



美国商业票据市场大致恢复

—美国短端货币市场流动性系列之三

2020年06月04日

宏观经济 深度报告

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

投资摘要：

目前，美国商业票据市场已大致恢复。本文分两个部分，第一部分是美国商业票据市场简介，第二部分是关于美联储救助以后的票据市场情况。

美国票据市场简介：

美国商业票据存量规模目前约为 1.1 万亿美元，不到 07 年次贷危机前顶峰的 50%。市场萎缩主要来自 08 年加强监管后资产担保票据发行量下降。扣除资产担保票据，传统的商业票据市场规模稳步增长，接近 07 年高点，其中的非金融票据规模是 07 年高点的 150%。从构成看，金融商业票据约占总规模的一半，美国本地金融机构和外国金融机构发行的商业票据规模相当；非金融商业票据市场仍以美国国内公司为主。

虽然传统商业票据的绝对规模没有萎缩，但与其他短期货币市场相比，其相对规模或者说对是否构成系统性危机的相对重要性在下降。次贷危机之前，商业票据存量规模是短期国债存量的 2 倍，即使扣除资产抵押商业票据后的存量也不低于短期国债。2007 年后，短期国债存量升至 2.4 万亿，是商业票据市场的 2 倍以上；更不要说建立在国债以及 MBS 基础上的回购市场（以抵押品价值衡量规模约为 5 万亿）。然而传统的商业票据，特别是非金融商业票据，主要由信用较好的实体公司发行，用来垫付应收账款和覆盖运营成本，存量规模也比次贷危机顶峰增长了 50%，因此仍是作为实体经济是否正常运行的市场指标之一。

美联储救助情况：

上周，美联储购买了 8.5billion 美元的 3 个月新发商业票据，为 SPV 建立以来最大购买量。购买量相当于当周 80 天以上 AA 级别票据发行量的 101%，占当周 80 天以上所有票据总发行量的 27%。上周 AA 级别的金融商业票据新发数为 0，因此 CPFF 吸纳的 3 个月商业票据主要为非金融票据和资产担保票据。截止至 5 月 28 日，美联储共吸纳了 12.8billion 美元的商业票据，占存量市场的 1%。

可认为票据市场已大致恢复。从利率上看，CPFF 有效缓解了商业票据市场的利率波动。AA 级利率与相应期限的国债利率利差恢复正常，A2 级别与 AA 级别利差也接近疫情之前。

从发行量上来看，受美联储只接受 3 个月票据影响，各类票据发行期限呈现两极化。短长期票据发行量恢复，中期票据发行量略有恢复。AA 级别非金融票据，3 月 17 日~4 月底，3 个月内的短期新发数量萎缩，被 3 个月票据替代。5 月后，发行期限两极分化。9 天以内的短期票据发行恢复正常，80 天以上的新发数量不减，其他中期票据量发行仅略有恢复。A2 级别的商业票据发行尚未恢复，特别是短期融资票据发行量骤减，中期票据发行波动不大，而 3 个月票据发行量受 CPFF 影响有所回升。AA 金融和资产担保票据发行与 AA 级别非金融票据呈现类似的期限两极分化。

风险提示：海外疫情诱发欧洲债务危机。

目 录

1. 美国商业票据市场简介	3
1.1 票据发行	3
1.2 商业票据分类	4
1.3 当前商业票据市场存量规模	4
2. 美联储救助情况	6
相关报告汇总	9

插图目录

图 1: 商业票据市场细分规模 (million)	5
图 2: 金融票据细分规模 (million)	5
图 3: 非金融票据细分规模 (million)	5
图 4: 商业票据市场与短期国债市场规模 (billion)	6
图 5: CPFF 增量与买入价 (million)	7
图 6: CPFF 买入价与市场价 (%)	7
图 7: 非金融票据与国债利率	7
图 8: 低等级票据利率有效回落	7
图 9: 短期 AA 非金融票据新发量	8
图 10: 中期 AA 非金融票据新发量	8
图 11: 80 天以上 AA 非金融票据新发量	8
图 12: A2 非金融票据新发量	8
图 13: AA 金融票据新发量	8
图 14: AA 资产担保票据新发量	8
图 15: 短期 AA 金融票据新发量与美股	9

