

美联储看到了什么？

证券研究报告
2020 年 03 月 21 日

作者

宋雪涛 分析师

SAC 执业证书编号: S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

向静姝 联系人

xiangjingshu@tfzq.com

近期 FED 除了降息至 0%-0.25% 区间并启动 QE 外，还使用了多种流动性工具，但目前的美元流动性危机是结构性问题，在不同机构和市场存在分层，虽然新增的商业票据融资便利（CPFF）和离岸美元互换安排可以部分解决非金融企业和离岸非金融机构的流动性问题，但对于美国信用市场和非银金融机构的流动性问题，在风险偏好收缩、银行和一级交易商纷纷自保的情况下，目前没有针对性措施。

预计美联储可能进一步升级目前的工具，**第一**，可以将信用债纳入 QE 可购买资产范围；**第二**，可以松绑“沃尔克规则”。但两者均需国会批准。

风险提示：新冠疫情扩散超预期；货币、财政政策低于预期

相关报告



一、美联储一系列操作暗示了流动性风险

本周一（3月16日）美联储再次紧急降息100bp并启动7000亿美元QE。并且从周一以来，提供了多种流动性工具，这些工具暗示了自上周美股熔断开始，美国金融市场和金融机构所面临的流动性问题。流动性方面，联储至少进行了以下操作：

（1）纽约联储每日至少1750亿美元的隔夜回购操作至4月13日；每周两次14天期限450亿美元的回购操作；每周至少各一次3个月和1个月期限5000亿美元的回购操作。

（2）下调贴现窗口（discount window）利率150bp至0.25，延长贴现窗口期限最长到90天，贴现窗口是美联储对银行的紧急流动性救助工具。降息后，贴现窗口利率0.25%成为利率走廊的实际上限，隔夜回购利率0%成为利率走廊的下限。

（3）3月26日起，存款类机构的存款准备金率要求降至0。并提供日内信用额度（intraday credit），鼓励银行动用资本和流动性缓冲工具。

（4）缓解全球离岸美元流动性紧张，与欧央行、加拿大央行、英格兰银行、日央行、瑞士央行（第一批）和澳大利亚储备银行、巴西中央银行、丹麦国家银行、韩国银行、墨西哥银行、挪威银行、新西兰储备银行、新加坡金融管理局、瑞典国家银行（第二批）建立美元流动性安排，（掉期交易）美元流动性互换定价下调25bp，互换利率为隔夜指数掉期利率（OIS）加25bp。

（5）3月20日起，向一级交易商提供信贷便利（PDCF），PDCF是针对非银金融机构的紧急流动性救助工具。一级交易商包括23家可同美联储直接进行交易的大型投资银行和券商，可以使用美联储的贴现窗口，以回购协议的方式隔夜拆借，抵押物包括了商业票据、市政债券和股票。

（6）建立为期一年的商业票据融资便利机制（CPFF），以支持家庭和企业信用。CPFF将通过特殊目的载体（SPV）购买A1/P1评级的无担保票据，融资利率为3个月隔夜指数掉期利率（OIS）加200bp，为商业票据发行方提供流动性，向商业票据市场提供增信、贷款和抵押以及企业日常的流动性需要。

（7）推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF），避免货币基金在被投资者赎回时出现流动性问题，并波及到资产端的商业票据和大额存单市场。

二、流动性风险主要集中在哪儿

1. 美国国债市场流动性：08年以来最低

近期美国国债市场流动性水平下降，从30年期国债买卖价差扩大和市场深度下降可以看出来。市场深度是大额交易时价格波动的反向指标，美国30年国债的市场深度已下滑至2008年金融危机之后的最低水平。

