

2023 年 06 月 13 日

## 债务上限余波未完，关注流动性变化

王蓉

投资咨询从业资格号：Z0002529

wangrong013179@gtjas.com

刘雨萱（联系人）

从业资格号：F03087751

liuyuxuan023982@gtjas.com

### 报告导读：

债务上限可谓是此前萦绕在宏观以及黄金市场中不可忽视的变量之一，而本次谈判亦经历了较长时间的博弈，市场一度定价债务上限违约、“X-day”来临的悲观情绪，所幸目前已经顺利解决，而随之而来的 TGA 账户重建是否会引发流动性紧张也是市场关注的焦点。一周过后，我们能观察到债务端怎样的变化？

回顾本次事件的发酵过程，前期共和、民主两党互不退让，却在最后关头快速达成一致。6 月 2 日拜登发表全国讲话并签字《财政责任法案》，将暂停债务限额至 2025 年 1 月 1 日，同时通过相关缩减财政支出措施，预计将在 10 年预算窗口期内减少 1.5 万亿美元的非利息支出。

债务上限正式解决后，为了进行正常财政支出，存在一定账户重建、补充发债的需求。预计 6 月底和 9 月底的 TGA 余额分别需要达到 4250 亿和 6000 亿美元。从历史上来看，在 TGA 账户从低位回补阶段，期间十年期美债收益率大概率出现阶段性上行。但是当下美联储的逆回购工具（ONRRP）存储着超过 2 万亿美元的流动资金，若短债利率高于逆回购利率时，逆回购市场将代替市场准备金流向 TGA 账户。在债务上限解决的一周后，我们已经可以观察到这种变化：财政部 TGA 账户增加同时逆回购市场规模下降。未来或看到 ONRRP 规模的加速流出，这将对美元流动性冲击影响较小，但是短期债券大量供给增加依旧会对利率造成一定的压力，各期限利率攀升，向黄金施压。

从更加长远的角度来考虑，或许仍然需要警惕中长期的流动性压力。债务上限的本质是财政部收支无法抹平、赤字不断扩展的结果。债务上限形同虚构，只要目前的财政收支模式不实质性地改变，流动性总有到达相对紧张的时点，此时美联储将不得不转向以弥补财政的大量资金需求。2019 年就已经出现过“钱荒”，一度直接扭转了美联储紧缩货币政策。未来在紧缩末期，即便美国经济表现强势，成功实现软着陆或者不着陆，亦可能存在美联储被迫转向的风险——对于贵金属的上涨，我们认为只会迟到，不会缺席。

(正文)

## 1. 债务上限风波顺利解决，暂停债务上限至 2025 年

债务上限可谓是此前萦绕在宏观以及黄金市场中不可忽视的变量之一，而本次谈判亦经历了较长时间的博弈，市场一度定价债务上限违约、“X-day”来临的悲观情绪，所幸目前已经顺利解决，而随之而来的 TGA 账户重建是否会引发流动性紧张也是市场关注的焦点。一周过后，我们能观察到债务端怎样的变化？

回顾本次事件的发酵过程，前期共和、民主两党互不退让，却在最后关头快速达成一致，这场人为带来的政治博弈终究得以落幕。5 月 27 日晚，美国总统拜登和国会共和党领袖麦卡锡已就提高联邦政府 31.4 万亿美元的债务上限达成原则性协议，结束了长达数月的僵局。随后 5 月 31 日晚，美国众议院以 314 票赞成、117 票反对的投票结果共同通过了由美国总统拜登和众议院议长凯文·麦卡锡制定的债务上限法案，6 月 1 日参议院周五也以 63 票支持、36 票反对的结果通过了该法案。6 月 2 日拜登发表全国讲话并签字《财政责任法案》(The Fiscal Responsibility Act of 2023)，正式结束此轮债务上限风波，亦避免了美国技术违约的风险。

