

美联储新工具揭秘：原理与成因

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

相关报告

- 1 宏观专题 20210322: 政府杠杆率从何处降?
- 2 宏观专题 20210329: 补库存要靠哪些行业?
- 3 宏观专题 20210405: 修路能否致富? ——拜登计划的现实与影响
- 4 宏观专题 20210419: 比特币带来“安全感”? ——比特币资产系列研究之一
- 5 宏观专题 20210426: 全球疫情反弹, 经济迎来拐点?
- 6 宏观专题 20210509: 假期服务恢复, 因何被低估?
- 7 宏观专题 20210524: “未富先老”还是“未富先降”? ——从经济发展视角看我国人口变化
- 8 宏观专题 20210531: 成本压力来袭, 哪些行业堪忧?
- 9 宏观专题 20210620: 消费下半场, 中国将接棒?
- 10 宏观专题 20210705: 猪价要见底了么?
- 11 宏观专题 20210724: Delta 变异毒株有多可怕?

投资要点

- **专题：美联储新工具揭秘：原理与成因**
- **SRF 与 FIMARF 都是美联储进行隔夜回购交易向市场提供流动性的工具。** SRF 是一级交易商可以随时从美联储获得流动性的新工具。在 SRF 工具出现前，美联储向一级交易商提供流动性支持的方式主要包括公开市场操作（OMO）、一级交易商借贷便利（PDCF）和定期证券借贷便利（TSLF）。但是 OMO 并不及时，PDCF 和 TSLF 亦非常设工具，美联储提供的流动性支持有限。此外，为应对离岸市场美元流动性危机，美联储于 2020 年 3 月创设了临时 FIMARF，近期已经成为常备回购工具。
- 相较于 2019 年 9 月“钱荒”之后再行流动性释放的操作，美联储在当下流动性宽松之时推出常设回购工具大有未雨绸缪之意。**当前美国金融市场流动性趋于过剩，此番美联储常设回购协议工具旨在平抑未来货币政策转向时可能引发的市场波动。**吸取 2019 年 9 月“钱荒”的经验教训，作为补充流动性工具的 SRF 与 FIMARF 能够在一定程度上消除未来货币政策转向可能引发的流动性短缺。此外，常设回购协议也能够提升财政和货币政策的协同性。如果下半年民主党和共和党在国会就上调政府债务上限达成一致，那么拜登政府有可能继续发行国债，挤占市场流动性，若美联储启动逐步缩减购债规模，流动性将进一步缩减。此时，SRF 与 FIMARF 将为市场补充短期流动性，以弥补政府发债带来的流动性收缩问题。
- **一周扫描：**
- **疫情：欧美疫情大幅反弹，东南亚疫情继续恶化。**上周全球新增确诊与死亡病例录得约 404.6 万与 6.3 万。欧美与东南亚部分国家确诊病例数量持续攀升，新一波疫情的苗头开始在拉美各国出现，我国南京也发现了由变种病毒引起的疫情。
- **海外：美联储按兵不动，欧洲经济逐步回暖。**美联储“按兵不动”，将继续实行宽松的货币政策。欧洲央行宽松政策或将持续更长时间，日本央行称其将“毫不犹豫”的放松政策以应对经济下滑。欧洲通胀压力抬头，经济逐步回暖。
- **物价：国际油价走高，煤、钢双双上行。**本周主要食品价格有所分化。7 月以来商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格环比下跌。本周国际油价走高，国内钢价、煤价双双上行。
- **流动性：资金利率分化，美元指数回落。**本周 DR001 周度均值环比下行 8.3bp，DR007 周度均值环比上行 14.4bp。R001 周度均值环比下行 5.6bp，R007 周度均值上行 29.4bp。本周美元指数均值回落至 92.3。
- **大类资产表现：全球权益市场普跌，国内债券利率下行。**A 股、港股调整较为剧烈，而国内权益市场方面，周期和科技板块表现仍然坚挺。美国股市本周回调幅度相对较小，道琼斯指数、标普 500 本周均下跌 0.4%。黑色系继续引领全球大宗，焦煤、焦炭本周分别上涨 10.5%和 6.1%。铁矿石跌幅较大，本周下跌 8.8%。本周 10 年期国债收益率周度均值下行 4.1bp，10 年期国开债收益率周度均值下行 4.5bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 专题思考：美联储新工具揭秘：原理与成因	- 4 -
2. 疫情：欧美疫情大幅反弹，东南亚疫情继续恶化.....	- 7 -
3. 海外：美联储按兵不动，欧洲经济逐步回暖.....	- 9 -
4. 物价：国际油价走高，煤、钢双双上行	- 10 -
5. 流动性：资金利率分化，美元指数回落	- 12 -
6. 大类资产表现：全球权益市场普跌，国内债券利率下行.....	- 14 -