图1：30年期国债市场深度下滑至2008年水平

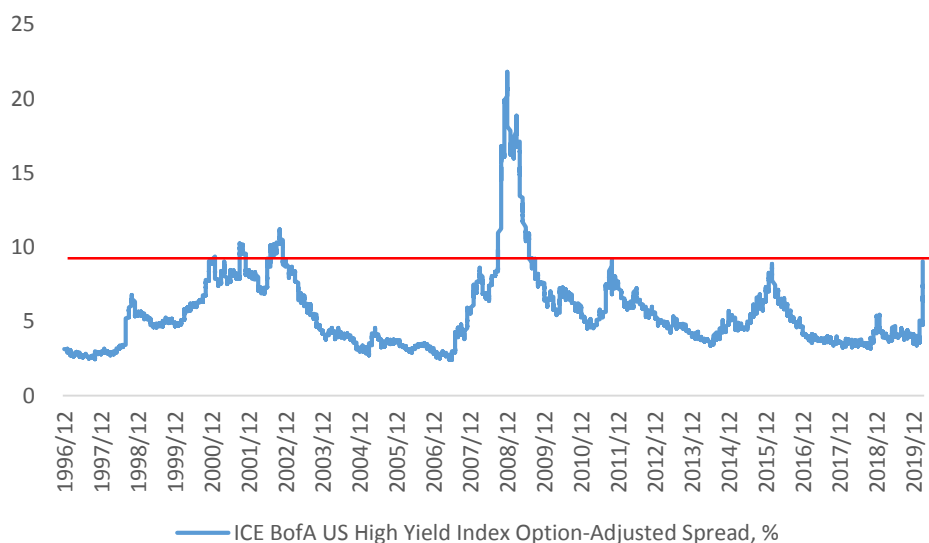


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2. 信用市场流动性：持续紧缩，风险加大

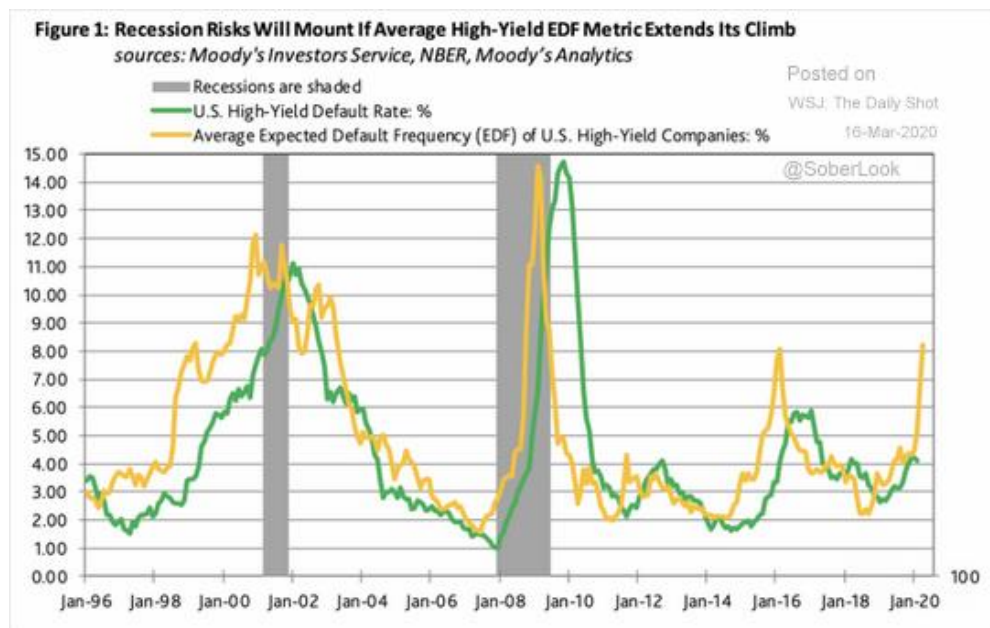
受疫情和油价的双重冲击，美国高收益企业债信用利差已经超过了 2011 年和 2015 年的高点，达到 2008 年金融危机之后的最高，但仍然低于 2000 年互联网泡沫破灭和 2008 年金融危机时期的水平。随着美国确诊人数的上升和经济活动所受影响愈加显著，高收益债的违约率可能将大幅上升。杠杆贷款收益率也有明显跳升，但未超过 2011 年和 2015 年的高点。

图 2：高收益债信用利差达到 08 年之后最高（3 月 18 日）



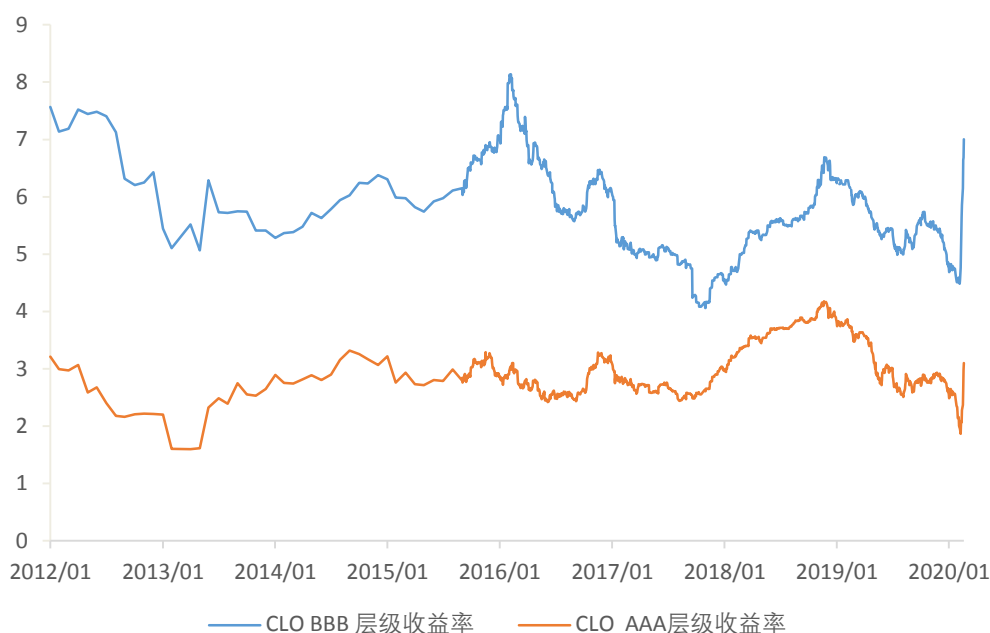
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：穆迪预测高收益债违约风险将大幅上升



资料来源: Moody, WSJ, 天风证券研究所

图 4: 杠杆贷款 AAA 和 BBB 层级收益率均大幅跳升

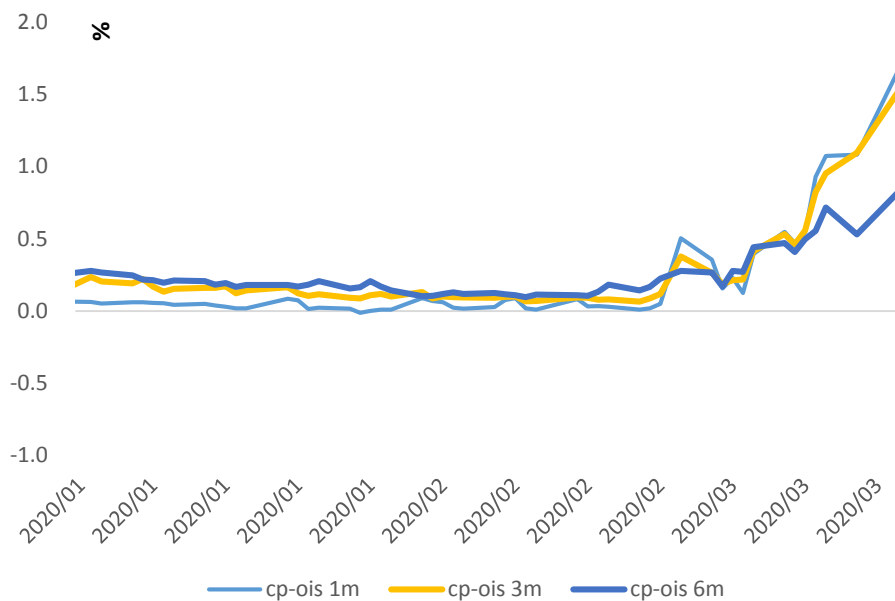


资料来源: Moody, WSJ, 天风证券研究所

3. 商业票据市场流动性: 有待观察

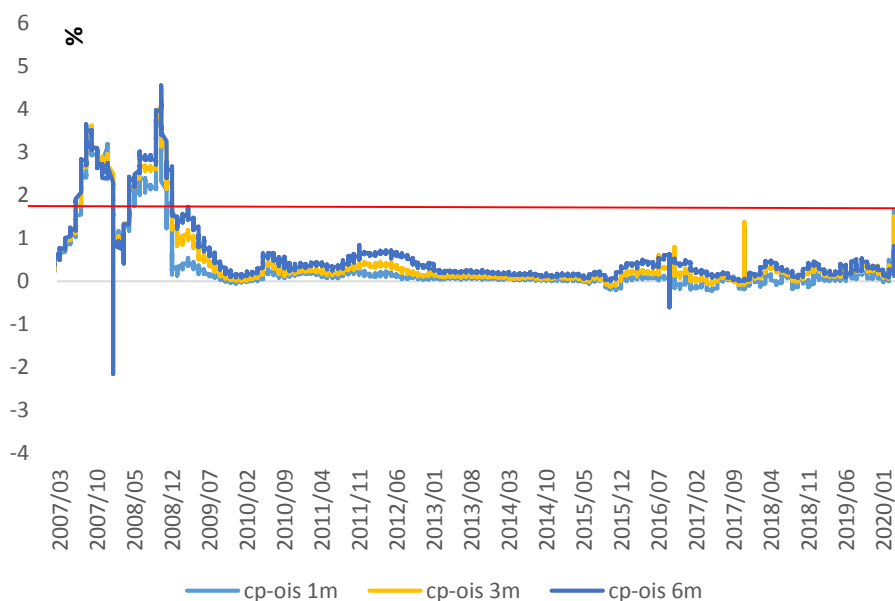
3 月以来, 非金融商业票据与 OIS 利差明显走扩, 目前为 2008 年以来最高。在美联储重启了 CPFF 后, 商业票据市场的信用利差继续走阔。由于商业票据对于美国家庭和企业的信用支持至关重要, 如果票据市场面临严重的流动性紧缩和利差走阔, 联储可能会直接购买票据而不是通过 SPV。对于商业票据市场的流动性情况仍有待观察。

