



## TGA 账户支出会创造更多的流动性吗？

- 2020 年疫情以来，伴随着美国超级宽松的货币政策与财政政策刺激，美联储资产负债表中的 TGA 账户余额迅速上升，引起了投资者的广泛关注。进入 2021 年 1 季度，TGA 账户余额又开始迅速下降，投资者关心这是否是新的流动性创造，钱又会流向何方？本篇专题将梳理 TGA 账户与流动性，美国财政政策等方面的关系。
- 与居民和企业不同的是，美国财政部是不能在美国的商业银行体系开立账户的，所以可以简单将 TGA 账户理解为美国财政部在中央银行开设的存款账户。作为美国的中央银行，美联储的一项重要职责就是代理国库，也就是我们常说的“政府的银行”。
- TGA 余额上升主要是税收与发行新的债务，下降主要是财政支出以及归还存量债务。TGA 余额的大幅攀升主要是疫情期间“预防性储蓄”以及大量发行的美国国债所致。
- 长期来看，TGA 账户并不会额外创造新的流动性。真正创造流动性的从长期来看还是 QE 与银行贷款。疫情期间为了配合大规模发行国债，美联储的 QE 行为是实际创造了大量流动性的。短期内，TGA 余额的下降会带来狭义与广义流动性的增加。
- 从 2 月份开始削减算起，TGA 余额大概下降了 8000 亿美元。同期，美联储持有的国债规模大约增长了 4100 亿美元。银行存款增长了不到 8000 亿，流通中的货币增长了 700 亿，二者大约合计增长了 8500 亿。简单计算可以知道，TGA 余额的下降中，其中一半大约 4000 亿成为了新的流动性，另外下降的 4300 亿归还了流通中的短期国债。
- 目前美国的财政支出主要是疫情期间的纾困法案，根据美国财政部数据，最多的一项是居民的现金补贴，这刺激了居民收入相关的消费支出；未来市场更为关心的财政刺激法案不论是数额还是通过时间仍存在较大的不确定性。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员

蔡劭立

☎ 0755-82537411

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

联系人

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

2020 年疫情以来，伴随着美国超级宽松的货币政策与财政政策刺激，美联储资产负债表中的 TGA 账户余额迅速上升，引起了投资者的广泛关注。进入 2021 年 1 季度，TGA 账户余额又开始迅速下降，投资者关心这是否是新的流动性创造，钱又会流向何方？本篇专题将梳理 TGA 账户与流动性，美国财政政策等方面的关系。

图 1：美联储 TGA 账户余额变动

单位：百万美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 什么是 TGA 账户

### TGA 账户简介

TGA 账户全称，The Treasury General Account，也就是美国财政部在美国中央银行的存款账户。与居民和企业不同的是，美国财政部是不能在美国的商业银行体系开立账户的，所以可以简单将 TGA 账户理解为美国财政部在中央银行开设的存款账户。作为美国的中央银行，美联储的一项重要职责就是代理国库，也就是我们常说的“政府的银行”。

商业银行作为一般居民和企业的清算行，居民和企业之间的交易使用商业银行的存款账户进行。比如 A 企业向 B 企业支付一笔货款，对于商业银行体系而言，资产端没有变化，负债端记为 A 企业存款减少，B 企业存款增加。

由于一般居民和企业是不能在中央银行开立账户的，因此当财政部向居民派发支票的时候，清算过程会涉及到商业银行体系，而不是简单的财政部到居民存款账户。在后续章节将详细展示其中涉及的货币变动过程。

### TGA 账户余额为何会上涨

要理解美国财政部余额上升，需要理解美国财政体系。美国的财政体系是由收定支，财政部的角色是政府的融资机构。每年美国政府预算决议通过国会以及总统签字之后，美国财政部的任务则是帮助行政当局寻找资金来源。

美国财政资金的来源主要由两块：1) 美国的税收收入。居民与企业缴纳的各种税赋会通过银行体系最终转移至该账户。2) 美国财政部的债券发行。银行体系、一级交易商、私人部门以及美联储滚动到期债务（不是在一级市场直接认购国债），都会最终通过银行体系的准备金账户结算至 TGA 账户。具体的流程展示在后续章节。

