

美国国内需求能否拯救美债？^{*}

熊爱宗

摘要：美国国债规模持续扩张，其潜在风险日益凸显。在外国投资者持有比例趋势性下降的情况下，美国国内对国债的需求变得愈发重要，进一步增加美国国内需求成为维持美债稳定的关键。本文系统分析了美国扩大美债国内需求的可能政策工具与路径，包括推动美联储增持美债，鼓励商业银行及共同基金、养老基金、保险公司等非银行金融机构扩大美债配置，借助美元稳定币间接创造美债需求。虽然上述路径在短期内可增加美债需求，但也面临明显约束：美联储大规模购债可能损害货币政策独立性并引发“财政主导”风险；金融机构集中增持美债可能导致金融风险跨市场传导，放大市场波动；美元稳定币虽能提振美债需求，但其挤兑风险可能反噬美债市场。本文认为，提高美债国内需求虽可在短期内维持美债市场稳定，但无法从根本上扭转美债困境，反而可能会刺激美债供给增长，长期内进一步加剧美债的债务可持续性风险。

关键词：美债 国内需求 债务可持续 美元地位

问题的提出

美国国债（以下简称“美债”）是当前以美元为中心的国际货币体系的基础。美债市场通常被视为世界上最具深度和流动性的证券市场，在全球经济中发挥关键作用。美债被视作“无风险”资产的标杆，长期以来一直被世界各国官方和私人部门投资者视为安全、高流动性的资产，是主要的美元储备形式。然而随着美债供给越来越多，美债带来的可持续风险日益增大。特别是自2008

熊爱宗系中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员，电子邮箱：xiongaz@cass.org.cn。

^{*} 本文系国家社会科学基金一般项目“新的国际环境下外国投资者持有美国国债行为研究”（项目编号：24BGJ024）的阶段性研究成果。感谢匿名审稿专家和编辑部的宝贵修改建议，当然文责自负。

年全球金融危机以来，美国政府债务不断攀升，引发市场对美国政府债务危机的担忧。2011年8月，标准普尔出于对美国预算赤字问题的担忧，将美国主权信用评级由AAA调低至AA+，这是自1941年标准普尔开始主权评级以来，美国首次丧失3A主权信用评级。2023年8月，惠誉公司也将美国长期外币发行人违约评级从AAA下调至AA+，这是惠誉自1994年发布该评级以来首次下调美国信用评级。2025年5月，穆迪公司宣布，由于美国政府债务及利息支出增加，决定将美国主权信用评级从Aaa下调至Aa1。国际三大评级公司均将美国主权信用评级下调至3A以下。因此，有评论认为美债已经变成了有风险的安全资产。^[1]美债风险增加削弱了外国投资者持有美债的信心。近年来，外国投资者持有美债占美债总规模的比例自2008年全球金融危机后不断下降，减持美债的海外经济体数量也越来越多。

对于美国政府来说，在美债规模不断扩大的情况下，如何寻得更多的需求成为维持美债可持续的关键。政府通常通过两种方式来维持公共债务可持续性：^[2]一是确保政府征税税额高于政府支出，以维持未来财政盈余，此种判断债务可持续的方式主要关注债务占国内生产总值（GDP）的水平值或变动轨迹以及利率与产出增长率之差（ $r-g$ ）。^[3]二是政府能够以低于投资者贴现率的利率进行融资，或者说只要政府能保持债务对于投资者的吸引力，满足投资者对安全性、流动性或其他公共债务可提供好处的需要，债务就能实现可持续。第二种方式更侧重于投资者需求角度分析，美元的特殊地位使得美债在不断增长的情况下仍维持着广泛的需求，并为美国提供额外的债务能力。^[4]本文从第二种方式出发来判断美债的未来可持续性。近来，不乏关于如何扩大美债需求的政策讨论。曾被热议的“海湖庄园协议”提出为维持美债市场的稳定，要求享受美国安全庇护的国家必须对美债提供相应支撑，这包括通过购买美债来为其安全进

[1] Wan S. and Becker T., “A Risky Safe Asset: The Vulnerabilities of US Treasuries”, May 13, 2025, [https://www.blackrock.com/us/individual/insights/us-treasury-risks\[2025-07-21\]](https://www.blackrock.com/us/individual/insights/us-treasury-risks[2025-07-21]).

[2] Reis R., “Steady Prices, Sustainable Debt”, International Monetary Fund, Finance & Development, March 2022.

[3] Reinhart C. and Rogoff K., “Growth in a Time of Debt”, *American Economic Review*, 100 (2): 573–578, 2010; Barrett P., “Interest-growth Differentials and Debt Limits in Advanced Economies”, IMF Working Paper No. 18/82, 2018; Blanchard O., “Public Debt and Low Interest Rates”, *American Economic Review*, 109(4): 1197–1229, 2019.

[4] Choi J., Dang D., Kirpalani R. and Perez D., “Exorbitant Privilege and the Sustainability of US Public Debt”, NBER Working Paper No. 32129, 2024.

行融资，而且要使用长期债券（世纪债）而不是短期国债，把持有的短期国债置换成长期国债等。^[1]这实际上是美国希望借助关税战来逼迫外国投资者维持对美债的需求。除了稳定外国需求外，2025年6月，德意志银行分析师萨拉维洛斯还提出所谓的“宾夕法尼亚计划”，该计划的核心是鼓励更多美国国内投资者购买美债，以弥补外国投资者美债购买不足的缺口，并降低其抛售美债的影响，从而缓解美国财政的不可持续性。^[2]本文聚焦分析美国增加美债国内需求的可能性，因为相较于海外投资者的需求，美国政府对于美债的国内需求管理相对更容易。与此同时，国内需求仍是美债需求的主体，也是未来美债需求增长的主要来源。

关于美债投资者基础和持有美债影响因素的已有研究

（一）有关美债投资者基础的研究

多元化的投资者基础是维持政府债券市场健康、有序以及低成本运行的关键。^[3]然而不同投资者在国债市场中的地位不一样，对国债市场的影响也不同。安德里茨强调深厚且多元化的国内机构投资者在国债市场中的重要性，其以发达经济体国债市场为研究对象，发现2008年全球金融危机之后，国内投资者尤其是国内金融机构成为新发国债的主要买家，出现了“本土偏好”的回归。^[4]经济合作与发展组织（OECD）指出，2021—2024年，OECD国家政府债券市场中，家庭部门和外国投资者的持债比例不断上升，但两者均属于价格敏感型投资者，其需求往往取决于相对收益率水平，可能推高期限利差并弱化政策利率向长端利率的传导效果。^[5]多尼克等则研究了银行和非银行投资者在新兴市场经济体国债市场中的作用，发现在金融压力时期，国内银行往往扮演国债市场

[1] Miran S., “A User’s Guide to Restructuring the Global Trading System”, Hudson Bay Capital, November 2024.

[2] Adinolfi J., “A New Plan Might Be Taking Shape in Washington to Help Manage Explosive U.S. Debt”, June 25, 2025, <https://www.morningstar.com/news/marketwatch/20250624370/a-new-plan-might-be-taking-shape-in-washington-to-help-manage-explosive-us-debt>[2025-07-20].

[3] World Bank and International Monetary Fund, *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, Washington D. C.: World Bank Publications, 2001.

[4] Andritzky J., “Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?” International Monetary Fund Working Paper WP/12/158, 2012.

[5] OECD, *Global Debt Report 2025: Financing Growth in a Challenging Debt Market Environment*, Paris: OECD Publishing, 2025.

“稳定器”的角色，而非银行投资者反而会放大流动性压力。因此，应培育多元化的投资者基础，特别是要发展和依赖国内银行作为国债市场的“稳定锚”。^[1]方等通过对95个国家主权债务持有者的分析发现，非银行金融机构如投资基金、养老基金、保险公司等是政府新发行债务的最主要吸收者。同时，非银行投资者对主权债务收益率的敏感度最高，显示出这类投资者在国债市场中的作用日益重要。具体到美债市场，不同投资者对于美债市场运行的影响也存在差异。^[2]乔杜里等研究了不同投资者对美债收益率的影响，发现美债市场结构自2008年全球金融危机以来出现显著变化，外国投资者影响力下降，而美国联邦储备系统（以下简称“美联储”）则成为关键参与者。同时，外国投资者在危机中并未表现出明显的“避险”行为，国内投资者尤其是家庭部门成为推动美债收益率下降的主要力量。^[3]

外国投资者是美债的重要持有者。多数观点认为，美债是一种全球性的安全资产，投资者愿意为持有的安全性和流动性支付溢价，即获得便利收益，特别是在经济不确定性增加或金融市场波动时，投资者愿意接受美债较低的收益率。^[4]但塔博娃和沃诺克认为外国投资者所持美债回报率并不低，且外国投资者的需求并非缺乏弹性。^[5]当美债收益率相较于其他国家主权债券收益率较高或上升时，外国投资者会增加对美债的购买，并延长美债投资组合的期限。因此，母国利率下降将促使投资者寻求更高收益的资产，从而增加对美债的投资。^[6]

然而，随着美债风险的增大，外国投资者持有美债的信心下降。刘东民、宋爽认为，美国政府不断加重的公共债务成为导致美元国际信用下降的重要因素之一，而美元国际信用下降与其他国际货币的持续崛起将推动各国官方减持美债、降低美元储备，从而引起美国中长期国债利率上升、财政压力增大，最

[1] Van Doornik B., Frost J., Guerra R., Tombini A. and Upper C., “Towards Liquid and Resilient Government Debt Markets in EMEs”, *BIS Quarterly Review*, March 2024.

