



美债当前面临的风险分析

联合资信 主权部 | 程泽宇 | 许琪琪

主要观点

- 美联储强势加息推升长期美债收益率创 2008 年金融危机以来新高，新冠疫情后大规模的财政救市导致美联储的缩表压力史无前例
- 风险一：美联储缩表加剧美债的流动性风险，引起了当前市场的极大关注
- 风险二：外国官方债权人加速抛售美债，美债持有人结构的稳定性遭到一定削弱，投机性资金的大量涌入带来市场更大的波动
- 风险三：在美联储强势加息的背景下，美国政府债务上限问题再次浮出水面，这令美国政府债务的可持续性再次受到市场质疑
- 风险四：信用利差不断拉高，加剧美国高收益债券的违约风险

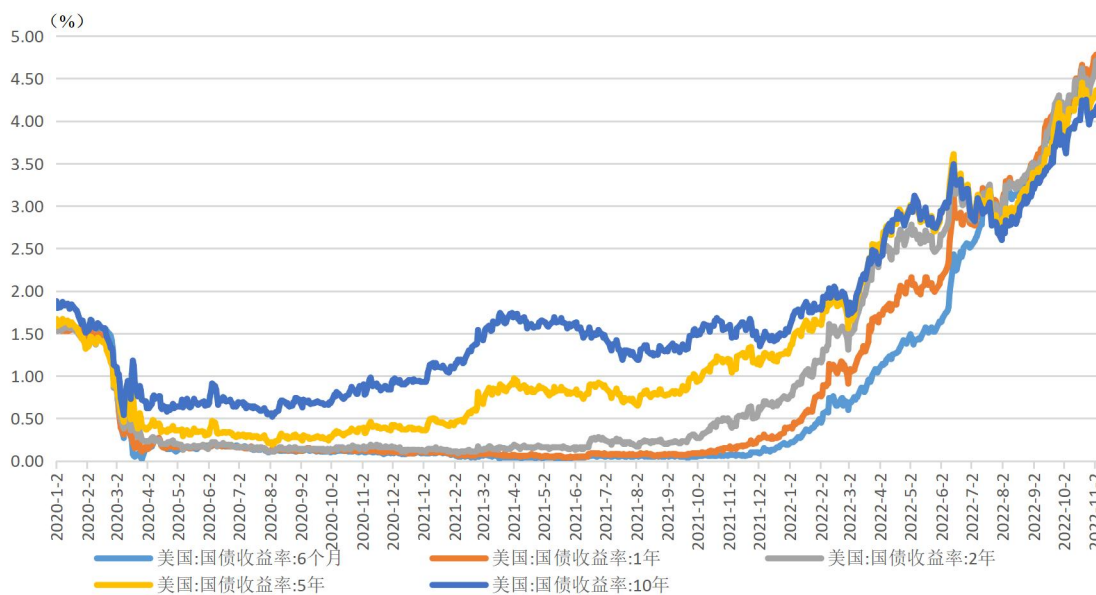


联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



美联储强势加息推升长期美债收益率创 2008 年金融危机以来新高，新冠疫情后大规模的财政救市计划导致美联储的缩表压力史无前例

2022 年以来，美联储分别在 3 月、5 月、6 月、7 月、9 月和 11 月累积加息 375 个 BP，联邦基金利率上涨至 3.75%~4.00% 区间。由于长期美债收益率是在基准利率的基础上浮动上调，本轮美联储连续强势加息直接带动各期限美国国债收益率纷纷上扬。截至 2022 年 11 月 7 日，1 年期、2 年期、10 年期美债收益率纷纷走高至 4.8%、4.7% 以及 4.2%，涨幅分别高达 440 个、394 个以及 259 个 BP，均飙升至 2008 年美国金融危机以来的新高。值得注意的是，10 年期美债收益率被称为全球资产定价之锚，该指标飙升意味着基础借贷成本的上升，相应带动按揭抵押贷款、信用贷款、汽车贷款乃至商业贷款利率的一同上涨。目前，美国政府债务规模已经突破 31 万亿美元，各期现国债利率的走高将进一步增大政府债务的利息偿付压力，美国财政部只能以发行新债偿还旧债的方式来维护国家财政运行，但债务可持续性遭到质疑。

