

美元流动性分化，暗示哪些问题？

——疫情宏观分析系列之二十四

宏观深度

要点

- ◆ **此次美国流动性危机呈现出回购市场、商业票据市场、外汇掉期市场“击鼓传花”的局面。**美国的金融市场可以分为货币市场、股票市场、债券市场和衍生品市场，其中货币市场在流动性的传导中居于重要位置。此次流动性危机中，一级交易商和银行等中介机构冻结了向非银机构的流动性供给，而高杠杆的对冲基金成被迫平仓或追加保证金，流动性需求大增，回购市场成为危机暴风眼。
- ◆ **美联储货币政策呈现从常规政策转移到非常规新型政策工具、支持重点从 AAA 级大型机构转移到中小型机构的特点，多指标显示美元流动性已经得到有效缓解。**美国 10 年期国债收益率相应回落、投资级、投机级债券指数基金价格回升、欧元/日元对美元外汇互换基差回暖，指标显示资本市场、离岸市场美元流动性得到有效缓解。
- ◆ **但商业票据、Libor-OIS 利差回落有所延迟，市场对信用风险的担忧仍存。**Libor-SOFR 由负转正，企业债信用利差仍在高位，反映出无担保交易被要求支付更高的溢价，市场对流动性风险演变成信用风险的担忧仍存。
- ◆ **市场对期限风险的担忧亦在。**金融商票各期限品种利率、Libor 各期限利率走势出现分化，除隔夜、1 周利率有明显回落外，1-3 月期利率回落均出现时滞。隔夜 Libor-EFFR 回落及时，进一步佐证离岸市场期限溢价风险仍高。信用债的期限利差也仍在相对高位。虽 3 月期 FRA-OIS 回落较快，但 Libor-OIS 利差短期或难回正常水平。
- ◆ **风险提示：**疫情拐点尚未出现，信用和期限风险延续，FRA-OIS 走阔。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S09305161100002)
 021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

黄文静 (执业证书编号：S09305161100004)
 010-56513039
huangwenjing@ebcn.com

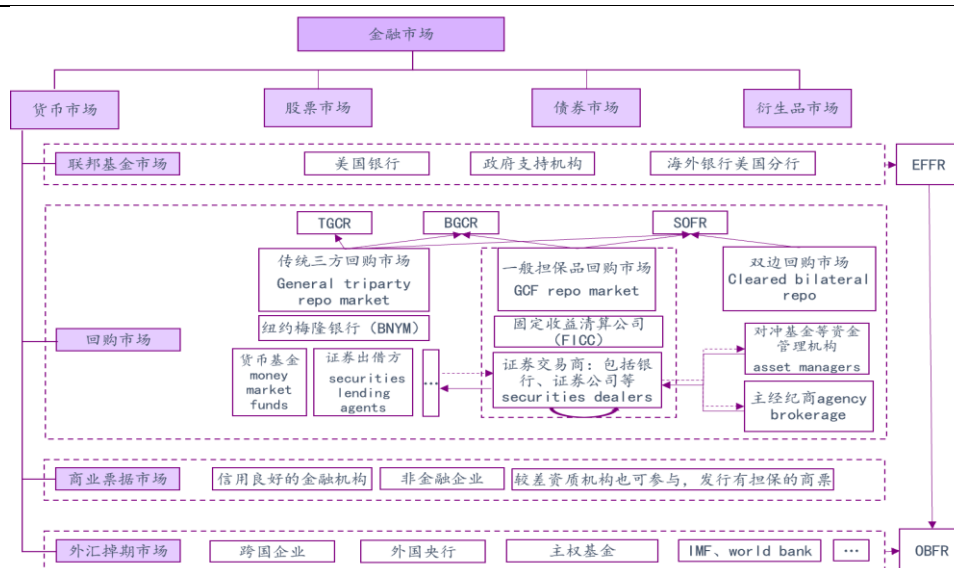
为应对资本市场剧烈震荡和美元流动性紧张，美联储近期频频颁布货币政策，运用各种货币工具，多渠道、多角度为金融系统和实体经济提供流动性支持。美股、黄金、美债相应回升，美元指数回落，但不同流动性指标表现分化，哪些缓解、哪些仍紧张？流动性危机基本过去，但流动性局部阻塞原因为何？接下来，美国金融市场还有哪些风险点？

1、此次流动性危机，是哪个环节出了问题？

美国的金融市场可以分为货币市场、股票市场、债券市场和衍生品市场。其中货币市场在流动性的传导中居于重要位置，包括联邦基金市场、回购市场、商业票据市场及外汇掉期市场等短期资金拆借平台。

- **联邦基金市场**是无担保的资金借贷市场，主要供存款性金融机构之间拆借准备金。2008 年 QE 开启后，因超额准备金过于充裕，银行间拆借交易量日渐萎缩，主要参与者从美国银行转为政府支持企业（GSEs）和外资银行在美分支机构。
- **回购市场**是有担保的资金借贷市场，参与者包括银行和券商、基金、保险等非银金融机构，2008 年之后成为在岸主要短期流动性融资场所。回购市场目前主要有传统三方回购市场、一般担保品回购市场和双边回购市场，前两者为三方回购市场，需第三方机构托管担保资产和清算。传统三方回购市场主要为货币基金、机构资金等现金提供者向证券交易商（银行、证券公司等多种金融机构）提供流动性的平台，一般担保品回购市场主要供交易商之间互相拆借资金。双边回购市场则为交易商向对冲基金提供资金的场所。
- **商业票据市场**类似债券市场，是高评级金融机构和企业的短期融资工具（商业票据）的发行和交易市场。
- **外汇掉期市场**则为国外央行、海外主权基金、跨国企业等提供离岸美元的交易平台。（图 1）

图 1：美国金融市场架构

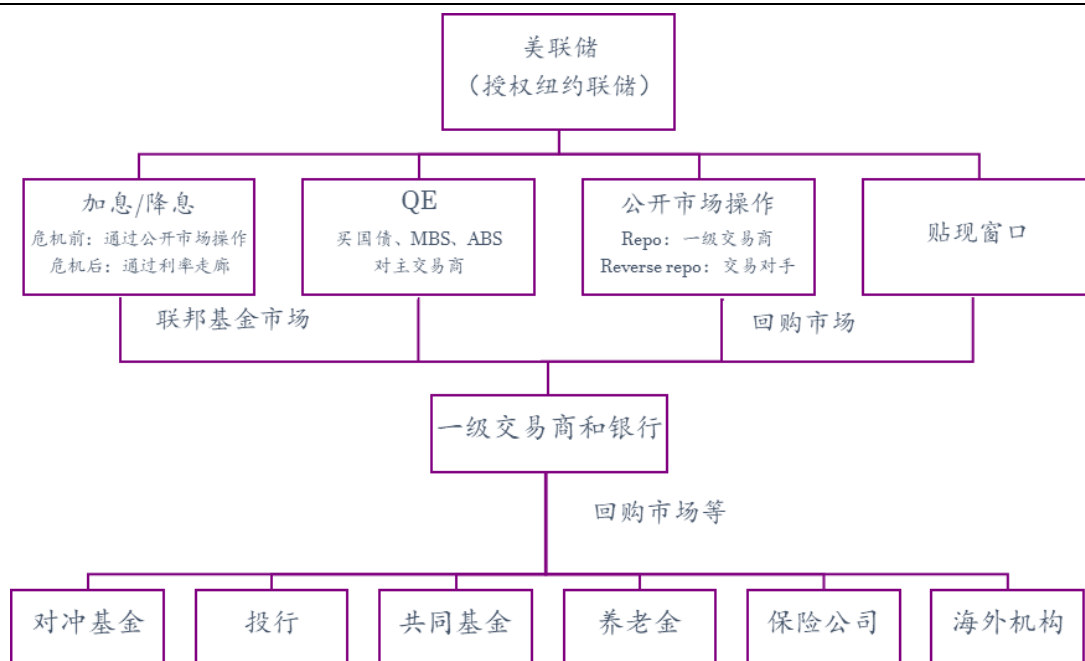


资料来源：Key Mechanics of The U.S. Tri-Party Repo Market, New York Fed.

注：TGCR: Tri-Party General Collateral Rate; BGCR: Broad General Collateral Rate; SOFR: Secured Overnight Financing Rate; EFFR: effective fed funds rate; OBFR: overnight bank funding rate。

那么，美国金融市场的流动性如何传导？此次流动性危机是哪个环节出了问题？美联储的主要货币政策包括调整基准利率（Fed Fund Rate, FFR）、QE、公开市场操作、及贴现窗口等。美联储首先向一级交易商投放流动性，一级交易商和银行再通过回购市场等货币市场向非银金融机构（对冲基金、投行、共同基金、养老金、保险公司、海外机构）提供流动性。因此，**一级交易商和银行等中介机构在传统流动性传导中起到非常重要的作用。**

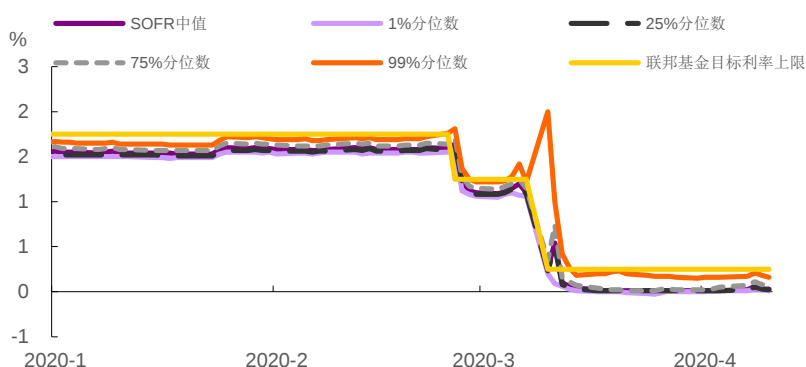
图 2：美国金融市场流动性传导路径



资料来源：Fed，光大证券研究所。

在此次流动性危机中，回购市场成暴风眼，中介流动性供给冻结。面对市场的大幅下跌、质押品价格波动率加大，交易对手风险上升，而次贷危机后出台的 Volcker 法则使得银行等中介不能再承受过多的信用风险，一级交易商和银行资金融出意愿大幅下降，且疫情冲击可能恶化银行资产端风险，也暂缓向非银机构融出资金。传统的流动性传导渠道堵塞，回购利率结构性分化，资质较差的非银金融机构融资成本急剧上行。

图 3：回购利率结构性分化

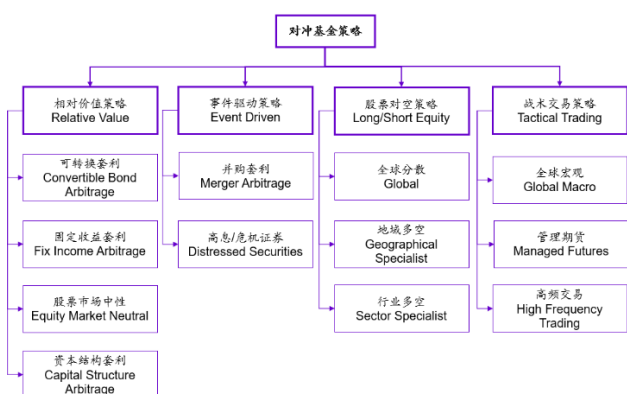


资料来源：Wind，数据截至 2020 年 4 月 16 日。

高杠杆的对冲基金成为流动性危机的导火索。对冲基金是双边回购市场的主要资金需求方，通常采取相对价值策略、事件驱动策略、股票多空策略、以及战术交易策略，同时其杠杆在近几年节节攀升，平均杠杆率一度接近9倍。

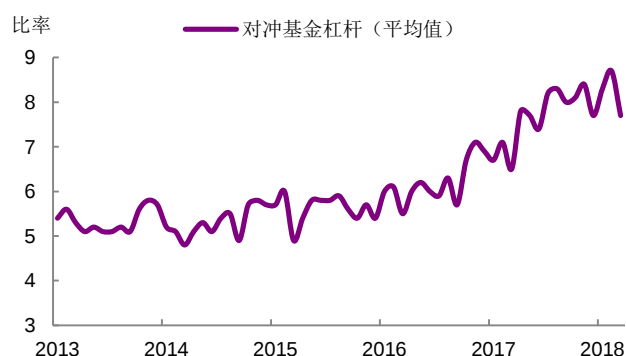
例如，某些相对价值策略是基于收益率曲线的多空组合，危机前预期美国宏观基本面向好，收益率曲线会呈牛陡状态，因而做空长端国债，做多短端国债，由于长短端利差波动较小，杠杆需加到较高以获得预期收益。但在疫情冲击加剧市场波动、导致油价暴跌与外国主权基金变卖资产的情况下，银行惜贷使得短期利率急剧上行，长期国债由于避险功能使得收益率下降，**基于此策略的基金亏损被迫平仓，并产生大量现金需求以满足客户赎回要求。**同样的，在股、债、商品价格齐跌情况下，**基于风险平价策略的基金也受到巨大的市场冲击**，流动性需求猛增。价格下行、波动率上升又反过来促进了客户赎回和追加保证金要求，形成了流动性挤兑。抵押品价格的波动导致中介融出资金意愿下降，短期流动性供给冻结。

图 4：对冲基金投资策略



资料来源：Investment Strategies of Hedge Funds, by Filippo Stefanini. 光大证券研究所。

图 5：对冲基金杠杆近几年逐步增加

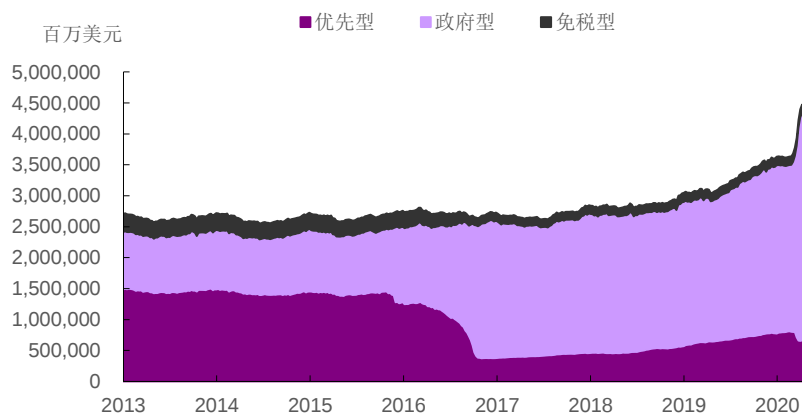


资料来源：《美国 2019 年金融稳定报告》。

部分货币基金和商业票据被抛售。这一轮资产价格的大幅下跌造成了投资者的恐惧与抛售，投资者只愿意持有现金资产，因此投资于短期政府债务的货币基金受到投资者追捧，与此同时美国优先型货币基金资金大幅流出。美国货币基金包括政府型、优先型、免税型三种，其中优先型货币基金是唯一能够将资金投入商业票据市场的货币基金，政府型货币基金则主要投向风险低的国债、政府债以及回购市场，被投资者看作的现金的替代品，在其安全性的支撑下获得了大量的资金流入。从 3 月 11 日开始的后两周，政府型货币基金吸收了资金流入，其他类型的资金则面临着资金流出。优先型货币基金遭到的赎回又使得这些基金面临着流动性压力，进而导致“抛售”传导到商业票据市场，企业短期融资渠道又被进一步堵塞。

债券、股票市场因流动性冲击暴跌，而采取被动投资策略的指数基金也相应承压，企业由于多年回购自身股票加杠杆行为导致现金紧缺，流动性冲击也使企业资金链面临断裂风险，开始使用银行授信额度补充资金，进一步造成了银行流动性的紧张。

图 6：货币基金规模分化



资料来源：Wind。数据截止 2020 年 4 月 15 日。

机构投资者使用互换工具融入美元的需求提升，而银行风险偏好下降导致美元供给短缺，流动性危机蔓延至离岸市场。美元是主要的无风险资产。在过去的十年中，美国境外公司的美元贷款和以美元计价的债务数量持续增加，机构投资者投资美国资本市场、对冲风险比例也在提升，进一步增加了对美元的需求。

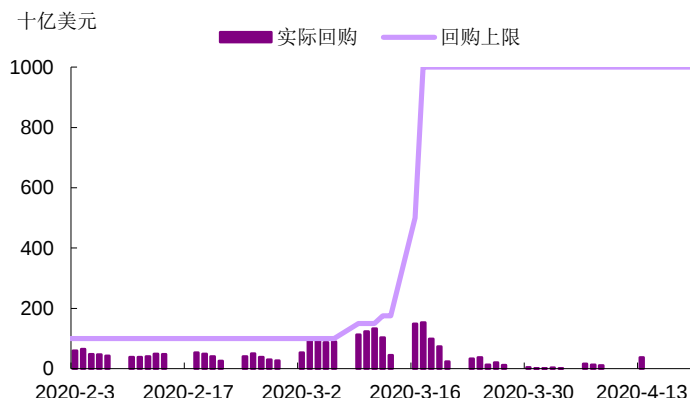
比如部分外国投资者在回购市场质押美国国债融资、并做多海外资产，但是流动性短缺导致这些投资者在全球范围内平仓，将海外货币换成美元，导致海外的美元流动性紧缩。其次，一些非美国投资者投资于美股，为了对冲汇率风险而做空美元，随着美国资产价格的急剧下跌，这些投资者需要回补美元空头头寸，从而增加了离岸美元的融资需求。在疫情导致收入萎缩且经济陷入停顿之际，离岸投资者避险需求激增，使得美元流动性紧张在离岸市场蔓延。

2、美联储多管齐下应对流动性问题

面对流动性冲击，美联储迅速推出多种政策工具为市场注入美元，**货币政策呈现从常规政策转移到非常规政策工具、重点从 AAA 级大型机构转移到中小型机构的特点。**

3 月 3 日-16 日期间，美联储货币政策重心仍在传统流动性投放渠道，**但效果有限，主要受制于一级交易商参与意愿不高。**美联储通过下调联邦基金利率目标区间、下调再贴现窗口利率、展开回购操作等向银行和一级交易商提供流动性，鼓励其积极开展信贷行为，虽有一定效果，但一开始资金仍淤积在银行和一级交易商等中介。

图 7：一级交易商实际回购意愿有限



资料来源：纽约联储。数据截至 2020 年 4 月 20 日。

美联储于 3 月 17 日开始启用 2008 年次贷危机期间的货币政策工具，直接为非银机构如共同基金、商业票据发行方提供流动性。为应对商业票据市场流动性危机以及由此可能引发的企业破产风险，美联储重启商业票据融资便利工具（CPFF）、货币市场共同基金借贷工具（MMLF）、一级交易商信贷便利工具（PDCF），分别为商业票据发行方、共同基金和一级交易商提供资金。其中 PDCF 由于将接收的抵押品范围较回购操作扩大到投资级债券（商业票据、市政债券）和股票证券，相当于引导一级交易商为商票发行方（资质较好的非银机构和实体企业）提供流动性。

但商业票据市场利率并未相应回落，实体企业流动性问题仍在持续，美联储创设新型政策工具以进一步加深市场参与程度，支持实体企业融资。美联储在财政部资金支持下，于 3 月 23 日启用定期资产抵押证券融资工具 TALF 向部分 AAA 级 ABS 持有企业发放贷款，除了向持有企业外还相当于向 ABS 发行方提供流动性。一级和二级市场企业信用工具（PMCCF 和 SMCCF）则使美联储通过 SPV 直接参与到一级市场认购与二级市场交易中，为符合条件（BBB-/Baa3 以上，期限在三年/四年以下）的债券发行企业提供资金，变相成为企业的“直接贷款方”。美联储还进一步扩大 MMLF 和 CPFF 可接受的担保资产，以缓解大型企业的资金问题。