[2] Fang X., Hardy B. and Lewis K., “Who Holds Sovereign Debt and Why It Matters”, *The Review of Financial Studies*, 38(8): 2326–2361, 2025.

[3] Chaudhary M., Fu Z. and Zhou H., “Anatomy of the Treasury Market: Who Moves Yields?” Olin Business School Center for Finance & Accounting Research Paper No. 2024/14, 2024.

[4] Jiang Z., Krishnamurthy A. and Lustig H., “Foreign Safe Asset Demand and the Dollar Exchange Rate”, *Journal of Finance*, 76(3): 1049–1089, 2021.

[5] Tabova A. and Warnock F., “Foreign Investors and US Treasuries”, NBER Working Paper No. 29313, 2021.

[6] Ammer J., Claessens S., Tabova A. and Wroblewski C., “Home Country Interest Rates and International Investment in U.S. Bonds”, *Journal of International Money and Finance*, 95: 212–227, 2019.

终形成国际货币体系从霸权走向多元的自我增强型循环。^[1]翟东升、王雪莹指出，地缘政治风险也是影响外国投资者持有美债行为的重要因素，特别是美债越来越多地被美国“武器化”使用，各国对美债安全性和可靠性的担忧进一步加剧。^[2]鞠建东、夏广涛认为，美国债务违约风险正逐渐上升，美元危机可能动摇以美元为中心的国际货币体系，进而威胁全球金融体系的稳定性。^[3]在这种情况下，现有文献广泛研究美债可持续性问题的，^[4]也有文献关注外国投资者是否应减持美债。^[5]

（二）影响投资者持有美债的因素

一是经济增长、通胀、利率等宏观经济基本面因素的影响。其中，利率影响最为明显。艾伦等估算了各部门对美债的需求收益率弹性。研究发现，当长期国债收益率上升1个百分点时，非中央银行机构投资者的美债需求将增加11.4%。其中，商业银行、外国私人投资者、养老基金、投资基金及保险公司是对长期收益率变动最敏感的五大部门，且其敏感程度存在差异。这种敏感异质性的存在意味着美债收益率变化时，投资者需求将会对应调整，从而造成美债持有结构的变化。^[6]部分文献研究了便利收益对美债需求的影响。克里希纳穆尔蒂和维辛-约根森发现美国债务占GDP比例与便利收益呈显著负相关，但不同投资者对便利收益的影响存在差异，其中政府类持有者如外国中央银行、美联储以及美国各州和地方政府的需求最缺乏弹性，而养老基金、保险公司等长期投资者的需求最具弹性。^[7]卡瓦列里也发现投资者对美债便利收益存在偏好异质性，其中，美国私人存款机构、证券经纪商、州及地方政府的需求对长期国债便利收益的敏感度最高，家庭部门、养老基金、保险公司的需求对便利收益的

[1] 刘东民、宋爽：《美债减持与国际货币体系多元化路径》，《中国社会科学》，2024年第5期。

[2] 翟东升、王雪莹：《美国国债的嚣张特权与新时代的中国选择》，《现代国际关系》，2024年第4期。

[3] 鞠建东、夏广涛：《三足鼎立：中美贸易摩擦下的国际货币新体系》，《国际金融研究》，2020年第3期。

[4] Choi J., Dang D., Kirpalani R. and Perez D., “Exorbitant Privilege and the Sustainability of US Public Debt”, NBER Working Paper No. 32129, 2024.

[5] Subacchi P. and van den Noord P., “Should Europe Continue to Fund U.S. Federal Debt?” Amsterdam Center for European Studies, Science Po Chair in Sovereign Debt Working Paper, 2025.

[6] Eren E., Schrimpf A. and Xi F., “The Demand for Government Debt”, BIS Working Papers No. 1105, 2023.

[7] Krishnamurthy A. and Vissing-Jorgensen A., “The Demand for Treasury Debt”, NBER Working Paper No. 12881, 2007.

敏感度最低。^[1]

二是国债市场的流动性、投资者结构的多元化、国债的发行策略等国债市场自身因素的影响。国际货币基金组织（IMF）认为通过完善“关键期限”债券发行、定期进行债券发行以及“预发行”交易等发行策略可以扩大投资者基础，降低风险溢价，从而最终降低政府的融资成本。^[2]美国财政部借款咨询委员会认为应考虑引入超长期国债（如50年或100年）、永久债券的可行性，以满足养老金和保险公司对超长期资产的需求。^[3]

三是政府治理水平以及相关制度质量的影响。良好的治理和制度对于有效管理公共债务至关重要，也是决定公共债务市场利差和深度的关键因素。通过降低政治风险、法律风险、操作风险等方式，可以营造让投资者感到安全的环境。在实证研究中，文献广泛使用世界银行的全球治理指标（WGI）来刻画政府治理水平和制度质量，发现政治稳定、政府效能、监管质量、法治、反腐败等指标的改善有利于降低公共债务占GDP的比例，^[4]并降低主权债务违约风险。^[5]

四是与国债市场相关的监管、税收、投资环境等政府政策因素的影响。IMF指出，为促进多元化投资者特别是机构投资者对国债的需求，政府可以通过健全监管框架、税收激励、优化投资环境等政策来吸引各类投资者，从而建立一个深度、流动、高效且稳定的国债市场。^[6]格林伍德和瓦亚诺斯以英国为例，指

[1] Cavaleri F., “The Convenience Yield and the Demand for US Treasury Securities”, Chicago Booth Research Paper, 2022.

[2] IMF, “Revised Guidelines for Public Debt Management”, International Monetary Fund Policy Paper, 2014.

[3] The U.S. Department of the Treasury’s Office of Debt Management, “Treasury Presentation to TBAC, Fiscal Year 2017 Q2 Report”, May 2017, <https://home.treasury.gov/system/files/276/Q22017CombinedCharges-forArchives.pdf>[2025-10-15]; The U.S. Department of the Treasury’s Office of Debt Management, “Treasury Presentation to TBAC, Fiscal Year 2019 Q1 Report”, 2019, <https://home.treasury.gov/system/files/276/q12019CombinedChargesforArchives.pdf>[2025-10-15].

[4] Tarek B. and Ahmed Z., “Governance and Public Debt Accumulation: Quantitative Analysis in MENA Countries”, *Economic Analysis and Policy*, 56, 1-13, 2017; Cooray A. and Özmen I., “The Role of Institutions on Public Debt: A Quantile Regression Approach”, *International Review of Economics & Finance*, 93: 912-928, 2024.

[5] Qian R., “Why Do Some Countries Default More Often Than Others? The Role of Institutions”, The World Bank Policy Research Working Paper No. 5993, 2012; Bhattacharya M. and Inekwe J., “Convergence in Sovereign Debt Defaults: Quantifying the Roles of Institutions”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 83(3): 792-811, 2021.

[6] World Bank and International Monetary Fund, *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, Washington D. C.: World Bank Publications, 2001.

出《2004年养老金法》通过对资金不足的养老金计划设立罚款，为养老金购买长期政府债券提供了强有力的激励，并降低了政府债券收益率水平。^[1]IMF也指出，通过推进养老基金改革、设立共同基金等消除抑制机构投资者发展的监管与财政扭曲，有利于扩大国债的投资者基础。^[2]何和余指出，可通过鼓励中产阶级增加对本地养老基金的投资、优化监管框架、避免在市场压力下迫使长期机构投资者进行顺周期抛售等政策，来拓宽国内投资者基础特别是鼓励长期机构投资者参与主权债务市场，以此来对冲外国资本抛售所带来的风险。^[3]

基于上述文献，本文旨在分析美债在海外需求呈下降趋势的形势下，美国政府通过增加国内需求稳定美债市场的可能性以及相应的挑战和制约因素，为后续判断美债市场走势提供参考。

美债投资者结构：现状与特征

近年来，美债规模持续攀升。进入20世纪后，美国国债逐步演变为美国政府干预经济、应对重大危机的核心工具。为了应对大萧条，罗斯福政府主动扩大政府支出和赤字以刺激经济，美债规模开始大幅攀升。第二次世界大战期间，美债快速增长，从1939年的约40亿美元迅速增长至1946年的近270亿美元。此后较长一段时间里，美债的增长态势有所缓和。但从20世纪80年代开始，美债增长进入“快车道”。里根政府大幅减税、国防开支剧增等因素使得美债规模在1982年首次突破1万亿美元，1986年突破2万亿美元，1985年美国从净债权国变为净债务国。进入20世纪90年代，美债继续保持快速增长态势，整个90年代增长2.4万亿美元。2008年全球金融危机爆发，美国采取大规模财政刺激政策来稳定经济，这使得美债规模直接突破10万亿美元。2020年新冠疫情暴发，美国更是采取超过以往的财政刺激措施，美债规模相比2019年增长18.6%达到近27万亿美元。此后每年美债规模增量几乎都在2万亿美元以上。截至2026年4月，美债规模已接近39万亿美元。在债务规模急剧扩张的情况下，美国政府债务占

[1] Greenwood R. and Vayanos D., “Price Pressure in the Government Bond Market”, *American Economic Review*, 100(2): 585–590, 2010.

