

QE 下沉或有助于债券市场率先化解流动性风险

美联储最新一轮 QE 点评

核心结论

事件：2020年3月23日，美联储再次公布了一系列救市措施，包括无限量购买国债和MBS；启用PMCCF、SMCCF和TALF政策工具；承诺为中小企业提供信贷支持；并对上周已推出的CPFF、PDCF和MMLF政策工具进行延伸拓展。

最新的救市操作均为前一周新一轮QE启动的延伸与补充。一方面，强化了MMLF及CPFF工具效用，具体包括：1）扩容量化工具的使用范畴。2）进一步下调商业票据融资利率。另一方面，补充一、二级市场信用纾困工具，具体包括：1）启用了PMCCF和SMCCF从而实现对企业债券的直接购买，有望实现信用下沉。2）重启2008年金融危机时期采用的TALF工具，通过SPV向企业提供贷款。

疫情对美国经济带来的潜在衰退风险，较大程度提高了企业信用的违约风险，银行惜贷令信贷传导机制不畅，宽货币难以转化为宽信用，最终导致了市场流动性风险持续攀升。显然，本轮流动性风险的源头是企业违约风险，而非金融体系内部违约，这是与2008年金融危机本质的区别，因此，更迫切需要“QE下沉”挺进经济各环节的信用市场，以缓解流动性风险。具体来看，美联储通过设立PMCCF、SMCCF和TALF等政策工具，将有利于“打破”《联邦储备法案》与《多德·弗兰克法案》等通过银行间接融资对信用市场纾困的制约，加大对一、二级信用市场中企业流动性的直接输入，以保证企业，尤其是优质企业及私人企业的合理或紧急融资需求。

基于我们监测流动性风险的三类指标观测：一是【LIBOR-OIS】+【Ted Spread】，分别自高位回落6.4bp和15.4bp；二是黄金价格近期触底反弹约10%；三是优先级债券（AAA）及垃圾债的信用利差双双收窄，均反映市场流动性风险有所缓释。其中，优先级债券信用利差大幅收窄至近五年3倍标准差上限附近，与垃圾债表现分化，更能反映“QE下沉”对改善优质企业流动性的明显成效。我们判断在“QE下沉”的引导下，伴随企业信贷融资逐步转好，或将提升金融向实体经济的传导效用，进而带动经济逐步企稳；可以预见，未来市场流动性风险化解或将由债券市场向银行间市场趋势渗透。

风险提示：全球新冠疫情加速蔓延，实体经济下行超预期

分析师

张弛 S0800519110001
13918023419
zhangchi@research.xbmail.com.cn

联系人

黄维驰
huangweichi@research.xbmail.com.cn

美联储救市再加码，政策工具信用下沉

事件：2020 年 3 月 23 日，美联储再次公布了一系列救市措施，包括无限量购买国债和 MBS；启用一级市场企业信用工具(PMCCF)、二级市场企业信用工具(SMCCF)和定期资产抵押证券贷款工具(TALF)政策工具；承诺为中小企业提供信贷支持；并对上周已推出的商业票据融资便利工具(CPFF)、一级交易商信贷便利工具(PDCF)和货币市场基金流动性工具(MMLF)进行延伸拓展。

表 1：美联储历次 QE 回顾

QE 阶段	启动时间	结束时间	主要内容
QE1	2008-11-25	2010-03-16	美联储宣布将购买高达 7500 亿美元购买机构抵押贷款支持证券 MBS 和机构债务，以及 3000 亿美元购买国债。2009 年 3 月 18 日再次扩大至 1.25 万亿美元的抵押贷款支持证券和约 1750 亿美元的机构债，累计注入 1.725 万亿美元流动性。
QE2	2010-11-03	2011-06-30	美联储宣布将以每月 750 亿美元的速度购买 6000 亿美元的长期国债。
QE3	2012-09-13	2014-10-29	美联储承诺每月购买 400 亿美元的机构抵押贷款支持证券，额外购买约 450 亿美元长期国债，累计注入流动性约 1.7 万亿美元。
QE4	2020-03-15	——	1.美联储将联邦基金利率区间降至 0-0.25%，并推出 7000 亿美元的大规模量化宽松计划（5000 亿美元国债+2000 亿 MBS）。 2.联邦公开市场委员会（FOMC）指出其将购买必要数量(in the amounts needed)的国债和机构抵押支持证券，并推出多种政策工具。

