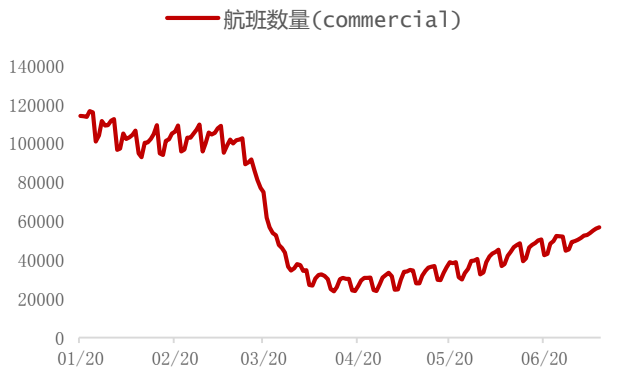
目前美国航空每日旅客吞吐量在 60-70 万人次之间，整体螺旋式缓慢上升，同比下降疫情严重时期的-95%小幅上升至-74%左右。航班数量也在小幅上升。每日商业航班数量目前 5 万架左右。

图 14：航空每日旅客吞吐量（单位：人次）



资料来源：TSA，华宝证券研究创新部

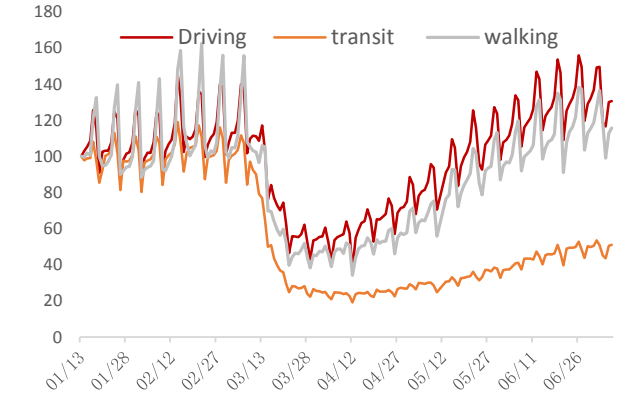
图 15：商业航班每日数量统计（单位：架）



资料来源：flightradar24，华宝证券研究创新部

交通工具出行方面，相对于 20 年 1 月 13 日交通出行对比来看，开车和步行已显著恢复至疫情前水平，但公交恢复较为缓慢。

图 16：Apple 统计不同交通工具出行（单位：%）

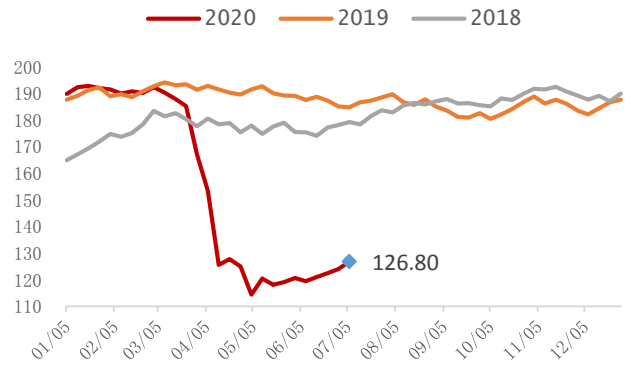


资料来源：apple，华宝证券研究创新部

1.5. 工业高频数据：现阶段受疫情二次爆发影响小

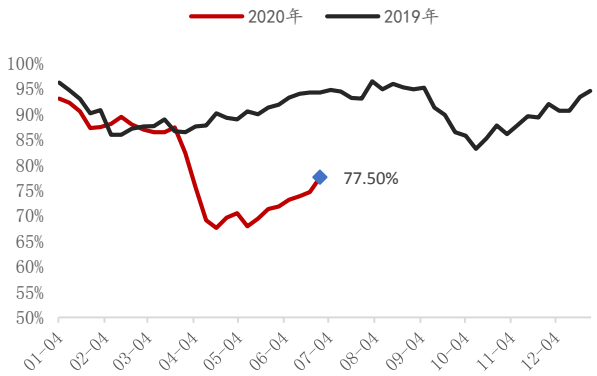
我们选取粗钢生产量、美国炼油厂开工率、美国发电量和铁路货运量等数据来展示。自四月中下旬以来，粗钢及美国炼油厂开工率下滑态势企稳，且炼油厂受益于 5 月油价的上行，呈逐步恢复走势。目前高频数据显示：制造端受疫情二次爆发影响较小。

