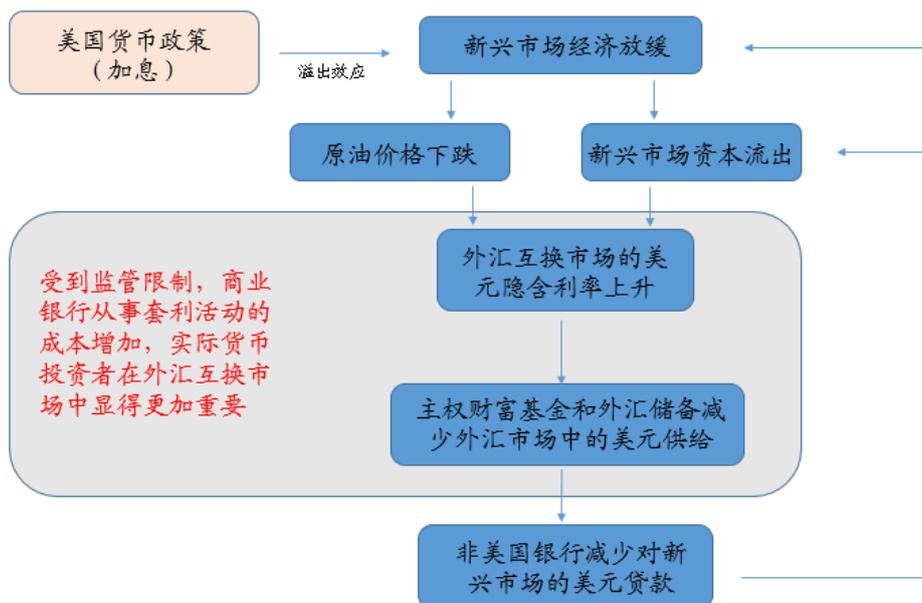




美元去哪里了？

美国加息如何影响离岸美元市场



数据来源：日本央行，国泰君安国际

- 近期海外投资者中普遍有这样两个问题，第一是美国国债收益率已经上升了很多，目前的收益率跟过去相比是更有吸引力的，大家应该有兴趣购买，但为什么国债价格还在下跌（即收益率仍然在上升）？第二个问题是美元是今年表现最好的资产，换句话说大家都在持有美元，那这些美元去了哪里？难道大家都拿着美元现金而没有去买美股和美债么？
- 在我们看来，一个根本的原则是“现金中性”——只要金融市场仍然存在，个人持有现金与否，理论上对资产价格的影响是中性的。
- 因为市场预期美国通胀仍然将保持在高位，所以即使目前的收益率看起来很有吸引力，但市场依旧存在利率继续上升的预期，这将使得美国国债收益率在一段时间内处在高位。
- 同时我们看到美联储正在逐步加大缩表力度，而这也是导致收益率上升的重要原因。只有美联储加息暂停，或者给出即将停止的信号，国债收益率才会出现逆转。
- 作为美元资产的重要投资者之一，以各国央行为代表的主权资金为了维护本国金融体系的稳定，成为了美元资产的卖家，而这势必导致持有机构的总体融资能力和杠杆率出现一定的下降。
- 在这一过程中，即使资金流入导致美元出现了大幅度的升值，但整体而言由于杠杆率的下降，美元资产获得的支撑力度反而在下降。

美元的一系列问题

近期海外投资者中普遍有这样两个问题，第一是美国国债收益率已经上升了很多，目前的收益率跟过去相比是更有吸引力的，大家应该有兴趣购买，但为什么国债价格还在下跌（即收益率仍然在上升）？第二个问题是美元是今年表现最好的资产，换句话说大家都在持有美元，那这些美元去了哪里？难道大家都拿着美元现金而没有去买美股和美债么？

“现金中性”