### TGA 账户余额为何会下降

1) 当美国财政部需要资金支出时，比如支付政府运作的日常开支，支付政府雇员的薪水，社保等等。或者需要满足政府的支出法案需求，比如去年通过的 CARES 法案，今年通过的拜登 1.9 万亿财政支出法案等。2) 财政部归还到期国债时，如果财政部并没有完全的将到期债务进行滚动，TGA 账户余额也会阶段性下降。

### TGA 账户余额为何维持在高位并开始下降

2015 年 5 月财政部更改了现金余额政策，宣布将持有足够的现金以满足 TGA 账户一周的现金流出，账户最低余额约为 1500 亿美元，但由于现金流量的日常波动，财政部经常拥有大于该金额的余额。财政部的现金余额现在经常超过 3000 亿美元，也就是说，倘若灾难性事件抑制了财政部的债券市场发行的话（比如触及债务上限），这些余额足以保护美国政府在一周内免于潜在违约。2020 年突然爆发的新冠疫情，为了增加财政纾困的能力，美国财政部大规模发债导致 TGA 账户余额飙升至最高接近 1.8 万亿美元。财政部的官方解释是为了“预防性的储蓄”以应对未来不确定的经济复苏状况。而 2021 年 2 月美国财政部表示，将在 4 月前将其 TGA 账户现金余额减半，并在 6 月底前将其削减至 5000 亿美元。

## TGA 账户变化的 T 表账户分析

为了分析 TGA 账户变化对于流动性的影响，我们将经济简化为五个部门，分别是美联储（中央银行），财政部，银行体系（一级交易商），非银体系（养老基金，货币市场基金），居民。值得注意的是，现代货币银行体系的运行中，货币的概念是分层次的，居民手中的货币主要以银行存款为主，它是居民的资产同时是商业银行的负债。银行体系的货币主要是准备金，它是银行的资产同时是中央银行的负债。能够用来购买实际商品的，主要是居民资产端的存款，而商业银行的准备金只能用来购买债券等金融资产，并不能流通在实体经济中完成商业支付。这一点对于理解 TGA 如何影响流动性至关重要。

在分析流动性时，我们主要使用的工具是资产负债表工具，因为简化原因，形似字母T，故俗称T表。对于任何一项变动，始终需要注意资产负债表两边的平衡。

### 各部门资产负债表简介

对于美联储而言，资产端是美国国债，负债端是银行体系准备金以及财政部存款（TGA）。对于财政部，资产端是美联储的存款账户，负债端是发行的美国国债。对于银行体系，资产端是美联储的准备金以及美国国债，负债端是对居民的存款和对非银机构的存款。对于非银金融机构，资产端是美国国债和银行存款，负债端是发行的基金份额。对于居民，资产端持有银行存款，美国国债以及基金份额。

图 2：各部门资产负债表简介

美联储		财政部		银行体系	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
美国国债	准备金 TGA	TGA	美国国债  净资产	准备金 美国国债	存款-居民 存款-非银
非银金融		居民			
资产	负债	资产	负债		
美国国债 存款-非银	基金份额	存款-居民 美国国债 基金份额	净资产		

数据来源：华泰期货研究院

### 财政部发行国债，银行购买国债

图 3：财政部发行国债，银行购买国债

美联储		财政部		银行体系	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
美国国债	准备金-1 TGA+1	TGA+1	美国国债+1  净资产	准备金-1 美国国债+1	存款-居民 存款-非银

非银金融		居民	
资产	负债	资产	负债
美国国债 存款-非银	基金份额	存款-居民 美国国债 基金份额	净资产

数据来源：华泰期货研究院

当财政部发行国债并由银行体系购买支付 1 美元的时候，银行体系准备金减少，持有国债增加。美联储负债端相当于银行体系向财政部转账，从准备金负债变为 TGA 账户。美联储资产负债表规模不变，但是整个体系的准备金在下降，相当于缩减了银行体系的流动性。在国内我们经常关注 1、4、5、7、10 这几个缴税大月对于银行资金面的影响，道理就是上述行为，区别主要在于不涉及国债发行，而是居民缴税引起的准备金账户转移至政府在央行的存款账户。

**财政部发行国债，非银或者居民购买国债**

图 4：财政部发行国债，非银或者居民购买国债

美联储		财政部		银行体系	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
美国国债	准备金-2 TGA+2	TGA+2	美国国债+2  净资产	准备金-2 美国国债	存款-居民-1 存款-非银-1

非银金融		居民	
资产	负债	资产	负债
美国国债+1 存款-非银-1	基金份额	存款-居民-1 美国国债+1 基金份额	净资产

数据来源：华泰期货研究院

若是非银金融与居民部门各购买 1 美元国债，由于居民和非银金融并没有美联储的账户，需要通过银行体系完成交易。对于非银和居民，资产端各减少 1 美元存款，增加 1 美元国债资产。对于银行体系，负债端居民存款和非银存款各下降 1 美元，同时资产端支付 2 美元准备金至 TGA 账户。财政部资产端和负债端同比扩张。最终效果为美联储资产负债表规模不变，银行体系准备金减少，同时由于居民部门存款下降，整个实体经济的流动性也在下降。

可以看到，对于银行体系购买国债，会减少银行间的狭义流动性，也就是我们常说的资金面。对于公共部门购买国债，不仅减少了银行间的资金，也会减少实体经济的广义流动性。

在去年的疫情中，如果财政部持续发行大量国债，势必会迅速减少整个经济中的货币量，因此美联储也需要宽松的货币政策以支持财政的扩张。美联储对此使用的货币政策工具是量化宽松 (QE)，通过大规模的资产购买为整个银行体系注入新的资金，以抵消财政部发债的负面效果。

整个 2020 年，美国财政部发行的短期债券与长期债券合计约 4 万亿美元，仅有 3250 亿美元是银行体系吸收的，大部分都是公共部门吸收，也就是我们论述的第二种情况。

### 美联储 QE，向银行买入国债

图 5：美联储 QE，向银行买入国债

美联储		财政部		银行体系	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
美国国债+1	准备金+1 TGA	TGA	美国国债 净资产	准备金+1 美国国债-1	存款-居民 存款-非银
非银金融		居民			
资产	负债	资产	负债		
美国国债 存款-非银	基金份额	存款-居民 美国国债 基金份额	净资产		

数据来源：华泰期货研究院

美联储向银行体系买入国债，自身资产负债表规模扩张。银行体系准备金增加，国债资产减少，狭义流动性上升。

### 美联储 QE，向非银行和居民买入国债

图 6: 美联储 QE, 向非银行和居民买入国债

美联储		财政部		银行体系	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
美国国债+2	准备金+2	TGA	美国国债	准备金+2	存款-居民+1
	TGA		净资产	美国国债	存款-非银+1
非银金融		居民			
资产	负债	资产	负债		
美国国债-1	基金份额	存款-居民+1	净资产		
存款-非银+1		美国国债-1			
		基金份额			