图 17：粗钢生产量（单位：万短吨）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

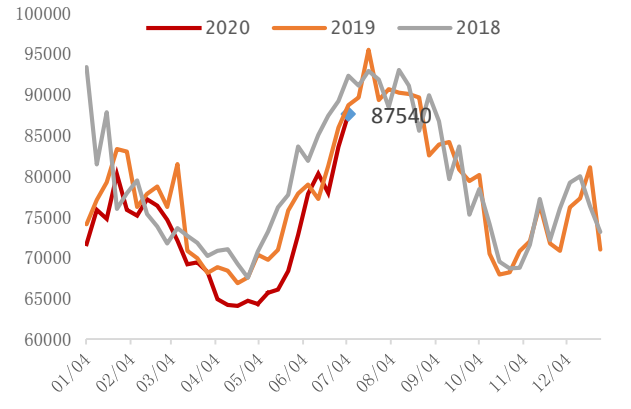
图 18：美国炼油厂开工率



资料来源：EIA，华宝证券研究创新部

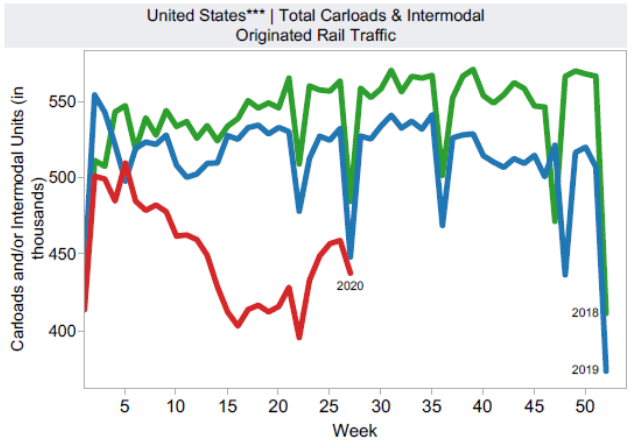
美发电量目前逐步回升至疫情前水平。铁路货运量近期小幅下滑，或与季节性有关。

图 19：美国发电量（单位：GWH）



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

图 20：铁路货运车辆及联运车辆数小幅下滑

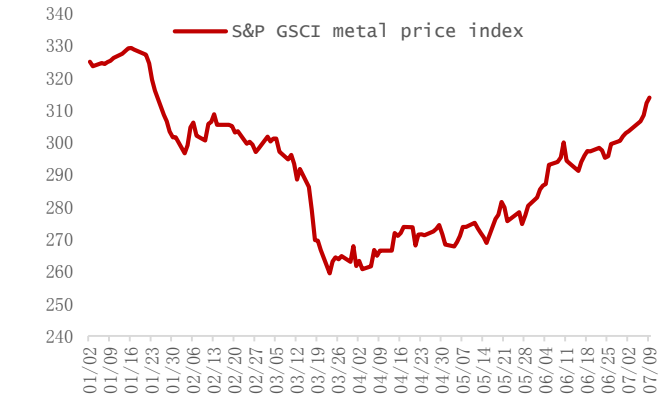


资料来源：AAR，华宝证券研究创新部

1.6. 贸易高频数据：暂未受疫情二次爆发影响

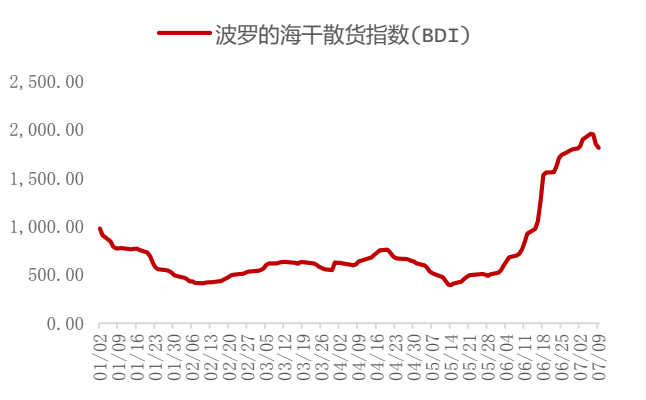
基本金属多用于生产及建筑，与全球贸易及经济周期关系密切，金属价格可提供高频层面的观察数据。从标普-高盛工业金属现货指数来看，自 1 月中旬开始，全球经济活动大幅下滑，在 3 月 23 日达到低点后，逐步小幅反弹，近两个月回升较快。