这两个问题的提出，其实正是很多投资者在目前的情况下面临的困扰。我们可以先尝试回答第二个问题，如果投资者持有了美元现金，但没有去购买美元资产，这种情况会对美元资产价格产生影响么？事实上，光持有现金仅仅可能是一位投资者的行为，总体而言，即使所有的个人投资者都只持有现金，与所有人都去购买资产，其对金融市场的影响是一样的。这是因为所谓的“现金”是留存在银行体系的，金融机构不可能持有现金，因为它要支付利息给客户，所以金融机构大概率也会将资金拆借出去、或者直接购买有价证券来获取收益，从这个角度而言，只要金融市场仍然存在，个人持有现金与否，理论上对资产价格的影响是中性的。

加息预期走高是罪魁祸首

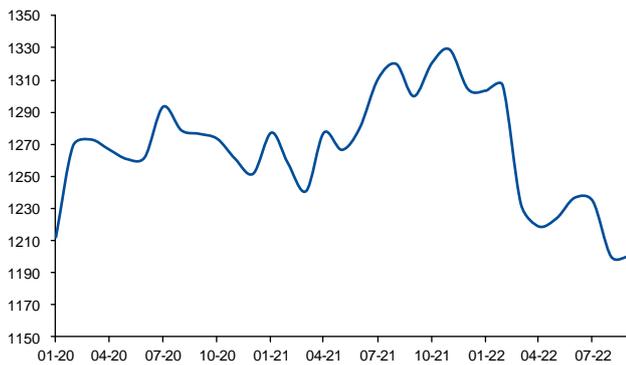
而如果想试图回答第一个问题，则相对会复杂一些。一个相对浅显的回答是，因为市场预期美国通胀仍然将保持在高位，美联储加息尚未结束，所以即使目前的收益率看起来很有吸引力，但市场依旧存在利率继续上升的预期，这将使得美国国债收益率在一段时间内处在高位。同时我们看到美联储正在逐步加大缩表力度，而这也是导致收益率上升的重要原因。只有美联储加息暂停，或者给出即将停止的信号，国债收益率才会出现逆转。

融资结构改变是本质原因

单独来看，这两个回答都是正确的，但这仍然不能解决投资者的真正疑问，即流入美元的资金变多了，但美元资产价格为何却没有出现上升？

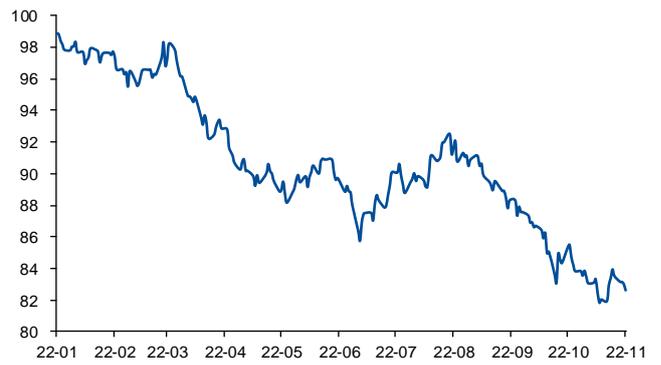
尽管这个问题看起来并不容易回答，但我们可以先试着从一些眼下发生的事情着手。在过去的一段时间内，我们可以看到以日本央行为代表，为了避免本币的持续贬值而对外汇市场进行干预。这样的干预背后意味着央行一方面需要准备更多的美元现金，另一方面也需要抛出一些流动性较好的资产，在这种需求下，美国国债由于其较好的流动性而大概率被抛售。与此同时，很多新兴市场经济体的央行也在进行着类似的外汇市场干预。从这个角度而言，作为美元资产的重要投资者之一，以各国央行为代表的主权资金为了维护本国金融体系的稳定，成为了美元资产的卖家。

图 1: 日本持有的美国国债开始下降 (十亿美元)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图 2: 如果在年初买入了美国10年国债 (2021年底为100)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

但只要再往前推一步, 我们会发现, 尽管这一逻辑看似成立, 但事实上央行卖出的美元仍然流向了新的买家, 而这些美元, 如本文一开始所讲, 大概率也会流入银行体系, 从而最终仍然会成为美元资产。因此, 对主要央行干预外汇市场从而降低美元资产的现象的分析, 仍不足以解答我们的问题: 为何美元资产价值仍在下跌?

主权财富基金的角色

虽然上述分析没有解答我们心中的疑惑, 但是给我们指出了进一步分析的方向——我们需要理解以央行为代表的主权财富基金在全球金融市场中扮演的角色。

首先, 我们要认识到, 主权财富基金几乎是评级最高的金融机构, 这也意味着他们能够获得最便宜的资金, 并可以在市场中使用相对较高的杠杆率。而一旦当他们开始抛售美元资产, 也就说明着他们出于某种原因主动剔除了整体资产池中流动性较好的资产。尽管这一资产会被其他机构所持有, 但总体而言, 美债持有者的信用等级出现了下降, 从这个角度而言, 尽管美国国债仍是最好的抵押品之一, 但持有机构的总体融资能力和杠杆率大概率会出现一定的下降。

而与此同时, 主权财富基金其实也是离岸市场中最为重要的美元流动性供给者。最早提出这一想法的是日本央行副行长中曾宏 (Hiroshi Nakaso), 他在 2017 年的一次公开演讲中讲到了这些问题, 当时他的演讲标题是《货币政策分化与全球金融稳定: 从安全资产供需角度的分析》("Monetary Policy Divergence and Global Financial Stability: From the Perspective of Demand and Supply of Safe Assets")。他的观点对于理解目前的美元市场会有很好的启发。

美元流动性如何产生

他在这次演讲中提到了几个问题: 第一, 非美国银行不断扩大自身的海外债权 (绝大多数是美元), 但其资金的来源主要是外汇互换 (FX Swap)。外汇互换其实是很多国际银行重要的融资工具, 它的本质是以一种货币作为抵押, 来获得另一种货币。日本的很多商业银行就是最为典型的案例, 其使用日元和美元的外汇互换来取得美元资金, 从而满足客户的美元融资需求。按照 BIS 的统计, 从 2016 年至 2019 年, 全球外

汇市场的日均交易量从 2016 年的 5.1 万亿美元，上升至 2016 年的 6.6 万亿美元。其中外汇互换的占比从 2016 年的 47% 上升至 2019 年的 49%。巨量的外汇互换成交的背后，正反映出非美国银行使用这一工具取得美元。

在这一过程中，非银行金融机构的角色开始越来越重要，其中影响最大的是 Real Money Investor（也就是真实持有现金的投资者），这些投资者不仅是美元资产的重要投资者，同时也是外汇互换市场上最为重要的美元流动性提供者。而主权财富基金正是这一类投资者，同时也是其中信用评级最高的一类。美元资产的投资者这一概念相对容易理解，但如何理解这些投资者为市场提供美元流动性呢？

我们可以这样来理解，外汇互换市场中，一方以一种货币（比如说日元）作为抵押，从而获得美元，但如果市场中没有人提供美元，那么外汇互换市场就不会存在。而事实上，这些 Real Money Investor 正是扮演着这样的美元供给的角色，他们把手中的美元借出给日本的商业银行，从而获得日元，用来购买日本国债。尽管日本国债收益率较低，但由于他们获得的日元融资成本更低，其实也可以获得不错的收益。

情况一旦出现逆转...

中曾宏也在这次演讲中描述了这样一种场景可能出现逆转的情形，即一旦美联储加息，可能会带来新兴市场的经济放缓，从而带来油价的下降以及资金从新兴市场流出。而这些国家的主权财富基金和外汇储备的管理者就会有意识地在外汇互换市场上减少自身的美元供给，而他们的供给一旦减少，就会导致离岸美元的融资成本上升，并影响非美国银行对新兴市场经济体的美元贷款，从而对经济带来进一步下行的压力。

图 3: 美国加息如何影响离岸美元市场



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_48315



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn