

【会员观市】境内美元流动性分析与展望：风起于青萍之末——境内美元流动性指标梳理

原创 綦子琼 蒋楠 CFETSFX 2023-03-24 17:26 上海

中国银行全球金融市场研究中心 綦子琼 蒋楠

内容提要

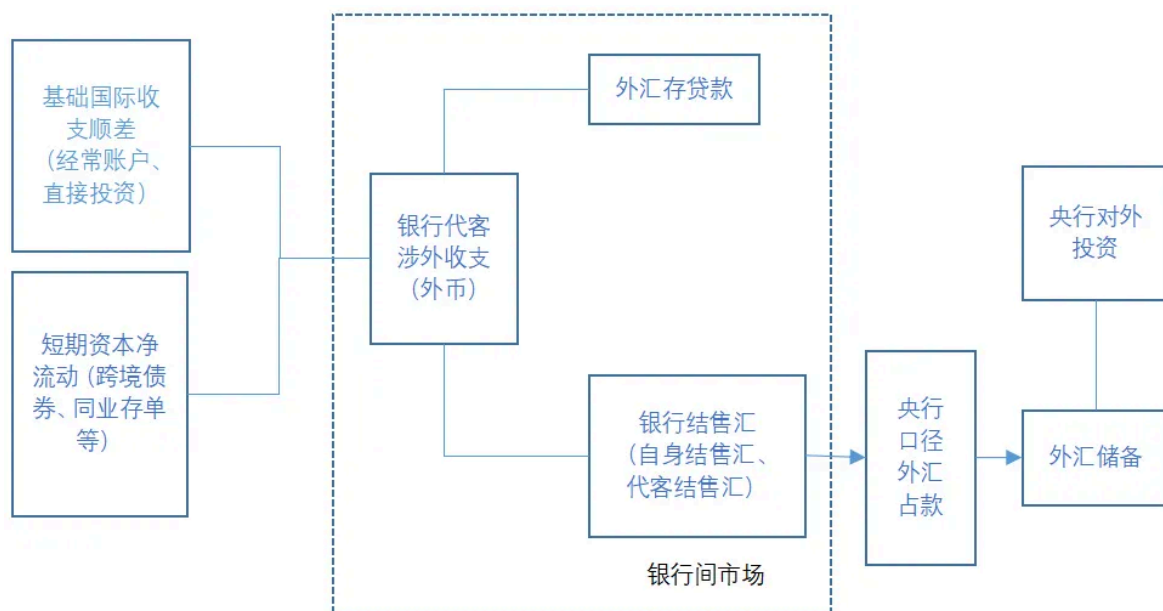
美国硅谷银行破产事件在短期内迅速发酵，再次引发国际市场对流动性问题的关注，涟漪尚未结束，当前美元利率仍维持阶段高位，流动性风险预判不可忽视。

在境内美元流动性分析系列的第一篇中，我们曾介绍了境内美元的主要利率及其特点。本文将进一步分析梳理境外资金入境以及沉淀于银行间市场的路径，总结衡量境内美元流动性的数量指标以观测境内美元的资金来源与运用，并从宏观角度介绍了全球市场中现有的美元流动性观测指标以及编制类指标的应用，同时对LIBOR利率改革后的流动性替代指标提供建议。最后，文中简要分析了美元流动性市场结构的潜在风险点或影响，本轮高利率期，美元流动性市场存有较高的不稳定性，且全球流动性风险传导蔓延或快于以往，建议保持关注。

境内美元沉淀路径分析

因为境内美元流动性主要留存于境内中资金融机构体系内，通过简要盘点境外资金入境以及沉淀于银行间市场的流动路径，来大致模拟境内外币资金的规模，以期观测境内美元流动性的变化特点。以境内美元流入方向为例：境内美元的主要来源为跨境活动（贸易、服务和投资等）伴随的资金流入，其中部分以外币形式流入境内，除去少量企业和居民自持现金外，主要流入银行间市场，经过银行涉外收款后形成外汇存款或直接与银行进行结汇。银行根据自身头寸及需求与央行进行平盘交易，则境内美元进一步流向央行口径外汇占款与外汇储备。

图1 境内外币流动路径



数据来源：作者根据公开数据整理

（一）跨境资金流动

1. 基础性国际收支顺差与短期资本流动（基于国际收支平衡表）

境内美元的资金多来自贸易和直接投资项下的美元收入，外管局按季公布的国际收支平衡表（BOP）的数据可以用来观测一定时期内我国对外经贸的全部活动往来（注：较海关及商务部公布的口径更贴合资金在银行体系的沉淀路径，海关口径的外贸进出口数据是物流概念，不能与资金流量完全匹配；商务部的直接投资口径非净额编制且统计中包括直接投资企业的未分配利润等项。），包括经常账户、资本和金融账户、净误差与遗漏等三项。其中主要反应跨境资金变动的细项大致概括为两大类，一是基础性国际收支差额，为经常项目差额与直接投资差额合计；二是短期资本流动，包括证券投资、金融衍生品、其他投资、净误差与遗漏四项。其中，短期资本中外资净流入多以跨境人民币形式流动（注：根据《人民币国际化报告》以及《中国货币政策执行报告》数据估算，2022年其他投资、金融衍生品及证券投资中人民币支付占比约为100%。），对境内美元流动性的沉淀影响整体有限，因此本文选取基础性国际收支差额这一指标作为美元流动性观测的变量之一。国际收支数据的统计原则是权责发生制，按照借贷记账法编制，货权变动和资金变动一一对应，但资金变动未必会产生同期的现金收付，除了部分统计在贸易信贷项下的差额外，净误差与遗漏项下也难以具体区分是高估经常项目顺差或者是低估资本项目外流。