图 5: 商业票据市场信用利差从 3 月开始走阔 (3 月 20 日)



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 6：目前商业票据市场信用利差(%)为 2008 年以来最高

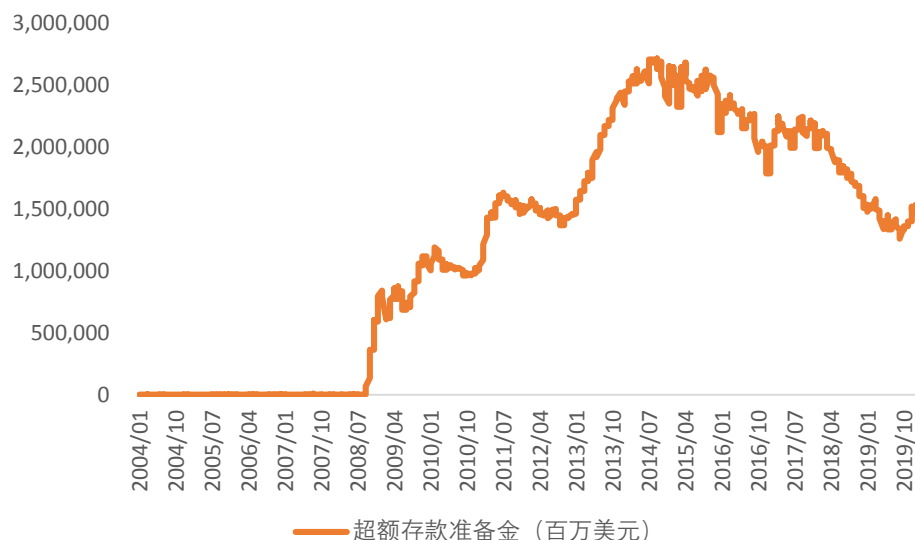


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

4. 存款类机构流动性：保持充足

美联储对银行提供一定的日间透支额度，且无需提供抵押品，目前的银行透支信贷量远低于金融危机水平。另一方面，商业银行超额存款准备金在金融危机后一直处于较高水平，银行资本充足。

图 7：美国银行超额存款准备金充足

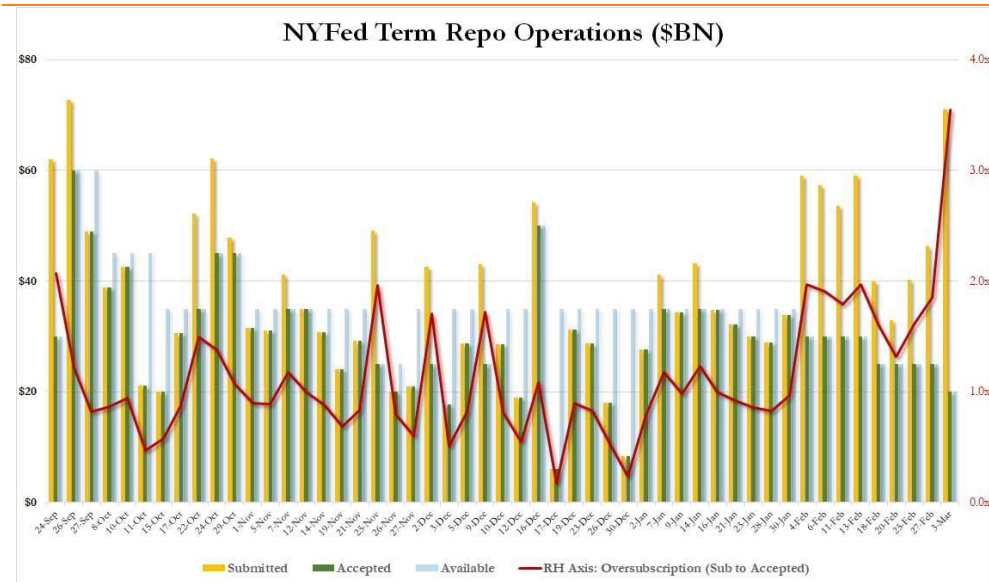


资料来源：WIND，天风证券研究所

5. 非银机构流动性：出现分层

过去一个月纽约联储的隔夜回购处于超额认购状态，上周隔夜回购利率在美联储连续注入流动性后仍居高不下，说明交易可能存在对手方风险。美国的回购市场参与方包括银行和非银等主要金融机构，由于存款类机构的流动性较为充裕，说明非银的流动性存在问题。

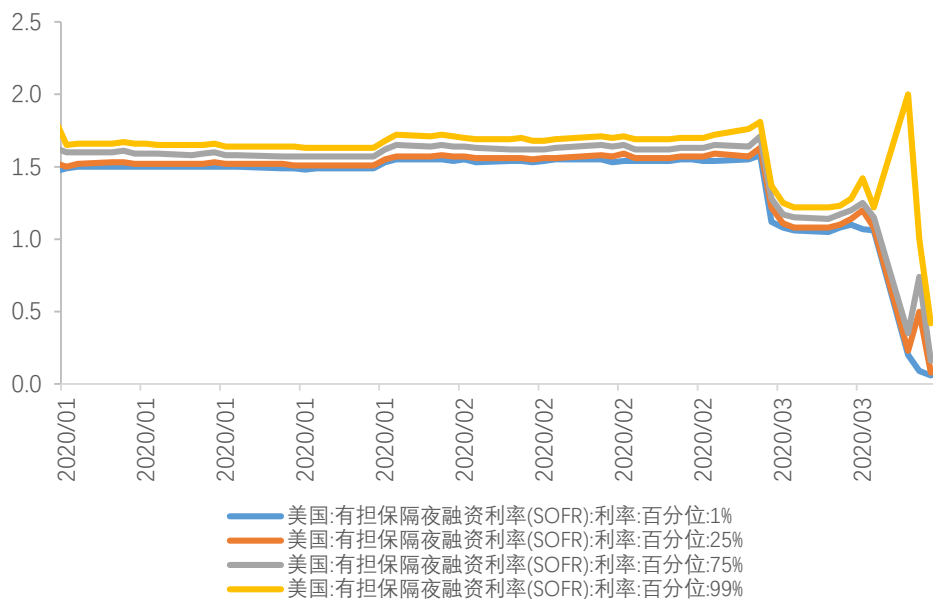
图 8：纽约美联储隔夜回购在二月后被超额认购



资料来源：NY fed，天风证券研究所

担保隔夜融资利率（SOFR）仍然处于低位，但 SOFR 利率 75 分位和 99 分位的利差在 3 月 16 日明显拉大，说明部分非银机构面临流动性紧张，由于可参与质押回购融资市场的非银机构优先，因此非银机构的实际流动性情况可能更加糟糕。

图 9：SOFR 利率出现分层

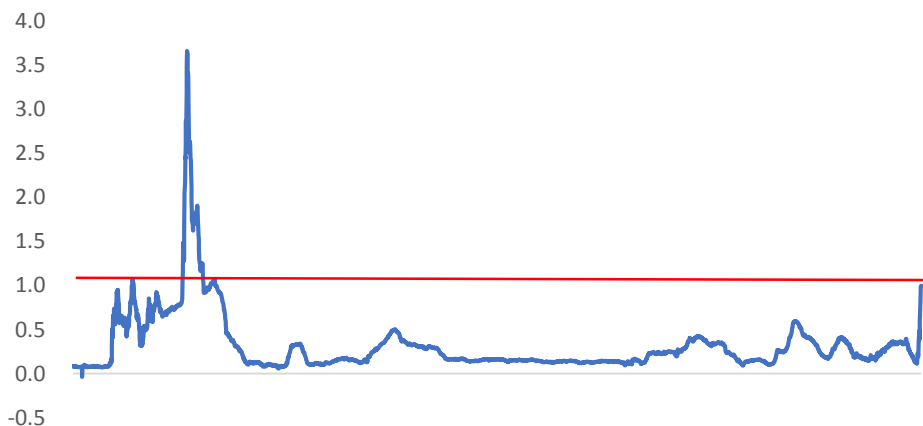


资料来源: WIND, 天风证券研究所

6. 离岸美元市场流动性: 部分缓解

美国回购市场流动性紧张进一步冲击到离岸美元市场。Libor-OIS 利差上升至，欧元的基准互换（Basis Swap）利率在 3 月 17 日出现暴跌。但在美联储与多国建立美元互换安排后，离岸美元流动性危机得到部分缓解，美欧元基准互换利率回到正常区间。

图 10: Libor-OIS 升至 08 年后最高 (3 月 20 日)



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_6373

