

“低估”的风险系列之一

宏观专题研究报告

市场“灰犀牛”？美债“深度”已近危机时水平

年初以来，美国股债两市波动加剧，背后是美债市场“深度”的下降。美债市场“深度”为何恶化、后续还有哪些被低估的风险？本文分析，供参考。

➤ 一问：今年以来美国市场的新变化？股债两市波动明显加剧

2022 年以来，美国债券市场波动明显加剧；美债隐含波动率指数、流动性压力指数均攀升至 10 年高位。历史回溯来看，10Y 美债利率单日波动超 10bp 不常见；而今年，已有 35 个交易日中出现了 10bp 以上波幅，美债市场稳定性明显变弱。截至 12 月 25 日，113 的 MOVE 指数预示未来 1 个月内美债利率日均波动高达 7.1bp；而美债流动性压力指数也处于近 10 年高位。

债市向股市的传导效应相较过往也更为明显，使得美股市场的波动同样被放大。从股债相关性来看，在加息与降息周期起步阶段，易发生股债两市的同涨同跌。2015 年加息周期与 2019 年降息周期中，10Y 美债利率与标普 500 的 1 年期相关性曾达 -0.7 的低位；今年美国股债相关性更是一度触及 -0.9，债市向股市传导较过往更甚。债市波动溢出效应下，美股波动明显加剧。

➤ 二问：高波动背后的原因？美债市场的“深度”显著下降

高波动的背后，是美债市场“深度”的显著下降；美联储研究显示，当下美债市场深度已近金融危机前后的水平。今年以来，各期限美债的买卖价差明显走阔，过往维持在 0.1bp 左右的买卖价差已攀升至 0.7bp；而由买卖价差波动率度量的美债市场“深度”，已趋近金融危机时期。市场“深度”下降，放大了宏观信息的市场冲击；年初以来，10Y 美债 3 次日内波超 30bp。

金融危机后，SLR 监管约束下一级交易商购债意愿受限，而美债规模快速扩张，造成市场“深度”下降；今年流动性环境收紧则加速了问题的暴露。金融危机以来，美债未偿余额快速扩张，当下已突破 30 万亿。在 SLR 监管约束下，一级交易商持有美债头寸维持在 1.8 万亿左右，提供约 6000 亿日均交易量。美债存量大幅扩张，而一级交易商扩表相对缓慢、做市能力恶化。

➤ 三问：“低估”的风险？美债市场稳定性变差、高收益债“违约潮”风险

历史上，美债“深度”恶化时期，外生冲击易被放大，溢出效应也更加显著。2020 年 3 月，境外投资者为维持美元流动性、抛售美债。SLR 约束下美债“深度”恶化，价格波动被放大；基于美债的衍生品风险激增，直至美联储放宽 SLR、启用一级交易商信贷便利后才有缓和。一级交易商增持美债、减持企业债，也恶化了企业债流动性，短期内加剧了企业债违约风险。

本轮中，美联储缩表累积效应显现下，长期美债面临的流动性冲击或较过往更甚；美债市场波动溢出后，激增的高收益债违约风险也值得关注。1) 当下，随着美联储缩表的推进，未偿美债的中长期占比不断抬升，中长期美债流动性的恶化程度或较过往更为严重；2) 滚续能力受限的背景下，流动性恶化或进一步约束高收益债发行方融资，加剧美国高收益债市场崩盘风险。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、海外经济衰退超预期

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

1、今年以来美国市场的新变化？股债两市波动明显加剧	3
2、高波动背后的原因？美债市场的“深度”显著下降	4
3、“低估”的风险？美债市场稳定性变差、高收益债“违约潮”风险	6

