



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2023-05-22

蒋文斌

国债研究员

从业资格号: F3048844

交易咨询号: Z0017196

☎ 0755-23375128

✉ jiangwb@wkqh.cn

联系人: 钟俊轩

贵金属研究员

从业资格号: F03112694

☎ 0755-23375141

✉ zhongjunxuan@wkqh.cn

浅析债务上限问题背景下的美元流动性

报告要点:

市场流动性水平是大类资产价格的重要影响因素。美联储加息周期以来,其资产负债表规模持续收缩,资产端减持国债,负债端逆回购水平维持相对高位。从美国商业银行资产负债表来看,受到加息影响,商业银行资产端持有债券规模下降,银行业危机后其信贷规模也出现一定程度的边际收缩。同时,货币市场基金规模居高不下。

无论是从美联储、商业银行还是货币市场基金的角度来观察,当前总体的流动性水平偏紧。债务上限问题若得到解决,美国财政部会发行国债以重建 TGA 账户余额,届时新发行债务也将对市场流动性造成进一步收紧。

美国流动性追踪：债务上限问题与流动性分析

一、 美联储资产负债表情况

当前美联储仍处于资产负债表收缩周期中，从4月12日至5月10日当周联储资产负债表数据来看，资产端方面，其在一个月内减持国债577亿美元，其中包含459亿中长期名义债券以及115亿中长期通胀指数债券。同时，资产端减持187亿资产抵押支持证券（MBS）。为金融市场主体提供短期流动性的正回购协议余额仅剩0.25亿，下降299.75亿美元。负债端的减少主要来自于银行存款准备金与逆回购协议，逆回购协议下降585亿至26181亿美元。同时需要注意的是TGA账户规模的变化情况，四月是美国传统的税收月，TGA账户余额有所增加，但低于2022年同期，偏弱的税收情况使得美国债务上限问题所导致的潜在违约日更快到来。在触及债务上限的情况下，财政部需要依赖TGA账户余额以及非常规措施来维持运行。