2. 外汇占款与外汇储备

外汇占款是金融机构购买外汇形成的本币投放。2016年以前，国内的外汇占款指标包括“金融机构外汇占款”和“央行口径外汇占款”：通过贸易顺差等跨境途径流入的外汇，经过企业和居民与银行的结售汇行为进而形成金融机构外汇占款；商业银行在银行间外汇交易市场与央行进行平盘交易，从而形成央行外汇占款，另外，央行与境外直接进行的货币交易也会导致央行口径外汇占款的变动。**因此，两者之间的差额主要体现了金融机构未向央行结汇的部分**，随着中国对外汇的管制变革，强制结售汇制度逐步取消，此差额逐渐增大，外币资金在银行间市场沉淀。2016年起仅公布央行口径的外汇占款（注：2022年

年末，人民币汇率波动幅度增加，贬值压力较大，部分商业银行使用人民币置换外汇缴纳存款准备金，导致央行口径央行外汇占款陡增。）。

相比起外汇占款反应的历史计价（为本币计价）的汇兑成本，**外汇储备**则会随着汇率以及资产自身价格的波动而发生改变，体现的是央行所持资产在统计时点的外币计价。**外汇储备的形成与央行口径外汇占款相似，但资产市值随市场波动以及投资带来的损益会导致外汇储备与外汇占款存在差额。**在国际收支平衡表中的外汇储备项体现的是一定时期内因交易形成的储备资产，是剔除汇率、价格等非交易价值变动影响之后的流量的概念，外汇管理局每月也会公布余量的外汇储备金额。

（二）银行间外汇流动

1. 银行涉外收支

银行涉外收支主要指资金在跨境流动时伴随的银行账户间交易。银行代客涉外收支数据与银行代客结售汇数据大体是同源的，两组数据中资金主体部分来自于经常账户下的货物贸易、资本和金融账户下的直接投资，因此二者的波动基本一致。但也有区别：一是部分外汇转移（完成涉外收支）后不会进行结售汇。二是涉外收支统计的货币包含人民币和外币，随着人民币国际化程度提高，进出口商品直接用人民币结算规模的增加，该类交易会会计入涉外收支中，但不会出现在结售汇计量中。三是结售汇行为受人民币汇率及预期的影响，居民会因资产配置而进行结售汇，如果外汇不通过账户跨境，不会体现在涉外收支数据中。此外，换汇出境旅游等的外汇现钞交易也不会出现在涉外收支中（从量级看，此类交易不会对境内美元资金规模形成显著影响）。从国际收支的角度，涉外收付款数据在编制法则上与国际收支平衡表相似，区别在于前者采用资金收付制，后者采用权责发生制，二者统计上存在错位。目前只公布银行代客涉外收支数据，银行自身涉外收支暂时无法获得。

2. 银行结售汇

银行结售汇是反映境内外汇供求关系的重要指标，可以分为自身结售汇与代客结售汇，统计时点为人民币与外汇兑换行为发生时，是历史计价的加总统计。因为银行自身结售汇差额通常波动较小，由银行对外红利及股息兑付、海外分行资本金注入等组成，对境内美元资金规模的影响和反应有限（仅在代客结售汇异常波动、用以平衡头寸时会产生影响），**因此银行的结售汇差额主要取决于代客结售汇。**

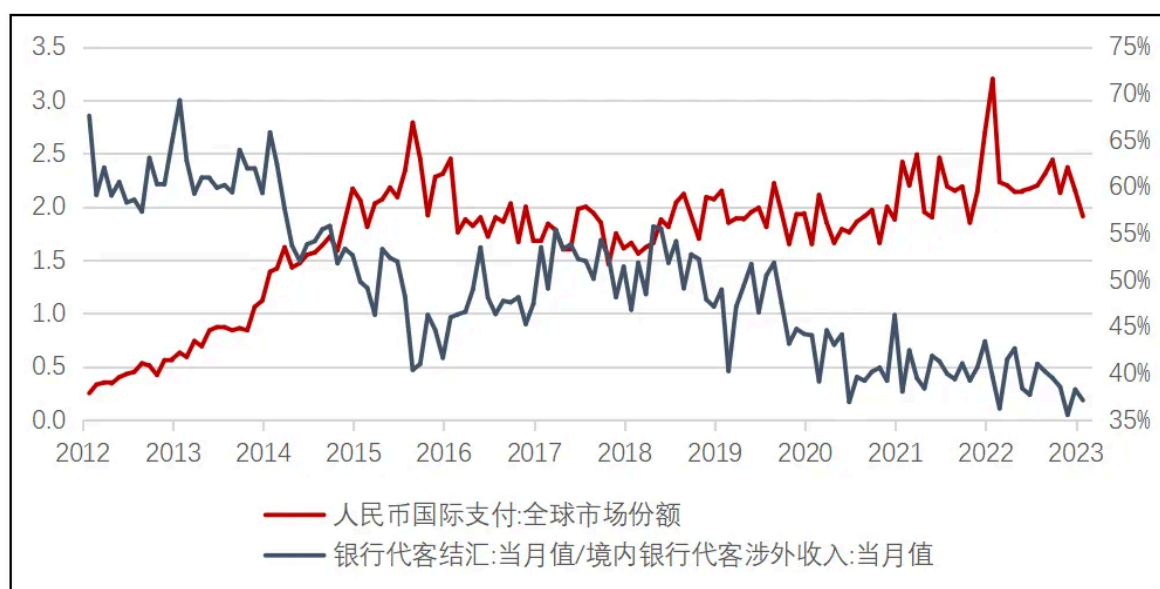
银行结售汇差额与人民币汇率预期呈现明显的负相关性，当人民币存在强烈的贬值预期时，银行结售汇出现逆差。不过，2018年以来，人民币汇率双向波动弹性不断增强，企业和居民对汇率预期总体稳定，非理性购汇等趋势不明显；其次，受违约事件的影响，部分企业融资环境相对趋紧，非金融企业外汇存款呈下降态势的情况，不排除部分企业结售汇更多考虑自身资金周转需要，倾向于适时结汇，这也在一定程度上使得结售汇逆差收窄。此外，人民币支付的广泛应用也对结售汇有一定的影响。代客结汇率（银行代客结汇与代客涉外收入之比）与人民币跨境支付份额明显相关，忽略结售汇与涉外收支的口径差异，可以大致看出居民结汇意愿随着人民币国际支付的广泛应用而降低。

