

全球流动性分析框架

摘要

- 在全球经济和金融一体化逐步加深的背景下，全球流动性变化对一国经济和金融体系的影响也愈加深化。全球流动性总量、结构以及流向也是观察全球股市、债市、商品市场等波动与传导的重要线索。但如何准确的衡量全球流动性并没有统一标准。本文将试图从三个维度建立分析全球流动性的框架，并重点分析新兴市场美元流动性的驱动因素。
- **分析全球流动性的三个维度：央行基础流动性，私营非金融部门信用，跨境流动性。**央行提供的基础流动性包括两部分，一部分是反映央行与银行之间流动性的基础货币；另外一部分是反映央行提供外币流动性的能力，以外储为主。央行使用外储受到各种转换成本的制约，因此外币流动性并不如外储绝对规模显示的那么充裕。央行基础流动性是私营非金融部门信用与跨境流动性的“原材料”。私营非金融部门信用代表了实体部门获得的资金支持。它由资金供需双方决定，具有内生性与顺周期性。跨境流动性波动较大，是扰动全球金融市场的重要来源。风险偏好是跨境流动性的重要影响因素，美元是跨境资金流动的主要币种。
- **全球流动性当前的状况是央行大幅收紧基础货币，私营非金融部门信用增速保持在危机后的均值水平。**金融部门的信用派生并未受到央行大幅收缩基础货币的影响。五大央行基础货币增速回落压低了美债期限溢价，美债收益率曲线接近倒挂。随着联储结束缩表，中国央行或继续降准，五大央行基础货币增速或将回升，美债期限溢价也有望跟随上行。
- **美元流入新兴市场的短期驱动因素主要是联储货币政策以及风险偏好。**在金融危机前，美元流入新兴市场以银行信贷为主导。可以用联邦基金利率与泰勒规则利率之差来衡量联储货币松紧，危机前该利差与新兴市场美元银行信贷流入存在负相关关系。金融危机后，新兴市场美元流入的方式从银行信贷向美元债券转移。联储的货币政策操作框架不再锚定泰勒规则，而是在危机期间实行QE，之后逐步加息缩表回归货币政策正常化。这时可以用美国实际国债收益率作为观察联储货币政策松紧的指标。2010年后美债实际收益率与新兴市场美元债券融资具有较明显的负相关关系。当美债收益率下行时，债券投资者的反应是购买非美国境内主体发行的高收益美元债券，从而促进新兴市场美元债券融资。风险偏好与新兴市场美元流入负相关，而且与新兴市场美元债券融资的负相关更强。
- **美元流入新兴市场的中长期驱动因素是经济增速差与大宗商品价格。**新兴市场美元流入增速与新兴市场同美国的经济增速差高度正相关。如果美国经济相对于新兴市场上行，则美国政策利率和长端利率相对来说均有上行压力，这会减少新兴市场美元流入。大宗商品价格往往与新兴国家的财政状况、主权信用风险挂钩。并且大宗商品储备及收入也是投资者借款的重要抵押。因此，大宗商品价格下跌将导致新兴市场美元流入放缓。
- **风险提示：**全球流动性超预期收紧。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 经济弱平稳，贸易谈判顺利推进 (2019-04-07)
2. 地方政府隐性债务管控“欲速则不达” (2019-04-07)
3. 美债利率曲线倒挂预示经济衰退？这次或不一定 (2019-04-01)
4. 季节性因素推升 PMI，经济继续弱平稳 (2019-03-31)
5. 经济继续弱势运行，无需过度担忧通胀——月度经济预测 (2019-03-28)
6. 需求放缓企业盈利走弱，季节因素夸大走弱程度 (2019-03-27)
7. 关于资本回报颠覆常识的四个发现——全球央行追踪第7期 (2019-03-26)
8. 利率曲线倒挂到经济衰退尚需时日 (2019-03-24)
9. 加息结束缩表停止，美联储政策进入宽松期 (2019-03-21)
10. 经济弱平稳，基建待发力 (2019-03-18)

目 录

1 为什么要研究全球流动性？	1
2 分析全球流动性的三个维度	2
2.1 央行提供基础流动性：基础货币及外汇储备	2
2.2 私营非金融部门信用	4
2.3 跨境流动性	5
3 全球流动性现状：基础货币大幅收紧，私营非金融部门信用平稳	8
4 跨境流动性之锚：美元跨境流动性	10
4.1 美元跨境流动对新兴市场的影响	10
4.2 美元流入新兴市场的短期驱动：联储货币政策与风险偏好	11
4.3 美元流入新兴市场的中长期驱动：经济增速差与大宗商品价格	13
5 总结	15
6 参考文献	16

