

凯恩斯

曾说，黄金是作为“最后的卫兵”和市场紧急需求时的储备。从历史看，黄金是美元的老对头。1971年布雷顿森林体系

解体实际就是美元和黄金脱钩，而之后美国带给世界的认知是：不要持有黄金，它只是一般商品，美元才是流动性最优异，而且可以保值增值的世界货币。说起美国国债，一般指的就是由美国财政部发行，最传统按期派息的债券。虽然理论上美国政府亦存在破产和不偿还债务的可能，一般将美国国债视作无风险产品，其相关品种的收益率亦被视作资金无风险收益率的参考。

不过，

不少国家经济

学家讽刺称，美国与英国等

举债度日的国家正继续玩弄风险转移

的把戏：先通过释放信息，试探市场和国际社会的反应；如果没有什么太大波动，英美两国便会开始将事情纳入到筹划和运营之中，是极为不负责任的行为。美国国债作为美国联邦政府除税收之外的另一大资金来源，用来为联邦政府的财政赤字融资。早期的美国国债常用于为战争募集资金，但当前国债募集的资金已经被广泛投向美国国计民生的方方面面。

根据今年6月18日美联储

资产负债

表报告，美元基础

货币规模已达到7.14万亿美元——相

当于美国GDP

的34%。如果从3月23日美联储推出“无限量量化宽松”货币政策开始时的4.2万亿美元算起，大致70天的时间，美元基础货币扩张近3万亿美元，涨幅达70%。从理论上说，美联储不顾一切地向市场注水，投放大量货币，这会引发全球性恶性通胀，会使美

元变成废纸。但目

前我们看到的现实却是：美元没有大

幅贬值，美元指数不跌反涨，甚至全球出现“美元荒”。

对此，很多人基于传统理论而误认为这是“金融市场大跌导致投资者很希望持有美元避险”。道理很简单，人们不可能一边担忧美元贬值，一边增持美元避险。那么

，真实的情况是什么呢？美元股票、债券资产被大规模抛售的过程中，美元资产发生“信用塌陷”。这既是美联储超级货币投放的原因，也是藏在超级货币投放背后的“美元死穴”。

凭借美元霸权的强大，美国才敢肆

无忌惮地“让财政赤字货币化

”；而看不到尽头的大规模“财政赤字货币化”，反过来又威胁到美元霸权的根基——美国国家信用。

举个例子。美国拥有全世界最发达的金融市场，其巨大的市场韧性和稳定性使之可以容纳巨大的信用交易。在华尔街

，没人用1美元现金去购买1美元债券，至少是1美元现金购买10美元债券，而且等级越高债券所允许的杠杆比例

越高。所以，在平稳的市场上，投资者投入1美元现金就可以为债券市场带来10至20美元的流动性。但美国新冠肺炎疫情发生后的情况恰恰相反：大量投资者需要用10到20美元的金融流动性换回1美元现金。如果此时市场严重缺乏接盘者，那就必然出现金融市场“信用塌陷”。

那么，面对金融市场的流动性枯竭，谁来充当接盘人？答案只能是美联储。作为美国金融信用的忠实护卫，美联储必须全力撑起塌陷的信用，尤其不能看到美国国债价格暴跌（收益率暴涨），那不仅违背美联储利率意愿，而且会引发更大程度的信用危机，从而导致整个金融市场崩溃。怎么办？买、买、买，买债券，印、印、印，印纸币，不断投放货币，确保利率基准合意。这就是美联储实施无限量量化宽松货币政策的必然与无奈。但是，“美国金融市场上垃圾太多，而美联储这次连垃圾都买了。”

可以说，大多数时间美国国库券一直被视为美国债券市场的指标。像是2010年年末由于美联储的第二轮量化宽松措施集中购买短期至中期美债，反倒使30年期长债更能反映市场的经济及通胀预期。因此，自上世纪90年代以来，30年期的美国债券首度重拾债券投资者眼中的指标国债地位。美联储增持美债犹如为金融市场的流动性进行输血，但问题在于美国金融机构的造血功能已经损坏，要修补肯定不能只借助美联储的一方力量。美联储也只能通过在货币政策上的“松绑”、“输血”来为美国经济打“镇定剂”，即便它知道这是治标不治本的活儿，那也不能“越权”。只能说，“量化宽松”是在削弱美国国债魅力！

如何稳住市场、制止抛售？办法就是给投资机构足够多的长期资金（美元），让它们有机会“用时间换空间”地苦熬，等待资产价格回升。不只是美国，各国在美投资机构都需要这样的钱去补充交易保证金，或是在低价买入资产、摊薄成本。由此可见，美元资产信用塌陷，势必骤然加大市场对美元现金的需求。如果美联储无法100%满足，“美元荒”就必然出现。像是2020年，美联储先后和9个国家或货币

区的中央银行实施货币互换

，以此向其他国家的金融机构提供美元流动性。言外之意就是：你要美元我给，但不要大量抛售美元资产。在此背景下，美元指数一直徘徊于100附近的高位。

如果说1990年美国国债是3.2万亿美元，那么到2008年它已经超过10万亿美元。2008年全球金融危机后，美国公债

增速加快。2021

年达到28.4万亿美元。截至今年6

月末偿还国债（国库券

）数量同比增长7.2%。公债的快速增长表明美国正在通过吸引新的信贷资源极力为其债务再融资。然而，就美国而言，这种模式还是相当稳妥。就可靠性和盈利能力的比率而言，目前世界上没有其他投资美国国债的替代品。由于美元仍主导着世界贸易，大多数国家仍在积累大量以美元计价的流动规模。因此，一个国家积累的黄金和外汇储备越多，该国对美国债券的投资就越多。

这就是为什么中国作为拥有最多黄金和外汇储备（超过3万亿美元）的国家，多年来一直是美国国债最大持有

者的原因。通常它们在中国黄金储备

组合中的份额超过30%。从经济角度来看，美债风险相对还是很小。只要美国仍然是世界第一大经济体，美元仍然是世界储备货币，对国债的需求就会保持稳定：大多数国家都会有多余的美元，需要在某个地方进行投资。因此，即使假设在美国的公债融资模式中看到传销迹象，这种局面也将在很长一段时间内保持稳定。

历史上英国只发行过两次100年期

国债，一次是“南海泡沫”事件发生后。南海泡沫事件

是英国在1720年发生的一次

经济泡沫。事件起因源于南海公司

。南海公司在1711年时创立，是一所协助政府融资的私人机构，分担政府因战争而欠下的债务。南海公司在夸大业务前景及进行舞弊的情况下被外界看好，到1720年，南海公司更通过贿赂政府，向英国政府提出一个名为“南海计划”的大型换股计划，以换取更大利益。

在当时，英国政府总共发行了大约5000万英镑的长期国债，促使南海公司股票大受追捧，股价由原本1720年初约120英镑急升至同年7月的1000英镑以上，全民疯狂炒股。然而，市场上随即出现不少“泡沫公司”混水摸鱼，试图趁南海股价上升的同时分一杯羹。为规管这些不法公司的出现，英国国会通过《泡沫法案》，炒股热潮

随之

减退，并

连带触发南海公司

股价急挫，不少人血本无归，连著名

物理学家牛顿也蚀本离场。另一次是世界大战

的时候，而英国财政现在仍然对这些贷款支付利息。目前，英国30年期债券较为常用。

根据期限，美国国债被分为三类：一是短期国库券 (T-bills)。会被称为T-bills的美国国债，必然是年限不足1年的品种，一般包括28天(1个月)、91天(3个月)、182天(6个月)、364天(1年)四个主要品种。一般来说，短期国库券收益率的变化参考意义有限，但是在特定的情况下，却能反映市场对短期无风险收益的渴求程度。如去年12月9日，美国财政部公布了最新一期300亿美元4周期国债的招标结果，结果100美元面值国债的中标价格是100美元，即其收益率为零。

这意味着，投资者将资金借贷给美国财政部整整4周时间，但是却不能收到一分一毫的利息收入。而当日3月期美国国债的收益率一度低见-0.01%，即你买入相关品种持有3个月后，不仅无法获得利息，而且还会蒙受年化0.01%的亏损，可见市场对于国债的渴求程度。对于上述状况，一般认为反映了相关机构对银行存款的不放心，考虑到即使利率调高之后FDIC提供的储蓄存款保险也只有25万美元，超过部分一旦遇上银行倒闭便毫无保障，因此相关投资者转而选择美国国债以免去相关忧虑。

二是中期国库券 (T-Notes)。此类品种包含了年限为2至10年的美国国债，最常见的为2、3、5、10年四类年限。毫无疑问，中期国库券的收益率是市场最为关心的指标性数据，尤其是象征短期收益率的2年期品种和象征长期收益率的10年期品种，此外这两者之间的息差

一般亦是投资者关心的

重要指标。需要强调指出的是，相比中国央行

可以直接规定不同年限的银行贷款

利率，美国的央行

美联储权限可是小很多，其所谓的加减息针对的只是代表隔夜拆息的联邦基金利率，而对长期借贷利率并无决定权。一般市场上金融机构决定中长期借贷利率时均会参考对应年限的美国国债收益率

。正因此，在本轮次贷危机

中，美联储推出新的机制，打算通过买入、卖出长期国库券来直接干预相关品种的收益率，进而影响相应年限的市场借贷利率，以便降低企业的借贷融资成本。

三是长期国库券 (T-Bonds)。虽然一般用Bond对应中文的债券，不过在美国国债体系下，只有超过10年的国债才会被称为Bond，最常见的便是20年和30年的品种。由于这两类品种的年限过长，其收益率数据的参考价值不如10年国债来得高，一

般并不是市场关注的重点。不过此市场发行上的变动，却是对美国经济和财政政策的一种反映。2001年10月31日，美国财政部宣布停发30年期国债，理由就在于很长一段时间内美国政府均出现财政盈余，通过国债融资的需求锐减，通过10年期国债便足以满足需求，因此不太愿意发行30年期国债。但是在坚持了四年半之后，美国财政部于2006年2月宣布重新开始发行30年期国债，这不仅是为了满足养老基金、保险公司等超长期投资者的需求，也在于当时深陷财政赤字的美国政府需要利用此工具以较低的资金成本来募集更长年限的可用资金。

由于美元的国际地位提升了美国债券市场的国际化水平，海外投资者是美国国债的第一大持有者。货币当局、共同基金和养老基金则分列2-4位，其余投资者的占比则相对较小。美国国债二级市场2021年的日均成交量约为6241亿美元，占美国债券市场总成交量的65.3%。其中期限在1至10年的中期国债在可流通国债中的存量和交易量占比都是最高的，由于美国国债的低风险和高流动性的特点，使其成为了美国金融市场中的重要担保品。

在美国国债的发行与流通环节中，二级交易主要集中在场外市场，其中一级交易商扮演了重要的角色。一级交易商由美联储根据资本水平、债券业务量和市场活跃度等指标，从商业银行等金融机构中筛选而出，他们深度参与国债的一级发行和二级流通，也是美联储公开市场操作的交易对手方。

从美国国债的发行方式上来看，美国国债主要采取直销和公开招标的进行发行。两种发行方式根据美国国债的可流通性进行区分，其中不可流通国债如储蓄国债需要采用财政部直销系统(Treasury Direct, TD)进行发行，而可流通国债则采用公开招标的方式发行。公开招标方式可进一步分为竞争性投标和非竞争性投标。

美国国债是美联储实施公开市场操作的主要操作品种，因此美国国债是美联储货币政策实施的重要媒介。作为货币市场回购交易中最重要也是最常用的抵押品，美国国债是美国货币市场运行不可或缺的基础，因此它的供需关系对货币市场利率有较大的影响。还有其作为一种无风险收益率，美国国债收益率是其他债券收益率和贷款利率等的定价基准，在美国实体利率体系中起到不可代替的作用。

据美国二季度GDP初值显示，其连续第二个季度负增长，出乎市场意料未能转升，陷入技术性衰退。

GDP公布后，美国国债价格拉升、收益率盘中跳水

，基准10年期美债收益率下破2.7%至4月以来低谷，日内降幅曾超过10个基点，对

利率更敏感的2年期美债收益率更是一度较日内高位下降约20个基点。为此，美国10年期国债收益率跌破2.64%，为4月8日以来的最低水平。事实上，作为世界第一经济大国和国际储备货币发行国，美国实行非常规的量化宽松货币政策，必然通过利率和汇率的波动，影响国际资本流动和进出口贸易，从而将其货币政策效应溢出到与之有经济往来的国家，对世界经济造成影响。

一般来说，美国量化宽松政策对世界经济的影响包括：一是，美国实行量化宽松政策，增加了国际流通货币，宽松的国际货币环境有利于经济增长；二是，美国的量化宽松政策对外具有价格转移效应，很可能引发成本推动冲击，给其他国家带来显著的物价上涨；三是，美国实行量化宽松政策，增加货币供给，必然导致利率下降和美元贬值，降低美元资产持有者的收益；四是，一国中央银行为了确保货币政策目标的顺利实现，往往会采取汇率干预以及中和政策措施来冲销外部冲击的不利影响，为本国的GDP和价格设置“防火墙”。当然，美国量化宽松与国债操作最终目的就是转嫁债务风险。