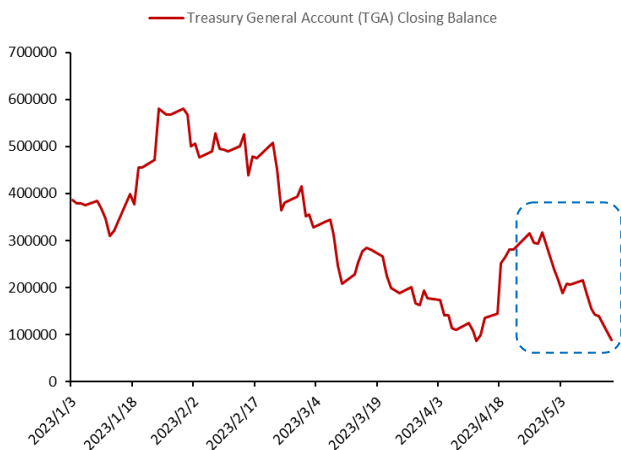
图1：美联储资产负债表月度变化情况（亿美元）

美联储资产负债表月度变化（单位：亿美元）								
资产端	本月	上月	变化情况	负债端	本月	上月	变化情况	
黄金证券账户	110.37	110.37	0.00	联储票据、联储银行持有净额	22,826.86	22,740.81	86.05	
特别提款权账户	52.00	52.00	0.00	逆回购协议	26,181.78	26,767.27	-585.49	
硬币	12.91	13.09	-0.18	存款	35,934.69	36,470.64	-535.95	
持有证券、未摊销证券溢价和折扣、回购协议和贷款	83,884.61	85,053.94	-1,169.33	存款机构其他存款（准备金）	32,253.11	33,475.53	-1,222.42	
持有证券	78,012.73	78,777.41	-764.68	美国财政部一般账户（TGA）	1,548.08	865.54	682.54	
持有证券：美国国债	52,231.46	52,809.14	-577.68	外国官方	96.84	97.58	-0.74	
持有证券：短期	2,810.41	2,809.66	0.75	其他存款	2,036.66	2,031.99	4.67	
持有证券：通胀补偿	1,047.99	1,051.27	-3.28	延迟入账现金项目	2.47	3.08	-0.61	
持有证券：中长期名义	44,718.70	45,177.96	-459.26	财政部门对信贷部门的援助	153.47	153.47	0.00	
持有证券：中长期通胀指数	3,654.36	3,770.24	-115.88	其他负债应计利息	-493.13	-409.33	-83.80	
持有证券：联邦机构债券	23.47	23.47	0.00	总负债	84,606.14	85,725.95	-1,119.81	
持有证券：资产抵押支持证券MBS	25,757.80	25,944.80	-187.00					
当前持有的未摊销证券溢价	3,011.58	3,038.80	-27.22					
当前持有的未摊销证券折扣	-273.55	-273.14	-0.41					
正向回购协议	0.25	300.00	-299.75					
其他贷款	3,133.60	3,210.87	-77.27					
托收中项目	0.88	0.58	0.30					
银行不动产	4.47	4.53	-0.06					
中央银行流动性互换	4.22	4.84	-0.62					
外币计价资产	188.26	188.98	-0.72					
其他联储资产	474.63	420.82	53.81					
总资产	85,030.17	86,147.97	-1,117.80					

数据来源：WIND、五矿期货研究中心

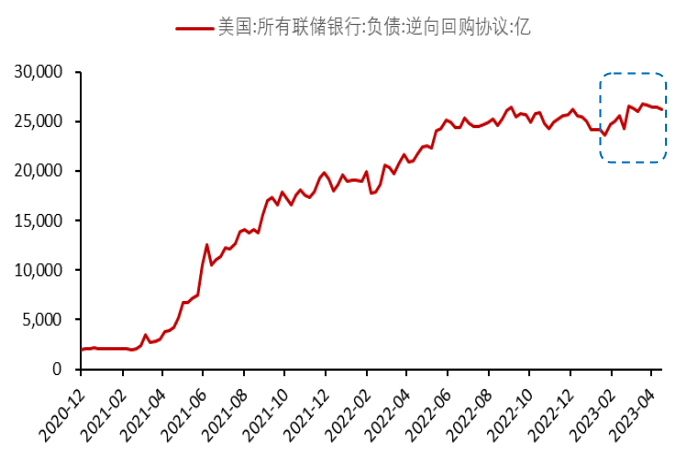
据5月15日美国财政部发布的最新数据，其TGA账户余额仅剩874亿美元，较4月28日的3163亿美元大幅减少。TGA账户规模的变化显示出当前美国财政部的资金状况，美国财长耶伦警告称债务上限问题所导致的潜在违约日可能在6月1日到来。

图2：财政部TGA账户余额（百万美元）



数据来源：美国财政部、五矿期货研究中心

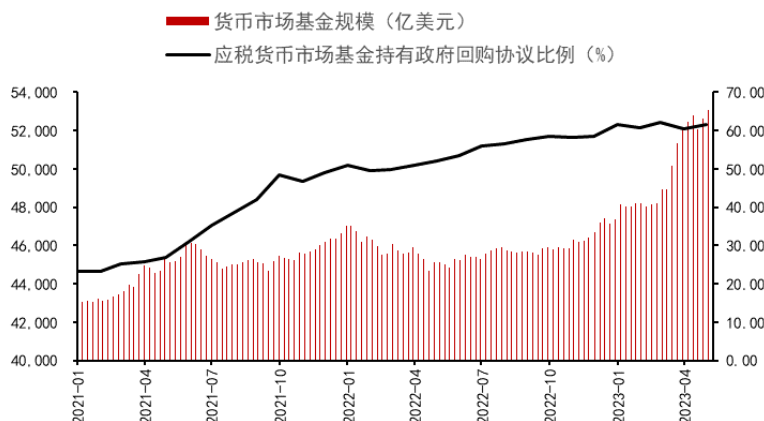
图3：美联储隔夜逆回购规模（亿美元）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

美联储负债端的隔夜逆回购余额自 2021 年以来呈现上行态势，5 月 10 日当周余额达 2.6 万亿美元，较 2 月 15 日的 2.36 万亿美元有所增加。美联储 5 月 FOMC 会议后，隔夜逆回购利率为 5.05%。隔夜逆回购为市场参与主体特别是货币市场基金提供资金收益，是美联储从市场上回收流动性的工具，隔夜逆回购利率也是联邦基金目标利率走廊体系中的“利率下界”。隔夜逆回购余额当前仍处于相对高位，且从二月份以来边际上行，对市场流动性有所收紧。

图 4：美国货币市场基金规模上行，政府回购协议占比增加

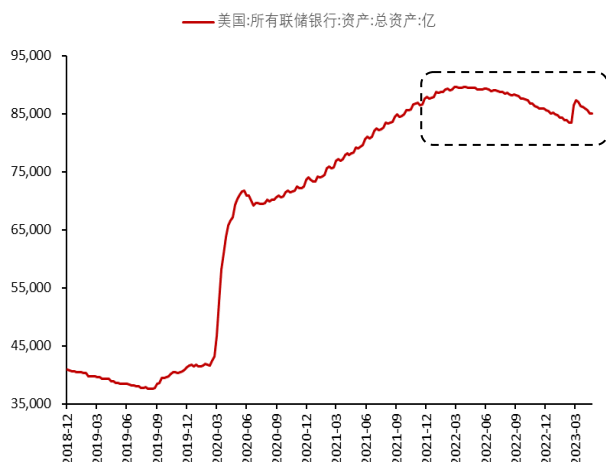


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

从逆回购协议的主要交易对手方——货币市场基金来看，自三月份以来，受到欧美银行业危机的影响，部分资金由银行存款转移至货币市场基金。货币市场基金信用风险较低，政府型货币市场基金资产主要为政府债券以及政府回购协议，在银行信用受到冲击时对市场资金具有一定吸引力。同时，货币市场基金规模的上升也意味着市场的流动性有所收紧。

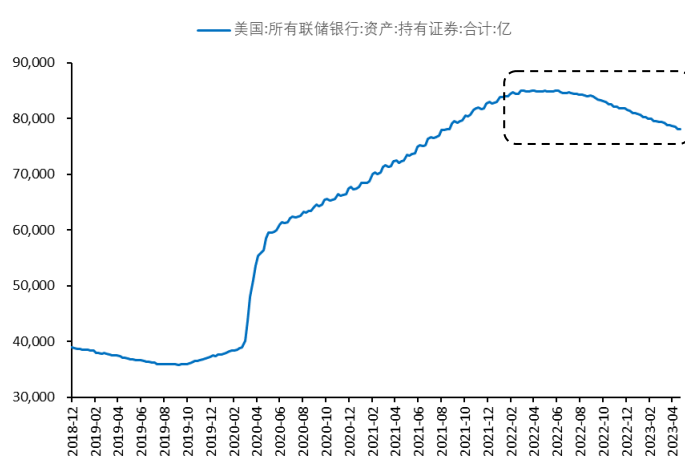
从美联储资产负债表视角出发，4 月 28 日至 5 月 10 日当周，美联储资产负债表规模共计减少 1117 亿美元，结合当前处于相对高位的联邦基金利率水平，可认为当前市场流动性处于偏紧水平。

图 5：美联储资产负债表总规模收缩



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 6：美联储资产端持有证券规模下降



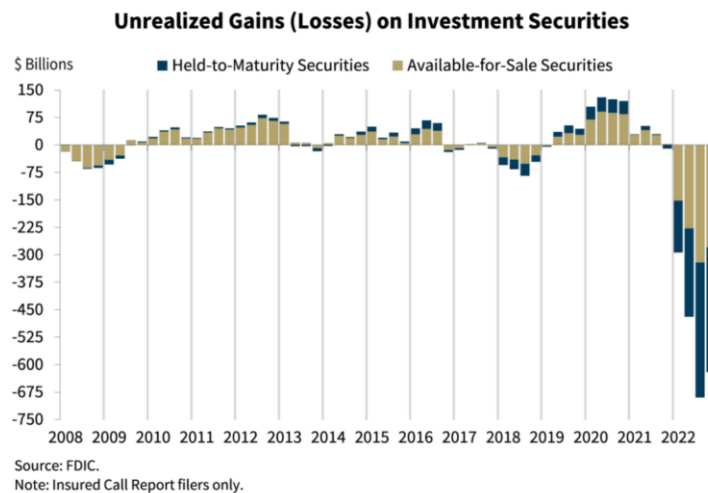
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

