



加息周期下国际资本 流动分析



文 | 余修远

* 本文为作者在 CF40 青年论坛双周内部研讨会“加息背景下全球金融风险与应对”上所做主题演讲

美国纽约梅隆银行作为世界上最大的托管机构,具有 230 多年的历史,截至 2022 年第三季度的总托管资产是 42.2 万亿美元,市场占有率大约为 20%,比较具有代表性,因此可以用主要产品的交易数据比较客观地观察世界上的资金流动情况。我们选用 BNY Mellon iFlow 这个产品,把客户的交易数据匿名化,整体纳入一个大数据库,就可以看到客户在不同的市场具体在做什么。在过去两年疫情持续的状况下,我也在观察,是否有极端的资本流动情况。



样本的整体情况为：从资产分布来看，客户托管资产中，60%是固定收益类产品，35%是权益类产品。除此之外，美国纽约梅隆银行的外汇类托管产品是全世界份额最大的。尤其是外汇对冲方面，从地理位置来看，其中70%的客户在北美，也就是美国和加拿大，20%在欧洲和非洲，4.5%在亚洲，4%在拉美，加拿大、美国、欧盟和英国是四个较大的市场。托管产品包括境外托管和境内托管，境外托管是指国外投资者购买跨境产品，境内托管则管理美国国内客户的美国国债交易。因此，可以比较美国境内和境外客户的交易情况。

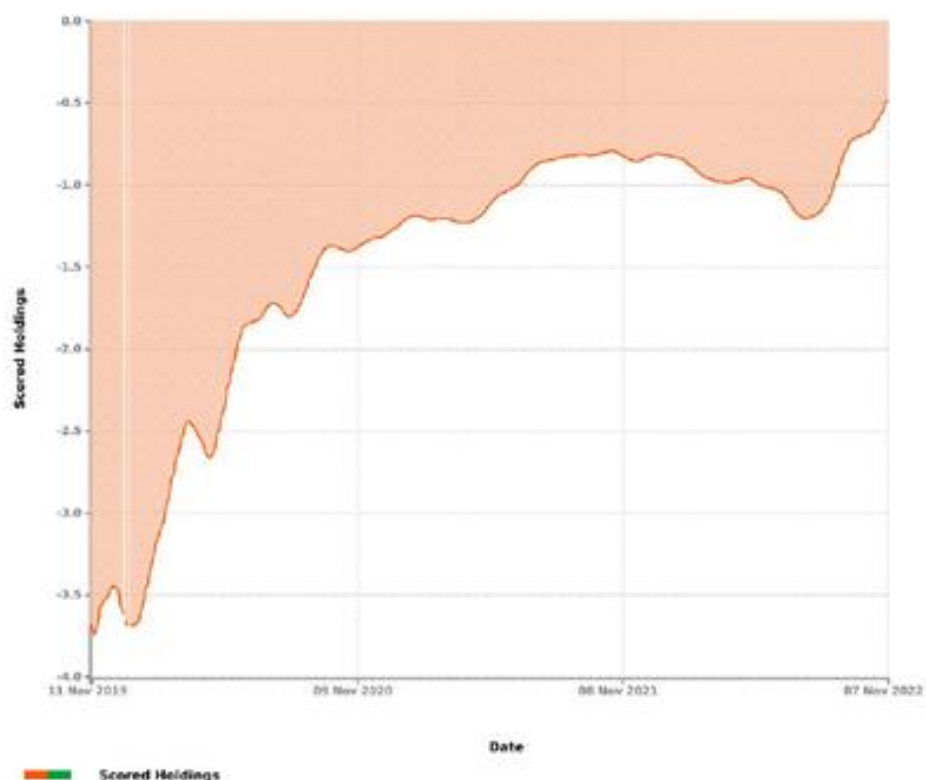
高流动性的美元资产受到投资者青睐

过去三个月，在美联储加息的背景下，美国终点利率 (terminal rate) 的预期值增长迅速，已经达到 5.25%。过去两个月，美元购入量是三年来的最高值，目前无论境内境外的投资者都在拼命购买美元。

过去两三年以来，尤其是近期，美元空头头寸达到了最低点。因为美元是世界上最重要的资产性货币，大部分客户的基础投资货币是美元，如果想要购买国外产品就需要卖出美元，所以对外投资首先会带来美元的空头交易，但是过去三年，我们的客户一直在卖出国外资产，买回美元，使得美元的空头头寸大幅度缩水。

