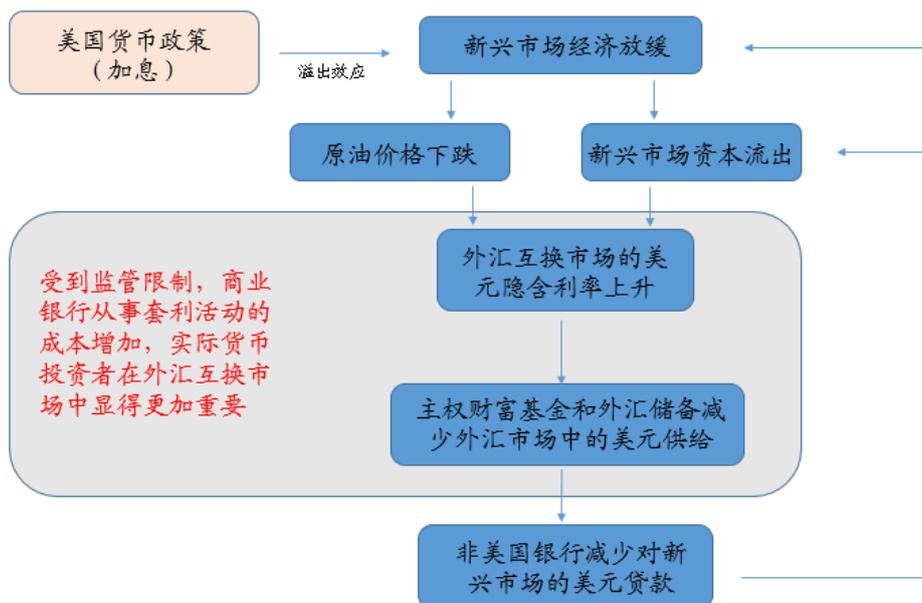




## 美元去哪里了？

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

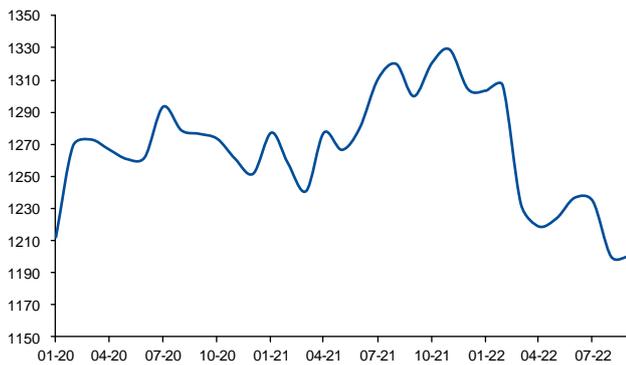
而如果想试图回答第一个问题，则相对会复杂一些。一个相对浅显的回答是，因为市场预期美国通胀仍然将保持在高位，美联储加息尚未结束，所以即使目前的收益率看起来很有吸引力，但市场依旧存在利率继续上升的预期，这将使得美国国债收益率在一段时间内处在高位。同时我们看到美联储正在逐步加大缩表力度，而这也是导致收益率上升的重要原因。只有美联储加息暂停，或者给出即将停止的信号，国债收益率才会出现逆转。

### 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？

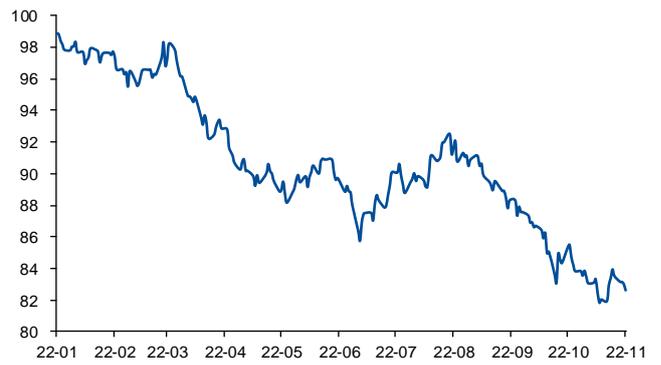
尽管这个问题看起来并不容易回答，但我们可以先试着从一些眼下发生的事情着手。在过去的一段时间内，我们可以看到以日本央行为代表，为了避免本币的持续贬值而对外汇市场进行干预。这样的干预背后意味着央行一方面需要准备更多的美元现金，另一方面也需要抛出一些流动性较好的资产，在这种需求下，美国国债由于其较好的流动性而大概率被抛售。与此同时，很多新兴市场经济体的央行也在进行着类似的外汇市场干预。从这个角度而言，作为美元资产的重要投资者之一，以各国央行为代表的主权资金为了维护本国金融体系的稳定，成为了美元资产的卖家。

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。

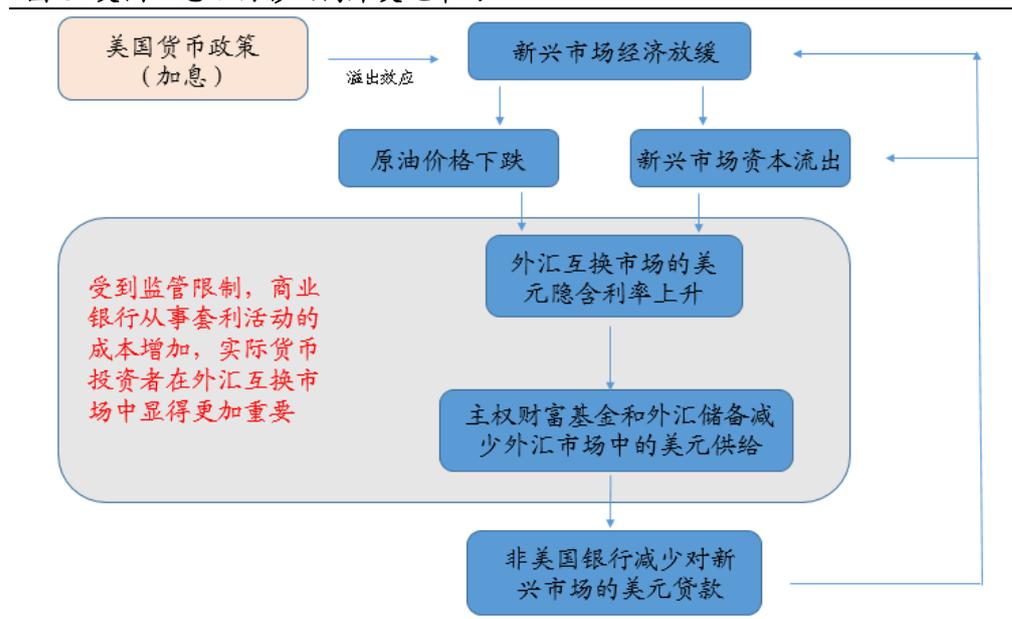
在这一过程中，非银行金融机构的角色开始越来越重要，其中影响最大的是 Real Money Investor（也就是真实持有现金的投资者），这些投资者不仅是美元资产的重要投资者，同时也是外汇互换市场上最为重要的美元流动性提供者。而主权财富基金正是这一类投资者，同时也是其中信用评级最高的一类。美元资产的投资者这一概念相对容易理解，但如何理解这些投资者为市场提供美元流动性呢？

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



数据来源：日本央行，国泰君安国际

与此同时，在利率上升以及波动性上升的背景下，风险资产的持有者大概率需要降低杠杆率。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。换言之，投资者主动降低杠杆率，是美元资产表现不佳的重要原因之一。

### 一些结论

我们的讨论到这里可能才刚刚开始，但理解并分析离岸市场的美元流动性对于理解资产价格十分关键。我们能够得到的一个粗浅结论是，杠杆率的下降是整体资产价格表现不佳的重要原因。伴随着按市值计价损失的不断扩大，杠杆率的下降其实也是一个正常的“去风险”过程，而这一过程中也会出现各种类似于“黑天鹅”的事件，而风险事件的频发则会导致风险偏好的进一步下降。如此循环，直至我们重新找到定价的均衡点。

**个股评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

**行业评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

**利益披露事项**

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除晋商银行(02558 HK)、顺丰房托(02191 HK)、郑州银行(06196 HK)及小鹏汽车-W(09868 HK)，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本价值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团公司现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的新天绿色能源(00956 HK)、中国联塑(02128 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、复星国际(00656 HK)、科济药业-B(02171 HK)、民生银行-H股(01988 HK)、周大福(01929 HK)、彩虹新能源(00438 HK)、商汤-W(00020 HK)、金融街物业(01502 HK)、国美零售(00493 HK)、腾讯控股(00700 HK)、广汽集团-H股(02238 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、深圳高速公路股份(00548 HK)、深圳国际(00152 HK)、中海物业(02669 HK)、奥园健康(03662 HK)、金科服务(09666 HK)、雅生活服务(03319 HK)、甘肃银行(02139 HK)、滨海投资(02886 HK)、乐享互动(06988 HK)、华南城(01668 HK)、中国旭阳集团(01907 HK)、移卡(09923 HK)、威高股份(01066 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、碧桂园(02007 HK)、中梁控股(02772 HK)、四环医药(00460 HK)、东方证券-H股(03958 HK)、中广核电力-H股(01816 HK)、中广核新能源(01811 HK)、中广核矿业(01164 HK)、金山软件(03888 HK)、江苏宁沪高速公路(00177 HK)、交通银行-H股(03328 HK)、中国外运-H股(00598 HK)、绿城中国(03900 HK)、中国有色矿业(01258 HK)、泉峰控股(02285 HK)、新创建集团(00659 HK)、哔哩哔哩-W(09626 HK)、宝龙地产(01238 HK)、凯莱英-H股(06821 HK)、龙光集团(03380 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、谭仔国际(02217 HK)、新世界发展(00017 HK)、奈雪的茶(02150 HK)、小米集团-W(01810 HK)、旭辉永升服务(01995 HK)、中石化冠德(00934 HK)、中石化炼化工程-H股(02386 HK)、中国石油化工股份-H股(00386 HK)、泡泡玛特(09992 HK)、晨鸣纸业(01812 HK)、理文造纸(02314 HK)、思摩尔国际(06969 HK)、中关村科技租赁(01601 HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有，或将会为本研究报告所评论的联想集团(00992 HK)、中国移动-H股(00941 HK)、香港交易所(00388 HK)、银河娱乐(00027 HK)、长城汽车-H股(02333 HK)、友邦保险(01299 HK)、金沙中国有限公司(01928 HK)、吉利汽车(00175 HK)、比亚迪股份-H股(01211 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、工商银行-H股(01398 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、中银香港(02388 HK)、中国银行-H股(03988 HK)、汇丰控股(00005 HK)、中国平安-H股(02318 HK)、中国人寿-H股(02628 HK)、腾讯控股(00700 HK)、中信証券-H股(06030 HK)、瑞声科技(02018 HK)、舜宇光学科技(02382 HK)、国药控股-H股(01099 HK)、中国海洋石油(00883 HK)、药明生物(02269 HK)、美团-W(03690 HK)、快手-W(01024 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、中国铁塔-H股(00788 HK)、小米集团-W(01810 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、网易-S(09999 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、中芯国际(00981 HK)、阿里健康(00241 HK)、融创中国(01918 HK)、龙光集团(03380 HK)、中国奥园(03883 HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及之个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辦人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com

请务必阅读正文之后的免责条款部分