[2] IMF, “Revised Guidelines for Public Debt Management”, International Monetary Fund Policy Paper, 2014.

[3] Ho E. and Yu D., “Domestic Investors as a Market Stabiliser in Emerging Market Economies? A Sovereign Debt Market Perspective”, Hong Kong Monetary Authority Research Memorandum 05/2022, 2022.

GDP的比例不断上升。1980年美国政府债务占GDP的比例仅维持在33%，1995年已上升至66%，此后有所下降，但从2002年开始再次回升，2012年达到100%，2025年维持在124%，债务累积的风险越来越高，美国政府偿付债务的难度越来越大。根据美国国会预算办公室2026年2月预计，2026年美国联邦政府赤字为1.9万亿美元，2027—2036年平均每年为2.4万亿美元，这一时期累计的赤字规模将达到24.4万亿美元，到2036年公众持有的美国联邦政府债务将达到56万亿美元，相比2025年增长85.9%。

美债具有较为丰富多元的投资者基础（见表1）。多元化的投资者结构是美国能够以相对较低成本持续吸纳海量新增债务、维持全球最大主权债务市场平稳运行的重要保障。在美国国内层面，美债持有者经历了从个人投资者向机构投资者的转变。据统计，1950年，个人投资者是美债最大的持有群体，持有约25.9%的份额，此后逐步转向以机构投资者为主的多样化的投资者结构。^[1]目前，养老基金、货币市场基金、对冲基金等投资者都是美债重要的持有者。2008年全球金融危机后，美债国内投资者结构再次发生重大变化。美联储通过多轮量化宽松政策，以大规模购买美债的方式向市场注入流动性，使得其美债持有份额大幅上升。在国际层面，美债也经历了外国投资者持有比例不断上升、投资来源范围不断扩大的过程。1970年，海外投资者仅持有140亿美元美债，占公众持有债务的比例仅为5%。^[2]此后随着石油美元体系的建立，中东石油生产国将大量美元资产投资到美债市场。据统计，1977年仅沙特阿拉伯持有的美国国债就占到外国投资者持有美债总额的20%。^[3]20世纪90年代开始，许多新兴市场经济体通过出口积累了巨额外汇储备，这些储备资产也大部分流向美国国债市场，推动外国投资者持有比例不断上升。

[1] 杨大楷、周成跃、杨大力、彭晓播：《机构投资者与国债市场改革》，《证券市场导报》，2001年第4期。

[2] Peter G. Peterson Foundation, “The Federal Government Has Borrowed Trillions. Who Owns All that Debt?” March 18, 2026, https://www.pgpf.org/article/the-federal-government-has-borrowed-trillions-but-who-owns-all-that-debt/?utm_campaign=the-national-debt-and-its-impact-on-you&utm_medium=referral&utm_source=theownershandbook.beehiiv.com[2026-04-15].

[3] 熊爱宗、宋爽：《“石油美元”的历史作用与未来展望》，《中国外汇》，2024年第23期。

表1 不同部门持有的美债规模 and 比例（截至 2025 年第三季度）

部门	金额 (亿美元)	占比	部门	金额 (亿美元)	占比
外国投资者	92692	33.1%	州及地方政府	15723	5.6%
共同基金	48066	17.1%	养老基金	11088	4.0%
其中：货币市场基金	32324	11.5%	交易所交易基金	6757	2.4%
美国联邦储备系统	38309	13.7%	保险	6580	2.3%
家庭和非营利组织	29609	10.6%	证券经纪商	4926	1.8%
银行	19405	6.9%	其他	7114	2.5%

注：此处统计的美债是由联邦政府发行且由联邦政府以外部门持有的可上市交易国债。
资料来源：美联储。

（一）外国投资者

外国投资者一直是美债的重要投资者。美债市场是全球最大、流动性最强的债券市场，被视为无风险资产的基准。因此，美债成为外国投资者美元资产配置的重要组成部分。2025 年 9 月，外国投资者共持有美债约 9.3 万亿美元，占美债总规模的 33.1%。分国别来看，持有美债最多的国家包括日本、英国、中国等。2025 年 9 月，日本持有美债 1.19 万亿美元，是美债的最大持有国。除国家外，还有一部分国际组织和区域组织持有一定量的美债。近年来，海外官方机构对美债的需求稳中有降，但来自海外私人投资者的需求显著上升。2025 年第三季度，外国私人部门持有美债为 5.4 万亿美元，已经远超外国官方部门。

（二）美联储

美债是美联储实施货币政策的一个重要工具。作为美债的最大单一持有者，美联储发挥着美债市场规则的制定者与调控者角色。2020 年 3 月，新冠疫情冲击引发美国金融市场剧烈波动，在美国共同基金、对冲基金以及外国投资者大规模抛售美债的情况下，美联储在 2020 年第一季度购买美债 1 万亿美元，从而在短期内扭转美债收益率大幅飙升趋势，维护了美债市场的稳定。^[1]

美联储通过量化宽松政策成为美债的重要国内需求力量。2008 年全球金融危机之后，美联储实施了多轮量化宽松政策，特别是 2020 年 3 月美联储实施“无上限”量化宽松政策，使其持有的美债规模急剧增加。在 2022 年 6 月最高峰

[1] Vissing-Jorgensen A., “The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve”, *Journal of Monetary Economics*, 124: 19–47, 2021.

时，美联储持有的美债达到5.77万亿美元，是2019年年底规模的近2.5倍。此后，随着美国结束量化宽松政策并启动量化紧缩，美联储持有的美债也不断下降，但至2025年12月美联储仍持有美债4.2万亿美元。

（三）共同基金（货币市场基金）和对冲基金

共同基金和其他资产管理公司在美债市场中的重要性日益增加。随着资产规模不断扩大，共同基金持有的美债规模也在不断增加。2008年全球金融危机之后，美国共同基金迎来新一轮资产扩张，2021年年底其金融资产规模达22.2万亿美元，此后出现剧烈下降，2022年第三季度跌至16.6万亿美元，此后逐步恢复，2025年第一季度恢复至21.2万亿美元。在此基础上，共同基金持有的美债规模在近十年也呈现波动上升的趋势，2021年第一季度共同基金持有的美债达到3.95万亿美元，此后逐步回落，但从2024年第三季度开始，共同基金持有的美债规模均保持在4万亿美元以上，约占其金融资产总规模的20%。

作为一种特殊类型的共同基金，货币市场基金在美债投资中的地位尤其重要。货币市场基金持有美债的规模在2024年年底达到高峰，持有近3万亿美元，2025年第二季度降至2.6万亿美元，2025年第三季度则突破3.2万亿美元。2020年美债占货币市场基金资产比例曾超过50%，此后有所下降，不过从2024年开始，这一比例逐步恢复至40%左右。此外，货币市场基金还投资大量的国债回购交易，在2023年3月底最高峰时，货币市场基金曾参与2.7万亿美元的国债回购交易，2025年6月其投资的国债回购交易也在2万亿美元左右。^[1]

过去几年，对冲基金已经成为美国国债市场最活跃的参与者之一。从2012年开始，对冲基金逐步增持美债，截至2025年第二季度，美国国内对冲基金共持有各类美债2871亿美元。除了现金债券外，对冲基金还参与更大规模的美债衍生品如期货、远期合约及期权等投资，这使得对冲基金同时作为美债相对价值利差的套利者和美债市场重要的投资者，在美债市场上扮演着越来越重要和多样化的角色。作为套利者，对冲基金执行“相对价值”交易策略，利用美债及其相关衍生品合约之间微小的价格差异获利。作为投资者，对冲基金持有美债风险敞口，将其作为更广泛投资策略的一部分，或作为流动性的一个来

[1] The U.S. Office of Financial Research, “U.S. MMFs’ Investments in the Repo Market”, <https://www.financialresearch.gov/money-market-funds/us-mmfs-investments-in-the-repo-market>[2025-08-20].

