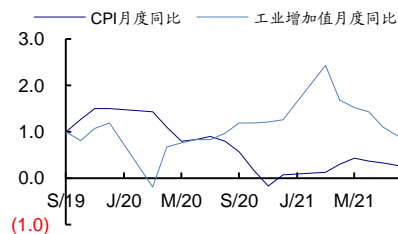


宏观经济

海外市场双周报

2021年09月16日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

| | |
|------------|-------|
| 固定资产投资累计同比 | 8.90 |
| 社零总额当月同比 | 2.50 |
| 出口当月同比 | 25.60 |
| M2 | 8.20 |

相关研究报告:

《宏观经济宏观周报: 本周国内货币政策与财政政策措辞均指向宽信用》——2021-09-01
 《宏观经济宏观周报: 供给侧因素或导致价格与经济增长变动方向不再一致》——2021-08-23
 《宏观经济宏观周报: 疫情冲击拖累经济, 后续反弹可期》——2021-09-07
 《海外市场双周报: 高频指标看 Delta 对海外经济的影响》——2021-08-27
 《宏观经济宏观周报: 出口缓解疫情对经济的冲击, 供给约束下 PPI 或继续冲高》——2021-09-14

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

联系人: 王艺熹

电话: 021-60893204
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观周报

六问六答看懂 SOFR 如何替代美元 LIBOR

● SOFR 如何替代美元 LIBOR

1. 什么是 SOFR?

SOFR 衡量了美国货币市场上使用美国国债作为抵押的隔夜现金借贷成本, 是一种无风险利率, 由负责具体执行美联储公开市场操作的纽约按日发布的基准利率, 被 ARRC (替换基准利率委员会) 选中作为基准利率用来代替美元 LIBOR。

2. 美元 LIBOR 与 SOFR 有何区别?

LIBOR 交易无担保, SOFR 交易使用美国国债担保, 所以 SOFR 更贴近无风险利率, 而 LIBOR 利率长期运行在 SOFR 上方; LIBOR 根据银行提交的报价 (实际交易量有限) 以及专家意见 (主要部分) 形成, 而 SOFR 的形成基于大量交易 (日均接近万亿美元); Libor 的是前瞻性的, 意味着在合约期开始前即可知利率, 而 SOFR 为后置发布的隔夜回购利率, 即 SOFR 利率为交易的结果; LIBOR 利率共有 7 种期限, 而 SOFR 本身是隔夜利率, 无期限结构。

3. 有多少金融资产与 LIBOR 挂钩?

与美元 LIBOR 挂钩的资产规模为 223 万亿。作为参照, 美国 2019 年 GDP 名义值为 21.37 万亿美元; 2020 年美股总市值为 40.7 万亿美元在如此体量的金融合约与 LIBOR 挂钩的情况下, 若 LIBOR 与新基准利率的衔接不够顺畅, 则非常容易引起市场波动。与 LIBOR 挂钩的资产以衍生品为主, 包括利率互换合约、远期利率协议、利率期权等。

4. 为什么 LIBOR 需要被替换?

LIBOR 报价机制存在三个主要问题: 其一, 银行间无担保市场拆借交易量急剧下滑, 其二, 多数报价行提供的 LIBOR 报价取决于专家判断而非真实交易; 其三, LIBOR 报价容易被人为操纵。ICE 基准管理有限公司 (IBA) 宣布将停止发布 LIBOR 利率。

5. 为什么选中 SOFR?

在一众备选利率中, SOFR 的交易量为美国货币市场最大, 远高于 LIBOR 或其他有期限的无担保利率。且由于其覆盖面甚广, SOFR 能很好的代表隔夜国债回购市场的资金状况。在此条件下, SOFR 代表了数个市场中、多方参与者融资的经济成本。

6. LIBOR 至 SOFR 的过渡如何实施? 有何困难? 目前进展如何?

目前的衔接进度并不理想。LIBOR 的发布机构 IBA 将在 2023 年年中停止发布 LIBOR。到期时间在 2023 年年中之后的资产有至少 74 万亿美元规模。

从使用 LIBOR 转至使用 SOFR 在技术上存在三方面难点: LIBOR 与 SOFR 的信用利差问题; SOFR 的期限结构问题; SOFR 波动性大于 LIBOR 的问题。

其他导致转换进度偏慢的原因包括, SOFR 市场接受度不够高、市场参与者存在惰性、需对客户科普解释为何需要使用新的基准利率等。

关于 SOFR 使用上的其他细节:

SOFR Surge 事件经过、关于 SOFR 使用上的其他细节

内容目录

| | |
|-------------------------------------------|----|
| 六问六答看懂 SOFR 如何替代美元 LIBOR..... | 4 |
| 什么是 SOFR? | 4 |
| LIBOR 与 SOFR 有何区别? | 5 |
| 有多少金融资产与 LIBOR 挂钩? | 5 |
| 为什么 LIBOR 需要被替换? | 6 |
| 为什么选中 SOFR? | 7 |
| LIBOR 至 SOFR 的过渡如何实施? 有何困难? 目前进展如何? | 8 |
| 关于 SOFR 使用上的其他细节 | 10 |
| 海外疫情与疫苗接种进度追踪..... | 11 |
| 主要资产走势概览..... | 13 |
| 美股..... | 13 |
| 美债..... | 14 |
| 伦敦金和美元指数 | 15 |
| 布伦特原油和伦敦铜..... | 15 |
| 国信证券投资评级..... | 17 |
| 分析师承诺 | 17 |
| 风险提示 | 17 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 17 |

图表目录

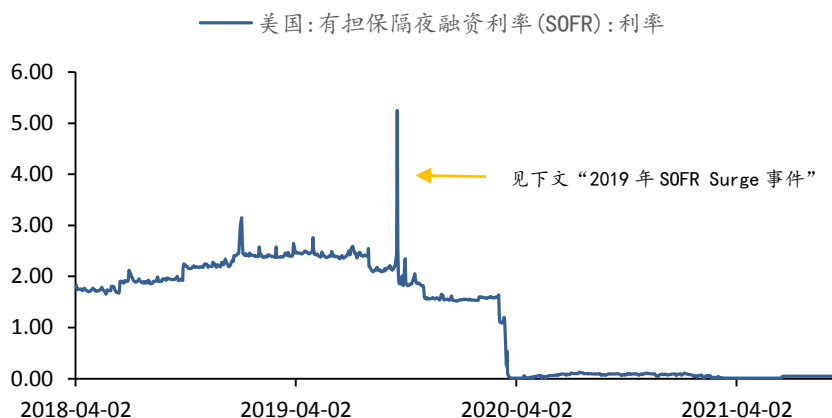
| | |
|---------------------------------------------------|----|
| 图 1: SOFR 走势 (%) | 4 |
| 图 2: SOFR 利率 1%分位值与 99%分位值 (%) 以及成交额 (右轴) | 4 |
| 图 3: ARRC 统计的 2017 年上半年美国货币市场主要标的日均成交量 (十亿美元) . | 7 |
| 图 4: 美国芝商所 (CME) SOFR 衍生品合约交易量 | 9 |
| 图 5: 基于 SOFR 衍生品的 SOFR 期限结构 | 9 |
| 图 6: LIBOR、EFFR OIS 于 SOFR 利差 | 9 |
| 图 7: SOFR 的 30、90、180 日平均值 (%) | 9 |
| 图 8: 2019 年 SOFR 与联邦基金有效利率 (%) | 10 |
| 图 9: 美联储资产负债表中正回购协议项目 (百万美元) | 11 |
| 图 10: 美国国债回购市场结构 | 11 |
| 图 11: DM 国家新增新冠确诊人数 (7 日移动平均) | 12 |
| 图 12: EM 国家新增新冠确诊人数 (7 日移动平均) | 13 |
| 图 13: EM 国家新增新冠确诊人数 (7 日移动平均) | 13 |
| 图 14: 主要国家每百人疫苗接种量 (剂, 截至 2021-9-14) | 13 |
| 图 15: 美国疫苗接种进度 (截至 2021-9-14) | 13 |
| 图 16: 标普 500 指数 (截至 2021-9-14) | 14 |
| 图 17: 道琼斯工业指数 (截至 2021-9-14) | 14 |
| 图 18: 纳斯达克指数 (截至 2021-9-14) | 14 |
| 图 19: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2021-9-14) | 15 |
| 图 20: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2021-9-14) | 15 |
| 图 21: 伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司) (截至 2021-9-14) | 15 |
| 图 22: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2021-9-14) | 16 |
| 图 23: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2021-9-14) | 16 |

六问六答看懂 SOFR 如何替代美元 LIBOR

什么是 SOFR?

SOFR (Secured Overnight Financing Rate) 衡量了美国货币市场上使用美国国债作为抵押的隔夜现金借贷成本 (a broad measure of the cost of borrowing cash overnight collateralized by Treasury securities), 是一种无风险利率 (因 LIBOR 无担保所以其实 LIBOR 包含了信用风险), 由负责具体执行美联储公开市场操作的纽约按日发布的基准利率, 被 ARRC (关于该机构的角色见下文解释) 选中作为基准利率用来代替美元 LIBOR。

图 1: SOFR 走势 (%)

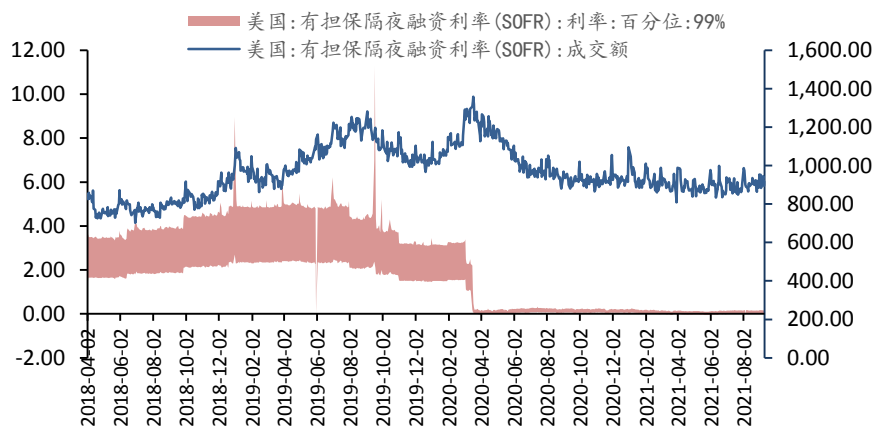


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

SOFR 的具体计算方式为: 以交易量加权计算得出以下三项的中位数: 纽约梅隆银行 (托管机构) 的国债三方回购交易数据、GCF 回购交易数据、以及通过 FICC DVP 服务进行的双边国债回购交易数据 (关于为何用此三项参见下文对美国隔夜国债回购市场的简介)。

SOFR 由纽约联储在每个交易日早晨 8:00 (东部时区) 发布。同时发布的包括 1%、25%、75%、99% 分位值的 SOFR 利率、成交量数据、SOFR 指数、SOFR-30 日移动平均、SOFR-90 日移动平均、SOFR-180 日移动平均。

图 2: SOFR 利率 1%分位值与 99%分位值 (%) 以及成交额 (右轴)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

(纽约联储 SOFR 相关信息页面及 SOFR 指数页面:

<https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/sofr>

<https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/sofr-averages-and-index>)

负责组织 LIBOR 向新利率基准过渡的 ARRC (替换基准利率委员会) 是一个由美元 LIBOR 使用者及相关的市场参与者组成的机构, 成立的目的有: 1. 寻找美元 LIBOR 的替代品; 2. 制定帮助市场从 LIBOR 过渡至新利率基准的计划和时间表, 包括基础设施的铺设、发布相关金融合同的设计方式指引等。

表 1: ARRC (替换基准利率委员会) 成员名单

| 成员类别 | 成员名单 |
|--------|------------------------------------------------------------------------------|
| 主席团 | Sandra O'Connor, Chief Regulatory Affairs 官员、摩根大通 |
| 投票成员 | 美国银行、巴克莱、法国巴黎银行、花旗银行、瑞士信贷、德意志银行、高盛、汇丰、摩根大通、摩根斯坦利、日本野村银行、苏格兰皇家银行、法兴银行、瑞银、富国银行 |
| 非投票成员 | 纽约梅隆银行、芝商所、DTCC (美国存管信托和结算公司)、ISDA (国际互换与衍生品协会)、伦敦清算所 |
| 外部官方成员 | 美联储系统投票官员、纽约联储、美国商票期货交易协会、美国财政部、美国金融研究办公室 |

资料来源: ARRC、国信证券经济研究所整理

ARRC 于 2017 年确定 SOFR 为最佳替代 LIBOR 的基准利率选择, 并于 2021 年 7 月 29 日正式宣布选中 SOFR 作为推荐的 LIBOR 的替代基准利率。目前 ARRC 已发布过一系列针对不同类型的金融资产和市场参与者从使用 LIBOR 过渡至使用 SOFR 的指引文件, 以及三份执行报告。

美元 LIBOR 与 SOFR 有何区别?

- LIBOR 交易无担保, SOFR 交易使用美国国债担保, 所以 SOFR 更贴近无风险利率, 而 LIBOR 利率长期运行在 SOFR 上方;
- LIBOR 根据银行提交的报价 (实际交易量有限) 以及专家意见 (主要部分) 形成, 而 SOFR 的形成基于大量交易 (日均接近万亿美元);
- Libor 的是前瞻性的 (Forward looking), 意味着在交易期开始前即可知利率, 而 SOFR 为后置发布的隔夜回购利率 (Backward-looking), 即 SOFR 利率为交易的结果;
- LIBOR 利率共有 7 种期限, 而 SOFR 本身是隔夜利率, 无期限结构, 目前的不同期限的 TERM SOFR 基于芝商所的 SOFR 期货由芝商所 (CME Group) 发布 (具体方法见下文 “SOFR 的期限结构问题” 部分)。

有多少金融资产与 LIBOR 挂钩?

与美元 LIBOR 挂钩的金融资产存量巨大, 根据 ARRC 今年 3 月发布的统计, 与美元 LIBOR 挂钩的资产规模为 223 万亿。作为参照, 美国 2019 年 GDP 名义值为 21.37 万亿美元; 2020 年美股总市值为 40.7 万亿美元, IPO 总量为 853 亿美元; 2020 年美国固定收益市场总量为 47.2 万亿美元。在如此体量的金融合约与 LIBOR 挂钩的情况下, 若 LIBOR 与新基准利率的衔接不够顺畅, 则非常容易引起市场波动。

表 2: 美国资本市场各类资产 2020 年增量情况

| | 2020 年发行量 (万亿) | 同比增速 |
|------------|----------------|--------|
| 长期固定收益 | 12.2 | 48.10% |
| MBS | 4 | 96.20% |
| 企业债 | 2.3 | 60.40% |
| 国债 | 3.9 | 32.70% |
| 长期市政债 | 0.48 | 13.60% |
| ABS | 0.3 | -30% |
| 股票 (普通+优先) | 0.39 | 71% |
| IPO | 0.085 | 74.70% |

资料来源:SIFMA、国信证券经济研究所整理

具体来看,与 LIBOR 挂钩的资产以衍生品为主,包括利率互换合约、远期利率协议、利率期权等,ARRC 今年 3 月统计的存续衍生品合约共有 214 万亿美元。此外还有部分包括商业借贷、消费者贷款、ABS 等类型的合约基于美元 LIBOR。

表 3: 与 LIBOR 挂钩的合约存量 (2021 年 3 月 ARRC 统计)

| 资产类别 | 合约类别 | 与 LIBOR 挂钩合约的存续规模 (万亿美元) | 预计 2023 年 6 月未到期的存续规模 |
|--------------|----------------|--------------------------|-----------------------|
| 场外衍生品 | 利率互换 | 81 | 46 |
| | 远期利率协议 | 47 | 0 |
| | 利率期权 | 20 | 12 |
| | 跨货币互换合约 | 23 | 8 |
| 交易所衍生品 | 利率期权 | 32 | 0 |
| | 利率期货 | 11 | 2 |
| 商业借贷 | 银团贷款 | 2 | 1.1 |
| | 非银团商业贷款 | 1.3 | 0.4 |
| | 非银团 CRE/商业抵押贷款 | 1.5 | 0.8 |
| 消费者贷款 | 零售贷款 | 1.3 | 0.8 |
| | 其他消费者贷款 | 0.1 | 0.1 |
| 债券 | 浮息债券 | 1.1 | 0.3 |
| 资产证券化 | MBS (包含 CMO) | 0.8 | 0.8 |
| | CLO (抵押债务权证) | 0.5 | 0.5 |
| | ABS | 0.2 | 0.2 |
| | CDO (担保债务权证) | 0.1 | 0.1 |
| USD LIBOR 总计 | | 223 | 74 |

资料来源:纽约联储、ARRC、国信证券经济研究所整理

为什么 LIBOR 需要被替换?

2008 年金融危机爆发后,LIBOR 存在的问题开始暴露。LIBOR 的主要问题是报价机制不够合理,容易被操控,且确定其报价的交易量与挂钩的衍生品合约量不匹配。基于这两个原因,ICE 基准管理有限公司(IBA)宣布将停止发布 LIBOR 利率。

具体来看,LIBOR 机制存在三个主要问题:

1. 银行间无担保市场拆借交易量急剧下滑,越来越少的参与者愿意以无担保的方式放贷,尤其是期限长于隔夜贷款;
2. 由于市场交易量过低,多数报价行提供的 LIBOR 报价取决于专家判断而非真实交易;
3. LIBOR 报价存在容易被人为操纵的缺陷。

2008 年英美等国的监管者开始对 LIBOR 报价行是否涉嫌操纵利率开展调查。报价行人为操纵 LIBOR 定价的动机在于,一方面,在金融危机时期压低报价消除市场对其流动性风险的担忧,另一方面,一些银行考虑到其自身或其他银行的交易头寸而影响真实报价。

调查发现，2005年至2009年期间，巴克莱银行高管和交易员共向LIBOR和EURIBOR报价员人为更改利率257次，通过抬高或降低利率估值以增加衍生品交易的利润。2012年，巴克莱银行承认涉嫌操纵LIBOR报价，向英美监管者支付了4.5亿美元罚款。在巴克莱案之后，LIBOR丑闻开始发酵，美国、英国、日本、瑞士和加拿大的监管机构对其他报价行展开了调查，包括瑞银集团、德意志银行、苏格兰皇家银行、汇丰、花旗集团、美国银行、法国兴业银行等机构。

结果来看，负责发布LIBOR的ICE基准管理有限公司(IBA)宣布将停止发布LIBOR利率，各国相关部门开始制定由LIBOR向新利率基准过渡的计划。

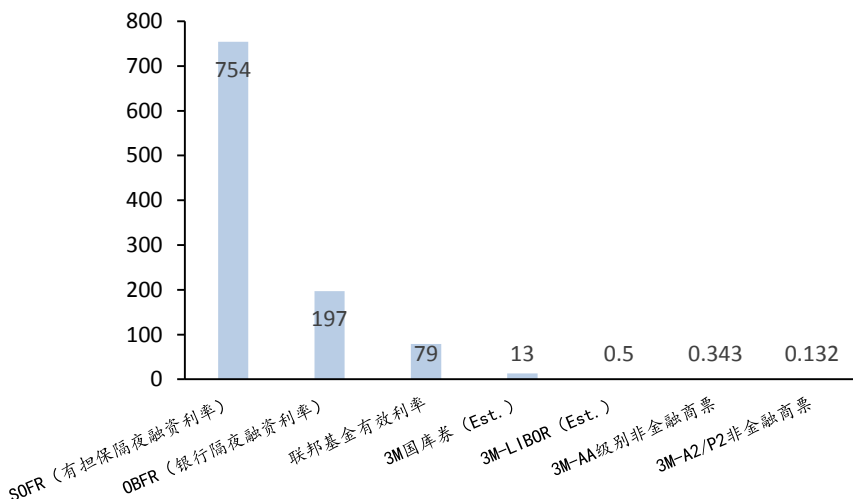
为什么选中SOFR?

ARRC的选取标准包括以下几点:

1. **作为基准利率的质量:** 包括资产流动性、交易量、市场流动性较差环境下的适应性/弹性、监管规则变化环境下的适应性/弹性、受到货币政策负面影响的可能性;
2. **利率形成方法的质量:** 满足IOSCO原则下的合理和稳健性、数据的透明度、历史数据系列的可得性;
3. **可靠性:** 数据发布过程符合IOSCO原则;
4. **受到有效监管:** 监管结构能提高该基准利率的可靠性;
5. **实操执行的难易程度:** 考虑交易和对冲的需求、以及是否存在期限结构。

在一众备选利率中，SOFR的交易量为美国货币市场最大，远高于LIBOR或其他有期限的无担保利率。且由于其覆盖面甚广，SOFR能很好的代表隔夜国债回购市场的资金状况。在此条件下，SOFR代表了数个市场中、多方参与者融资的经济成本，包括交易商-经纪人、货币市场基金、资产管理、保险公司、金融租赁机构、养老保险等。

图3: ARRC统计的2017年上半年美国货币市场主要标的日均成交量(十亿美元)



资料来源:ARRC、国信证券经济研究所整理

ARRC考虑过的其他备选基准利率都因各种缺点被抛弃，主要考虑过以下几类选项:

1. 与LIBOR有相同的结构性问题的多种**有期限的无担保利率**，如金融类商票、

存托凭证、联邦基金交易等。就算在正常时期，此类无担保借贷的交易量都不大，在金融压力较大的时期交易量不足的问题则显得更为突出。（例：美联储在 2008 年 11 月-12 月的 40 个交易日中仅有 10 个交易日能够发布 AA 级金融类商票利率）。

2. **美国国债利率：**美债利率满足 ARRC 对于流动性、可靠性、存在期限市场的要求，但美债利率并未直接与私人部门的借贷成本挂钩，且容易在短期内受供需关系的影响而波动，所以并不能直观的反映市场无风险利率，不合适作为替代 LIBOR 的基准利率。

LIBOR 至 SOFR 的过渡如何实施？有何困难？目前进展如何？

根据 ARRC 的指引，挂钩于 LIBOR 的金融合约应包含“备用条款”（fallback language）以明确 LIBOR 停止发布后基准利率的参照标准。对于现存未包含“备用条款”的合约，后期有失效或合约双方陷入诉讼的风险。合约双方可选择修订合约并增设“备用条款”来规避此种风险。

目前的衔接进度并不理想。LIBOR 的发布机构 IBA 将在 **2023 年年中停止发布 LIBOR**。根据 ARRC 今年 3 月发布的报告测算，在各机构不再将新发行的产品与 LIBOR 挂钩的前提下，到期时间在 2023 年年中之后的资产仍有 74 万亿美元规模，且还有机构在不断的将新的合约建立于 LIBOR 之上，其中不包含 LIBOR 停止发布后“备用条款”的金融合约的存量规模难以测算。

从使用 LIBOR 转至使用 SOFR 在技术上存在三方面难点：

1. **LIBOR 与 SOFR 的信用利差问题：**LIBOR 包含信用风险，对于需要将基准利率置换成 SOFR 的合约，需使用某种方法确立 LIBOR 和 SOFR 之间的利差；

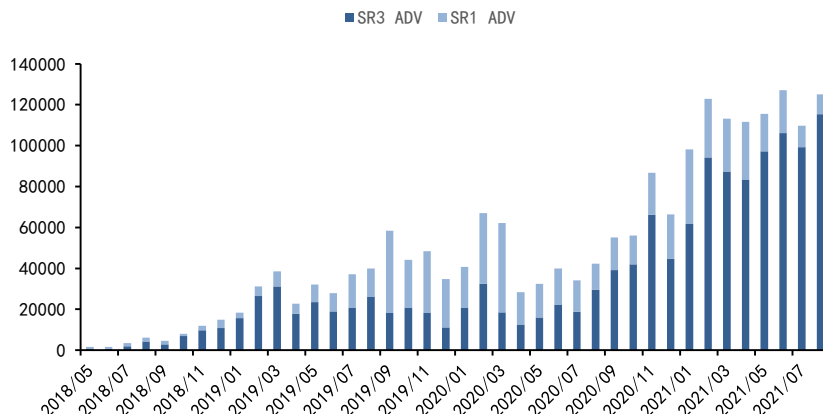
目前来看，选用一个固定（而非浮动）的 SOFR-LIBOR 差额将会是最可能的解决方案。ARRA 认为如果使用浮动的差值，那这个浮动的差值的确立一定会存在与 LIBOR 相同的问题，替换 LIBOR 就会没有意义。ISDA（国际互换与衍生品协会）公布的解决方案是采用**五年历史平均 LIBOR 和 SOFR 之差作为固定的转换口径**。

2. **SOFR 的期限结构问题：**LIBOR 共有 7 种期限，SOFR 本身只有隔夜利率。如何确立 SOFR 的期限结构成为成果过渡至使用 SOFR 作为基准利率的关键矛盾。

为确定不同期限的 SOFR，芝商所于 2018 年 5 月推出 SOFR 期货（分为 1 个月和 3 个月两种合约），美国的两大清算机构 LCH 和 CME 均开启 SOFR 互换的清算，随后 ICE 也推出了 SOFR 的期货合约。

目前 SOFR 衍生品交易量已基本足够支撑 SOFR 期限结构的形成。SOFR 衍生品的交易量必须达到足够的规模以确保不同期限 SOFR 利率具有合理性，而 ARRC 的成员银行必须自主参与 SOFR 交易来贡献交易量。2020 年美国短期利率降至 0 附近，SOFR 期货合约交易量显著下降，但 2021 年以来合约（特别是 SR3）的交易量显著回升。

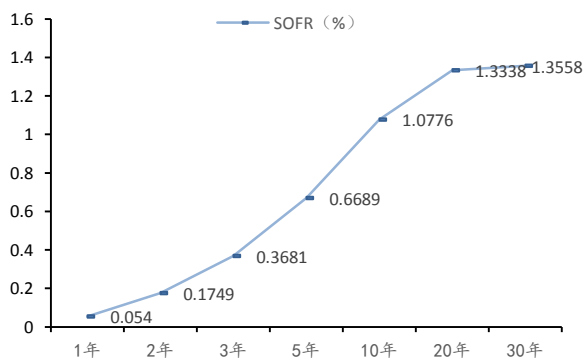
图 4: 美国芝商所 (CME) SOFR 衍生品合约交易量



资料来源: CME、国信证券经济研究所整理

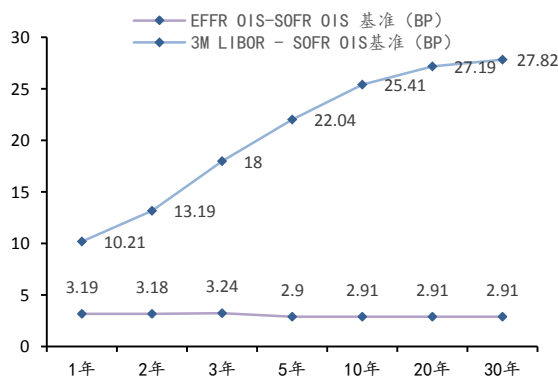
下图为基于 SOFR 衍生品计算出的 SOFR 期限结构, 具体的计算方法可参见芝商所官网 Methodology 部分。

图 5: 基于 SOFR 衍生品的 SOFR 期限结构



资料来源: CME、国信证券经济研究所整理

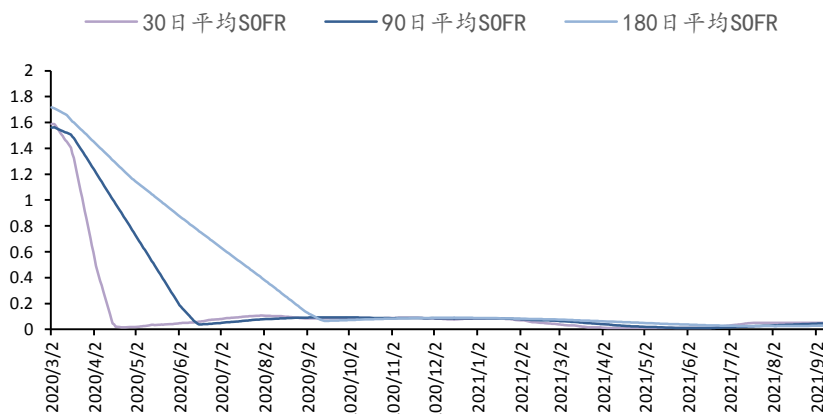
图 6: LIBOR、EFFR OIS 与 SOFR 利差



资料来源: CME、国信证券经济研究所整理

3. SOFR 波动性大于 LIBOR 的问题: 解决方案是基于 SOFR 的衍生品合约将使用日频 SOFR 的平均值, 而不是日频发布的 SOFR 值。

图 7: SOFR 的 30、90、180 日平均值 (%)



资料来源: 纽约联储、国信证券经济研究所整理

其他导致转换进度偏慢的原因包括，SOFR 市场接受度不够高、市场参与者存在惰性、需对客户科普解释为何需要使用新的基准利率等。针对此种现象，ARRC 已草拟相关立法文件，以推动巨量的美元 LIBOR 金融合约向 SOFR 过渡的进程，目前美国纽约州正在审阅相关的立法文件。

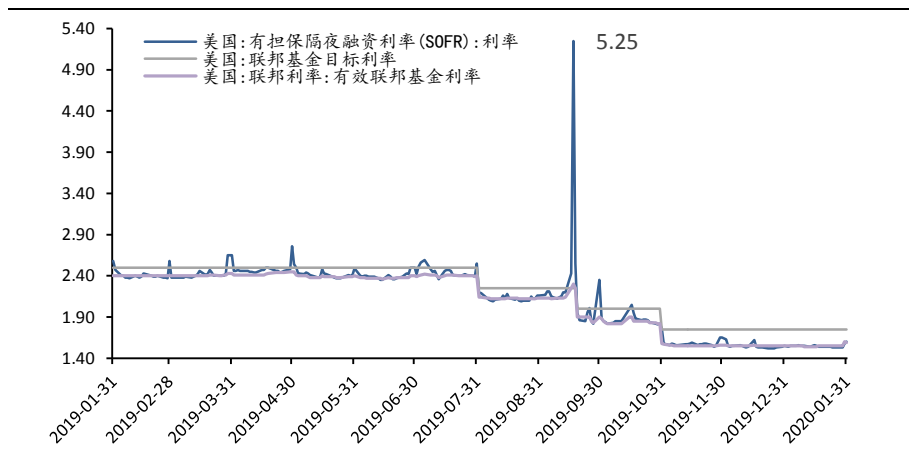
关于 SOFR 使用上的其他细节

SOFR Surge 事件经过

SOFR 在 2019 年 9 月 17 日经历过一次短暂的飙升，当日 SOFR 较前一日飙升了 282bp。彼时美国企业税征收日的逼近、2019 年 9 月上旬 1150 亿投资及企业债的发行与交易（2019 年 9 月上旬数据）、国债的配置需求等多因素造成了流动性紧张的局面，催生了此次短暂的 SOFR 飙升事件的发生。

当日有效联邦基金利率（下图紫线）还短暂穿破了联邦基金利率的目标区间（区间顶为下图灰线），导致当时市场出现质疑美联储是否对短期利率保有足够的影响力讨论。

图 8：2019 年 SOFR 与联邦基金有效利率（%）

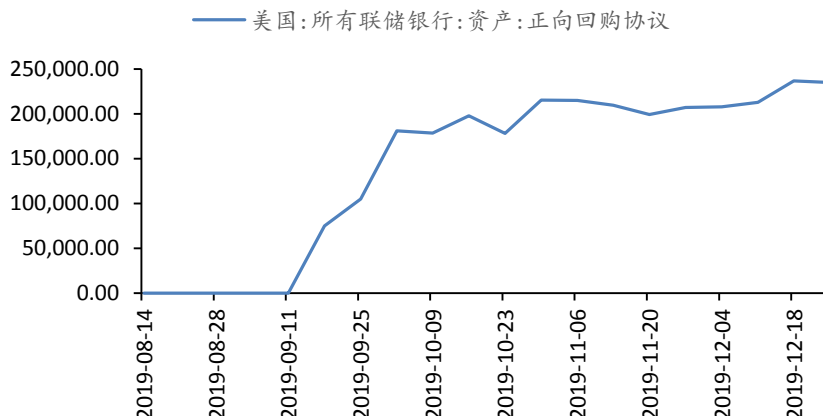


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

美联储以小幅度调表来解决对货币市场利率控制力不够的问题。美联储周度公布的资产负债表数据显示，联储从 2019 年 9 月 18 日周开始使用正回购协议为市场注入短期流动性（注：美国正逆回购方向与我国相反）。

美联储主席鲍威尔在随后 10 月 8 日的演讲中指出，美联储开始了暂时性的公开市场操作，以保持联邦基金有效利率维持在目标区间。他表示，联储的目标是保持足够的资产规模以保证通过设置目标利率对联邦基金目标利率的影响力，而非频繁的扰动市场。他提示市场应将此次联储为了保证对短期利率的影响力而扩表区别于特殊时期进行的量化宽松（QE）扩表。

图 9: 美联储资产负债表中正回购协议项目 (百万美元)



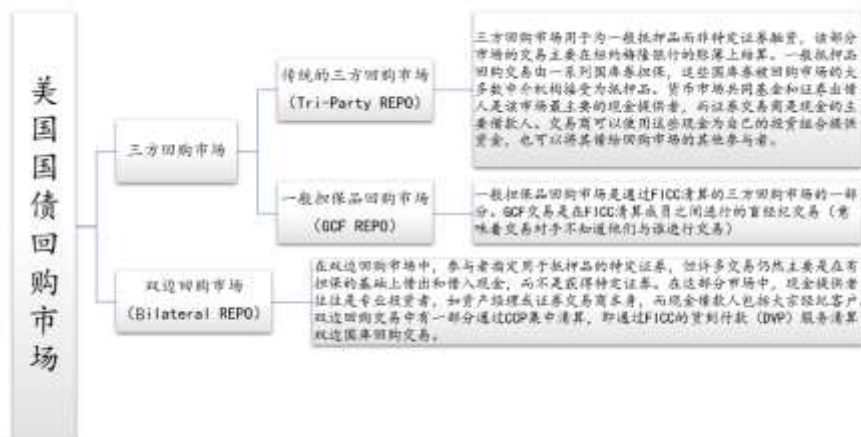
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

此后 SOFR 基本保持稳定, 未有出现过类似的上下大幅波动情况。拉长长时间来看, SOFR 的波动率与 LIBOR 差不多, 两者从 2018 年 4 月至今的标准差分别为 1.027% 和 0.983%, 日均变动幅度分别为 0.21bp 和 0.19bp。

美国国债回购市场简介

美国隔夜回购市场主要分为双边和三方回购市场两种, 其中三方回购市场又分为传统的三方回购市场和一般担保品回购市场。Tri-Party Repo(三方回购市场)用于为一般抵押品而非特定证券融资, 该部分市场的交易主要由纽约梅隆银行清算。GCF Repo(一般担保品回购市场)是通过 FICC 清算的三方回购市场的一部分。双边回购交易中有一部分通过 CCP 集中清算, 即通过 FICC 的货到付款 (DVP) 服务清算双边国库回购交易。纽约联储发布的 SOFR 来源为三个市场的清算机构。

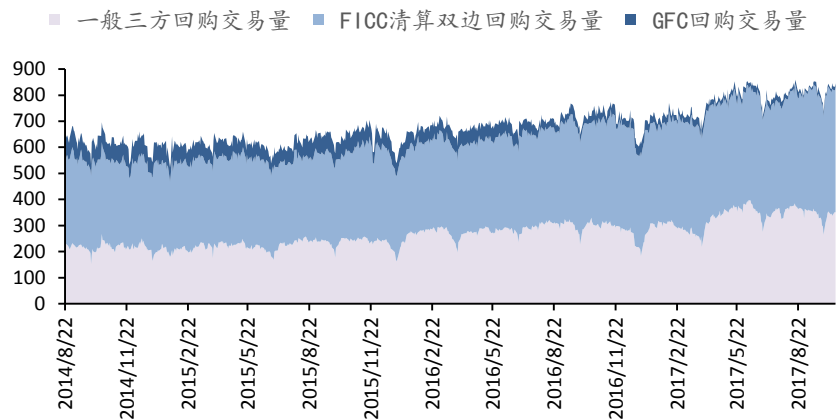
图 10: 美国国债隔夜回购市场结构 (按清算方式分)



资料来源: ARRC、国信证券经济研究所整理

交易量方面, 双边回购和由纽约梅隆银行清算的三方回购交易量较大, GCF 交易、FICC 清算的交易量占比较小。

图 11: 美国国债隔夜回购市场不同清算方式交易量 (十亿美元)

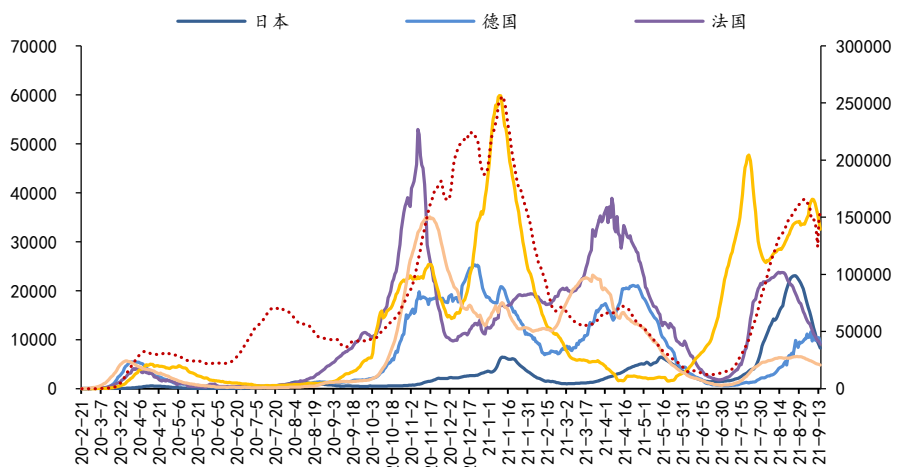


资料来源: 纽约联储、国信证券经济研究所整理

海外疫情与疫苗接种进度追踪

Delta 病毒袭扰全球，欧美疫情仍在发酵。近一周来英国和美国每百万人确诊人数约在 450-500 例左右，为发达经济体中最高。美国确诊率维持增加，欧洲大陆国家确诊率虽远低于英美两国且略有下降，但仍处于较高位置。

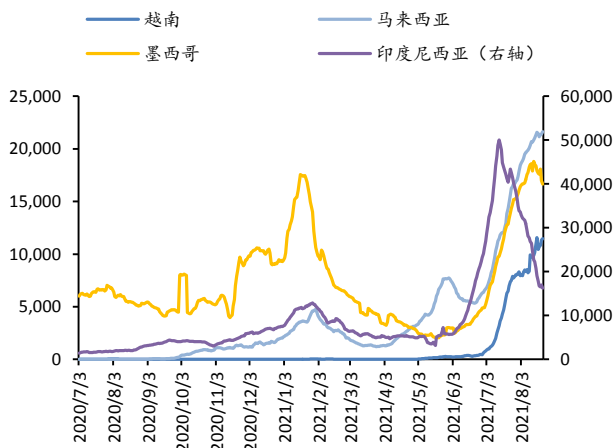
图 12: DM 国家新增新冠确诊人数 (7 日移动平均)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

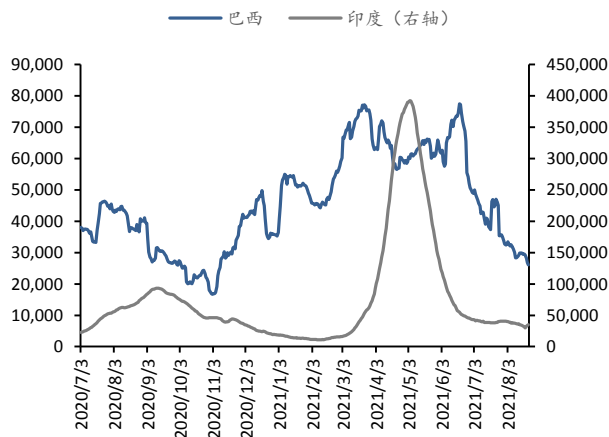
发展中国家方面，近期墨西哥、越南、马来西亚等国新增确诊人数亦不断上升，但多国提出“保经济保就业”策略。

图 13: EM 国家新增新冠确诊人数 (7 日移动平均)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

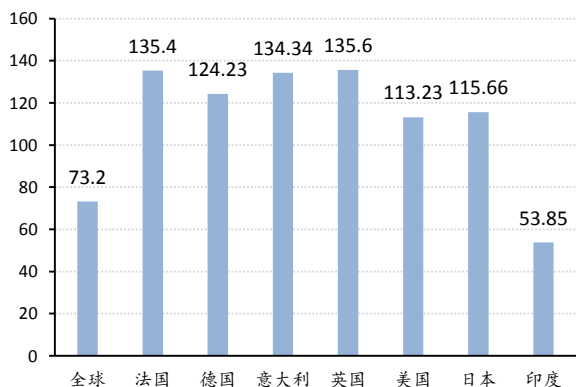
图 14: EM 国家新增新冠确诊人数 (7 日移动平均)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

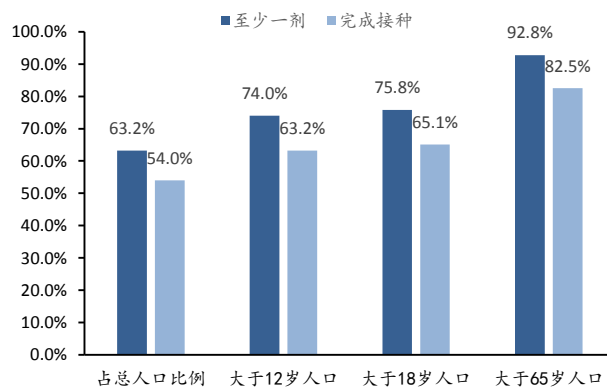
疫苗接种方面，疫情反扑促进欧美接种意愿提升，接种比例持续增加。

图 15: 主要国家每百人疫苗接种量 (剂, 截至 2021-9-14)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 美国疫苗接种进度 (截至 2021-9-14)



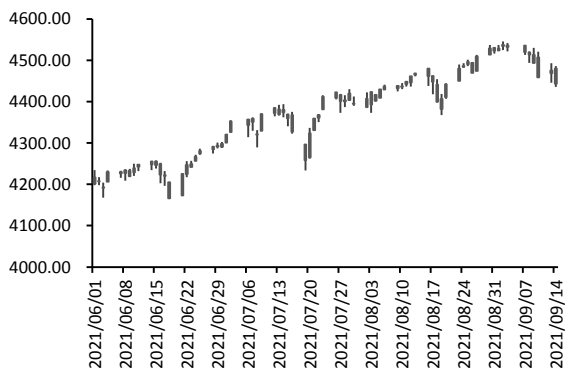
资料来源: 美国疾控中心、国信证券经济研究所整理

主要资产走势概览

美股

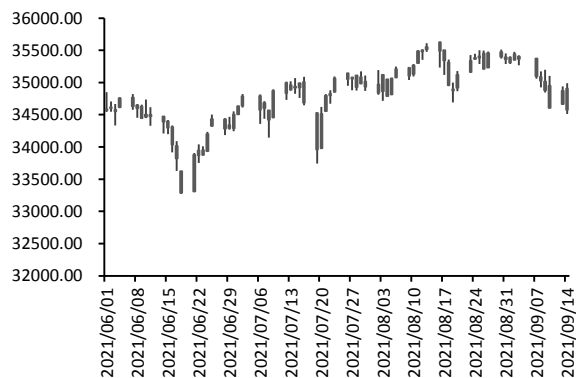
近两周来美股经历明显下调。截至 9 月 14 日，道指收报 34577.57 点，8 月 24 日以来共跌 788.69 点，跌幅为 2.23%。标普 500 指数报 4443.05 点，两周共跌 43.18 点，跌幅为 0.96%。

图 17: 标普 500 指数 (截至 2021-9-14)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

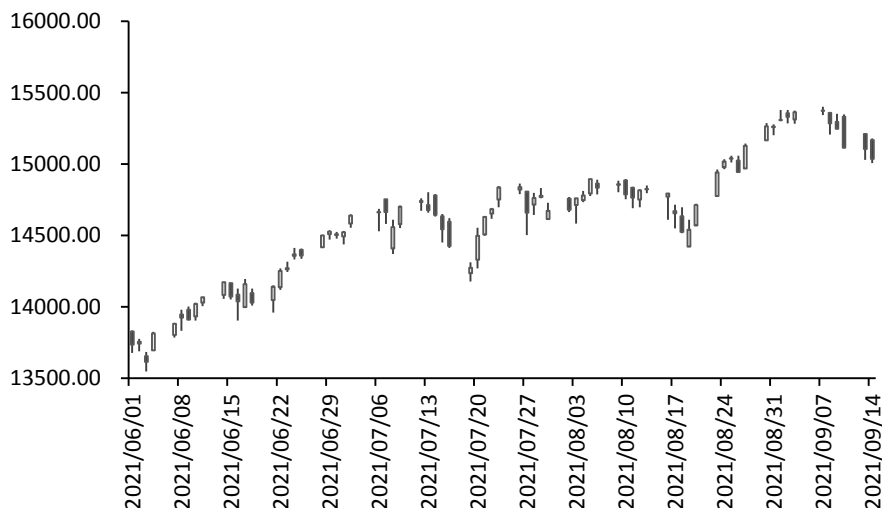
图 18: 道琼斯工业指数 (截至 2021-9-14)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

纳斯达克指数截至 9 月 14 日收盘报 15037.76 点, 8 月 24 日以来纳指共涨 17.96 点, 涨幅为 0.12%。

图 19: 纳斯达克指数 (截至 2021-9-14)

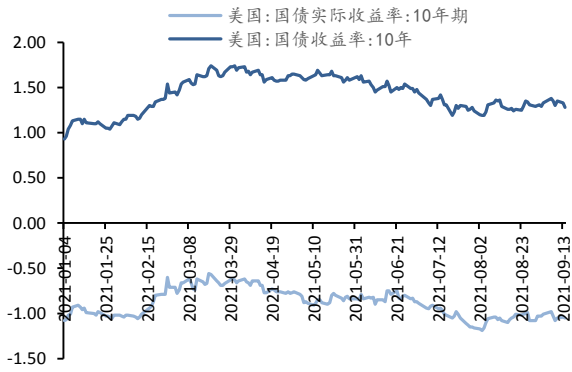


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

美债

美国 10 年期国债利率截至 9 月 14 日报 1.28%, 8 月 31 日以来下降 2bp。美国 2 年期国债利率截至 9 月 14 日报 0.21%, 8 月 31 日以来主要在 0.20%-0.24% 之间震荡。

图 20: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2021-9-14)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2021-9-14)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

伦敦金和美元指数

伦敦金价近两周来走势震荡, 截至 9 月 14 日报 1804.01 美元/盎司, 较 2 周前共下跌 10.59 美元/盎司, 跌幅为 0.58%。

美元指数近期继续窄幅震荡, 截至 9 月 14 日报 92.66, 较 2 周前共上升 0.01 点, 涨幅为 0.01%。

图 22: 伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司) (截至 2021-9-14)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

布伦特原油和伦敦铜

布伦特原油价格截至 9 月 14 日报 73.6 美元/桶, 较两周前共上涨 0.61 美元/桶, 涨幅为 0.84%。

伦敦铜价截至 9 月 14 日报 9407 美元/吨, 较两周前共下跌 55.5 美元/吨, 跌幅为 0.59%。

图 23: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2021-9-14)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2021-9-14)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032