资料来源：Wind, Bloomberg，西部证券研发中心

我们认为，以上美联储一系列的救市操作均为前一周新一轮 QE 启动的延伸与补充。一方面，**强化了 MMLF 及 CPFF 工具效用，具体包括：**1) 扩容量化工具的使用范畴。其中，MMLF 的范围新增了市政可变利率即期票据(VRDN)和银行存单；而 CPFF 则新添了高质量免税商业票据。此外，美联储还宣布将建立主街商业贷款项目(MSBLP),对符合条件的中小企业进行贷款支撑。**2) 进一步下调商业票据融资利率。**对于 CPFF 工具，如果票据的评级在 A1/P1/F1 以上，利率按照 3 个月 OIS 加点 110 bp 执行(原先为 OIS 加点 200bp 执行)；如果票据的评级被降至 A2/P2/F2，利率按照 3 个月 OIS 加点 200 bp 执行。**另一方面，补充一、二级市场信用纾困工具，具体包括：**1) 启用了 PMCCF 和 SMCCF 从而实现对企业债券的直接购买，有望实现信用下沉。其中，对于 PMCCF，美联储利用目前的紧急状态通过《联邦储备法》Section 13(3)绕开了国会的限制，直接向一级市场上投资级别的企业提供贷款，并且提供 4 年的过桥融资。对于 SMCCF，主要购买二级市场上投资级别企业的公司债以及投资标的为美国投资级别的公司债的 ETF。**2) 重启 2008 年金融危机时期采用的 TALF 工具，**通过 SPV 向企业提供贷款。其中，企业提供汽车贷款、学生贷款、信用卡贷款、企业设备贷款等 8 类合格 ABS 作为担保，期限达 3 年，该工具主要为消费者和企业提供信贷支持。

表 2: 美国 3 月以来流动性宽松具体操作

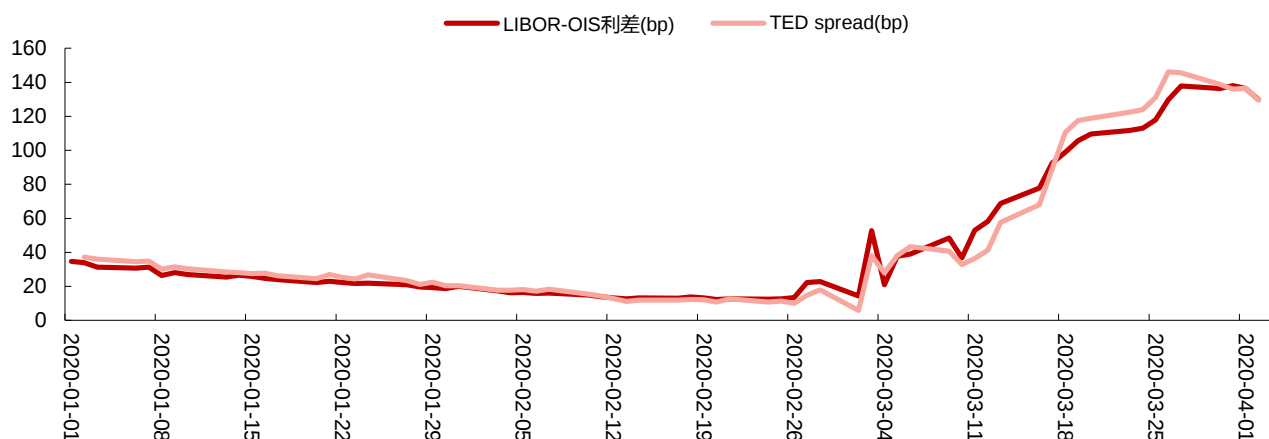
时间	美联储具体操作
2020/3/23	1.FOMC 将继续购买满足需求数量(amounts needed)的国库券及 MBS, 即不受限购买。 2. 启用一级市场企业信用工具 PMCCF, 美联储通过 SPV, 直接从符合条件的企业手中购买债券, 或者为债券发行人提供贷款, 为投资级债券市场背书。债券的评级必须在 BBB-/Baa3 以上, 发行期限必须在四年以下。该操作至少持续至 2020 年 9 月 30 日。 3. 启用二级市场企业信用工具 SMCCF, 通过 SPV 从二级市场企业债券或 ETF。债券的评级必须在 BBB-/Baa3 以上, 存续期必须在五年以下。该操作至少持续至 2020 年 9 月 30 日。 4. 启用 TALF, 美联储通过 SPV 向企业提供贷款, 企业提供汽车贷款、学生贷款、信用卡贷款、企业设备贷款等 8 类合格 ABS 作为担保。 5. 扩展 MMLF, 新增市政可变速率即期票据(VRDN)和银行存单。 6. 扩展 CPFF 并降低价格, 新增高质量免税商业票据。如果票据的评级在 A1/P1/F1 以上, 利率按照 3 个月 OIS 加点 110 bp 执行; 如果票据的评级被降至 A2/P2/F2, 利率按照 3 个月 OIS 加点 200 bp 执行。 7. 将建立 MSBLP, 为中小企业融资提供支撑。
2020/3/18	建立货币市场共同基金流动性工具 (MMLF), 波士顿联储将给合格的金融机构提供贷款, 担保品为该金融机构从货币市场共同基金收购的高质量资产。
2020/3/17	1. 启用 CPFF 即商业票据融资便利工具(Commercial Paper Funding Facility), 美联储通过 SPV 为合格的商业票据提供贴现, 为企业短期融资需求提供流动性。该操作至少持续一年至 2021 年 3 月 17 日。 2. 启用 Primary Dealer Credit Facility (PDCF)即一级交易商信贷便利工具, 一级交易商向美联储提供合格的抵押物获得最长 90 天的贷款, 贷款利率为贴现窗口利率。该操作至少维持 6 个月。
2020/3/15	1. 购买 5000 亿美元国债, 包括名义票息证券、票据、通货膨胀保值债券(TIPS)和浮动利率债券(FRNs)。 2. 购买 2000 亿美元 MBS, 机构 MBS 的购买一般集中在即将公布的 30 年期和 15 年期固定利率机构 MBS 市场近期发行的息票。如市场情况许可, The Desk 可购买其他机构之按揭证券。只有由房利美(Fannie Mae)、房地美(Freddie Mac)和吉利美(Ginnie Mae)担保的机构 MBS 才有资格购买。
2020/3/12	1. 于美国东部时间下午 1:30 进行 5000 亿美元的为期三个月的回购操作, 并于 3 月 13 日结算结束。 2. 开展 5000 亿美元的三个月期限回购操作, 以及 5000 亿美元的一个月期限回购操作, 并于当日结算结束。此操作在 2020 年 4 月 13 日前每周都会提供。 3. 在 3 月 13 日-4 月 13 日间, 提供每日至少 1750 亿美元的隔夜回购操作; 以及至少 450 亿美元的两周定期回购操作, 频率为每周两次。

