



货币政策收紧背景下的 美国国债流动性

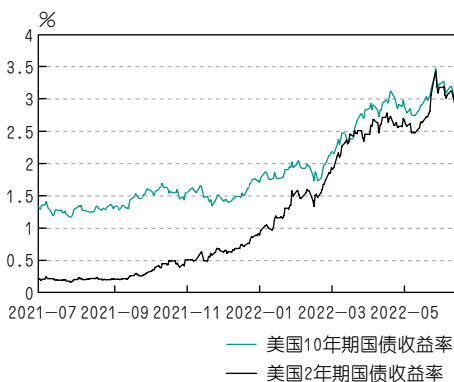
An Analysis of US Treasury Liquidity During a Tightening Cycle

汪献华

美联储加息缩表令美债收益率快速走高

目前，受新冠疫情冲击，全球供应链仍未从脆弱的状态中恢复过来，俄乌局势紧张又加剧了能源和粮食等大宗商品价格的快速上涨，美国的通胀前景不容乐观。由于目前美国劳动力市场处于供不应求的状态，劳动力缺口较大，美联储开始强力收紧2020年以来的宽松货币政策，非常规性地快速大幅加息，并开始快速收缩资产负债表，以期能抑制通胀。但短期看，通胀快速改善的前景不容乐观，美联储面临较大的压力。从2021年中开始，美国国债收益率便进入快速上行通道（图1），截至2022年6月中旬，10年期美债较2021年

已上行210bps，2年期上行320bps，曲线极度平坦化，反映了市场对未来美联储加息的激进预期。



数据来源：彭博。

图1 美国国债收益率走势

作者系浦银安盛基金管理有限公司副总经理。

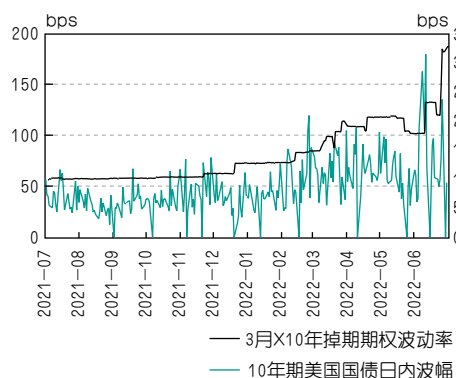


美国国债流动性随市场波动恶化

地缘政治事件、激进的货币政策调整，都加剧了美国国债市场的波动性（图2）。无论是国债日内波幅（已实现波动率）还是期权市场隐含波动率都呈现明显的攀升态势。与收益率曲线相似，波动率曲面也呈现短高长低的倒挂状态，体现市场对短期货币政策不确定性的担忧高过中长期。美国国债是典型的避险资产，流动性较好，但在经济向好的背景下，组合经理在组合调整过程中也优先减持或做空该资产。此外，金融市场整体流动性也有所下降，也带来较高的波动性。国债收益率攀升，股票市场下挫，大宗商品走高，信用债利差展宽。

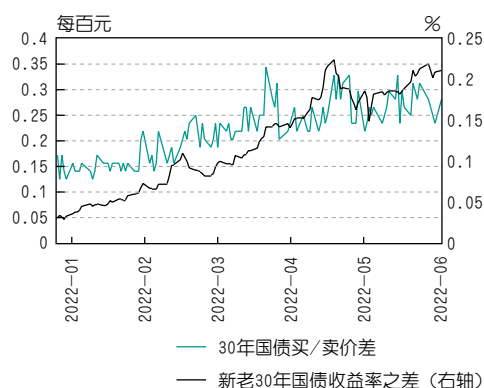
国债收益率快速走高、波动率攀升，是市场做空力量强化的体现。空头的高度

集中导致美国国债市场流动性显著恶化（图3）。这主要体现在：一是长端国债（10年期以上）市场深度变浅，买卖价差拉宽，已接近2020年3月流动性危机时期，做市商对新券的报价日趋保守；二是老券（off the run）较新券（on the run）显著折价，做市商对老券的报价更加谨慎，对冲成本更高；三是国债做市商交割失败量显著增加（图4），该指标也已接近2020年3月流动性危机水平。美联储副主席布雷纳德和证监会主席根斯勒最近均表示，美国国债市场目前的中介功能显著下降。考虑到国债是各类资产的定价基准，其流动性恶化不仅会增加债券市场的波动性，其他资本市场和商品市场也会受到冲击不容小视，应加强监管协调解决该问题，美联储2022年金融稳定报告也提及该问题。



数据来源：彭博。

图2 美国国债波动率情况



数据来源：彭博。

图3 美国30年期国债买卖价差拉宽

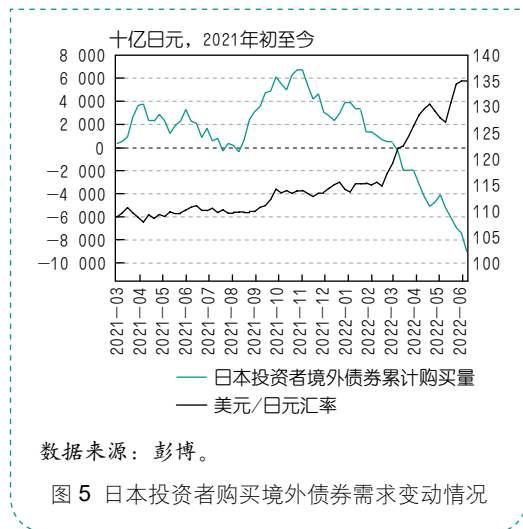


美国国债流动性恶化的原因

乐观的经济前景和恶化的通胀等宏观因素是根本原因。由于目前通胀高企，美联储没有保留宽松货币政策的空间，只能采取激进的加息和缩表策略影响需求端，以期通过资本市场的调整和财富萎缩效应抑制企业扩张和个人消费；但在供应端，新冠疫情仍在持续，俄乌冲突导致的地缘政治紧张和逆全球化过程，都令供应链短期无法恢复，因此通胀前景存在很大的不确定性。

基于对经济前景的一致预期，大多数投资者都选择大幅抛售美债或通过衍生品对冲利率风险。一是海外投资者大幅减持。美债最大的买家日本央行和投资者

2022年以来处于持续减持状态（日元大幅贬值，日本投资者经汇率对冲后的美债投资收益率没有相对优势，图5），直至最近美国10年期国债收益率攀升至3%以上后才逐步小幅买入。另外，中国外汇局的美债持仓量也呈下降态势。二是对美联储缩表的担忧。2022年5月美联储会议表示，将在3个月内将每月缩表规模增加至1 000亿美元，速度远快于上一轮2014年开始的加息周期，这会快速向市场净增加国债供应，原本美联储购买并持有的份额需要由市场商业机构承接，供给压力陡增。三是企业债发行对冲和抵押债（MBS）凸性对冲雪上加霜。一方面今年以来美国企业为锁定成本加速发债，企业债通常为固息债券，投资者需要做空国债对冲；另一方



① 交付失败量：债券做市商卖出交易的交割失败金额；交收失败量：债券做市商买入交易的交割失败金额。



面美国的住房抵押贷款是固定利率贷款且贷款人拥有再融资或提前偿还的权利，在利率走高时（图6），提前偿还会放缓，以此为标的的抵押债久期会延长（负凸性），抵押债投资者（服务商、政策性银行为主）需要做空更多国债对冲头寸，加剧空头力量。

市场的微观结构和监管约束制约了做市商的中介能力。美国国债市场是传统的场外市场，投资者主要通过做市商买卖，不会互相交易，做市商的报价能力和意愿严重影响债券流动性。债券做市商通常是证券公司，包括大型银行下设的券商子公司（例如美国银行子公司美林证券）。为了集约化管理风险，做市商内部一般按照风险类型设置不同交易台（图7），例如利率、信用、股票、衍生品以及货币回购台、销售台等，由专门的交易员管理。

当客户希望卖出国债（或支付利率互换、做空国债期货）时，不管是新券还是老券，销售将头寸交给交易员，交易员报买入价（bid），并面临两种选择：一是要求销售或经纪商尽快寻找客户将国债卖出，释放头寸；二是迅速对冲，争取久期中性。若销售能力较弱或客户卖出意愿强烈且集中，交易员短时期内无法释放头寸，只能选择对冲操作。经典的对冲操作是卖出最新的流动性最好的新券，若整个市场卖压沉重，不同做市商都会疯抢最新券对冲，同时将流动性较差的老券买卖报价拉宽，保护自己，新老券流动性恶化。更加致命的是，债券交易员并不负责债券交割，这就需要货币回购台通过回购交易帮助其融入国债用以交割，而回购交易是有成本的，且回购交易占用做市商的资产负债表。

2008年全球金融危机后，巴塞尔III协议实施，银行集团需满足各类监管指标，其中包括补充杠杆率（SLR，资本与资产负债表之比，不进行风险加权，即使是无风险国债和回购也要计入）。补充杠杆率和资本约束下，做市商（银行集团内）不能无限制地通过回购融入国债，因此，当市场方向高度一致，客户普遍卖出国债或开展衍生品对冲时，做市商会面临资产负债表不足问题，这会严重制约做市商的做市报价能力，其市场中介功能快速萎缩。这也是目前美国国债市场流动性面临的重

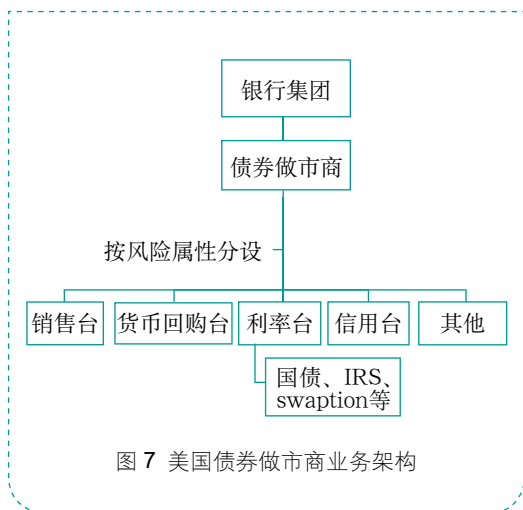


图7 美国债券做市商业架构

要的微观结构障碍。

目前，亟须多重举措恢复市场功能提高美国国债流动性。从流动性恶化的成因看，需要美联储、美国财政部等监管和政府部门协助，提振做市商意愿，改善市场预期，以便恢复美国国债市场运转有效性，包括但不限于：美联储的政策支撑；美国财政部的融资计划调整；监管政策调整；制造多元化的市场预期。

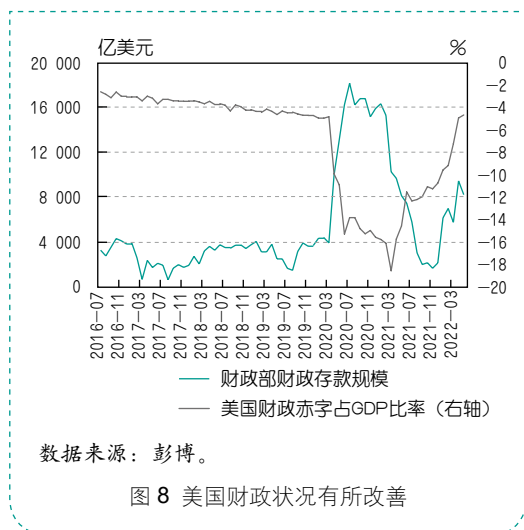
美联储可在需求端调整政策结构改善国债流动性

美联储政策调整空间很大，在不破坏收紧政策前提下，通过细节调整、改善流动性：一是抵押债（MBS）本金提前偿还部分再投资由抵押债改为国债，进行结构微调，增加国债的需求，目前联储持有的抵押债每月本金偿还约200

亿—300亿美元，可最终实现其资产负债表上国债比例的倾斜，这也符合联储的政策基调。当然这会恶化抵押债流动性状况，但与国债相比影响较小。二是调整国债再投资的期限结构，与做市商加强沟通，选较为特殊的期限加大购买力度，减少新券的购买量、优先购买老券，在老券中优先选择流动性较差的债券。这些政策微调在技术上并没有难度，但可以有效改善市场流动性。

美国财政部可在供应端调整计划改善流动性

全球金融危机后，美国财政部与美联储协调性显著增强，财政政策和货币政策配合愈加密切。过去一年，美国财政状况显著改善（图8），财政部新债拍卖有较大的空间进行调整。一是缩减年度拍卖计划规模。目前看，财政部已经与央行有所协调采取了行动，2022年已连续三月削减发债规模（每月减少70亿—100亿美元不等）。结构上也应优先减少流动性较差期限的国债拍卖，比如20年期国债目前因为流动性不佳收益率较30年还高出10bps左右，违背财政部的原则“以最低的成本进行融资”。二是应考虑积极的回购或提早赎回操作，通过回购可以针对市场状况，有针对性地减少流动性较差债券的流转，增加新债供应提高流动性整体水平。



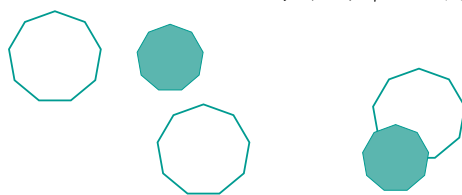
可放松监管政策，强化做市商中介功能、改善流动性

无论是对银行、做市商还是对债券市场基础设施，美国目前仍有很大的监管放松空间。一是改善清算结算体系。根据财政部辖下的金融研究办公室（OFR），目前每天中央清算（FICC）的回购交易规模约1万亿美元，非中央清算约1.3万亿美元。传统回购需要做市商双边交易，资产负债表上体现为两笔交易，中央清算后优势明显，做市商可以净额轧差后退出交

易，释放资产负债表。二是补充杠杆率统计中豁免国债和债券回购。2019年美联储曾采取该措施疏通市场，取得了不错的效果，但2021年3月迫于政治压力豁免到期后未展期。在场外交易模式下，做市商是最重要的市场中介，受制于杠杆率约束做市商束手束脚无法在关键时期承担责任，考虑到国债风险低、基础作用强，应适度予以豁免。三是可拓展常备回购便利的目标范围，除了目前的大型商业银行、券商，可适度放宽至持有国债的大型基金、资管等机构，以便在市场流动性不足时，向央行回购融资、丰富融资渠道，避免大规模国债抛售。

综上，受不同宏观和微观因素影响，目前美国国债市场流动性显著下降，为提高市场流动性，增强做市商中介功能，美联储、财政部等监管机构和政府部门需要做更多工作。^[N]

学术编辑：陈俊君



参考文献：

- [1] 美联储.2022年金融稳定报告[R].2022-05.
- [2] S Hempel,D Kim, R Wermers.Financial Intermediary Funding Constraints and Segmented Markets[R].working paper,Office of Financial Research, Feb.10,2022.
- [3] M Almuzara,A Sbordonc.Inflation Persistence: How Much Is There and Where Is It Coming From?[R]. Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, Ap.20,2022.