

套利空间使 BTFP 用量上升，但可能在 3 月停止

核心观点：

关于BTFP的两个问题：截至1月10日，美联储的银行定期融资计划（Bank Term Funding Program, BTFP）用量上升至1472亿美元，连续第五周上行；同时，美联储监管副主席巴尔在1月9日的讲话中也提及了BTFP。作为硅谷银行事件中为银行提供紧急流动性救助的工具，其使用量上行是否意味着银行的流动性压力有所上行？美联储是否会在3月后允许这一工具展期？

BTFP的两个基本特点：BTFP在2023年3月12日的推出是为银行紧急补充流动性。针对以国债产品作为抵押物进行融资变得愈发困难的问题，美联储设定了BTFP的第一个重要特征，即任何美联储公开市场操作认可的抵押品价值都以票面值（par value）计算，这就避免了持有国债等资产的银行因为抵押物贬值导致借款能力下降。BTFP的第二个重要特征是其借款成本，为1年隔夜指数交换利率（Overnight Index Swap, OIS）加点10BP的固定利率；需要注意的是从BTFP获得的借款可以以银行准备金（reserve）的方式在联储银行账户获得对银行准备金利率（IORB）产生的利息，而IORB利率和BTFP在硅谷银行事件时期大致一致，也就意味着BTFP借款可以是几乎没有成本的。最后，美联储设定的BTFP到期时间为“至少2024年3月11日”，为此工具是否会展期留下了悬念。

BTFP近期的用量上行可能主要反映银行的套利行为：进行无风险套利的“玄机”来自于1年OIS利率在降息预期下的波动降低。通常，1年OIS利率可以被理解为该市场交易者对美联储未来1年利率的预期，这就导致在市场预期加息时OIS利率上升，但在降息预期主导的当前，OIS利率是趋于下降的，于时就产生了套利空间。具体来看，自美联储11月FOMC会议以来，2024年的降息预期逐步深化，这也导致了OIS利率的明显下行。从2023年12月初至2024年1月9日，1年OIS利率均值为4.90%（加点后5.0%），1月9日为4.84%（加点后4.94%），与5.40%的IORB相比存在明显的套利空间。银行只需要将BTFP借款存入美联储的银行准备金账户即可无风险获得利差，这种行为在BTFP停止前可能仍会持续，但并不表明银行的流动性再度紧张，尽管小银行的流动性情况远不如大银行健康。

BTFP在3月11日后可能不会展期：从数据看，美联储出借款中增加的主要是16-90天内到期的贷款，与91天到1年内贷款相加后和BTFP用量比较接近。中短期贷款的突然增加似乎也暗示着这是银行在BTFP于3月到期前的套利行为，而作为监管的美联储应并不乐于见到这种情况。另一方面，BTFP支持的抵押品以票面价值折现实际上是一种“部分无抵押贷款”的方式，在国债等资产的市场价值减损后仍按票面价值出借流动性无疑是权宜之计，在危机平息后美联储并没有承担无抵押部分借款风险并允许银行借机套利的动机。最近期关于BTFP的讨论来自于美联储监管副主席巴尔，他表示BTFP“非常快速的显著降低了（金融）系统的压力，非常有效”，但也补充“它（BTFP）确实是作为紧急救助项目设立的”。无论是允许银行在利率预期下行期套利的机制还是“部分无抵押贷款”的设定都是美联储希望避免的，因此我们认为BTFP在3月11日将会暂停，尽管其有效性意味着银行间再度出现流动性危机时该工具可能会重出江湖。

分析师

章俊

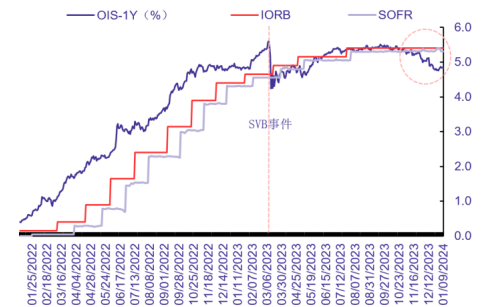
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：OIS+10BP利率近期低于IORB，为套利创造空间



资料来源：Bloomberg

风险提示

1. 对 BTFP 套利机制理解不到位的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险

截至1月10日，美联储的银行定期融资计划（Bank Term Funding Program, BTFP）用量上升至1472亿美元，连续第五周上行；同时，美联储监管副主席巴尔在1月9日的讲话中也提及了BTFP。作为硅谷银行事件中为银行提供紧急流动性救助的工具，其使用量上行是否意味着银行的流动性压力有所上行？美联储是否会在3月后允许这一工具展期？

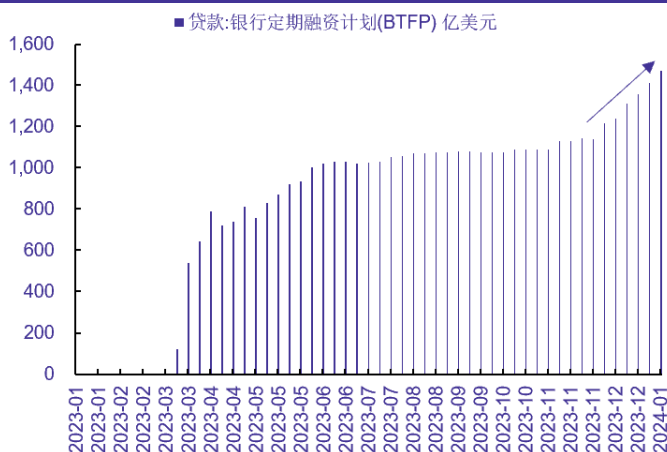
一、 BTFP 工具的特点

为了回答以上两个问题，首先需要回顾 BTFP 的基本特点。在硅谷银行于 2023 年 3 月 10 日破产后，美联储决定对银行部门进行紧急流动性救助，并于两天后的 3 月 12 日推出了 BTFP 为银行补充流动性。当时众多中小银行面临的问题是其持有的国债等资产由于利率上升导致市场价格大幅贬值，不仅使得账面损失显著上行，以国债产品作为抵押物进行融资也变得愈发困难。针对这一问题，**美联储设定了 BTFP 的第一个重要特征，即任何美联储公开市场操作认可的抵押品价值都以票面值（par value）计算**，这就避免了持有国债等资产的银行因为抵押物贬值导致借款能力下降。**BTFP 的第二个重要特征是其借款成本，为 1 年隔夜指数交换利率（Overnight Index Swap, OIS）加点 10BP 的固定利率**；需要注意的是从 BTFP 获得的借款可以以银行准备金（reserve）的方式在联储银行账户获得对银行准备金利率（IORB）产生的利息，而 IORB 利率和 BTFP 在硅谷银行事件时期大致一致，也就意味着 BTFP 借款可以是几乎没有成本的。最后，**美联储设定的 BTFP 到期时间为“至少 2024 年 3 月 11 日”**，为此工具是否会展期留下了悬念。

二、 BTFP 用量上行主要源于银行的无风险套利行为

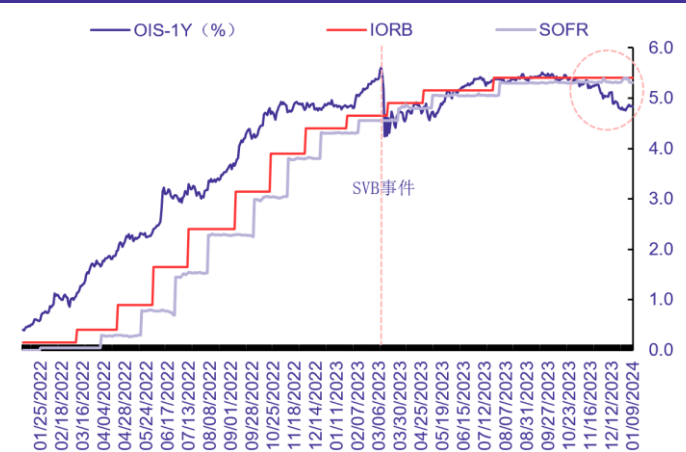
首先，关于 BTFP 用量上行是否与银行流动性压力上行有关，答案可能是否定的；在银行现金水平没有加速恶化的情况下，BTFP 的上行应该被理解为利用借款机制中的问题进行无风险套利的行为。进行无风险套利的“玄机”来自于 1 年 OIS 利率在降息预期下的波动降低。通常，1 年 OIS 利率可以被理解为该市场交易者对美联储未来 1 年利率的预期，这就导致在市场预期加息时 OIS 利率上升，但在降息预期主导的当前，OIS 利率是趋于下降的，于时就产生了套利空间。具体来看，自美联储 11 月 FOMC 会议以来，2024 年的降息预期逐步深化，这也导致了 OIS 利率的明显下行。从 2023 年 12 月初至 2024 年 1 月 9 日，1 年 OIS 利率均值为 4.90%（加点后 5.0%），1 月 9 日为 4.84%（加点后 4.94%），与 5.40% 的 IORB 相比存在明显的套利空间。银行只需要将 BTFP 借款存入美联储的银行准备金账户即可无风险获得利差，这种行为在 BTFP 停止前可能仍会持续，但并不表明银行的流动性再度紧张，尽管小银行的流动性情况远不如大银行健康。

图 1：BTFP 用量近月激增



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 2：OIS+10BP 利率近期低于 IORB，为套利创造空间



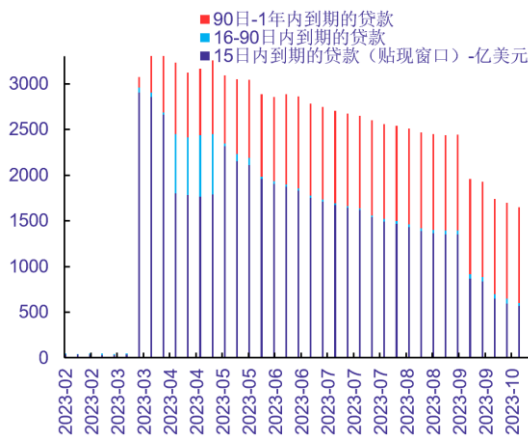
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

三、 BTFP 在 3 月 11 日后可能停止

关于 BTFP 在 3 月 11 日后是否会展期，目前美联储官员的发言和银行状况等因素来看似乎暂不支持该工具的延续。从美联储的数据来看，以贴现窗口（5.5%利率）为主的短期贷款已经被大量偿还，剩余 90 天到 1 年期的贷款近月变化不大，增加的主要是 16-90 天内到期的贷款，后两者总和与 BTFP 用量比较接近。中短期贷款的突然增加似乎也暗示着这是银行在 BTFP 于 3 月到期前的套利行为，而作为监管的美联储应并不乐于见到这种情况。另一方面，BTFP 支持的抵押品以票面价值折现实际上是一种“部分无抵押贷款”的方式，在国债等资产的市场价值减损后仍按票面价值出借流动性无疑是权宜之计，在危机平息后美联储并没有承担无抵押部分借款风险并允许银行借机套利的动机。最近期关于 BTFP 的讨论来自于美联储监管副主席巴尔，他表示 BTFP “非常快速的显著降低了（金融）系统的压力，非常有效”，但也补充“它（BTFP）确实是作为紧急救助项目设立的”。（“The program worked as intended…… It dramatically reduced stress in the system very quickly. It was highly effective. “It really was established as an emergency program.”）巴尔的态度暗示美联储在没有危机的情况下并不倾向于延期此工具。

无论是允许银行在利率预期下行期套利的机制还是“部分无抵押贷款”的设定都是美联储希望避免的，因此我们认为 BTFP 在 3 月 11 日将会暂停，尽管其有效性意味着银行间再度出现流动性危机时该工具可能会重出江湖。

图 3：美联储贷款中 16-90 日贷款增加明显



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 4：银行现金状况边际改善，小银行可能参与了 BTFP 借款



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中： A 股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上
		中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避： 相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn