

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所
马燕 0571-87839259
mayan@nawaa.com
投资咨询资格证号
Z0012651

戴朝盛 0571-87839255
daichaosheng@nawaa.com
投资咨询资格证号
Z0014822

打开美联储货币政策工具箱

摘要：

当前美联储共有 22 种传统与非传统货币政策工具：3 种为传统工具，即公开市场操作、贴现率与准备金率；3 种为实现货币政策正常化而创设的工具，包括 IORR 利率和 IOER 利率、隔夜逆回购便利（ON RRP)以及定期存款便利（TDF）；11 种为应对此次疫情而推出的非传统货币政策工具，其中 4 种是金融危机时创设的；5 种为暂时退出历史舞台的非传统货币政策工具，这些工具曾在 08 年金融危机时发挥作用，但目前经济情形下，美联储并未重新启用。本文重点针对所有美联储历史上曾推出的非传统货币政策工具的作用机理进行了介绍。

本周关注：海内外疫情扩散和复工情况　国内复苏进展　中美关系走向　全球经济下行压力

目录

第 1 章 宏观热点分析 3
1.1. 打开美联储的货币政策工具箱 3
1.2. 盘点美联储的危机应对法宝 4
第 2 章 重要数据一览表 6
免责申明 8

第1章 宏观热点分析

1.1. 打开美联储的货币政策工具箱

2020 年 3 月以来，为应对新冠疫情以及石油冲击带来的负面影响，缓解金融市场压力，美联储“all in”，不仅传统货币政策工具子弹用尽，而且再次祭出部分金融危机时的非传统工具，同时还创设更合适当前金融市场形势的新型货币政策工具。

当前美联储共有 22 种传统与非传统货币政策工具：3 种为传统工具，即公开市场操作、贴现率与准备金率；3 种为实现货币政策正常化而创设的工具，包括 IORR 利率和 IOER 利率、隔夜逆回购便利（ON RRP)以及定期存款便利（TDF）；11 种为应对此次疫情而推出的非传统货币政策工具，其中 4 种由金融危机时创设；5 种暂时退出历史舞台的非传统货币政策工具，这些工具曾在 08 年金融危机时发挥作用，但目前经济情形下，美联储并未重新启用。

表 1：美联储货币政策工具

名称	参与对象	推出时间	备注
公开市场操作(OMOs)			传统工具，联邦基金目标利率区间维持在 0%–0.25%。
贴现窗口和贴现利率			传统工具
准备金率			传统工具，2020.3.26，存款准备金率调为 0。
法定存款准备金（IORR）利率和超额存款准备金（IOER）利率		2008.10.1	IORR 利率可抵消准备金带来的隐含税收；IOER 利率可作为货币政策正常化工具。
隔夜逆回购便利（ON RRP)		2014.9.17	货币政策正常化工具
定期存款便利（TDF）	存款机构	2014.9.17	货币政策正常化工具
商业票据融资工具（CPFF)	合格的美国商业票据发行人	2020.3.17	金融危机时已有
一级交易商信贷便利(PDCF)	一级交易商	2020.3.17	金融危机时已有
货币市场共同基金流动性工具(MMLF)	存款类机构和银行控股公司	2020.3.18	新创设
一级市场企业信贷便利(PMCCF)	投资级企业债发行人	2020.3.23	新创设
二级市场企业信贷便利（SMCCF)	金融机构、企业及家庭	2020.3.23	新创设
定期资产担保证券信贷便利(TALF)	美国企业	2020.3.23	金融危机时已有
工资保障机制借贷便利	存款类机构	2020.4.6	新创设

请务必阅读正文之后的免责条款部分

(PPPLF)			
市政流动性便利（MLF）	各州及市政当局	2020.4.9	新创设
大众借贷计划(MSLF)	存款类机构	2020.4.9	新创设
中央银行货币互换	部分外国央行	2020.3.15	金融危机时已有
短期国际货币主体借贷便利(FIMA)	外国央行和国际组织	2020.4.6	新创设
货币市场投资者投融资工具(MMIFF)	货币市场共同基金	2008.10.21	2009.10.30 已停止
资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利（AMLF）	合格的美国商业票据发行人	2008.9.22	2010.2.1 已停止。
定期证券借贷便利（TSLF)	一级交易商	2008.3.11 公布，同月 27 日首次执行	2010.2.1 已停止
定期标售工具（TAF）	存款机构	2007.12.12	2010.3.8 最后一次拍卖
展期计划和再投资政策（MEPRP）		2011.9 宣布	已停止

资料来源：美联储 南华研究

1.2. 盘点美联储的危机应对法宝

表 1 中我们已经针对美联储开展的所有货币政策进行了罗列，包含传统工具，金融危机后为货币政策正常化而创设的工具，以及正在使用和停止使用的非传统货币政策工具。此处我们针对这些非传统货币政策工具的作用机理展开。

1. 一级交易商信贷便利(PDCF)

一级交易商向美联储提供合格抵押品，获得 90 天的贷款。抵押品包括公开市场操作抵押品、投资级企业债、国际机构债券、商业票据、市政债券、MBS、ABS、股票。

2. 商业票据融资工具（CPFF)

美联储设立 SPV，从商业票据发行方购买美元计价的评级在 A2/P2/F2 以上的无担保、有资产支持的商业票据和高质量、免税的商业票据。此举相当于美联储直接向非银机构提供流动性支持，因为在当前环境下，中介机构可能出于审慎监管或者风险考量，无法有效发挥中介职能。

3. 货币市场共同基金流动性工具(MMLF)

美联储设立 SPV，向拥有合格抵押品的金融机构发放贷款。抵押品为美国国债、机构债、GSE（政府资助企业）证券、资产支持商业票据、无抵押商业票据、12 个月期限以内的市政债权、市政可变利率即期票据（VRDNs）、银行存单。

4. 定期资产担保证券信贷便利(TALF)

美联储设立 SPV，向拥有合格抵押品的企业发放 3 年期无追索权贷款。合格抵押品为 3 月 23 日之后发行的，评级为 AAA/Aaa 的传统 ABS（Non–synthetic ABS），底层资产为学生贷款、汽车贷款、应收信用卡账款、设备贷款、展会贷款（floorplan loan）保费贷款、由小企业管理局（SBA）担保的贷款。4 月 8 日，美联储将范围扩大至 AAA

级商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）和贷款抵押证券（CLO）。规模保持在 1000 亿美元。

5. 一级市场企业信贷便利（PMCCF)

美联储设立 SPV，从一级市场购买投资级企业债或向发行人提供贷款（为期 4 年的过渡融资，借款人可选择前 6 个月推迟支持利息和本金）。4 月 8 日，美联储将范围扩大至疫情期间评级被降至 BB–/Ba3 的企业债。

6. 二级市场企业信贷便利（SMCCF)

美联储设立 SPV，在二级市场上直接购买投资级美国企业债权及 ETF。4 月 8 日将范围扩大至疫情期间评级被降至 BB–/Ba3 的企业债。

7. 工资保障机制借贷便利(PPPLF)

美联储向给中小企业发放 PPP 贷款的存款类机构提供贷款支持。规模约为 3500 亿美元。PPP 计划是由美国小企业管理局所推出的一项计划，主要是向小企业（员工少于 500 人）提供贷款，保证小企业工人工资的正常发放。具体过程就是美联储向小企业管理局提供资金，再由小企业管理局将资金提供给企业，用于发放工人工资。目前预计操作持续到 2020 年 9 月。

8. 市政流动性便利（MLF）

美联储设立 SPV，直接向各州以及市政当局购买短期票据，可提供至多 5000 亿美元的贷款。

9. 大众借贷计划(MSLF)

美联储设立 SPV，SPV 从合格贷款人手中收购合格贷款的 95%（贷款人保留 5%）。财政部通过外汇平准基金为美联储提供 750 亿美元的担保。最终借款人为雇员 10000 人或年收入 25 亿美元以下的企业。可提供至多 6000 亿美元贷款。

10. 中央银行货币互换

3 月 15 日宣布调低现有货币互换利率，从 OIS+50bps 降低至 OIS+25bps，对象包括欧央行、英格兰银行、日本央行、加拿大央行和瑞士央行。3 月 20 日起增加 9 个新的临时性货币互换，对象包括澳大利亚央行、巴西央行、韩国央行、墨西哥央行、新加坡金管局、瑞典央行（以上最高限额为 600 亿美元）、丹麦央行、挪威央行和新西兰央行（上限为 300 亿美元）。此举主要是为了缓解近期离岸市场美元流动性的短缺，有利于其国内外信贷的扩张。

11. 短期国际货币主体借贷便利（FIMA）

主要针对的对象是外国央行，并于 4 月 6 日开始实行，持续至少 6 个月。FIMA 帐户持有人（在纽约联邦储备银行开户）可以与美联储订立回购协议，暂时将其持有的美国国债兑换为美元，然后将美元提供给其辖区内的机构使用，以此来缓解离岸美元流动性紧张的问题。

12. 已停止使用的非传统货币政策

1）货币市场投资者投融资工具(MMIFF)：美联储设立 SPV，从货币市场购买美元存款凭证和高信用评级的商业票据。

2）资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利（AMLF）：美联储以贴现率向金融机构提供无追索权贷款，供金融机构从货币市场共同基金买入资产支持商业票据（ABCP）。

3）定期证券借贷便利(TSLF)：一级交易商向美联储提供合格抵押品交换国债。

4）定期标售工具（TAF）：美联储通过拍卖方式为存款机构提供为期 28 天/84 天

的抵押贷款，抵押品与贴现窗口借款相同。

5）展期计划和再投资政策（MEPRP）：扭曲操作，通过从市场购买长期国债，同时卖出基本等额的短期国债来压低长期国债利率。2011 年 9 月美联储公开市场委员会（FOMC）宣布 4000 亿美元展期和再投资计划，并在 2012 年 6 月底结束。2012 年 6 月，FOMC 续作 2670 亿美元该计划，并于 2012 年底结束。

第2章 重要数据一览表

表 2.1.1 国内重要经济数据

指标	前值	预期值	今值
3 月工业企业利润:累计同比(%)	-38.3	---	-36.7
4 月官方非制造业 PMI:商务活动	52.3	---	53.2
4 月官方制造业 PMI	52	50.1	50.8
3 月服务贸易差额:当月值(亿美元)	-104.033	---	-145.2458
4 月财新制造业 PMI	50.1	---	49.4

数据来源：Wind 南华研究

表 2.1.2 国际重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
欧盟	3 月欧元区:M3(百万欧元)	13105164	---	13452630
欧盟	4 月欧盟:经济景气指数:季调	94.6	---	65.8
美国	第一季度 GDP(初值):环比折年率(%)	2.1	---	-4.8
美国	第一季度不变价:环比折年率:个人消费支出:季调	1.8	---	-7.6
美国	3 月成屋签约销售指数(2001 年=100)	111.4	---	88.2
美国	4 月 24 日 EIA 库存周报:成品汽油(千桶)	24008	---	24510
美国	联邦基金目标利率	0.25	---	不变
法国	第一季度 GDP(初值):环比:季调(%)	-0.075123	0.2	-5.832535
法国	第一季度 GDP 总量(初值):季调(百万欧元)	608934	---	576862
德国	3 月失业率:季调(%)	3.4	---	3.5
德国	3 月失业人数:季调(千人)	1520	---	1530
欧盟	3 月欧盟:失业率(%)	6.5	---	6.6
欧盟	3 月欧元区:失业率:季调(%)	7.3	7.7	7.4
欧盟	第一季度欧元区:实际 GDP(初值):环比:季调(%)	0.1	0.1	-3.8
欧盟	第一季度欧元区:实际 GDP(初值):同比:季调(%)	1	1	-3.3
美国	3 月个人消费支出:季调(十亿美元)	14940.5	---	13813.2

美国	3 月核心 PCE 物价指数:同比(%)	1.84	---	1.7
美国	4 月 25 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	4442000	---	3839000
英国	4 月制造业 PMI	47.8	47	32.6
美国	3 月建造支出(百万美元)	1348386	---	1360512
美国	4 月制造业 PMI	49.1	---	41.5
美国	4 月 Markit 制造业 PMI:季调	48.5	---	36.1
法国	4 月制造业 PMI	43.2	42.9	31.5
德国	4 月制造业 PMI	45.4	34.4	34.5
欧盟	4 月欧元区:制造业 PMI	44.5	33.6	33.4
美国	3 月耐用品:新增订单(百万美元)	242519	---	237313
美国	3 月耐用品:新增订单:季调:环比	1.07	---	-14.69
美国	3 月全部制造业:新增订单(百万美元)	475831	---	477142
欧盟	3 月欧盟:PPI:同比(%)	-1.1	---	-2.5
美国	4 月非制造业 PMI	52.5	36.8	41.8

数据来源：Wind 南华研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　邮编：310002

全国统一客服热线：400　8888　910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点