

# 源本抵押品: 一个理解全球宏观经济和金融市场的概念

张宇燕 夏广涛

**摘要:** 美国国债在全球金融市场的系统重要性, 源于美国国债的“源本抵押品(Fundamental Collateral)”属性。本文尝试总结了“源本抵押品”的概念、基本特征与作用, 从“源本抵押品”的角度阐述了美国国债对美元国际地位的强化机制, 并展望了全球“源本抵押品”的多元化前景。

**关键词:** 源本抵押品; 美国国债; 美元; 金融市场  
**中图分类号:** F831 **文献标识码:** A

## 一、美国国债是全球金融市场的“源本抵押品”

2021年9月, 美国财政部长耶伦、美联储主席鲍威尔以及美国总统拜登陆续公开表达了对美国国债违约风险的担忧: 若美国国会未能及时提高债务上限, 美国财政部将用尽举债空间, 美国国债或将面临技术性违约。这不仅会破坏美国国债的安全性, 而且会严重冲击全球金融市场, 还将威胁美元作为

关键国际货币的主导性地位。

美国当局的上述观点并非危言耸听, 2011年发生的债务上限危机放大了美国国债的违约风险, 压低了美国的主权信用评级, 导致全球金融市场出现剧烈波动, 美股及全球其他主要股市大幅下跌, 主要股指的波动率剧烈跃升, 美元指数显著走弱。当前, 全球经济依然面临新冠疫情的持续冲击, 美国国债一旦违约, 抵押贷款、汽车贷款以及信用卡账单等其他消费贷款的借贷成本会随之抬升, 美国主权信用评级势必面临下调压力, 美国乃至全球资产的价格将急剧下挫, 美国经济乃至全球经济将面临金融危机和经济衰退的巨大风险。

美国国债违约的巨大破坏性, 源于美国国债作为全球金融市场“源本抵押品”的重要属性。所谓“源本抵押品”, 是指在国际金融市场上所有可质押资产中处于基础性和底层性地位、具备较强衍生能力和乘数效应的一类高质量流动资产(High Quality Liquid Assets, HQLA)。

**作者简介:** 张宇燕, 中国社会科学院大学国际关系学院教授、中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员; 夏广涛, 中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员。

① 国际清算银行的巴塞尔银行监管委员会(BCBS)在《巴塞尔协议III》中基于流动性风险管理的需要提出了“高质量流动资产(High Quality Liquid Assets, HQLA)”的概念: “如果资产能够在保持其价值稳定的前提下便捷且迅速地转化为现金, 那么这类资产就可以被认为是高质量流动资产(HQLA), 这类资产在困难时期依然可以轻松变现, 而且不会出现因超卖带来的价值损失。”参见 Basel Committee on Banking Supervision (2010)。

## 二、“源本抵押品”的基本特征与作用

基于上述定义并借鉴巴塞尔银行监管委员会对高质量流动资产（HQLA）的特征分析，本文从基本面和市场两个方面概括“源本抵押品”的基本特征。“源本抵押品”的基本面特征主要体现在五个方面：一是低风险，包括低信用风险、低法律风险、低通胀风险、低汇率风险、低特质风险（Limited Idiosyncratic Risks）和较短的久期；二是优质的抵押属性，具备较强的衍生能力和乘数效应，是资产分级（Tranching）与资产组合过程中必备的基础性资产，能够有效改善投资组合的信用评级并扩大合规资产的总规模；三是估值的便利性和确定性，定价方式简单且认可度高，资产价值容易达成共识；四是其与风险资产之间的低相关性；五是较高的透明度，必须在发达且认可度高的交易所上市。

“源本抵押品”的市场特征主要包括三个方面：一是交易市场活跃、便利且规模巨大，具体表现为市场参与者人数众多且非常多元化、成交量大、交易便利度高、交易成本低、买卖价差低、交易市场的基础设施完善；二是波动率较低，资产价格和成交量一直保持相对稳定的状态；三是避险属性较强，在系统性风险爆发时，市场上的资金会涌入该资产市场。

此外，“源本抵押品”在全球宏观经济和国际金融市场中发挥着无可替代的重要作用：其一，可靠的储值手段；其二，具有流动性和稳定性的抵押品；其三，其他风险资产的定价基准；其四，宏观审慎监管的重要组成部分，为银行提供了一种缓冲机制，可以提高银行的资本充足率，并增强其流动性；其五，货币政策工具箱的关键组成部分。

## 三、“源本抵押品”推动美元成为关键国际货币

作为最典型的“源本抵押品”，美国国债长期

被视为国际金融市场上最优质的投资标的，是全球资产市场的定价基准，是美元的信用之锚和关键载体。美元长期占据国际货币体系的主导地位，在一定程度上源于全球对强大、流动、安全的“源本抵押品”之刚性需求。换言之，以美元计价的美国国债成为全球金融市场的“源本抵押品”是美元成为关键国际货币的重要源动力之一，其作用机制体现为国际金融中介、进出口企业与中央银行之间相互强化的内生币种选择。

其一，为防范信用风险、满足巴塞尔协议及各国监管部门关于资产质量的要求，国际金融中介必须在资产端配置一定比例的“源本抵押品”，而以美元计价的美国国债则是首选产品，金融中介资产端的美元化程度也由此显著提高。为改善资产负债表的币种错配状况以减少汇率风险，国际金融中介会倾向于在负债端吸收美元存款，最终推高金融中介部门的美元化程度，降低体系内美元投融资的利率水平。

