

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 and 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

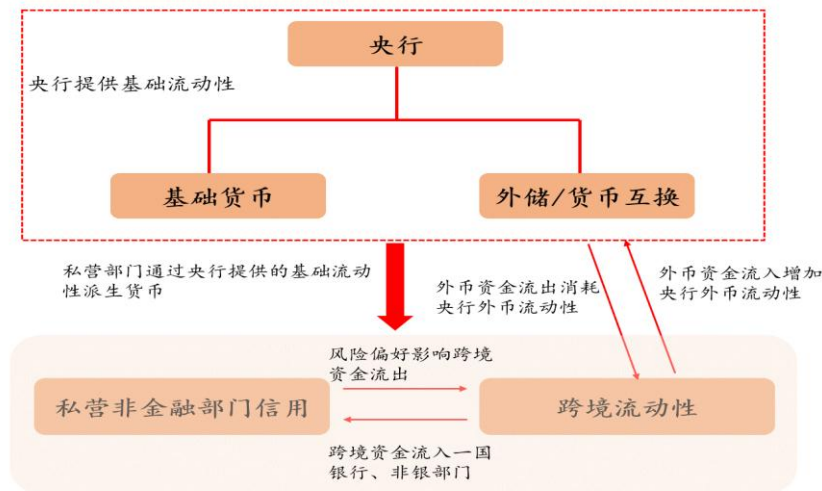
	数量	价格
货币流动性	基础货币与广义货币	政策利率、货币市场利率
	外汇储备	货币条件指数 (MCI)
资金流动性	银行流动性比率	Libor-OIS 息差
	期限错配情况	外汇掉期基差
	商业票据市场	Bond-CDS basis
市场流动性	成交量	资产的买卖价差
		基金经理调查
风险偏好	银行杠杆率	VIX 等反应风险偏好的数据
		夏普率
		PE

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



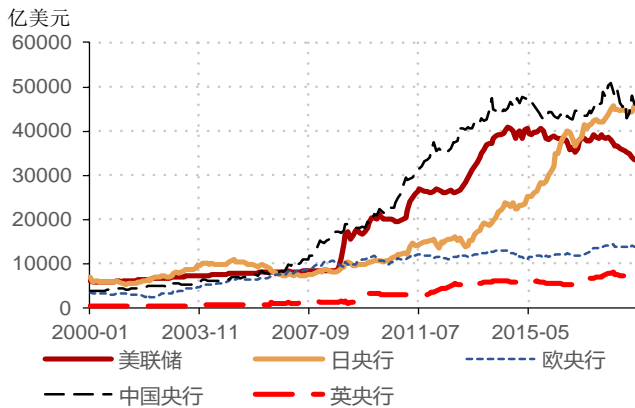
数据来源：BIS，西南证券整理

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。

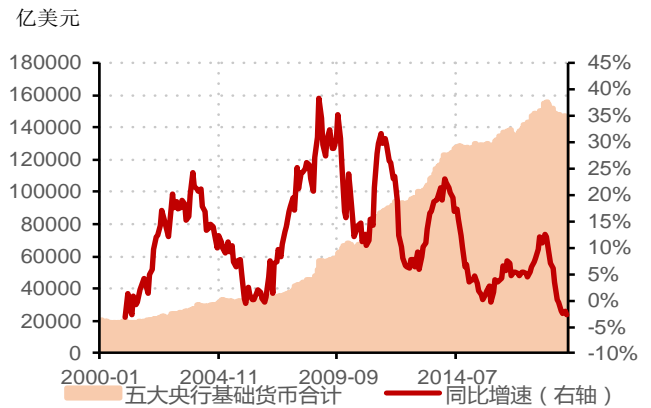
基础货币是央行提供官方流动性的主要方式。截止 2019 年 1 月，中、美、欧、日、英五大央行资产基础货币总额 14.7 万亿美元，其中中国和日本基础货币供应量最高，分别为 4.6 万亿美元和 4.58 万亿美元。2018 年 3 月开始，五大央行基础货币同比增速开启一轮回落，并于 2018 年 9 月与跌入负区间。**本轮基础货币规模收缩，主要受联储逐步退出 QE 并带来基础货币收缩的拖累。**