图 21：S&P GSCI 工业金属现货指数回升较快



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

图 22：波罗的海干散货指数（BDI）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 美国二次疫情跟踪

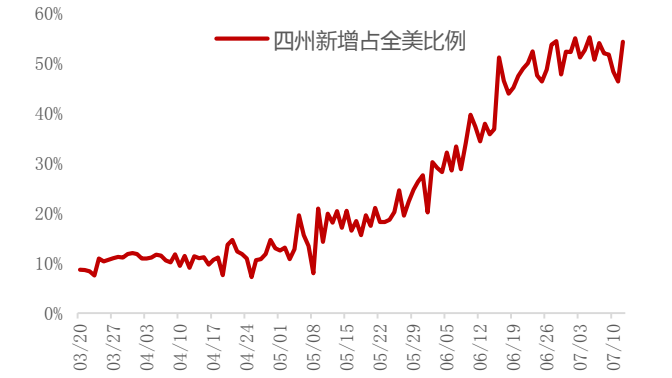
2.1. 四州医疗资源占用情况：未出现明显的医疗挤兑

目前美国疫情二次爆发最严重的四个州分别是：佛罗里达、德克萨斯、加利福尼亚和亚利桑那州。四州每日新增确诊病例占全美境内 50%左右。下面以二次爆发形势较为严峻的四州为代表，分析针对疫情相应的政策举措以及医疗资源占用情况。

四州在 7 月初均已强制要求民众在公共场所佩戴口罩。截至目前美已经有 22 个州强制要求民众佩戴口罩。近期全美呼吁民众戴口罩，包括特朗普本人在内也是首次出现在公共场合戴口罩。

市场近期对疫情最关心的数据是死亡率和医疗资源是否不会被挤兑。从新冠导致死亡人数来看，每日新增死亡人数目前尚未明显上升。

图 23：四州新增病例占全美 50%以上



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

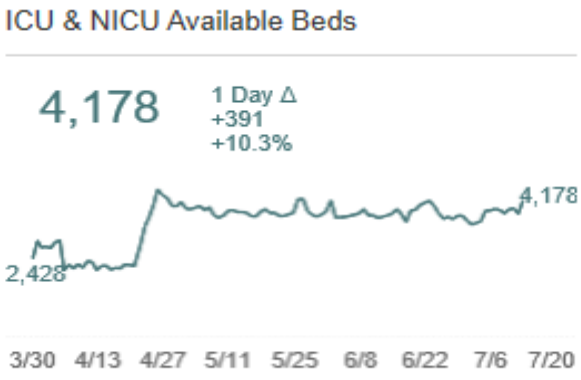
图 24：全美死亡病例并未明显上升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

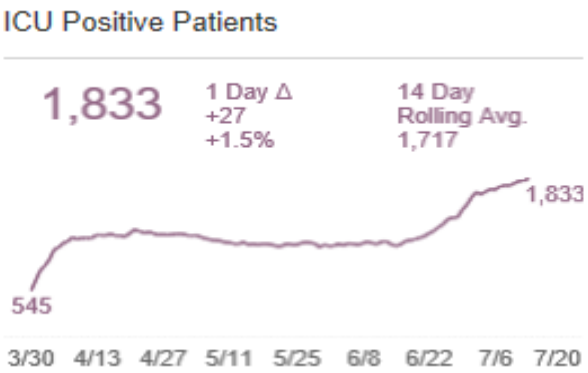
加州 ICU 可用病床数近期略有上升，相应的因新冠肺炎入 ICU 病房的人数有所上升。ICU 可用病床数上升可能与 NICU 计入有关。