图2 银行结售汇差额（亿美元）与人民币汇率（右轴）



数据来源：万得，中国银行,下同

图3 代客结汇率（代客结汇/代客涉外收入，右轴）
与人民币跨境支付份额（%）

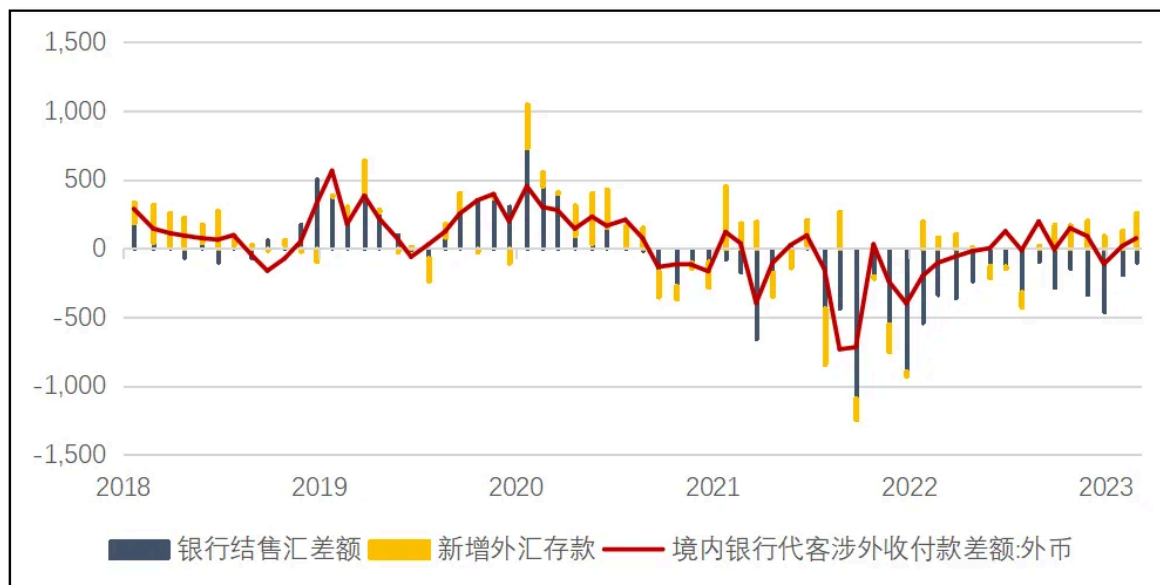


综上所述，银行结售汇数据主要体现“汇兑”的概念，而涉外收付款数据则更好描述了“跨境”的资金行为。

3. 外汇存贷款

部分外汇现汇资金在进入境内后会存入商业银行，形成外汇存款；银行将外汇资金作为贷款发放则为外汇贷款。外汇存款的规模远低于外汇占款规模，对于商业银行来说，外汇存款为负债项，外汇占款则是资产项。外汇存贷款与美元利率和汇率走势相关，通常，在美元利率走高、美元升值预期较强的时期，境内企业和个人倾向于增加美元资产和降低美元负债，会出现美元存款规模上升和美元贷款规模下降的现象，存贷差正向走扩（或负向收缩）；反之，美元存贷差收窄甚至为负。从金额上来看，银行代客外币涉外收付款差额与同期金融机构境内外汇存款新增、银行代客结售汇顺差之和趋势相近，符合前文所述的银行间美元流动路径。

图 4：银行外币代客涉外收支差额与同期银行结售汇差额、
新增外汇存款的累加值趋势相近（亿美元）



美元流动性参考指标分析

由于中资美元流动性主要留存于境内金融机构间，根据美元沉淀路径分析，本文主要选用三个指标来近似模拟境内银行间美元资金池规模的变动。

1. 数量指标一：“基础国际收支-外汇储备”

该指标是基于国际收支平衡表，从来源模拟境内美元资金池规模的边际变化。由于基础指标的公布频率较低（为季度和年度），且外汇储备的统计受到资产价格波动和汇率影响，数量指标一的变动幅度大、频率低，难以及时、准确的发现资金池规模的变化。

2. 数量指标二：“银行外币代客涉外收支差额-新增外汇占款”

从银行间境内美元的总来源减去路径最终形成的外汇占款来大致测算境内美元池边际变化，为月度更新。对比数量指标一，指标二去除了境外资金未经银行直接流入企业、居民的情况，以及外储受资产价值、收益和汇率波动等的影响，更及时、准确的反应了银行间市场中美元资金规模的变化情况。

3. 数量指标三：“新增金融机构外汇占款-新增央行口径外汇占款+新增外汇存贷款差额”

