非银行金融机构与收益率曲线的斜率

作者:Sebastian Infante, Phillip Monin, Lubomir Petrasek, and Mary Tian

在本文中，我们研究了收益率曲线斜率的变化如何影响非银行金融机构（NBFI）提供信贷和中介服务，包括经纪人和对冲基金。尽管这些非银行金融机构通常不会直接向非金融部门贷款，但它们通过投资债务证券并向拥有此类证券的投资者提供融资，间接支持信贷流动。2交易商还支持这些证券市场的市场运作，随时准备从客户手中买卖证券，并为这些交易提供融资。与银行一样，这些非银行金融机构也在进行期限转换，主要是通过投资或储存长期证券，同时为其在短期融资市场的头寸融资。因此，收益率曲线的平坦化可能会影响他们的盈利能力以及他们提供信贷和支持市场平稳运行的意愿和能力。然而，我们发现，大型交易商对收益率曲线不同部分的总敞口较小，这可能反映了其对冲活动的影响。此外，我们没有发现强有力的证据表明，非银行金融机构的信贷提供、交易活动或交易盈利能力受到收益率曲线斜率或收益率曲线倒置变化的有意义影响。

**经纪交易商和对冲基金参与到期转换。**

**尽管它们从事期限转换，但大型交易商的交易组合对收益率曲线的总净敞口很小，可能反映了对冲活动。**

**我们没有发现收益率曲线的斜率与经纪人-交易商的盈利能力之间存在统计上显著的关系。**

我们将盈利能力作为交易收入按总资产的比例进行衡量，并根据收益率曲线斜率的两个备选指标进行回归——10年期减2年期国债利差（10y2y）或10年期减去3个月期国债利利（10y3m）。我们按资产类别（利率、外汇、股票、商品和信贷）检查总交易收入和收入。银行控股公司交易收入和总资产的季度数据来自FR-Y9C，我们专注于总资产超过30亿美元的银行控股公司。一般而言，回归并未显示交易盈利能力和收益率曲线斜率之间的一致或统计显著关系（表1）。此外，我们没有发现在收益率曲线变平或反转期间，交易收入在统计上有显著差异。尽管券商交易商在进行期限转换，但这些实证结果表明，出于交易目的，收益率曲线的斜率似乎不是一个重要因素。

**表1.盈利能力对收益率曲线的敏感性**

**我们对对冲基金收益率的分析也表明，对冲基金不会受到收益率曲线斜率变化的显著影响。**

具体而言，10y3m国债利差（表2）或10y2y利差的变化与对冲基金总收益或主要对冲基金策略的收益之间没有显著关系。6有趣的是，当收益率曲线倒置时，对冲基金的收益率显著更高，尤其是相对价值对冲基金，这表明这些时期与有利可图的交易和套利机会有关。

**表2.对冲基金收益率对收益率曲线的敏感性**

**一些先前的研究发现，收益率曲线斜率的变化会影响经销商的中间意愿。**

Adrian和Shin（20082009）发现，以1000万美元的国债收益率差衡量，更陡的收益率曲线有利于2008年之前交易商的担保贷款总额及其资产负债表的更快增长。反过来，经纪人交易商的资产负债表增长预测了实际经济活动，尤其是那些对信贷供应敏感的部分。Adrian、Estrella和Shin（2019）认为，实际经济活动的期限利差预测能力来自金融中介机构（包括经纪人）的资产负债表管理。

**然而，我们扩展这一研究范围的分析并未发现利率期限结构与交易商在国债市场的活动或交易商资产负债表规模之间存在牢固的关系。**

延伸Adrian和Shin（2008年），我们探讨了交易商国债现金和回购头寸的季度变化对10y2y和10y3m国债利差变化的敏感性，并控制了其他财务变量。如表3所示，我们未发现国债多头/空头头寸或交易商（年证券）的国债融资总额的变化与收益率曲线斜率的变化之间存在统计上的显著关系。7从财政部市场以外的更广泛角度来看，我们确实发现，交易商总资产增长似乎对10y2年利差的变化具有积极且轻微的统计敏感性（表4），但我们没有发现10y3年利差存在这种关系。8

**表3.交易商国债融资和头寸对收益率曲线的敏感性**

**表4.经销商总资产对收益率曲线的敏感性**

**最近的调查证据还表明，交易商在广泛的证券融资交易中提供的条款不受收益率曲线斜率的显著影响。**

在2022年3月的高级信贷官意见调查（SCOOS）中，针对假设利率情景对经销商融资的影响的一系列问题，经销商表示，如果短期利率上升，无论长期利率如何变化，他们的价格和非价格条款都会收紧。尽管如此，调查表明，如果收益率曲线变平，客户对证券融资的需求可能会更低。

**工具书类**

Adrian、Tobias、Arturo Estrella和Hyun Song Shin（2019）。“货币政策的风险承担渠道”，《金融管理》48（3）：725–738。

Adrian、Tobias和Hyun Song Shin（2008）。“金融中介、金融稳定和货币政策”，法国联邦储备银行职员报告第346号。

Adrian、Tobias和Hyun Song Shin（2009）。“货币、流动性和货币政策”，《美国经济评论：论文和论文集》99（2）：600-605。

Banegas、Ayelen、Phillip J.Monin和Lubomir Petrasek（2021）。“调整对冲基金的国债市场活动和持有量，”美联储指出。华盛顿：美联储理事会，2021 10月6日，https://doi.org/10.17016/2380-7172.2979.

高级信贷官意见调查，2022年3月，https://www.federalreserve.gov/data/scoos/scoos-202203.htm.

Kruttli，Mathias S.，Phillip J.Monin，Lubomir Petrasek，Sumudu W.Watugala（2021）。“对冲基金国库交易和融资脆弱性：来自新冠肺炎危机的证据”，《2021-038年金融和经济讨论系列》。华盛顿：美联储理事会，6月。https://doi.org/10.17016/FEDS.2021.038

**原文链接:**<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/non-bank-financial-institutions-and-the-slope-of-the-yield-curve-20221011.html>