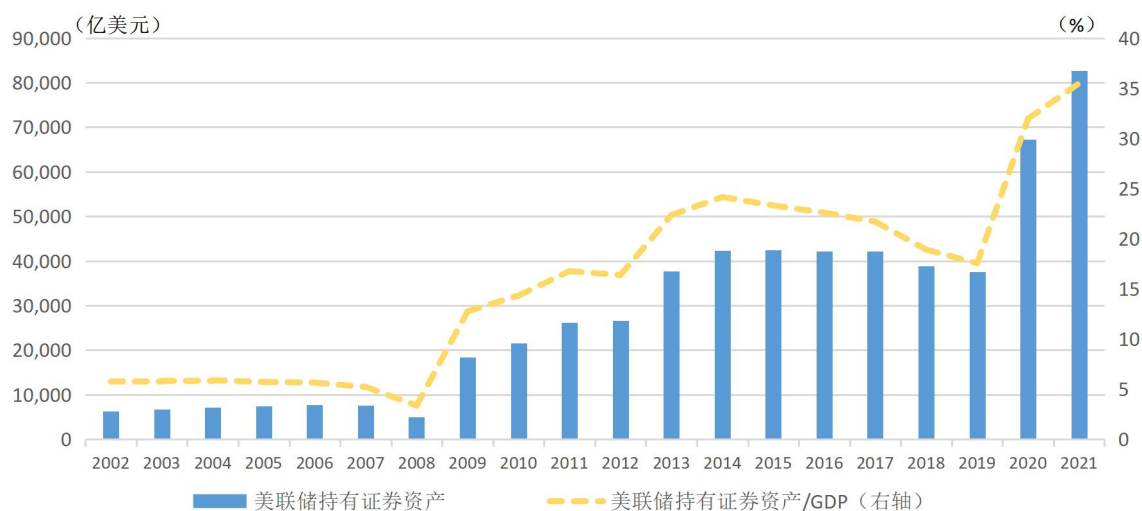


数据来源: Wind, 联合资信整理

图 1 2020 年以来美债收益率变化情况

另一方面，美联储资产负债表在 2008 年金融危机以前均处于比较健康的水平，美联储持有证券资产相当于 GDP 的比值均低于 6%，但在 2009 年开始大规模扩表后，美联储持有证券资产由 4,956 亿美元（截至 2008 年末）快速扩张至 1.8 万亿美元，持有证券资产相当于 GDP 的比值也由 3.4% 上涨至 12.7%。2014 年末美联储持有证券资产规模继续攀升至 4.2 万亿美元，相当于 GDP 的比值达到 24.1% 的历史最高水平。2017 年 4 月美联储释放缩表信号，并于 10 月正式启动缩表，此次美联储缩表以国债和资

产支持证券（MBS）为主，缩表周期从 2017 年 10 月持续至 2019 年 9 月，缩减规模 6,900 亿美元，美联储持有证券资产占 GDP 的比值从 2016 年的 22.6% 降至 2019 年的 17.5%。这次缩表伴随着美联储 4 次加息，在此期间共累计加息 100 个 BP，本轮美联储缩表和加息相对温和。但 2022 年以来的本轮加息和缩表的情况有所不同，2021 年末美联储持有证券资产规模已经飙升至 8.2 万亿美元，相当于 GDP 的比值高达 35.5%，创历史新高，因此本轮美联储的缩表压力史无前例。



数据来源：Wind，联合资信整理

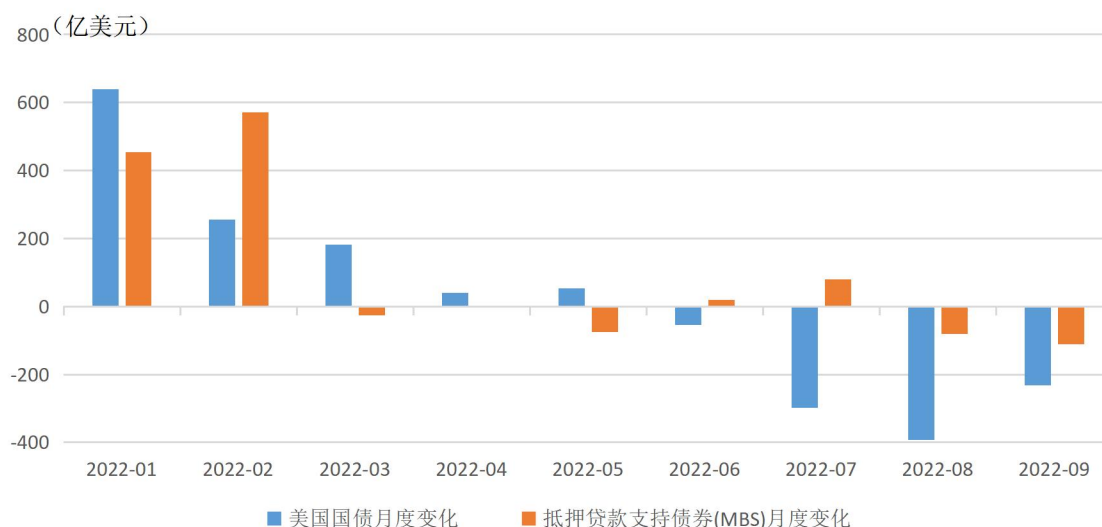
图 2 2002 年以来美联储持有证券资产情况

整体看，美联储强势加息推升长期美债收益率创 2008 年金融危机以来新高，新冠疫情后大规模的财政救市计划导致美联储的缩表压力史无前例。本轮美联储强势加息与缩表配合进行，暴露出美债的流动性、结构性以及可持续性风险，甚至会增大高收益债券的违约风险，以下将对美债暴露出的风险逐一分析。

风险一：美联储缩表加剧美债的流动性风险，引起了当前市场的极大关注

美国国债存量规模约为 31 万亿美元，其中约 19% 由美联储持有，美联储是美债的最大单一持有方，对美债的流动性产生直接影响。2022 年 1 月—2 月，美联储货币政策尚处于宽松扩表阶段，美联储是美债净买家，美联储一直增持美债及 MBS 向市场投入流动性。3 月—5 月，虽然美联储依旧增持美债，但开始缩减 MBS。6 月以后，美联储收紧货币政策并开启缩表，美联储由净买家转为净卖家。按照美联储规划是在 6 月—8 月美联储以每月 475 亿美元的速度推进缩表进程，其中包含 300 亿美元的国债和 175 亿美元的 MBS。实际上，6—9 月美联储的总资产规模下降约 1,033 亿美元，其中减持国债约为 921 亿美元，减持 MBS 约为 112 亿美元。虽然过去四个月美联储

实际减持的证券规模距离其设定的上限尚有一定距离，但根据 9 月的美联储议息会议纪要，自 9 月后美联储缩表规模翻倍至 950 亿美元，其中包含 600 亿美元的国债和 350 亿美元的 MBS，随着证券减持规模的上限翻倍，预计之后美联储的缩表步伐将有所加快。

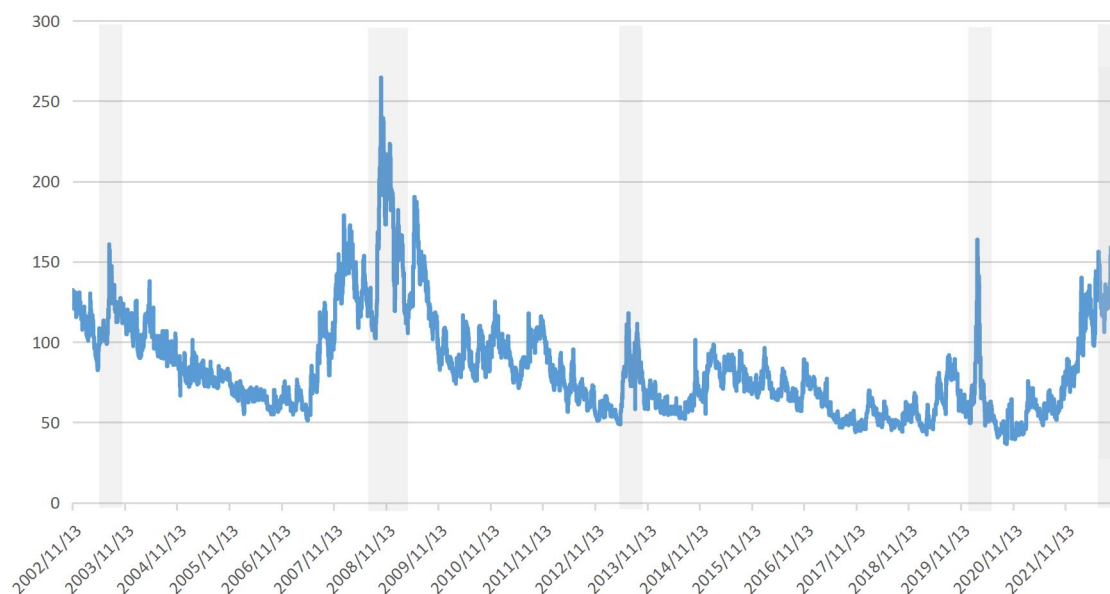


数据来源：Wind，联合资信整理

图 3 2022 年以来美联储购买美债和 MBS 月度变化

从目前来看，美债买盘不足以承接美联储的缩表规模，美联储缩表已经导致美债流动性严重不足，追踪美国国债预期波动性的 ICE 美银波动指数（ICE BofA Move index, MOVE）11 月 7 日已达到 128.3，创 2020 年 3 月以来的最高水平。值得注意的是，美债流动性风险有可能会向金融市场传导。自 2008 年金融危机后，《巴塞尔协议III》对银行体系监管力度加强，银行体系作为整个金融体系“倒数第二贷款人”，可通过准备金余额向交易经纪商、货币市场基金等货币市场参与者提供流动性。自今年 6 月美联储缩表以来，美联储的资产规模下降约 1,033 亿美元，而准备金余额则下降约 3,000 亿美元，准备金余额的下降速度超过缩表规模，主要是因为美联储的隔夜逆回购（ON RRP）工具吸收了大量的流动性。具体来看，ON RRP 工具设计之初是希望在流动性稀缺的环境下通过银行隔夜逆回购向市场提供流动性，但实际上在美联储加息背景下，货币基金收益率与存款利率之间的利差走扩，使得银行存款流入货币市场基金，致使准备金向 ON RRP 转移。而准备金下降产生的流动性紧缩，会在传导过程中通过杠杆和乘数效应被层层放大，不仅影响银行的资本充足率，还会影响交易经纪商、货币市场基金等货币市场参与者的流动性。为此，美财长耶伦在 10 月 12 日的讲话中也表达了对美债市场流动性的担忧，指出“从事美债交易做市商的资产负债表能力并没有扩大多少，而美国国债的整体供应量却在攀升”。因此，美国财政部