其二，由于金融中介体系中美元融资的利率成本相对更低，进出口企业在选择融资币种时会倾向于美元。而企业负债端的美元化，则会促使其在选择贸易结算货币时也选择美元，以规避币种错配带来的汇率风险，企业部门的美元化程度也由此抬高。

其三，金融中介和企业部门资产负债表的美元化倾向，形成了中央银行持有美元储备的重要动机（Gopinath and Stein, 2018），影响一国外汇储备的币种结构。作为最后贷款人，一国中央银行需要积累相应比例的美元储备，以改善央行资产端的质量，增强央行作为最后贷款人的金融干预能力，应对进出口企业和金融中介部门可能面临的美元流动性不足和挤兑风险（Bocola and Lorenzoni, 2017）。

从美元国际化的历史看，美元超过英镑，开始成为主导性国际货币，主要源自于二战后的布雷顿森林体系确定了美元在国际贸易和国际金融各领域的核心货币地位。自此，美元国际化在实体部门和金融体系同时开启并互相强化，加速了美元成为主

① 巴塞尔银行监管委员会在 2013 年对《巴塞尔协议 III》进行了修订，对高质量流动资产的基本面特征和市场特征进行了详细说明，具体内容参见 Basel Committee on Banking Supervision (2013) 第 7-8 页。

② 为防止汇率风险，源本抵押品的标价和结算货币必须是可自由兑换的。

③ 久期 (Duration, 又称存续期) 衡量资产价格对利率变化的敏感性，反映投资主体收回其自有资金所要等待的时间，久期越长，资产价格对利率变化越敏感。

导性国际货币的进程。

美元在国际贸易及金融市场的定价和结算体系中居于主导地位，扩大了全球经济对美元的需求，为美国国债这一“源本抵押品”提供了来自需求端的流动性保障。几乎所有国家都有美债储备，并被用于所有东西的抵押品，从而使得美国国债成为“源本抵押品”市场乃至全球金融系统的核心。与此同时，美国国债一直在全球“源本抵押品”的供给市场中居于优势地位，几乎没有可以匹敌的竞争对手，其他类似产品无论在质量还是数量上都与美国国债相差太远，导致全球“源本抵押品”市场过度依赖美国国债，压低了美国国债的利息成本，使美国在国际金融市场中一直保有超额收益率，即吉斯卡尔·德斯坦所说的“过分特权”。

#### 四、全球“源本抵押品”的多元化前景

然而，当美国影响经济稳定、金融信誉和文化开放性等体制功能缺陷暴露时，当世界知晓美国政府完全缺乏战略方向或有说服力的领导能力时，美国国债的“源本抵押品”属性将逐步衰减；此外，由于99.9%以上的美国国债以纯粹电子形式存在，一旦美债电子系统遭受入侵，全球美债持有者的信心就可能瞬间崩溃，美国国债作为全球金融市场“源本抵押品”的功能将瞬间丧失，全球过度依赖美国国债的恶果将集中浮现，直接冲击全球抵押品市场乃至整个国际金融市场的稳定性，威胁当前国际金融体系的正常运转。

有鉴于此，基于安全性、稳定性和有效性的考虑，全球“源本抵押品”市场不会也不应该只有以美元计价的美国国债这一种核心产品，其他货币计价的其他优质资产（如欧元计价的欧盟债券和中国元计价的中国国债）必然也必须承担作为“源本抵押品”的责任；与此同时，国际货币体系不会也不应该一直保持“一家独大”的格局，符合全球实体经济状况的多极化体系将是国际社会的更优选项。

欧盟成员国领导人就7500亿欧元复苏基金达成的历史性协议，使欧洲经济与货币联盟这条板凳

的三条腿终于齐全：统一的货币，一个中央银行，对统一财政政策的可信承诺。“下一代欧盟复兴计划”将从大规模发行泛欧主权债券获得关键支持，从而使欧洲成为全球“源本抵押品”市场上除美国之外的重要供给者，欧元也将由此获得更加有力的金融支撑。

对中国而言，着力推动中国国债成长为“源本抵押品”，增强中国境内资产标的和长期投资项目的国际吸引力，提高境内以中国元计价的国债市场、企业债市场和证券市场之国际化水平，建立一个规模较大、运行效率较高、市场交易机制完善、国际化程度较高的中国优质资产市场，将是中国元国际化（Yuanization）的重要步骤和关键路径。中国应当与欧盟和欧洲央行在传统金融和绿色金融领域加强实质性合作，支持“下一代欧盟复兴计划”，积极认购欧盟为此发行的欧元债券，与欧盟携手打造绿色金融的国际标准，与欧洲央行协商增加欧元与中国元互换的额度和便利度，进一步扩大中欧之间的资本市场开放，推动中国国债与欧盟债券一道在国际金融市场中承担“源本抵押品”的职责；同时，以此分担美国国债的压力，有效增加全球“源本抵押品”的供给规模，进而提高全球金融市场和国际货币体系的安全性、稳定性和公平性。

#### 参考文献：

[1] Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). Basel III: International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring[S]. Basel: Bank for International Settlements, December 2010

[2] Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring tools[S]. Basel: Bank for International Settlements, January 2013

[3] Bocola, L., Lorenzoni, G. Financial Crises, Dollarization, and Lending of Last Resort in Open Economies[R]. NBER Working Paper, No. 23984, 2017

[4] Gopinath, G., Stein, J. C. Trade Invoicing, Bank Funding, and Central Bank Reserve Holdings[R]. AEA Papers and Proceedings, Vol. 108, 2018, pp. 542-546

（责任编辑：辛本胜）