表格目录

表 1: 票据评级	3
表 2: Section 4(a)(2) 票据优缺点	4

1. 美国商业票据市场简介

美国商业票据市场起源于 19 世纪早期，是实体经济重要的短期融资途径。相对于银行贷款，商业票据滚动操作便捷，通常成本也低于银行短期贷款。19 世纪中期，随着纽约及其他金融中心的急速发展，伴随着以工业和移民为代表的经济繁荣，商人和制造商等非金融机构面向专业投资者以及交易商发行短期凭证融资，以覆盖运营成本，如工资、存货、应收账款等。到了 20 世纪，美国对耐用品需求上升，信用消费盛行，票据市场开始由金融机构主导。1970 年后，由于美联储对存款机构的存款利率设定上限，大量存款涌向货币基金。货币基金规模扩大以及高通货膨胀促进了票据市场的发展。一方面，对小型投资者而言，可以通过购买货币基金间接持有商业票据；另一方面，大量存款流出促使金融机构为了获得资金，开始发行金融票据。货币基金购买这些金融票据实现存款资金回流银行。1980 年代，票据市场开始向次贷危机前的形态发展，资产担保票据（Asset-backed commercial paper, ABCP）出现。由于 ABCP 可以作为表外业务，2007 年该市场到达顶峰。票据市场总规模一度是短期国债 2 倍。加强监管后，ABCP 规模从顶峰时期的 1.2 万亿美元降至目前 300billion 美元不到。当前，票据市场回归了传统形式，2019 年整体规模较 2007 年萎缩一半。

1.1 票据发行

目前以两种发行的票据较为常见：证券法案中的 Section 3(a)(3) 或者 Section 4(a)(2)。传统形式为 Section 3(a)(3) 下发行的票据，如果满足六条标准，发行票据可从 SEC 豁免注册从而降低成本：

- 1) 到期日小于 270 天且不能自动展期；
- 2) 票据必须是一种不能被一般公众普通购买的公募形式（非零售）；
- 3) 发行必须是对“正在进行的交易”的融资（或者不超过当前商业交易的额度）；
- 4) 高质量（prime quality）；
- 5) 可协商；
- 6) 可用于向美联储贴现。

这种票据以大面额形式发行，比如 10 万美金。常见的期限为 7-21 天，平均到期日为 30 天，流通性非常好。获得的融资用于正在进行的商业运营，包括发放工资、支付税金、对现有资产融资，比如管理应收账款，存货，但不包括收购。按照 Section 3(a)(3) 条款发行的商业票据为了满足“高质量”的要求，一般会寻求高等级评级，如 Tier-1 级。从而按照该条款发行的商业票据可以用于向美联储抵押获得贴现贷款，即临时印钞凭据。

表1：票据评级

长期债券评级	票据评级
AAA-AA	Tier-1+
AA- to A	Tier-1
A- to BBB	Tier-2
BBB- and lower	Tier-3 and lower

资料来源：东兴证券研究所

2012年 JOBS 法案（Jumpstart Our Business Startups Act）后，以 Section4(a)(2)发行的票据市场深度逐渐与 Section3(a)(3)条款的相当，流动性差别也愈来愈小。这种票据虽然不能用于向美联储贴现贷款抵押，但是融资用途更为广泛，不仅可用于当下交易，也可用于收购的先期资金。目前，有些发行方会同时发行这两种票据。

表2: Section 4(a)(2)票据优缺点

优点	缺点
不要求是对“当下”交易进行融资；	非公开发行，仍是“受限”证券；
可以用于收购的先期资金；	有些投资者对“受限”证券的投资有上限要求；
融资所得可以用于合法的更广泛的用途；	
没有期限限制（但一般不会超过 390 天，否则货币基金不能持有）	