图 1：财政责任法案于 6 月 3 日正式签署生效



资料来源：美国国会

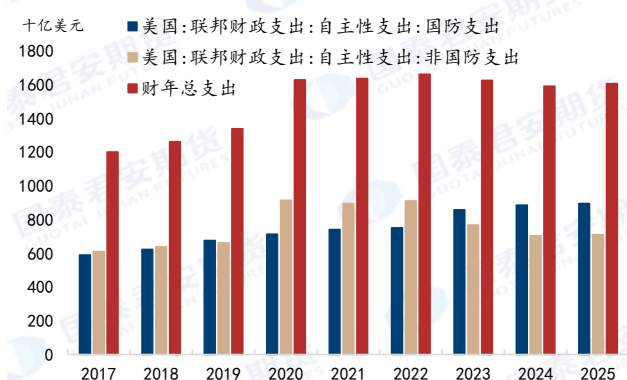
《财政责任法案》对于债务上限的解决方案主要有两方面：暂停债务上限并缩减财政支出。相较于继续提高，美国政府选择暂停债务限额至 2025 年 1 月 1 日，届时债务上限将自动恢复至 2025 年 2 月 2 日的未偿债务金额（即原有债务上限与债务上限暂停期间新增债务的累计值）。这意味在接下来的一年半期间，美国政府获得了没有透支额度的信用卡。债务上限问题几乎每 1-2 年都会发生一次，而 2013 年之前均采取提高债务上限的方式，2013 年后普遍以暂停的方式调节，在 2021 年再度上调债务上限后，目前已经上调至 31.4 万亿美元。

该法案也出台了缩减财政支出的预案，法案预计将在 10 年预算窗口期内减少 1.5 万亿美元的非利息支出。其中，国防项目的预算将从 2023 财年的 8580 亿美元增加到 2024 财年的 8860 亿美元和 2025 财年的 8950 亿美元，相较于 2022 年 7510 亿美元的支出大幅提高，2024 年开始以 3.3%、1% 的增幅上抬。非国防预算将从 2023 财年的 7670 亿美元降至 2024 财年的 7040 亿美元和 2025 财年的 7110 亿美元，该项则大幅削减，15.7%，2024、2025 年分别变化 -8.2% 和 1%。自主性总支出来看，2023 与 2024 年分别下调 2.2%，2025 年上调 1%。具体实施项方面，减少了为应对新冠肺炎疫情的 270 亿美元的预算授权；提高获



得 TANF (Temporary Assistance for Needy Families) 拨款的门槛; 暂停废除学生债务的减免计划; 《通胀削减法案》(Inflation Reduction Act) 中提供给美国国税局的 800 亿美元减少 2000 万美元; 拓宽 SNAP (Supplemental Nutrition Assistance Program) 获得门槛至 18 至 54 岁的无子女领取者, 并支持退伍军人、无家可归的人以及 18 岁至 24 岁时被寄养的人 (该项为净增加项)。

图 2: 2023 年与 2024 年财政自主性总支出分别下调 2.2%, 2025 年上调 1%, 其中国防支出持续增加



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 3: 债务上限目前已经上调至 31.4 万亿美元



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

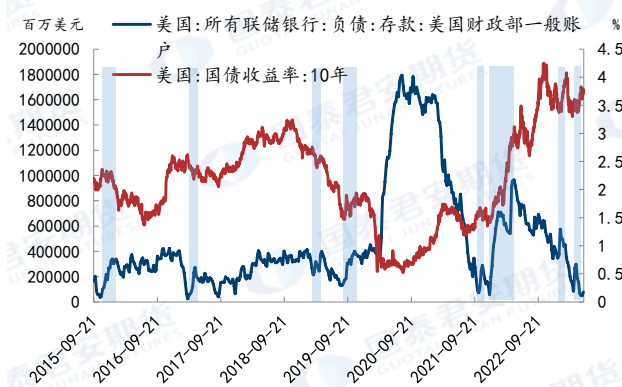
## 2. TGA 账户回补引发流动性担忧, 逆回购市场成主要资金出口

此前由于债务上限, 美国财政部不能举债, 为了支付费用只能保持资金净流出, 所以一般财政账户 (TGA) 持续下滑直至历史低位 485 亿美元 (5 月 31 日数据)。债务上限正式解决后, 为了保证财政部资产负债表健康, 存在一定账户重建、补充发债的需求。根据 5 月份季度再融资会议以及 6 月 8 日美国财政部表态, 预计 6 月底和 9 月底的 TGA 余额分别需要达到 4250 亿和 6000 亿美元, 这意味着 TGA 余额短时间内需要增加巨额数字, 美元流动性亦可能因为大量短债 (T-bills) 的发行而从市场抽至财政部, 造成利率美元上行的局面, 给予黄金一定下行压力, 也是此前被众多机构提示风险的主要担忧点。

从历史上来看, 这样的担忧不无道理。在 TGA 账户从低位回补阶段, 基本上都经历了 4-5 个月才能完成重建, 期间十年期美债收益率大概率出现阶段性上行。其逻辑在于, 银行、货币市场基金、交易商、非银机构等美国短债的主要购买方购买美债后, 资金将从其准备金账户流出, TGA 账户增加往往对应着对准备金规模的吸虹, 两者呈现负相关性, 市场实际流通的货币量将有所减少。

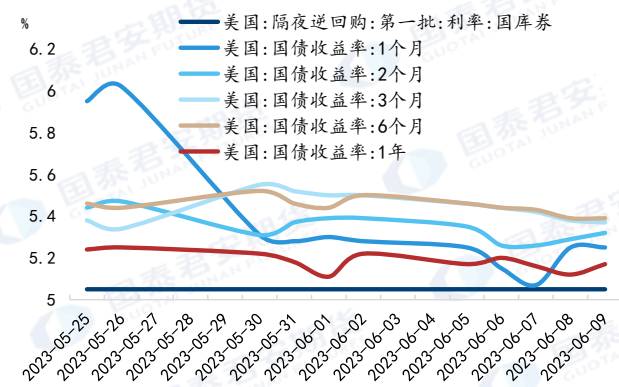
但是当下与历史情况不同的是, 美联储的逆回购工具 (ONRRP) 存储着超过 2 万亿美元的流动资金, 根据 OFR 研究, 这其中超过 83% 由货币市场基金所持有。而货币市场基金更是美债最主要的边际买家, 他们的市场行为决定了 TGA 账户回补的资金主要来自准备金还是逆回购市场——当短债利率高于逆回购利率时, 逆回购市场中的大量资金将向美债市场转移, 而不是从市场准备金中移出, 同样地, 若逆回购市场利率仍是这部分闲余资金最优惠的选择, 则带动流动性从其他购买方的准备金账户中转向 TGA。

图 4：在 TGA 账户从低位回补阶段，期间十年期美债收益率大概率出现阶段性上行



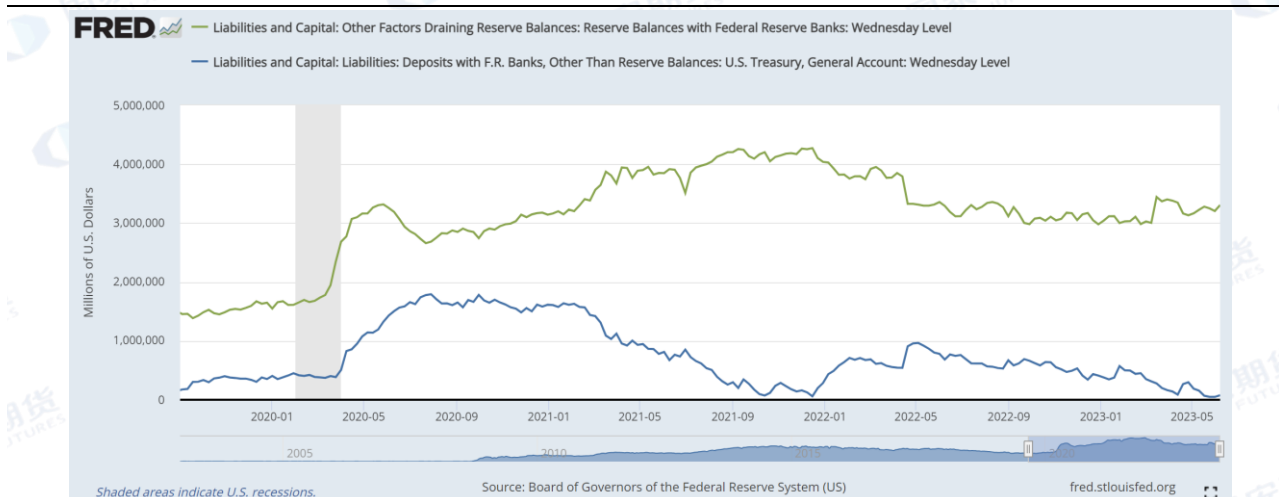
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 5：逆回购利率稳定在 5.05%，1 个月至 1 年的美国短债利率均高于 5.05%



