

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 曹凤文 王靖斐

美元流动性系列专题之一：

美元流动性“扰动”与 美联储政策创新

阅读摘要

2000 年以来，美联储货币政策工具创新节奏明显加快，对各国货币政策创新、研判美元金融市场走势等有重要启示。究其实质，流动性“扰动”特别是流动性危机应对是美联储货币政策创新最重要的驱动力量。本文系统梳理分析了 2000 年以来几次代表性的美元流动性“扰动”的演变历程与同期美联储政策响应概况。其中，2008 年、2020 年危机均起源于局部风险事件，随后风险在依赖短期融资、高杠杆叠加的市场环境中加速暴露，并演变为全面性的流动性收紧。危机时刻，美联储通过直接融资工具（直接提供短期融资支持）、降息（降低整体融资成本）、量化宽松（通过资产购买支撑资产价格）等措施快速稳定市场。2023 年的局部银行业危机中，美联储进一步创新结构性货币政策，避免了银行业危机扩散，诚然，彼时银行业整体经营基础仍稳健是危机可控的根本性因素。

整体看，美联储干预措施对于稳定市场发挥了积极作用，并持续创新丰富货币政策工具箱，政策工具迭代创新也增强了美联储应对美元流动性“扰动”的及时处置能力。但同时，结构性货币政策工具的实质仍在于释放流动性，引致美联储资产负债表规模持续扩张，催生资产泡沫及长期通胀风险，**损及货币政策工具有效性，加大财政-货币政策协调难度，增加金融市场波动隐忧。**

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

美元流动性系列专题之一：

美元流动性“扰动”与美联储政策创新

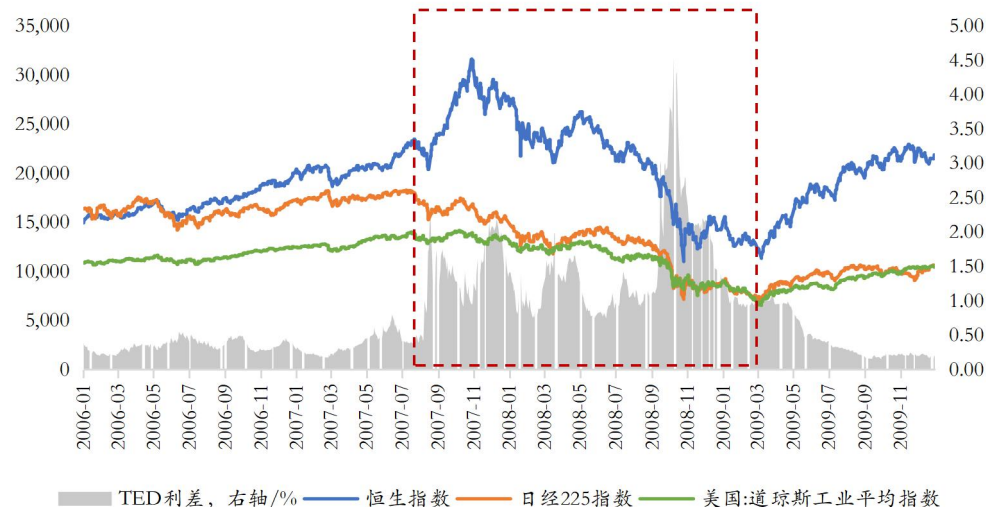
一、2008 年次贷危机：债务危机引发系统性金融危机， 美联储创设结构性政策工具、针对性补充金融市场流动性

2004-2006 年美联储持续加息背景下¹，房地产泡沫破裂，房价大跌叠加房贷利率高企，次级抵押贷款违约风险上升，银行等贷款机构坏账损失增加、资产大幅缩水、补充资本压力加大，美元流动性开始收紧。自 2007 年 8 月起，TED 利差（3 个月美元 LIBOR-美债收益率）逐步攀升至 1%以上。

伴随违约风险上升、评级下降，次级抵押贷款证券化产品（MBS）价格暴跌，风险向全球金融市场扩散，持有住房抵押贷款证券（MBS）和担保债务凭证（CDO）的金融机构、对冲基金亏损严重，导致出现基金“赎回潮”。2007 年 7 月末起危机蔓延至全球股市，市场情绪趋于审慎，风险资产无差别抛售，进一步增加美元流动性压力，TED 利差进一步升至 1.5%左右。2008 年 9 月 15 日雷曼宣布破产、美国银行收购美林证券，10 月 TED 利差飙升至 4%以上（见图表 1）。

¹ 2004-2006 年美联储开启加息周期，累计加息 17 次、合计 425BP，联邦基金目标利率攀升至 5.25%。

图表 1: 全球主要股指及 TED 利差变动



数据来源: Wind、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

美联储应对：一是货币政策快速全面转向，恢复市场信心。美联储 2007 年 9 月-2008 年 12 月进行 10 次降息，累计降息幅度 500BP，将联邦基金目标利率调降至 0.25%，并于 2008 年-2014 年启动三轮 QE（量化宽松）购买国债和 MBS，向市场投放大量流动性以稳定预期。二是创设非常规工具，针对性向金融市场补充流动性。美联储创设 TAF（定期拍卖工具）、PDCF（一级交易商信贷工具）、CPFF（商业票据融资工具）、AMLF（资产支持商票货币市场基金流动性工具）、TALF（定期资产支持证券贷款工具）等向市场注入流动性。三是向遭受危机冲击的金融机构提供资金支持，包括为摩根大通收购贝尔斯登提供信贷，向美国国际集团（AIG）提供贷款援助，联合财政部、联邦存款保险公司（FDIC）向花旗集团、美国银行提供资金支持。四是与海外央行开展货币互换，跨境提供美元流动性。美联储先后授权与欧洲央行、瑞士央行、

英格兰银行、欧洲中央银行、日本银行、韩国银行、新加坡金融管理局等央行建立美元流动性互换额度²。

二、2020 年疫情冲击：企业债信用风险外溢，美联储进一步创设结构性政策工具、直接向商业实体提供流动性支持

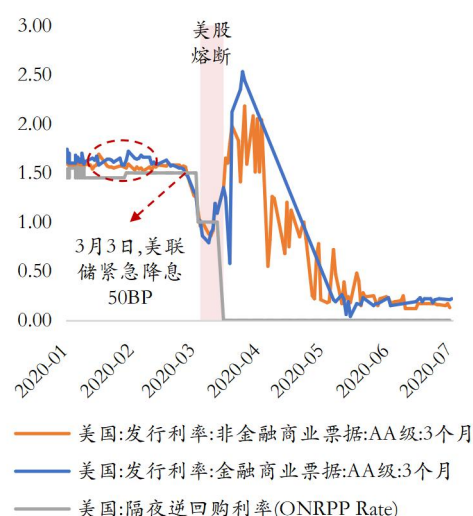
2020 年疫情冲击实体经济，为维持日常经营，企业短期融资需求上升，商业票据贴现率走高，后续伴随美联储紧急降息而缓解，但由于疫情反复、经营状况持续恶化等因素，部分企业出现资金链断裂、无法按时还本付息，债务违约风险上升，2020 年 3 月商业票据贴现率飙升至 2% 以上，企业融资难度上升、流动性缺口进一步扩大（见图表 2）。

由于疫情快速蔓延、全球原油价格暴跌，2020 年 3 月 9 日-18 日美股出现 4 次熔断，市场避险情绪升温，共同基金、对冲基金面临大规模回撤，同时杠杆交易下需要追缴保证金，导致美元流动性缺口大幅上升，风险资产和无风险资产被无差别抛售，美国国债市场波动加剧，对冲基金基差交易亏损，进一步抛售美债现货，形成恶性循环，市场流动性迅速收紧，衡量以美国国债为抵押物的隔夜拆借资金成本的 SOFR（担保隔夜融资利率）迅速攀升，突破利率走廊上限 IOER³（超额存款准备金利率，见图表 3）。

² 为了应对银行融资市场日益增长的压力，美联储于 2007 年 12 月授权与欧洲央行和瑞士央行建立美元流动性互换额度。随后，联邦公开市场委员会又授权与以下各国央行建立美元流动性互换额度：澳大利亚储备银行、巴西中央银行、加拿大银行、丹麦国家银行、英格兰银行、欧洲中央银行、日本银行、韩国银行、墨西哥银行、新西兰储备银行、挪威银行、新加坡金融管理局、瑞典中央银行和瑞士国家银行。

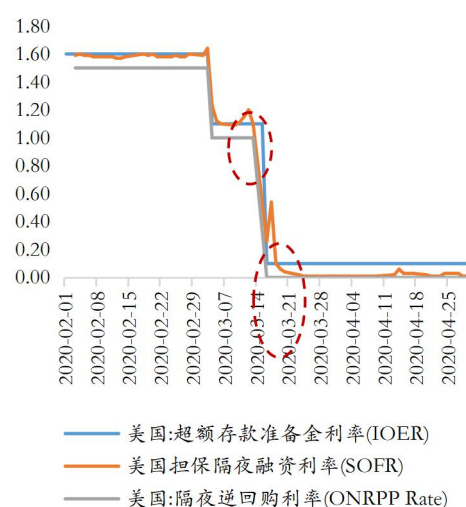
³ IOER 是美联储对银行超额准备金支付的利息，2021 年 IORB（Interest on Reserve Balances，准备金余额利率）统一取代原先的法定准备金利率（IORR）和超额准备金利率（IOER），成为美联储利率走廊的上限，用以锚定并调控联邦基金利率。

图表 2: 商业票据利率变动 (%)



数据来源: Wind、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 3: 担保隔夜融资利率 SOFR 变动 (%)



数据来源: Wind、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

美联储应对: 一是货币政策快速全面转向, 叠加非常规政策工具补充金融市场流动性。除了和 2008 年危机应对一样, 美联储 2020 年 3 月紧急降息 2 次、累计降息幅度 150BP, 将联邦基金目标利率调降至 0.25%, 开启无限量 QE (量化宽松), 全面释放流动性外, 美联储借鉴 2008 年经验, 重启 PDCF (一级交易商信贷便利)、CPFF (商业票据融资便利)、TALF (资产支持证券贷款便利), 推出 MMLF (货币市场流动性便利), 为金融市场提供针对性流动性支持。二是创设新型结构性货币政策工具, 对受疫情影响的实体提供融资支持。美联储超越传统角色, 直接对企业、地方政府提供流动性, 包括创设 PMCCF (一级市场公司信贷工具)、SMCCF (二级市场公司信贷工具)、PPPLF (薪资保障计划流动性工具)、MSLP (主街贷款计划) 支持企业, 创设 MLF (市政流动性工具) 支持地方政府。三是扩大与海外央行的货币互换安排, 降低

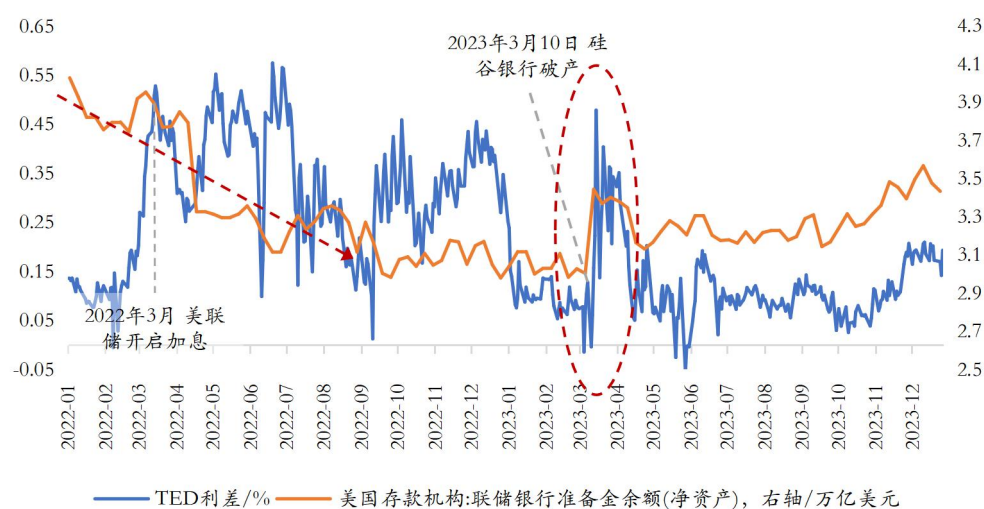
危机在离岸市场蔓延的压力。除了与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行、瑞士央行的**常设**美元流动性互换额度安排外，美联储与澳大利亚储备银行、巴西中央银行、丹麦国家银行、韩国银行、墨西哥银行、挪威银行、新西兰储备银行、新加坡金融管理局和瑞典央行建立**临时**美元流动性互换额度安排。

三、2023 年银行风波：硅谷银行事件传导，美联储动用并持续创新面向金融市场的结构性政策工具，较快平抑美元流动性压力

2022 年 3 月起的新一轮美联储加息节奏快、幅度大，对习惯于此前多年低利率周期的银行机构而言，原有经营模式受到直接冲击——证券资产估值缩水、资产负债表受损，行业整体抗压能力下降，流动性管理压力上升。2023 年 3 月 8 日，硅谷银行公布资产出售公告以缓解流动性压力，引起投资者抛售、储户挤兑，3 月 10 日宣布破产；随后引发签名银行倒闭（3 月 12 日）、瑞银集团收购瑞信（3 月 19 日）等一系列银行风险事件。金融稳定性风险激增引发银行挤兑担忧，并迅速传导至离岸市场，TED 利差升至 0.48%的阶段峰值（见图表 4），3 个月日元/美元、欧元/美元货币互换基差分别一度走阔至-77BP、-42BP⁴。

⁴ 3 月 13 日，3 个月欧元/美元货币互换基差走扩至-42BP；3 月 15 日，3 个月日元/美元货币互换基差走阔-77BP；3 月 17 日，TED 利差升至 0.48%。

图表 4: 准备金余额及 TED 利差变动



数据来源: Wind、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

美联储应对：一是创设银行定期融资计划（BTFP），允许银行、储蓄机构等存款类机构，以任何符合公开市场操作购买条件的抵押品（例如美国国债、美国机构证券和美国机构抵押贷款支持证券）按面值抵押，向美联储申请期限最长为一年的贷款，为受影响机构提供流动性支持，避免其被迫出售亏损债券。二是**全额保障存款人资金安全**，对硅谷银行和签名银行采取“系统性风险例外”措施，即所有储户可支取全部资金（包括超过联邦存款保险公司保险上限的未投保存款）。三是**增强离岸美元流动性供给保障**，将央行流动性互换安排操作频率由每周一次提高至每日一次。

四、几次美元流动性“扰动”的共性、美联储政策创新成效及潜在影响

（一）几次美元流动性“扰动”的共同特点

一是流动性“扰动”根源与演变路径高度相似。长期的超宽松货币环境催生过度杠杆与信用扩张，美联储货币政策转向后，资产久期与负债融资期限错配风险逐步暴露。雷曼兄弟倒闭、全球疫情封锁等风险事件成为导火索，触发风险资产集中抛售，进而导致依赖短期融资和市场信心的“货币金字塔”发生坍塌，引发全面性或局部性的流动性收紧。

二是稳定市场核心在于美联储发挥“最后贷款人”作用。几次危机中，在大规模降息的同时，美联储启动一系列常备和临时性的流动性补充工具，向银行、一级交易商、企业等关键市场节点针对性注入流动性。2008年创设TAF、PDCF、CPFF、AMLF、TALF等非常规工具；而2020年则重启PDCF、CPFF、TALF，设立MMLF，并通过PMCCF、SMCCF等工具直接购买公司债；硅谷银行事件中，创设BTFP为存款机构提供额外资金支持。

三是最终解决方案均为美联储资产负债表扩张。2008年、2020年后，美联储通过大规模、持续性购买美国国债和MBS（即QE）向市场注入流动性，其“持有证券”规模增加、驱动资产负债表扩张；2023年危机期间，美联储仍保持QT，但银行通过贴现窗口（DW）、BTFP获取紧急贷款，成为美联储资产阶段性扩张主因，表现为“贷款”科目快速增长（见

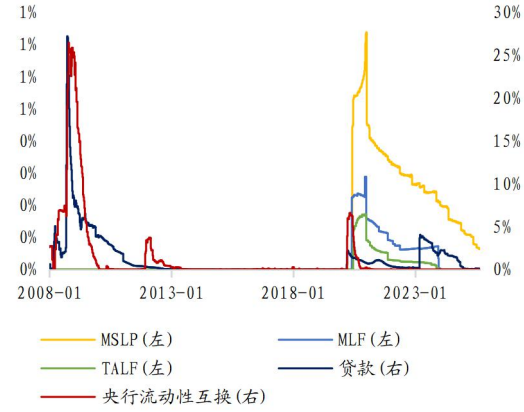
图表 5-6)。

图表 5: 美联储 QE 主动扩表 (万亿美元)



数据来源: Wind、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 6: 美联储资产端部分科目占比变化



数据来源: Wind、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

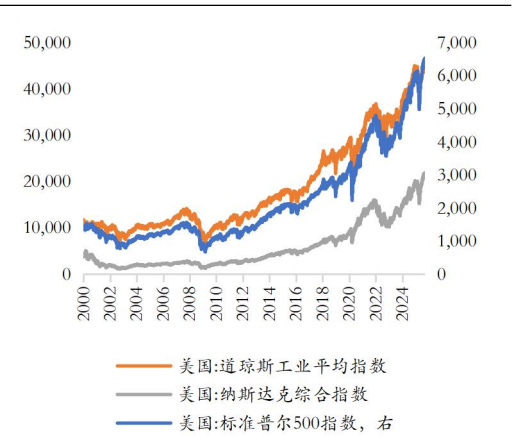
(二) 美联储创新结构性政策工具的利弊

一是结构性货币政策工具提升美联储危机应对能力，有助于降低美元流动性“扰动”大规模、持久性发酵的概率。一方面，相对于降息等总量性货币政策工具，结构性货币政策工具直接面向受冲击主体提供流动性，能够从危机源头更有效避免风险扩散。另一方面，结构性货币政策工具可以在降息之外补充额外流动性，实质上扩展了传统货币政策工具的作用空间，极端情况下有助于避免经济陷入“流动性陷阱”。此外，相对于降息决策，结构性货币政策工具落地时点、路径也可更加灵活。

二是资产负债表持续扩张损及货币政策有效性，增加跨周期宏观调控压力。QE 及新流动性工具的使用，使得美联储资产负债表规模扩张、资产结构趋于复杂化，QT 等货币政策

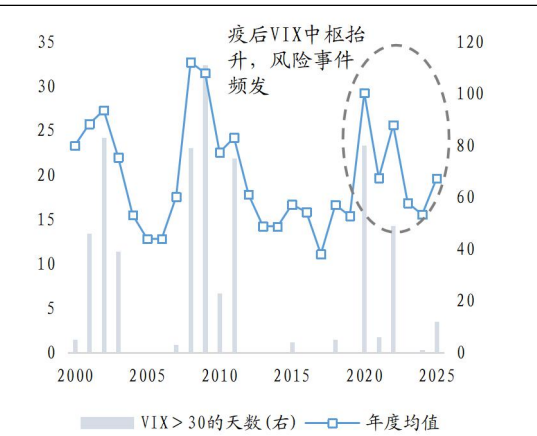
正常化过程变得漫长而复杂，失误操作易引发市场波动。此外，中央银行资产规模长期居高位，基础货币的大量投放也加大长期通胀压力——压缩货币政策空间——倒逼宽松财政发力——债务货币化进一步加大通胀压力，形成货币-财政政策协调难度。此外，流动性过剩推动的资产泡沫也加大金融市场波动隐忧（见图表 7-8）。

图表 7: 2000 年以来主要美股指数走势



数据来源: Wind、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 8: 芝加哥期权交易所波动率指数 (VIX)



数据来源: FRED、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

附件 1：美联储应对美元流动性危机的非常规货币政策工具

名称	次贷危机 2008	新冠疫情 2020	银行业危 机 2023	使用时间	面对对象	操作方式
定期拍卖工具 TAF	✓			2007.12-2010.03	存款机构	提供贷款
一级交易商信贷工具 PDCF	✓	✓		2008.03-2010.02 2020.03-2021.03	一级交易商	提供贷款
定期证券借贷工具 TSLF	✓			2008.03-2010.02	一级交易商	提供贷款
资产支持商票货币市场基金流动性工具 AMLF	✓			2008.09-2010.02	货币市场基金	提供贷款
商业票据融资工具 CPFF	✓	✓		2008.10-2010.02 2020.03-2020.12	企业	直接购买资产
货币市场投资基金工具 MMIFF	✓			2008.10-2009.10	货币市场基金	直接购买资产
定期资产支持证券贷款工具 TALF	✓	✓		2008.11-2010.06 2020.03-2020.12	ABS 持有者	提供贷款
对特定机构的支持	✓			2008 年	贝尔斯登、AIG、 花旗、美银	提供贷款
大规模资产购买计划 LSAP（即QE / 量化宽松）	✓	✓		2008 年-2014 年 2020 年	全市场	直接购买资产
货币市场基金流动性工具 MMLF		✓		2020.03-2021.03	货币市场基金	提供贷款
一级市场企业信贷工具 PMCCF		✓		2020.03-2020.12	企业	直接购买资产
二级市场企业信贷工具 SMCCF		✓		2020.03-2020.12	企业	直接购买资产
薪资保障计划流动性工具 PPPLF		✓		2020.04-2021.07	企业	提供贷款
市政流动性工具 MLF		✓		2020.04-2020.12	地方政府	直接购买资产
主街贷款计划 MSLP		✓		2020.04-2021.01	企业	提供贷款
银行定期资助计划 BTFP			✓	2023.03-2024.03	存款机构	提供贷款

资料来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。