资料来源：东兴证券研究所

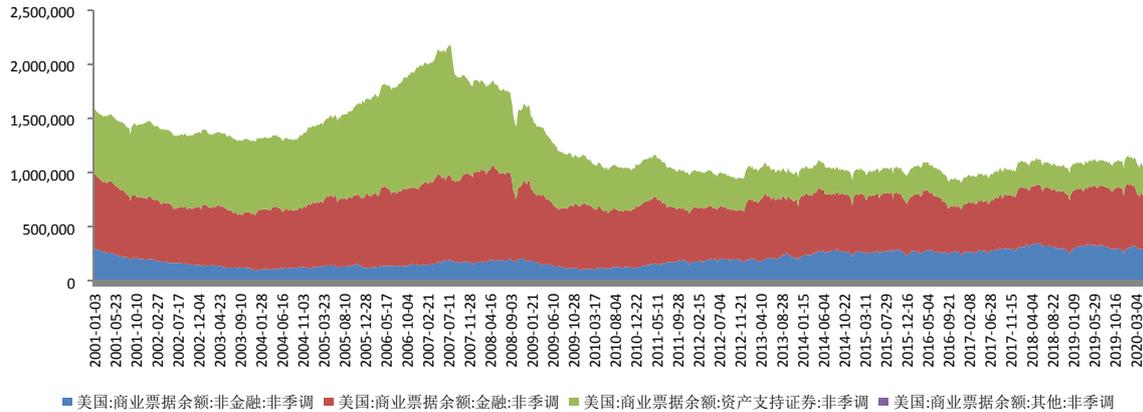
与短期国债类似，CP 一般是折价发行，收益一般比同期限的短期国债略高。很多发行人是按照发行计划滚动发行 CP，通过卖出新的 CP 来支付到期票据。CP 的大面额以及短期限制了 CP 市场只面对大型机构投资者，比如货币基金。票据市场几乎没有二级市场，多数投资者购买后持有到期。如果投资者需要售出票据，一般是售回给承销商。因此，商业票据的交易体系从人员到交易柜台也独立于股票和债券市场。

1.2 商业票据分类

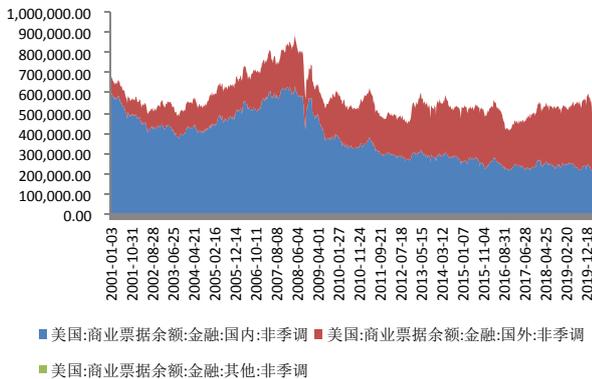
商业票据一般分为三类，互有重叠：非金融、金融以及资产担保（ABCP）。传统的非金融和金融票据是非担保的短期债务，一般由高评级公司发行，包括工业企业、公用公司、BHC 以及消费者金融公司。由于可以建立 SPV 形成表外业务，ABCP 在 2007 年次贷危机中扮演了长贷短融的重要角色。对于投资者而言，ABCP 比传统的非担保票据要不透明。SPV 是一个模糊的实体，它持有的资产对购买者而言并不清楚，信息披露程度也没有统一标准。2007 年之前，ABCP 的正常收益一般高出传统非担保票据约 75bp。次贷危机后，商业票据市场重塑，用商业票据来资产证券化的行为减少。目前的资产担保票据基本与 07 年之前的影子银行无关，多数为实体经济正常的投融资。

1.3 当前商业票据市场存量规模

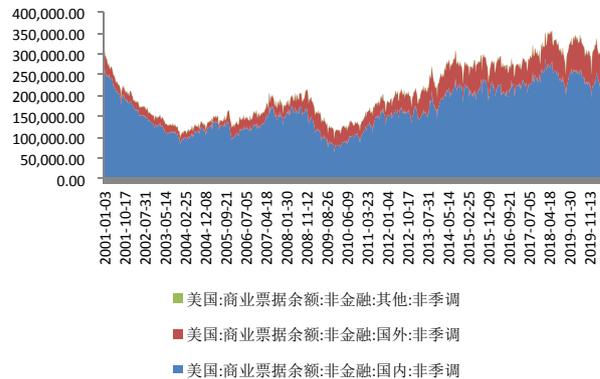
美国商业票据存量规模目前约为 1.1 万亿美元，不到 07 年次贷危机前顶峰的 50%。市场萎缩主要来自 08 年加强监管后资产担保票据发行量下降。扣除资产担保票据，传统的商业票据市场规模稳步增长，接近 07 年高点，其中的非金融票据规模是 07 年高点的 150%。从构成看，金融商业票据约占总规模的一半，美国本地金融机构和外国金融机构发行的商业票据规模相当；非金融商业票据市场仍以美国国内公司为主。