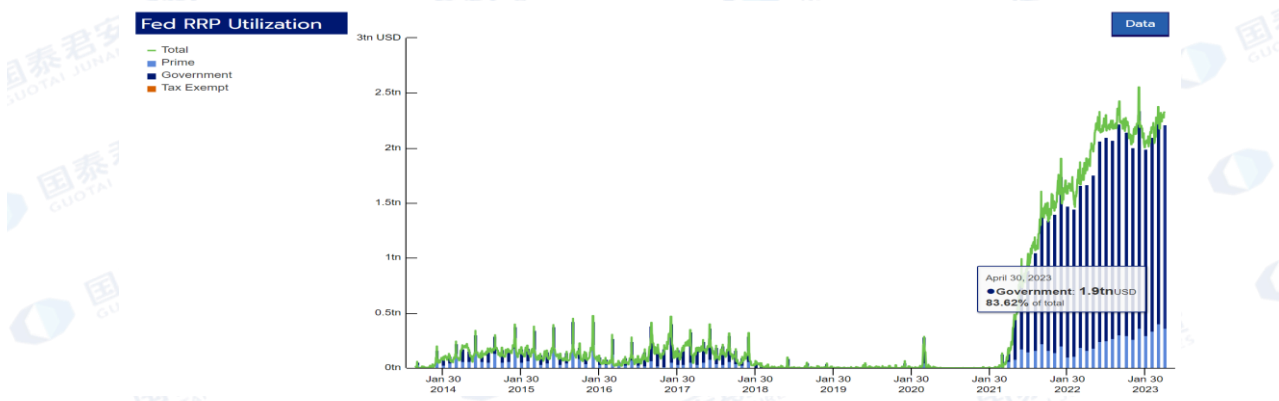
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 6：TGA 账户增加往往对应着对准备金规模的吸虹



资料来源：FRED，国泰君安期货研究

图 7：美联储的逆回购工具（ONRRP）存储着超过 2 万亿美元的流动资金，其中超过 83% 由货币市场基金所持有



资料来源：SEC Form N-MFP2, Federal Reserve Bank of New York, OFR Analysis，国泰君安期货研究

在债务上限解决的一周后，我们已经可以观察到这种变化。截止 6 月 7 日，财政部 TGA 账户较 5 月 31 日增加 289.88 亿美元至 775 亿美元，同时，逆回购市场规模下降 933 亿美元，准备金市场增加 1006.28 亿美元，由此可见上周 TGA 账户的增加是由逆回购市场资金流出所带来的，而不是准备金市场。而当下，逆回购利率稳定在 5.05%，1 个月至 1 年的美国短债利率均高于 5.05%。短债的吸引力更强，未来或看到 ONRRP 规模的加速流出，这将对美元流动性冲击影响较小，但是短期债券大量供给增加依旧会对利率造成一定的压力，各期限利率也的确正在攀升，向黄金施压。

图 8：美国财政部现金余额上周开始出现小幅反弹



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

### 3. 财政部赤字仍高企，警惕中长期流动性压力

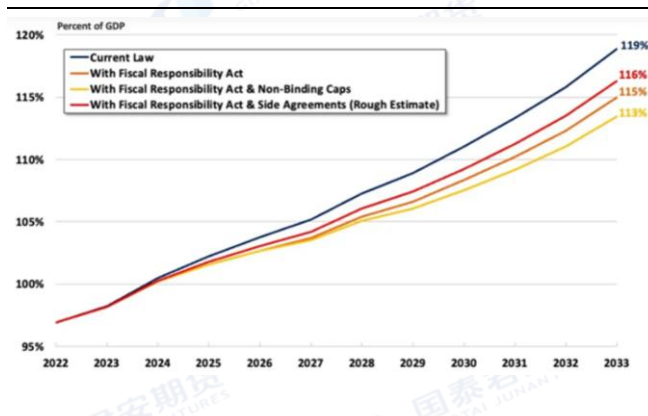
回到本次《财政责任法案》，关于财政支出缩减的力度并没有非常显著，尽管国会预算办公室(CBO)预计该法律将在 10 年内将联邦赤字减少约 1.5 万亿美元，但是目前白宫预计 2033 年财政赤字将达到 2 万亿，依旧是个很庞大的数字，且 2023 年、2024 年赤字同比上升 14%、17.6%。虽然短时间来看，大规模流动性紧缺在宽裕的 ONRRP 和准备金体量下难以出现，仅会可能因短债供给集中大量增加而导致利率表现偏强，但是从更加长远的角度来考虑，或许仍然需要警惕中长期的流动性压力。

