

Omicron 会带来全球流动性冲击吗？

证券研究报告

2021年12月01日

● 核心结论

近期Omicron变种出现、原油价格快速下跌，部分投资者开始担忧2020年3月流动性冲击重现的可能性。我们认为判断是否会发生流动性冲击的关键并不在于外部冲击本身的影响，而是在于外部冲击发生时金融体系内部结构是否存在不稳定的因素。

讨论金融体系流动性冲击，首先需要观察货币市场的融资流动性。如果融资流动性出现问题，企业、机构为获取“现金”而趋同性地选择卖出某类金融资产，导致资产价格迅速走低。我们提出描绘美国货币市场的框架：

(1) 资金的融入方：主要是财政部与交易商。财政部主要通过发行短期国债在货币市场融资，比较容易观察；交易商融资目的包括做市和为其客户提供融资服务，其融资需求不稳定。

(2) 资金的融出方：主要是货币市场基金与银行，并且可以看到比较明显的层级关系。第一道资金的供给方是货币市场基金，当货币市场基金无法满足融资需求时，则需要第二道资金供给方银行融出资金，此时准备金的数量起到关键的作用。准备金数量会直接影响货币市场资金供给能力，但其绝对规模并不能定义货币市场流动性的宽松与否，真正决定货币市场流动性的是准备金的数量相对于回购市场的融资需求的多少。

当下的美国货币市场流动性充裕，金融市场发生流动性冲击的概率不大。结合上述框架，货币市场的第一道资金供给方货币市场基金大量使用收益最低的美联储隔夜逆回购工具，说明其仍有1.5万亿以上的“闲置”资金，而第二道资金供给方银行所持有的准备金数量超过4.2万亿水平。在这种情况下，整个金融体系发生流动性冲击的概率有限。

美联储如何看待当下的金融稳定情况？目前的金融体系特征可以概括为四点：金融资产估值高、企业及居民资产负债表脆弱性缓解、主要的金融机构杠杆率、货币市场存在结构性脆弱。其中货币市场的脆弱性主要包括稳定币、以美元计价的离岸基金和短期投资基金等，由于目前货币市场基金仍有1.5万亿以上的“闲置”资金，我们认为这种影响有限。

近期美股调整的原因在于此前计入乐观经济预期、高估值与加息预期，短期内调整或延续；一旦跌幅达到2018年底水平美联储或通过打压加息预期来缓解市场压力。当前极为强烈的加息预期或成为美联储的对冲筹码，一旦市场出现较大的下行风险，调降加息预期就能达到“安全垫”的作用并缓解市场压力，同时货币市场流动性环境也有利于风险偏好的快速修复。综合来看，即便出现调整，调整后美股逐步企稳回升的概率也较大。

风险提示：全球疫情变化超预期；美国货币政策不及预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、流动性冲击：外部因素是表，金融体系自身不稳定是因.....	3
二、金融危机后的美国金融体系：美联储准备金相对数量影响系统的稳定性	4
(一) 融资流动性与货币市场	4
(二) 准备金数量会直接影响货币市场资金供给能力	6
三、当下的美国金融体系：货币市场流动性充裕，金融市场发生流动性冲击的概率不大	8
(一) 货币市场流动性充裕	8
(二) 美联储如何看待当下的金融稳定情况？	9
(三) 近期美股调整的原因在于此前计入乐观预期、高估值与加息预期，待加息预期降温 后有望再度企稳	10
(四) 美元货币市场流动性的结构性问题	10
四、风险提示	10

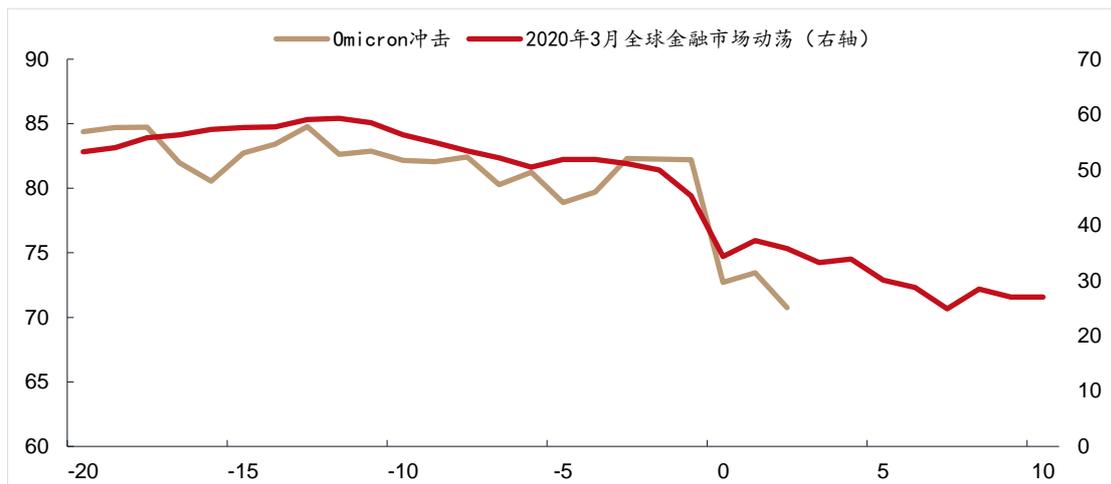
图表目录

图 1：布伦特原油价格对比	3
图 2：2007 年-2009 年金融危机时不稳定的 SIVs 机构	4
图 3：美国存量 ABCP	4
图 4：美国股票市场与美债市场买卖价差（基点）	5
图 5：美国货币市场概览	5
图 6：头部对冲基金在回购市场的融资规模（十亿美元）	6
图 7：美国货币市场的层级关系	7
图 8：准备金数量与回购市场融资需求	7
图 9：美联储隔夜逆回购工具使用量和准备金数量	8

一、流动性冲击：外部因素是表，金融体系自身不稳定是因

近期，Omicron 变种的出现对全球金融市场产生冲击。原油的快速下跌使不少投资者联想到 2020 年 3 月全球金融市场动荡时的情景。Omicron 变种是否会使现有新冠疫苗保护性下降已成为影响全球资产价格的重要因素。

图 1：布伦特原油价格对比（美元/桶）

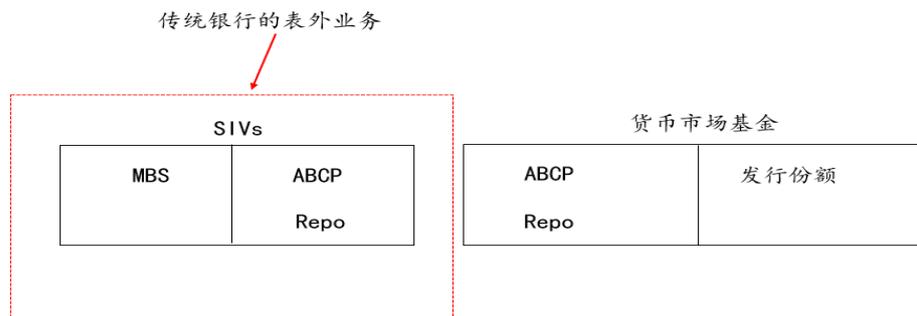


资料来源：Wind，西部证券研发中心

已经有一部分市场声音开始讨论全球金融市场重现 2020 年 3 月流动性冲击的可能性。我们认为判断是否会发生流动性冲击的关键并不在于外部冲击本身的影响，而是在于外部冲击发生时金融体系内部结构是否存在不稳定的因素。

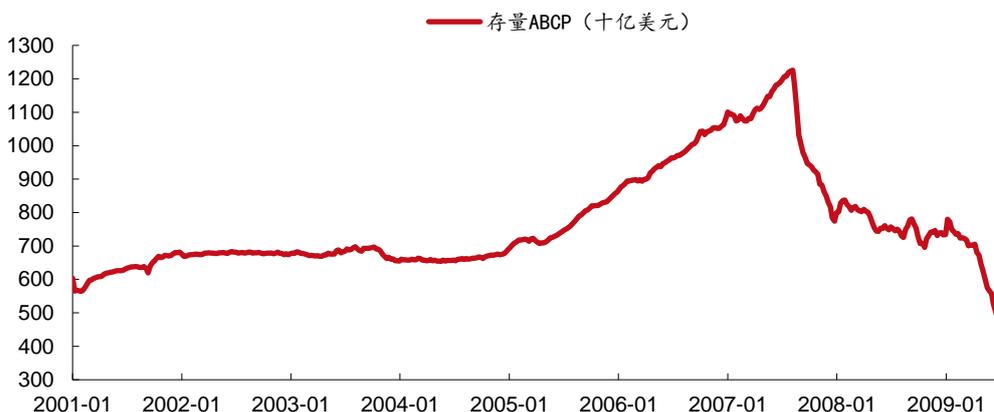
例如，回顾 2007-2009 年的金融危机，金融体系中最不稳定的结构是银行为了摆脱监管对于杠杆的束缚，成立的一系列特殊目的实体（SIVs）。它们属于银行的表外业务并不受传统金融监管规则的限制。这些 SIVs 主要被用来持有抵押支持证券（MBS）等资产，而它们的融资方式则是在货币市场通过发行资产支持商业票据（ABCP）及回购（Repo）的形式，从事着类似于银行“借短放长”的流动性转换业务，有些研究者称之为“影子银行”。在 ABCP 及 Repo 融资结构中，MBS 扮演着抵押品的作用。随着外部冲击因素产生，MBS 价格开始下降，“影子银行”的融资能力快速下降，本质上发生的是“影子银行”体系的挤兑。这些 SIVs 在货币市场获得融资的价格走高，并且可获得融资的数量在持续收缩。这形成了 MBS 市场的负反馈机制，即“影子银行”因融资能力下降被迫出售 MBS，而 MBS 价格的下降就进一步使“影子银行”们的融资能力恶化。由于当时整个金融体系越来越多的都过 MBS 及其衍生品被连接在一起，导致这种冲击最终带来了一场金融危机。

图 2：2007 年-2009 年金融危机时不稳定的 SIVs 机构



资料来源：西部证券研发中心

图 3：美国存量 ABCP (十亿美元)



资料来源：美联储，西部证券研发中心

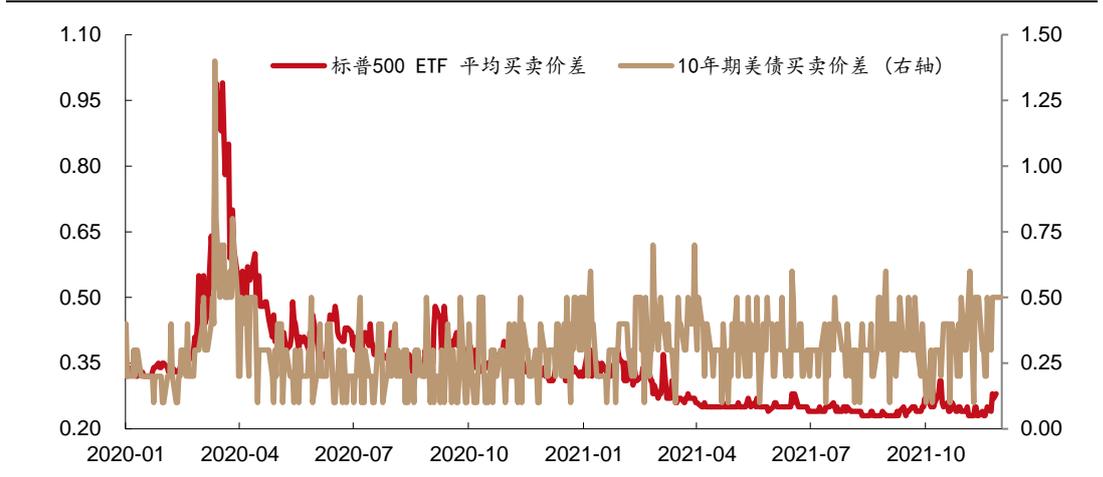
当然，随着 2007-2009 年金融危机发生，全球金融监管机构通过实施巴塞尔 III 等一系列措施改变了整个金融生态。理解当下的金融体系结构成为研判流动性冲击的关键。

二、金融危机后的美国金融体系：美联储准备金相对数量影响系统的稳定性

(一) 融资流动性与货币市场

讨论金融体系流动性冲击首先需要明确的是除了观察资产价格的下跌外，更应该注意的是货币市场的融资流动性发生异常的现象。这是因为一般而言，如果融资流动性出现问题，企业、机构为获取“现金”而趋同性地选择卖出某类金融资产时，该金融资产的市场流动性会大幅下降，资产价格也会迅速走低。因此，可以说融资流动性是市场流动性的基础。例如，在 2020 年 3 月的全球金融市场动荡中，连美债这种高流动性资产都出现了市场流动性危机，买卖价差扩大明显。

图4：美国股票市场与美债市场买卖价差（基点）

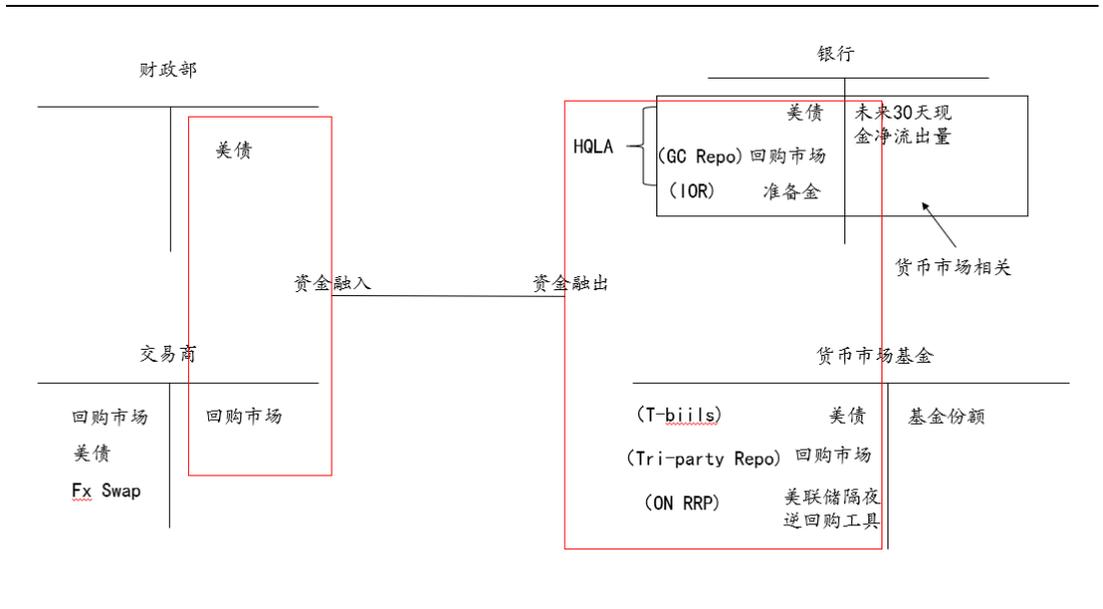


资料来源：Bloomberg, 西部证券研发中心

这说明交易商（做市商）在当时面临了严峻的融资流动性压力。背后的逻辑是当负责做市的金融交易中介更容易从货币市场融资时，它的资产负债表就更有弹性，也更容易购买他人抛售的资产，或出售他人想要的资产，这种现象在美债等依靠交易中介进行交易的市场表现更为明显。

为了更好地理解当时货币市场的融资流动性压力，我们提出以下描绘美国货币市场的框架：资金的需求方主要是财政部与交易商，而资金的供给方主要是货币市场基金与银行。

图5：美国货币市场概览



资料来源：西部证券研发中心

财政部主要是通过发行短期国债的方式在货币市场融资，其数据比较容易观察跟踪。对于交易商而言，其在货币市场的融资需求主要有两个目的：(1) 做市；(2) 为其客户提供融资服务。这两项的需求其实并不稳定，比如做市需求，当美债发行量较大或者投资者对美债兴趣有限时，都会造成交易商因库存增加的融资需求。而财政部的发行计划、美债的相对收益率（与其他主权国家相比）、美元的汇率等都会对投资者对于美债的兴趣产生影响。

纽约联储在近期的工作论文中曾提到 2018-2019 年期间，头部对冲基金大规模的增加了相对价值策略在美债市场的配置规模，使其累计在隔夜回购市场的融资规模上升了 1 万亿美元左右。正是这多出的 1 万亿左右货币市场融资，造成了 2019 年 9 月在美国回购市场发生的“钱荒”。伴随着季节性紧张的时点，财政账户（TGA）的流动性抽离等冲击，银行体系准备金相对不足的不稳定最终被击溃。尽管这场小型的危机最终被美联储开启资产购买平息，但其中教训并未得到充分的修正。随着新冠疫情的冲击，2020 年 3 月最终爆发了全球金融市场的大规模动荡。

图 6：头部对冲基金在回购市场的融资规模（十亿美元）

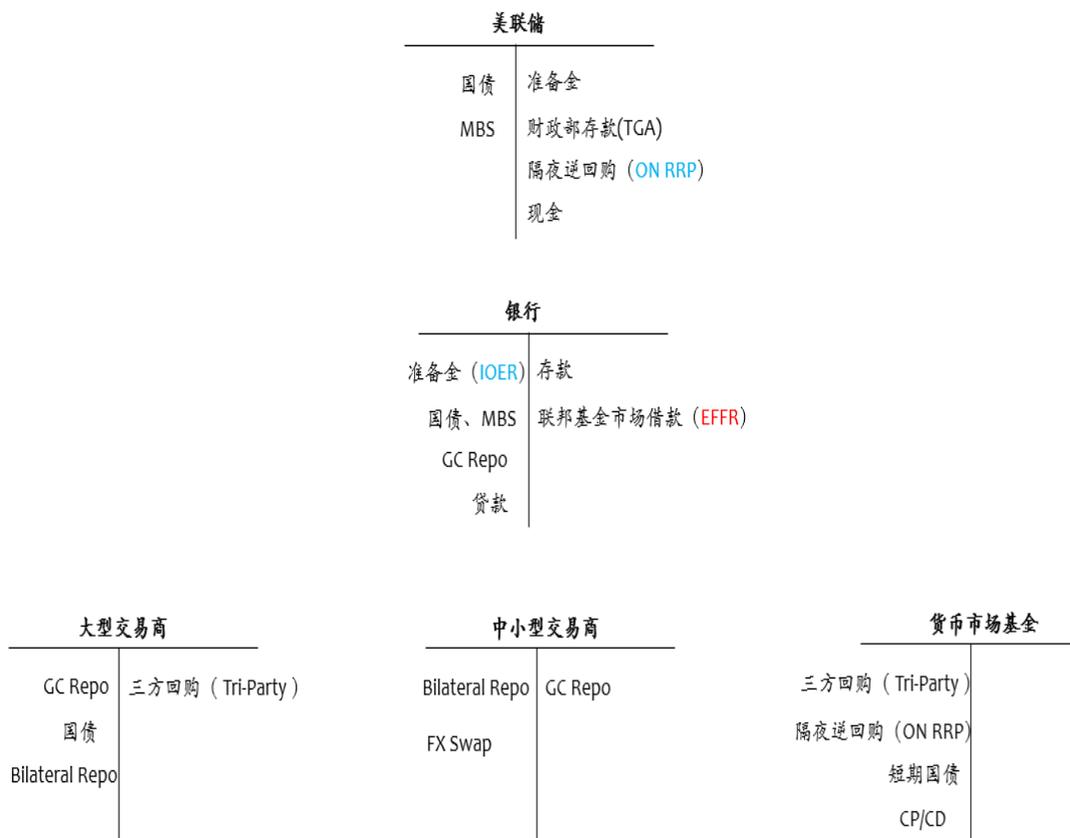


资料来源：SEC，西部证券研发中心

（二）准备金数量会直接影响货币市场资金供给能力

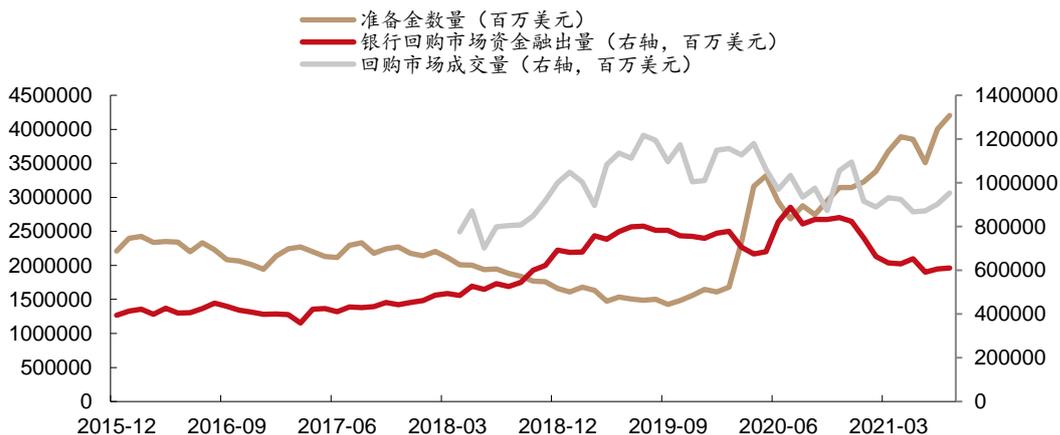
把视角切换到货币市场资金融出方，则可以看到比较明显的层级关系。第一道资金的供给方是货币市场基金（政府型为主），它们一般有三种资产选择：短期美债、在回购市场借出资金、使用美联储的隔夜逆回购工具（ON RRP）借出资金。如果类似今年 3 月份以来，ON RRP 工具使用量大幅走高的情况，往往代表着货币市场基金没有其他更好的资产选择，也可以理解成货币市场的融资需求已被货币市场基金的资金供给满足。在这种情况下，可以认为美国货币市场的流动性是充裕的。而在前文提到的 2018-2019 年期间，其实发生的是货币市场基金的资产规模无法满足回购市场日益增长的融资需求。在这种情况下，需要货币市场的第二道资金供给方，也就是银行向回购市场融出资金。准备金的数量会在这个时候起到关键的作用，因为它会影响银行能有多少资金在回购市场中融出。

图7：美国货币市场的层级关系



资料来源：西部证券研发中心

图8：准备金数量与回购市场融资需求



资料来源：美联储，西部证券研发中心

从上图中，可以看到整个金融体系内的准备金数量从2015年开始就出现了下降，但货币市场出现融资紧张是从2018年开始的。也就是说，准备金数量的绝对规模并不能定义货币市场流动性的宽松与否。真正决定货币市场流动性的是准备金的数量相对于回购市场的融资需求的多少。比如，回顾2018年的情况时，可以看到银行确实在回购市场融资需求走高的时候将更多的资金向回购市场融出。但随着美联储的持续缩表，当整个金融体系内

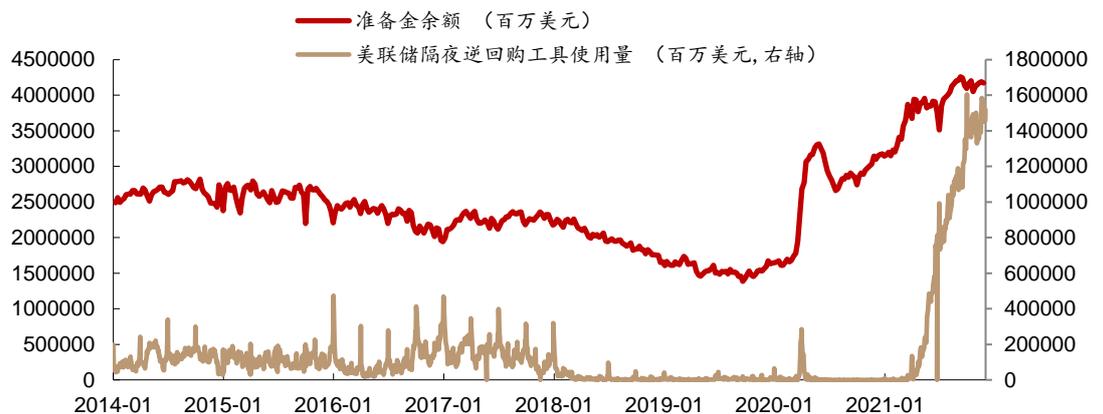
部的准备金余额下降到 1.5 万亿左右的水平时，银行已无法增加向回购市场融出的头寸。这是因为在金融危机后，金融监管使得银行不再向美联储借入日内流动性，也就是说银行之间日常的清算结算完全需要由体系内现存的准备金完成，这使得整个银行体系对于准备金的预防性需求上升。此外，因为巴塞尔 III 中 LCR 等指标约束，各家银行还产生了对于准备金的监管性需求。这些都解释了为什么在金融危机以前，美国的金融体系能在 200 亿以下的准备金余额下平稳运行，而在 1.5 万亿的余额下，却发生了美国回购市场的钱荒。

三、当下的美国金融体系：货币市场流动性充裕，金融市场发生流动性冲击的概率不大

（一）货币市场流动性宽裕

前文中，我们曾提到作为货币市场第一道融资方货币市场基金。对于它们来说，资产端最低可以获得将“钱”借给美联储的 ON RRP 利率。（有时因考虑流动性，在 Tbills 收益低于 ON RRP 时，货币市场基金也会持有一些 Tbills）所以，如果货币市场基金使用了美联储隔夜逆回购工具，说明其没有更好的资产选择了，交易商们已不需要在回购市场向货币市场基金融入资金。那么可以认为，整个隔夜货币市场的流动性是充裕的，主要的融资方的需求都得到了满足。

图9：美联储隔夜逆回购工具使用量和准备金数量



资料来源：美联储，西部证券研发中心

如果将金融体系内的准备金数量与美联储的隔夜逆回购工具使用量放在一起，可以将美国货币市场流动性分为三段：2014年至2018年；2018年至2021年3月；2021年3月至今。其中，2014年至2018年这段时间中，尽管金融体系内准备金的数量在下降，但货币市场基金还在使用美联储的隔夜逆回购工具，这代表了其存在多余头寸，货币市场流动性宽裕；2018年至2021年3月期间，尽管随着2019年9月的美国回购市场钱荒及2020年3月的全球金融市场动荡，美联储重新开启了大规模资产购买操作，但货币市场基金基本没有使用过美联储的隔夜逆回购工具，说明其将资金大量融出给了交易商及财政部（购买短期美债），并没有剩余资金可以回购出借给美联储，这段时间内货币市场流动性较为紧张。与此对比强烈的是2021年3月之后，货币市场基金开始大量将资金大量出借给美联储，交易商及财政部对于货币市场基金的资金并没有需求，货币市场流动性处于极其宽裕的状况。

总结下来，使用前文中之前对于货币市场资金供给方层级结构的刻画，我们现在处于的情况是：货币市场第一道资金供给方货币市场基金仍有 1.5 万亿以上的“闲置”资金，而第二道资金供给方银行所持有的准备金数量超过 4.2 万亿水平，能够向回购市场融出资金的能力强。在这种情况下，整个金融体系发生流动性冲击的概率有限。

（二）美联储如何看待当下的金融稳定情况？

2021 年 11 月，美联储发布《金融稳定报告》¹，主要从资产估值、企业和家庭借贷、金融机构的杠杆及货币市场风险等四方面出发，识别近期可能给美国金融体系带来不利冲击的因素。

首先，从资产估值方面，美联储认为风险资产价格普遍进一步上涨，多数资产估值处于历史高位。虽然这一增长部分是由于盈利预期的改善，但价格与企业盈利预测的比率仍处于历史高位。长期国债、公司债券和杠杆贷款的收益率相对于其历史范围仍处于较低水平。在低抵押贷款利率和强劲需求的支持下，房价继续快速上涨，由于估值处于高位，房价可能对冲击特别敏感。如果疫情管控不力，经济复苏很可能停滞，资产价格容易出现调整。

其次，从企业和家庭借贷方面，美联储认为企业和家庭债务的脆弱性继续下降，反映了政府的充足支持和强劲的企业盈利。衡量企业债务脆弱性的关键指标，包括债务与 GDP 的比率、总杠杆率和利息覆盖率，已基本恢复到疫情前水平。企业债务净额在 2020 年年中上升后有所下降，再加上收益的持续复苏、低利率、薪资保护计划 (PPP) 的支持和财政刺激，帮助恢复了企业的资产负债表。尽管如此，经济前景的风险仍然存在，尤其是受疫情影响最严重的行业和小企业。

再次，从金融机构杠杆方面，美联储认为银行和交易商的杠杆率仍然很低，而人寿保险公司的杠杆率仍然很高，对冲基金的杠杆率有所提高。尽管银行可能仍会因减损计划的贷款而遭受一些损失，但其资本和贷款损失准备金仍高于疫情前水平，2021 年上半年盈利强劲，杠杆率继续处于历史低位。交易商的杠杆率也很低。然而，人寿保险公司的杠杆率仍然很高，对冲基金杠杆率仍略高于其历史平均水平。尽管证券化交易量继续低迷，但 CLO 和 ABS 的发行量有所增加，银行对非银行类金融机构的贷款继续显著增长。

最后，从货币市场风险方面，美联储认为美国国内银行的融资风险较低，但某些类型的货币市场基金、开放式共同基金和稳定币仍存在结构性脆弱性。某些类型的货币市场基金和其他现金管理工具仍然容易受到挤兑，债券基金继续快速增长，由于持有大量非流动资产而面临风险。稳定币可能会受到结构性漏洞的影响，其市值在过去 12 个月中增长了约五倍。

所以，总结来看，在美联储的视角下，目前的金融体系特征可以概括为：金融资产估值高、企业及居民资产负债表脆弱性缓解、主要的金融机构杠杆率低及货币市场存在结构性脆弱。

对于货币市场的脆弱性而言，稳定币是一个新兴因素。稳定币是使用分布式账本技术发行和转移的数字资产，旨在保持相对于本国货币或其他参考资产或资产的价值。据统计，在过去 12 个月中，已发行稳定币的价值增长了约五倍，截至 2021 年 10 月约为 1300 亿美元。大部分稳定币承诺可以随时以稳定的美元价值赎回，但部分由可能会贬值或变得缺乏流动性的资产提供支持，如果支持稳定币的资产价值下跌，发行人可能无法以承诺的稳定价值满足赎回。稳定币在支付中的作用及其增长也可能给支付和金融系统带来风险。

¹ <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20211108.pdf>

而货币市场的其他结构性脆弱主要是指其他现金管理工具，包括以美元计价的离岸基金和短期投资基金，它们在 2021 年上半年继续增加。这些工具也投资于货币市场工具，容易受到挤兑，此外，它们的透明度和监管不如货币市场基金透明。目前，这些工具的资产中有 4,000 亿至 1 万亿美元投资于美国货币市场基金的投资组合中，一波赎回潮可能会影响短期融资市场的稳定。但是，由于目前货币市场基金仍有 1.5 万亿以上的“闲置”资金，我们认为这种影响有限。

（三）近期美股调整的原因在于此前计入乐观预期、高估值与加息预期，待加息预期降温后有望再度企稳

11月30日，在美联储主席鲍威尔出席美国国会参议院银行委员会举行的听证会时调整了对于通胀“暂时性”的表述，并认为“提早几个月”结束资产购买计划是合适的。他预计美联储将在12月14日至15日举行的下次货币政策会议上就是否加速缩减资产购买规模展开讨论。在此影响下，美股再次出现调整。我们曾在近期的点评《2015年底与2018年底的美股调整会重现吗？》中提出，近期Omicron的出现可能会使市场对于经济的乐观预期产生一定程度的变化，再加上高估值与近期得到强化的加息预期，我们认为与2015年底及2018年底极为类似，未来1-2个月美股有可能出现超过15%的调整。

复盘上面提到的两次美股调整，可以看到美联储均立即调降了加息预期，随着货币政策态度转鸽，美股也逐步企稳、转涨。我们一直认为明年中期选举前美联储并不会落地加息靴子，而当前极为强烈的加息预期反而成为美联储的对冲筹码，一旦市场出现较大的下行风险，调降加息预期就能达到“安全垫”的作用并缓解市场压力。此外，当下的货币市场流动性环境有利于风险偏好的快速修复。综合来看，即便出现调整，调整后美股逐步企稳回升的概率也较大。

（四）美元货币市场流动性的结构性问题

总体而言，在金融危机后，主要国家的货币政策与全球的金融监管政策给金融体系带来了结构性问题。

首先，长时间实施的宽松货币，在帮助了实体经济恢复的同时，也带来了金融体系内部结构性问题。比如，风险溢价收窄迫使机构投资者进行加杠杆、信用下沉、参与衍生品等一系列操作。前文中提到了2018-2019年在对冲基金领域流行的相对价值策略就是其结果，这些交易带来的额外融资需求间接影响了整个系统的稳定性。

其次，对于金融机构个体，特别是银行的严监管，对于整个体系表现为“监管的悖论”，即如果观察单个银行，它们拥有比金融危机前更多的资本及更低的杠杆。但从2020年3月金融市场动荡时的表现来看，这些看似更加稳定的个体金融机构降低了整个金融体系的弹性，而这会造成整个系统的不稳定。所以，我们观察到了奇怪的现象：当时的金融动荡并没有造成任何金融机构的危机，但金融市场却面临着流动性枯竭的情况。

尽管在当下，我们认为美国货币市场流动性充裕，但展望未来，大概率还会出现美元流动性紧张的时刻。

四、风险提示

全球疫情变化超预期；美国货币政策不及预期。

宏观专题报告

联系我们

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。

所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。