资料来源: FED, 西部证券研发中心

相比 2008 年金融危机, 3 月 15 日美联储在紧急降息至 0%的同时再次宣布重启 QE, 承诺至少购买 5000 亿美元国债和 2000 亿美元的 MBS。我们认为, 无论是反应速度、规模还是力度均远胜于 2008 年的水平, 但避险与风险资产依然呈现下跌态势, 效果并不明显。究其原因: 疫情对美国经济带来的潜在衰退风险, 较大程度提高了企业信用的违约风险, 银行惜贷令信贷传导机制不畅, 宽货币难以转化为宽信用, 最终导致了市场流动性风险持续攀升。显然, 本轮流动性风险的源头是企业违约风险, 而非金融体系内部违约, 这是与 2008 年金融危机本质的区别, 因此, 更迫切需要“QE 下沉”挺进经济各环节的信用市场, 以缓解流动性风险。具体来看, 美联储通过设立 PMCCF、SMCCF 和 TALF 等政策工具, 将有利于“打破”《联邦储备法案》与《多德·弗兰克法案》等通过银行间接融资对信用市场纾困的制约, 加大对一、二级信用市场中企业流动性的直接输入, 以保证企业, 尤其是优质企业及私人企业的合理或紧急融资需求。

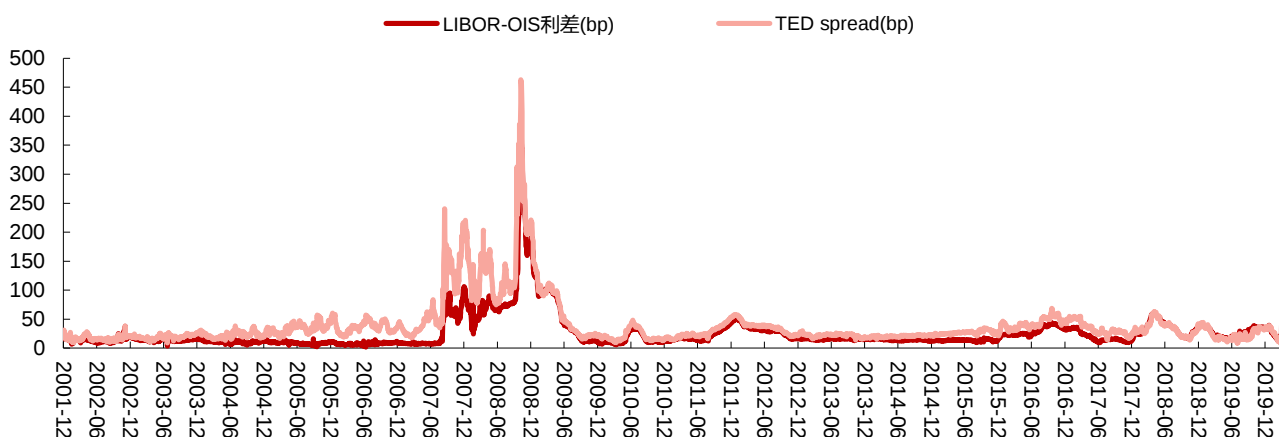
基于我们监测流动性风险的三类指标观测：一是【LIBOR-OIS】+【Ted Spread】，分别自高位回落 6.4bp 和 15.4bp；二是黄金价格近期触底反弹约 10%；三是优先级债券（AAA）及垃圾债的信用利差双双收窄，均反映市场流动性风险有所缓释。其中，优先级债券信用利差大幅收窄至近五年 3 倍标准差上限附近，与垃圾债表现分化，更能反映“QE 下沉”对改善优质企业流动性的明显成效。我们判断在“QE 下沉”的引导下，伴随企业信贷融资逐步转好，或将提升金融向实体经济的传导效用，进而带动经济逐步企稳；可以预见未来市场流动性风险化解或将由债券市场向银行间市场趋势渗透。

图 1：LIBOR-OIS 与 TED spread 近期略有收窄



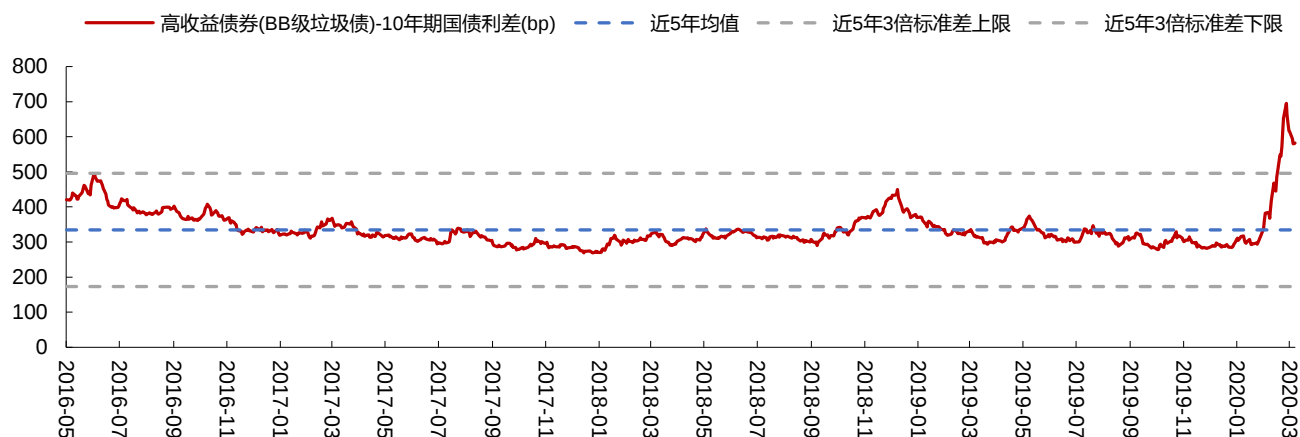
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：LIBOR-OIS 与 TED spread 仍处于次贷危机以来最高点



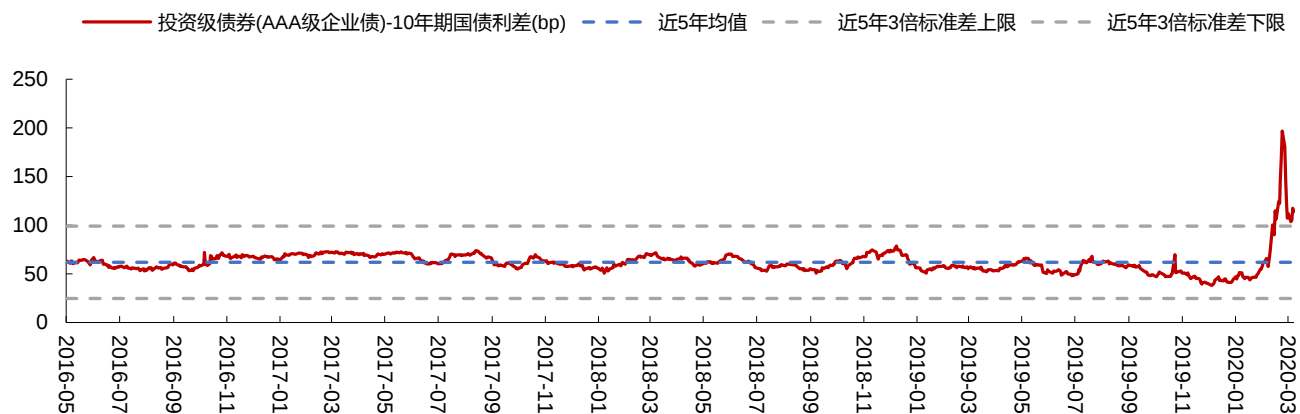
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：垃圾债信用利差仍远高于近 5 年标准差上限



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：优先级债券信用利差已降至近 5 年标准差上限附近



资料来源：Wind，西部证券研发中心

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_6019