图 目 录

图 1: 可用于分析全球流动性的价格与数量指标	1
图 2: 分析全球流动性的三个维度	2
图 3: 五大央行基础货币规模变化	3
图 4: 五大央行基础货币规模变化及增速	3
图 5: 全球外汇储备规模及增速变化	3
图 6: 外储以美元为主	3
图 7: 境内私营非金融部门信用的 GDP 占比及其同比增速	4
图 8: 跨境私营非金融部门信用的 GDP 占比及其同比增速	4
图 9: 分区域私营非金融各部门信用增速	5
图 10: 分区域私营非金融各部门信用/GDP	5
图 11: 银行部门与非银部门国际债务 GDP 占比	5
图 12: 风险偏好是跨境流动性的重要影响因素	5
图 13: 境外美元债权规模分解	6
图 14: 境外美元债券融资和美元信贷增速	6
图 15: 境外新兴市场非银行经济部门美元债务分布	7
图 16: 中国非银行经济部门美元融资的规模及同比增速	7
图 17: 境外欧元债务规模分解	7
图 18: 境外欧元债券债务与欧元信贷债务规模增速	7
图 19: 联储率先于 2018 年 1 月收缩基础货币	8
图 20: 央行收紧基础货币压缩债券的期限溢价	8
图 21: 五大行基础货币增速变化与股市的相关性并不明确	8
图 22: 私营非金融部门总信用增速依然平稳	9
图 23: 近期亚洲新兴市场和欧洲私营非金融部门信用增速回升	9
图 24: 美元境外流动性资金来源 (截止 2013 年末数据)	10
图 25: 主要新兴市场国家非银经济部门美元债务 GDP 占比	10
图 26: 主要新兴市场国家非银经济部门美元债务增速	10
图 27: 主要新兴市场国家非银部门美元债务规模变化	11
图 28: 巴西汇率贬值与美元流出有较高相关性	11
图 29: 新兴市场非银经济部门美元流入增速与其股票走势相关性较强	11
图 30: 新兴市场美元流入增速与联邦基金利率并没有明显负相关	12
图 31: 新兴市场美元流入增速与联储 QE 的关系并非一一对应	12
图 32: 2013 年 6 月之前政策利差与新兴市场美元信贷相关	12
图 33: 政策利差与新兴市场美元债券融资相关性很弱	12
图 34: 新兴市场美元债务结构--按融资工具分类	13
图 35: 新兴市场美元债券融资与美债实际收益率负相关	13
图 36: 2013 年后新兴市场银行美元信贷对 VIX 指数不敏感	13
图 37: 新兴市场美元债券融资与 VIX 指数存在负相关关系	13
图 38: 新兴市场美元融资增速与经济增速差较一致	14
图 39: 长端利率差影响新兴市场美元债券融资	14
图 40: 新兴市场美元融资增速与大宗商品价格较一致	14
图 41: 油价下跌与美元流出新兴市场存在负反馈	14

1 为什么要研究全球流动性？

2008 年金融危机后，全球流动性被市场逐步重视起来。全球流动性分析之所以非常重要，首先是因为全球流动性代表的金融周期会放大实体经济的波动。全球流动性过剩可能导致经济内在脆弱性累积，而流动性短缺可能对经济增长产生负面影响。其次，全球流动性变化对国内经济和金融体系的影响越来越大，对各国的货币政策、汇率制度都有重要影响。此外，也是资产价格变动的重要推手。**最后，全球流动性的演进已经迈入一个新阶段，驱动资金的动力源自资本市场和对收益率的追求，而非全球银行的杠杆周期。**这就意味着，即使跨境资本流动看上去并不异常高，但冲击的传染也能跨国界。

对于如何准确的分析全球流动性依然存在分歧。在实践中，市场会使用央行资产负债表规模或者各国 M2 的加总来衡量全球流动性，这有一定的合理性，但并不全面。**全球流动性并不是所有国家流动性的简单加总，基础货币与广义货币也不能全面的衡量流动性。**因为只有以少数国家货币代表的流动性才能在国际上流动，包括美元、欧元、日元、英镑和目前影响力不断扩大的人民币。并且传统货币供应量之外的非传统负债也在不断增长，比如以资产抵押为基础的融资以及杠杆贷款等。全球流动性难以用单一的指标来衡量，应当综合考虑一系列反应国内和国外流动性的量价指标。

