

美联储：该出手时就出手

—— 对美联储新一轮“救市”的点评

宏观简报

3月23日美联储再次宣布一系列“救市”措施，包括继续购买国债和MBS，帮助金融市场恢复正常；启用PMCCF、SMCCF、TALF工具，为企业债券市场“背书”；承诺为中小企业提供贷款。加上上周采取的CPFF、PDCF、MMLF，美联储可谓“火力全开”。总的来看，**美联储的这些政策是针对流动性和信用风险而采取的“靶向治疗”，比较对路，且与2008年相比，这一次美联储出台政策的速度更快，干预市场的意志更加坚决。**往前看，松货币之外，还需宽财政对冲经济下行压力。美联储已经非常“大方”，市场还在等待更积极的财政政策，尤其是在对中小企业和劳动者的救助方面，还需要依靠政府减税、增加转移支付等手段。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebscn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebscn.com

3月23日，美联储再次宣布一系列“救市”措施，包括：继续购买国债和MBS，帮助金融市场恢复功能；启用一级市场企业信用工具（PMCCF）、二级市场企业信用工具（SMCCF）、资产抵押证券融资工具（TALF）；在未来为中小企业提供贷款（MSBLP）。

PMCCF 直接针对发行债券的企业，以减轻它们的融资压力。美联储成立一个特殊平台（SPV），由其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。债券的评级必须在BBB-/Baa3以上，发行期限必须在四年以下。对每个发行人的信用规模，将视其评级而定，评级越高的发行人，可获得的信用支持额度越大。**可以说，PMCCF 相当于美联储直接支持投资级债券市场，为该市场“背书”。**这一操作将至少持续至2020年9月30日结束。

SMCCF 是美联储购买企业债及相关ETF的工具。美联储通过SPV从二级市场上购买企业债或相关的ETF，债券的评级必须在BBB-/Baa3以上，存续期必须在五年以下。对每个债券发行人，购买债券的规模不超过其未偿还债务的10%，对每个ETF，购买规模不超过其总资产的20%。SMCCF也将至少持续至2020年9月30日结束。

TALF 是美联储支持企业的另一个范围更广的工具。美联储通过SPV向符合条件的企业提供贷款，企业则需提供资产抵押证券（ABS）作为担保品。合格担保品的底层资产包括：汽车贷款、学生贷款、信用卡贷款、企业设备贷款等8类。贷款额度将按抵押品的属性进行折价。利率方面，两年期限内的资产按照两年OIS加100个基点执行，两年以上期限的资产按三年OIS加100个基点执行。这一操作将持续至2020年9月30日。

除了以上这些，上周美联储还宣布了以下几个工具：

CPFF 主要针对商业票据发行人。美联储通过SPV向相关企业购买3个月期的商业票据，如果票据的评级在A1/P1/F1以上，利率按照3个月OIS加点110bp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200bp执行。这一操作将持续至2021年3月17日结束。

PDCF 主要针对一级交易商，以鼓励他们从二级市场购买证券。一级交易商可将合格证券作为抵押品，然后从美联储那里获得信贷资金，期限为90天，利率按照再贷款窗口利率（当前为0.25%）执行。合格证券包括：美国国债、MBS、投资级债券、国际机构债券、商业票据、地方市政债券、资产抵押证券、以及股票。这一操作将至少持续6个月。

MMLF 用于支持货币基金和共同基金。美联储承诺为储蓄机构、银行控股集团、以及在美的外资银行分支提供信贷，支持他们从货币基金和共同基金那里购买资产，以缓解后者面临的赎回压力。合格的资产包括：美国国债、MBS、市政债券、评级在A1/P1/F1以上的有担保证券或商业票据。利率方面，国债和有政府机构担保的证券按再贷款利率执行（0.25%），市政债券在该利率基础上加点25bp，其他证券加点100bp。此外，美联储还联合其他监管机构宣布，在MMLF框架下购买的资产无需满足监管要求，这将增加银行购买相关资产的动力。MMLF将于2020年9月30日结束。

美联储还与多国进行了货币互换。起初，互换的对手方为加拿大、欧元区、日本、瑞士等发达经济体，后来范围又扩大至韩国、巴西、新加坡、墨西哥等新兴经济体。

总的来看，美联储出台的措施还是比较有针对性的，出台的时间也非常及时。过去两周，美元流动性风险显著上升，大银行为降低对手方风险而不再为市场提供流动性；对冲基金因为采取风险平价（risk parity）策略，且自身杠杆较高，在资产波动率大幅飙升时不得不抛售资产，加剧了流动性紧张（图 1）。另一方面，投资者担心疫情冲击导致企业违约，增加信用风险。比如最近波音公司的评级被连降两级，引发市场广泛关注。而共同基金因为持有大量的企业债券，也遭到了赎回（图 2）。一些大的共同基金还不得不采取提高赎回费率的办法予以应对。

图 1：过去几年，对冲基金杠杆率上升



资料来源：Fed，光大证券研究所，数据截至 2019 年 1 月

图 2：共同基金持有的企业债规模上升



资料来源：Fed，光大证券研究所，数据截至 2019 年 2 季度

美联储的上述政策正是针对流动性和信用风险而采取的“靶向治疗”。其中，SMCCF、PDCF、MMLF 主要针对流动性风险，PMCCF、TALF、CPFF 主要针对信用风险。而且与 2008 年相比，这一次美联储出台政策的速度更快，干预市场的意志更加坚决。可以说，美联储已经做了应该做的事情。

展望未来，流动性问题有望得到改善，但解决信用风险仍需时日。过去几天 FRA/OIS 利差有所下降，欧元美元、日元美元互换基点出现改善，说明在美联储的干预下，流动性状况有所好转（图 3-4）。但商业票据和企业债利差仍处于高位，表明市场仍担忧信用风险（图 5-6）。

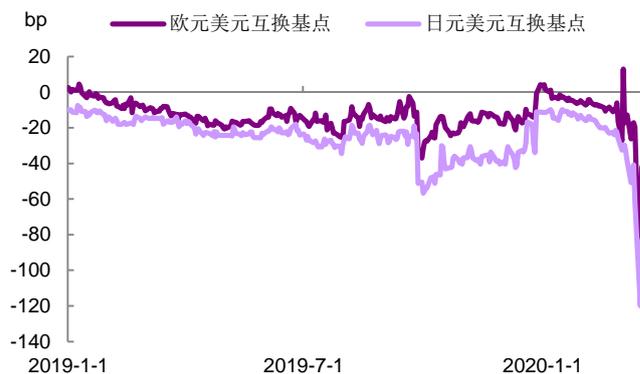
一个可能原因是市场认为美联储政策的细节还存在不确定性，比如相关资产如何估值、抵押贷款如何折价等问题还有待确定。另外市场希望看到的财政政策仍然未能出炉，美国国会两党仍未就刺激协议达成一致，挫伤了投资者的信心。

图 3: FRA/OIS 利差有所下降



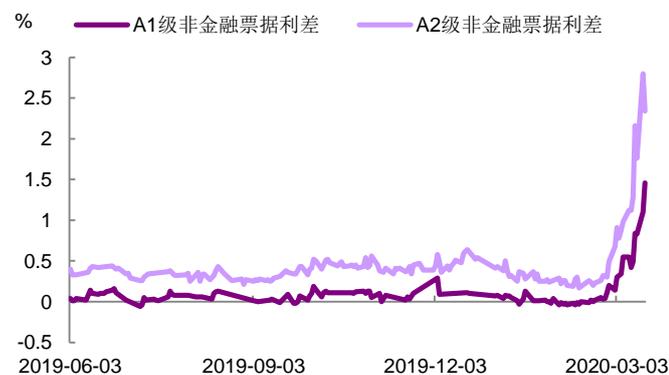
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所, 数据截至 3 月 23 日

图 4: 欧元美元、日元美元互换基点有所改善



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所, 数据截至 3 月 23 日

图 5: 商业票据利差显著走阔



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所, 数据截至 3 月 23 日

图 6: 企业债利差仍在高位

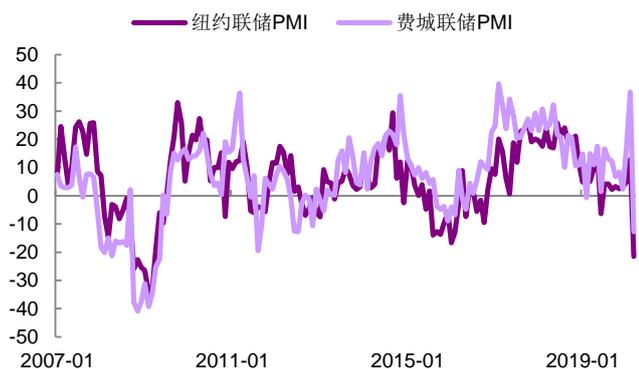


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所, 数据截至 3 月 23 日

我们在此前报告中指出, 美国政策空间很大, 如今美联储已多次出手, 后续投资者还在等待更有力的财政政策。尤其是在货币政策无法覆盖的领域, 比如对信用等级较低的中小企业、抗风险能力较弱劳动者的救助, 需要依靠政府减税、增加转移支付。

美联储政策公布后, 美股小幅低开, 市场反应较为冷淡。我们认为这可能与市场担心美国 1、2 季度的经济表现有关。过去两周, 一些经济数据明显恶化, 比如纽约和费城联储的 3 月制造业 PMI 指数, 均已跌至近年来的新低 (图 7)。而未来数周, 越来越多的经济数据将会出炉, 市场尤其关注疫情冲击下的就业数据 (图 8)。总之, 除了美联储, 未来还需积极的财政政策来对冲经济下行压力。

图 7：已公布的部分联储 PMI 大幅下降



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 3 月

图 8：3 月第二周初次申请失业金人数上升



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 3 月 13 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_6320