存在通过回购国债（赎回未到期的债务）向市场投放流动性的可能，财政部可以通过回购流动性较差的旧国债，改善市场交易商的资产负债表，使其有进一步扩张的能力。



注：MOVE 越大表明美债流动性越紧张，反之表明美债流动性越充足

数据来源：Investing，联合资信整理

图 4 美国-美银美林美债选择权波动率 MOVE

风险二：外国官方债权人加速抛售美债，美债持有人结构的稳定性遭到一定削弱，投机性资金的大量涌入带来市场更大的波动

2022 年以来，外国官方债权人已经连续 7 个月净卖出美国国债，其中中国和日本抛售美债的规模最为明显。日本是美国第一大债权国，在美联储 3 月开启加息节奏后依旧维持宽松立场不变，受此影响日元贬值近 30%，汇价跌至 32 年来的最低水平，日本央行通过抛售美债来稳定日元汇率，8 月日本持有美债规模下降至 11,998 亿美元，创 2019 年 12 月以来新低。中国作为美国的第二大债权国，持有美国国债的规模在 2022 年 5 月首次跌破万亿美元，7 月进一步下滑至 9,700 亿美元，创 2010 年 6 月以来新低。此外，8 月产油国等海外央行抛售美债规模也攀升至 209 亿美元，全部海外持有人（官方和机构）8 月合计流出 737 亿美元，表现出官方债权人呈现撤离美债的趋势。

表 1 2020 年以来主要官方债权人买入美国证券净额

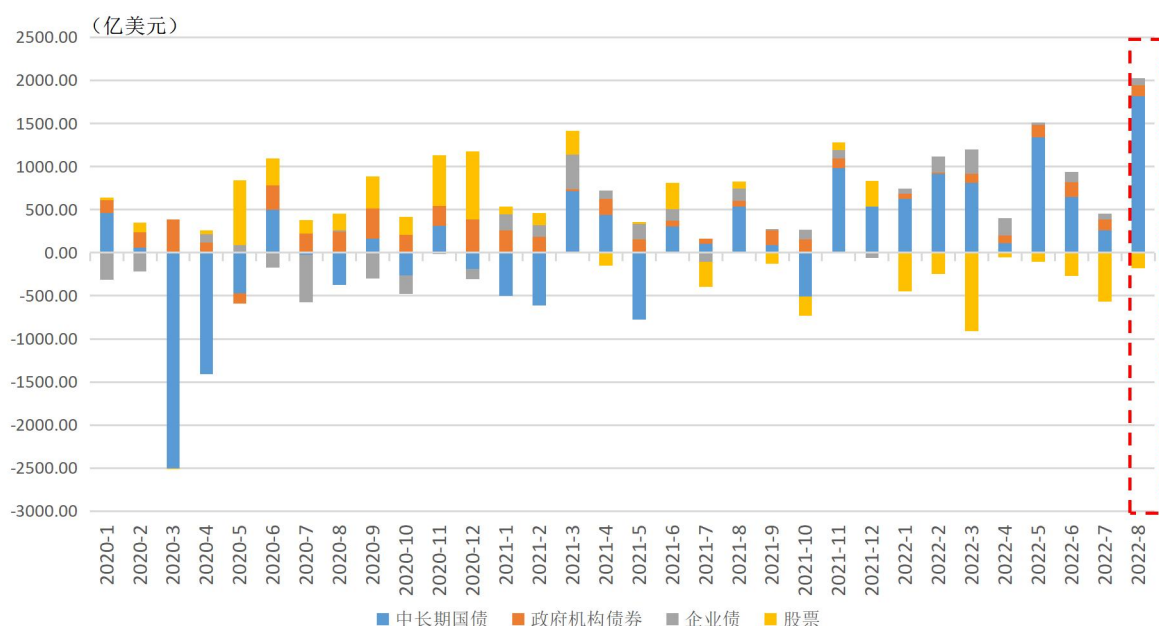
持有美债规模 (亿美元)	俄乌冲突暴发前		美联储开启加息			美联储加息+缩表			持有规模变动 (亿美元)	3月	4月	5月	6月	7月	8月
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月		3月	4月	5月	6月	7月	8月
日本	13031	13063	12324	12185	12237	12363	12343	11998	日本	-739	-139	51	126	-20	-345
中国	10601	10548	10396	10034	9808	9678	9700	9718	中国	-152	-362	-226	-130	22	18
英国	6088	6252	6349	6127	6345	6154	6346	6447	英国	97	-223	218	-191	192	101
卢森堡	3108	3141	3008	2940	2943	3068	3042	3060	卢森堡	-133	-68	3	125	-26	18
瑞士	2990	2817	2741	2716	2911	2953	2873	2949	瑞士	-77	-25	195	42	-80	76
比利时	2430	2584	2646	2557	2683	2736	2855	2879	比利时	61	-89	126	53	119	24
爱尔兰	3083	3148	3159	3096	2887	2851	2772	2753	爱尔兰	10	-62	-209	-36	-79	-20
法国	2339	2396	2470	2438	2435	2369	2328	2337	法国	73	-32	-2	-67	-41	9
中国台湾	2486	2485	2384	2284	2307	2339	2399	2332	中国台湾	-101	-99	22	33	60	-67
巴西	2397	2412	2372	2333	2327	2305	2376	2322	巴西	-40	-39	-5	-22	71	-54
印度	1986	1998	1998	1990	2037	2088	2120	2212	印度	1	-8	47	50	33	92
加拿大	2007	2081	2218	2204	2106	1936	2141	2111	加拿大	137	-14	-98	-170	205	-30
中国香港	2261	2059	2082	1954	1861	1877	1932	1902	中国香港	24	-129	-93	16	55	-29
新加坡	1925	1928	1918	1831	1781	1818	1882	1895	新加坡	-11	-87	-50	37	64	13
韩国	1244	1224	1193	1178	1157	1123	1123	1180	韩国	-31	-15	-21	-34	1	57
挪威	1151	1194	1160	1151	1084	1124	1118	1104	挪威	-34	-10	-66	40	-6	-14
合计	59128	59332	58417	57017	56909	56782	57352	57201	合计	-914	-1400	-108	-128	570	-151

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

外国官方债权人加速抛售美债主要基于三点原因。一是美债实际收益率的下降。自美联储3月加息以来已经连续6次上调375个BP，带动10年期美债收益率突破4.2%，创2008年以来新高。美债收益率走高导致美债价格回落，由于已经发行的美债收益率通常是固定的，所以持有美债的实际收益率下行，再加上美国的通胀压力高企，持有美债的实际收益率遭到进一步压降。二是美债的避险功能遭到一定削弱。10年期美债收益率一直被市场看作无风险利率，也称为资产定价之锚，但近期美债遭到了美国境外官方投资者的连续抛售，导致美债无风险属性趋向风险化，说明美国债务货币化的负面问题已开始反噬市场，美债的避险功能遭到一定削弱。三是美债持有大国的外部风险敞口走扩。在美国债务可持续性下降以及美联储缩减QE的双重压力下，美债持仓大国不得不采取适度减仓措施以维护本国汇率稳定。虽然美债发生实质违约的风险相对较小，但美债违约预期波动会导致美债价格趋向宽幅波动，会导致美债持有大国的外汇储备规模缩水，部分投机者或趁机做空本币汇率，因此持有大规模美债不利于稳定本币汇率以及抵御外部风险冲击。

虽然受益于美元币值走高，国际资本纷纷涌入美国货币市场，私人投资者进入弥补了官方投资者的退出，但短期投机性债权人增多，令美债持有人结构的稳定性遭到削弱。根据美国财政部公布的最新跨境资本流动数据（TIC）显示，8月外国投资者净增持美国证券资产2,756亿美元，同比扩大了3.2倍，单月净买入额仅次于2020年3月的历史次高位。其中，外国私人投资者（包括商业机构以及国际和地区组织）净增持2,929亿美元，同比扩大超190%，环比扩大超90%。就美国国债而言，8月官方债权人净卖出美国中长期债券国债规模为77亿美元，私人净买入美国中长期国债规模逆势激增至1,819亿美元，与官方债权人的投资方向完全相反。主要是因为私人投资人当前买入美债可以赚取利差和美元升值的双向红利，进而高杠杆加仓美债博

取短期高回报的机会，相应也表明美债持有人呈现较大的投机性。尤其是日元、英镑利差交易资本显得极其活跃，因为这些国家央行延续宽松货币政策，导致本国债券收益率持续低迷，放大了美债的利差收益，加之美元明显回升创造更高的汇兑收益，最终驱动这些国家利差交易资本疯狂涌入美债套利。因此，投机套利型私人投资人占比走高，导致美债持有人结构的稳定性遭到一定削弱。



数据来源：TIC，联合资信整理

图5 2020年以来私人债权人买入美国证券净额

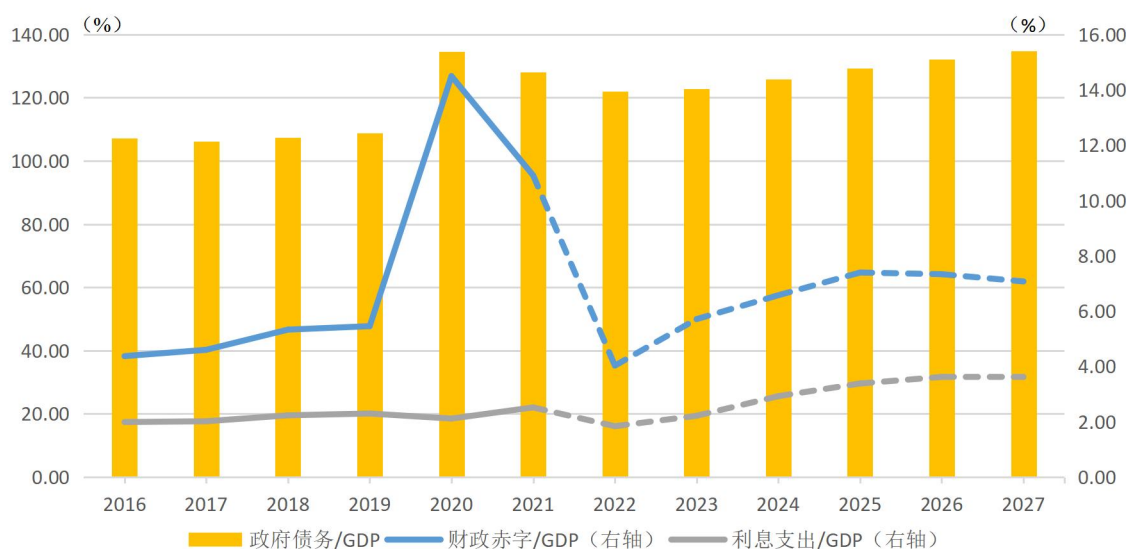
风险三：在美联储强势加息的背景下，美国政府债务上限问题再次浮出水面，这令美国政府债务的可持续性再次受到市场质疑