图1：商业票据市场细分规模（million）


资料来源：美联储，东兴证券研究所

图2：金融票据细分规模（million）


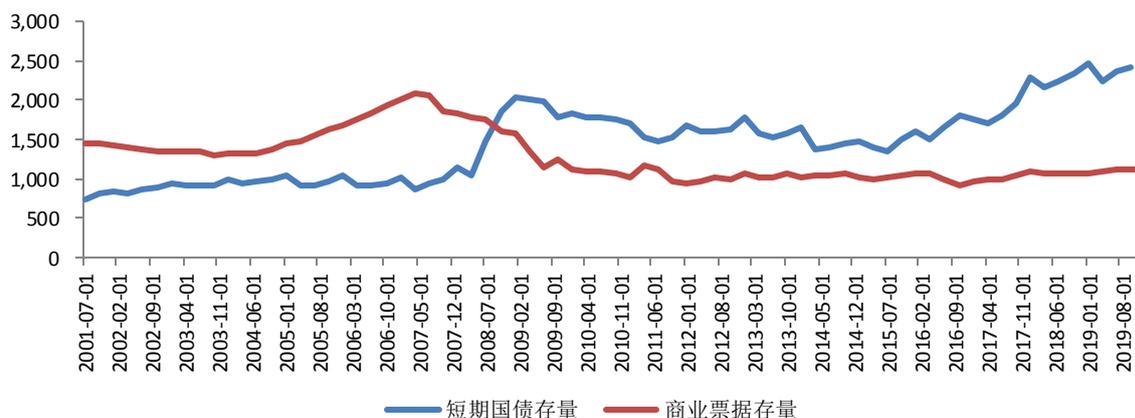
资料来源：美联储，东兴证券研究所

图3：非金融票据细分规模（million）


资料来源：美联储，东兴证券研究所

虽然传统商业票据的绝对规模没有萎缩，但与其他短期货币市场相比，其相对规模或者说对是否构成系统性危机的相对重要性在下降。次贷危机之前，商业票据存量规模是短期国债存量的2倍，即使扣除资产抵押商业票据后的存量也不低于短期国债。2007年后，短期国债存量升至2.4万亿，是商业票据市场的2倍以上；更不要说建立在国债以及MBS基础上的回购市场（以抵押品价值衡量规模约为5万亿）。然而传统的商业票据，特别是非金融商业票据，主要由信用较好的实体公司发行，用来垫付应收账款和覆盖运营成本，存量规模也比次贷危机顶峰增长了50%，因此仍是作为实体经济是否正常运行的市场指标之一。

图4：商业票据市场与短期国债市场规模（billion）



资料来源：美联储，东兴证券研究所

2. 美联储救助情况

疫情危机中，美国金融市场在3月受到流动性冲击，商业票据市场亦不例外。3月，很多投资者已不愿购买超过一周以上的票据。由于该市场对质量较高的非金融公司而言是重要的短期融资途径，直接关系到这些企业的正常运营，因此美联储在本次救助中再次介入，为存量商业票据提供展期，从而鼓励投资者继续持有和正常投资新发商业票据，以减轻疫情带来的流动性危机向实体经济蔓延的速度。

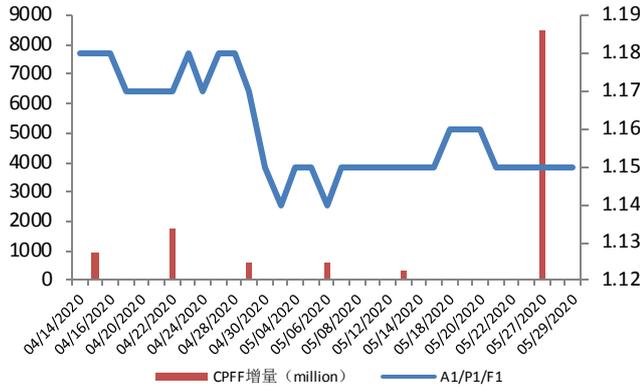
3月17日，美联储授权纽约分行建立并运营商业票据融资便利CPFF。财政部批准了该便利的建立，并使用外汇平准基金向该便利的SPV提供了10billion的权益投资。CPFF的注册流程从2020年4月6日开始，SPV从4月14日开始购买商业票据，暂定2021年3月17日停止购买。PIMCO为其资产管理方，State Street Bank and Trust Company为托管方。