图表目录

图表 1: SRF 与 FIMARF 操作流程	- 4 -
图表 2: 美联储向一级交易商提供流动性支持的主要方式	- 5 -
图表 3: 美联储回购协议 (亿美元)	- 5 -
图表 4: PDCF 余额 (亿美元)	- 6 -
图表 5: FIMARF 使用情况 (亿美元)	- 6 -
图表 6: 隔夜银行间融资利率与隔夜担保融资利率 (%)	- 7 -
图表 8: 各国每日新增病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 8 -
图表 9: 各国每日疫苗接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 9 -
图表 10: 各经济体疫苗覆盖率 (%)	- 9 -
图表 11: 各经济体制造业 PMI 指数	- 10 -
图表 12: 农产品批发价格 200 指数	- 11 -
图表 13: 食用农产品价格指数	- 11 -
图表 14: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 11 -
图表 15: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 12 -
图表 16: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 12 -
图表 17: 动力煤及焦煤价格 (元/吨)	- 12 -
图表 18: R001 和 DR001 利率 (%)	- 13 -
图表 19: R007 和 DR007 利率 (%)	- 13 -
图表 20: 央行公开市场操作 (亿元)	- 13 -
图表 21: CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	- 14 -
图表 22: 美元指数	- 14 -
图表 23: 大类资产表现 (%)	- 14 -
图表 24: 申万行业表现 (%)	- 15 -
图表 25: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 15 -
图表 26: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 15 -

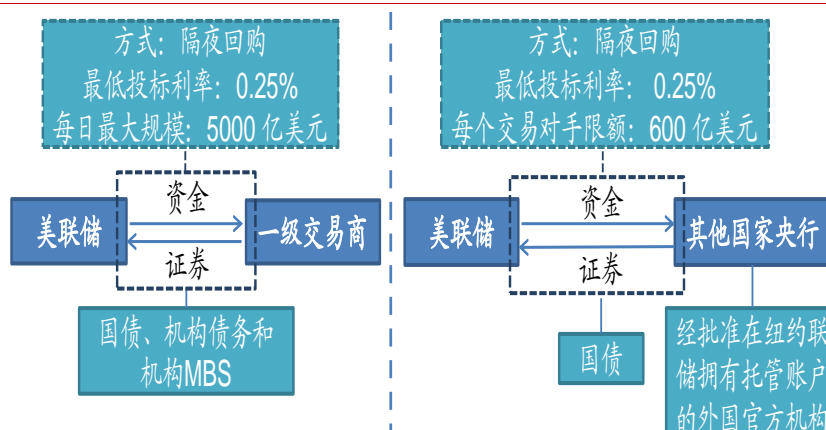
1. 专题思考：美联储新工具揭秘：原理与成因

近期，美联储在 FOMC 会议上宣布设立两种常设回购工具以提供流动性支持，分别是针对国内的 SRF（Standing repo facility）以及针对国外的 FIMARF（Standing FIMA repo facility），那么，这两种新设工具具体如何操作？又为何在此时推出？本报告对此进行展开分析。

SRF 与 FIMARF 均是美联储进行隔夜回购交易向市场提供流动性的工具。 SRF 工具允许交易商以国债、机构债和机构 MBS 为抵押物，与美联储签订回购协议从而获取流动性。该工具目前交易对手主要是一级交易商，未来将增加存款机构。此外，SRF 每天最大规模为 5000 亿美元，最低投标利率为 0.25%，略高于隔夜拆借利率的一般水平。

FIMARF 则允许纽约联储托管账户持有人（主要是国外央行）与美联储签订回购协议，账户持有人会暂时将其持有的美国国债卖于美联储，并约定在次日将其买回。美联储曾在 2020 年 3 月临时设立该工具提供海外美元流动性。目前最低投标利率定为 0.25%，同时对每个交易对手设置 600 亿美元的限额。FIMARF 虽然为隔夜回购，但可根据需要滚续。

图表 1：SRF 与 FIMARF 操作流程



来源：美联储，中泰证券研究所

SRF 是一级交易商可以随时从美联储获得流动性的新工具。与银行体系存款机构不同，一级交易商没有贴现窗口，无法随时从美联储获得流动性支持。在 SRF 工具出现前，美联储向一级交易商提供流动性支持的方式主要包括公开市场操作（OMO）、一级交易商借贷便利（PDCF）和定期证券借贷便利（TSLF）。但是这三类方式各有缺陷：公开市场操作并不及时，且一级交易商借贷便利和定期证券借贷便利亦非常设工具，美联储提供的流动性支持有限。

图表 2: 美联储向一级交易商提供流动性支持的主要方式

工具	主动权	是否常设	方式	交易或抵押标的	交易对手
SRF	交易商	是	隔夜回购	国债、机构债务证券和机构 MBS	一级交易商
OMO 回购	美联储	否	隔夜回购/定期回购	国债、机构债务证券和机构 MBS	各类金融机构
PDCF	交易商	否	隔夜/90天回购	商业票据、市政债券, 以及范围广泛的股票证券	一级交易商
TSLF	交易商	否	以低流动性抵押品向纽约联储换取国债	低流动性抵押品	一级交易商

来源: 美联储, 中泰证券研究所

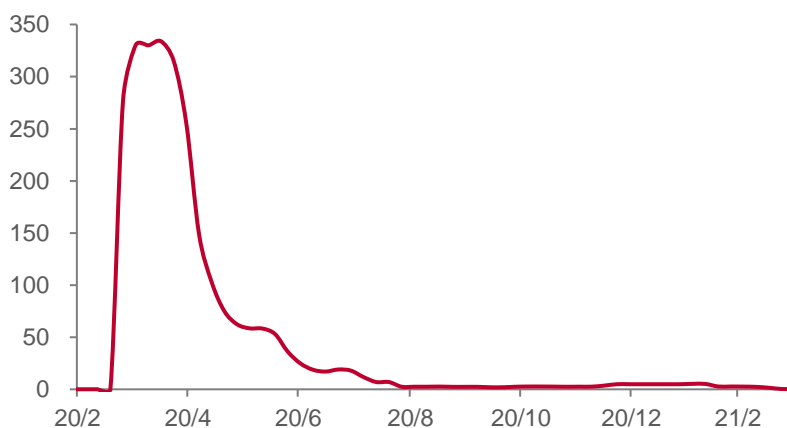
公开市场操作向一级交易商提供流动性并不及时。公开市场操作投放流动性主要有两种方式。一是在永久性操作中直接购买债券, 常见于执行量化宽松政策期间, 此时市场流动性极度充裕, 交易商不需要额外流动性支持。二是临时性操作中的回购, 但这种回购并不是常设性质的, 一般只有在突发性流动性紧张时美联储才会主动使用。本次设立的常备回购工具意味着美联储愿意在设定的利率水平上随时向交易商提供流动性, 且主动权在交易商。

图表 3: 美联储回购协议 (亿美元)


来源: Fred, 中泰证券研究所

一级交易商借贷便利 (PDCF) 与贴现窗口类似。美联储曾于 2008 年 3 月为了救助交易商而创设了 PDCF 临时救助工具, 该工具使一级交易商与存款机构一样可以使用贴现窗口, 交易商按与存款机构同样的贴现率向美联储借款, 抵押物是各种投资级证券。2020 年 3 月美联储重启 PDCF, 抵押品范围进一步扩充, 贴现最高期限提高到 90 天, 美联储于今年 3 月底退出 PDCF。

图表 4: PDCF 余额 (亿美元)



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

定期证券借贷便利 (TSLF) 设立的更多是为了提高抵押证券的流动性。TSLF 允许交易商使用流动性较差的证券作为抵押向纽约联储借入流动性较高的国债。该工具不直接进行资金的借贷, 而是以抵押证券为担保借出国债, 使得一级交易商可以更便利的在市场上获得融资。美联储于 2008 年 3 月引入 TSLF, 于 2010 年 2 月退出。

在 2020 年 3 月, 美联储为应对离岸市场美元流动性危机创设了临时 FIMARF。当时回购利率为超储利率 (IOER) +25bp, 期限为隔夜回购, 但可根据需要滚续。该工具近期已经成为常备回购工具。FIMARF 的优点体现在: 外国央行不用为了获取美元流动性而直接在二级市场抛售美债, 有助于支持美国国债市场平稳运行并缓解全球美元融资市场压力。另一种美联储向海外央行提供美元流动性的工具是中央银行流动性互换, 两种工具主要区别在于央行流动性互换使用两国货币而不是美债。

图表 5: FIMARF 使用情况 (亿美元)



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

相较于 2019 年 9 月“钱荒”之后再行流动性释放的操作, 美联储在当下流动性宽松之时推出常设回购工具大有未雨绸缪之意。

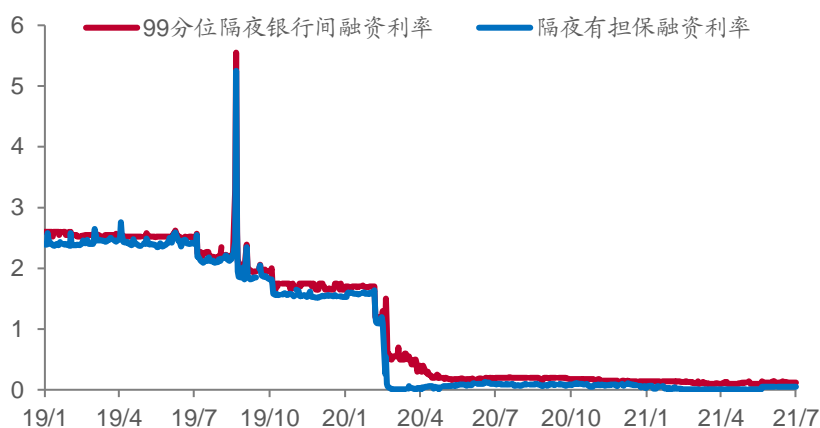
美国金融市场流动性趋于过剩。虽然美联储目前仍保持每月 1200 亿美元的购债规模不变, 但考虑到美国财政部 TGA 账户“泄洪”与市场上流动性

过剩等情况，美联储已于6月议息会议后将充当利率走廊下限的超额准备金利率与隔夜逆回购利率均上调5个基点，以回收部分过剩流动性。隔夜银行间融资利率（OBFR）与隔夜担保融资利率（SOFR）随即分别上升至0.08%、0.05%，而隔夜逆回购交易量也明显上升。当下美联储虽尚未正式启动QE退出程序，但货币政策工具利率5个基点的上调已引起逆回购近万亿规模的创记录交易量。由此可见，一旦美联储实施Taper，流动性泛滥的美国金融市场或将有所响应，不排除流动性过剩局面演变为“钱荒”的可能性。

此番美联储常设回购协议工具旨在平抑未来货币政策转向时可能引发的市场波动。吸取2019年9月“钱荒”的经验教训，作为补充流动性工具的SRF与FIMARF能够在一定程度上消除未来货币政策转向可能引发的流动性短缺。2019年9月中旬，在美联储缩表使得银行体系流动性收紧、缴税期与各国抛售美债的三重作用下，美国金融市场出现流动性紧张的“钱荒”局面：9月13日-9月17日期间隔夜银行间融资利率一度从2.22%冲上5.55%，意味着市场短期流动性极为紧张。而当时美联储缺乏常设流动性释放工具，可用的政策工具效果显现相对缓慢。

