

宏观事件简评：外围恐慌下挫，VIX 指数需严密盯防

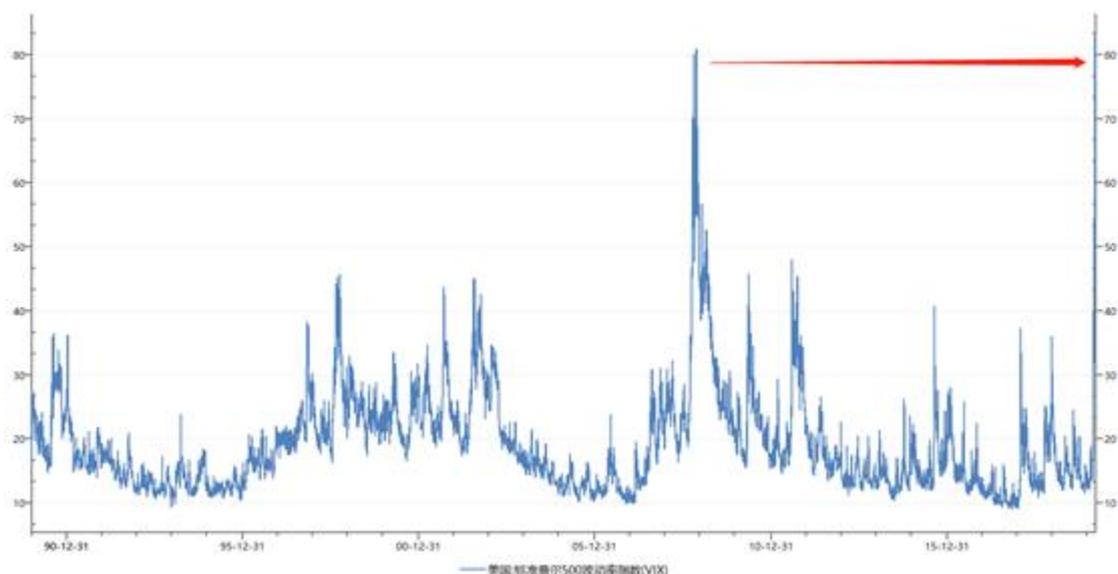
外围市场的信心，碎了一地。从微信里各种关于外盘的小道消息，能感觉到这种市场心态的崩塌。昨天美盘大涨后，市场情绪好不容易稍有缓和，但今天马上来个回马枪。刚刚发生的事，美盘三大股指期货暴跌，再次触发交易限制。刚送出急诊室，马上被打入 ICU。

今天美盘股指期货暴跌，发生在联储那边刚刚发布两大利好的大背景之下。把 2008 年时的政策工具都搬出来了，市场都如此用脚投票，可见这个负面循环的逻辑有多么重。

而内地这边，三大股指集体冲高回落，北向资金继续净流出，今天流出 63 亿元。而中国香港市场那边，维持冲高回落，下跌中继。整体来说，内地市场环境更稳定一些，我们的行业研究主线不变，仍然是基建、大炼化、保险、汽车。此外，会逐步增加一些跌出价值的科技龙头。

而中国香港市场，非常尴尬。这个市场波动率大，背后其实有更深层的原因：夹在中国内地和美国市场中间，如果两边行情好，资金会朝两边流，没它什么事；而如果两边发生什么风险，它也会跟着跳水。这样的情况下，基本就成了一个两头受气的市场，两边的肉吃不到，只能喝点的汤。在这种市场里，消费、医药、公用事业类的蓝筹才是王道，并且，最好还得有对冲，否则净值会跟心电图一样。

眼下，很多人还没意识到外盘暴跌意味着什么。如果你看一眼 VIX 指数，就能知道这是什么量级的波动。才短短多少天时间，波动率已经超过 2008 年的峰值。从隐含波动率来看，当下仍处在 75.91 的超高位置，不论对宏观基本面持有何种看法，这样的风险都应该拿着放大镜来审视。



图：VIX 指数 来源：Wind

为什么要看 Vix 指数，因为这是最直接的风险观测指标，只有这个指标收敛，才意味着风险释放告一段落。如果这个指标不回落，证券市场很难消停。这样的常识判断很重要，因为，对想集中抄底者来说，有被埋的风险。

昨夜美盘高涨，就像是回光返照一样短暂，背后的推手是政策。货币政策方面，美国推出了两个非常规工具，这两个工具首推在 2008 年危机之中，属于 MP2 的范畴。这两个工具的概念，基本处于 QE 和再贴现之间，属于两者的结构升级版。