美国财政部日前公布的数据显示，美国联邦政府债务规模已突破 31 万亿美元，较美国 2021 年 GDP 总量高出 8 万亿美元。作为全球最大的债务国，美国近年来债务规模加速增长，2017 年以来的 5 年中增加约 11 万亿美元，其中新冠疫情暴发以来的两年间增加近 8 万亿美元。美国两党政策研究中心发布的研究报告显示，联邦政府已于 2021 年 10 月末触及当时 28.9 万亿美元的债务上限。此后，美国财政部采取非常规措施，避免出现债务违约，直至当年 12 月美国国会通过立法，提高债务上限至 31.38 万亿美元。截至 2022 年 10 月末，美国联邦政府债务规模已达 31.22 万亿，仅剩不足 1,600 亿美元“额度”。尤其是在美国通胀高企和美联储强势加息的背景下，美国政府债务的可持续性显著下降。

一是体现在政府债务水平处于历史峰值。根据 IMF 预测数据显示，美国政府债务规模呈现不断上升的趋势，2022 年政府债务总额攀升至 30.6 万亿美元，且未来 5 年

政府债务可能会进一步攀升至 41 万亿美元。政府债务与 GDP 的比值在 2020 年一季度超过 130%，后随着 GDP 增长而回落，但预计未来 5 年将进一步攀升至 135%。考虑到美国本轮经济收紧经济周期有望在 2023 年或 2024 年结束，届时美国将迎来新一轮宽松周期，政府债务水平可能会步入新的快速攀升期。

二是体现在财政赤字将高位运行。新冠肺炎疫情发生以来，从特朗普政府的《新冠救助与经济安全（CARES）法案》《新冠纾困刺激法案》，再到拜登政府的《美国就业计划法案》《美国援救法案》《美国家庭计划法案》，财政支出大幅超过财政收入，2020 年美国财政赤字规模首次突破 3 万亿美元，赤字水平也攀升至 14.5% 的历史新高。尽管短期内积极的财政政策有助于刺激经济，但是不断攀升的赤字将在长期内带来负面影响。联邦预算委员会（CRFB）预测，未来 10 年内预算赤字总额将达到 14.5 万亿美元，且单年度的赤字额将会在 2031 年后保持增长状态。CRFB 预计，2050 年美国单年度赤字水平将增加到 13.4%（8.9 万亿美元），如此大规模赤字规模在美国经济历史上尚属首次。



注：2022 年（含）后的数据为预测值；
数据来源：IMF，联合资信整理

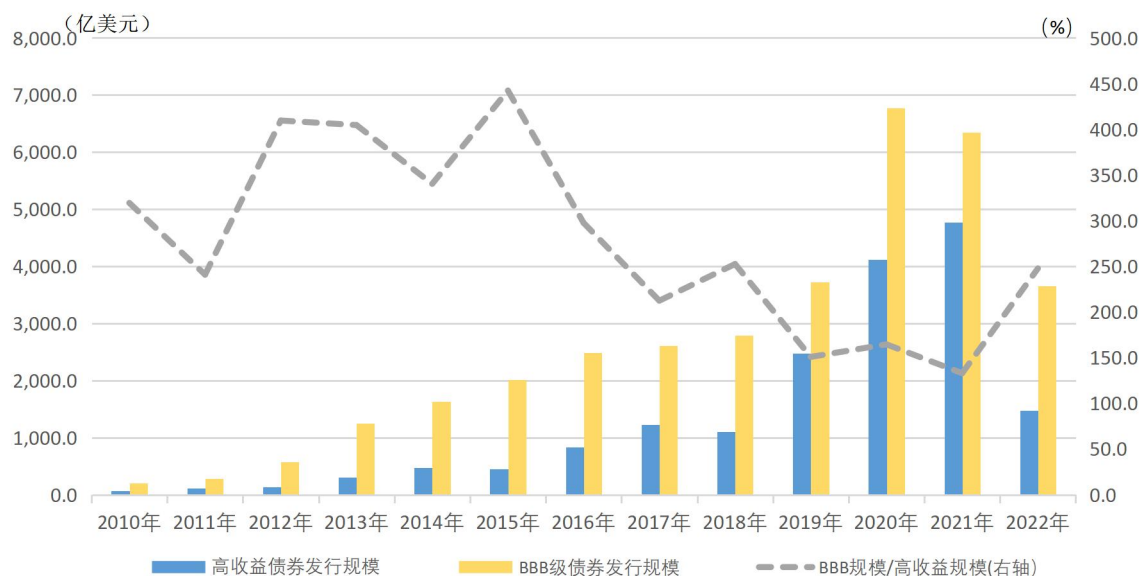
图 6 美国政府债务及财政赤字预测

三是体现在利息支出持续上升。因为疫情期间美国财政部大规模举债，IMF 预测美国将在 2024 年后利息负担超过 3 万亿美元。根据美国国会预算办公室（CBO）预计，2022 年至 2031 年利息将平均占 GDP 比重 1.6%，2032 年至 2041 年间将达 4%，利息负担将挤占联邦财政其他支出项目。另一方面，随着债务规模的攀升和利率上扬，未来利息的增长幅度将超过税收增幅，利息支出相当于税收收入的比例将快速上升，该比例在 10 年内大概率将突破 10% 的警戒水平，进一步影响美国债务的可持续性。

风险四：信用利差不断拉高，加剧美国高收益债券的违约风险

由于美国国债的利率是债券市场的定价基础，美国主权信用等级是各主体的信用等级“天花板”，一旦美国国债的利率波动以及信用风险增加将会向其他债券市场主体传导。尤其是美国的非金融企业高收益债券（也被称为“垃圾债”），在美债流动性收紧后，同样给疫情后持续加杠杆的企业带来流动性冲击，尤其是 2023 年以及 2024 年美国高收益债券将迎来兑付高峰期，因此存在较大的违约风险。

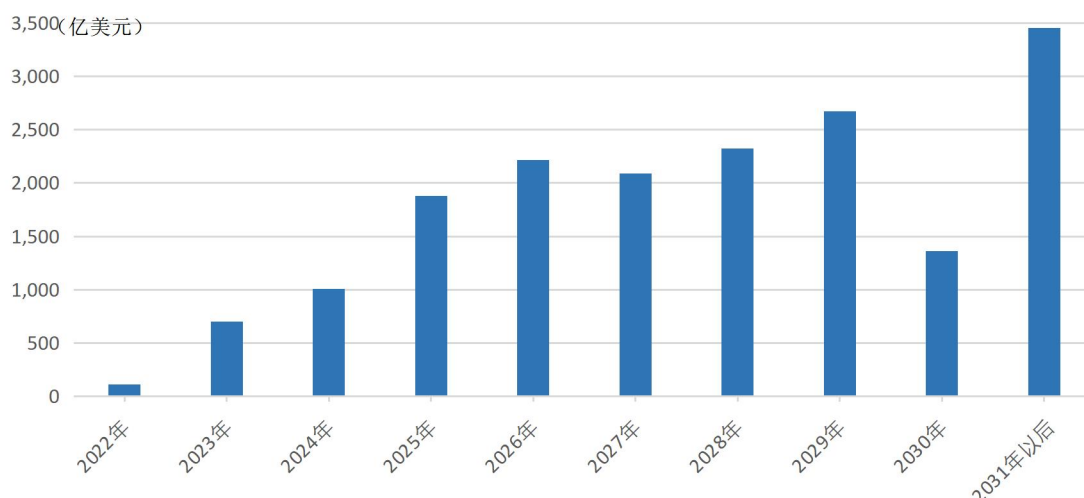
从存量情况看，美国非金融企业高收益债券市场在 2008 年金融危机后开始复苏，随着其他杠杆融资工具尤其是杠杆贷款和低评级投资级债券（BBB）的广泛应用，高收益债的发行有所下降。但在新冠疫情暴发后，高收益债券发行量激增，2020 年和 2021 年的发行规模分别高达 4,115 亿美元和 4,774 亿美元。截至 2022 年 10 月末，美国高收益债存量规模为 2 万亿美元，投资级企业债约为 7.8 万亿美元，其中 3.6 万亿美元被评为 BBB 级，距离高收益垃圾债一步之遥。美国投资级债券中 3.6 万亿美元 of BBB 级别债券在经济下行期极易变成“堕落天使”，成为潜在的垃圾债券增量。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 7 美国高收益债券发行规模

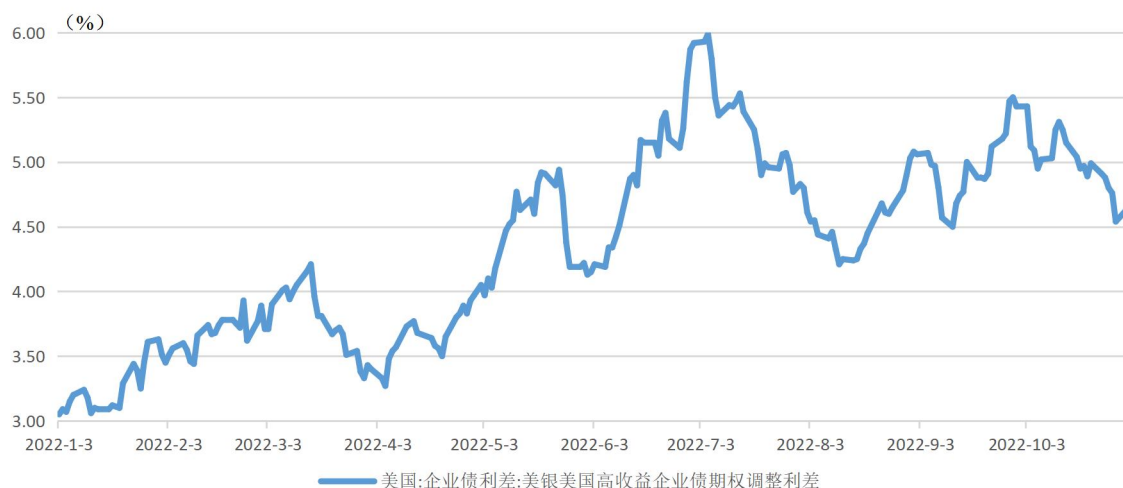
从债券到期情况看，债券到期意味着企业需要大量现金来支付债务的本金和利息，如果企业的流动性不足，需要借助再融资偿还债务，若信贷环境恶化，可能造成资不抵债的再融资风险。2022 年以后美国高收益债券到期压力增大，2023 年和 2024 年的到期规模分别高达 700 亿美元和 1,007 亿美元。