图表目录

图表 1：美债波动率明显提升	3
图表 2：美债收益率日内波动明显变高	3
图表 3：美债波动率明显提升	3
图表 4：美国国债流动性压力指数已近 10 年高位	3
图表 5：美股与美债利率的动态相关性趋近极值水平	4
图表 6：美国股债两市隐含波动率均处于相对高位	4
图表 7：美债交易主要依赖于一级交易商	4
图表 8：各期限美债买卖价差明显提高	4
图表 9：美国国债市场深度的度量	5
图表 10：10 年期美债收益率日内波幅明显走阔	5
图表 11：美国一级交易商日均交易量占美债存量比重	5
图表 12：一级交易商持有的美债未偿余额	5
图表 13：不同主体的 SLR 要求	6
图表 14：美国国债招投标倍数下降	6
图表 15：美国银行资产负债表扩表幅度不及美债	6
图表 16：一级交易商持有美债远期头寸不断减少	6
图表 17：2020 年时美债市场曾经受到显著冲击	7
图表 18：一级交易商持有的远期头寸	7
图表 19：新冠疫情期间，大量美国企业债违约	7
图表 20：美联储创新型货币政策工具的使用	7
图表 21：主要机构持有美债规模	7
图表 22：未偿美债的期限结构中，中长期占比提高	7
图表 23：未来美联储的缩表进程	8
图表 24：中长期美债的流动性恶化程度较短期更甚	8
图表 25：美国信用债到期压力即将显现	8
图表 26：高收益企业债发行明显受限	8
图表 27：罗素 3000 指数的“僵尸”企业比例快速攀升	9
图表 28：盈利能力恶化，往往在实质性衰退后才显现	9

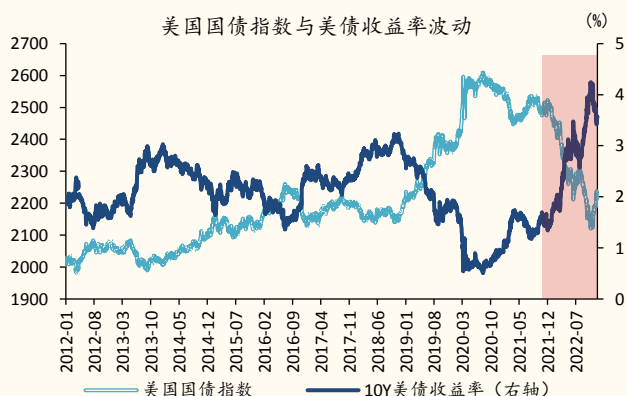
年初以来，美国股债两市波动明显加剧，背后是美债市场“深度”的下降。美债市场“深度”为何恶化、后续还有哪些被低估的风险？本文分析，可供参考。

1、今年以来美国市场的新变化？股债两市波动明显加剧

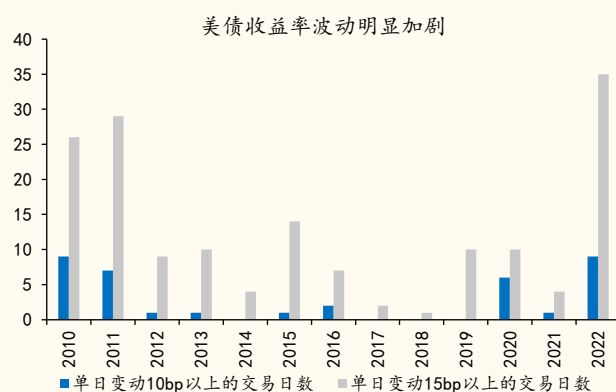
2022 年以来，美国债券市场波动明显加剧。年初至今，美国 10Y 国债收益率一度由 1.52%，在 10 月 21 日上破 4.34%，随后又快速回落至 12 月 9 日的 3.57%；2010 年以来，10Y 美债收益率单日波动较少超过 10bp；而今年 10Y 美债收益率已经在 35 个交易日中出现 10bp 以上的变动幅度、在 9 个交易日中出现 15bp 以上变动，甚至在 11 月 10 日单日即出现 30bp 的振幅，市场稳定性明显变弱。