这就需要讨论到债务上限不断抬升或暂停的实质——本质上是财政部收支无法抹平、赤字不断扩展的结果。收入侧，美国财长耶伦通过各种努力抬高美国税收，2022 年总财政收入提高 21%，其中个人所得税提高 28.8%；支出侧，大幅缩减法定开支，但仍未实质性改善赤字问题，较疫情前显著上升一个台阶。债务上限形同虚构，只要目前的财政收支模式不实质性地改变，流动性总有到达相对紧张的时点，此时美联储将不得不转向以弥补财政的大量资金需求。

2019 年就曾经出现过“钱荒”，一度直接扭转了美联储紧缩货币政策，转而开启宽松周期。彼时时任总统特朗普采取扩张的财政政策使得当年财政赤字同比上升 26.3%，同时美联储处于缩表阶段，以 500 亿美元/月的速度进行紧缩，加上面临季末监管考核，导致 SOFR 一度飙升至 5.25%，流动性骤然紧缺。未来在紧缩末期，即便美国经济表现强势，成功实现软着陆或者不着陆，亦可能存在美联储被迫转向的风险——对于贵金属的上涨，我们认为只会迟到，不会缺席。

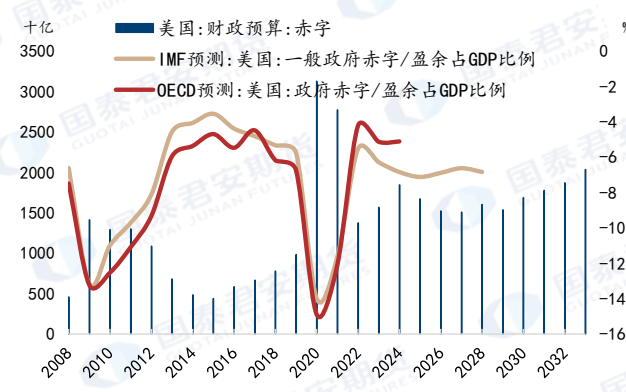


图 9：《财政责任法案》将减少财政支出



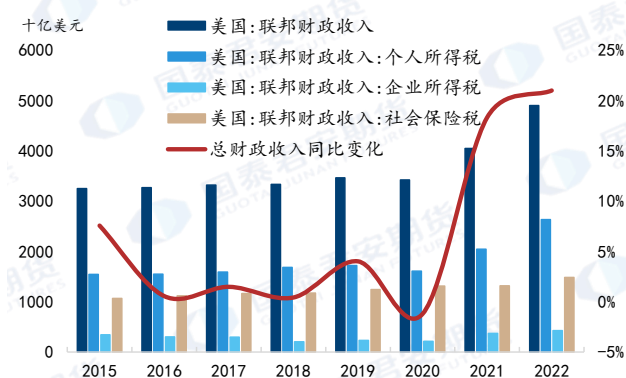
资料来源：CBO，国泰君安期货研究

图 10：白宫预计 2033 年财政赤字将达到 2 万亿，2023 年、2024 年赤字同比上升 14%、17.6%



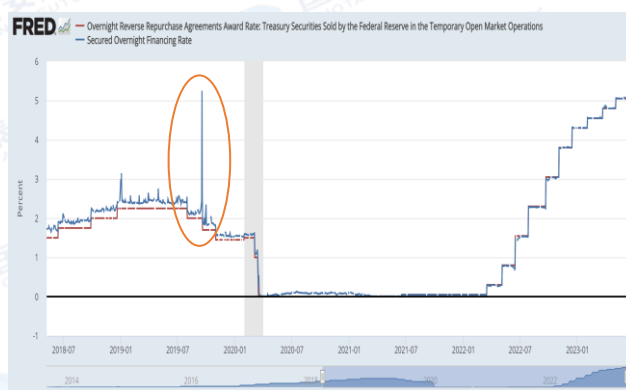
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 11：2022 年总财政收入提高 21%，其中个人所得税提高 28.8%



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 12：2019 年就已经出现过“钱荒”，SOFR 一度飙升至 5.25%



资料来源：FRED，国泰君安期货研究

## 本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

## 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

## 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。