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

图 8 2022 年以后美国高收益债券到期情况

从信贷利差看, 高收益企业债期权调整利差可以反映市场信贷紧张情况。2020 年进入 3 月份, 随着新冠疫情肆虐对经济冲击程度加深, 信贷利差急剧上升。各国央行、财政部紧急出台针对疫情的货币、财政救助政策, 资金紧张情况得到缓解、市场情绪有所缓和, 信贷利差呈现收缩趋势。2022 年 3 月美联储加息后, 高收益企业债期权调整利差一路走高, 并在 7 月一度触及 6% 的年内高位。

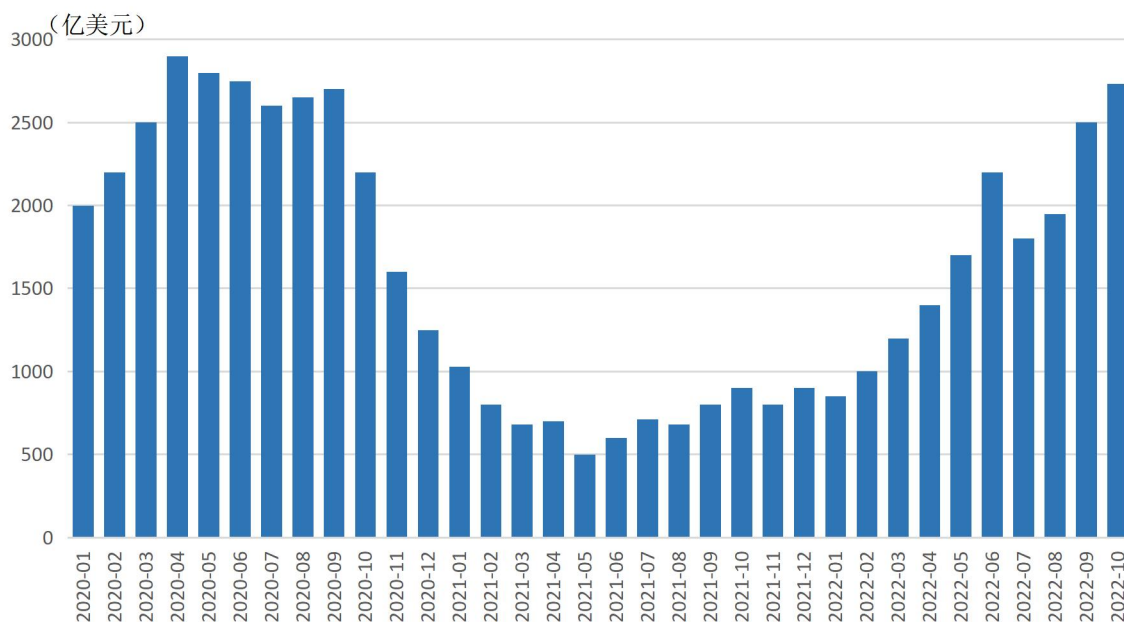


数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

图 9 2022 年美国高收益企业债期权调整利差

从违约风险看, 随着美联储提高利率以对抗持续的通胀, 并有可能将经济推入衰退, 近年来大量依赖低成本借贷的公司正面临着以过高收益率再融资的前景, 甚至难以找到投资者, 导致部分公司面临破产风险。美国企业不良债务 (定义为收益率高于

美国国债至少 10 个百分点的债券，或贷款的转手价格低于面值的 80%) 自 2022 年 6 月开始增加，截至 10 月末，已经攀升至 2,731 亿美元，接近 2020 年 9 月疫情再度反复后的水平。尤其是 11 月美联储继续年内第六次强势加息，将联邦基金利率目标区间上调 75 个基点至 3.75%~4.00% 区间，进一步加重了企业的债务负担，预计美国企业不良债务规模或继续增加，美国高收益企业债的违约敞口也将进一步走扩。



数据来源: Bloomberg, 联合资信整理

图 10 2020 年以来美国不良债务规模情况

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

相关研究

[【宽松政策退出风险系列研究】第一篇：美联储货币政策拐点将至](#)

[【宽松政策退出风险系列研究】第二篇：通胀压力之下全球多国开启加息步伐](#)

[【宽松政策退出风险系列研究】第三篇：美联储加息落地，这次有何不同？](#)

[【宽松政策退出风险系列研究】第四篇：本轮美联储加息下的国际资本流动新趋势](#)

[【宽松政策退出风险系列研究】第五篇：美联储大幅加息会给美国经济带来哪些潜在风险](#)

[【宽松政策退出风险系列研究】第六篇：美联储强势加息加剧非美货币汇率风险，或引发新一轮金融危机及债务危机](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。