

台北外匯市場發展基金會委託計畫

# 美國財政部公債回購計畫（Buyback Operations）之探討

邱唯婷\*

中華民國 115 年 6 月

\*本文所有論點皆屬作者意見，不代表委託機關及作者服務單位之立場。

## 摘 要

美國財政部於 2024 年 5 月正式重啟中斷逾二十年的公債回購計畫 (Buyback Operations)，隱含美國債務管理政策的重大轉向。不同於 2000 年初期因政府預算盈餘而力求減少債務存量的背景，新一輪回購計畫的核心目標在於提升市場流動性與優化現金管理。隨著美國公債市場規模近年急速飆升，舊券流動性脆弱的問題日益顯現，財政部試圖透過定期回購機制，為市場參與者提供其他退出之管道，進而活化主要交易商的資產負債表。

在運作機制上，新回購計畫遵循到期期限中性原則，避免對市場淨供給或利率水準產生類似量化寬鬆的強烈干預。操作方式採行多重價格之逆向拍賣，財政部為高度價格敏感性之回購方，確保回購交易符合納稅人的最佳利益。

據 2024 年至 2025 年底的執行成效觀察，市場透過回購交易消化舊券庫存之意願強勁，總投標金額遠超操作上限，且殖利率曲線前端（1 個月至 2 年）與長天期券種（10 年期以上）為最熱門之回購券種，特別是曾被視為發行過度之 20 年期券。而曲線的中段券種，則因合格標的較少，且雙方對價格認知存在分歧，回購成交比率較低。

儘管回購計畫於縮窄買賣價差與緩解交易商庫存壓力上具初步成效，但仍伴隨若干爭議。部分論點擔憂，財政部若過度調整發債結構配合回購，可能產生類似於扭曲操作之準貨幣政策效果，進而模糊財政與貨幣政策邊界。此外，交易對手高度集中於主要交易商，及政策透明度與市場干預疑慮，仍是未來觀測該制度長期影響之重點。

## 目 錄

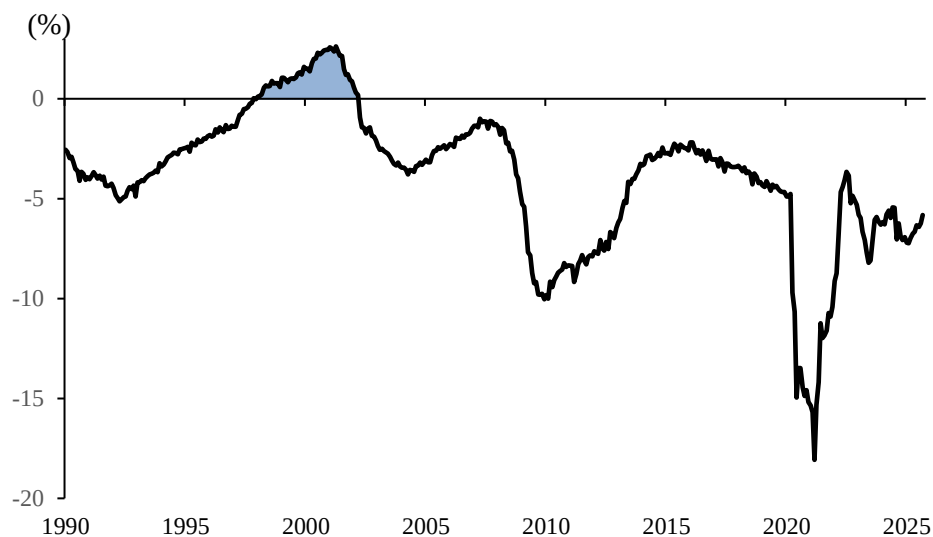
|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 壹、 歷史背景與發展 .....                 | 1  |
| 一、 美國財政部首次進行債券回購之契機 .....        | 1  |
| 二、 2000-2002 年第一輪財政部債券回購計畫 ..... | 2  |
| 三、 2024 年計畫重啟債券回購計畫 .....        | 2  |
| 貳、 2024 年回購計畫運作機制介紹 .....        | 3  |
| 一、 目的與類型 .....                   | 3  |
| 二、 操作方式 .....                    | 3  |
| 三、 回購標的與選擇標準 .....               | 4  |
| 四、 頻率與時機 .....                   | 4  |
| 五、 參與對象 .....                    | 5  |
| 六、 規模與彈性 .....                   | 5  |
| 七、 中性原則 .....                    | 5  |
| 參、 回購計畫對美國公債市場影響 .....           | 7  |
| 一、 市場流動性 .....                   | 7  |
| 二、 殖利率曲線影響 .....                 | 7  |
| 三、 債券供需結構 .....                  | 8  |
| 四、 市場參與者行為 .....                 | 10 |
| 肆、 回購計畫之執行成效與爭議分析 .....          | 11 |
| 一、 2024 年至 2025 年回購計畫執行成效 .....  | 11 |
| 二、 回購計畫主要爭議 .....                | 13 |
| 三、 主管機關論點與實證結果 .....             | 14 |
| 伍、 參考資料 .....                    | 16 |

## 壹、 歷史背景與發展

### 一、 美國財政部首次進行債券回購之契機

1990 年代後期美國經濟強勁成長，網路科技繁榮（dot-com boom）時期的經濟繁榮帶動稅收大增，股市亦大幅上漲，企業利潤和個人所得增加，使聯邦稅收（包括所得稅和資本利得稅）遠高於預期，加以政府積極實施縮減赤字措施，使得 1990 年代末期的美國政府罕見地出現預算盈餘（圖 1 藍底）。

圖 1 美國聯邦預算赤字/盈餘占名目 GDP 百分比



資料來源：U.S. Treasury, Bloomberg

由於聯邦預算由長期赤字轉為盈餘，美國財政部得以減少淨發行規模，並開始思考主動降低公眾持有的聯邦債務存量。而隨著預期聯邦債務降低，債務發行部門亦須同步調整傳統的債務管理策略，美國財政部遂著手研究提早買回未到期公債政策之可能性。1999 年 8 月，財政部預告其債務管理之擬訂規則，允許財政部於公債到期前，回購（Buyback）已發行公債；財政部預期該操作將強化指標公債之市場效率，並降低美國長期財務成本，此即為美國財政部第一次的債券回購計畫的開端。

## 二、 2000-2002 年第一輪財政部債券回購計畫

在聯邦政府財政盈餘的背景下，美國財政部於 2000 年 3 月正式啟動常規公債回購計畫，時任財政部副部長 Gary Gensler 宣布當年將進行最多達 300 億美元的回購操作，初期每次約 10 億美元，並聚焦於較長天期、流動性較差、票面利息較高的舊債券（off-the-run）。回購以逆向拍賣形式進行，財政部向市場收購特定到期區間的已發行公債；2000 年至 2002 年間共舉行 45 場回購操作，累計買回約 675 億美元，標的涵蓋 10 至 30 年期的中長天期 off-the-run 公債（含 TIPS 債券）。

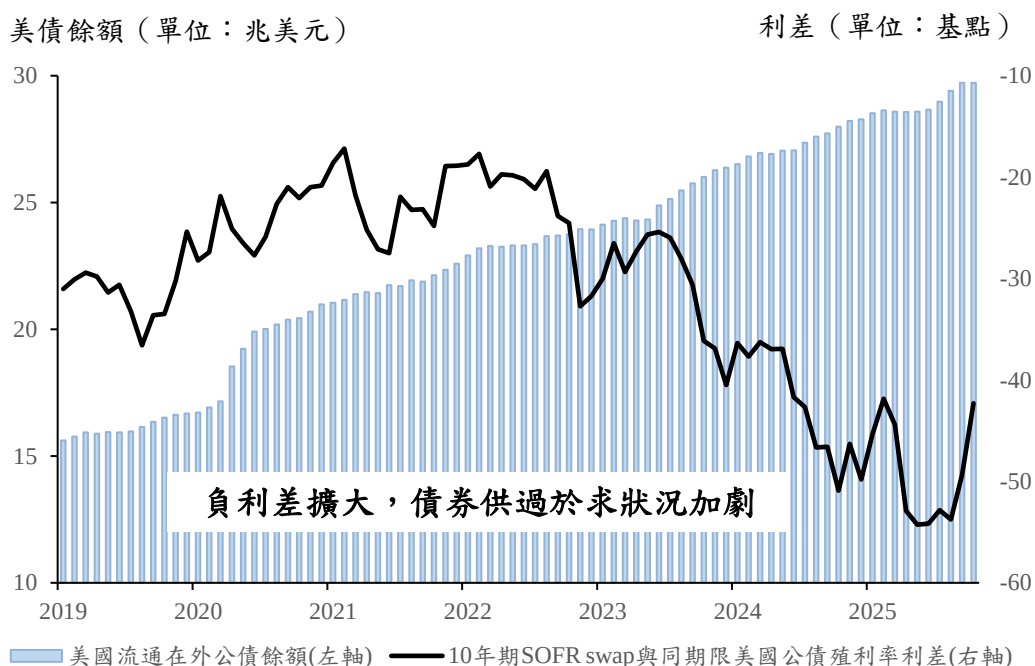
而由於後來美國政府預算盈餘轉為赤字（因網路泡沫破滅及 2001 年 911 事件後財政支出增加），財政部於 2002 年 4 月結束此輪回購計畫。此後在財政預算仍為赤字的前提下，美國財政部多年未再進行類似規模的常規回購，直到 2024 年才重新啟動以流動性支援與現金管理為主的新回購機制。

## 三、 2024 年計畫重啟債券回購計畫

近年來，美國公債市場規模飆升，但債券市場流動性的脆弱程度增加（圖 2），特別是 2023 年 3 月的美國地區性銀行流動性危機事件爆發引起市場動盪後，政府開始檢討強化公債市場運作之工具，最後推動財政部重啟美國公債回購計畫；2024 年回購計畫，透過買回舊券並發行新券的方式，活化主要交易商（Primary Dealer）資產負債表，進一步強化債券市場流動性。

2023 年，美國財政部季度再融資聲明顯示，預期將自 2024 年重啟公債回購機制，以改善美債市場流動性並強化財政部的現金及債務管理。財政部於 2023 年 5 月的季度再融資計畫中首次具體提出回購方案方向，並於 2024 年第 2 季度正式啟動一系列回購操作，啟動新一輪常規回購政策。財政部表示，新回購計畫旨在提升市場流動性並優化現金與債務管理，初期規模將偏向審慎，並將隨市場情況調整。

圖 2 美國公債餘額及 10 年期 SOFR swap 與美債殖利率利差



資料來源：U.S. Treasury, Bloomberg

## 貳、 2024 年回購計畫運作機制介紹

2024 年之回購計畫的運作邏輯從單純降低債務總量，轉向市場流動性補強；以下就計畫之運作目的、執行方式、標的範圍、頻率與參與對象等面向逐一說明，以協助理解此計畫之制度設計與政策意涵（詳見表 1）。

### 一、 目的與類型

財政部的回購操作聚焦於兩大目標，即流動性支援與現金管理。流動性支援型回購，係財政部定期從市場買入流動性較差的 off-the-run 債券，提供持有舊券的市場參與者可預期的出售管道；現金管理型回購，則係於財政部庫存現金波動較大時進行，用以穩定短期資金狀況，並降低國庫券發行數額之波動。

### 二、 操作方式

採用多重價格拍賣模式（multiple-price reverse auction），由財政部透過紐約聯邦準備銀行（New York Fed）的交易系統（FedTrade），向欲出售目標債券的主要

交易商蒐集賣出債券之報價。財政部根據收到的報價（包含債券價格和出售數量）決定得標價格，通常按價格優先原則（即價格較低、對應殖利率較高者優先被財政部買入），最終以各自報價成交（multiple-price，即得標者按各自投標價賣出）。每次操作前，財政部將公布目標買入債券的範圍和總額上限，操作結果隨後公開透明揭露。

### 三、 回購標的與選擇標準

回購對象主要為非近期發行的 off-the-run 券種，包含付息公債及 TIPS 債券，且排除 1 年期以下的國庫券、浮動利率債券（Floating Rate Note, FRN）及本息分離債券（Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities, STRIPS）。為確保達成強化流動性的目標，財政部於回購時將排除特定債券，如：排除用於期貨市場交割之「最便宜可交割債券」（Cheapest To Deliver, CTD）、回購市場資金狀況緊張時的 Repo Specials 券種，或相對價值明顯高估的券種。此外，針對現金管理型目的，若某券種到期日恰逢重要稅款收繳日等高現金波動的時點，財政部也傾向不回購該券，以免造成該時段的資金流量大幅波動。

整體而言，回購優先鎖定於交易較不活躍、流動性溢酬較高的舊券，並排除市場交易較為熱門、流動性充裕的當期指標債券（on-the-run），從而達到優化整體債務結構的效果。

### 四、 頻率與時機

流動性支援型回購之操作平率約每週進行一次，而財政部每季度的再融資計畫亦將提前公布下一季度回購操作的初步時間表，強化與市場之溝通。現金管理型回購則視財政部庫存現金狀況而定，通常會在國庫現金異常寬鬆的時期（如每年 4 月中旬報稅季大量稅收進帳時）啟動，以去化閒置資金。

## 五、 參與對象

目前回購操作的核可交易對象僅包含市場主要交易商，直接通過 New York Fed 交易系統提交賣券報價，若其他投資人有意參與，則可透過主要交易商代理交易。財政部表示（2025），未來將評估擴大參與對象範圍的可行性，然短期內仍以主要交易商為主。此外，與新標售公債的規範不同，財政部進行回購交易時，主要交易商並無義務按配額參與回購（即 New York Fed 對主要交易商無比例參與之要求），完全視市場參與者自願報價而定。

## 六、 規模與彈性

財政部在每季發行公告中設定當季回購操作的最高規模上限。起始階段規劃每季用於流動性支援之金額上限約為 300 億美元，並分配於不同期限組別，每季每組最多 40 億美元（TIPS 券每組上限 10 億）。現金管理回購之規模則依季節性需求彈性調整，預估第一年累計不超過 1,200 億美元。此外，財政部未承諾每次拍買都將購足上限額度，實際購買量取決於市場情況，及財政部認為有利的價格水準。上述財政部於購債時價格敏感（price-sensitive）的作法，將確保執行回購交易對納稅人而言最為有利。

## 七、 中性原則

財政部回購計畫遵循收支中性（cash flow neutral）及平均到期期限中性（weighted average maturity neutral）等原則，回購債券所需資金將視為一般融資需求，並透過常規的發債計畫補足；意即財政部不會刻意透過回購交易，來改變整體債務平均到期期限或淨供給，而是以提升流動性與現金管理效率為主。



表 1 流動性支援目的及現金管理目的之債券回購

| 項目     | 流動性支援                                                                                                                     | 現金管理                       |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|
| 主要目的   | 提升市場流動性，減少長天期公債波動，促進債市穩定。                                                                                                 | 降低財政部現金餘額和國庫券發行的波動性。       |
| 回購頻率   | 每週定期進行，依市場需求可調整。                                                                                                          | 主要在財政部需要調節現金餘額時進行，頻率較低。    |
| 回購標的   | <u>公債</u> ：殖利率曲線（以下簡稱曲線）前端之 4 檔類別（1M-2Y、2Y-3Y、5Y-7Y、7Y-10Y），曲線後端之 2 檔類別（10Y-20Y、20Y-30Y）。<br><u>TIPS</u> ：1Y-10Y、10Y-30Y。 | <u>公債</u> （1M-2Y）          |
| 每次回購額度 | 曲線前端：40 億美元/類別<br>曲線後端：20 億美元/類別                                                                                          | 50 億美元至 85 億美元不等           |
| 目標對象   | 銀行、金融機構等需要流動性支持的債券市場參與者。                                                                                                  | 主要針對短期資金需求，並維持財政部的現金平衡。    |
| 調整方式   | 依市場需求進行調整，可增加回購頻率或額度。                                                                                                     | 基於現金流需求進行調整，通常依季度或年度需要而更動。 |
| 操作時間   | 一般為定期進行，然亦可於市場壓力較大時緊急啟動。                                                                                                  | 主要在財政部需要管理現金流時進行，常見於稅收高峰期。 |

資料來源：作者自行整理

## 參、 回購計畫對美國公債市場影響

### 一、 市場流動性

回購計畫的核心貢獻，在於緩解美債市場長期存在的舊券庫存壓力。透過定期且可預期性的退出機制，主要交易商得以及時將流動性不佳的舊券回售予財政部，進而釋放資本空間。IMF (2025)<sup>1</sup>實證研究進一步支持此項觀察，自計畫實施以來，標的券種的買賣價差已顯著收窄，且舊券與指標券間的利差及流動性溢酬亦同步收斂，這反映出市場的價格發現功能正趨於完善。整體而言，該機制在優化美債次級市場流動性方面，已發揮實質之穩定作用。

此外，交易商資產負債表的釋放效應，將直接強化其造市功能的日常承接能力。財政部金融市場助理部長 Joshua Frost (2025)<sup>2</sup>指出，當財政部成為舊券的穩定需求來源，市場參與者對持有非指標券的疑慮隨之降低，進而願意在次級市場提供更積極的報價。

回購機制不只是單純的買賣操作，更扮演市場壓力閥的角色。藉由改善次級市場的交易環境與深度，有效降低大額交易對價格的衝擊，強化美債作為全球無風險資產的地位。

### 二、 殖利率曲線影響

公債回購對殖利率曲線的形態也帶來一定影響。歷史經驗顯示，在 2000–2002 年的回購計畫期間，財政部大量買回長期公債，導致長端供給減少，市場預期長期安全資產將趨於稀缺，引發長天期公債殖利率顯著下跌。最具代表性的事件是 2000 年初財政部首次預告回購時，30 年期公債殖利率在兩週內暴跌 58 個基點

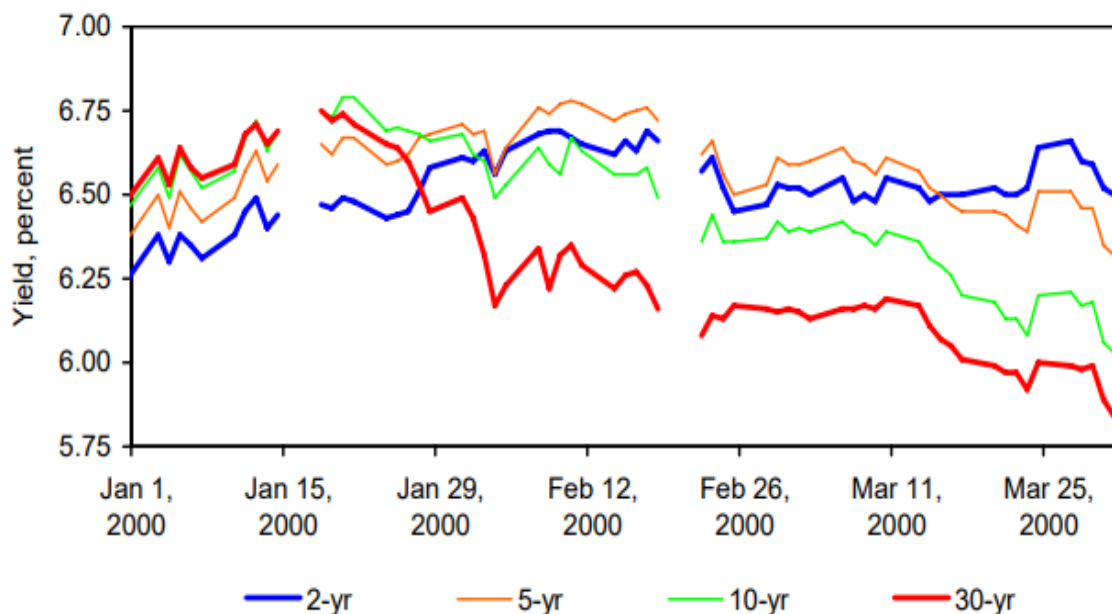
---

<sup>1</sup> Zhou, Jing (2025), “Testing the Liquidity Support Effects of the U.S. Treasury Buyback Program,” IMF Working Paper, May.

<sup>2</sup> Frost, Joshua (2025), “Remarks by Assistant Secretary for Financial Markets Joshua Frost on Recent Progress by the Inter-Agency Working Group on Treasury Market Surveillance at the Federal Reserve Bank of New York’s Annual Primary Dealer Meeting,” U.S. Department of the Treasury, May 8.

(自 6.75% 降至 6.17%)，與此同時 5 年期僅下滑 9 個基點 (圖 3)。長端利率快速下降導致殖利率曲線趨平、甚至局部倒掛，反映 2000 年回購政策對各天期殖利率水準的扭曲效果，更一度引發市場對公債供給短缺的討論。

圖 3 美國公債殖利率變化 (2000/1/3 至 2000/3/31)



資料來源：New York Fed, Fed Statistical Release H.15

然而，2024 年的新回購機制與盈餘時代的背景完全不同；新一輪的回購政策，以新發行等額債券來籌措回購資金，以降低對民間持有淨債務與整體到期期限結構之影響。換言之，新回購計畫不會像量化寬鬆 (QE) 般明顯壓低長端利率，而更側重於改善市場機能和局部調整。

未來倘若財政部調整回購規模 (例如擴大長天期債券回購)，或將對殖利率曲線長端部分造成下行壓力，但在目前的執行規模下，殖利率曲線變化主要係由美國總體經濟和 Fed 政策等因素共同主導，回購政策僅造成輔助性影響。

### 三、 債券供需結構

公債回購計畫經由改變市場美國公債之供給結構和需求動態，進一步影響市

場的穩定性。首先，從供給面觀之，回購相當於優化債務存量組合，即買回零散且交易清淡的舊債，同時發行流動性更佳的新債。此不僅能減少市場上零星小量的 off-the-run 券種數量，避免券種過於分散及對流動性產生不良影響；亦可集中發行大規模的標準化新券，滿足投資人對高流動性安全資產之需求。美國政府責任署（Government Accountability Office, GAO）分析報告<sup>3</sup>指出，財政部用相對較低的價格買回舊券（流動性差、債券溢酬高，財政部支付價格較低），並同步發行等額新券（流動性佳、債券溢酬低，財政部籌得較多資金），即可受益於新、舊券間的流動性溢酬，從而降低整體融資利息成本；此意味著投資人願意為流動性更佳的 on-the-run 券支付較高價格（殖利率較低），政府則以更低成本融資，實現雙贏局面。

其次，回購計畫亦可緩解聯邦現金流出、入時點不匹配之問題。過去財政部在稅收高峰期時，常會暫時大量縮減國庫券的發行規模，以避免持有過多現金。但這種做法將導致短券供給及短期利率劇烈波動，不利於市場平穩。透過現金管理型的回購計畫，財政部可於稅收高峰期利用多餘現金買回部分中、短天期債券，維持短債平穩的發行規模。財政部助理部長 Frost 表示，透過回購吸收多餘現金，財政部得以維持短天期債券供給的連續性和穩定性，平滑債券供給曲線，降低市場對國庫券的利率波動風險。

---

<sup>3</sup> GAO (2012), “Debt Management: Buybacks Can Enhance Treasury's Capacity to Manage under Changing Market Conditions,” Mar. 21.

#### 四、市場參與者行為

財政部回購政策的推行，亦直接推動美國公債交易商及美國公債券市場投資人行為模式之轉變。

##### （一）交易商：強化造市意願與市場承作能力

對主要交易商（Primary Dealers）而言，定期的回購機制形同提供一個可靠的資產處置管道。過去在市場動盪之際，交易商常因缺乏對向買家，而被迫持有大量公債庫存，不僅占用自身資產負債表，更使其曝露於高度市場風險中。

如今，財政部在特定條件下扮演近似最後買家的角色，使交易商更有意願承接客戶賣盤。根據 IMF（2025）研究，2024 年回購機制顯著降低舊券積壓庫存，並活化交易商的資產負債表。前美國財政部次長 Nellie Liang（2025）<sup>4</sup>亦指出，此減倉機制有效釋放交易商之資本空間，進而強化其造市意願與市場承作能力，形成流動性供給的正向循環。

##### （二）機構投資人：強化持有債券信心及變現預期

對於廣大機構投資人而言，回購計畫則大幅優化其持有舊券的風險收益考量。過去投資人因擔憂 off-the-run 券種交易清淡，往往要求更高的殖利率補償（流動性溢酬）；但在財政部回購計畫作為潛在退出選項的前提下，投資人對於持有原本流動性較差券種之疑慮減輕，進而願意以更合理的價格持有這些資產。

此外，財政部在回購計畫中明確表示不會購買當前最熱門的 on-the-run 券種，避免扭曲市場供需定價。上述策略既鼓勵投資人繼續支持新債發行，

---

<sup>4</sup> Nellie Liang (2025), “What’s going on in the US Treasury market, and why does it matter?” Commentary, Brookings Institution, April 14.

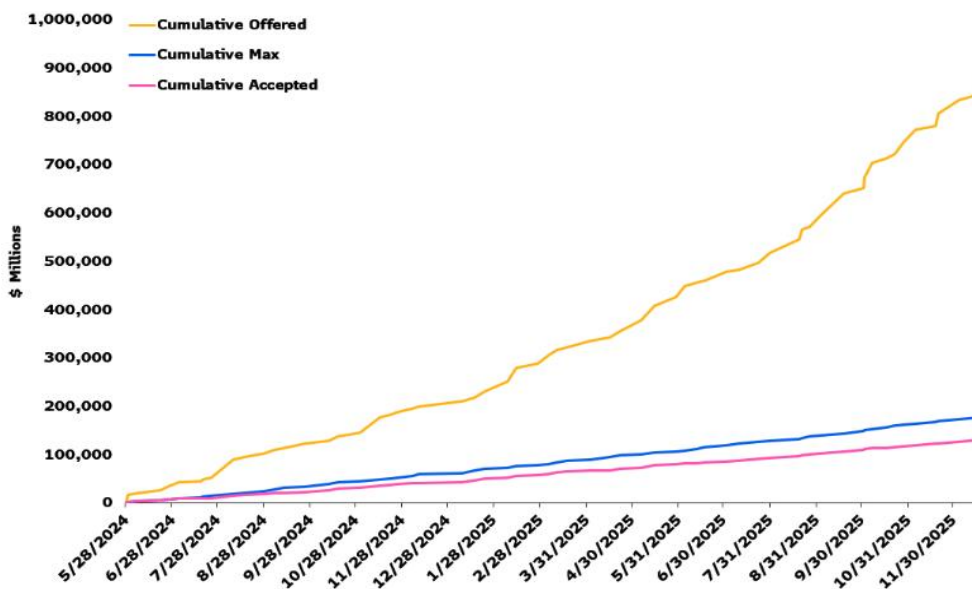
又維護持有舊券的投資人得即時變現的信心，使其不致因流動性顧慮而拋售債券。

#### 肆、 回購計畫之執行成效與爭議分析

##### 一、 2024 年至 2025 年回購計畫執行成效

(一) 自 2024 年 5 月重啟回購計畫以來之數據顯示，不同天期之債券在流動性支援需求面出現顯著差異。Bloomberg Intelligence 截至 2025 年底之統計報告<sup>5</sup>顯示，美國公債主要交易商去舊券庫存意願強勁，渠等於財政部回購計畫中累計投標金額高達 8,715 億美元，遠超財政部設定約 1,790 億美元之最高操作上限。然而，財政部於執行面仍保持高度的價格敏感性，最終實際買回金額約為 1,321 億美元，僅占上限額度之 73.8% (圖 4)。

圖 4 附息公債流動性回購計畫操作結果



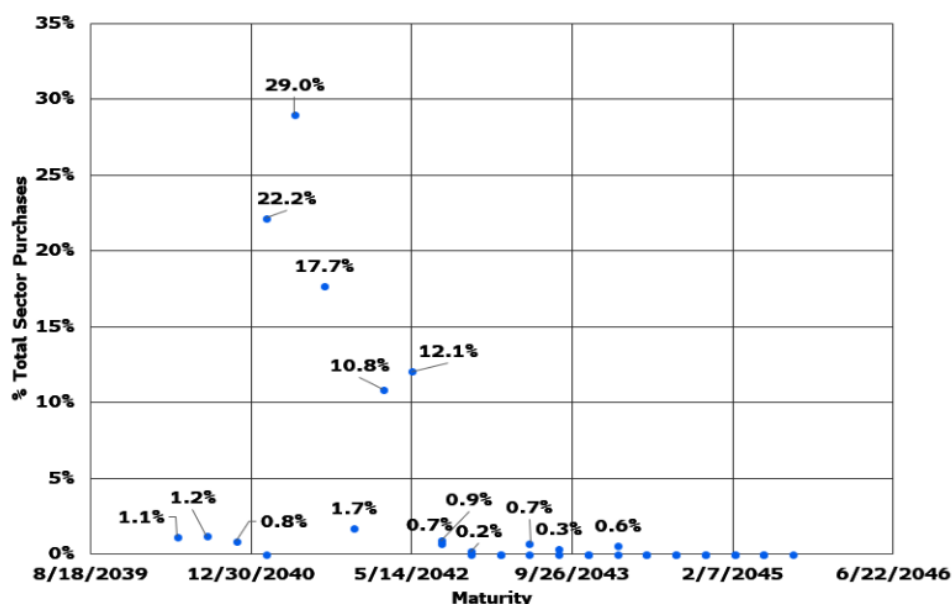
資料來源：US Treasury, Bloomberg Intelligence

(二) 在個別債券期限組別的回購計畫執行成效上，回購計畫熱門券種偏重於曲線的最長端及最短端，曲線中段券種之參與度則較低。

<sup>5</sup> Jersey I., Hoffman W. (2026), "Treasury Buybacks: What They Are, What They Aren't," Jan. 12.

1. 曲線長端與短端債券之需求強勁：曲線前端（1 個月至 2 年）及 10 年期以上的較長天期券種為回購之核心焦點，渠等投標總額與上限之比率接近 100%，顯示市場對調節此兩類債券庫存的需求最強。
2. 20 年期債券流動性壓力最為顯著(圖 5)：在較長天期之回購類別中，曾被市場視為過度發行的美國 20 年期公債，占據該組別九成之回購量，顯示交易商 20 年券之庫存壓力嚴峻。其中，2021 年份發行之 20 年期券為回購主力，約占財政部該期限總買回量之七成。

**圖 5 10 至 20 年期債券類別中各券種之買回比例**



資料來源：US Treasury, Bloomberg Intelligence

3. 曲線中段（Belly）參與度較低：7 至 10 年期債券之回購類別，不僅投標規模難以達到上限，且最終被財政部接受購回比率亦不高。由數量層面觀察，此現象反映符合財政部篩選標準之 off-the-run 券數量較低，籌碼面受限；由價格層面觀察，此現象反映交易商對於合理售價之認定相較於財政部願意支付的價格更高，導致最後實際成交量低迷。

## 二、 回購計畫主要爭議

### （一） 債務策略轉向準貨幣政策之疑慮

部分市場人士將回購計畫與發債結構的調整，併入「積極債務管理」範疇，認為財政部正透過操控市場債券總額之供給量，實質影響整體金融環境。經濟學家 Nouriel Roubini 等人將此稱為激進式債務發行策略（Activist Treasury Issuance, ATI），質疑其作用機制與聯準會（Fed）的量化寬鬆（QE）過於相似。這也引發學界對於財政政策邊界外溢的激烈爭論，擔憂財政部正動用原本應屬中性的管理工具，來動態影響金融形勢。

