



# 美联储CMBS购买计划如何影响市场？

## Federal Reserve Agency CMBS Purchases

朴伍君 朱莉娅·古尼 刘浩洋

3月23日，纽约联邦储备银行的公开市场交易台（The Desk）在FOMC的指导下，发起了购买政府机构商业抵押贷款支持证券（Agency CMBS）的计划，以支持该市场的平稳运行。对此，以下描述了推出购买计划前市场恶化情况，以及自购买计划开始以来公开市场交易台如何进行操作以及市场改善情况。

### 政府机构CMBS市场

政府机构CMBS主要是多户住宅物业的证券化，通常是公寓楼或具有五个或更多出租单元的综合楼。多户住宅在美国住宅市场中占有很大比例，为美国4 400万出租家庭中的约一半提供住房。与通常由房

主所有的单户住宅相反，多户住宅通常由个人或公司作为投资所有。多户住宅所有者通常借钱购买房产或对现有抵押贷款进行再融资，依靠房客租金和相关收入来偿还抵押贷款。

与更大的支持单户住房市场房东融资的政府机构MBS市场类似，政府机构CMBS市场通过允许贷款银行向政府机构（房利美Fannie Mae，房地美Freddie Mac和吉利美Ginnie Mae）出售抵押贷款来促进多户房产抵押贷款。这些政府机构再将抵押贷款打包为证券，并担保证券的本金和利息。经纪商再将证券出售给银行、资产管理公司等投资者。

截至目前，政府机构CMBS的未偿还

朴伍君（Woojung Park）系美联储纽约银行市场部高级经理；朱莉娅·古尼（Julia Gouny）系美联储纽约银行市场部官员；刘浩洋（音译，Haoyang Liu）系美联储纽约银行研究与统计部经济学家。文章来自NYFed Liberty Street Economics Blog，链接为 <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/07/federal-reserve-agency-cmbs-purchases.html>。杜浩铭编译。



总额约为7 500亿美元，占1.6万亿美元未偿还多户抵押债务总额的47%（剩余部分是通过非政府机构CMBS市场和金融机构提供的无抵押贷款筹集的）。过去十年中，与政府机构多户住宅贷款项目一起，政府机构CMBS市场从2010年约1 300亿美元开始快速增长。主要的政府机构多户CMBS证券化计划包括房利美的代理承销服务（DUS），房地美的K系列和吉利美的项目贷款。

## 市场环境恶化

2020年3月，新冠肺炎疫情爆发带来罕见的金融市场压力，政府机构CMBS市场环境显著恶化。新冠疫情对经济发展带来的不确定性导致市场对风险资产的抛售，市场流动性持续恶化。政府机构CMBS与掉期曲线的收益率利差显著扩大，政府机构CMBS的平均利差从2月中旬的约55个基点扩大至3月20日的约120个基点。利差的扩大导致杠杆资金抛售资产，并降低流动性。在这种市场环境下，作为政府机构CMBS主要中介机构的经纪商，也寻求降低风险，从而使市场流动性进一步恶化。机构CMBS的发行停滞不前，威胁着对多户住宅的信贷供应。

## 美联储购买计划

从3月27日开始的公开市场交易台购买计划是根据《美国联邦储备法》第14条

获得授权。该条款，允许其购买由美国政府机构提供全额担保的证券。购买计划覆盖三个主要领域：房利美DUS、房地美K系列和吉利美项目贷款，并重点支持上述领域中的基准型品种，旨在改善市场关键部分的流动性，以期更广泛地传播市场中其他领域。购买计划采取定期操作，并向一定范围内的一级交易商寻求竞争性报价。报价的评估根据计算得到公允价值估值。购买计划的条款以及常见问题解答可在公开网站查询。

截至7月14日，公开市场交易台已通过24次操作，购买了93亿美元的政府机构CMBS，最近几周的购买速度有所放缓。截至目前，公开市场交易台购买规模在整个政府机构CMBS市场占比较小，占比约为1%。美联储目前持有的机构CMBS也集中在市场承受较大压力的区域。现有持仓中，房利美DUS占比约70%，吉利美项目贷款占比约20%，其余下为房地美K系列，占比约10%。相比之下，政府机构CMBS市场的组成为，房利美DUS约为45%，房地美K系列约为40%，吉利美项目贷款约为15%。

## 评估政府机构CMBS市场运行情况

市场运行好坏影响着购买计划的执行速度。用于评估市场运行的一系列衡量指标表明，自3月以来，整个政府机构CMBS市场情况得到显著改善。在市场承压最大



的时期，公开市场交易平台购买规模相对较大。但随着市场逐步恢复，购买量同步下降。具体分析如下：

首先，自公开市场交易平台操作开始以来，政府机构CMBS市场的价差已大幅收缩。政府机构CMBS的平均价差从3月中旬的约120个基点收窄至7月中旬的约60个基点。此外，新发行证券的价格也证明市场对这些证券的需求强劲。

其次，以买卖价差衡量的市场流动性已大幅改善。选定的交易商收集的买入/卖出价差样本表明，房利美和房地美的证券已恢复2月的水平。

再次，政府机构CMBS的发行于4月恢复，支持多户住宅信贷恢复。当然，房利美和房地美今年以来的发行量仍低于去年同期。

最后，购买计划本身的执行近况也表明政府机构CMBS的销售压力已经大幅缓解。在购买计划操作中，提交的要约总量

和有竞争力价格的要约份额均有所减少，导致购买规模下降。而在最初几次操作中，市场提交的要约总量远超过当次购买限额，特别是对于房利美和吉利美证券而言。此外，此前的要约价格与公允市场价格相比具有竞争力，表现出较强的出售证券的意愿。由于近期报价竞争力的下降，购买规模持续下降。尽管目前的采购规模较小，但市场成员建议维持现有机制，为未来的潜在冲击提供支持。

## 结论

政府机构CMBS市场在2020年3月份受到严重影响。而市场化手段和公开市场交易平台操作均对市场环境的恢复发挥了重要作用。结果，尽管近几个月来购买计划出现的频率和购买规模有所下降，但机制的存在持续维护着CMBS市场的稳定。[N]

学术编辑：曾一巳