图表 1：美债波动率明显提升

图表 2：美债收益率日内波动明显变高



来源：Bloomberg，国金证券研究所

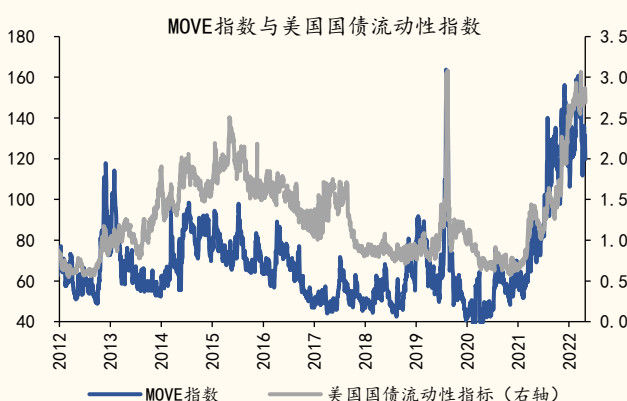
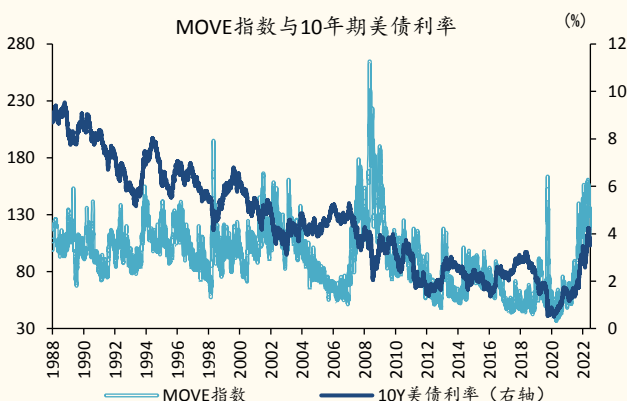


来源：Bloomberg，国金证券研究所

美国国债的隐含波动率指数、流动性压力指数均攀升至 10 年以来高位。今年以来，MOVE¹指数长期处于 120 以上的近 10 年高位；截至 12 月 25 日，MOVE 指数仍高达 113.17，预示着未来 1 个月内美债收益率日均波动率高达 7.1bp；与此同时，美债流动性压力指数²也一度在 10 月 31 日攀升至 3.07，接近 2020 年 3 月 19 日疫情期间 3.08 的峰值水平，并长期处于近 10 年高位。

图表 3：美债波动率明显提升

图表 4：美国国债流动性压力指数已近 10 年高位



¹ MOVE 指数由美银美林对 2 年期、5 年期、10 年期和 20 年期美债期权隐含波动率加权计算而来，反映了未来 1 个月内美债市场的整体波动水平。

² 美债流动性压力指数衡量美国国债市场当前的流动性状况。该指数基于彭博日内相对价值曲线的拟合，计算剩余期限为 1 年及以上美国国债的平均收益率误差。当流动性条件有利时，平均收益率误差很小，公允价值的错位会在短时间内正常化。在压力大的流动性条件下，曲线拟合隐含的公允价值错位可能会持续存在，从而导致较大的平均收益率误差。

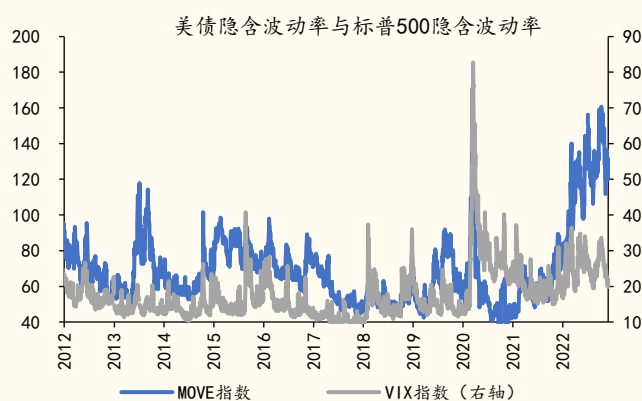
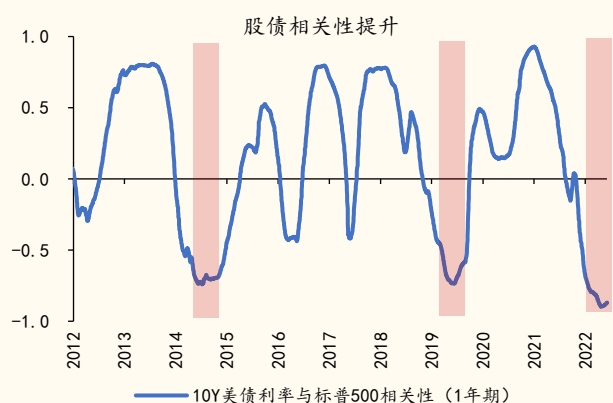
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

债市向股市的传导效应相较过往也更为明显，使得美股市场的波动同样被放大。从股债动态相关性来看，在加息周期或降息周期的起步阶段，易发生股债两市的同涨同跌。2015 年加息周期与 2019 年降息周期中，10Y 美债利率与标普 500 的 1 年期动态相关性均达到过-0.7 的历史低位。今年以来，美国股债动态相关性一度触及-0.9，债市向股市传导较过往更为明显。债市波动溢出效应下，美股波动也明显加剧，1 月 4 日至 10 月 10 日，道指下跌 20.2%，步入技术性牛市；随后道指又快速反弹，一度涨超 18.1%，短短一年内即经历一轮牛熊切换。

图表 5：美股与美债利率的动态相关性趋近极值水平

图表 6：美国股债两市隐含波动率均处于相对高位



来源：Bloomberg，国金证券研究所

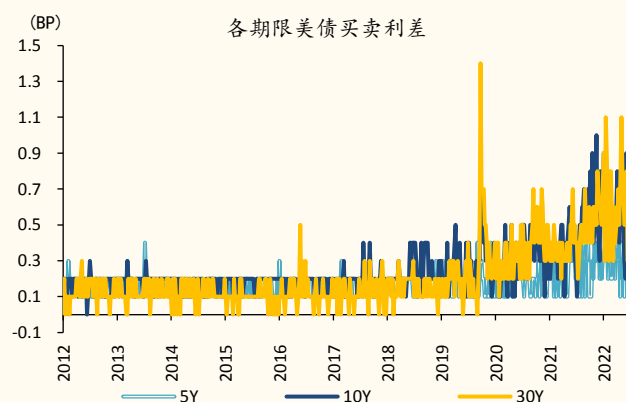
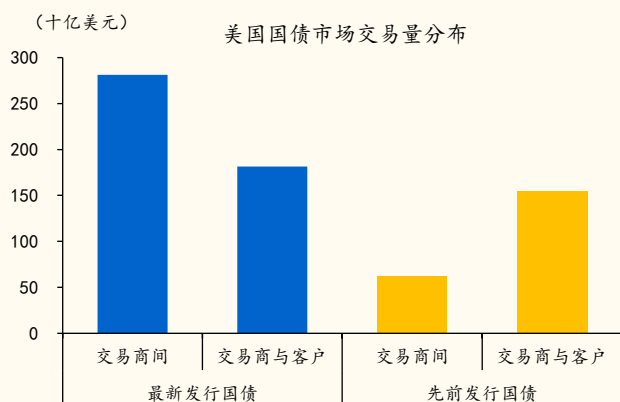
来源：Bloomberg，国金证券研究所

2、高波动背后的原因？美债市场的“深度”显著下降

高波动的背后，是美债市场“深度”的显著下降；美联储研究显示，当下美债市场深度已近金融危机前后的水平。美债市场上，一级交易商的买卖价差是其市场“深度”的有效度量³。今年以来，各期限美债的买卖价差明显走阔，过往维持在 0.1bp 左右的买卖价差现已攀升至 0.7bp 左右。由买卖价差波动率度量的美债市场“深度”，也已趋近金融危机时期水平。市场“深度”的下降，明显放大了宏观信息对市场的冲击；过去 10 年间一共仅发生过 3 次美债利率日内波超 30bp 的情况，而今年以来，6 月 16 日、9 月 28 日、11 月 10 日相继出现。

图表 7：美债交易主要依赖于一级交易商

图表 8：各期限美债买卖价差明显提高

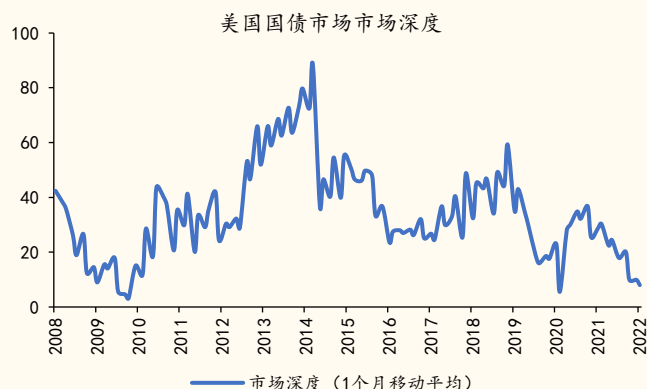


³ 24 家一级交易商是美债市场流动性的主要提供者，而客户与客户间直接交易的占比仍相对较低。

来源：Bloomberg，国金证券研究所

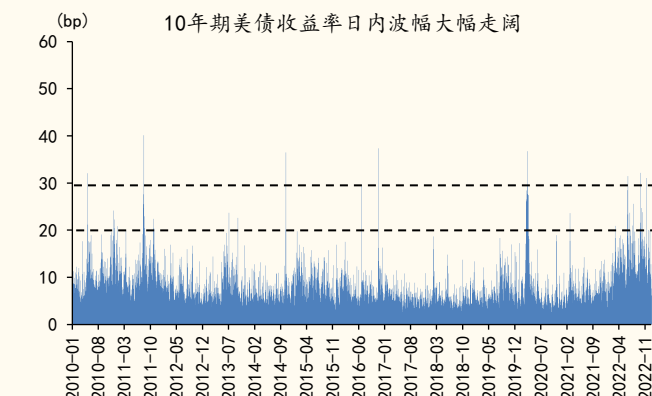
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 9：美国国债市场深度的度量



来源：Fed，国金证券研究所

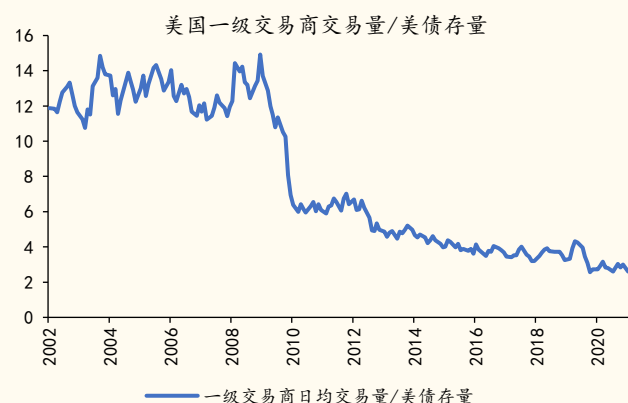
图表 10：10 年期美债收益率日内波幅明显走阔



来源：Bloomberg，国金证券研究所

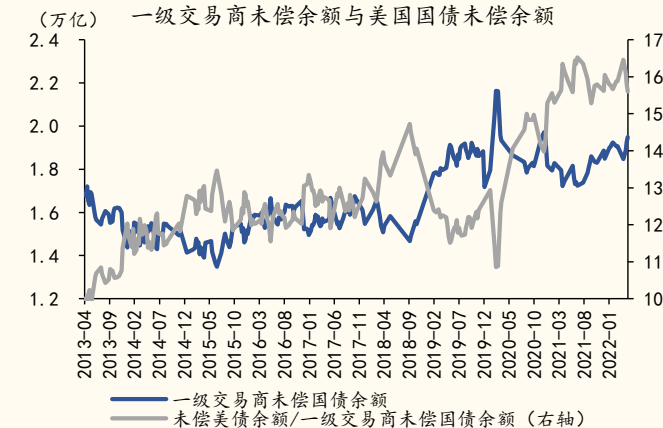
美债市场“深度”下降根源在于美债规模扩张，而一级交易商承接能力不足；前期宽松流动性环境掩盖了问题，而今年以来的紧缩转向则加速了问题的暴露。2008 年金融危机以来，美国国债规模持续扩张；2020 年疫情的爆发，则导致美债未偿余额进一步攀升，2019 年末尚不到 23 万亿美元的未偿美债余额，当下已突破 30 万亿。而在本轮美债市场规模的快速扩张中，一级交易商持有的美债头寸始终维持在 1.8 万亿左右，提供的市场日均交易量也依旧在 6000 亿美元左右波动。美债存量规模的扩充，导致美债交易量占比被动下降。前期宽松的流动性环境掩盖了问题，而今年政策收紧以来，国债旧券流动性出现明显恶化。

图表 11：美国一级交易商日均交易量占美债存量比重



来源：Bloomberg，国金证券研究所

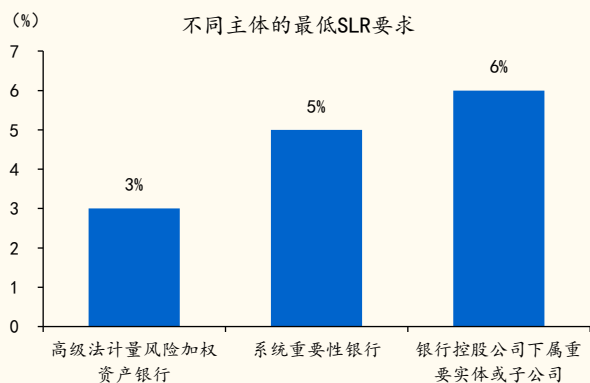
图表 12：一级交易商持有的美债未偿余额



来源：Bloomberg，国金证券研究所

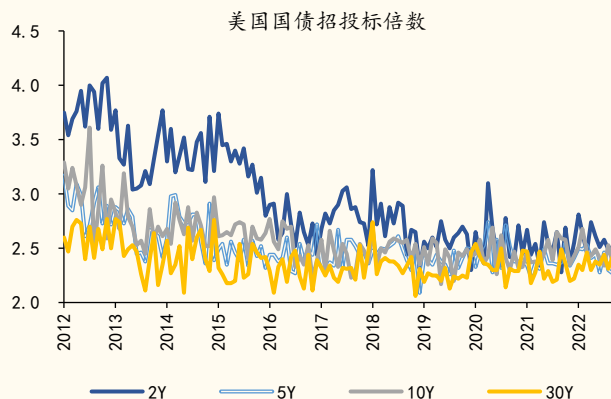
一级交易商承接能力的相对不足，则主要受金融危机后补充杠杆率的监管约束影响。金融危机后，美联储在 2013 年提出补充杠杆率的监管约束。该约束赋予低风险国债与高风险资产相同的风险权重，导致受 SLR 约束的银行类一级交易商、持有美债偏好明显弱化；从一级市场来看，SLR 启用后，一级交易商美债招标倍数快速下降。监管约束下，金融机构扩表慢于美国政府，美国银行资本与公共债务余额比值由疫情前 7 倍回落至 4 倍左右。此外，今年以来加息、缩表带来频繁市场冲击，提高了做市难度，也导致一级交易商压降美债头寸。

图表 13: 不同主体的 SLR 要求



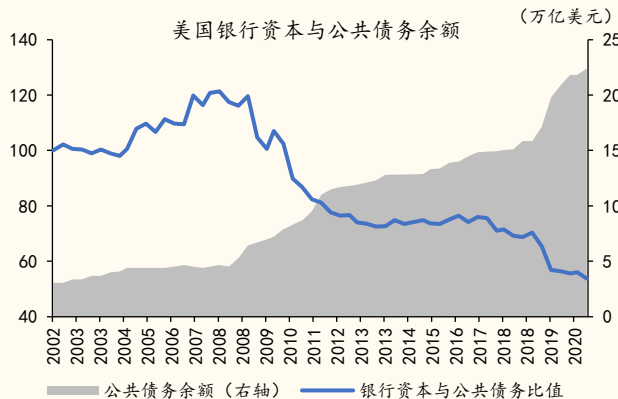
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 14: 美国国债招投标倍数下降



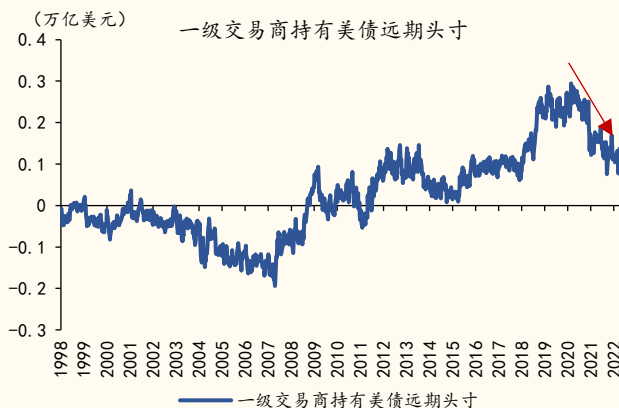
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 美国银行资产负债表扩表幅度不及美债



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 16: 一级交易商持有美债远期头寸不断减少



来源: Wind, 国金证券研究所

3、“低估”的风险？美债市场稳定性变差、高收益债“违约潮”风险

历史上来看，美债“深度”恶化时期，外生冲击易被明显放大，溢出效应也更加显著。2020年3月，新冠疫情爆发初期，境外投资者为维持美元流动性，大举抛售美债资产；SLR约束下美债“深度”受限，美债价格震荡被显著放大，依赖于美债的大量衍生品平仓风险激增，直至美联储放宽SLR约束、启用一级交易商信贷便利（PDCF）后才出现缓和。与此同时，一级交易商增持美债的同时，对企业债头寸的减少，进一步恶化了企业债市场的流动性，直至美联储

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50620