当前认可度较高的全球流动性分析框架是由 Dietrich 在其 2011 的报告《Assessing Global Liquidity》中提出的。全球流动性性可以从两个层面理解，一个是**私营部门流动性**，他是由国际银行、机构投资者等私营部门参与者创造。私营流动性通过银行与非银行金融机构的跨境或跨货币业务在国际上传播。**另一个层面是官方流动性**，官方本币流动性指央行提供的基础货币。此外，还有许多渠道可以提供官方外币流动性，包括出售外储，货币互换以及国际金融机构提供的融资便利--IMF 特别提款权等。衡量全球流动性的指标应包括私营与官方流动性的演变，以及全球金融体系的融资难易程度。我们根据 Dietrich 的报告并结合 BIS 统计的全球流动性指标提出分析全球流动性的框架。

图 1：可用于分析全球流动性的价格与数量指标

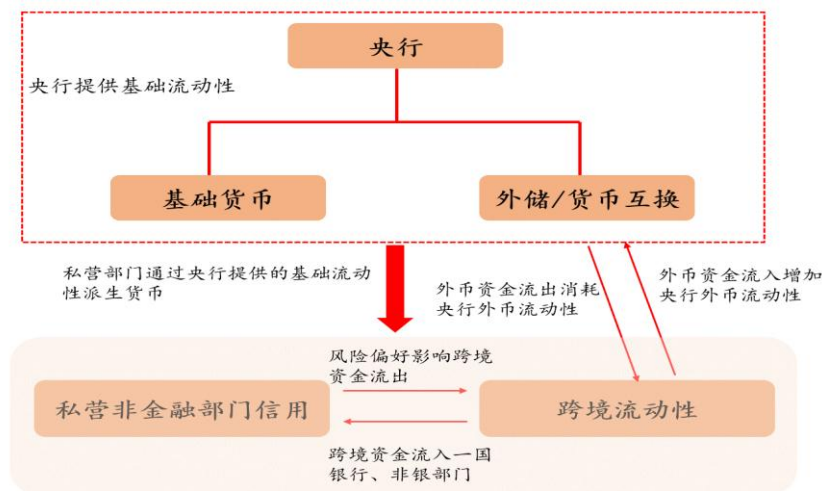
	数量	价格
货币流动性	基础货币与广义货币	政策利率、货币市场利率
	外汇储备	货币条件指数 (MCI)
	银行流动性比率	Libor-OIS 息差
资金流动性	期限错配情况	外汇掉期基差
	商业票据市场	Bond-CDS basis
市场流动性	成交量	资产的买卖价差
		基金经理调查
风险偏好	银行杠杆率	VIX 等反应风险偏好的数据
		夏普率
		PE

数据来源：Dietrich, 《Assessing Global Liquidity》，西南证券整理

2 分析全球流动性的三个维度

全球流动性分析可以从三个维度来理解，第一个维度是央行提供的基础流动性，其中本币流动性以基础货币衡量，在理论上央行可以无限创造本币流动性；外币流动性以外储为主，也包括央行之间的货币互换额度，反应了央行应对外币流出的能力。央行提供的基础流动性是私营非金融部门流动性与跨境流动性的基础。私营非金融部门信用由资金供需双方决定，具有内生性，跨境流动性能够放大私营非金融部门的信用趋势波动。跨境流动性受风险偏好影响，波动性较大，是扰动全球金融市场的重要来源。美元、欧元是跨境资金流动的主要币种，因此跨境流动性与联储和欧央行的货币政策有较高的相关性。

