

美联储近期货币政策解读

2020年3月26日

梳理美联储近期动向，简要分析政策工具，为投资者提供参考。

华安期货 投资咨询部

曹晓军 国债期货分析师

从业/投资咨询证号

F3008012/Z0010934

电话: 0551-62839752

网址: www.haqh.com

要点:

- 1、超宽松货币政策的背景
- 2、美联储推出哪些措施
- 3、宽松政策的着力点在哪
- 4、与2008年有何不同
- 5、非常规流动性工具简析

电话: 0551-62839752

Email: haqhyfzx@163.com

网址: www.haqh.com

一、超宽松货币政策的背景

新冠疫情全球蔓延的趋势愈演愈烈。美国约翰斯·霍普金斯大学发布实时统计数据显示，截至美国东部时间2020年3月24日13时30分（北京时间25日1时30分），全球新冠肺炎确诊病例超过40万例，达到407485例。全球死亡病例达18227例。

金融市场陷入混乱，美股连续下跌。道琼斯工业指数从2月12日的逾十年高位连续震荡下挫，到3月24日，期间累计跌幅超过30%，并多次出现熔断，连巴菲特也“叹为观止”。国际油价从年初60美元/桶上方，一路下挫至约25美元/桶下方。截至3月24日，今年累计跌幅约40%。

3月全球金融市场特点：资产价格波动率加大，比如美股，在近一个半月的连续下挫过程中，伴随暴涨暴跌；各国市场相关性增加，仅3月12日当天，就有近十个国家股市出现熔断；不同资产之间相关性增加，风险资产联袂下跌之时，黄金等避险资产也受拖累。很多带杠杆的金融资产一跌，市场都需要流动性，引发更多资产被抛售。

二、美联储推出哪些超宽松举措

为应对新冠疫情冲击，维护长远经济发展，美联储两次突发降息，并推出一系列货币政策工具，为经济和金融市场提供流动性。

表1：2020年3月美联储货币政策措施

日期	具体内容
3月3日	第一次突发降息，幅度50个基点，将联邦基金目标利率降至1-1.25%。
3月15日	第二次突发降息，幅度100个基点，将联邦基金目标利率降至0-0.25%。 推出7000亿美元的资产购买计划。 将贴现窗口一级信贷利率（primary credit rate）下调150个基点至0.25%。 宣布与加拿大、英国、日本、欧洲、瑞士这五家央行根据美元流动性互换协议采取协调行动。
3月17日	重启商业票据融资工具（CPFF）和一级交易商信贷便利（PDCF）。
3月18日	设立新工具-货币市场共同基金流动性工具（MMLF），加大对家庭和企业的信用支持。
3月19日	与另外九家央行建立临时美元流动性互换协议
3月23日	宣布开放式资产购买计划，继续购买美国国债和抵押贷款支持证券，不设额度上限。 为企业债新设两个流动性工具：一级市场公司信贷便利（PMCCF）和二级市场公司信贷便利（SMCCF）。 重启2008年设立的定期资产担保证券贷款机制（TALF）。 扩展货币市场流动性便利机制，纳入更广泛证券；扩展商业票据融资工具。 表示希望很快建立一个全面贷款计划，为中小规模企业贷款提供支持。

数据来源：美联储，公开信息整理

超宽松货币政策似曾相识。在2008年美国次贷危机引发金融危机并蔓延至全球之际，美联储也是将利率降至接近零，并推出大规模资产购买计划和多项流动性支持工具，也就是量化宽松。

虽然上次衰退只持续了一年半（从2007年12月到2009年6月），但直到2012年9月，美联储还在推出第三轮量化宽松政策。量化宽松的实质，是印钞票，扩大资产负债表，2008年美联储资产负债表只有9000亿美元，2014年扩张到4.5万亿美元。

随着经济转好，2015年12月起，美联储加息；2017年9月，美联储宣布启动缩表，逐步推出经济刺激措施。

2019年，全球衰退的担忧泛起，美联储再度降息。2020年一季度，突发事件掀起的“飓风”彻底打乱美联储的节奏，货币政策又变成超宽松模式，利率迅速降低到零，资产负债表再度扩张，在3月18日达到4.7万亿美元的水平，已经超过上次金融危机后的最高位。

