

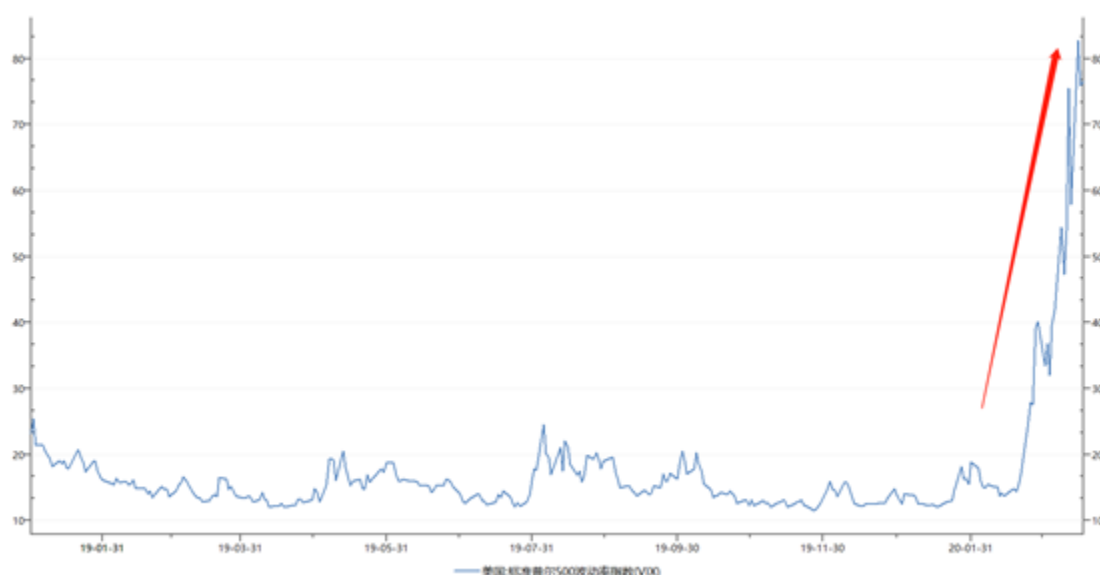
## 宏观事件点评：外围市场大波动之下的政策工具库

外盘这边，美国市场彻底慌了。昨晚美股再度熔断，相信大家现在在大洋彼岸，心情也应该非常微妙。同时，其他市场的熔断和禁止卖空消息也此起彼伏。

今天，内地三大指数宽幅震荡，拉出一根长下影线。北向资金今日净流出 94 亿。中国香港市场仍然维持下跌中继，早盘非常差劲，下午有所回升。

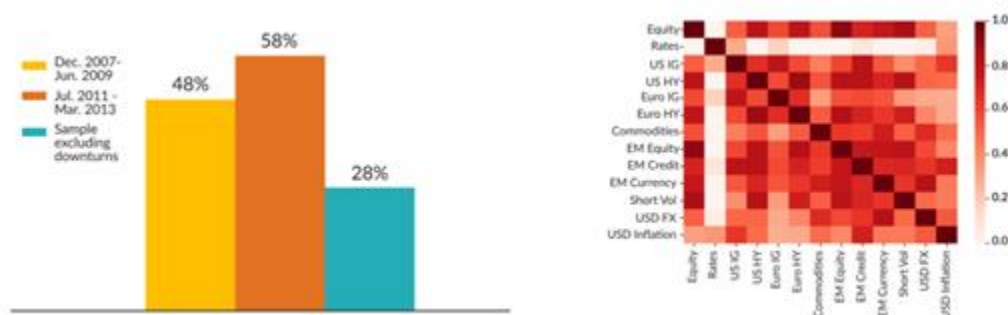
昨天的报告发出后，有人问我们：波动率收缩、货币政策、大盘波动三件事之间，到底怎么关联起来？

这个问题，要从几个方面回答：第一个观点，市场层面如今处于恐慌情绪之中，只有波动率收敛，才意味着开始向常态恢复。随后，才能再考虑方向的改变，VIX 的走势，我们再放一遍，当前位于 76.45。这个数值，处于 1990 年以来的最高点。



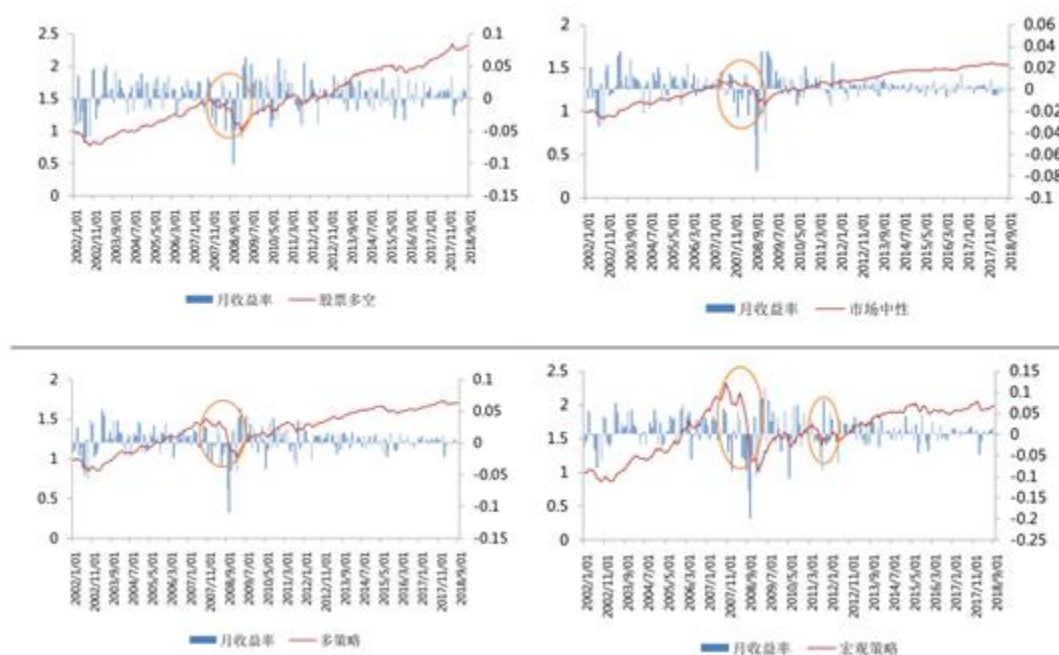
图：VIX 指数 来源：Wind

第二个观点，我们不是要对波动率和跌幅做预测，而是强调要对核心数据做观察和跟踪，根据实际跟踪结果去做应对。波动率降下来，对市场信心恢复非常重要。因为在恐慌时刻，所有之前不相关的资产，相关性会快速提升，导致一件事：没有绝对的避险资产。这也意味着，很多基金会遭遇之前没遇到过的黑天鹅。



图：危机时刻资产相关性资料 来源：Two Sigma，国盛证券

此处，是我们找到的 2007-2008 年间，四种主流对冲基金策略的表现，包括股票多空、市场中性、多策略。这些对冲基金，发展都较为成熟，并且经受过相当长时间的检验，然而，在当时，即使是市场中性策略，都出现了比较严重的回撤。



图：2007-2008 年基金策略运行 来源：Bloomberg，国泰君安

第三个观点，我们关注的重点，是政策工具 VS 市场反馈，以及这两者之间的反身性。

在基本面不佳的危机时期，观察这个非常有用。这有点像打扑克，你出一对三，对方来一对四，你算到了对方的出牌，然后出一对五，这是正常反馈。而如果你出一对三，对方直接来王炸，然后对方手头只有一张牌了。那你要考虑的就不是出什么牌的问题，而是得考虑自己下一盘该怎么打、以及兜里的钱够不够的问题。

如果政策工具出台，市场波动率更大，那说明底部还早。如果到哪天工具出台后，市场波动率在收敛，甚至反向超预期，你出一对三，对方居然都接不住，这时候才应该是高兴的时候。这就是所谓的“政策底”，政策底不是指一个惊天政策甩出王炸，而是在于市场反馈。

从现在的情况来看，2008 年时候的工具 CPFF 和 PDCF 都用上了，昨日我们提及跟踪的两个利差仍在扩大，市场也还在连续熔断，可见市场真的是慌的一比。所以，我们才

会看到今天的消息：联储继续动用新武器，货币市场共同基金流动性工具。

这个工具，和 CPFF（给商业银行投放流动性）、PDCF（给一级交易商投放流动性）级别相同，同样在 2008 年危机期间推出，该工具旨在给买方机构投放流动性，支持美国存储机构（主要是银行）以及银行持股公司从货币市场共同基金购买高质量的资产支持商业票据。

如果这个工具效果还是不佳，接下来的工具可能就是 TAF（期限拍卖融资便利，抵押品未知）、TSLF（定期证券借贷工具，抵押品是国库券）、TASLF（定期资产抵押证券贷款工具，抵押品是合格 ABS）。

这几个工具，相当于根据不同的抵押品，给一级交易商和存储机构做抵押贷款。

这些工具乍看似乎比较繁杂，但其实是有逻辑链条的，不是在乱出牌——

- 1、危机之下，要想让流动性灌注下去，首先要给商业银行、一级交易商注入流动性。
- 2、然后让它们向市场机构（如共同基金）购买资产，投放流动性。
- 3、如果一级交易商和存储机构缺钱了，可以拿着底层资产来向联储做抵押贷款。

这，其实就形成一个“资产-资金”的循环了。这个“贴现-再贴现”的循环，属于第一阶段救市，对于流动性的问题，应该会有比较好的效果。

不过，如果接下来出现通缩要应对，那还需要另外的手段。比如，QE（美国已经在操作），或者 QQE（直接购买 ETF，日本操作过）。但是，如果美国要做 QQE 这一波操作，没那么容易，还需要进行立法。后续，我们将看到剩余工具陆陆续续的推出。分析

完上述信息时，我们扫了一眼目前道指期货的表现，开盘后下行，但盘中已经翻红。初步看效果不错，但还需要多观察两天。

接下来，沿着负面螺旋的推演，我们需要重点关注和警惕几类市场冲击事件：

1) 高收益债市场会否发生实质性违约。根据财新莫尼塔的统计，4 月、5 月、8 月是高收益债的兑付高峰期，也是违约高峰期，3 月 25 日，高收益债市场上，Navient 公司有 15 亿美元的高收益债到期，评级 BB-，这家公司的情况不容乐观。



图：Navient 股价 来源：Wind

2) 巨头面对危机可能发生的意外破产。当前，金融机构中没有还没有出现确切的消

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\\_6393](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6393)