针对基本面数据并未好转，失业人数攀升，美联储资金支持对象进一步扩大到中小型企业，购买对象从投资级债券扩大到垃圾债，与财政政策配合打出组合拳。数据显示，美国 3 月 28 日当周首次申领失业金人数达 664.8 万人，远超 08 年次贷危机数据。3 月 Markit 制造业 PMI 季调数据为 48.5，处于荣枯线以下，显示经济基本面并未恢复。美联储于 4 月 9 日宣布设立新一轮的最多可达 2.3 万亿美元的纾困贷款，设立薪资保护计划融资便利 PPPLF、大众借贷计划 MSLP，鼓励商业银行为小企业提供贷款（这些企业有美国小企业局的担保），美联储再为这些银行提供相应资金，并以上述贷款作为抵押品。这些贷款将被用于支付员工工资，确保企业把工人保留在岗位上从而降低失业率。在财政部资金支持下还设立市政流动性工具 MLF 购买市政债券，为规模以上州、市提供资金。同时，将原有的 PMCCF 和 SMCCF 的购买范围扩大至垃圾债，将 TALF 担保品范围扩大至杠杆贷款和商业地产抵押证券。

为应对离岸美元流动性紧张问题，3 月 19 日-20 日，美联储与九国央行设立临时互换协议，规定至少持续 6 个月。其中澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、

新加坡和瑞典央行额度各 600 亿美元，丹麦、挪威和新西兰央行各 300 亿美元；与加拿大央行、英央行、日央行、欧央行和瑞士央行建立长期互换协议，并于 3 月 23 日起增加互换操作频率从每周一次到每天一次。针对离岸非银机构可能持续存在的流动性紧张与美国国债被抛售带来的次生危机，美联储于 4 月 9 日设立 FIMA 海外央行回购便利工具，为任何持有美联储账户的海外央行提供再贴现流动性，提供公开市场以外的流动性来源。

表 1：美联储近期政策回顾

时间	针对银行体系流动性投放	直接支持非银机构与实体企业
2020.3.3	联邦基金利率的目标区间下调 50bp 至 1-1.25%；超额准备金率 IOER 下调 50bp 至 1.1%	
2020.3.12	5000 亿美元 3 月期回购操作，3.13 提供 5000 亿美元 3 月期回购操作和 5000 亿美元 1 月期回购操作	
2020.3.15	联邦基金利率区间降 100bp 至 0-0.25%；与五国央行将互换协议价格下调 25bp；推出 7000 亿美元的大规模量化宽松计划（5000 亿美元国债+2000 亿 MBS）	
2020.3.16	下调再贴现窗口利率 150bp 至 0.25%；存款准备金率降为 0	
2020.3.17	更改监管资本规则以鼓励银行向居民和企业放贷；周二额外隔夜回购操作，最高 5000 亿美元	启用商业票据融资便利工具 CPFF，通过 SPV 为合格的商业票据提供贴现，为企业短期融资需求提供支持；启用一级交易商信贷便利工具 PDCF，抵押品扩大至商业票据、市政债券和股票，维护一级交易商购买证券以支持市场流动性；
2020.3.18		启用货币市场共同基金流动性便利 MMLF，金融机构可以购买的货币基金资产为抵押向联储借贷
2020.3.19	与九国央行设立临时互换协议至少持续 6 个月，其中澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、新加坡和瑞典央行各 600 亿美元，丹麦、挪威和新西兰央行各 300 亿美元；与加拿大央行、英央行、日央行、欧央行和瑞士央行建立长期互换协议	
2020.3.20	购买国债规模提升至 750 亿美元；提升公开市场操作频率至每天两次，每次提供 5000 亿美元额度；与加拿大央行、英央行、日央行、欧央行和瑞士央行互换协议操作频率从每周增加到每天	扩大 MMLF 担保品范围，为美国市政债券市场提供流动性支持
2020.3.23	就不良资产认定和减值计划暂时放松对银行的限制；无限量购买国债、MBS	设立一级市场信贷便利 PMCCF、通过 SPV 为投资级企业提供流动性；设立二级市场信贷便利 SMCCF 购买投资级公司债券；启用定期资产抵押证券融资工具 TALF 为企业/居民发行的 AAA 级 ABS 提供流动性；承诺为中小企业提供信贷支持；扩大已推出的 CPFF、PDCF 和 MMLF 政策工具合格抵押品范围
2020.3.26-27	放宽小型金融机构银行控股公司合并财务报表（FRY-9C）和美国银行控股公司的非银行子公司财务报表（FRY-11）提交时限	鼓励银行、存储信贷机构为受疫情冲击的居民、小企业提供小额贷款并颁布支持措施（美国 2 万亿财政刺激计划生效）
2020.3.31	设立 FIMA 海外央行回购便利工具，为任何持有美联储账户的海外央行提供再贴现流动性，提供公开市场以外的流动性来源	
2020.4.6		宣布设立由“薪资保护计划 PPP”为抵押品的定期融资机制，为中小企业提供贷款援助；放宽社区银行杠杆率限制，从 8% 逐步过渡到 9% 鼓励支持中小企业
2020.4.9		宣布设立新一轮的最多可达 2.3 万亿美元的纾困贷款，设立薪资保护计划融资便利 PPPLF、大众借贷计划 MSLP 为中小企业提供资金支持；扩大已推出的 TALF 合格抵押品范围；设立市政流动性工具 MLF 购买市政债券