图 1 美元头寸

FX Scored Holdings



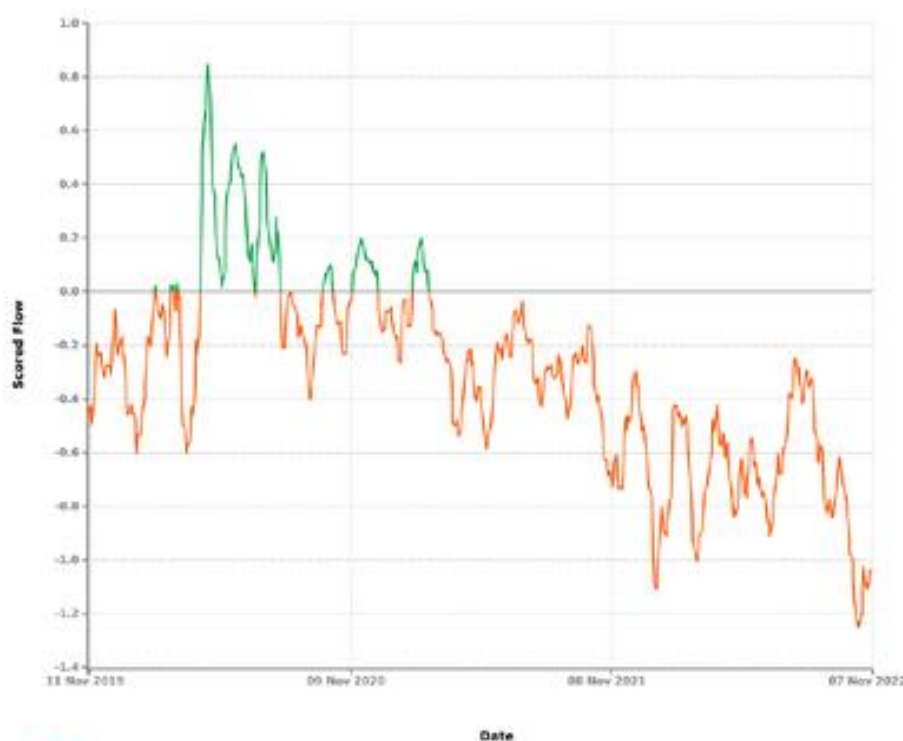
FX	
SUBCLASS FORWARD + SWAP	
Scored Holdings	
INVESTOR BASE ALL	
USD	Monthly SMOOTHED
DATE RANGE: 11.08.2019 — 11.07.2022	
MEAN	-1.46
STANDARD DEVIATION	+0.82

Source: BNY Mellon, WM/Refinitiv, Bloomberg, MSCI

但是买美元并不意味着买美国资产，这就是美联储想看到的资产大幅缩水，很多客户都在卖出美国股票，从这几天加密货币的交易情况也可以看出资产缩水幅度很大，已经达到了 2019-2022 年三年来的最低点。

图 2 美股流动

EQ Scored Flow



EQ

SUBCLASS
TOTAL

Scored Flow

INVESTOR BASE
ALLUNITED STATES Monthly
SMOOTHED

DATE RANGE: 11.08.2019 — 11.07.2022

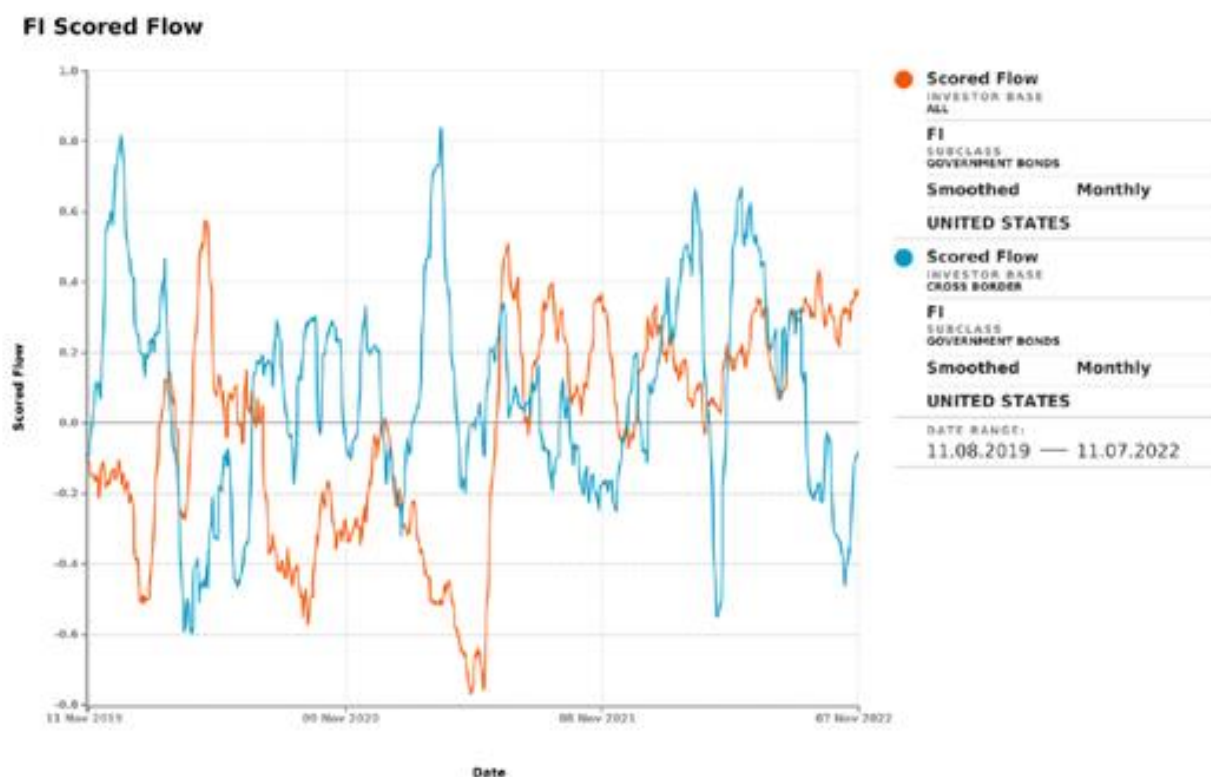
MEAN -0.32

STANDARD DEVIATION +0.37

Source: BNY Mellon, WM/Refinitiv, Bloomberg, MSCI

从购买美国国债的投资者结构来看，目前美国投资者看到本国的收益率在上升，他们在买入国债，这是美联储想看到的；但由于金融环境收缩，国外投资者需要更多美元流动性，所以他们反而在大幅卖出美国国债。这并不意味着他们不想拥有美元，他们尤其需要长期美债来降低资产组合的久期，但他们更需要足够的美元流动性。从这里就可以看出美国本土和海外投资者对美联储加息的不同反应。如果境外对美元流动性的需求继续走强，这也意味着市场存在一个风险：美联储可能没有意识到，当其缩表卖出国债时，境外美债持有者也在卖出，这会增加市场波动。其他国家的储备机构都可能是交易参与者，所以接下来美联储需要和其他国家的外汇储备机构进行一定的协调。

图 3 美国债流动（加跨境流动）



从美国国债的合约期来看，一年以下的短期国债购入量最大，1-10 年或 10 年以上的国债购入量要少一些。由于美联储在加速卖出中长期国债，这个时候中长期国债收益率会比较高，但投资者害怕遇到鹰派的美联储，因此，无论在加息还是缩表的情况下，都是持有越多的短期国债越好。

在美国企业债上，境内外投资者的行动更相似一些，都在卖出。

全球仍然处于集体避险状态

欧元头寸接近历史新低，英镑抛售量也达到 2014 年以来新高。

欧元头寸接近过去 20 年最低点，虽然我们对欧元区并不看好，认为欧元区存在很多风险，但是欧元区的状况再差也比 2008 年或 2011 年的情况要好。2008 年的时候，欧洲每周都有一两家银行要倒闭；2011 年的时候，意大利的十年国债收益率超过 7%，市场甚至担心其涨至 10%。因此，我们认为当前市场对美元的需求过热，才疯狂地卖出欧元买入美元，导致欧元头寸过分降低，直到过去几周才开始有大量欧元空头被赎回。

图 4 欧元头寸接近历史新低

FX Scored Holdings



FX

SUBCLASS
FORWARD + SWAP

Scored Holdings

INVESTOR BASE
ALL

EUR

Monthly

SMOOTHED

DATE RANGE:

03.05.2002 — 11.21.2022

MEAN

-0.62

STANDARD DEVIATION +1.17

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_49337