图 2：分析全球流动性的三个维度



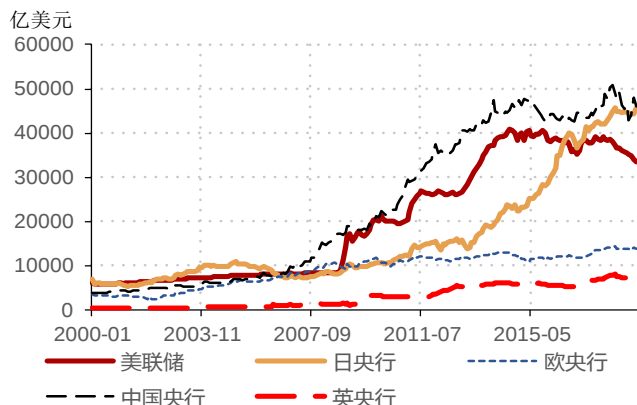
数据来源：BIS，西南证券整理

2.1 央行提供基础流动性：基础货币及外汇储备

央行能提供的流动性主要包括其为银行提供的基础货币以及外汇储备。央行提供基础货币的能力取决于其国内货币政策框架与国际货币体系，在纯粹的法定货币体系中，央行理论上可以创造任何数量的基础货币，因此可以认为其属于外生。外储是央行主要的外币流动性来源，其规模取决于各国的经常账户和资本账户变动情况。货币互换也是央行获取外币流动性的一种方式，但其规模相对有限。

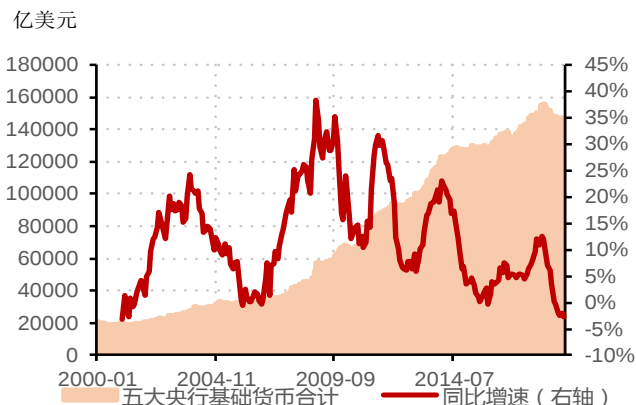
基础货币是央行提供官方流动性的主要方式。截止 2019 年 1 月，中、美、欧、日、英五大央行资产基础货币总额 14.7 万亿美元，其中中国和日本基础货币供应量最高，分别为 4.6 万亿美元和 4.58 万亿美元。2018 年 3 月开始，五大央行基础货币同比增速开启一轮回落，并于 2018 年 9 月跌入负区间。本轮基础货币规模收缩，主要受联储逐步退出 QE 并带来基础货币收缩的拖累。

图 3：五大央行基础货币规模变化



数据来源：wind, CEIC, 西南证券整理

图 4：五大央行基础货币规模变化及增速



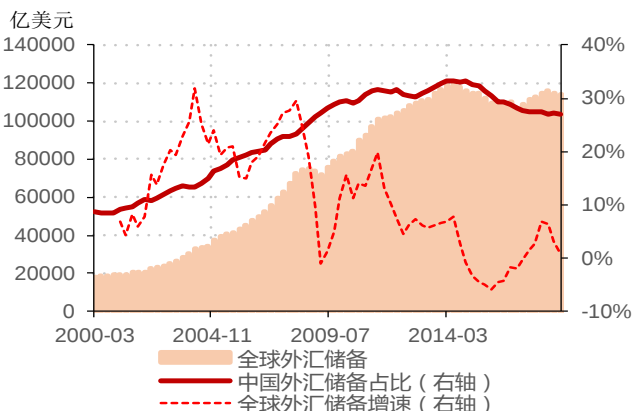
数据来源：wind, CEIC, 西南证券整理

央行的外币流动性反映了一国应对跨境资金流出的能力，有三个来源，其中外汇储备是各国央行提供外币流动性主要工具，央行之间的货币互换也能提供外币流动性，最后是国际金融组织比如 IMF 提供的特别提款权。

截止 2018 年末全球外汇储备为 11.4 万亿美元。全球外储的增速自 2018 年 3 月的 6.8% 开始持续下行，截止去年末其增速已跌落至-0.23%。从构成上看，美元是各国官方外汇储备最主要的组成部分，截止去年末美元在全球外汇储备中占比为 58%。因而各国动用外汇储备调节外汇流动性的能力受美国货币政策与美元流动性的制约。

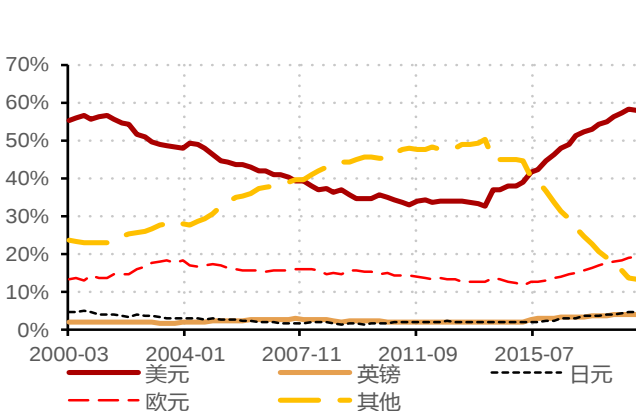
因为外储的使用受到各种形式的转换成本制约，因而在面临跨境资金大幅流出时，央行的外汇流动性存在短缺的风险。首先，使用外汇储备的成本受到全球流动性的影响。考虑到外储大部分投资于美国国债和欧元区主权国家的政府债券。因而将这些资产转换成可用的资金需要一定的成本。在全球流动性受到冲击的情况下，迅速使用外汇储备并非易事，因为多个国家同时动用外汇储备可能会压低外汇储备对应资产的价格。其次，动用外汇储备可能会对全球流动性状况产生不利影响，同时给本币带来贬值压力。若各国同时卖出持有的美元头寸，这将会对美元流动性并进而对全球流动性造成负面影响。

图 5：全球外汇储备规模及增速变化



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：外储以美元为主



数据来源：Wind, 西南证券整理

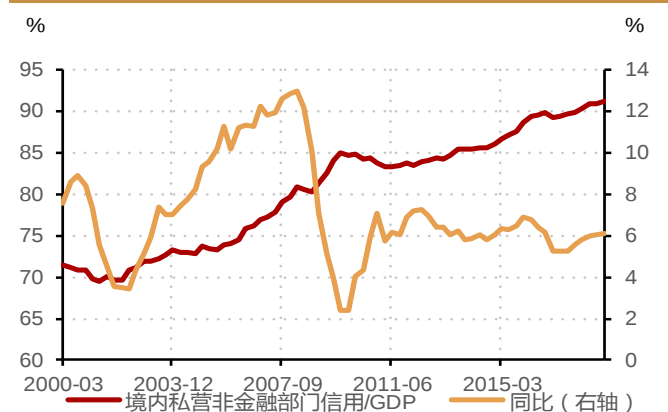
2.2 私营非金融部门信用

按照 BIS 的定义, 私营非金融部门信用是指对选定国家私营部门的本地债权与跨境债权之和。其中私营非金融部门的本地债权是指银行、其他经济部门对家庭部门和非金融企业的债权。而跨境债权包含了对选定国家私营非金融部门、政府部门和非银行金融部门的信用总额。从金融工具来看, 只统计了银行信贷和债券融资。私营非金融部门信用由资金供需双方决定, 具有内生性。

之所以选择这一指标主要有两方面原因, 一方面是因为私营非金融部门信用处于金融传导链条的末端, 包含了各种流动性来源, 也反应了金融市场流动性与实体经济融资流动性的相互作用。另外, 信用结构能从多个角度分析流动性的状况, 更好的理解流动性对不同部门与地区的影响。

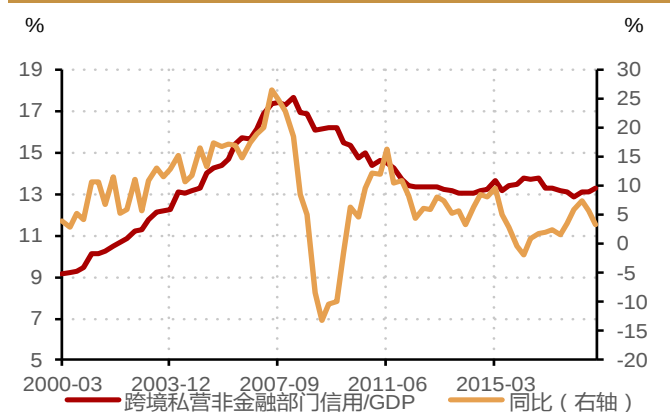
私营非金融部门信用总额在危机后依然继续扩张, 但增速中枢难以回到金融危机前的水平, 私营非金融部门流动性具有顺周期性。境内私营非金融部门信用的 GDP 占比总体来说一直震荡上行, 金融危机对其 GDP 占比的冲击有限。反应了各国企业和居民部门的境内杠杆率持续攀升的事实。截止 2018 年 9 月境内私营非金融部门信用的 GDP 占比达到了 91% 的高位。2011 年至 2018 年 9 月, 境内私营非金融部门信用同比增速维持 6.2% 左右, 波动性较小。但是跨境私营非金融部门信用受金融危机的影响较大, 其 GDP 占比自 2008 年 3 月危机时的高点 17.6%, 逐步下行至 2012 年 6 月的 13.4%, 之后便在 13.3% 附近小幅震荡。

图 7: 境内私营非金融部门信用的 GDP 占比及其同比增速



数据来源: BIS, Wind, 西南证券整理

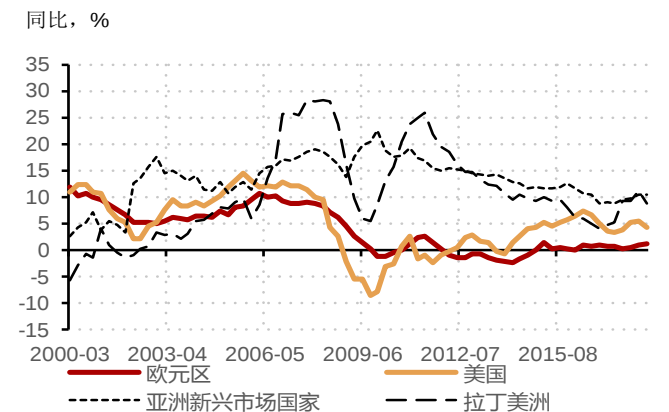
图 8: 跨境私营非金融部门信用的 GDP 占比及其同比增速



数据来源: BIS, Wind, 西南证券整理

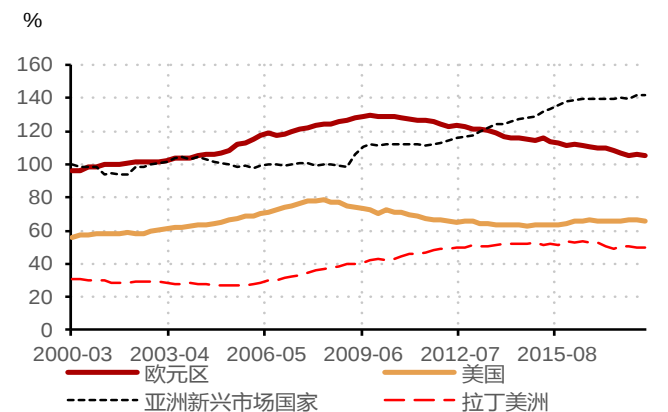
分区域来看, 金融危机后, 亚洲新兴市场 and 拉丁美洲国家私营非金融部门信用增速均逐步放缓, 美国私人非金融部门信用增速呈现缓慢攀升走势, 而欧元区则呈现平稳的走势。但由于亚洲与拉丁美洲私人非金融部门债权增速高于其 GDP 增速, 这使得新兴市场国家的私人非金融部门债权的 GDP 占比依然在上行, 特别是亚洲新兴市场国家上行幅度较大。欧洲和美国私人非金融部门信用的 GDP 占比缓慢下行, 主要受私营部门去杠杆拖累。

图 9：分区域私营非金融各部门信用增速



数据来源：BIS，西南证券整理

图 10：分区域私营非金融各部门信用/GDP



数据来源：BIS，西南证券整理

2.3 跨境流动性

跨境流动性可以用国际债务来衡量，BIS 统计的国际债务是指对于选定国家以所有货币计价的跨境债务与以外币计价的本地债务之和。这里的债务指的是银行的金融资产，包括贷款、持有的债券和股票、衍生品和其他金融工具。

国际债务又可以分为银行债务与非银行经济部门债务（包括非金融企业、一般政府、家庭和非银行金融机构）两部分。金融危机后银行债务 GDP 占比下行，而非银行经济部门债务的 GDP 占比平稳。金融危机前，二者的 GDP 占比基本保持同步的增长速度，但银行债务高于非银经济部门债务。金融危机后，相对于 GDP 来说，银行部门国际债务收缩速度加快，但对非银部门国际债务收缩速度平稳。从而前者的 GDP 占比由 2008 年 3 月 41.6% 一路下行至 20.1%，而后者的 GDP 占比仅从 2008 年 3 月的 25.3%，回落至 19.5%。

风险偏好是跨境流动性的重要影响因素。用 VIX 指数来衡量风险偏好，可以看出国际债务增速与 VIX 指数有较明显的负相关关系。

图 11：银行部门与非银部门国际债务 GDP 占比



图 12：风险偏好是跨境流动性的重要影响因素



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_13284