二、 银行业危机影响美国商业银行资产负债表

商业银行作为市场的重要参与主体，其同时在固定收益证券持有以及信贷规模两方面对市场流动性产生影响。硅谷银行危机发生以来，商业银行资产端的持有证券以及信贷规模都发生了较大的边际变化。美国芝加哥联储主席 Austan D. Goolsbee（2023 年 FOMC 票委）在接受专访时也提到，银行业危机后信贷紧缩正在发生，并表示美联储在制定政策时需要考虑到银行业压力和信贷情况。

美联储加息周期开启以来，债券收益率上行，银行资产端持有的国债产生较大规模的未实现亏损 (Unrealized Losses)。美国商业银行资产端所持有的国债和机构证券在银行业危机后迅速减少，于 3 月 29 日当周减少 1128 亿美元。目前来看，5 月 3 日当周美国商业银行（H8 表所示）持有的国债和机构证券规模为 41541 亿美元，较 3 月 8 日当周的 43465 亿下降 1924 亿美元。

图 7：加息周期利率上行导致银行资产端债券产生大量未实现亏损

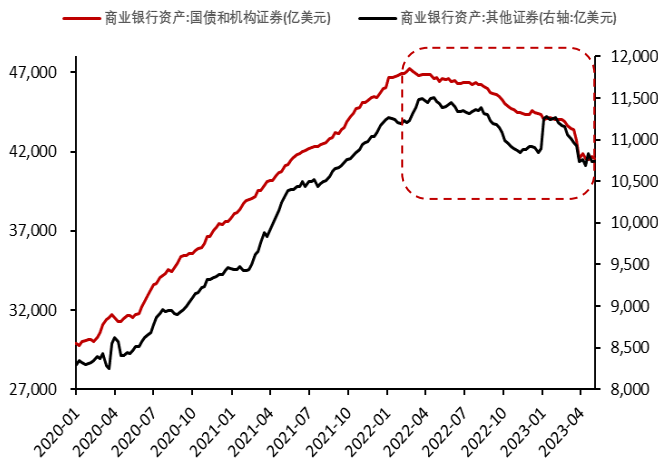


数据来源：FDIC、五矿期货研究中心

由于高利率带来贷款利息收入的增加，信贷紧缩周期往往滞后于加息周期，美联储 2022 年开启加息周期至银行业危机之前，美国商业银行的贷款规模出现上行趋势。2023 年 3 月 15 日，其资产端的贷款和租赁总规模达到 12.16 万亿美元。但在 3 月 29 日当周，总体的信贷规模下降 598 亿美元。美联储官员在讲话中多次提到信贷紧缩的影响，我们需密切关注美国商业银行贷款规模在加息周期走向末端的边际变化情况。

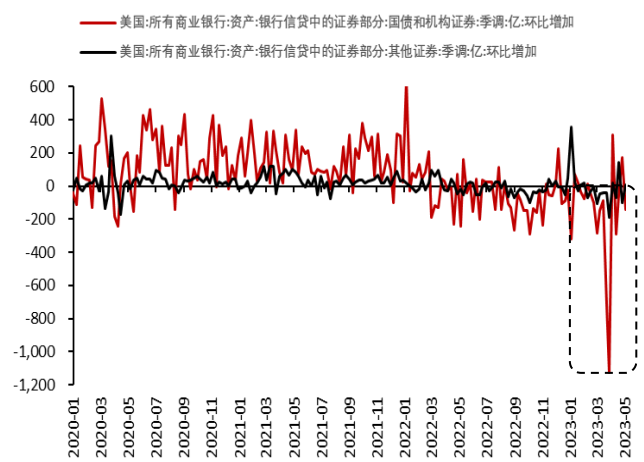
商业银行在资产端趋势性地减少了债券的持有规模，同时其为市场提供的信贷规模增量上出现边际放缓。从美国商业银行资产负债表视角来看，其对市场总体的流动性也具有收缩作用。