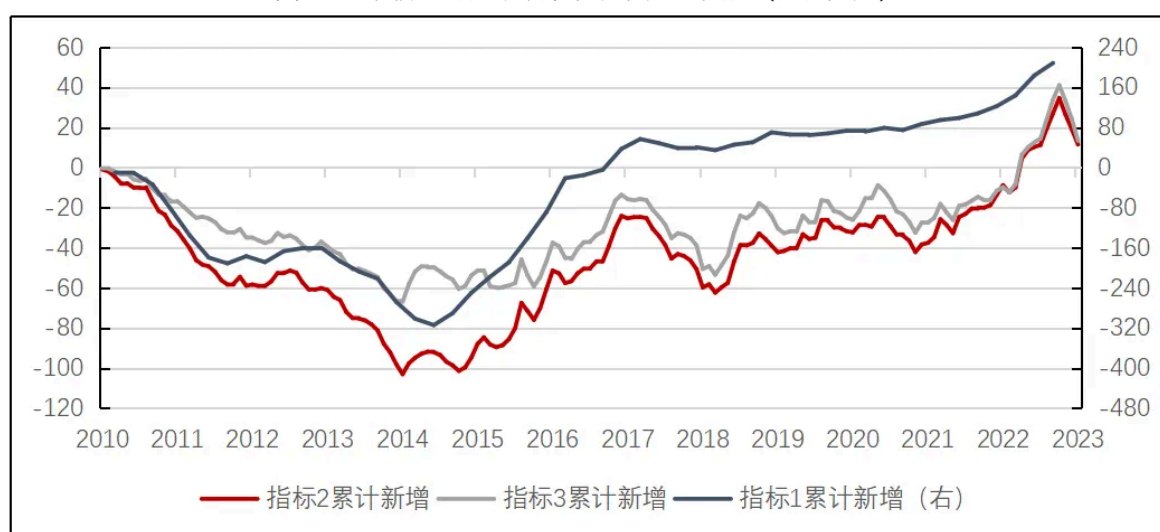
由于金融机构外汇占款与央行口径外汇占款的差额为金融机构未向央行结汇的部分，其与外汇存贷差的变动之和即可代表银行间美元资金池的变动。2016年前公布的金融机构口径外汇占款的新增规模与银行结售汇差额走势相近（见图5），因此在测算美元资金池规模时，可以用银行结售汇近似替代金融机构口径外汇占款，即计算“银行结售汇差额-新增央行口径外汇占款+新增外汇存贷款差额”，下文称“数量指标三”。但实际上，外汇占款会受银行间外汇交易的直接影响，而银行结售汇并不会。从计算公式可知，指标三与指标二的数

量差等于银行涉外收付款与银行结售汇、新增外汇存贷差之和的差额，因此两者数量相差并不大。

图 5：银行结售汇差额与金融机构外汇占款变动接近（亿元）



图 6：三类数量指标测算得美元资金池变化（百亿美元）



从测算结果看，数量指标一的波动幅度远大于指标二与指标三，新增与累增金额波幅约为其他数量指标的 4 倍。三类数量指标所描述的境内美元资金池规模变化趋势是一致的，2010 年至 2015 年，境内美元规模紧缩，缩减规模约为 1 至 3 万亿美元。2021 年开始至 2022 年第三季度，疫情期间国际上各央行宽松的货币政策造成全球面临货币流动性充裕的情况，我国由于净出口和利差方面的优势使得境内美元资金池中的“蓄水量”开始加速增长，不到两年的时间里快速增加约 5 千至 1 万亿美元。2022 年 11 月开始，进出口贸易受海外需求收缩影响回落，叠加国内人民币资金利率中枢上升，境内美元资金趋紧。

（一）利率类指标

宏观方面，我们选取国际市场中常用以观察美元市场流动性的三大指标进行介绍，均为利率类指标。

1. 利率指标一：衡量信贷压力的参考指标：LIBOR-OIS利差

LIBOR是由报价形成的伦敦同业拆借市场的美元融资利率。3个月LIBOR通常作为美元贷款和发债融资的利率基准，也是美国境内利率互换的浮动端，无论企业融资还是对冲利率风险都受它的直接影响；隔夜指数掉期OIS是利率互换合约的一种，将一定时期内的固定利率与浮动利率的几何均值进行交换。OIS利率通常指对应期限互换合约中的固定利率，短端浮动利率一般为FED Fund Rate (EFFR) 或SOFR（注：以美元的3M OIS掉期为例，浮动的利率端为每日实际的联邦基金利率或SOFR，对该浮动利率进行每日复利计算，在三个月后的到期日结清。）。因为OIS价格是真实的市场可成交价，且能提供较为准确的银行同业间的无风险借贷利率水平，因此市场将3M LIBOR-OIS之间的利差(spread) 作为信贷市场紧缩状况的参考指标，用来衡量全球美元拆借成本，包括企业部门美元融资成本的压力。如果利差持续大幅走阔，或提示：一是银行拆借意愿下滑（或因为资金紧张或评估交易对手违约的风险加大）以及对美联储货币政策路径的不确定性上升；二是企业融资成本飙升或者企业利率风险敞口对冲成本上升。信贷市场资金流动性逐渐下降，被认为是潜在的经济紧缩信号。

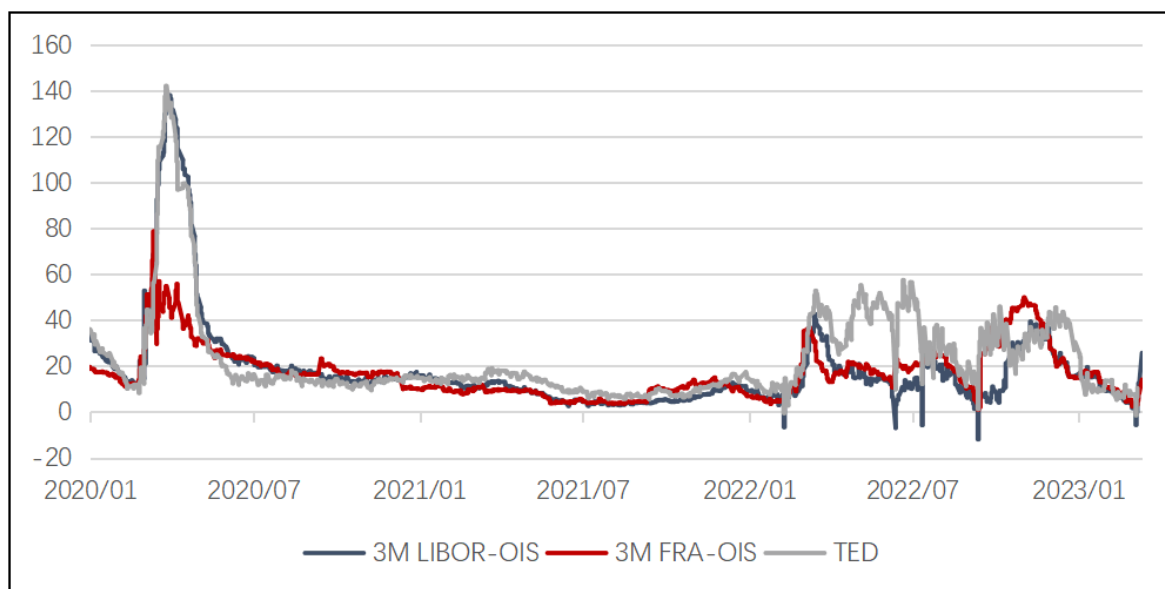
2. 利率指标二：衡量资金流动性的指标：TED利差（LIBOR3M-美国三个月国债收益率）

TED 利差是3个月期美元LIBOR与同期限美债收益率的利差，用以衡量国际金融市场上拆借利率与无风险利率之间的差距，反映市场流动性状况。当市场波动幅度扩大时，国际金融市场避险情绪上升，投资者会倾向于买进基本无风险的美国国债，对于市场借贷活动往往要求更高回报，从而使市场资金供给趋于紧张，LIBOR会相应的上行，TED 利差出现扩大；反之当TED利差缩小时，则代表市场风险逐渐降低，资金趋于宽松。

3. 利率指标三：衡量资金流动性预期的指标：FRA（远期利率协议）与OIS利差

远期利率协议FRA（Forward Rate Agreements），指交易双方（多为金融机构间）约定于未来特定期间以固定利率交换参照的浮动利率，在合约期满进行差额结算的合约，通常参照利率使用 LIBOR或SOFR。例如USD FRA 3M IMM1代表从现在开始的一个月后的3M利率水平；3M OIS则可大致反映无风险利率水平，3M FRA-OIS 利差代表未来的资金借贷成本，当市场预计未来LIBOR上涨的预期非常高时，融资市场资金或将出现短缺，美元流动性越差，市场将要求更高的风险溢价，推动FRA与OIS的利差增大。从历史来看，FRA-OIS对于LIBOR-OIS往往具有领先作用。

图 7：三类利率指标测算得美元流动性（BP）



数据来源：彭博，中国银行，下同

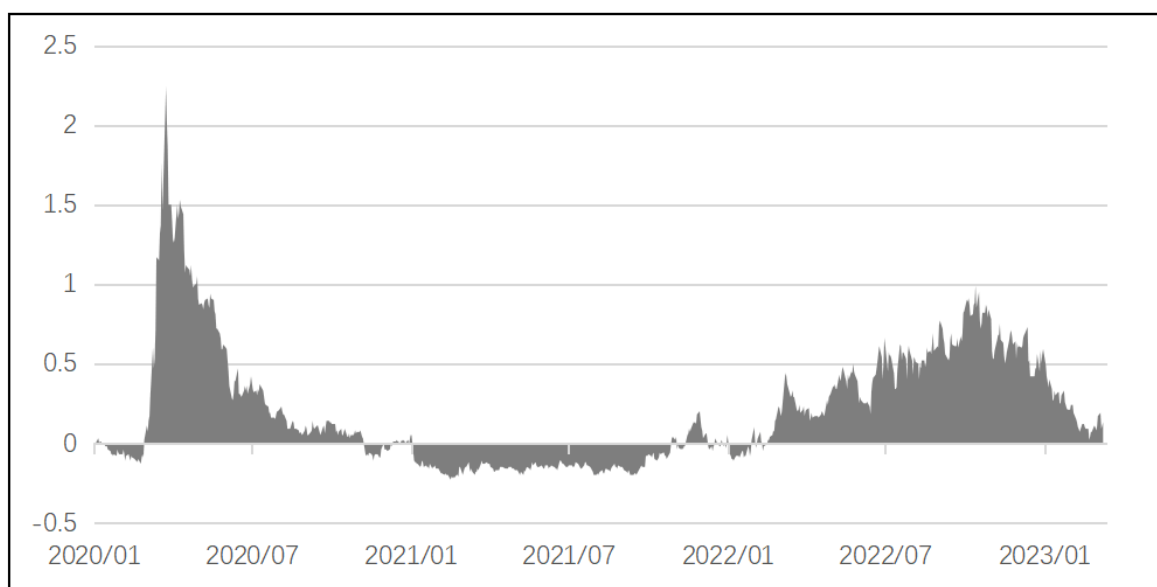
2020年3月疫情初期，由于对信用状况的担忧以及预期市场波动会有所扩大，TED利差、LIBOR-OIS利差一度攀升至140BP附近，3M FRA-OIS上行至接近80BP。2022年美联储开始进行紧缩的货币政策，三个利率指标在加息时点均有所上行，美元市场流动性有所收紧；尤其是TED利差始终保持较高位置，表明利率上升后美国国债吸引了大量美元资金，银行的同业拆借成本则进一步抬升。2023年3月9日，硅谷银行突发流动性危机事件，成为美国2008年金融危机以来宣布倒闭的最大银行，由此引发市场动荡，市场避险情绪发酵，更多的投资者将资金投向无风险资产，市场流动性紧张，三个利率指标均出现明显上升。

（二）编制类风险参考指标

1. 综合指标一：美国银行编制全球流动性风险指数（BofA Securities GFSI Liquidity Risk）

该流动性风险指数是由美国银行编制衡量全球跨资产风险指标GFSI（注：美国银行于2010年11月推出，包括市场风险(Market risk)、偿付能力风险(Solvency risk)，以及流动性风险(Liquidity risk)。涵盖全球信用、股权、利率、外汇，以及商品5大市场的金融风险衡量、避险需求，及投资人风险偏好程度。）中的一类分项指标，主要用于衡量在全球金融系统中融资的压力，大于0或小于0分别代表比正常情况下融资压力的增加或降低程度。流动性风险指数的计算主要通过政府债券利率与OIS利差、Libor与OIS利差、美国与欧洲3年期至5年期投资级公司债信用曲线 (3yr /5yr Corporate credit curve)、美国与欧洲5年期CDS与公债收益率价差(5 yr CDS-Bond basis)、1年期美元及欧元的基差互换价差(Basis Swap spread)等数据计算得出。从走势图来看，流动性风险指数与前文提到的利率指标趋势一致，在2020年上半年和2022年后流动性收紧，全球金融系统融资压力显著增加。该指标不仅仅涵盖美元流动性风险，还部分反映全球信用及欧美利差水平，因此在部分时点，全球流动性风险指数与单纯的美元利率类指标存在小幅差异。

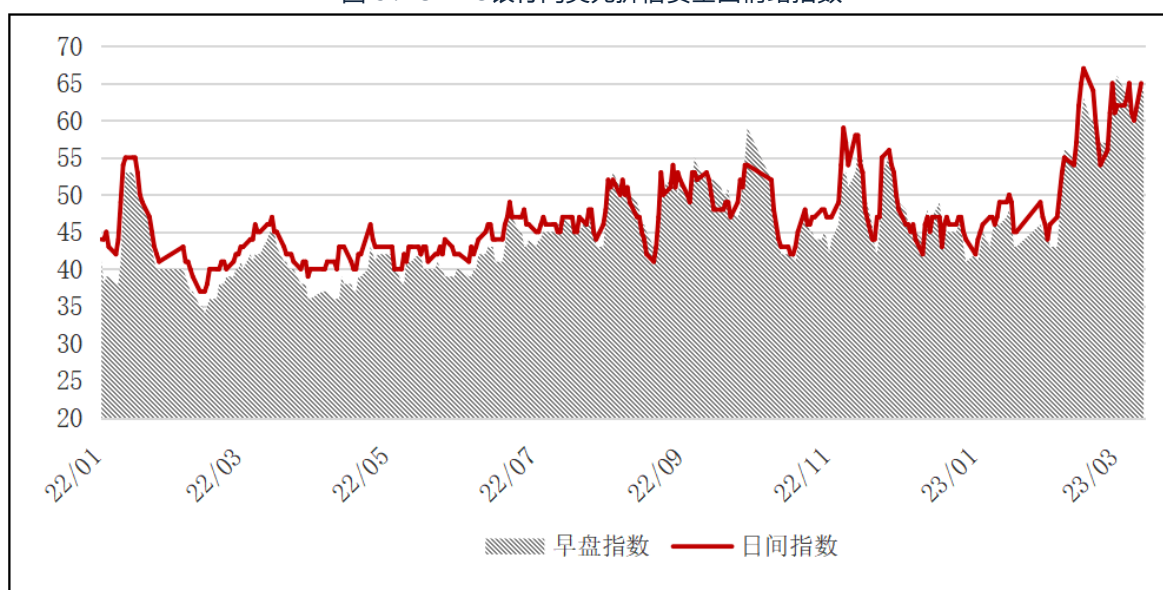
图 8：美国银行编制全球流动性风险指数



2. 综合指标二：CFETS银行间美元拆借资金面情绪指数

境内美元流动主要受美元在岸利率及中美利差影响，此外境内金融机构资金运用情况对境内流动性市场的影响较为显著。为衡量境内美元拆借情绪，CFETS与上海国际货币经纪公司以外币拆借成交和报价信息为基础，将各期限美元拆借资金情况按一定的权重转换为0-100的指数（早盘指数），50为均衡值，该指数的数值越高代表中国境内美元资金面情况越紧张。后在此基础上进行优化，结合境内外市场供求情况及日间资金面变化情况新增了日间指数。从图9可以看出，2022年上半年美元拆借情绪震荡偏松，下半年尤其是11月后年末境内美元资金流动性有所收紧，拆借压力增加。今年2月以来美元拆借情绪趋紧，或有如下因素：一是美联储加息预期升温，美元和美债收益率升至今年以来最高水平，传导至境内美元市场导致境内美元资金紧缩；二是国内货币市场边际收敛，资金利率中枢抬升，引发掉期市场对境内美元需求增加；三是1-2月我国进出口贸易边际改善，但同比仍为负值，境内美元资金池规模减少（见图6）。硅谷银行事件爆发后，美元拆借情绪指数从3月9日的61上升至3月13日的65，境内美元拆借压力陡增。

图 9：CFETS银行间美元拆借资金面情绪指数



数据来源：外汇交易中心，中国银行

(一) 各类指标特点分析

结合本文所列的美元流动性衡量指标特点，比较得出：第一，从更新频率来看，利率指标、综合指标 > 数量指标二、三 > 数量指标一，对于类似硅谷银行的黑天鹅事件，频率越高的指标越敏感，数据变化越及时;第二，我国境内美元资金同时受到全球美元市场和国内经济贸易环境的影响（详见本系列上篇），单独运用全球通用流动性指标并不能准确反应我国境内美元流动性情况，近年来，中国货币政策坚持“以我为主”，在中美货币政策周期错位时，不同市场的美元流动性也会有不同表现，需要对各流动性指标分场合运用以做出准确研判；第三，随着全球基准利率转换的加速，LIBOR等报价利率将逐步退出，市场较为熟悉的基于LIBOR计算的利率类流动性观测指标也面临替代，其候选利率或指标值得关注。

表1 美元流动性衡量指标对比

	计算规则	更新频率	应用市场范围	优点	缺点
数量指标一	基础国际收支-外汇储备	季度、年度	我国境内美元	从数量上直观看出我国境内美元资金池规模的边际变化	波动幅度大,更新频率低、实际滞后,受人民币汇率及资产价格变动的影响较大
数量指标二	银行外币代客涉外收支差额-新增外汇占款	月度	我国境内美元		更新时间滞后,可用于回顾市场,对突发流动性事件无法及时体现
数量指标三	银行结售汇差额-新增央行外汇占款+新增外汇存贷款差额	月度	我国境内美元		
利率指标一	LIBOR-OIS (3M)	日度	全球美元市场	及时反应全球美元市场流动性变化	LIBOR 即将被替换,需选择合适的利率替代
利率指标二	LIBOR- 美债收益率 (3M)	日度	全球美元市场		
利率指标三	FRA-OIS (3M)	日度	全球美元市场		
综合指标一	美国银行编制	日度	全球金融市场		计算方式不透明
综合指标二	CFETS 与上海国际货币经纪公司编制	日度	我国境内美元	及时反应我国境内美元市场资金市场情绪	

从目前的流动性指标表现看,美元流动性市场略有收紧但整体处于正常震荡区间、状态尚且平稳,并未如股、债、汇等市场受硅谷银行事件出现大幅波动,可见该事件尚未蔓延至产生系统性影响。但市场对下半年美联储升息路径的预期已进行快速调整,目前OIS市场已充分定价美联储3月和5月各加息25BP,并再度预计年内出现降息的可能。

(二) 基准利率改革后的替代指标分析

本部分简要分析在计算衡量全球美元流动性利率指标时，Libor利率的两种备选指标以及各自的优缺点。

1、备选指标一：前瞻性担保隔夜融资期限利率（Term SOFR）

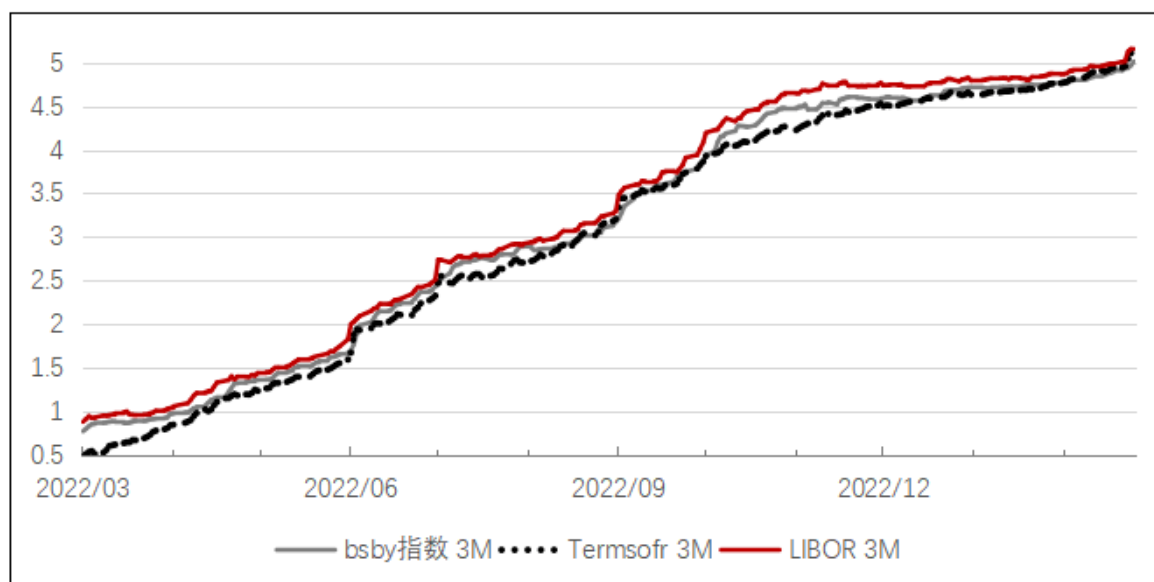
Term SOFR是由芝加哥商品交易所集团（CME）根据SOFR衍生产品市场的隐含预期计算（参考期限主要为1个月、3个月及6个月）、已被纽联储及ARRC（注：美国替代参考利率委员会。）采纳的前瞻性期限利率，尤其是在多贷方融资、中端市场贷款及贸易融资贷款等场景中，期限利率更符合商业贷款活动的交易习惯及要求。但如果将期限利率广泛用于拆借市场中，将会影响相关SOFR（担保隔夜融资利率）的衍生产品买卖活动，反过来会影响SOFR期限利率定价，进而损害SOFR隔夜利率和期限利率的稳健性。因此期限利率在绝大部分的衍生品市场中面临使用限制。