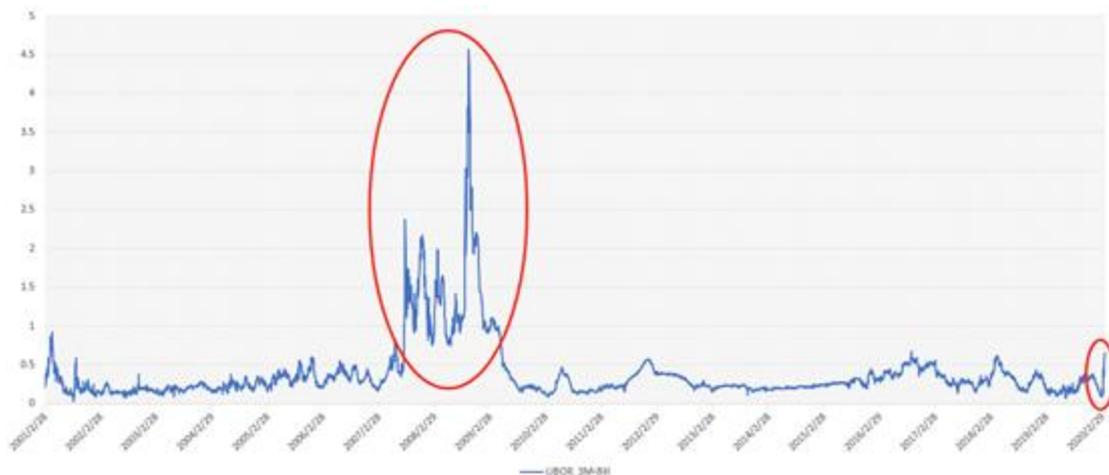
我们前几天分析过两种流动性注入方式：一是间接注入，再贴现扩容；二是直接注入，购买 ETF。如今，再贴现扩容已经呼之欲出，3 月 20 号就会出来。其次，财政政策也将辅助发力。

眼下的这两大政策工具，我们逐一来分析：

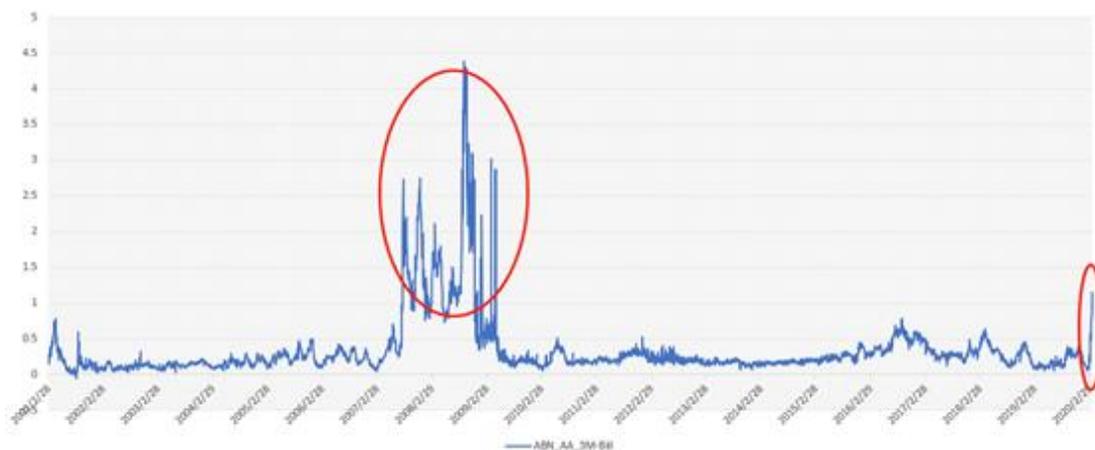
首先是商业票据融资工具 CPFF，这个已经在实施。

CPFF 工具首发于 2008 年 10 月，是在雷曼破产，救助 AIG 之后才推出，CPFF 的运行机理是由美联储成立一个特殊目的机构（SPV），纽约联储银行向该机构注资，购买合格发行者的票据，并持有至到期，以提高票据市场的流动性。这一举措，主要是为了缓解银行间市场流动紧张的问题。这一关比较重要，如果商业银行出问题，那大家一起完蛋。

该工具有助于缓解市场对于流动性的担忧。至于实施后具体有没有用，我们可以观测银行间利差情况。如今，流动性压力确实存在突然增加的情况，虽然没有 2008 年那么严重，但已经有了苗头。这次政策实施后，数据会如何，需要接下来密切追踪。



图：Libor 美元 3 个月利率与国债收益率 3 个月之差 来源：Wind 并购优塾



图：ABN 利率 AA 级 3 个月与国债收益率 3 个月之差 来源：Wind 并购优塾

其次，还有一级交易商借贷便利 PDCF，这个工具马上要实施。

美国监管层宣布 3 月 20 日起，将开启一级交易商信贷便利，并至少持续 6 个月。

PDCF 首推于 2008 年 3 月，面向一级交易商，授予一级交易商进入贴现窗口的权利，一级交易商按存款类金融机构同样的贴现率贷款，PDCF 的特点为担保资产范围更广，利率固定。

这两个政策，可以缓解市场对于流动性的担忧，为了提振大家的信心，传达货币政策仍有可使用工具的信号。

从今天股指期货的表现来看，市场再次来了个用脚投票。目前，其实联储还有一系列创新工具没有登场，包括：货币市场投资者融资工具 MMIFF、资产支持的商业票据货币市场共同基金流动性工具、定期证券借贷工具 TSLF、期限拍卖融资便利 TAF、定期资产抵押证券贷款工具 TASF。

窗户纸被捅破了，需要把漏洞糊上，而这些工具就是针对不同漏洞的刷子。现有工具箱，可以大致理解为两类，一类是结构性的类 QE 工具，另一类是扩容版的再贴现工具。总体来看，都还在货币政策 MP2 的范畴中。眼下，根据最新情况以及联储官员的说法来看，接下来可能推出的工具为 TAF，期限拍卖融资便利（这个有点类似于我们国家的 SLF），以抵押贷款的形式进行，TAF 提供 28 天或 84 天的融资便利。

今天的政策方向，符合我们在昨日报告中的推演。不过，超出预期的是，动作很快，直接就上了 2008 年危机时的工具。

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_6407

