

美国国债供需状况扫描

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

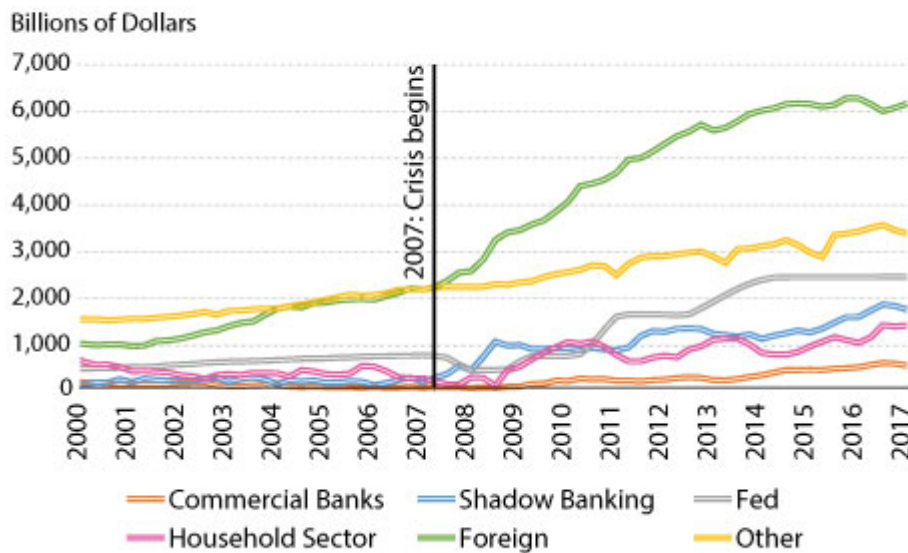
圣路易斯联储近期发布的研究显示，自金融危机以来，美国国债需求增加的原因是多种多样的：危机期间，投资者将投资组合转向美国国债以防范风险；但其他因素如监管，在此后的几年里继续提高了对美国国债的需求。这有助于解释为什么债务供给上涨、而债券价格却上涨。然而，美国国债需求的增速在过去几年有所放缓。如果债务供给继续像预测那样增长，那么利率可能会在继续上升。

在21世纪初，公众持有的美国国债（包括联邦储备系统和私人投资者持有的美国国债）的数量稳定在国内生产总值的35%左右。然而，自2007-08年的金融危机以来，联邦债务大幅增长。截至2017年四季度，公众持有的联邦债务占GDP的75%。

经济理论表明，在其他条件不变、而供给增加时，价格将下降。根据这一逻辑，美国国债供应的大幅增加本应导致债券价格下跌，即债券收益率上升。事实上，恰恰相反的是，美国国债收益率持续大幅下跌，而债券价格上涨。例如，截至2018年2月，10年期名义国债收益率为2.9%，约为2007年中期危机前的一半。经济理论是错误的吗？

不一定。预测中的关键假设所有其他因素不变。事实上，有证据表明，对美国国债的需求在同时增长。即，债券收益率非常低的一种解释是，对联邦债务需求比供给增长更快。那么，美国国债需求上升的原因是什么？

Figure 1
Ownership of U.S. Treasury Securities, 2000-17



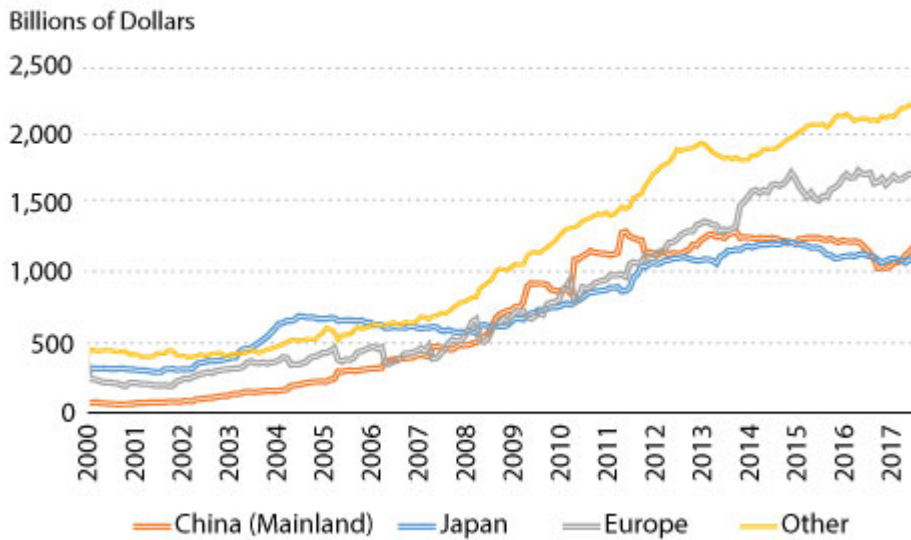
SOURCE: Board of Governors of the Federal Reserve System.

在国内和全球范围中，对美国国债的需求不断增加。如图1所示，自危机开始以来，多个部门的美国国债持有量都出现了飙升。正如人们可能预期的那样，这些增长背后的原因也相当多样化：

安全资产需求

随着金融不稳定的加剧，投资者用高质量、安全的资产来替代高风险资产，即所谓的“安全投资转移”（flight to quality）。人们普遍认为美国国债是世界上最安全的资产之一，因此投资者往往在不确定的时期投资于这些资产。因此，在2007-08年危机期间，随着投资者将投资组合转向安全的国债，国内和国外市场对美国国债的需求都在增加。

Figure 2
Foreign Holders of U.S. Treasury Securities, 2000-17



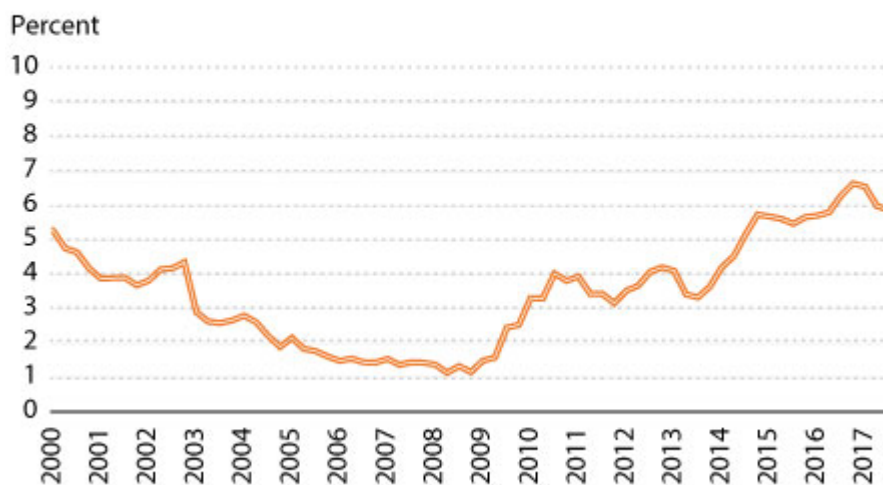
SOURCE: U.S. Department of the Treasury.

随着全球金融状况趋于稳定，安全资产需求对美国国债的需求的影响减弱，但美国国债的安全性可能会继续吸引投资。如图2所示，从2007年开始，欧洲持有的美国国债开始快速增长，即使在危机正式结束后，它们仍在以这样的速度增长。一种可能的解释是，随着2010年欧洲主权债务危机的爆发，投资者持有更多的美国国债作为安全投资转移。

银行监管

自2007-08年金融危机以来，各国政府一直在努力防止此类严重危机再次发生。2010年，《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Act) 美国签署成为法律，其中对商业银行实施了几项新规定。首要的是，它要求银行持有比以前更多的高质量流动资产。美国国债是最安全、流动性最强的资产之一，这使得对那些希望满足其新需求的银行具有吸引力。

Figure 3
Commercial Bank Treasury Security Holdings to Private-sector Loans, 2000-17



SOURCE: Board of Governors of the Federal Reserve System.

如图3所示，在危机之前，商业银行的国债持有占私人贷款的比例一直在下降。然而，部分由于多德-弗兰克法案，自危机爆发以来，银行增持了美国国债，这一比率已经增长了五倍。类似的国际监管规定，如巴塞尔协议III也作出了高质量资本和流动性要求，这会对外国对美国国债的需求产生类似的影响。

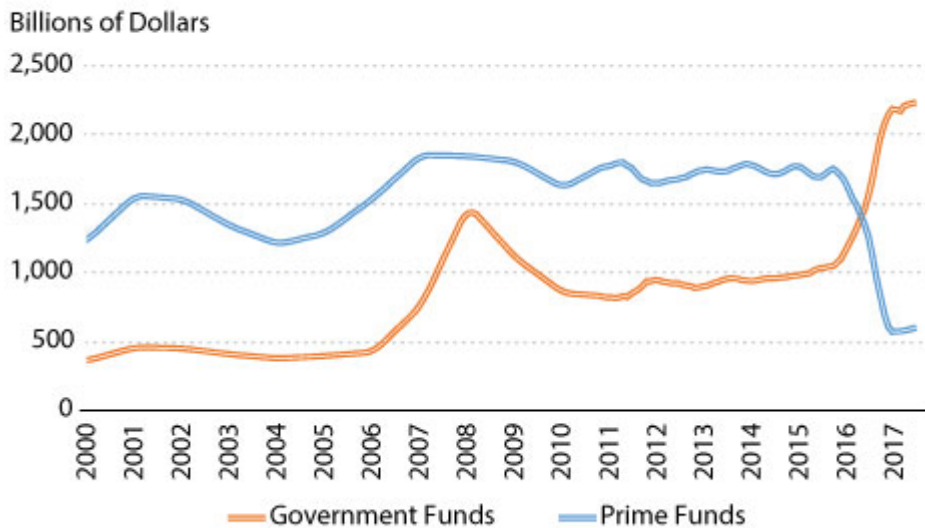
最近的监管行动也使美国国债在所谓的“影子银行”领域颇具吸引力。影子银行的一个组成部分是货币市场基金，它投资于短期债务证券，并将收益传递给股东。“优先”货币市场基金投资于私人货币市场工具，如商业票据和市政债券。自2016年10月起，优先货币市场基金受到了影响份额定价的新规定的约束，这最终使得优先货币市场基金对投资者的吸引力降低。这些新规则导致了“政府”货币市场基金的需求的增加，这类基金仅投资于美国国债，感兴趣不收优先货币市场基金相关规定的约束。如图4所示，投资者已经用政府货币市场基金投资取代了优先货币市场基金投资，这间接提高了对国债的需求。

经济意义

如果对美国国债的需求放缓而供给持续增长，可能会发生什么？根据美国国会预算办公室(CBO)的预测，如果没有改变现行法律，联邦债务到2027年将超过GDP的90%。换句话说，美国国债供应预计将继续增加。如果出现这种情况，并且对美国国债的需求不变或下降，它将推动债券价格下降和债券收益率上升。

一些证据表明，对美国国债的需求的增长已经开始疲软。回到图1和图2，外国持有量自2014年以来基本不变或略有下降，主要是因为日本和中国在坚持。同样，监管和政策变化（如多德弗兰克法案和新的货币市场基金规则）可能只会短暂影响对美国国债的需求。例如，如图3，自2014年以来，商业银行的国债持有占私人贷款的比例增速开始下降，或者如图4，政府货币市场基金投资增速自2017年开始放缓。

Figure 4
U.S. Money Market Fund Holdings by Fund Type, 2000-17



SOURCE: Board of Governors of the Federal Reserve System.

或许最重要的是，近年来债券收益率开始上升。10年期美国国债目前的收益率为2.9%，尽管与危机前的水平相比仍然较低，但是从2015年1月的1.9%上升到现在的水平，这表明价格确实下跌了。

结论

自2007-08年金融危机以来，美国国债需求增加的原因是多种多样的：危机期间，投资者将投资组合转向美国国债以防范风险；但其他因素如监管，在此后的几年里继续提高了对美国国债的需求。因此，无论是在国内还是在国外，美国国债对投资者的吸引力都越来越大，这有助于解释为什么债务供给上涨、而债券价格却上涨。然而，美国国债需求的增速似乎在过去几年有所放缓。如果债务供给继续像预测那样增长，那么利率可能会在近期上升。

来源: <https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2018/03/09/on-the-supply-of-and-dem-and-for-u-s-treasury-debt>