2、备选指标二：包含信用的短期敏感指数（BSBY）

作为对SOFR的补充，以满足市场对于原LIBOR包含信用部分的替换。彭博推出短期信用敏感指数（Bloomberg Short Term Bank Yield Index, BSBY），BSBY采用曲线拟合方法计算隔夜、1个月、3个月、6个月及12个月收益率等五种期限利率。该指数基于综合匿名数据，主要数据来自彭博电子交易解决方案的交易和可执行报价以及美国金融业监管局（FINRA）报告的短期高级银行公司债交易数据。该利率大致与LIBOR波动水平一致。目前，BSBY在美国已经启动并可授权用作贷款产品的基准，但暂时不能用作英国基准监管条例（Benchmarks Regulation, BMR）监管下的基准，在英国也不能用作基准使用。

综上，Term SOFR代表有抵押无风险利率水平，而LIBOR或BSBY则代表银行间无抵押借贷利率水平，因此二者差或可在一定程度上体现金融机构信用风险溢价及借贷意愿水平。从两个备选指标历史走势看，Term SOFR波动相较平滑，在市场动荡的背景下，或不能完全反映金融机构信用利差及市场流动性状况；而BSBY虽与LIBOR走势趋势一致，但暂未能获得全球大范围的监管机构授权使用，因此两种备选指标均非完美，建议结合使用作为参考。

图 10：BSBY/Term SOFR 可替代Libor测算流动性（%）



数据来源：彭博，中国银行

硅谷事件引发的涟漪或尚未结束，当前美元利率仍维持阶段高位，流动性风险预判不可忽视。

过去一年随着全球利率抬升，金融风险正在暴露，全球相继爆发诸多金融事件，例如英国养老金风险、瑞信风波、加密货币事件、房地产基金赎回等，随着基准利率转换，有抵押的融资定价方式虽一定程度降低了市场的信用风险，而流动性市场的内生风险对市场稳定性影响或将更加显著，并将间接引导货币政策决定。

本轮高利率期，美元流动性市场存有一定的不稳定性。当前美国在岸流动性市场以回购交易为主流（详见本系列上篇），回购交易相当于对抵押品（多为美债）进行了“货币化”，一旦抵押资产面临市场风险，很容易引发流动性危机并传导至整个金融市场。例如，美债收益率上升时，作为抵押品的美债折价率将上升，追缴保证金需求上升将导致交易商现金融资缺口扩大，尤其当抵押品是长久期资产时，交易双方将同时面临流动性压力，特别是存在高杠杆情况下，国债收益率的微小变动都可能造成巨大的流动性风险。而一旦发生违约，回购交易的资金融出方出售抵押品又可能导致流动性进一步恶化，从而再次拉低长期国债的价格（推高收益率），最终形成流动性的恶性循环。回顾近期历史，无论是刚发生的SVB亦或是2020年3月国债收益率暴涨事件，背后的逻辑十分相似，一旦市场发生流动性螺旋，市场很难自我修复，货币当局不得不进行干预，包括推出紧急流动性支持工具、中期调整货币政策甚至修改监管要求等。

大幅急速加息后期，全球流动性风险传导蔓延或快于以往。当前在岸与离岸美元市场已高度一体化，美联储货币政策会直接影响全球离岸美元市场（详见上篇），当在岸美元市场流动性收紧时会拉升全球美元融资溢价，而同时，也不应忽略融资或流动性压力也会通过层层传导反制美元在岸市场：一是海外美元融资溢价大幅攀升抑制市场投资及经营（且资产估值受损）活动，金融机构将出售资产以保证流动性，进一步引发资产价格的大幅下跌。二是较高的美元融资溢价可能会催生市场的冒险情绪。由于美元融资溢价过高，投资于美国资产的海外投资者将因为过高的汇率对冲成本而导致整体收益水平降低。为了弥补损失，机构可能会购买更多的长久期风险资产，或者使用更高的杠杆，进一步加大市场的不稳定性。三是美元融资溢价过高意味着美元对冲成本的升高，过高的对冲成本会令持有美元的海外投资者减少外汇对冲比率。随着急速加息，美元汇率持续升高或令部分未对冲外汇头寸面临偿付压力，海外投资者可能会通过变卖资产偿付美元。如果海外投资者变卖本国资产，将会引发本国市场流动性紧缩和资本外流。如果投资者出售美元资产，无论是离岸美元计价资产还是在岸美元资产，在日内补齐的保证金追缴要求及出售资产本身引发的市场恐慌将对美国金融市场形成流动性冲击。

本文中的结论或意见仅代表作者的个人观点，在任何情况下，本文中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者应当自主做出投资决策并自行承担投资风险，公众号运营主体对此不承担任何责任。



“会员观市”栏目欢迎银行间外汇市场会员机构交流市场观点、分享交易经验。
投稿请留言或发送至fx_mkt@chinamoney.com.cn，并请留下联系方式。



CFETS FX

中国外汇交易中心市场一部主办