源。^[1]据统计，合格的对冲基金所持有的美债风险暴露在2025年3月底达到3.8万亿美元，这大约是十年前的3.8倍，对美债市场的运行影响巨大。^[2]

（四）银行、养老基金和保险公司

2025年第三季度，银行（包括存款性机构、信用社、外国银行在美国的办事处等）、养老基金、保险公司等共持有美债3.7万亿美元，占美债总额的13.2%。对银行来说，美债是重要的投资对象。2008年全球金融危机之后的资本监管要求、贷款需求疲软下的被动配置等不断推动美国大型银行增持美债。^[3]据统计，2024年美国全球系统重要性银行共持有美债1.7万亿美元，约占其资产规模的11%。另外，部分银行也是美债市场的一级交易商，在维护债券市场的流动性方面发挥重要作用。^[4]

养老基金、保险公司的投资一般具有长期限，其在资产配置上更注重可持续性和弹性，并具有多元化的特征。2025年第三季度，养老基金共持有美债1.1万亿美元，占美债总额的4%。近年来，养老基金美债投资维持在自身总资产的3%~3.5%。主权债券一直是保险公司投资战略和风险管理的一个重要组成部分，其与保险公司的长期负债更加匹配，可以更好地对冲利率的变化。^[5]2025年第三季度，保险公司持有美债6580亿美元，占美债总额的2.3%。与养老基金类似，近年来保险公司持有的美债占其总资产的比例维持在3%~4.5%。

外国投资者持有比例的趋势性下降

当前，美元的国际货币基础日益受到侵蚀。美国财政状况不断恶化，政府债务持续增加。美国经济的结构不合理使得其无法解决贸易赤字问题。在“东

[1] Banegas A., Monin P. and Petrask L., “Sizing Hedge Funds’ Treasury Market Activities and Holdings”, October 6, 2021, <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/sizing-hedge-funds-treasury-market-activities-and-holdings-20211006.html>[2025-08-20].

[2] The U.S. Office of Financial Research, “Long and Short U.S. Treasury Exposures (U.S. Dollars)”, <https://www.financialresearch.gov/hedge-fund-monitor/categories/size/chart-22>[2025-08-20].

[3] Stulz R., Taboada A. and van Dijk M., “Why Are Bank Holdings of Liquid Assets So High?” NBER Working Paper No. 30340, 2022.

[4] Covas F. and Rosa F., “Treasury Market Resiliency and Large Banks’ Balance Sheet Constraints”, Bank Policy Institute Blog, February 6, 2025, <https://bpi.com/treasury-market-resiliency-and-large-banks-balance-sheet-constraints>[2025-08-25].

[5] Hardy B. and Zhu S., “Covid, Central Banks and the Bank-sovereign Nexus”, *BIS Quarterly Review*, March 2023.

升西降”的历史趋势下，美国经济占世界经济比重不断下降，支撑美元国际地位的实体经济因素不断受到侵蚀。受单边主义和霸权主义影响，美国利用美元地位对外频繁使用金融制裁，各国“去美元化”动力增强。2020年第四季度，美元储备在全球外汇储备中的比例首次跌破60%，2025年第四季度降至56.77%。

在美元地位不断下降的情况下，外国投资者持有美债的动力日益不足。据美国财政部统计，2008年外国投资者持有美债占美债总规模的最高比例曾达到52.7%，到2025年第三季度已经下降至33.1%。近年来，外国投资者持有美债比例走势大致可分为三个阶段：一是2008年全球金融危机爆发后，到2010年外国投资者持有美债比例跌破50%；二是从2014年美联储逐步退出量化宽松开始，至2019年外国投资者持有美债比例降至40.5%；三是新冠疫情暴发后，外国投资者持有美债比例跌破40%，并在此后维持在33%左右。外国投资者持有美债比例下降主要由外国官方投资者减持美债造成。2024年外国官方部门持有美债3.8万亿美元，相比2021年的高峰减少了9.2%。2015—2024年，外国官方部门持有的美债比例从31.8%下降至15.3%，而同期外国私人部门持有的美债比例则从15%缓慢上升至17.6%。随着美债风险的不断升高以及政策不确定性增加，外国投资者对美债的担忧情绪不断上升，未来外国投资者持有美债的比例将会进一步降低。

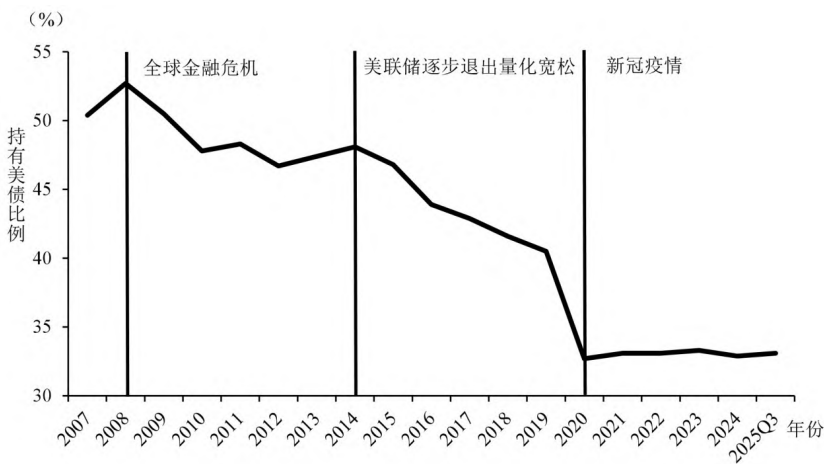


图1 外国投资者持有美债比例

资料来源：美国财政部。

分地区来看，欧洲、美洲（除美国）以及大洋洲近年来持有美债的规模仍

在不断上升，而亚洲、非洲等持有美债的规模则有所下降。2024年6月亚洲和非洲分别持有3.5万亿美元和440亿美元美债，相比各自高峰时期分别下降8.6%和36.2%。总体来看，相比发达经济体，新兴市场经济体明显削减了美债持有规模。2024年6月新兴市场经济体总共持有美债2.2万亿美元，相比高峰时期（2015年6月）下降了9.6%；而发达经济体在2024年6月持有美债突破5万亿美元，相比2015年6月增长62.2%。

部分经济体也大幅减持美债。根据美国财政部的统计，截至2024年6月，共有197个经济体持有美债。为评估各经济体减持美债行为，以2024年6月为截止时点，找出该经济体在2010—2024年间持有美债的最大值，将减持量定义为“美债减持量=该经济体2010—2024年最大持有量-各经济体2024年持有量”。

在统计的197个经济体中，有126个经济体存在不同程度的减持，其中共有20个经济体美债减持量超过100亿美元（见表2）。从减持规模上看，中国内地美债减持量达5265.9亿美元，位居第一位；日本以约1890亿美元减持量居于第二位；俄罗斯减持量为1679亿美元，位居第三位。以上是减持量超过1000亿美元三个经济体。

表2 部分经济体减持美债情况

经济体	相比最大持有规模减持量 (亿美元)	相比最大持有规模减持 比例 (%)	减持持续年份	美债最大持有 年份
中国内地	5265.9	40.3	13	2011年
日本	1889.9	14.8	3	2021年
俄罗斯	1679.2	99.9	14	2010年
巴西	847.1	27.2	5	2019年
土耳其	724.0	95.5	9	2015年
比利时	482.9	13.3	10	2014年
中国香港	360.7	13.8	4	2020年
沙特阿拉伯	356.8	20.3	5	2019年
百慕大群岛	283.1	24.3	11	2013年
哈萨克斯坦	279.5	79.6	10	2014年
伊拉克	259.7	53.2	12	2012年

续表2 部分经济体减持美债情况

经济体	相比最大持有规模减持量 (亿美元)	相比最大持有规模减持 比例 (%)	减持持续年份	美债最大持有 年份
埃及	257.0	99.4	14	2010 年
印度尼西亚	226.8	52.1	13	2011 年
瑞士	196.9	6.5	1	2023 年
布基纳法索	180.2	100.0	1	2023 年
阿曼	157.8	64.6	15	2009 年
韩国	143.5	11.0	3	2021 年
越南	114.4	29.2	2	2022 年
丹麦	105.3	45.3	8	2016 年
泰国	101.2	11.8	4	2020 年

注：减持持续年份为 2024 年减去美债最大持有年份，各年度数据均为当年 6 月份的数值。
资料来源：美国财政部。

从减持比例上看，相比最大持有规模，有多个经济体的减持比例达到或接近 100%。2024 年俄罗斯持有美债仅为 2.15 亿美元，相比其最大持有规模（2010 年 1681.37 亿美元）几乎可忽略不计。埃及在 2024 年持有美债仅为 1.63 亿美元，相比最高峰时（2010 年 258.65 亿美元）下降 99.4%。2024 年土耳其美债持有量相比其高峰时减少了 95.5%。哈萨克斯坦、印度尼西亚、中国、巴西、沙特阿拉伯等经济体也进行了较大比例的美债减持。

各经济体特别是官方投资者减持美债的原因可能来自以下几个方面。一是国际收支危机造成的储备不足。如埃及、斯里兰卡、巴基斯坦等经济体在危机之下被迫出售包括美债在内的储备资产，以应对进口支付和债务偿还需求。二是由制裁造成的外汇储备结构调整。如自 2014 年乌克兰危机以来，俄罗斯接连遭受美国的多轮金融制裁。为确保储备资产安全，俄罗斯中央银行加速减持美元资产。土耳其也面临类似情形，2018 年美国对土耳其实施金融制裁，双方的紧张关系导致土耳其加速减持美债，以减少对美元体系的依赖。三是外汇储备多元化战略的需要。印度尼西亚、中国、南非、巴西、沙特阿拉伯等经济体通过增持黄金以及非美元资产，逐步推动国际储备的多元化，美债在其储备资产中的比例不断下降。

美国推动国内投资者增持美债的政策工具与路径

(一) 推动美联储增加美债的持有

美联储可通过量化宽松政策直接购买美债。2008年全球金融危机之后,美联储共实施多轮量化宽松政策,每次均以大规模购买国债为重要内容。2008—2012年美联储实施三轮量化宽松政策,至2014年11月止,美联储共增持美债近2万亿美元,美债占美联储总资产的比例也从23%增加到54.9%。2020年3月,在新冠疫情的冲击之下,美联储再次开启“无上限”量化宽松政策,在随后两年多的时间其持有美债规模增长到5.8万亿美元,占美联储总资产的比例也进一步提升至64.5%。

随着美联储政策步入宽松并结束量化紧缩,美联储持有美债规模重新上升。2022年6月美联储开始实施量化紧缩,逐步缩减资产规模并减持美债。2024年9月,美联储启动自2020年3月以来的首次降息。2025年3月,美联储宣布将放缓量化宽松紧缩步伐。2025年10月,在进一步降息之后,美联储还决定将于12月1日结束资产负债表缩减,届时不但会对所有到期的国债进行展期,而且还会将到期的机构证券的本金再投资于国债,从而重新增加国债持有。此外,还有两个因素可能推动美联储加大美债持有。一是在美国单边关税政策冲击下,美债市场不确定性加剧,美联储可能通过进一步购买美债来平抑国债市场波动。二是从中期来看,特朗普再次当选美国总统之后,一直要求美联储放松货币政策,这也可能进一步推动美联储增加对美债的购买。

与此同时,美联储也可能通过调整资产结构来增持美债。美国银行研究报告指出,美联储可以通过调整其资产组合,来增加国债特别是短期国债的持有量。其分析认为,美联储有几种方法可以快速增加短期国债持有量。一是将到期或提前还款的抵押贷款支持证券用来购买短期国债,规模预计每月可达到100亿~200亿美元;二是通过购买美债来抵消非准备金负债的增长,以确保准备金的供应充足,这将带来每月100亿~200亿美元的美债购买量;三是将所有到期的中长期国债再投资于短期国债,这也将带来每月200亿~600亿美元短期国债购买量。按照以上计算,2026财年和2027财年美联储可以购买近2万亿美元的

短期国债，从而缓解市场对大规模国债发行的担忧。^[1]

（二）鼓励美国国内其他机构增加美债的购买

相比美联储，由美国国内金融机构增持美债是更为现实的选择。有研究指出，2024年11月—2025年1月，受美国大选影响，外国官方出售美债约780亿美元，但出售的美债几乎都被美国交易商银行购买，这成为美国国内需求成功抵消外国投资者需求萎缩的一个明显例子。^[2]为增加国内金融机构需求，美国政府已经或可能采取如下措施。

1. 通过监管政策改革来增加银行对美债的需求

2008年全球金融危机之后，美国加强了对于银行业的监管。一是引入流动性风险监管标准，提出流动性覆盖率，这是评估银行短期流动性风险的关键工具，用于衡量银行在严重流动性压力情景下，通过变现合格优质流动性资产满足未来30日现金净流出需求的能力。美国于2014年采纳并于2017年全面实施流动性覆盖率规则。二是强化资本监管，如资本充足率方面，要求银行的一级资本充足率为4.5%，同时计提至少2.5%的压力资本缓冲；此外，对于全球系统重要性银行的资本缓冲至少再计提1%，个别美国银行的资本充足率最高要求曾达到18.4%。^[3]在杠杆率方面，巴塞尔委员会2011年引入了3%的最低补充杠杆率要求。这一杠杆资本要求旨在为大型银行机构可以使用的杠杆数量设定一个下限。2013年，美联储同美国货币监理署、美国联邦存款保险公司提出补充杠杆率规则，要求所有银行保持至少3%的补充杠杆率要求，并在此基础上提出针对大型银行的强化补充杠杆率要求，即对总资产超过7000亿美元或托管资产超过10万亿美元的美国大型银行要求其补充杠杆率至少保持在5%，而受保存款机构的补充杠杆率至少为6%。三是危机处置机制，如总损失吸收能力要求，即全球系统重要性银行进入处置阶段时，可以通过减记或转为普通股等方式吸收损失的资本和债务工具的总和。2016年12月，美联储发布总损失吸收能力规则，要求在美国运营的国内外大型银行机构维持最低规模的总损失吸收能力，即全球

[1] Liu J., “A Shift in Fed Portfolio Could Give Treasury \$2 Trillion, According to Bofa”, August 16, 2025, [https://www.tradealgo.com/news/a-shift-in-fed-portfolio-could-give-treasury-2-trillion-according-to-bofa#:~:text=A%20significant%20shift%20in%20how%20the%20Federal%20Reserve,of%20Treasury%20bills%20over%20the%20next%20two%20years\[2025-08-26\]](https://www.tradealgo.com/news/a-shift-in-fed-portfolio-could-give-treasury-2-trillion-according-to-bofa#:~:text=A%20significant%20shift%20in%20how%20the%20Federal%20Reserve,of%20Treasury%20bills%20over%20the%20next%20two%20years[2025-08-26]).

[2] Ahmed R. and Rebucci A., “A ‘Reverse Conundrum’ and Foreign Official Demand for US Treasuries”, VoxEU.org, January 15, 2025.

[3] The U.S. Federal Reserve Board, “Large Bank Capital Requirements”, August 2024, [https://www.federalreserve.gov/publications/files/large-bank-capital-requirements-20240828.pdf\[2025-08-30\]](https://www.federalreserve.gov/publications/files/large-bank-capital-requirements-20240828.pdf[2025-08-30]).

系统重要性银行持有的合格资本不能低于风险加权资产的 18% 和表内外风险暴露的 7.5%。

表 3 2008 年全球金融危机后美国对银行业的监管要求

监管要求	监管要求
资本充足率要求	——一级资本充足率 4.5% ——压力资本缓冲要求至少 2.5% ——全球系统重要性银行附加资本要求至少 1%
杠杆率要求	——最低补充杠杆率要求 3% ——强化补充杠杆率要求，针对大型银行的补充杠杆率要求至少 5%、受保存款机构的补充杠杆率至少为 6%
总损失吸收能力	全球系统重要性银行持有的合格资本不能低于风险加权资产的 18% 和表内外风险暴露的 7.5%

资料来源：笔者整理。

以上规则有的可以促进美债需求，有的则会抑制美债需求。如流动性覆盖率要求有利于支撑银行对美债的需求，这是因为相比其他资产，美债的风险低且流动性高，对于银行来说购买美债有利于提高其优质流动性资产的比例。而补充杠杆率要求则会抑制美债需求。由于补充杠杆率要求促使银行在进行低风险业务时需要配置更多的资本，这实际是刺激银行从低风险资产转向高风险资产，自补充杠杆率要求实施以来，银行持续减少了在美债市场业务上的资本投入，限制了银行在市场压力较大时增加国债持仓的能力。^[1]正是出于这一原因，新冠疫情期间美联储通过临时规则，暂时将美债从补充杠杆率要求的总资产暴露中排除，以此来缓解美债市场流动性急剧下降的问题。

目前，美国正积极推进补充杠杆率的改革。2025 年 6 月，美联储投票通过了一项提案，拟修改适用于美国大型银行的强化补充杠杆率规则。根据提案，美国全球系统重要性银行的资本要求将从现有的 5% 下调至 3.5%~4.25%，而这些银行下的受保存款机构的相应要求也将从 6% 调整至同一区间，其他银行仍维

[1] Group of Thirty Working Group on Treasury Market Liquidity, “U.S. Treasury Markets: Steps toward Increased Resilience”, 2021, https://group30.org/images/uploads/publications/G30_U.S._Treasury_Markets-_Steps_Toward_Increased_Resilience__1.pdf[2025-08-25]. 与资本充足率指标不同，补充杠杆率并不区分风险类型所需的资本数量。因此，在补充杠杆率规则下，无论银行资产的类型或风险如何，杠杆比率都要求持有相同金额的资本。因此，补充杠杆率本意是防止银行通过持有大量“低风险权重但实际有风险”的资产来过度提高杠杆，但在实际中却鼓励银行从低风险业务转向高风险业务。

持3%的补充杠杆率要求不变。该提案旨在降低强化补充杠杆率对全球系统重要性银行的约束，提高美国全球系统重要性银行持有低风险资产的能力，从而增强美债市场的弹性，缓解美债市场流动性压力。美联储主席鲍威尔在关于提案的声明中指出，补充杠杆率要求实施以来，银行资产负债表上相对安全、低风险的资产数量大幅增加，导致杠杆率要求变得更具约束力。由于银行在国债市场中扮演重要的中介角色，希望补充杠杆率要求不会约束并阻止银行参与国债市场中介等低风险活动。^[1]