图 25：加州 ICU 可用病房数量近期小幅攀升



资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

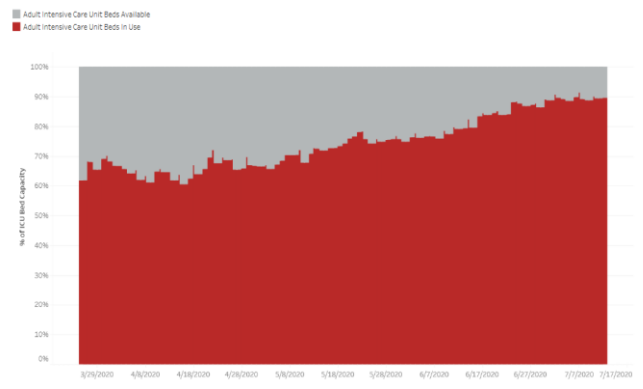
图 26：加州 ICU 病房内新冠检测阳性人数小幅上升



资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

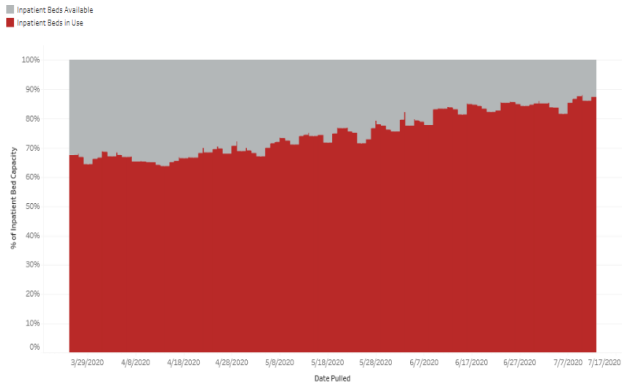
关于医疗资源使用情况，亚利桑那州数据最为充分。可看出，目前住院病床空置率已下降至 20%左右，而 ICU 空置率维持在 10%，呼吸机和急诊病床资源依然较为充足。

图 27：亚利桑那州 ICU 空置病床数维持在 10%



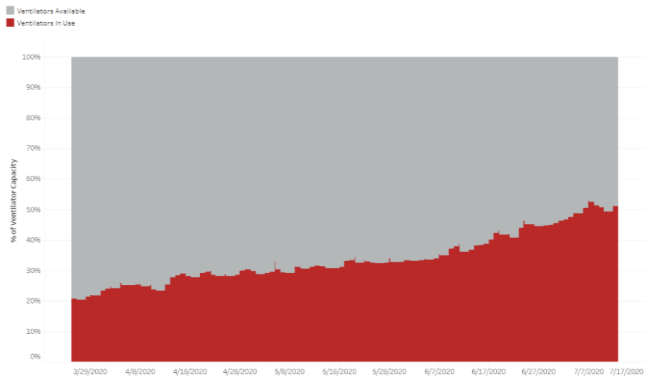
资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

图 28：亚利桑那州住院空置病床维持在 20%左右



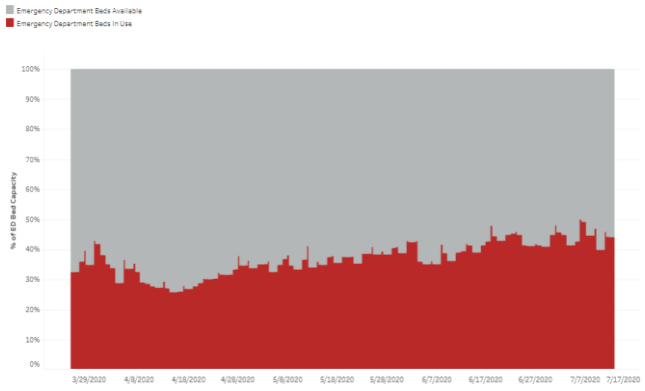
资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

图 29：亚利桑那州呼吸机资源比较充足



资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

图 30：亚利桑那州急诊住院病床资源比较充足



资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

德州目前住院床位数空置率约 21.68%，ICU 病床 984 个，呼吸机空置 5245 台。

表 1：德州目前医院医疗资源占用及空置情况（截止 7 月 13 日）

Hospital data	Count
Lab Confirmed COVID-19 Patients Currently in Texas Hospitals	10,405
Total Texas Staffed Hospital Beds	55,632

Available Texas Hospital Beds	12,066
Available Texas ICU Beds	984
Available Texas Ventilators	5,245

资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

佛罗里达州目前住院床位数空置率约 25%，ICU 空置率为 18%。

表 2：佛罗里达州医疗资源占用及空置情况（截止 7 月 13 日）

ICU	Adult ICU Census	Available Adult ICU	Available Adult ICU%
	5001	1151	18.71%
住院床位数	Bed Census	Available	Available Capacity
	46225	14,945	25.37%