### （二） 債務管理工具定位及市場干預之疑慮

財政部的公債回購計畫名義上屬於債務管理的一環，但若在金融市場波動升高時被擴大運用，容易被市場解讀為官方進行穩定債券殖利率與金融市場流動性的準政策性操作，並進而與 Fed 職責產生重疊甚至衝突。特別是在 2025 年市場環境下，財政部官員曾提及「必要時可放大操作」的政策彈性，雖相關言論係為穩定市場信心，卻也讓外界更加關注該工具的觸發條件與其背後干預邏輯。

### （三） 交易對手集中度與成效衡量之難題

由於回購的直接對手僅限於紐約聯準銀行許可的主要交易商，該制度設計是否過於優待特定大型機構，及其能否實質惠及廣泛的實質投資人，始終是爭議焦點，亦導致計畫的成本效益（如流動性改善的擴散效果）難以被精確量化。此外，受限於初期執行的技術框架（如單次單券種數量上限與規模限制），該機制究竟能對龐大的公債市場提供多少實質支撐，評估上仍需保持審慎。

### （四） 債務結構調整的政治化解讀



雖然回購與發債工具在技術層面相互獨立，但在實務上常被賦予高度政治色彩。2024 年間，部分評論質疑財政部刻意偏向短天期債券發行，意圖在選舉或特定時點創造「景氣過熱（Sugar High）」的假象。對此，時任財政部長 Janet Yellen 曾公開否認政治動機，強調發債策略始終遵循原則，並完全尊重財政部借款諮詢委員會（TBAC）的專業建議。

### 三、 主管機關論點與實證結果

#### （一） 財政部與主管機關之制度澄清

財政部在多次制度說明中重申，回購計畫的核心並非意圖改變債務的整體到期結構，亦非設計為應對急性市場壓力的緊急工具。在市場溝通方面，財政部長 Scott Bessent 亦多次強調，債務管理將嚴格遵循規律且可預期（Regular and Predictable）的傳統精神，透過逐步且透明的拍賣規模調整，最大限度地化解市場對「政策工具化」的政治猜測。

#### （二） TBAC 及美國公債交易商回饋意見

根據 TBAC 彙整的交易商意見，回購計畫對於特定券種與特定到期區間的造市功能確有輔助效果。然而多數交易商亦表示，在美債整體流動性尚屬穩健，且目前回購規模相對有限的背景下，該計畫對全市場流動性的改善程度可能並不顯著。即便如此，交易商普遍給予正面評價，認為回購是清理流動性陷阱部位（Deadweight positions）、釋放資產負債表空間以承接新客戶交易的關鍵工具。

#### （三） IMF 實證結果顯示流動性改善幅度溫和，緩解交易商庫存壓力

IMF（2025）的研究顯示回購計畫對舊券市場已產生溫和的結構性影響；實證結果顯示，回購操作能有效縮窄標的券種的買賣利差（Bid-ask spread）與利差溢酬，並提升標的債券的價格韌性。此外，當主要交易商對特定

券種的庫存壓力達臨界點時，回購的流動性支持效果最為顯著。整體而言，實證數據支持目前回購計畫的執行方向，但其最終成效仍高度取決於未來操作規模的彈性與具體的制度設計。

## 伍、 參考資料

1. U.S. Department of the Treasury (2000), “Under Secretary of the Treasury for Domestic Finance Gary Gensler Remarks at the February 2000 Treasury Quarterly Refunding,” Press Release, Feb.2.
2. U.S. Department of the Treasury (2023), “Quarterly Refunding Statement of Assistant Secretary for Financial Markets Josh Frost,” May 3.
3. U.S. Department of the Treasury (2023), “Treasury’s Current Views on the Operational Design of a Regular Buyback Program,” Aug.
4. U.S. Department of the Treasury (2024), “Quarterly Refunding Statement of Assistant Secretary for Financial Markets Josh Frost,” May 1.
5. Zhou, Jing (2025), “Testing the Liquidity Support Effects of the U.S. Treasury Buyback Program,” IMF Working Paper, May.
6. Frost, Joshua (2025), “Remarks by Assistant Secretary for Financial Markets Joshua Frost on Recent Progress by the Inter-Agency Working Group on Treasury Market Surveillance at the Federal Reserve Bank of New York’s Annual Primary Dealer Meeting,” U.S. Department of the Treasury, May 8.
7. U.S. Government Accountability Office (2012), “Debt Management: Buybacks Can Enhance Treasury's Capacity to Manage under Changing Market Conditions,” Mar. 21.
8. Nellie Liang (2025), “What’s going on in the US Treasury market, and why does it matter?” Commentary, Brookings Institution, April 14.
9. Jersey I., Hoffman W. (2026), “Treasury Buybacks: What They Are, What They Aren't,” Jan. 12.