作为可进行隔夜正回购的SRF与FIMARF具备足够的灵活性，在出现短期流动性短缺的情况下，国内市场能够通过执行隔夜正回购快速获得流动性补充，维持其平稳运行。而对于海外市场来说，一旦因预期外的事件冲击导致海外美元流动性紧缺，海外央行可以经由美联储的FIMARF随时将自己的持仓美债转化为美元流动性，无需进行抛售。

图表6：隔夜银行间融资利率与隔夜担保融资利率（%）



来源：圣路易斯联储，中泰证券研究所

此外，常设回购协议也能够提升财政和货币政策的协同性。截至7月31号，长达两年的美国债务暂停期即将告终，22万亿美元的政府债务上限面临恢复。如果下半年民主党和共和党在国会就上调政府债务上限达成一致，那么拜登政府有可能继续发行国债，挤占市场流动性，若美联储启动逐步缩减购债规模，流动性将进一步缩减。此时，SRF与FIMARF将为市场补充短期流动性，以弥补政府发债带来的流动性收缩问题。

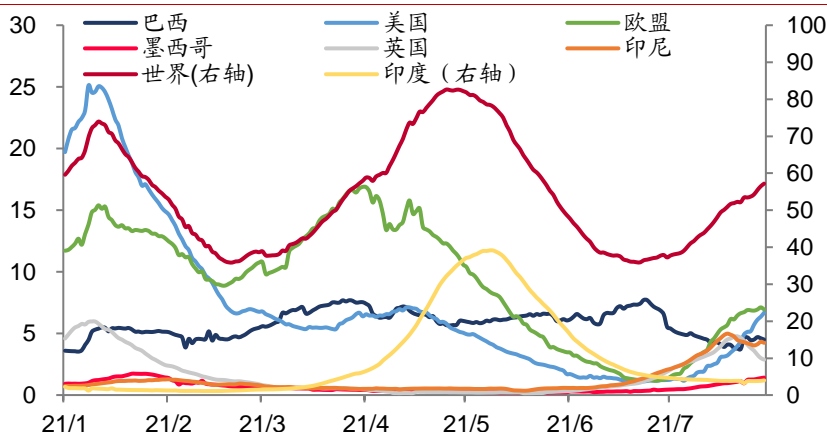
2. 疫情：欧美疫情大幅反弹，东南亚疫情继续恶化

新冠病毒仍在全球范围内蔓延，欧美疫情有所反弹。最新一周，全球新冠肺炎新增确诊与死亡病例录得约 404.6 万与 6.3 万，新增确诊较前一周上升 10.8%，新增死亡上升 5.9%；新增病例主要集中在美国（5.7 万）、巴西（4.2 万）、印度尼西亚（4.1 万）等国家。

欧美与东南亚部分国家确诊病例数量持续攀升，新一波疫情的苗头开始在拉美各国出现。全球各国实行差别化的限制措施，位于东南亚的缅甸和泰国继续实行封锁规定；而在英国“全面解封”新增病例连续多日下降的背景下，澳大利亚等国家逐渐开始解除封锁。

我国南京也爆发了由变种病毒引起的疫情。最近一周，南京市累计确诊快速上升，疫情传播链已经延长至多省。本月全国累计报告新增本土确诊病例 300 多例，接近此前 5 个月总和。

图表 7：各国每日新增病例数量（七日移动平均，万例）



来源：Our World in Data，中泰证券研究所

从日均疫苗接种量上来看，上周全球疫苗接种量仍然呈上升态势，但各国接种趋势并不一致。欧洲、日本疫苗接种量有所下降，印度、巴西接种量有所回升，美国、英国疫苗接种趋缓，在中国疫苗援助下，拉美国家的疫苗接种量也维持在相对稳定的状态。中国仍是每日接种疫苗剂数最大的国家，疫苗接种量持续上升，现日接种量约 1566 万剂，每百人疫苗接种剂数比例已达到 111.25%。

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_24708

