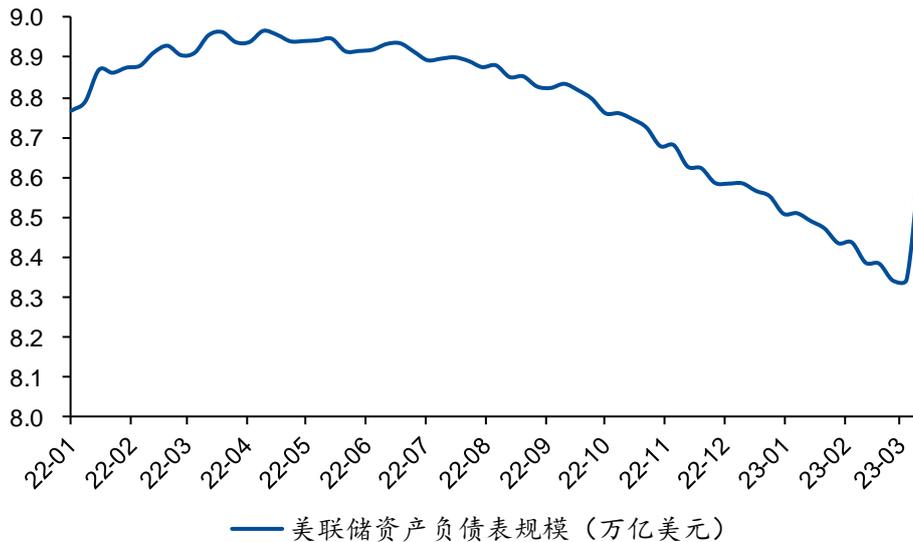




以史为鉴，美联储如何应对“流动性危机”

美联储资产负债表规模明显反弹



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

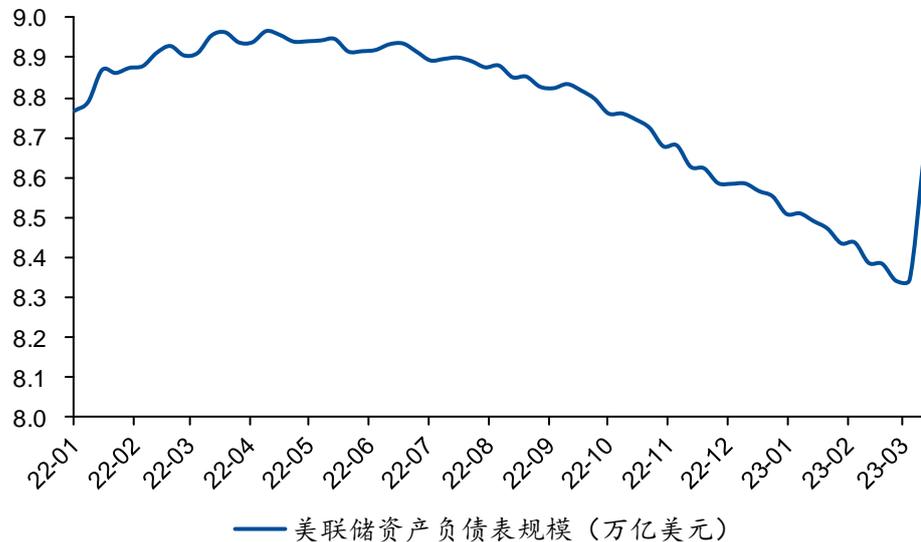
- 截至 3 月 15 日，美联储当周的资产负债表规模出现了自本轮加息周期以来的首次明显上升。当周，美联储的资产负债表规模上升了大约 3,000 亿美元——伴随着银行业风险的进一步加剧，美联储的再度“扩表”也值得关注。
- 事实上，美联储有非常多的常规与非常规流动性危机管理工具。我们梳理了目前可以动用的各种流动性管理手段，与此同时也整理出未来可能被动用的各种新手段——包括暂停缩表、无限量购债、收益率曲线控制甚至通过财政部直接注资来救助金融机构。
- 从此前英国央行处理养老金危机的经验来看，控制长短收益率曲线，能够较好地控制“按市值计价”的风险。
- 换言之，如果本轮欧美银行业危机仅仅是关乎“流动性”，那么各种花式放水足够帮助美联储应对本轮危机。与此同时，美联储仍然可以通过加息等各种方式来应对通胀问题。
- 当然，市场真正的担心，仍然是美国经济会因为本轮银行业危机而出现明显的下行风险。颇为讽刺的是，在硅谷银行“爆雷”前，投资者更为关心的是美国经济的“上行风险”。
- 美国经济是否会被本轮银行业危机拖累，仍然需要更多的数据来印证，但可以确定的是，投资者对于未来的悲观预期开始上升，而这也是边际上最大的变化。

美联储再度“扩表”

美联储本周公布的 H.4.1 资产负债表数据显示，截至 3 月 15 日，美联储当周的资产负债表规模出现了自本轮加息周期以来的首次明显上升。当周，美联储的资产负债表规模上升了大约 3,000 亿美元——伴随着银行业风险的进一步加剧，美联储的再度“扩表”也值得关注。

“扩表”的主要原因是通过再贴现窗口的借款，这是美联储对合格银行的传统贷款支持。贴现窗口贷款总额为 1,529 亿美元，比一周前增加 1,483 亿美元。目前来看，这其中绝大部分（约 1,428 亿美元）反映了向联邦存款保险公司（FDIC）委任的“桥梁银行”提供的信贷，以处理硅谷银行和 Signature 银行的问题。

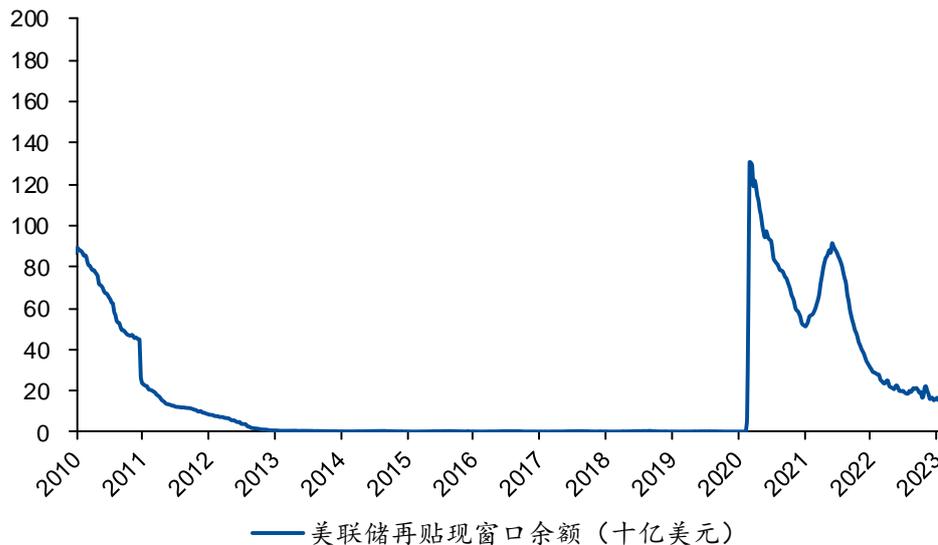
图 1：美联储被迫大幅“扩表”



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

与此同时，通过新成立的定期融资计划（Bank Term Funding Program, BTFP）提供的贷款增加了 119 亿美元。一般而言，银行对使用贴现窗口还是 BTFP 工具之间的选择主要取决于抵押品质押。虽然贴现窗口和 BTFP 都将接受按面值计价（并非按估值计价）的国债和机构抵押贷款支持证券，但贴现窗口接受比 BTFP 更广泛的合格抵押品。目前而言，金融机构更愿意使用贴现窗口，在一定程度上表明使用该设施的机构更愿意质押其他证券或贷款。这在一定程度上似乎也表明，持有到期的收益率较低的美国国债所产生的“按市值计价”的担忧，仍然处于可控范围。

图 2：美联储再贴现窗口余额在近期飙升



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

常规“流动性”工具有哪些

除了这些紧急流动性管理窗口之外，事实上，美联储应对流动性危机的办法还有很多。银行在吸收存款后，会通过多渠道放贷或进行投资，而不是全部持有存款现金。当危机事件发生时，挤兑等事情会使得银行出现流动性问题，此时银行不得不借款以满足流动性。由于大银行有更多的借款渠道，可以相对容易解决流动性问题，小银行的解决渠道更为狭窄，大多通过官方机构周转。美联储作为美国央行，可通过以下工具向市场提供流动性。

借入联邦基金 (Borrowing from Federal Funds)。在介绍“借入联邦基金”前，先要了解联邦基金。联邦基金指美联储以法律形式规定商业银行必须向中央银行缴存存款准备金，即银行必须以某种形式持有或储备部分存款资金，银行只可以将其所吸收存款的一部分借给贷款人。当成员银行没有足够资金补齐准备金，意味着其流动性出现问题，此时可以借入联邦基金以满足短期准备金的需求。

贴现窗口 (Discount Window)。贴现窗口是美联储向商业银行提供了一种满足其短期的、非永久性的流动性需求的业务，一般为银行的最后资金渠道。商业银行用短期国债、政府债券和银行承兑票据等短期的高质量票据到美联储进行贴现而实现。

在美国历史上，贴现窗口仅限于提供隔夜贷款，以应对临时情况。次贷危机引发的信用危机使得银行出现流动性问题，联邦当局放松贴现窗口的限制，贴现时长目前已经从隔夜调整至 90 天。

公开市场操作 (Open Market Operation, OMO)。公开市场操作指美联储可以通过买卖债券（多为短期政府国债）的方式向市场投放或回收货币的行为，市场上满足要求的金融机构都可以申请和美联储进行交易。由于硅谷银行的问题是持有过多长期国债，因此无法通过此方式解决流动性问题。

一级交易商信贷安排 (Primary Dealer Credit Facility, PDCF)。一级交易商信贷工具是一种贷款工具，一级交易商可通过提交合格的抵押品（合格的抵押品包括广泛的投资级债券，如商业票据和市政债券，以及广泛的股权证券）的方式取得为期长达 90 天的资金。该工具旨在通过促进金融市场的更广泛运作，支持美国家庭和企业的信贷需求，并扩大一级交易商获得定期资金的能力。

常备回购便利 (Standing Repo Facility, SRF)。该工具交易对手为美国境内的存款类机构和其他金融机构，合格的交易对手方可将国债、机构债和 MBS 作为抵押品进行隔夜回购操作，从美联储获得流动性。该工具回购利率为 0.25%，总额度为 5,000 亿美元。

外国央行回购便利 (FIMA Repo, SFIMA)。该工具面向外国货币当局或国际主要货币机构，合格的交易对手方可将其在纽约联储托管的美国国债作为抵押品进行隔夜回购操作，从美联储获得美元流动性。该工具回购利率同样为 0.25%，单个交易对手额度 600 亿美元。

定期证券借贷便利 (Term Securities Lending Facility, TSLF)。TSLF 是一项针对一级交易商的固定期限借贷便利。TSLF 允许交易商以缺乏流动性的证券做抵押来投标，交换高流动性的国库证券。这项便利意图提高金融市场中国库证券和其它抵押证券的流动性，从而使金融市场的功能更加成熟。

“非常规工具”也有很多

在这些常设工具之外，美联储仍然有其他的“非常规”工具来补充市场的流动性。在某种程度上而言，流动性反映的是信心，美联储通过各种非常规的方式来补充市场流动性，事实上是为了稳定市场的信心。目前而言，美联储可以考虑的非常规工具包括以下这些：

宣布短期暂停缩表 (Quantitative Tightening, QT)。目前美联储的缩表计划从去年 6 月开始，节奏为每月缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和抵押支持债券 (MBS)。按照这一计划，美联储的资产负债表在本轮硅谷银行“爆雷”前，已经缩减了 5,700 亿美元的规模。而硅谷银行“爆雷”后，美联储的资产负债表在一周之内扩张了 3,000 亿美元。这也意味着“缩表”在事实上已经被推迟了。从这个角度而言，美联储也可以官宣“暂停”缩表，以等待市场信心的恢复。

承诺无限量购买 10 年国债。这一做法在养老金危机期间曾经被英国央行使用。受到养老金危机的冲击，英国国债利率出现暴涨。由于英国国债持续下跌，采用负债驱动投资 (Liability Driven Investment) 策略的投资者，如一些养老金基金，将不得不出售英国长期国债。这可能导致英国国债市场崩盘式的抛售。2022 年 9 月 28 日，英国央行宣布将“以任何必要的规模”临时购买英国长期国债，以恢复英国债券市场秩序。据悉，购债将从 9 月 28 日持续到 10 月 14 日，该行将在二级市场购买剩余期限超过 20 年的传统英国国债。一旦市场运行的风险被判断为“已经消退”，英国央行将平稳、有序地退出购债。但英国央行同时强调，每年减持

800 亿英镑英国国债的量化紧缩计划不变，与此同时英国国债出售计划推迟至 10 月 31 日。

这一表态使投资者想起 2012 年欧央行行长德拉吉所做的“不计代价”拯救欧元的承诺。最终，英国国债市场的这轮风波逐步平息。这个案例也生动地表明，控制“按市值计价”风险的最重要目标，是要抑制长端利率的无序上行，因为这会带来巨大的负面螺旋效应。

宣布 10 年国债利率控制上限，这相当于日本央行仍然在实施的 Yield Curve Control (YCC) 政策。事实上，YCC 政策的雏形最早在美国出现。1929 年大萧条发生后，美联储将短期利率维持在 0 附近。在二战期间，为了控制政府开支，美联储实施新一轮的 YCC 政策，这一政策在 1942 年落地。具体措施为：锁定短期国库券、1 年期国债、10 年期国债、长期国债的收益率。

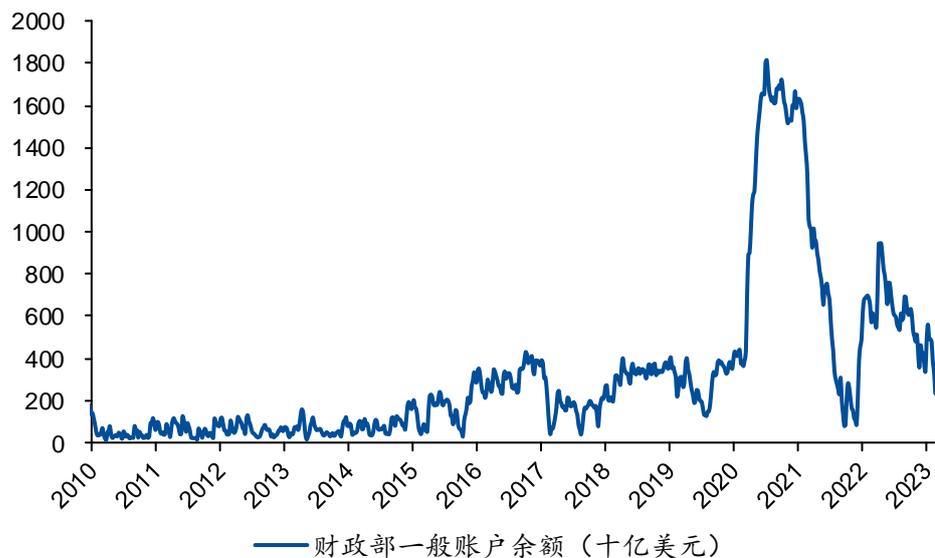
实施 YCC 政策的本质与无限量购债是一样的，即通过控制债券价格，来避免市场出现“无序出清”，但 YCC 与无限量购债相比，有着更为明确的政策目标，这可以给出明确的远期指引。

财政部动用 The Treasury General Account (TGA) 增加对相关机构的救助。这一政策涉及到财政政策，事实上是财政政策与货币政策的结合。目前财政部在 TGA 账户中的余额为 2,300 亿美元左右。自本轮“债务上限”危机以来已经下降了大约 2,000 亿美元。加速使用财政资金看似会让“债务上限”问题变得更加严峻，但在关键时刻却更容易成为推动危机解决的催化剂。

从上轮金融危机的经验来看，财政救助不可或缺，尤其是对于如何增加金融机构的资本金而言，财政资金有着巨大的效果。因为货币政策可以解决流动性的问题，但央行直接持有金融机构的股权却存在着各种法理上的障碍。但金融机构最终仍然需要充足的资本金来保证正常经营，从这个角度而言，财政介入是在常规商业手段失效后的最好办法。

2008 年 10 月美国国会通过了《紧急经济稳定法》，决定出台“问题资产救助计划 (TARP)”，主要内容是授予美国财政部 7,000 亿美元资金额度，用于购买和担保金融机构问题资产，以救助当时处于危机中的金融机构，恢复金融市场稳定。涵盖的资产包括问题资产以及财政部认为对于稳定经济必不可少的其他资产，而适用对象则是在美国经济金融运行中作用重要的机构，且这些机构须证明其未来的增长将使纳税人受益。就 TARP 本身看，其实施结果好于预期。2010 年，鉴于复苏进展及 TARP 实施情况，美国出台的《多德-弗兰克华尔街金融改革与消费者保护法》将 TARP 资金额度缩减至 4,750 亿美元。2012 年 10 月数据显示，实际状况有了进一步改善。美国国会预算署预计，TARP 总支出将为 4,310 亿美元，其中已支出 4,170 亿美元，未来仍需 140 亿美元。接受救助的行业中，银行业占比最大，达 59%；其次是汽车行业，达 19%；其余为保险、信用市场和住房市场。TARP 给纳税人带来的最终成本将为 240 亿美元，比最初的估计减少了 25%。（资料来源：[国际金融热词解读：问题资产救助计划](#)）

图 3：财政部可以动用在美联储的存款



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除晋商银行(02558.HK)、郑州银行(06196.HK)、顺丰房托(02191.HK)、泸州银行(01983.HK)、远大医药(00512.HK)、东莞农商银行(09889.HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的卓博集团(03738.HK)、腾讯控股(00700.HK)、阿里巴巴-SW(09988.HK)、吉利汽车(00175.HK)、360数科-S(03660.HK)、中国外运-H股(00598.HK)、交通银行-H股(03328.HK)、京东集团-SW(09618.HK)、百度集团-SW(09888.HK)、金山软件(03888.HK)、新创建集团(00659.HK)、商汤-W(00020.HK)、中国有色矿业(01258.HK)、乐享互动(06988.HK)、广汽集团-H股(02238.HK)、中国联塑(02128.HK)、合景泰富集团(01813.HK)、旭辉控股集团(00884.HK)、正荣地产(06158.HK)、哔哩哔哩-W(09626.HK)、碧桂园(02007.HK)、雅居乐集团(03383.HK)、中国奥园(03883.HK)、龙光集团(03380.HK)、融创中国(01918.HK)、新世界发展(00017.HK)、新天绿色能源(00956.HK)、建设银行-H股(00939.HK)、复星国际(00656.HK)、中国中免(01880.HK)、洪九果品(06689.HK)、科济药业-B(02171.HK)、民生银行-H股(01988.HK)、协鑫新能源(00451.HK)、周大福(01929.HK)、彩虹新能源(00438.HK)、金融街物业(01502.HK)、国美零售(00493.HK)、中海物业(02669.HK)、奥园健康(03662.HK)、金科服务(09666.HK)、雅生活服务(03319.HK)、甘肃银行(02139.HK)、兖矿能源(01171.HK)、滨海投资(02886.HK)、华南城(01668.HK)、中国旭阳集团(01907.HK)、移卡(09923.HK)、威高股份(01066.HK)、中梁控股(02772.HK)、四环医药(00460.HK)、东方证券-H股(03958.HK)、中广核电力-H股(01816.HK)、中广核新能源(01811.HK)、中广核矿业(01164.HK)、江苏宁沪高速公路(00177.HK)、药明康德(02359.HK)、泉峰控股(02285.HK)、小鹏汽车-W(09868.HK)、奈雪的茶(02150.HK)、小米集团-W(01810.HK)、旭辉永升服务(01995.HK)、中石化冠德(00934.HK)、中石化炼化工程-H股(02386.HK)、上海石油化工股份(00338.HK)、中国石油化工股份-H股(00386.HK)、泡泡玛特(09992.HK)、晨鸣纸业(01812.HK)、理文造纸(02314.HK)、思摩尔国际(06969.HK)、中关村科技租赁(01601.HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有, 或将会为本研究报告所评论的联想集团(00992.HK)、中国移动-H股(00941.HK)、香港交易所(00388.HK)、银河娱乐(00027.HK)、长城汽车-H股(02333.HK)、友邦保险(01299.HK)、金沙中国有限公司(01928.HK)、瑞声科技(02018.HK)、药明生物(02269.HK)、美团-W(03690.HK)、舜宇光学科技(02382.HK)、国药控股-H股(01099.HK)、快手-W(01024.HK)、小鹏汽车-W(09868.HK)、中信证券-H股(06030.HK)、吉利汽车(00175.HK)、比亚迪股份-H股(01211.HK)、建设银行-H股(00939.HK)、工商银行-H股(01398.HK)、中银香港(02388.HK)、中国银行-H股(03988.HK)、汇丰控股(00005.HK)、中国平安-H股(02318.HK)、中国人寿-H股(02628.HK)、腾讯控股(00700.HK)、中国铁塔-H股(00788.HK)、小米集团-W(01810.HK)、阿里巴巴-SW(09988.HK)、网易-S(09999.HK)、京东集团-SW(09618.HK)、中芯国际(00981.HK)、阿里健康(00241.HK)、百度集团-SW(09888.HK)、中国海洋石油(00883.HK)、龙光集团(03380.HK)、中国奥园(03883.HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对收购、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口吻或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
 电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com