改革将对美债市场带来积极影响。荷兰国际集团全球智库预计，该提案的实施，将使得美国经纪交易商子公司和存款机构子公司增持约3万亿美元的美债或准备金，这相当于当前美债可流通债务总额的9%。^[2]美国国会研究服务处的分析报告指出，该提案最高可使全球系统重要性银行有能力用其当前的一级资本增加2.1万亿美元的国债（或其他零风险加权资产）需求。^[3]

2. 鼓励货币市场基金、养老基金等增加美债需求

美联储不断降息有利于货币市场基金进一步增持美债。根据美国投资公司协会的统计，截至2025年年底，美国货币市场基金资产规模约为7.7万亿美元，其中政府型基金为6.36万亿美元，优先型基金为1.22万亿美元，免税型基金为1502.5亿美元。在三种货币市场基金中，政府型货币市场基金主要投资政府相关机构发行或担保的金融工具，是美债重要的投资者。2025年年底，政府型基金共持有美债3.27万亿美元，占其资产总额的51.4%。优先型基金持有美债860.3亿美元，而免税型基金仅持有美债1.4亿美元。货币市场基金持有美债行为与联邦基金利率高度相关（见图2）。总体上看，在联邦基金利率上升时，货币市场基金将不断减持国债、机构债并增持期限更短的回购类资产；而当加息见顶、债券收益率步入高位之后，货币市场基金对其持仓将进行反向调整。因此，随着美联储进入降息通道，货币市场基金特别是政府型基金可能会进一步增持美债。

[1] The U.S. Federal Reserve Board, “Statement on Enhanced Supplementary Leverage Ratio Proposal by Chair Jerome H. Powell”, June 25, 2025, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/powell-statement-20250625.htm>[2025-08-25].

[2] Garvey P. and Kosonen S., “How a Change in the Rules Will Allow Big US Banks to Hold More Treasuries”, ING THINK Economic and Financial Analysis, August 13, 2025, <https://think.ing.com/articles/how-a-change-in-the-rules-will-allow-big-us-banks-to-hold-more-treasuries>[2025-08-26].

[3] The U.S. Congressional Research Service, “Bank Capital Requirements and Treasury Market Resilience”, In Focus, IF13078, August 5, 2025.

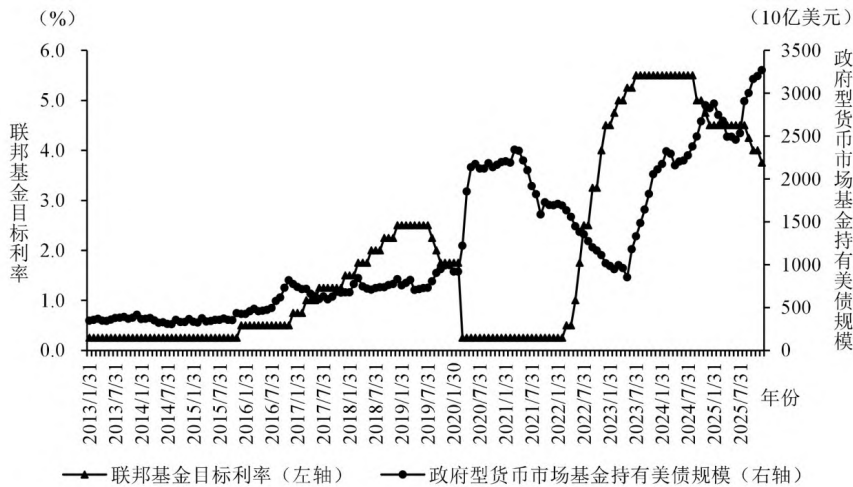


图2 政府型货币市场基金美债持有与联邦基金利率的关系

资料来源：美联储、美国投资公司协会。

部分监管改革措施在边际上有利于提高货币市场基金对美债的持有。2020年3月新冠疫情暴发时，美国投资者“涌向现金”行为给金融市场带来巨大压力，其间货币市场基金遭遇大量赎回。对此美国证券交易委员会于2023年7月批准了针对货币市场基金的改革新规，以提高货币市场基金的弹性并增强流动性保护。改革涉及四项内容：首先，增加货币市场基金的最低流动性要求，以提供更充足的流动性缓冲来应对快速赎回；其次，取消通过设置门槛来暂时停止赎回的条款以及每周流动性资产门槛和流动性费用之间的联系；再次，要求机构优先型货币市场基金和机构免税型货币市场基金在基金每日净赎回超过净资产的5%时征收流动性费用；最后，提升报告要求，以便证券交易委员会更好地监察货币市场基金的情况。该项改革在2024年10月正式生效。虽然改革遭遇不少质疑，^[1]但征收强制性流动资金费用等措施有利于促进部分机构优先型基金将其仓位转向国债基金，尤其会对短期国库券产生更大的需求。^[2]

目前，美国养老基金的财务状况有所改善，有利于推动其进一步增加对国债的需求。根据养老金和风险咨询公司的数据，2024年美国前100家上市公司

[1] Weinberg J. and Naylor J., “Sold under False Pretenses: The SEC’s Money Market Fund Reform Is Causing Damage”, The Investment Company Institute (ICI) Viewpoints, February 5, 2025.

[2] The U.S. Treasury Borrowing Advisory Committee, “Developments in Demand for US Treasuries”, July 2024, <https://home.treasury.gov/system/files/221/TBACCharge2Q32024.pdf>[2025-08-10].

的养老基金资金充足率为101%，达到2008年以来的最高水平，^[1]预计2025年和2026年，养老金盈余将分别达到820亿美元和940亿美元，资金充足率进一步提升至106.7%和107.7%。^[2]政府公共养老基金的资金充足率尽管仍相对较低，但近两年也有所改善。根据波士顿学院退休研究中心的报告，2024年美国州和地方养老金计划的资金充足率为77.4%，为2010年以来的最高水平，预计2025年进一步上升至77.7%。^[3]不过需要注意的是，近年来，美国养老基金资产配置越来越多元化，债券和其他固定收益资产的比例逐步降低。美国国家退休保障研究所的报告指出，2001—2023年，养老基金将大约20%的资产从公共股权和固定收益投资分配到私募股权、房地产、对冲基金和其他替代投资。2023年，养老基金在固定收益资产上的投资比例已经从2003年的30%下降至22%。^[4]如果这一趋势延续，将限制未来养老基金对于国债的投资。

（三）通过美元稳定币来间接增加美债需求

特朗普第二任期十分重视数字货币特别是稳定币的发展。2025年7月，美国国会通过《稳定币国家创新法案》（以下简称《天才法案》），经由特朗普签署成为法律。这是美国在联邦层面首个稳定币立法，标志着美国正式确立数字稳定币的监管框架。根据《天才法案》，美元稳定币发行者必须持有100%的准备金，而短期国债是其最主要的部分。因此，随着美元稳定币规模的扩大，必将增加对美债的需求。

美元稳定币占据全球绝对份额。目前全球实际使用的稳定币数量为170多种，其市值约为2550亿美元。^[5]其中，99%以上的稳定币发行以美元资产为基础。^[6]全球市值较大的稳定币都是美元稳定币，如泰达币（USDT）、美元币（USDC）。根据德豪会计师事务所对泰达币发行公司（Tether）的独立审计报告，2025年第四季度泰达币的流通规模超过1900亿美元，而资产池中有1223.3亿美

[1] Wadia Z., Perry A. and Cook R., “2025 Corporate Pension Funding Study”, April 30, 2025, [https://www.milliman.com/en/insight/2025-corporate-pension-funding-study\[2025-08-11\]](https://www.milliman.com/en/insight/2025-corporate-pension-funding-study[2025-08-11]).

[2] Wadia Z., “Pension Funding Index February 2025”, February 11, 2025, [https://www.milliman.com/en/insight/pension-funding-index-february-2025\[2025-08-11\]](https://www.milliman.com/en/insight/pension-funding-index-february-2025[2025-08-11]).

[3] Aubry J. and Munnell A., “The Funded Status of Public Plans Keeps Improving —Albeit Modestly”, Center for Retirement Research at Boston College Brief 25-15, July 22, 2025.

[4] Sullivan J., Comstock K. and Bond T., “Evolution and Growth: How Public Pension Plans Have Diversified Their Investments amid Changing Markets”, National Institute on Retirement Security, June 2025.

[5] Aldasoro I., Aquilina M., Lewrick U. and Lim S., “Stablecoin Growth-policy Challenges and Approaches”, BIS Bulletin No.108, July 11, 2025.

[6] Schaaf J., “From Hype to Hazard: What Stablecoins Mean for Europe”, The ECB Blog, July 28, 2025.

