

美国货币市场简析：结构、变化与启示

投资要点：

● 美国的货币市场和利率体系

联邦基金市场与回购市场。美国国内货币市场的基本体系是联邦基金市场+回购市场。其中联邦基金市场是无担保的资金借贷市场，主要供美国银行之间借入或借出准备金。回购市场则是有担保的资金借贷市场，参与方包括银行和非银等主要金融机构。次贷危机后联邦基金市场交易量不断下降，目前日均成交量仅在700亿美元左右，而回购市场日均交易量则接近1万亿美元。

美国的三方回购市场。美国回购市场分为双边回购市场和三方回购市场，其中三方回购的优势有两点，一是有专门的第三方机构对担保品进行统一管理，有效降低机构的交易成本；二是正回购方可以更灵活的配置抵押券，从而提升债券使用效率和二级市场的流动性。美国的三方回购市场还可以划分为传统的三方回购市场（交易量占比94%左右）和一般担保品回购市场（交易量仅占6%左右），区别在于后者由FICC公司担任中央对手方，承担一定的交易风险。

美国的利率体系。美国政策利率的核心是联邦基金目标利率，此外还有用于构建利率走廊的超额准备金利率、再贴现利率和逆回购利率等。货币市场方面，无担保的利率指标主要是联邦基金利率EFFR，有担保的利率则来自回购市场，包括TGCR（传统三方回购市场）、BGCR（传统三方回购和一般担保品回购市场）、SOFR（三方回购市场和FICC公司清算的双边回购市场）。

● 次贷危机后货币市场的变化

危机中的流动性问题和应对方案。美国的三方回购市场有“日内松绑”机制，本质上是中介机构对正回购方的日内授信。在次贷危机期间，中介机构面临巨大的授信敞口，有动力提前抽回资金，导致市场流动性迅速枯竭。而美国政府除采用降息、加大投放等常规政策外，还出台了多项货币政策的创新工具。除救助银行外，还重点扶持货币基金等非银机构，稳定全市场的流动性预期。

危机后的回购市场改革。危机后美联储着手对三方回购市场进行改革，主要从三个方面，一是限制中介机构“每日松绑”的规模，降低日内风险敞口。二是健全信息披露机制，增强市场透明度，其中就包括推出TGCR、BGCR、SOFR三个利率指标。三是折扣率的计算更加精细化，加强折扣率的常态化管理。

危机后利率调控机制的变化。次贷危机前，美联储通过主动的公开市场操作来调控联邦基金利率。危机后美联储超额准备金规模飙升，主动调节政策失效，开始转向利率走廊模式。一方面向准备金支付利息，用超额准备金利率作为上限。另一方面推出隔夜逆回购协议（ON RRP），通过扩大ON RRP规模和交易对手方范围的方式，使其利率发挥利率走廊下限的作用。

● 对我国有何启示？

利率调控方面，要重视非银机构的流动性问题。美国在次贷危机中出台了一系列货币政策工具，重点解决非银机构的流动性问题。之后推出的隔夜逆回购协议中，也将投资银行、货币基金等非银机构纳入操作范围，加强对非银的流动性支持。而我国目前面临流动性的分层问题，对非银的支持仍待加强。

回购市场方面，可借鉴美国的三方回购模式。目前我国回购市场仍以银行间的双边回购为主，即一对一磋商、无统一的折算率和质押品管理机构，导致交易成本较高，且机构更重视交易对手的资质，出现流动性问题时倾向于“一刀切”，加剧中小机构的流动性压力。而交易所的回购模式类似于美国的一般担保品回购，由中证登作为中央对手方，承担交易风险。相比之下，美国传统的三方回购模式（中介机构仅管理质押品，不承担交易风险）更有借鉴意义。

相关研究

《盘点历史上那些转股失败的转债——可转债投资手册之七》2019.06.17

《如何看待专项债新规？》2019.06.12

《非标潮退，且行且珍惜》2019.06.11

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

联系人:李波

Tel:(021)23154484

Email:lb11789@htsec.com

目 录

1. 美国的货币市场和利率体系	4
1.1 联邦基金市场与回购市场	4
1.2 美国的三方回购市场	5
1.3 美国的利率体系和调控机制	6
2. 次贷危机后货币市场的变化	8
2.1 危机中的流动性问题和应对方案	8
2.2 危机后的回购市场改革	9
2.3 危机后利率调控机制的变化	9
3. 对我国有何启示?	10

图目录

图 1	联邦基金市场的日均成交量（十亿美元）	4
图 2	美国回购市场的隔夜交易的日均成交量（十亿美元）	4
图 3	美国三方回购和 GCF 回购市场的抵押品价值（十亿美元）	6
图 4	美国一般担保品回购的日均成交量情况	6
图 5	美国的货币市场和利率体系	7
图 6	次贷危机期间货币利率大幅上升（%）	8
图 7	美联储持有的美国国债和贷款规模（亿美元）	9
图 8	美国联邦基金目标利率（%）	9
图 9	美国的准备金和超额准备金规模（百万美元）	10
图 10	美国的利率走廊（%）	10
图 11	美国逆回购操作的日均规模	10
图 12	美联储资产负债表中逆回购协议规模	10
图 13	DR001 和 DR007 下行（%）	11
图 14	同业存单利差走阔（%）	11
图 15	我国银行间回购日均成交量（亿元）	12
图 16	我国银行间待回购债券余额（亿元）	12

表目录

表 1	三方回购市场的担保品规模和折扣率情况（截至 19 年 5 月）	5
表 2	一般担保品回购市场的规模情况（截至 19 年 5 月）	6

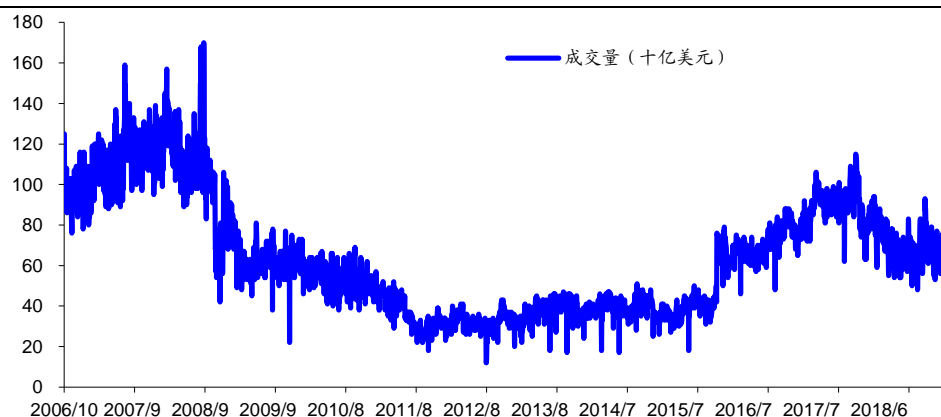
1. 美国的货币市场和利率体系

1.1 联邦基金市场与回购市场

美国国内货币市场经历了多年的发展，目前形成了联邦基金市场+回购市场的基本体系。首先，**联邦基金市场属于拆借市场，主要供美国银行之间借入或借出准备金**。出现准备金短缺的银行可以从拥有超额准备金的银行手中借入准备金，而不用提供抵押品，与回购市场有所区别。而联邦基金市场的交易利率就是联邦基金利率（EFFR）。

从参与方来看，联邦基金市场参与方主要是存款机构，包括美国商业银行、外资银行在美国的分支机构、储蓄和贷款机构以及政府支持企业（GSEs）等。从成交量来看，08年金融危机之后无担保拆借市场的规模整体萎缩，联邦基金市场的成交量也出现趋势性的下降。19年至今，联邦基金市场的日成交量在700亿美元左右，而08年以前日均成交量可以达到1000亿美元以上。

图1 联邦基金市场的日均成交量（十亿美元）

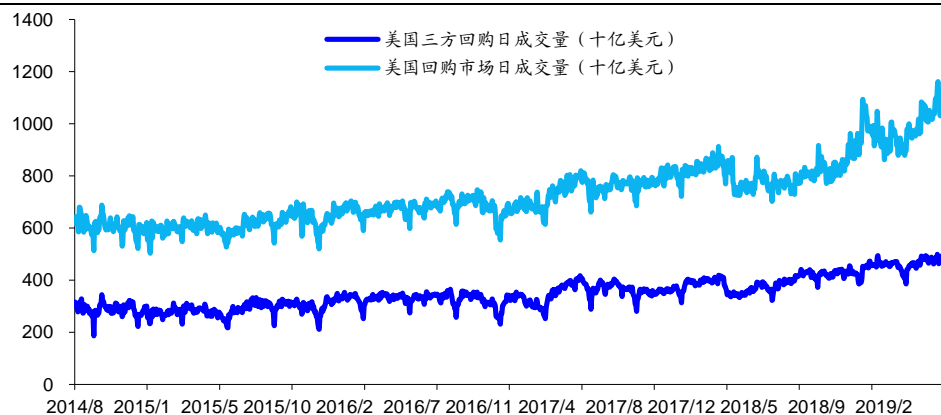


资料来源：纽约联储，海通证券研究所

而美国的回购市场08年之后经历了蓬勃发展，规模和流动性迅速上升。与联邦基金市场不同，**回购市场是有担保的资金借贷市场**。回购市场的参与方范围更广，包括银行、证券交易商、货币基金、对冲基金等各类金融机构。从交易方向来看，回购市场的参与方可分为担保品提供商（包括证券交易商、对冲基金等，即资金融入方）和资金提供方（包括银行、货币基金、保险公司等，即资金融出方）两大类。

从流动性来看，14年以来美国回购市场成交量稳步攀升，19年至今，回购市场的日成交量接近1万亿美元，流动性远超联邦基金市场。而按照交易方式的不同，美国的回购市场又可以分为双边回购市场和三方回购市场，**从成交量来看，目前三方回购和双边回购的成交量各占回购市场成交量的50%左右**。

图2 美国回购市场的隔夜交易的日均成交量（十亿美元）



资料来源：纽约联储，海通证券研究所

1.2 美国的三方回购市场

本节我们重点来看美国的三方回购市场。所谓三方回购，就是指在回购交易中，交易双方将债券和资金交付至一个独立的第三方托管机构，由其管理抵押品，清算资金的回购模式。简而言之就是在双边回购中引入一个第三方的中介机构，该中介机构负责托管抵押品、做交易结算、为证券估值并确保保证金的交付等。在美国的三方回购市场中，扮演第三方机构角色的主要是纽约梅隆银行（此前还有摩根大通，但其 16 年后退出了该市场）。

三方回购的优势主要有两点，一是有专门的担保品管理机构对担保品的标准、质押率设置、质押券选取和价值计算、期间管理、违约处置进行全流程的统一安排，可以有效降低担保品的管理成本，是一种更加标准化的货币市场工具。二是三方回购交易中不会指定抵押品，而是给出抵押品的约定范围和既定的折扣率，只要满足规定即可。因此正回购方可以更灵活的配置抵押券，尤其是可以充分利用信用债或其他小规模券种，从而提升债券使用效率和二级市场的流动性。

美国的三方回购市场还可以划分为传统的三方回购市场（Tri-Party REPO）和一般担保品回购市场（GCF REPO）。1）首先来看传统的三方回购交易，其基本流程如下：首先，正逆回购双方在签署双边回购协议并与第三方托管机构签署服务协议。之后托管机构将正回购账户中的抵押券划入逆回购账户，将逆回购账户中的资金划入正回购账户，以达成回购交易。最后当协议到期时，如果没有出现违约现象，则托管机构再重新进行反向操作，正回购方的质押券和逆回购方的资金同时到账，交易完成。

抵押品方面，传统三方回购市场的抵押品类别较广，包括国债、ABS、MBS、公司债券、市政债券、股票和货币市场工具等。截至 19 年 5 月，三方回购市场担保品规模接近 2.3 万亿美元左右，其中占比较高的是国债和房地产抵押债券（MBS）。而从折扣率来看，国债和 MBS 的折扣率较低，非投资级的 ABS、公司债、股票的折扣率较高。

表 1 三方回购市场的担保品规模和折扣率情况（截至 19 年 5 月）

	担保品价值 (十亿美元)	担保品价值 占比 (%)	前三大证券经纪 商的集中度 (%)	折扣率 (%)
资产支持证券（投资级）	14.84	0.6	46.6	7
资产支持证券（非投资级）	26.41	1.2	48.8	10
机构的抵押担保债券（CMOS）	61.24	2.7	37	4
信用债和本息分离债券	26.53	1.2	33.7	2
房地产抵押债券（MBS）	673.18	29.4	33.1	2
私人的抵押担保债券（投资级）	8.65	0.4	63.7	7
私人的抵押担保债券（非投资级）	14.18	0.6	52.8	8
公司债券（投资级）	55.66	2.4	30.4	5
公司债券（非投资级）	31.12	1.4	40.2	8
股票	116.26	5.1	42.2	8
货币市场工具	15.17	0.7	65.1	5
市政债券	10.73	0.5	55.5	5
本息分离国债	61.75	2.7	46.7	2
一般国债（非本息分离）	1165.08	50.9	28.9	2
其他	6.88	0.3	60.2	
总计	2287.68	100		

资料来源：纽约联储，海通证券研究所整理

特别的，美国三方回购市场还有“每日松绑”和“日内授信”机制。每日开盘前，托管行会对所有三方交易的债券和资金进行解冻，无论该笔交易是否到期，正逆回购方在日内均可以对各自的抵押券和资金进行再利用。每日收盘时，托管行再对未到期的交易进行重新捆绑。而在解绑的过程中，转入正回购方的质押券可以进行再质押或交易；转入逆回购方的资金则由托管机构代正回购方垫付。由此又形成了托管机构对正回购方的每日授信机制，成为了对正回购方提供质押融资的金融中介机构。

每日松绑和日内授信机制的目的是增加回购交易的活跃度，提高质押品和资金的利用效率。而由于三方回购中无需指定抵押品，因此在每日日终对交易重新捆绑时，正回购方还可以根据抵押品的约定范围对具体抵押品进行再分配，进一步增加交易的灵活性，

降低交易成本。不过这一机制在金融危机中却成为放大流动性危机的风险因素，在下一章的内容中会重点提到。

2) 而在传统三方回购市场的基础上，美国固定收益清算公司（FICC）在 1998 年推出了一般担保品回购市场。其托管和清算是由 FICC 公司和清算行共同负责的。与传统三方回购市场不同的是，一般担保品回购由 FICC 公司作为中央对手方，因此作为中介机构的 FICC 公司需要承担交易风险，这与传统三方回购市场有所区别。正逆回购双方通过做市商匿名撮合成交，成交后将合约转移至 FICC 公司，由 FICC 公司提供担保品的管理和交收，清算银行负责清算。而正逆回购双方均以 FICC 为交易对手方，从而消除了回购中的交易对手风险，降低了融资成本。

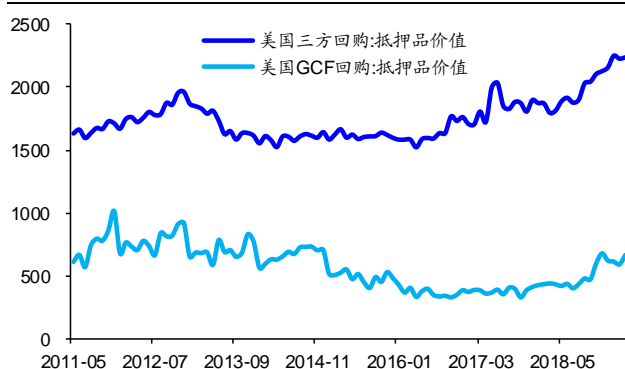
一般担保品回购市场的担保品包括国债、MBS、以及非 MBS 的机构债券等资产，其中以国债和 MBS 为主，这与传统三方回购市场的担保品结构有所不同。参与机构方面，由于是 FICC 公司推出的，因此只有 FICC 公司下属的政府证券清算部会员才可参与，目前的主要参与者以证券交易商为主。

表 2 一般担保品回购市场的规模情况（截至 19 年 5 月）

	担保品价值 (十亿美元)	担保品价值 占比 (%)
机构债券（非MBS）	9.60	1.37
固定利率MBS（房地美和房利美）	417.89	59.71
可调利率MBS（房地美和房利美）	30.50	4.36
固定利率MBS（政府国民抵押协会）	62.10	8.87
可调利率MBS（政府国民抵押协会）	0.00	0.00
本息分离国债	0.00	0.00
通胀保值国债	0.00	0.00
10年以下国债	0.00	0.00
30年以下国债	179.75	25.68
总计	699.84	100.00

资料来源：纽约联储，海通证券研究所

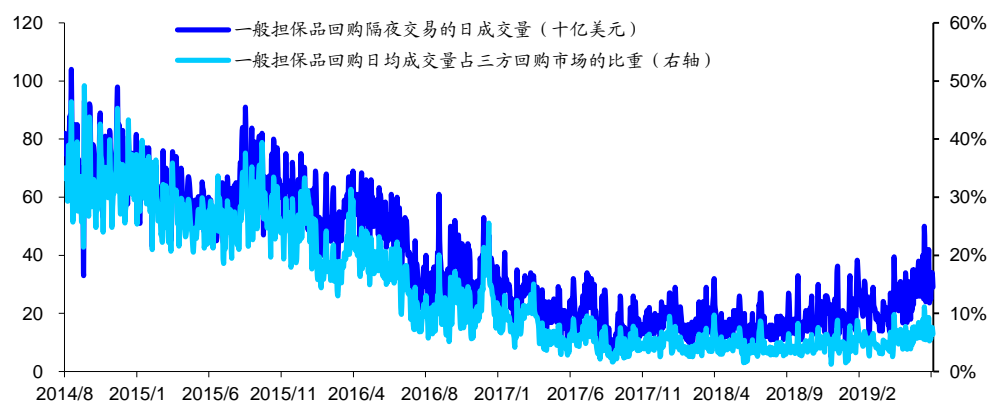
图3 美国三方回购和 GCF 回购市场的抵押品价值(十亿美元)



资料来源：纽约联储，海通证券研究所

从交易情况来看，一般担保品回购市场的流动性近年来逐渐减弱，19年以来日均成交量仅在 300 亿美元左右，占三方回购市场日均成交量的 6%。规模上，截至 19 年 5 月一般担保品回购市场的担保品价值在 7000 亿美元左右，传统三方回购市场担保品价值在 23000 亿美元左右，一般担保品市场的占比约为 30%左右。

图4 美国一般担保品回购的日均成交量情况



资料来源：纽约联储，海通证券研究所

1.3 美国的利率体系和调控机制

1) 美国的货币利率体系。

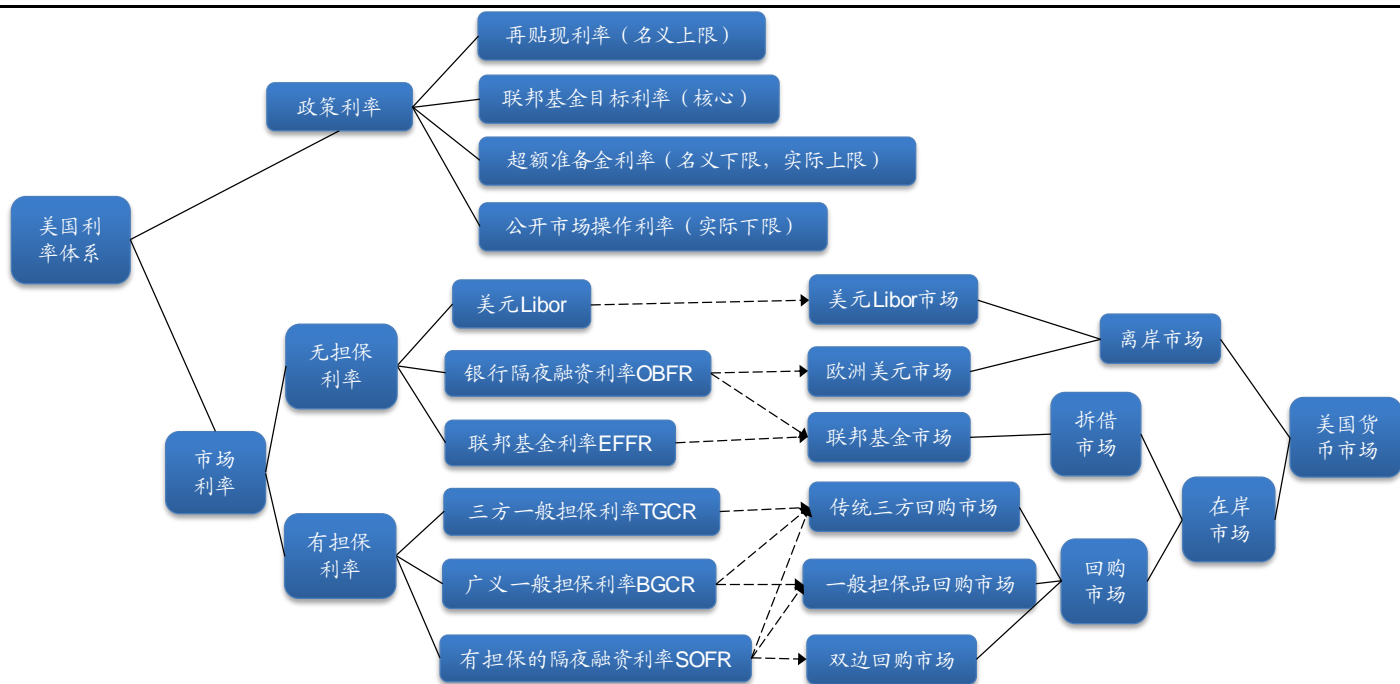
基于美国货币市场的机构，就可以进一步了解美国的货币利率体系。简单来说，美国的货币利率体系包括政策利率和市场利率。其中政策利率的核心是联邦基金目标利

率，其充当了美国基准利率的角色。此外还有用于构建利率走廊的超额准备金利率、再贴现利率和隔夜逆回购利率等。

货币市场利率方面，不同的货币市场均有相对应的利率指标。例如联邦基金市场的交易利率就是**联邦基金利率（EFFR）**，其基本在联邦基金目标利率的走廊内波动。而美联储还利用联邦基金市场与欧洲美元市场数据，构建了**银行隔夜融资利率（OBFR）**，用于更全面的衡量美国银行业的融资成本。如果再加上离岸市场的**美元 Libor 利率**，则基本构成了无担保的美元货币利率体系。

而回购市场的利率则构成了有担保的美元货币利率体系，主要包括三个指标：**三方一般担保利率 TGCR**（即传统三方回购市场的隔夜交易利率，不包括一般担保品回购市场）、**广义一般担保利率 BGCR**（包括传统三方回购市场和一般担保品回购市场的隔夜交易利率）、**有担保的隔夜融资利率 SOFR**（包括三方回购市场和由 FICC 公司清算的双边回购市场的隔夜交易利率）。三个利率指标的涵盖范围依次递进，且均不包括以美联储为对手方的交易，仅衡量机构之间的交易利率情况。

图5 美国的货币市场和利率体系



资料来源：海通证券研究所整理

2) 美国的次贷危机前的利率调控机制。

次贷危机之前，美国的利率调控机制是“主动型”，即通过公开市场操作来调控利率。由于当时存款机构存放在美联储的超额准备金是没有利息的，因此存款机构倾向于尽量少的持有准备金。截至 2008 年 9 月时，存款机构在美联储存放的准备金规模仅在 450 亿美元左右，超额准备金规模仅有 20 亿美元左右。

超额准备金的规模较小，意味着美联储可以通过主动的公开市场操作来精准调控联邦基金利率。在加息时，美联储通过公开市场卖出国债或进行正回购操作，来减少银行持有的超额准备金，使联邦基金利率上移至基准利率区间之内。反之降息时，美联储通过公开市场买入国债或进行逆回购操作，来增加银行的超额准备金，使联邦基金利率下移至基准利率区间之内。

而银行超额准备金的交易场所不止是联邦基金市场，银行机构同样会在回购市场与非银机构进行资金交易，因此联邦基金市场就通过银行的超额准备金交易与回购市场相连接。回购协议成为银行持有联邦基金的替代资产，回购市场的利率也自然会跟随联邦基金利率的变动而变动。除此之外，货币市场利率的变动会导致银行负债端成本的波动，

从而带动资产端收益的变化，利率也完成从货币市场向资本市场的传导。

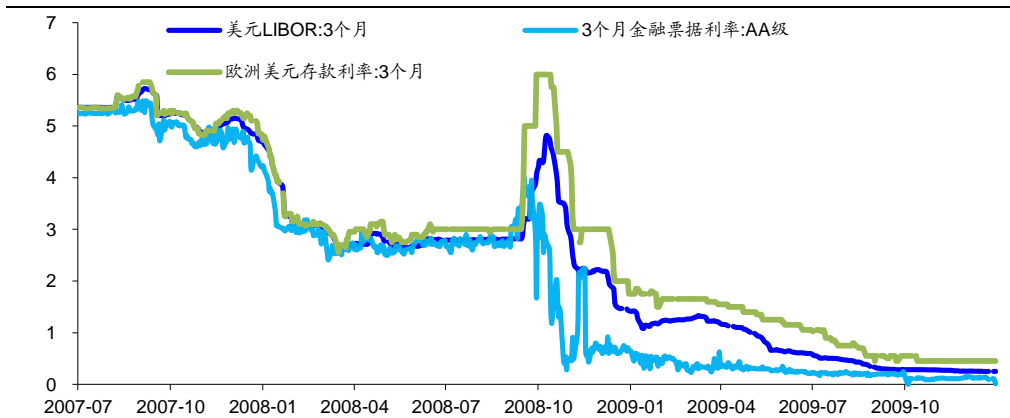
2. 次贷危机后货币市场的变化

2.1 危机中的流动性问题和应对方案

美国的货币市场在次贷危机期间遭遇了严重的流动性危机，其中三方回购市场成为了加剧流动性风险的因素。前面我们曾说到，美国的三方回购市场有“日内松绑”机制，本质上是中介机构对正回购方的日内授信。这一机制能够增加货币市场的活跃度，提高质押品利用效率，在非危机时间，市场流动性平稳时，风险较小。但一旦出现流动性冲击，中介机构就面临巨大的授信敞口，和逆回购方一样都有动力提前抽回资金，从而引发挤兑风险，并且导致市场流动性迅速蒸发。

对正回购方来说，一旦遭遇负债端挤兑，只能通过卖出资产的方式来弥补资金缺口，而大规模抛售资产会进一步压低资产价格，使得市场上持有类似资产的金融机构同时面临资产价值的减记。这一方面会加大质押回购再融资的难度，另一方面资产减值会侵蚀利润，影响企业的日常经营。例如雷曼兄弟，其在 08 年二季度亏损 27.7 亿美元，三季度亏损额扩大至 39.3 亿美元，最终股价大幅下跌，公司陷入破产。

图6 次贷危机期间货币利率大幅上升（%）



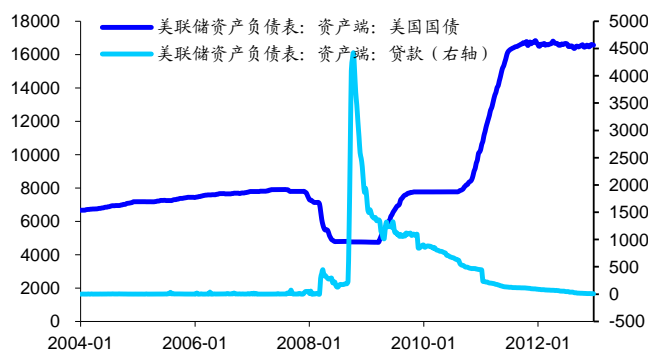
资料来源：Wind，海通证券研究所

为了缓解次贷危机中的流动性压力，美国政府从两方面入手实施救助和改革措施。**首先在常规的货币政策方面**，美联储采用降息、扩大公开市场操作规模等策略为市场提供流动性。其中美联储在 08 年连续 7 次下调基准利率，至 08 年 12 月时基准利率仅为 0.25%。而美联储公开市场操作规模也出现明显上升，并且用购买国债、MBS 等资产的方式为市场注入流动性。

除了常规的货币政策之外，美联储在次贷危机期间还出台了一些货币政策的创新工具。包括：**1）针对货币基金市场的政策工具**。由于美国货币基金是货币市场重要的逆回购方，次贷危机中货基遭遇赎回压力，导致货币市场的流动性迅速枯竭。为此，美联储出台了一系列政策工具，包括资产支持的商业票据货币市场共同基金流动性工具（ABCP MMMF）、货币市场投资者融资工具 MMIFF、商业票据融资工具（CPFF）。前者是用于支持银行等机构从货基手中购买资产支持商业票据，用以缓解货基遭遇赎回后的资产抛售压力。后两者则是向 SPV 公司提供融资支持，用以购买货币市场的融资工具，包括大额存单、商业票据等，缓解流动性压力，增强市场信心。

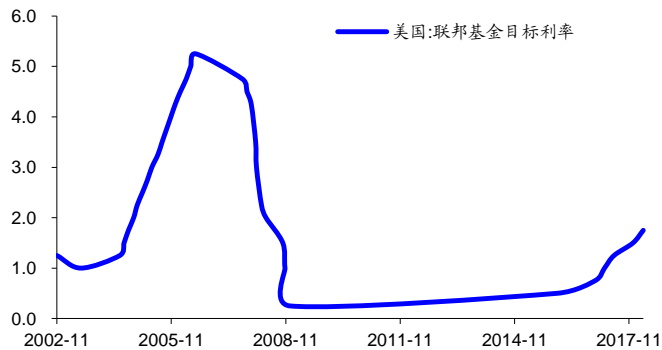
2）一级交易商信贷便利（PDCF），其原理类似于我国的 SLF，主要是向一级交易商提供融资支持，美联储作为最终贷款人为面临危机的机构提供流动性支持。**3）定期证券借贷工具（TSLF）**，即允许一级交易商以一般债券作为抵押，借入美国国债，提高金融机构的抵押品质量。**4）期限拍卖融资便利（TAF）**，是一种通过招标拍卖方式向合格的存款类金融机构日工贷款融资的工具，用以提供较长期限的资金支持。

图7 美联储持有的美国国债和贷款规模（亿美元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 美国联邦基金目标利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 危机后的回购市场改革

而在次贷危机之后，美联储成立了专门的改革小组，着手对回购市场，尤其是三方回购市场进行改革。根据其发布的《三方回购市场基础设施改革白皮书》，改革的内容主要包括三个方面：

1）限制每日松绑机制的规模，降低日内风险敞口。每日松绑机制是导致危机期间金融市场流动性快速枯竭的重要原因，危机后美联储着手限制每日松绑机制，包括将松绑时间从早晨调至中午、将第三方中介机构对正回购方的日内授信规模纳入风险资本计提的范围等，最终的目的是要“彻底消除日内授信”。根据纽约联储的工作报告，截至15年6月，日内授信的三方回购交易量所占份额从2012年的100%大幅下降至目前的3%-5%左右，基本完成了初始目标。

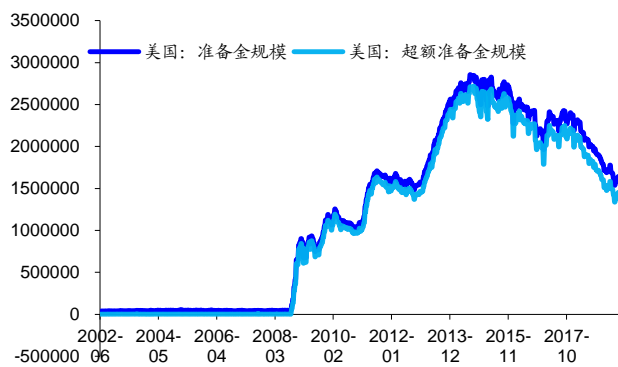
2）健全信息披露机制，增强市场透明度。目前美联储会每月发布三方回购市场的公开报告，内容包括市场规模、投资者集中度、保证金水平等，使投资者能够及时跟踪回购市场的情况。并且还推出了TGCR、BGCR、SOFR三个利率指标，使回购市场利率更加公开化。此外，三方回购的流程也更加规范，回购协议与三方服务协议需同时签订，改变了原有的先签回购协议再签服务协议的模式。

3）对抵押品折扣率的确定和管理进行改进。一方面是对折扣率的计算更加精细化，除考虑债券评级、价格走势等因素外，还要对担保金进行动态监测，确定与市场风险相匹配的折扣率水平。另一方面是加强折扣率的常态化管理，减弱其顺周期性，也能达到降低风险的效果。此外，逆回购方还应针对正回购方的信用状况和担保品情况建立应急预案，计提担保品损失准备金，最大程度降低担保品价格波动引发的风险。

2.3 危机后利率调控机制的变化

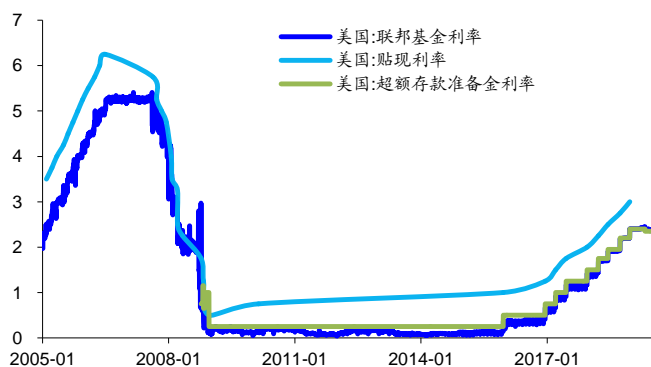
上一节中我们提到，次贷危机中美联储出台了一系列的货币政策工具，多维度的为市场提供流动性。而这些政策导致短期内银行存放在美联储的超额准备金规模从08年8月时的20亿美元左右，飙升至10月份的3000亿美元。超额准备金规模的急增压低了货币市场的利率，使其逼近目标下限；而面对庞大的超额准备金规模，美联储的公开市场操作也很难起到精准调控的效果。为此，美联储的利率调控机制开始从传统的数量型操作，转向利率走廊的价格型调控。

图9 美国的准备金和超额准备金规模 (百万美元)



资料来源：纽约联储，海通证券研究所

图10 美国的利率走廊 (%)



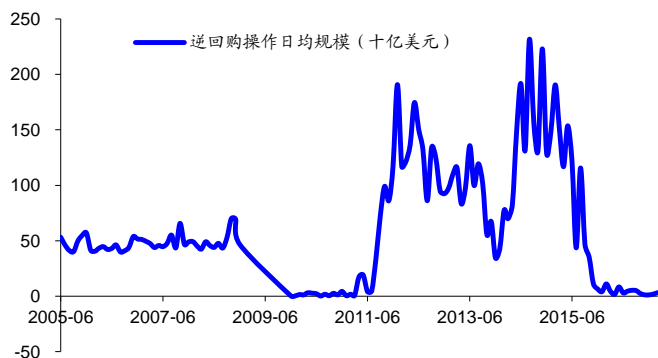
资料来源：纽约联储，海通证券研究所

美联储于2008年10月提前实施原本将在2011年才落地的为准备金付息的政策，原本的计划是以超额准备金利率（IOER）作为利率下限，再贴现利率作为利率上限。但由于联邦基金市场中的政府支持企业（如房地美、房利美等）无法获得准备金利息，因此这些机构倾向于将资金拆借给银行，再由银行存入美联储获得准备金利息。在这样的套利体系下，准备金利率反而成为了联邦基金利率的上限，原本的利率走廊机制就缺少了实际的下限。

之后美联储在2013年推出隔夜逆回购协议（ON RRP），将ON RRP利率当作利率走廊下限。具体来说，美联储每天都以固定利率来进行大规模的隔夜逆回购操作，而如果逆回购的利率高于其他货币市场利率，金融机构会更倾向于参与美联储的逆回购交易，从而将其他货币市场利率抬升至逆回购利率之上，逆回购利率也实质性的发挥了利率走廊下限的效果。

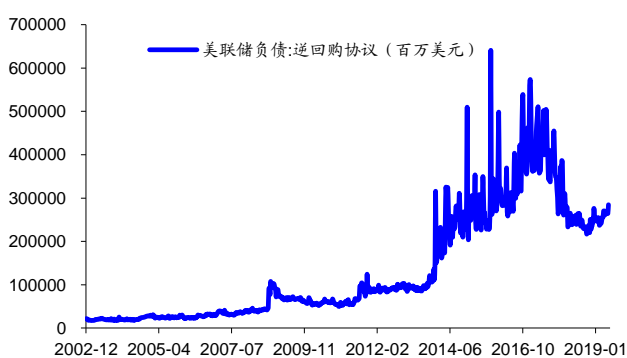
而要达到这一目的，ON RRP操作要具备两个特点，一是规模大，可以最大程度的满足机构的资金需求。从13年9月至17年之间，ON RRP的日均交易量在1100亿美元左右，明显超过此前的公开市场操作规模。而截止到17年底时，美联储资产负债表中逆回购的总规模接近4000亿美元，是13年初的4倍。二是范围广，可以最大程度的覆盖主流的市场机构，加强公开市场操作的调控效果。美联储ON RRP操作的对手方不仅包括银行，也包括货币基金、券商等非银机构，因此ON RRP还承担了美联储调控非银机构流动性的作用。

图11 美国逆回购操作的日均规模



资料来源：纽约联储，海通证券研究所

图12 美联储资产负债表中逆回购协议规模



资料来源：纽约联储，海通证券研究所

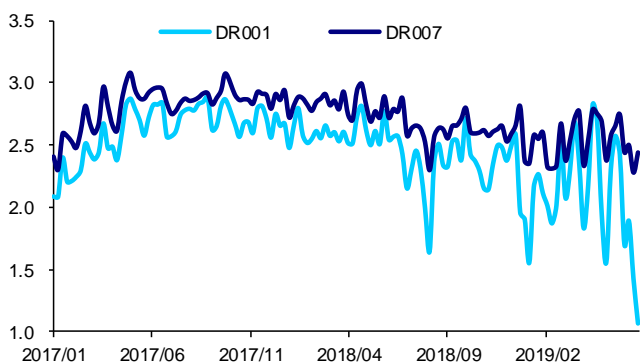
3. 对我国有何启示？

1) 利率调控方面，要更加重视非银机构的流动性问题。美国在次贷危机中出台了一系列货币政策工具，除救助银行外，还重点扶持货币基金、投资银行等非银机构，稳定全市场的流动性预期。美联储在之后的公开市场操作中进一步扩大了交易对手方，将投资银行、券商及货币市场基金等非银机构也纳入操作范围。这就使美联储的公开市场操作可以同时惠及银行和非银机构，避免了出现流动性的分层现象。

相比之下，我国目前的公开市场操作对手方范围较窄，目前的 49 家一级交易商中，基本以银行为主，仅有中信证券、中金公司和中债增信三家非银机构。这就导致我国货币市场的流动始终存在分层现象，即资金沿着“央行——大型银行——中小型银行——非银”的链条层层渗透。而这样的层层渗透机制是较为脆弱的，一旦出现风险事件，机构之间的信任链条打破，就会出现流动性的阻隔。即使总量上流动性非常宽裕，资金利率下行，但链条下层的中小行和非银依然会遭遇资金的结构紧张，并且一旦出现这种情况，央行的总量操作工具也会失效。

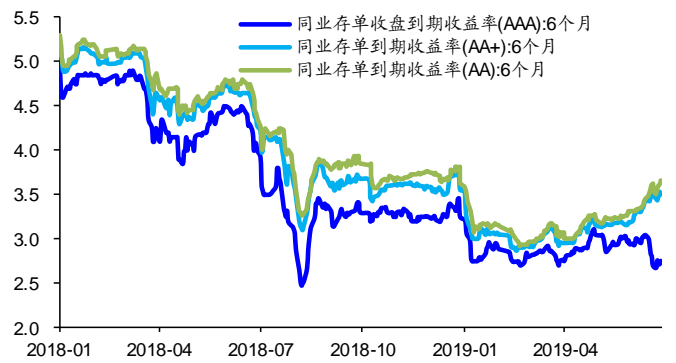
包商事件以来，央行频繁通过公开市场操作投放货币，流动性异常宽松，隔夜质押回购利率一度跌至 1% 以内，但部分非银机构依然面临流动性压力。而央行近期的政策也逐渐向非银倾斜，包括提高头部券商的短融余额上限，对其发行金融债进行松绑等。参考美国的经验，未来央行的货币政策调控若要更加精准有效，或可以考虑扩大一级交易商的覆盖范围，尤其要重视货币基金和券商行业的头部机构，弱化银行与非银之间的流动性断层现象。

图13 DR001 和 DR007 下行 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 同业存单利差走阔 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

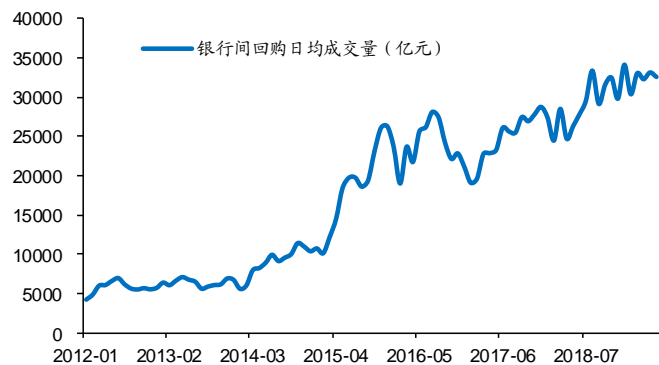
2) 回购市场方面，可进一步发展三方回购的交易模式。美国次贷危机的经历和之后的改革方向，都为我国引入三方回购市场提供了思路。回购市场是目前我国最主要的货币交易市场，尤其是承担了链接银行和非银流动性链条的作用。但我国回购交易仍存在以下两个问题：

首先是银行间回购交易的占比依然较高，19 年以来银行间回购交易的日均成交量在 3.3 万亿左右，交易所的日均成交量在 9500 亿左右，银行间回购交易的占比接近 80%。而银行间回购仍是传统的双边回购，即线下交易、一对一磋商、无统一的折算率和质押品管理机构等。这种交易模式会增加回购交易的成本、且灵活性较差。并且对于部分信评能力和担保品管理能力不够的逆回购方来说，会更加重视交易对手的资质，出现流动性问题时就会“一刀切”，加剧非银等中小机构的融资压力。

其次交易所回购的模式也存在一定缺陷。目前我国交易所的回购模式类似于美国的一般担保品回购（GCF REPO），即由中证登作为中央对手方，实行担保品的统一折算和统一管理，相对于银行间回购交易更加标准化。但一般担保品回购模式存在一个较为明显的缺陷，就是中央对手方承担了较大的信用风险，在出现突发事件时，可能会由于中央对手方的风险敞口引发市场的流动性危机。实际上美国一般担保品回购市场的发展近几年也出现了放缓，其在美国货币市场中的交易占比持续回落，目前交易量仅占回购市场交易量的 3% 左右，或也与这一缺陷有关。

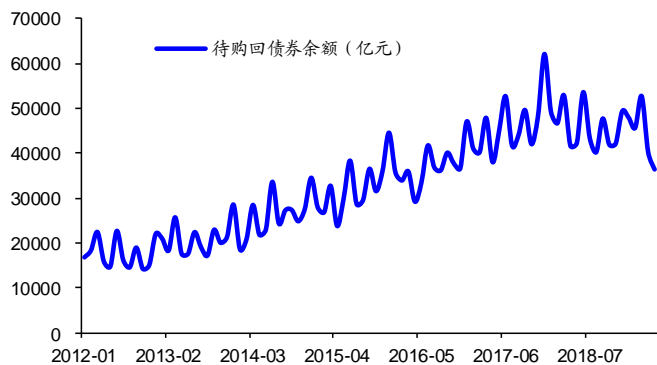
相比之下，美国的传统三方回购交易模式更值得借鉴，即由中介机构负责抵押品的统一托管、逐日跟踪、交易结算、以及实时估值和违约处置，但不承担交易风险。这样可以降低回购交易的成本和中小机构的融资压力、使质押券配置更加灵活、并且能降低第三方机构的风险敞口。目前交易所已经推出了三方回购交易，但成交量较小，未来这一模式或有较大的推广空间。

图15 我国银行间回购日均成交量（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 我国银行间待回购债券余额（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦(021)232154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桂 0755-82900465 wjs11852@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石 坚(010)58067942 sj11855@htsec.com			煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com			电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com			计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁 立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com			通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张 弋 01050949962 zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 zqz11650@htsec.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com			交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com 联系人 李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com			纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com			机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com			钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘 璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf11225@htsec.com			农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com			食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒晖 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com			银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com			社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com			造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com			

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏舍 gbh11537@htsec.com			上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com			北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜 飞 df12021@htsec.com 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 何 嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李 婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
--	--	--	--	--	--	---

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com