图1：美国基准利率降至接近0的水平

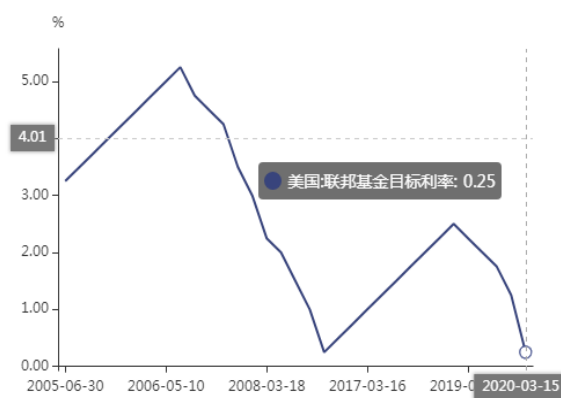
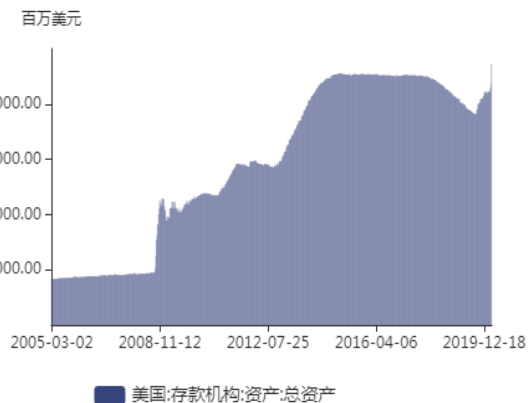


图2：美联储资产负债表再度扩张



数据来源：华安期货投资咨询部;wind

三、宽松政策的着力点在哪

支持市场流动性，避免金融市场流动性危机的传导。

3月份，包括美联储在内的多个国家大幅度降息，并实施大规模资产购买计划。全球央行都在迅速而艰难地应对金融市场的混乱局面，并减缓当前局势对经济的长期负面影响。

以美国为例，实体经济遭遇逆风，航空、能源类行业，融资成本攀升，经营困难，可能破产，引发债务危机等连锁反应。据wind资讯3月25日消息，美国的西方石油公司（Occidental Petroleum）是大幅减薪，美国国内员工减薪30%，CEO减薪80%，管理层平均减薪65%。加拿大最大航空公司—加拿大航空当地时间19日深夜宣布，临时裁员5149人；这些员工大概占员工总数的60%。

美联储多项操作，旨在提供广泛的信贷支持。比如，商业票据融资支持工具（CPFF），即美联储购买企业新发商业票据，直接给企业提供短期流动性支持。货币市场共同基金流动性便利（MMLF）用于帮助基金应对赎回需求带来的流动性压力。

3月15日降息后的新闻稿里，美联储称，经济基础稳固，2月劳动力市场依然强劲，家庭开支稳定增长。偏弱的是商业投资和出口。当前疫情冲击大，通胀水平及前景偏弱，所以选择降息。

四、与 2008 年环境有何不同

与2008年实施超宽松举措的背景对比，这次有所不同。

上次金融危机，一个重要原因是房价快速上涨及随后的崩溃。住房抵押贷款市场起先不断扩大，最终房价下跌时，银行不良资产率上升。危机在银行体系蔓延，带来市场信心崩塌，银行客户挤兑。美联储通过低利率和多项流动性支持，给市场注入信心。

目前，美联储也推出类似政策，帮助企业、居民、共同基金等应对短期流动性压力，恢复市场信心。

但是，新冠疫情在全球蔓延，有失控之势头，带来巨大不确定性。疫苗研发需要时间、多国医疗资源可能被挤兑，这些困境难以快速解决，其对市场信心和长远经济基本面的冲击或许更大。

还有一点，2008年，美国有通胀问题困扰，美联储甚至在2008年年中特意放慢降息步伐以对抗通胀。当前，美国则面临通缩压力。疫情造成多个国家和地区封禁，进一步降低实体经济需求，叠加油价持续下跌，通缩压力加大。

图3：美国通胀水平



数据来源：华安期货投资咨询部;wind

五、非常规流动性工具简析

常规情况下，美联储通过**贴现窗口**为存款机构提供后备流动性支持，存款机构则向其他金融机构及所有非金融企业和家庭提供流动性。

紧急情况下，美联储可以采用一些临时的、非常规的流动性工具，但是必须满足《联邦储备法》第13(3)条要求。

表 2：美联储各种流动性机制及针对的交易对手

受益的机构	提供流动性的工具	具体机制
存款机构	贴现窗口	贴现窗口是正常时期面向存款类金融机构的标准贷款工具。
一级交易商	一级交易商借贷便利 (PDCF)	通过 PDCF，纽约联储公开市场操作一级交易商可以向美联储借款，融资期限从隔夜到 90 天不等。此工具担保品范围广泛，包括商业票据、市政债券和股票。有助于一级交易商稳定市场，从而有效为企业和家庭部门提供信用支持。 一级交易商多数为证券公司、投资银行等经纪交易商，只有 1 家为商业银行。
货币市场共同基金	货币市场共同基金流动性工具 (MMLF)	联储通过 MMLF 向合格的金融机构提供贷款，这些金融机构将从货币市场共同基金购买优质资产作为担保。MMLF 协助货币市场基金满足居民、企业和其他投资者的赎回要求，为更广泛的市场主体提供信贷支持。 财政部将通过财政部外汇稳定基金为 MMLF 提供 100 亿美元的信用担保。
商业票据发行人	商业票据融资工具 (CPFF)	美联储通过 CPFF 购买企业发行的商业票据，相当于绕过银行直接为企业短期流动性支持。 商业票据市场两大发行人为实体企业和金融机构。
ABS 发行人	定期资产支持证券贷款工具 (TALF)	为消费者和商业机构提供信贷支持。为抵押资产为学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业贷款等的资产支持证券 (ABS) 发行提供支持。 美联储通过 TALF 提供贷款，以换取某些 AAA 级的 ABS。
大型雇主	一级市场公司信贷融资工具 (PMCCF) 和二级市场公司信贷融资工具 (SMCCF)	前者用于支持发行新债券和贷款；后者用于为未偿还公司债券提供流动性。

数据来源：美联储，公开信息整理

在非常规流动性工具运用中，美联储的交易对手由商业银行、一级交易商扩展至货币市场共同基金甚至是企业和个人。另外，美联储与全球其他多家央行进行货币互换，为全球市场提供美元流动性。

3月23日，美联储推出更多拯救经济的措施时表示，定期资产支持证券贷款工具 (TALF)、一级市场公司信贷融资工具 (PMCCF) 和二级市

场信贷融资工具（SMCCF）都是美联储根据《联邦储备法》第13(3)条创设，并已得到财政部长的批准。

“The TALF, PMCCF and SMCCF are established by the Federal Reserve under the authority of Section 13(3) of the Federal Reserve Act, with approval of the Treasury Secretary.”

什么是《联邦储备法》第13(3)条？

《联邦储备法》第13条第3款授权美联储可以在“异常和紧急情况下（In unusual and exigent circumstances）”，为银行实体以外的信用良好的实体提供贷款。

不过，2008年金融危机后，美国国会通过2010年《多德-弗兰克法案》（Dodd-Frank Act），使美联储更难运用这一条款。

美联储如果想推出非常规的流动性工具，必须事先得到美国财政部长的批准，还要接受国会两院的事后监督。

附：美联储的部分非常规流动性工具名称及缩写

定期拍卖工具（Term Auction Facility，TAF）

一级交易商信贷便利（Primary Dealer Credit Facility，PDCF）

定期资产支持证券贷款工具（Term Asset-Backed Securities Loan Facility，TALF）

货币市场共同基金流动性工具（Money Market Mutual Fund Liquidity Facility，MMLF）

商业票据融资工具（Commercial Paper Funding Facility，CPFF）

一级市场公司信贷融资工具（the Primary Market Corporate Credit Facility，PMCCF）

二级市场公司信贷融资工具（the Secondary Market Corporate Credit Facility，SMCCF）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。