元的美国国库券，^[1]已经超过很多主权国家，成为美债的重要持有者。

尽管当前美元稳定币市场规模并不大，但预计该市场将在未来几年大幅增长，并提振美债需求。花旗研究所预计在基准情形下，到2030年稳定币的发行量将达到1.6万亿美元，届时美元稳定币发行方将会增加1万亿美元美债净购买，成为美债的重要持有方之一。^[2]渣打银行的报告预计，到2028年年底稳定币发行量将达2万亿美元，可增加1.6万亿美元的美债额外需求，这足以吸收特朗普计划在第二任期剩余时间发行所有新国债。^[3]美国财政部长贝森特2025年5月在美国众议院的一次听证会上表示，未来几年美元稳定币的增长将带来2万亿美元的政府债券需求。^[4]

美债国内增持面临的挑战

（一）大幅增持美债将损害美联储独立性

2008年全球金融危机之后特别是新冠疫情期间，主要发达经济体中央银行均实施了不同程度的量化宽松政策，购买了大量政府债券。^[5]据统计，美国、欧洲、日本、英国的中央银行通过量化宽松政策增持了大量政府债务，中央银行所持政府债务占总债务的比例大幅上升，并在新冠疫情之后进一步强化（见表4）。尽管此后随着各经济体中央银行陆续退出量化宽松政策，货币政策逐步回归“正常化”，中央银行所持政府债务占比陆续下降，但其在政府债券市场中却扮演越来越重要的角色。

[1] Binder Dijker Otte, “Tether International, S.A. DE C.V. Assurance Report According to ISAE 3000R on the Financials Figures and Reserves Report”, December 31, 2025, https://assets.ctfassets.net/vyse88cgwfb/20d2BoOAd28ZfkiQPYPjGN/4ed12f5939e1e06ee5aceccad4effbe4/ISAE_3000R_-_Opinion_Tether_International_Financial_Figure_31-12-2025.pdf[2026-04-15].

[2] Citi Institute, “Digital Dollars: Banks and Public Sector Drive Blockchain Adoption”, April 2025, https://www.citigroup.com/press/citigroup/storage/public/GPS_Report_Blockchain_Digital_Dollar.pdf[2025-08-25].

[3] The Digital Chamber, “The Stablecoin Pivot & U.S. Dollar Dominance in the Digital Era”, April 30, 2025, <https://digitalchamber.org/the-stablecoin-pivot-u-s-dollar-dominance-in-the-digital-era>[2025-08-25].

[4] 也有机构对未来稳定币的发展没有这么乐观，如摩根大通认为到2028年全球稳定币市场可能仅达到5000亿美元，这主要因为在发行的稳定币中只有6%用于实际支付。

[5] Delgado M. and Gravelle T., “Central Bank Asset Purchases in Response to the Covid-19 Crisis”, BIS CGFS Papers No. 68, 2023.

表4 不同时期主要发达经济体中央银行持有的政府债务占总债务的平均比例

发达经济体中央银行	量化宽松之前	量化宽松期间	新冠疫情之后
美联储	12.8%	14.6%	21.7%
欧洲央行	2.7%	16%	—
日本央行	9.9%	33.7%	44.2%
英国央行	0	23.4%	31%

注：美国量化宽松之前为2000年第一季度至2008年第四季度，量化宽松持续时间为2009年第一季度至2019年第四季度，新冠疫情之后为2020年第一季度至2022年第三季度；欧洲央行量化宽松之前为2000—2014年，量化宽松持续时间为2015—2021年；日本的量化宽松政策为质性和量化宽松政策，其开始于2013年第二季度，新冠疫情开始于2020年第一季度；英国央行量化宽松政策开始于2009年第一季度，新冠疫情开始于2020年第一季度。

资料来源：Eren E., Schrimpf A. and Xia D., “The Demand for Government Debt”, BIS Working Papers No. 1105, 2023。

对于美联储来说，大规模增持美债将带来以下挑战。一是经济周期与金融周期不同步导致的目标冲突。随着经济持续复苏，美联储逐步退出量化宽松政策并大幅减持美债，但如遭遇不稳定的金融周期，则需要美联储购入国债以稳定金融市场，此时美联储就会遭遇经济周期与金融周期不一致下的目标冲突。如2025年4月之后，面对国债市场恶化的流动性和系统性压力迹象，美联储需要大规模购买国债，但这可能与其促进就业和价格稳定的目标相左。此时，大规模购买国债将会出现重燃通胀、损害中央银行信誉的风险。

二是若美联储长期为政府债务融资，可能产生货币政策从属于财政政策的“财政主导”风险。若美联储持有美债比例长期过高，国债市场参与者可能会重估美债市场的定价模式，推高国债的风险溢价，并引发对美国财政可持续性的担忧。美联储长期介入国债市场可能会产生和日本政府债券市场同样的问题，导致美债市场对经济状况的反应变得不那么灵敏，美债市场有陷入“日本化”的风险。^[1]

大规模购买美债对于美联储而言，并不存在制度上的障碍，除了2008年全球金融危机之后的几轮量化宽松政策外，从历史上看，在美债市场爆发严重风

[1] Wade K., “Are US Treasuries Turning Japanese?” Schroder Investment Management North America Inc., November 2020, <https://www.schroders.com/en-us/us/individual/insights/are-us-treasuries-turning-japanese> [2025-08-30].

险时，美联储曾多次通过资产购买来恢复美债市场的功能。^[1]但为了避免与货币政策目标冲突并降低市场对“财政主导”的担忧，美联储需要明确区分支持国债市场的功能性购买与支持经济增长的量化宽松政策的差别，并制定独立的实施与退出标准及买卖策略，强化与市场的沟通。^[2]但在实际运作中，有时功能性购买与量化宽松政策并不容易区分。与此同时，美联储大规模购买美债仍是针对危机时期的一种短暂干预，长期增加美债持有对于美联储来说仍构成挑战。美国财政部长贝森特撰文指出，美联储介入国债市场使其进入公共债务管理领域，造成货币政策用于迎合财政需求的观感，美联储的操作给财政上的不负责任行为提供了不良激励。^[3]因此，按照贝森特的观点，美联储大规模购买美债的行为已经“越界”，就这一问题美联储和财政部或将产生更多的矛盾。

（二）国内金融机构增持美债引发风险联动与扩大

如果国内金融机构大规模增持美债，一旦美债收益率出现波动，将造成风险的进一步扩大，2023年3月硅谷银行破产事件就是一个例子。与此同时，资产管理公司、对冲基金、养老基金、保险公司等大都属于价格敏感型投资者，这些投资者会要求美债更高的收益率，从而增加政府的债务利息支付负担，也可能会使得美债市场出现更大的波动性。

银行增持过多主权债务可能进一步强化银行—主权联系，造成双向风险的反馈循环，加剧金融体系的不稳定。长期以来，新兴市场经济体的银行—主权联系一直受到较多关注，^[4]但是欧洲主权债务危机和硅谷银行破产事件说明，银行—主权联系问题在发达经济体也依然存在。因此，如果未来美国银行机构大幅增持美债，银行部门对美债市场的影响将进一步增大，至少从三个渠道增加美债市场运行风险：一是当银行部门遭受负面冲击时，可能被迫出售美债以满足流动性要求，从而推高美债收益率和信用风险；二是银行持债增多，进一步提高银行部门在出现压力时的政府救助预期，从而增加主权信用风险；三是银

[1] Fleming M., Liu H., Podjasek R. and Schurmeier J., “The Federal Reserve’s Market Functioning Purchases”, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 28(1): 210–241, 2022.

[2] Duffie D. and Keane F., “Market-function Asset Purchases”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Report* 1054, 2023.

[3] Bessent S., “The Fed’s New ‘Gain-of-function’ Monetary Policy”, *The International Economy*, Spring 2025.

[4] Deghi A., Fendoglu S., Iyer T., Tabarraei H., Xu Y. and Yenice M., “The Sovereign-bank Nexus in Emerging Markets in the Wake of the COVID-19 Pandemic”, *IMF Working Paper WP/22/223*, 2022; World Bank, “Finance and Prosperity 2024”, 2024.

行部门遭受负面冲击时将减少信贷投放从而削弱经济活动、恶化政府财政状况，推高主权信用风险。^[1]

共同基金、对冲基金等价格敏感型投资者在吸收美债供应方面变得更加主导，可能推动美债市场经历更大的波动性以及要求更高的收益率。与通常出于政策原因而非收益率购买美债的价格不敏感买家不同，价格敏感买家更有可能对不断变化的市场条件和经济数据作出反应，从而增加美债价格的波动性。随着波动性上升，投资者可能要求更高的期限溢价。这些结构性转变让美债市场更容易受到未来短期大幅抛售的影响。例如在2020年第一季度，受新冠疫情冲击，开放式共同基金总计抛售2360亿美元国债，相比2019年第四季度下降18%，约占当季国债抛售量的三分之一。^[2]对冲基金亦是如此。研究发现，2020年第一季度，大型对冲基金的美债风险敞口下降了4260亿美元，在考虑估值效应之后，其净出售美债达到1730亿美元，成为当时推动美债收益率上升的重要因素。^[3]美国财政部负责国内金融事务的副部长梁内利承认，近年来，对美债的需求变得更为多元，并逐渐转向如养老基金、货币市场基金、共同基金和对冲基金等价格敏感型投资者，部分基金依赖快速出售美债来满足流动性需求，这增加了国债遭受抛售压力的潜在风险。^[4]

（三）美元稳定币也可能为美债市场带来不稳定因素

美债作为美元稳定币重要支撑资产，可能给稳定币带来流动性风险、价格波动风险、信用风险以及操纵风险。同时，美元稳定币也可能对美债市场造成潜在风险。一是美元稳定币虽然会增加对美债的需求，但是稳定币若发生挤兑，也会对美债市场造成反噬。若美元稳定币遭遇大规模赎回，发行方将被迫抛售美债，可能压垮美债市场流动性。亚达夫和马龙预测，到2028年稳定币市值可能达到2万亿美元，其中大部分储备为美元国库券，若发生系统性挤兑，短时间

[1] IMF, “Global Financial Stability Report: Shockwaves from the War in Ukraine Test the Financial System’s Resilience”, 2022.