数据来源: 华泰期货研究院

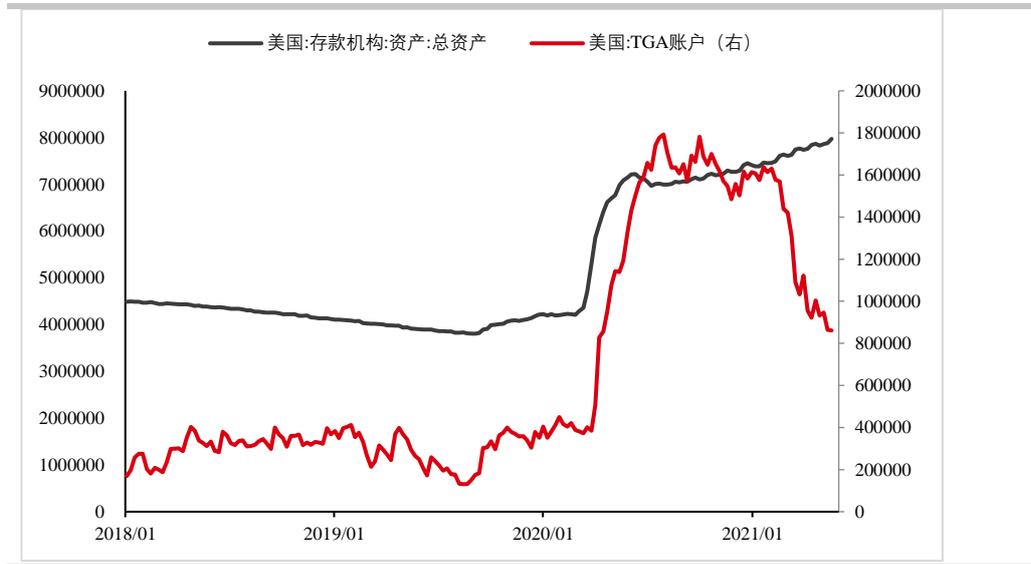
美联储向居民和非银部门买入国债, 由于这两部门并没有在美联储的账户, 因此同样必须经由银行体系完成交易。体现为银行体系准备金与存款同比扩张, 公共部门国债资产下降, 银行存款上升。银行间市场狭义流动性与经济体系广义流动性均上升。

值得注意的是, 现实中美联储的 QE 一般都是向非银金融操作 (养老基金等), 其目的是解决了 08 年金融危机之后传统信贷扩张渠道不顺畅的问题, 绕过银行体系直接向实体经济注入流动性, 而银行体系准备金的增加可以看作是被动的, 也就是 QE 政策的副产物。

将财政部发债和美联储 QE 总结在一起可以看到, 当财政部发行国债时, 会抽走市场的流动性, 增加国债资产的供应。美联储为了缓解市场流动性的紧缺, 将购买国债以增加流动性作为配合。这就出现了美联储资产负债表与 TGA 账户同时上升的情况。

图 7：美联储扩表与 TGA 账户上升

单位：百万美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## TGA 削减对于流动性的影响

### 财政部向居民发放补贴支票

图 8：财政部向居民发放补贴支票

美联储		财政部		银行体系	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
美国国债	准备金+1 TGA-1	TGA-1	美国国债 净资产-1	准备金+1 美国国债	存款-居民+1 存款-非银
非银金融		居民			
资产	负债	资产	负债		
美国国债 存款-非银	基金份额	存款-居民+1 美国国债 基金份额	净资产+1		

数据来源：华泰期货研究院

以财政部发放居民的补贴支票为例，财政部 TGA 余额下降，居民存款上升。同时银行体系准备金与居民存款同比例增加。美联储负债端 TGA 账户余额划转至准备金负债。整个体系体现为居民购买美国国债的逆过程，银行体系与实体经济的流动性均上升。如果不考虑美

联储 QE 的影响，实际上二者的效果是对称的。TGA 账户并不会额外创造新的流动性。真正创造流动性的从长期来看还是 QE 与银行贷款。

### TGA 释放了多少流动性

从 2 月份开始削减算起，TGA 余额大概下降了 8000 亿美元。同期，美联储持有的国债规模大约增长了 4100 亿美元。银行存款增长了不到 8000 亿，流通中的货币增长了 700 亿，二者大约合计增长了 8500 亿。简单计算可以知道，TGA 余额的下降中，其中一半大约 4000 亿成为了新的流动性，另外下降的 4300 亿归还了流通中的短期国债。

TGA 余额在目前 8500 亿规模，未来按照财政部的规划将在 7 月底前削减至 4500 亿左右，以应对 8 月份到期的债务上限约束。在那之后，新的流动性创造仍旧需要依靠 QE 以及银行贷款。

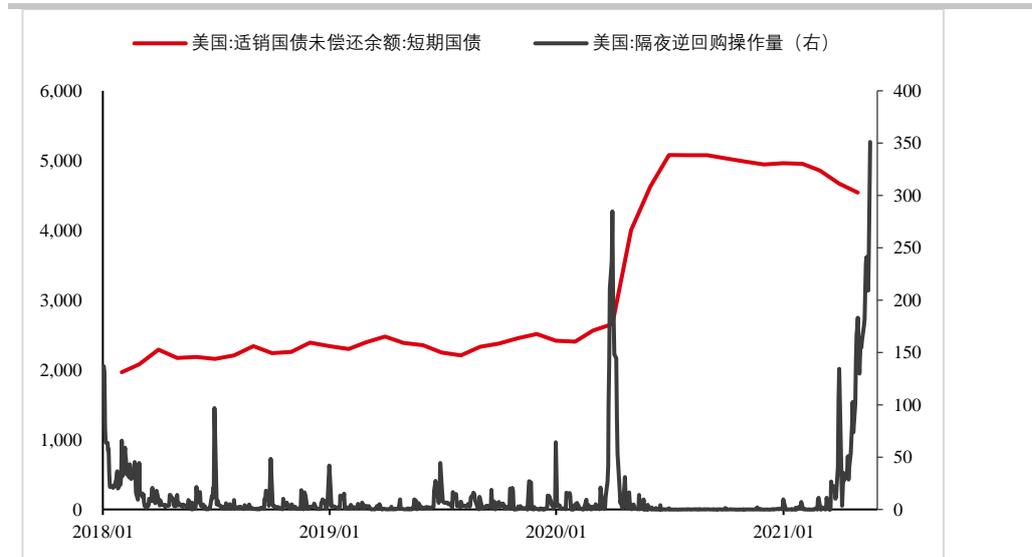
### TGA 账户削减对于短期资金市场的影响

对于短期资金市场而言，TGA 账户余额削减会带来大量的银行体系准备金的增加，因此美国银行间市场的利率持续承压。对于美国银行间市场而言，简单说只有银行可以存在美联储账户上获得准备金的利息。对于货币市场基金，房地美，房利美等大型非银金融机构而言，多余的准备金要么转化为短期的国库券 (T-bills)，要么转化为美联储的隔夜逆回购操作 (Overnight Reverse Repurchase, ON RRP)。由于 2020 年长端利率持续处于低位，美国财政部发行的国债久期大多偏长，亦或者去年发行的短期国库券在一年后到期归还，整个国债市场上存量的短期国库券在下降，对于货币市场基金等机构而言，手里的流动性急需找到另外的安全出口。

ON RRP 工具可以理解为非银机构在美联储获得的隔夜利率，相当于美联储回收银行间市场流动性的手段。面对持续的 QE 与 TGA 账户的削减，美国银行间市场准备金持续宽松，叠加上述短期国库券存量下降的背景。2021 年 3 月 17 日，联储宣布将 ON RRP 中每位交易对手的日限额从 300 亿美元提升至 800 亿美元，也正是有利于回收短端市场的流动性，缓冲短期利率下行的压力。同时可以看到 ON RRP 用量的持续上升，今年美联储最早开始紧缩 QE 也在 3 季度之后，因此资金面的持续宽松将仍旧持续，这也是 4 月份美联储议息会议上讨论是否要提高 ON RRP 利率的一个原因。4 月份联储官员表示，目前 SOFR (美国银行间市场的抵押隔夜担保融资利率) 仍旧有 1 个基点，并没有出现技术性的负利率。预计 6 月份议息会议会提高 ON RRP 利率以提升无风险资产吸引力回收过量流动性，防止技术性的负利率。

图 9：短期 T-Bills 的下降与隔夜逆回购用量的上升

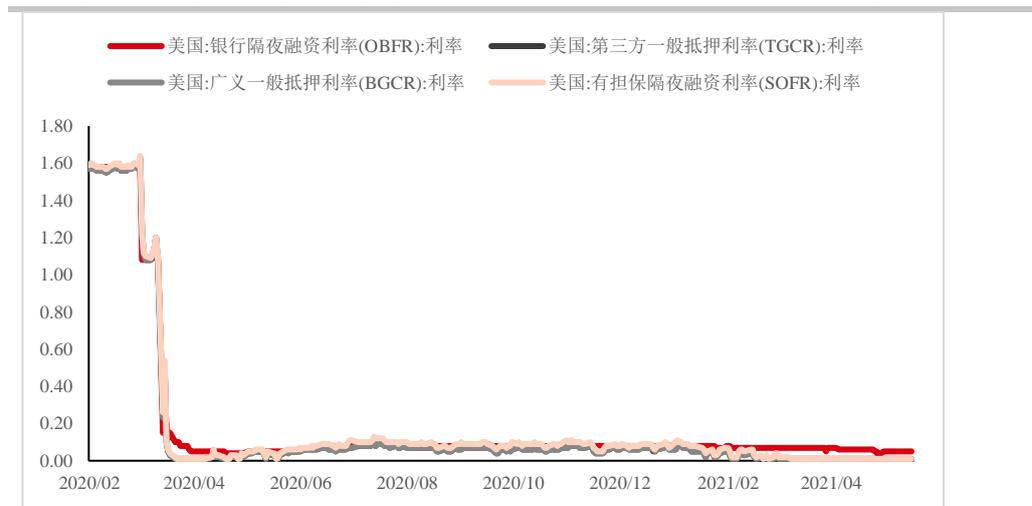
单位：十亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：美国短期利率持续承压

单位：%



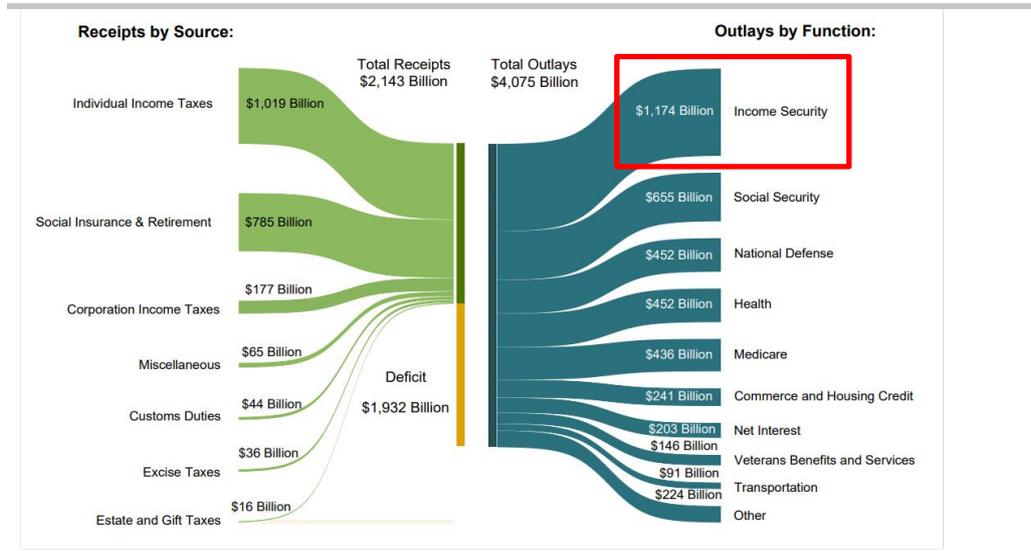
数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 财政支出与未来财政展望

得益于去年年底的 CARES 法案以及今年落地的 1.9 万亿拜登法案，2021 财年美国居民每人补贴额度为 2000 美元/人。根据美国财政部公布的支出明细可以看到，2021 财年主要的支出方向就是个人收入的直接补贴，因此根据上文的分析，TGA 账户余额的下降带来了资金市场准备金的充沛以及居民个人存款的上涨。居民收入的直接上升带来美国零售数据，食品消费，汽车消费，地产后周期等行业的修复与改善。

图 11: 2021 财年美国财政支出明细

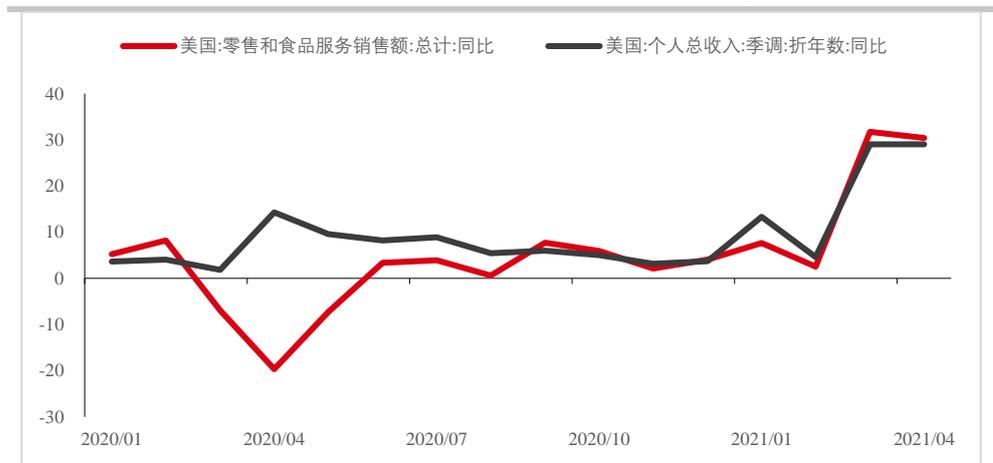
单位: 十亿美元



数据来源: 美国财政部 华泰期货研究院

图 12: 转移支付后美国居民收入大幅增长带动零售数据走强

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 转移支付后美国 M2 上升

单位: 十亿美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 美国财政政策展望

拜登的 1.9 万亿法案本质上还是疫情中的刺激法案, 未来市场更为关注的焦点是拜登的两份财政刺激方案, 即 2.3 万亿的美国就业计划(American Jobs Plan)与 1.8 万亿的美国家庭计划(American Families Plan)。

对于美国就业计划而言, 根据拜登的方案细节, 未来 8 年将累计支出约 2.3 万亿美元, 每年约占到 GDP 的 1%, 这其中与传统基建投资直接相关的交通运输 (6200 亿美元)、制造业 (2980 亿美元)、房屋与学校建造 (3410 亿美元)、公用事业 (3110 亿美元) 几项合计规模 1.57 亿美元, 占比 70%; 余下还有就业研究 (2800 亿美元)、社区关怀 (3110 亿美元) 等两项与传统基建投资不那么相关的支出。

对于美国家庭计划而言, 拜登政府公布的提案包括在未来 10 年内支出 1.8 万亿美元, 集中对美国家庭和儿童、教育和医疗保健等提供支持。同时, 该法案提出了一系列的加税计划, 计划在未来 10 年增加约 1.5 万亿美元的财政收入, 在一定程度上弥补因大幅支出造成的支出缺口。支出方面, 总计安排 10 年 1.8 万亿美元的支出, 主要集中在家庭、儿童和教育支持上。

从总规模上看, 拜登的 2.3 万亿美国就业计划(American Jobs Plan)与 1.8 万亿美国家庭计划(American Families Plan), 待通过的支出规模已经高达 4.1 万亿美元, 相当于 2020 年 GDP 的 19.5%。

由于上述支出计划包含的大规模的针对少数族裔与低收入人群的支出补贴，以及对高收入人群和企业增加税收，很难得到共和党甚至部分温和民主党议员的支持。因此如果要想获得通过的话，大概率只能通过所谓的预算调节程序（budget reconciliation）绕开国会的冗长辩论，以简单多数规则通过。由于预算调节程序在 2021 财年的 3 月份通过 1.9 万亿美元在疫情援助法案时已经使用，所以下一次可使用的时间只能等到 10 月新一轮财年开始之后。

因此，未来法案具体的金额以及推出时间还存在较大的不确定。同时资金来源是单纯举债还是加税两党仍存在较大分歧，目前市场很难根据现有信息决定市场的走势。根据本文的分析，如果下半年法案更多通过加税而不是发债来解决资金来源，那么美联储配合宽松货币的需求将下降，也可以较为顺利的走向货币政策正常化的道路，同时可以适当限制美国政府债务规模的扩张。

财政政策上，未来值得关注的除了这两个法案的推行进度以外，还需要关注 8 月初债务上限到期造成的扰动。如果两党因此陷入谈判僵局，或是政治讨论的筹码，美国金融市场短期面临一定的风险。但长期来看债务上限一定会被上调，长期不构成威胁。另一件事情是 9 月初财政刺激中的失业补贴也将到期，到时候将会影响失业人群与劳动力供给。

## ● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)