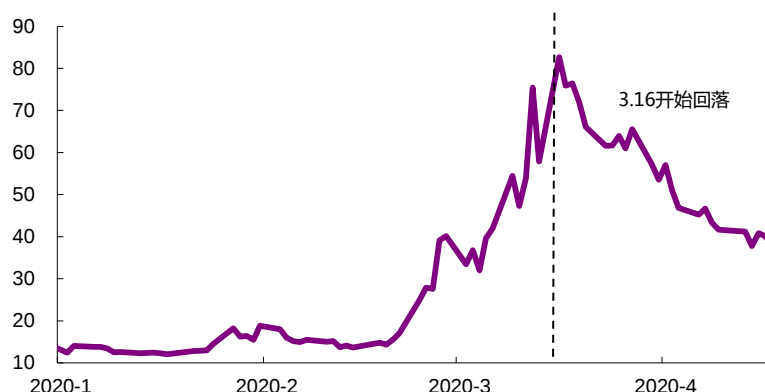
资料来源：美联储。光大证券研究所。

3、目前流动性危机过去了吗？

3.1、在岸市场：债券收益率回落，票据利差滞后

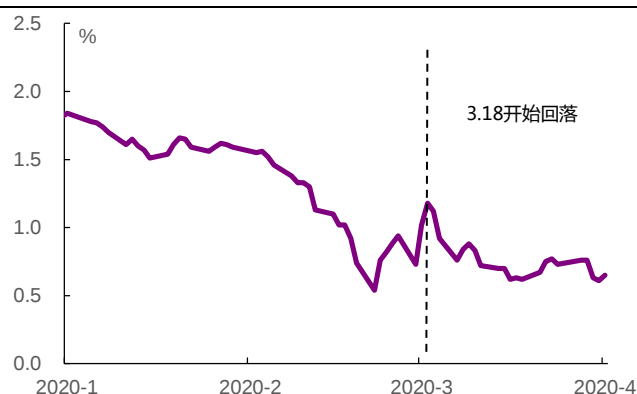
国债、投资级、投机级债券收益率下降，价格回升。面对美联储救市措施，资本市场反应相对迅速。VIX 指标于 3 月 16 日开始回落，国债、股市因流动性短缺抛售形成的价格下跌开始部分回补。

图 8：美国标准普尔 500 波动率指数(VIX)回落



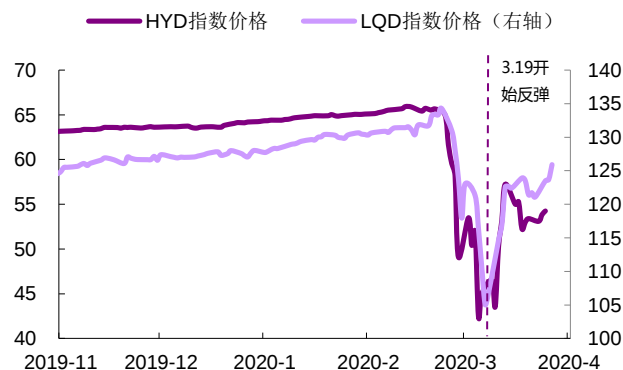
资料来源：Wind。数据截止 2020 年 4 月 17 日。

图 9：美国 10 年期国债收益率回落



资料来源：Wind。数据截止 2020 年 4 月 17 日。

图 10：美国投资级、投机级债券指数基金价格回升



资料来源：Bloomberg。数据截止 2020 年 4 月 17 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_5635