[2] Ma Y., Xiao K. and Zeng Y., “Mutual Fund Liquidity Transformation and Reverse Flight to Liquidity”, *Review of Financial Studies*, 35(10): 4674–4711, 2022.

[3] Banegas A., Monin P. J. and Petrasek L., “Sizing Hedge Funds’ Treasury Market Activities and Holdings”, Board of Governors of the Federal Reserve System FEDS Notes, October 6, 2021.

[4] “Remarks by under Secretary of Domestic Finance Nellie Liang at the Future of Financial Markets: Innovation and Uncertainty”, Georgetown Psaros Center for Financial Markets and Policy, September 17, 2024, [https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2584\[2025-08-27\]](https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2584[2025-08-27]).

内国债抛售额将会达到数千亿美元，远超当前国债二级市场的日常承接能力。^[1]塞缪尔等指出，美元币和泰达币发行公司合计持有约 1300 亿美元短期国债和 450 亿美元美债回购协议，这仅占到美国短期国债市场的 2% 和美债回购市场的 0.4%。但如果两家发行公司同时遭遇完全挤兑，其国债抛售量就可能占整个美国国债市场日均交易量的 20%，国债回购市场抛售量约占回购市场日均交易量的 1%。虽然绝对占比看似不大，但历史经验表明，即使是相对小规模无序抛售，也可能引发整个国债市场的崩溃。^[2]有研究发现，美元稳定币资金流动对国债市场具有非对冲性，具体表现为稳定币资金流出美债市场对收益率的抬升作用是资本流入对收益率压低作用的 2~3 倍，因此在遭遇大规模抛售、资金急剧流出的情况下，美元稳定币对国债市场的冲击将显著放大。^[3]当美元稳定币行业规模尚小时，这类抛售对金融稳定的冲击或许有限，但随着稳定币规模持续扩张，其对国债市场稳定性的潜在威胁也将日益加剧。

二是由于美元稳定币支持资产主要是短期国库券，因此随着美元稳定币规模的扩大，可能迫使美国财政部“迎合”稳定币需求，过度发行短债，加剧短期债券市场的供需失衡，并影响长期融资的稳定性。除此之外，随着美元稳定币发行方成为美债主要持有者，其集中买卖行为可能放大市场波动，稳定币的需求增大也可能“挤出”传统投资者。同时，美元稳定币的运作可能和货币市场基金一样，在资产配置上也具有一定的价格敏感性，从而产生类似货币市场基金的问题。^[4]

最后需要说明的是，稳定币对国债的需求可能不如预想的大。美国堪萨斯城联邦储备银行经济学家贾塞维茨分析指出，如果投资者仅出售自己持有的国债或减少新购国债来换取现金购买美元稳定币，由于稳定币发行商仅将部分资产配置在短期国债，所以美元稳定币的发行反而可能导致美国国债总需求下降。而如果美元稳定币投资者的资金来自货币市场基金或共同基金，对美元稳定币的投资将导致上述基金必须卖出所持国债以满足赎回要求，则稳定币发行所带

[1] Yadav Y. and Malone B., “Stablecoins and the US Treasury Market”, *Journal of International Economic Law*, 28(4): 665–688, 2025.

[2] Samuel A., Aronoff D. and Narula N., “Will Stablecoins Impact the US Treasury Market”, MIT Digital Currency Initiative Blog, August 21, 2025.

[3] Ahmed R. and Aldasoro I., “Stablecoins and Safe Asset Prices”, BIS Working Papers No. 1270, 2025.

[4] Thiagarajan R., Im H., Parab P., Loh M. and Hentov E., “Who Will Buy the Oncoming Surge of Treasuries? And at What Price?” State Street, August 2024, [https://www.statestreet.com/ca/en/insights/us-treasuries-supply-demand-dynamics\[2025-08-16\]](https://www.statestreet.com/ca/en/insights/us-treasuries-supply-demand-dynamics[2025-08-16]).

来的国债需求可能被完全对冲，即如果投资美元稳定币的资金方与美元稳定币发行商以相同的比例卖出（买入）国债，那么美元稳定币的发展对美债总需求将没有任何净影响。此外，如果美元稳定币的购买资金主要来自银行存款，这虽然可能增加对美债的总需求，但是也可能导致银行对实体经济贷款减少，从而延缓经济复苏或加剧经济下行风险。^[1]

总结与启示

在美债风险持续加大的情况下，增加国内持有成为美国维持当前美债供求平衡的现实选择。美债的重要国内投资者包括美联储、银行以及非银行金融机构，它们也是未来增持美债的主要潜在对象。与此同时，随着美元稳定币快速发展，其也将成为美债重要的投资者。总体来看，美国国内不同投资者仍有一定的美债增持潜力，这在短期内有利于解决美债过快增长所造成的需求不足问题，并维护美债市场的稳定。然而，各投资者目标各异，所受限制条件和监管要求各不相同，其在未来增持美债的过程中也会面临不同的风险，并可能加剧美债市场的波动。从长期来看，增加国内需求比例无法从根本上解决美债问题，如果美债规模持续扩大，国内市场最终将无法消化，进而导致美债市场的崩溃。

美国增加美债国内需求虽可能在短期内稳定美债市场，但长期将加速全球资本流动重组和“去美元化”趋势。随着美债国内持有比例上升，外国投资者持有美债比例出现相应下降，甚至会出现绝对规模的美债减持，这意味着美债这一“安全资产”在全球范围内的“收缩”，从而推动美元地位的下降。外国投资者减持美债将减少美元资产在海外市场的投放，可能导致全球美元流动性收紧，海外中央银行和私人投资者将积极寻求美元替代品，转而配置其他资产，推动国际货币体系多极化。一个极端情形是，美债市场最终沦为一个只有国内投资者存在的国内主权债券市场。

近年来，中国的美债持仓规模总体呈下降态势，但美债依然是中国外汇储备资产的重要组成部分。2013年中国持有美债的规模最高曾达到1.32万亿美元，但此后不断下降，2022年4月中国的美债持仓规模跌破1万亿美元，2025年7月进一步降至7307.3亿美元，相比峰值减少近45%。但中国依然是美债全球第二

[1] Jacewitz S., “Stablecoins Could Increase Treasury Demand, but Only by Reducing Demand for Other Assets”, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Bulletin, August 8, 2025.

大持有经济体，2025年7月中国所持美债仍占到外国投资者所持美债总规模的9.5%。美国如能推动国内投资者增持美债，在短期内有利于稳定美债市场，同时也可包括中国在内的外国投资者调整美债头寸提供便利条件；从长期来看，随着美债由更多美国国内价格敏感型买家持有，美债可能出现更大的结构性波动，美联储和财政部的市场干预措施可能会更加常见。如果这种情况频繁发生，可能会推高美债的长期溢价和收益率水平。为此，中国应继续稳步推进国际储备的多元化，包括增持欧元、日元、英镑等其他主要货币以及有潜力的新兴市场货币资产，并进一步提高黄金在国际储备资产中的比例。从长期来看，应继续稳慎有序推进人民币国际化，降低积累外汇储备的必要性。■

（责任编辑：崔秀梅）

Can Domestic Demand in the United States Save US Treasuries?

Xiong Aizong

123

The scale of US Treasury securities has been continuously expanding, and the associated potential risks have become increasingly prominent. Against the backdrop of a declining trend in the proportion held by foreign investors, US domestic demand for Treasuries has become more critical, further increasing domestic demand is key to maintaining the stability of the US Treasury market. This paper systematically analyzes the potential policy tools and paths for the US to boost domestic demand for Treasuries, including pushing the Federal Reserve to increase holdings of US Treasuries, encouraging commercial banks and non-bank financial institutions such as mutual funds, pension funds, and insurance companies to expand their allocation of US Treasuries, and indirectly creating demand for US Treasuries through USD stablecoins. Although these paths can increase the demand for US Treasuries in the short term, each of them faces significant constraints: large-scale Treasury purchases by the Federal Reserve may undermine the independence of monetary policy and trigger the risk of “fiscal dominance”, the concentrated increases in Treasury holdings by financial institutions may lead to cross-market transmission of financial risks and amplify market volatility. Although USD stablecoins can boost the demand for Treasuries, the risk of a run on them may have negative impacts on the Treasury market. This paper argues that although boosting domestic demand for Treasuries can maintain the stability of the US debt market in the short term, it cannot fundamentally address the challenges facing US Treasuries. Instead, it may stimulate further growth of Treasury issuance, and ultimately exacerbate the risks to long-term debt sustainability.