作为商业票据发行人的最后贷款人，该SPV直接向合格的票据发行者购买3个月期限的商业票据。购买的商业票据为最高等级A1/P1/F1以及在3月17号后降级至A2/P2/F2的商业票据。对于没有降级的最高等级商业票据，SPV可以购买的最大额度为2019年3月16日至2020年3月16日的最大存量，定价基于即期3个月的隔夜指数互换（overnight index swap, OIS）上浮110bp。对3月17日以后降级的，购买上限为该发行人在降级之前的商业票据存量规模，定价为OIS上浮200bp。

SPV并不介入二级市场（票据二级市场很小），仅通过一级交易商从合格的发行人直接购买。但发行人可以通过向SPV卖出商业票据来融资回购投资者持有的存量商业票据，从而间接救助持有方（货币基金为主）。

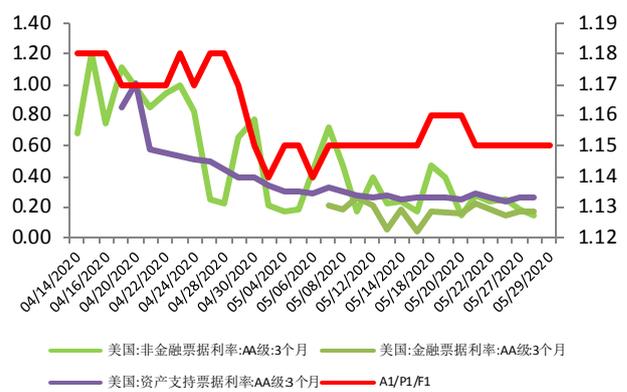
上周，美联储购买了8.5billion美元的3个月新发商业票据，为SPV建立以来最大购买量。购买量相当于当周80天以上AA级别票据发行量的101%，占当周80天以上所有票据总发行量的27%。上周AA级别的金融商业票据新发数为很小，CPFF吸纳的3个月商业票据主要为非金融票据和资产担保票据。截止至5月28日，该便利共吸纳了12.8billion美元的商业票据，占存量市场的1%。

图5: CPFF 增量与买入价 (million)



资料来源：美联储，东兴证券研究所

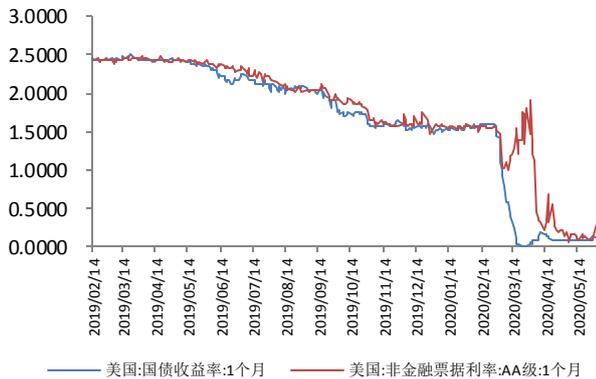
图6: CPFF 买入价与市场价 (%)



资料来源：wind，美联储，东兴证券研究所

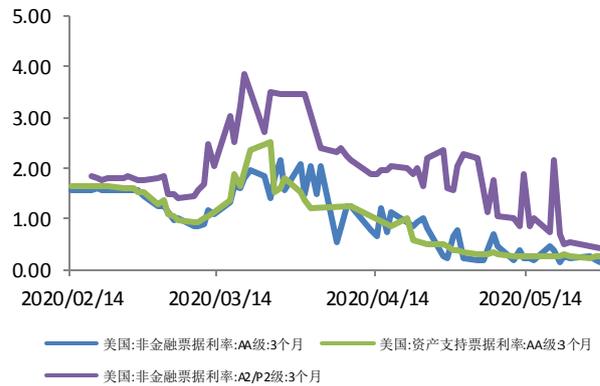
可认为票据市场已大致恢复。从利率上看，CPFF 有效缓解了商业票据市场的利率波动。各个期限的 AA 级利率与相应期限的国债利率利差恢复至正常，A2 级别的利率也持续回落。

图7: 非金融票据与国债利率



资料来源：wind，东兴证券研究所

图8: 低等级票据利率有效回落



资料来源：wind，东兴证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4732