图 8：商业银行持有证券规模（亿美元）



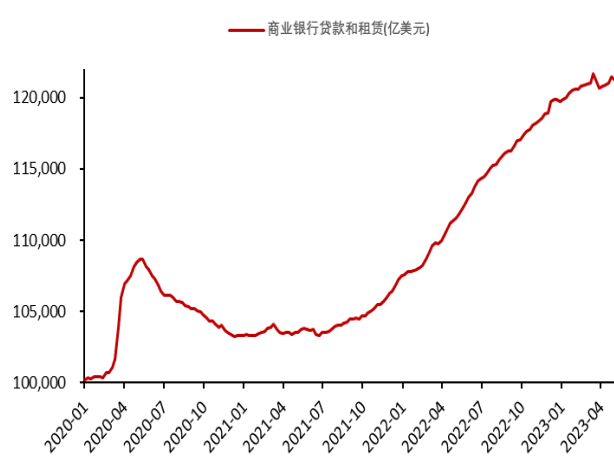
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 9：商业银行持有证券规模环比下降



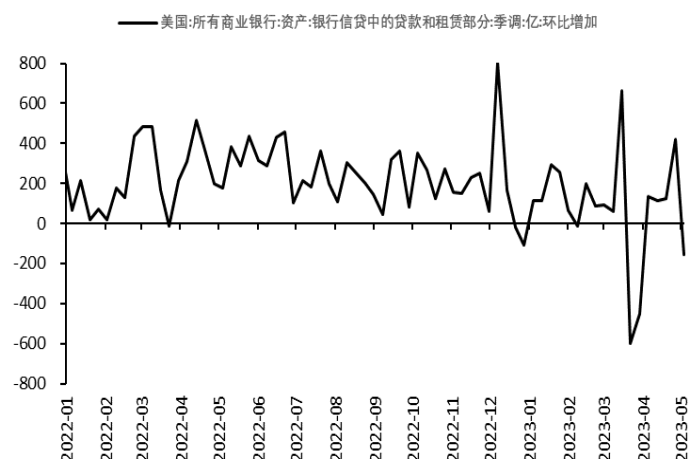
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 10：美国商业银行信贷规模（亿美元）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 11：商业银行信贷规模环比变化（亿美元）

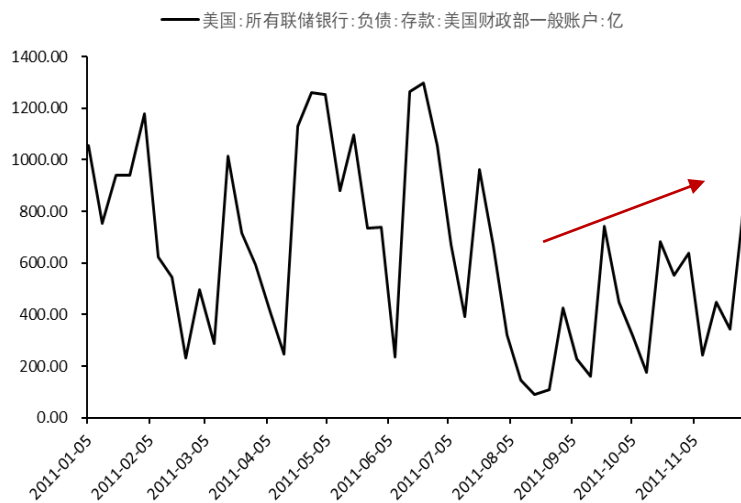


数据来源：WIND、五矿期货研究中心

三、债务上限解决后新债发行收紧流动性

2023 年 1 月 19 日，美国财政部长耶伦宣布联邦债务触及 31.4 万亿美元的上限。在国会通过新的预算法案之前，财政部只能运用非常规措施、TGA 账户储备以及暂停非必要支出以维持运作，5 月 15 日 TGA 账户规模余额为 874 亿美元。在债务上限得到解决后，美国财政部会发行国债以重建 TGA 账户余额，届时新发行债务将会对市场流动性造成收紧。

图 12：2011 年新预算法案通过后财政部一般账户规模上行



数据来源：FDIC、五矿期货研究中心

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn