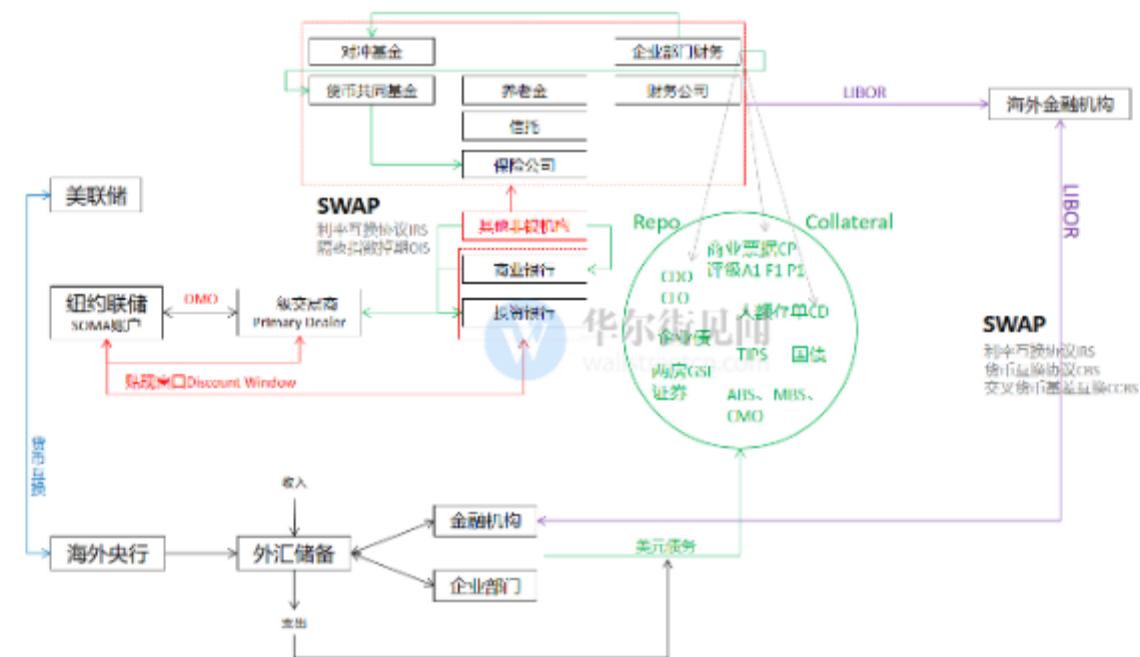


尽量用比较容易理解的方式给大家简单地解构一下，然后在这个框架下去解释一下当下美联储的应对方式、08年的金融危机和现在经济危机引发的流动性紧张，包括怎么去看我们经常用到的这些数据，新闻怎么去理解等等。

首先，这边我帮大家简单做了一张图，美联储的整个运作机制、公开市场操作的运作机制在这个框架里就比较清楚。



一般来讲，美联储委托纽约联储在SOMA公开市场操作这个账户来完成几个动作，第一个动作就是传统中说的OMO，就是公开市场操作。这下面首先要有一个做市商，也就是一级交易商，对应的机构包括投资银行、商业银行和非银机构。我把非银机构给大家划分出来了三类，第一类是hedge fund（对冲基金）和共同基金（mutual fund），第二类是养老金、信托、保险公司，第三类是财务公司和一些企业部门。这些非银机构再加上商业银行和投资银行，也就是commercial bank和investment bank，就是一级交易商的分类。在这个过程中，贴现窗口主要是为商业银行做服务的，提供一个应急性的通道。

一级交易商里边的差不多20多家商业银行、投资银行和非银机构是根据条件挑出来的优等生，**可以承担做市业务，可以直接跟纽约联储去进行沟通**，可以简单理解为它们班干部，其它普通的商业银行、投资银行和非银机构是小组成员，纽约联储是班主任。班主任更多的是跟班干部沟通，班干部去跟各个组员进行沟通，各个组员之间完成相对应的业务。

抵押品资产包是另外一个东西。**这些金融机构持有的资产大概是什么？**我这边给大家罗列了一下，传统中最多的的是债券、大额存单、通胀保值债券、企业发行的债券、企业发行的商业票据、金融机构发行的商业票据，还有一些是把企业债打包以后生成的CDO或者CLO这样的资产包，然后还有一些房贷，就是好多商业银行做的、之前出过事情的ABS、MBS，然后还有一些两房GSE证券等等，这些统称为叫合格抵押品。就是说金融机构可以通过这些资产的抵押来进行流动性的互换、补偿等等。**这个过程就叫抵押回购。你把东西给我，然后隔夜或者过一段时间把这东西赎走，这就叫正常的回购。**

各大金融机构之间可以进行头寸的调换，比如说今天你的钱多了，他的钱少了，ok，那你把抵押品给我，你做一个回购协议，回头你再把东西拿走，这样就叫内部之间的流动性，我们可以跟“班干部”之间做，我们彼此之间也可以做。正常状态下你可以自己去完成的你就自己去做，当“班干部”发现流动性特别紧张的时候，**纽约联储的公开市场操作就相当于最后的央妈放水**，其实就是这个意思。

回购东西给你、你把钱给我，这可以理解成以抵押的方式进行融资。还有另外一些融资方式叫衍生化，这里衍生出了一些互换协议，这些互换协议包括了一些利率互换，比如说我头寸不想动，只想把固定利率、浮动利率做一个判断；或者说我做一个隔夜的指数调期来做互换协议，其实原则上来讲都是帮助这些抵押品去进行重构的，包括在利率上进行重构。它本质上来讲是一个方便性的工具。我可以不动用这个工具，你把东西给我，我把钱给你。如果我想东西不动，只对冲利率风险，那我可以做利率互换协议等等，这就是传统的和通过衍生品融资的过程。

下面说说海外市场。美国境内的金融机构持有的这些资产，不单是包含美国国债，或者美国境内的企业、财务公司发行的债券，**只要是美元计价的资产原则上来讲都可以持有。**比如说海外的**公司发行的美元债务或者海外公司的美元计价的企业债、商业票据等等都可以纳进美国的金**

融机构的资产负债表里。当然了，美债可能也存在在海外的金融机构的表里，这都是一一对应的。

我们通过这张图做了一个相对应的离岸的概念。传统中所说的 LIBOR 实际上就是指各家金融机构调动资金的互相拆借，它是一个无抵押品的隔夜拆借，叫伦敦银行间的拆借利率，你可以简单把它理解成海外金融机构拆借的这样的水平。事实上 LIBOR 的功能在大幅度减弱，目前衍生品互换协议用得比较多了，所以说我们会密切关注各种互换之间的关系。

海外的央行也存在这样的公开市场操作，也存在金融机构、企业部门等等。美元的储备效应就体现在这。海外央行有一个外汇储备，通过收入——包括资本项目流入，经常项目下的顺差流入等等形成外汇储备。外汇储备还有支付的功能，支付的功能除了在经常项目下的支付以外，很大程度上还有应对资本项目下的流动，包括债务的清偿等等。所以这个非常关键，就是说你的美元的储备来应对你对应的美元债务、美元的流出、债务的清偿、资本的流动等等。这就诞生了央行和央行之间的货币互换协议，互换协议是来保证什么呢？我们知道，当海外整体美元流动性大幅度削减的时候，金融机构大规模出现资本外流的时候，外汇储备消耗过快会影响到汇率。如果各国央行采取类似于 97 年那种大规模的抛外储的方式，就会越抛信心越小，外汇越流出，所以后来诞生了央行和央行之间的这种协作关系，这样你就可以拿本币做抵押跟美联储去做货币互换，你只要签这个货币互换就可以迅速补充手上的美元，不用去越抛-越跌-越抛。这个时候你的资金流动性去应对美元债务的清偿就可以了。有点类似于以前的国际货币基金组织提供资金去救助，只不过那个过程太过于复杂，所以为了预防流动性紧张，各国就会签署这样的流动性关系协议。

到这儿我们就大概地解释了一下这个框架。那这里面的流动性数据，就应该大概知道要看什么。比如可以通过看这些不同工具之间的利差去评估相对应的流动性关系，因为正常情况下，不同工具之间的利差相对来讲是比较平稳的。LIBOR 目前在慢慢淡化，贴现窗口的功能也在慢慢地淡化，强化了回购的职能，但不管它怎么变，这些工具之间正常来讲应该有个合理的利差水平。可能偶尔地收紧，也只是反映工具之间的差异。但是如果出现大幅度的工具之间的积差的话，实际上反映的就是某个地方的流动性肯定出现了问题。这就是我们经常用的，比如说 LIBOR 减 OIS 隔夜指数掉期，或者去看 IRS 的变动等等，这些都是反映流动性的指标。

讲到这里以后，你的头脑中已经有了这样的一个金融框架，那我们来看看核心的问题，就是说2008年和现在的这些问题究竟出在什么地方？

—— END ——

(戳) 不错哟！我要订阅《付鹏说》



《付鹏说》~见识社区~



付鹏的财经世界

“交易桌前看天下，付鹏说来评财经”~感谢大家订阅《付鹏说》语音，听我聊聊一些有意思的事情，发散思维评说财经，欢迎大家在社区里多多交流。



华尔街见闻
wallstreetcn.com

猜你喜欢



交易危机化解启示录
如何克服恐惧和贪婪？

¥9.90/起 原价9.9元 173 人在学



投资第一导师：美联储
回归宏观经济学核心理念，助你做独立的判断

¥19.90/起 原价19.9 105 人在学



外滩商学院：阿次管理百课

100天迈向管人高手

¥99.00/起

36 人在学



干货帮：12堂超级搜索术

快速找到你想要的海量信息资源

¥99.00/起

44 人在学