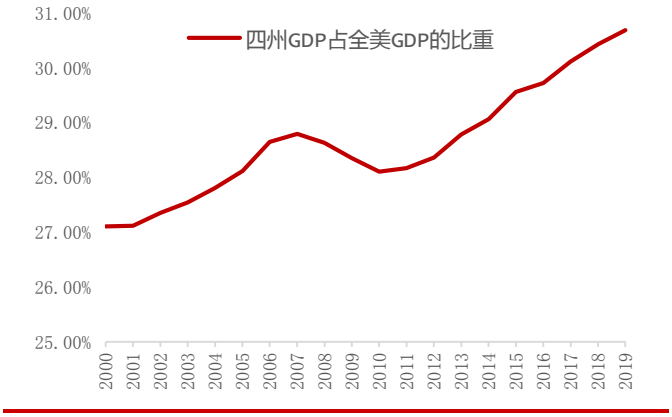
资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

总体来看，目前各州医疗资源尚未到挤兑程度，仅有亚利桑那州 ICU 空置率较低，在 10%左右。考虑到亚利桑那州疫情较其他三州新增确诊人数目前大幅下降，以及各州强制推行居民佩戴口罩举措，加州进一步加码封闭措施，预计**这四州医疗资源紧张至发生挤兑的可能性较低，远非今年 3 至 4 月纽约州医疗资源挤兑的情况。**

2.2. 四州经济复苏高频数据

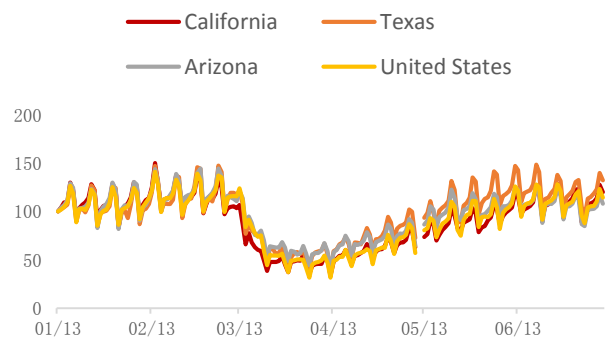
四州经济占全美 GDP30%以上。从可得的高频数据来看，民众出行尚未受影响，但餐饮行业下行趋势明显。

图 31：四州 GDP 占全美 GDP30%以上



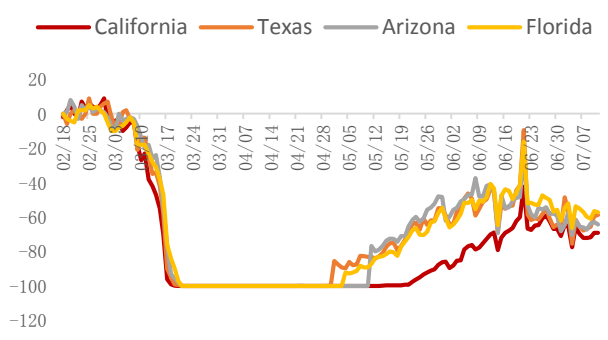
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 32：四州出行数据尚未受疫情二次爆发影响



资料来源：Apple，华宝证券研究创新部

图 33：四州餐饮消费下行幅度明显



资料来源：Opentable，华宝证券研究创新部

3. 美财政部长期国债发行跟踪

财政部六月份以来新发一期 3 年期的中长期国债。具体情况如下表所示：拟发行规模 460 亿，竞争性投标规模 112.09 亿，投标倍率 2.45 倍，中标收益率 0.125%。其中投标量是指竞争性投标量，不包含非竞争性投标以及美联储公开市场操作账户认购的国债。竞争性投标的主要机构有：一级交易商、直接出价机构和间接出价机构。

表 3：美财政部六月下旬至七月上已发行的中长期国债情况

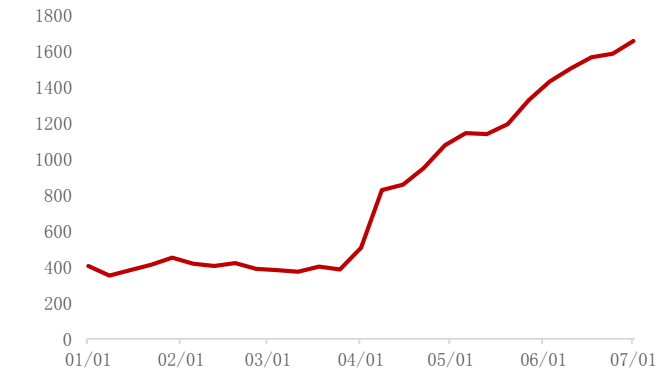
类型	期限	拍卖日期	竞标最高收益率	中标收益率	拟发行规模（十亿）	投标规模（十亿）	投标倍率
Note	2-Year	06/18/2020	0.19%	0.125%	46.00	112.85	2.45
Note	3-Year	06/18/2020	0.33%	0.125%	47.00	121.06	2.58
Note	7-year	06/18/2020	0.511%	0.5%	41.00	102.03	2.48
Note	3-Year	07/02/2020	0.19%	0.125%	46.00	112.09	2.45

资料来源：Treasury，华宝证券研究创新部

TGA 是财政部设在美联储的账户以综合管理财政收入和支出。目前财政部的现金管理全部集中于 TGA 账户。

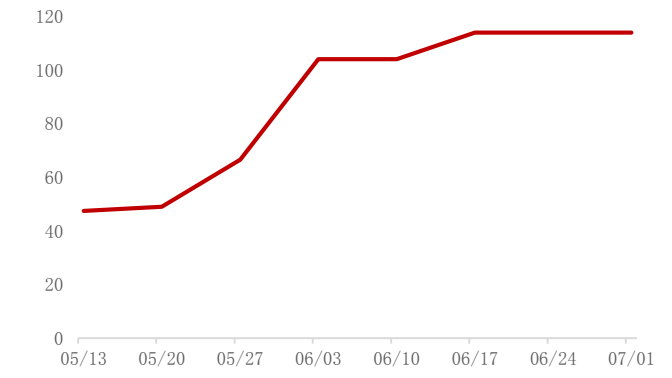
财政部对信贷工具使用的贡献是指财政部对美联储设置的各类货币政策工具（目前是 CPFF、MMMLF、CCF、MSLP、MLF 五类）的股权投资额。

图 34：财政部在美联储 TGA 账户存款（单位：十亿）



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

图 35：财政部对信贷工具使用的贡献（十亿）

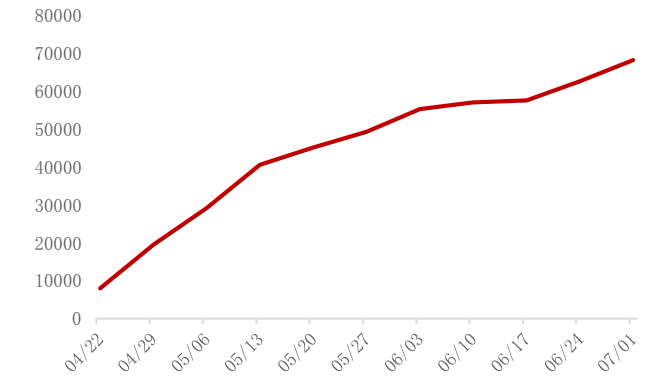


资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

4. 美联储非常规货币政策工具使用情况跟踪

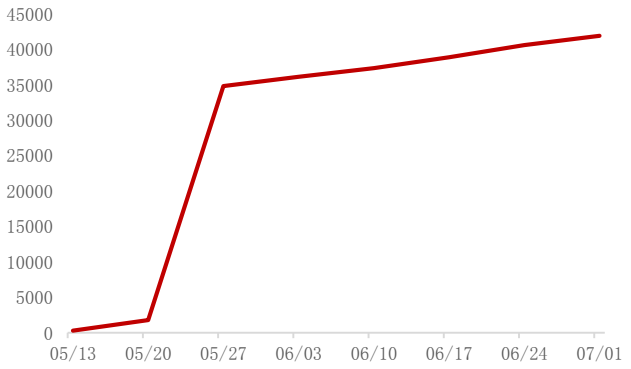
PPPLF 计划自 4 月 15 日正式开始使用以来持续增长。CCF 是美联储购买企业债 ETF 的科目，包括 PMCCF 和 SMCCF，6 月来看，目前购债速度有所降低。

图 36：美联储 PPPLF 工具使用情况（单位：百万）



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

图 37：美联储 CCF 工具使用情况（单位：百万）

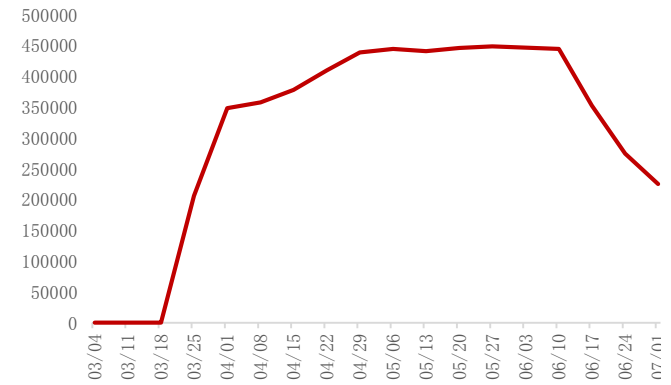


资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

六月美联储开始执行主街贷款工具（MSLP）和市政贷款工具（MLF）。美联储最新的资产负债表显示，截止 7 月 1 日，MSLP 使用规模为：375.2 万美元，MLF 使用规模为：160.75 万美元。

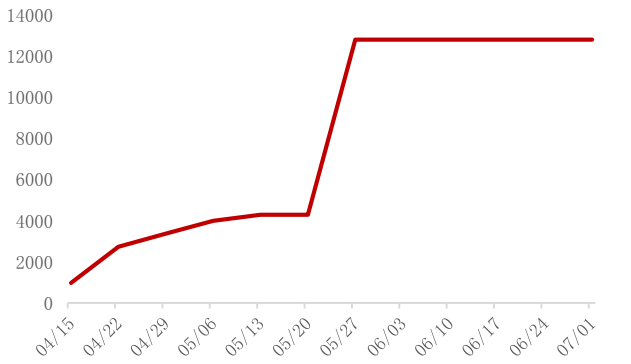
海外央行美元互换用于补充境外市场美元流动性，美联储央行流动性互换工具从 6 月 10 号起大幅下降，全球美元短缺问题大大改善。商业票据融资便利工具（CPFF）目前几乎维持不变。

图 38：美联储央行流动性互换使用情况（单位：百万）



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

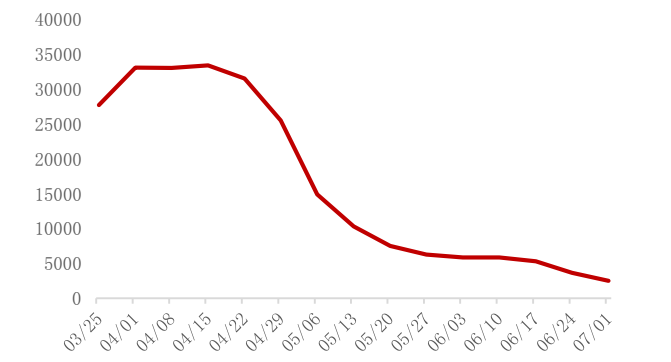
图 39：美联储 CPFF 工具使用情况（单位：百万）



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

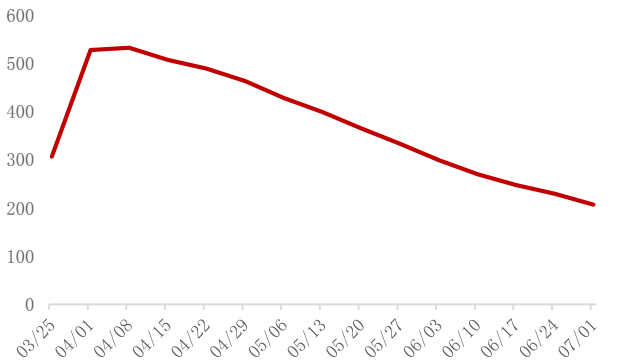
提供紧急流动性的 PDCF(一级交易商信贷便利工具)和 MMLF(货币市场共同基金流动性便利工具）在市场流动性危机缓解后开始下滑。

图 40：美联储 PDCF 工具使用情况（单位：百万）



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

图 41：美联储 MMLF 工具使用情况（单位：百万）



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

值得注意的是，在最新一期的美联储资产负债表中，正回购的使用量已经降为 0。体现美联储将正回购视为危机中使用的工具，该工具近年来首次使用是在 19 年 9 月回购市场出现

流动性危机时，美联储紧急使用的工具。一旦金融机构流动性危机解除，美联储续作正回购意愿下降。

美联储近期资产负债表连续缩减，并不是政策转向，主要是结构性缩表。若美联储没有进一步提高资产购买额度，预计后续资产负债表仍会继续小幅下跌。但这并不反映美联储的政策转向。美联储目前非常看重基于结果的前瞻指引，根据其前瞻指引，将继续采取高度宽松的金融条件来加快经济的复苏。

风险提示及免责声明

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。