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



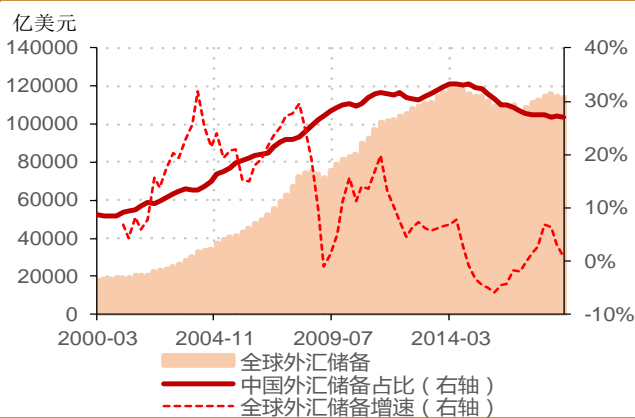
数据来源：wind, CEIC, 西南证券整理

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。

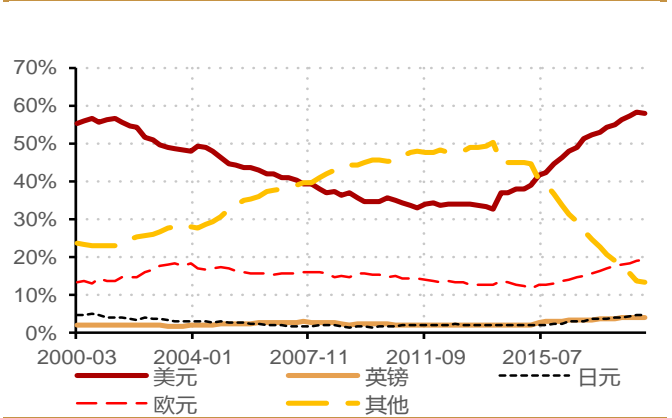
因为外储的使用受到各种形式的转换成本制约，因而在面临跨境资金大幅流出时，央行的外汇流动性存在短缺的风险。首先，使用外汇储备的成本受到全球流动性的影响。考虑到外储大部分投资于美国国债和欧元区主权国家的政府债券。因而将这些资产转换成可用的资金需要一定的成本。在全球流动性受到冲击的情况下，迅速使用外汇储备并非易事，因为多个国家同时动用外汇储备可能会压低外汇储备对应资产的价格。其次，动用外汇储备可能会对全球流动性状况产生不利影响，同时给本币带来贬值压力。若各国同时卖出持有的美元头寸，这将会对美元流动性并进而对全球流动性造成负面影响。

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

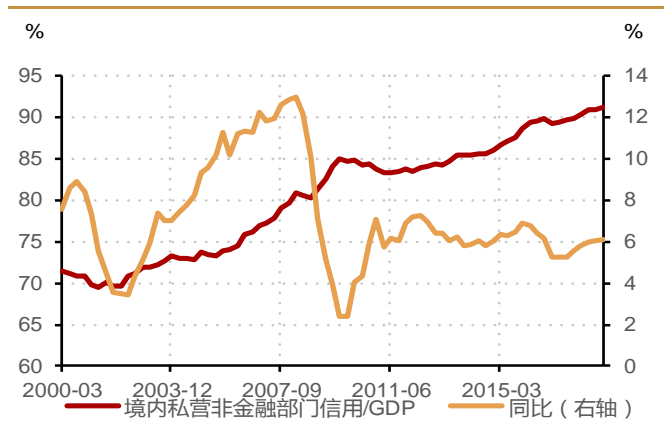
2.2 私营非金融部门信用

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。

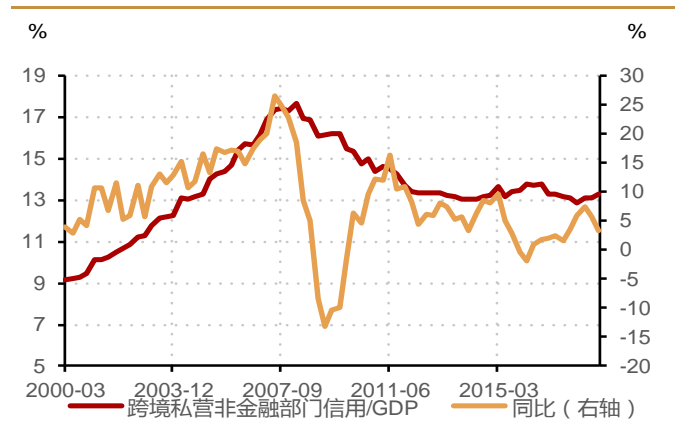
私营非金融部门信用总额在危机后依然继续扩张，但增速中枢难以回到金融危机前的水平，私营非金融部门流动性具有顺周期性。境内私营非金融部门信用的 GDP 占比总体来说一直震荡上行，金融危机对其 GDP 占比的冲击有限。反应了各国企业和居民部门的境内杠杆率持续攀升的事实。截止 2018 年 9 月境内私营非金融部门信用的 GDP 占比达到了 91% 的高位。2011 年至 2018 年 9 月，境内私营非金融部门信用同比增速维持 6.2% 左右，波动性较小。但是跨境私营非金融部门信用受金融危机的影响较大，其 GDP 占比自 2008 年 3 月危机时的高点 17.6%，逐步下行至 2012 年 6 月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

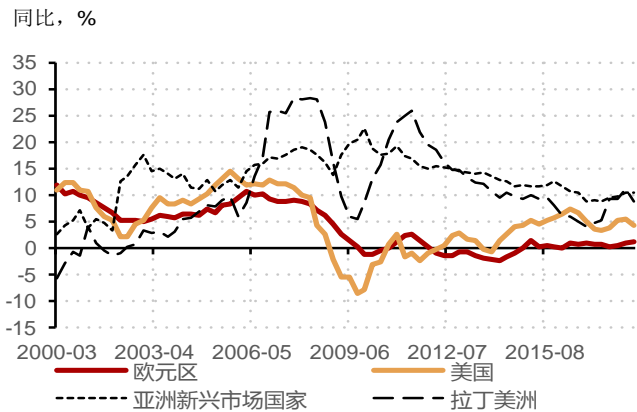
图 8：跨境私营非金融部门信用的 GDP 占比及其同比增速



数据来源：BIS, Wind, 西南证券整理

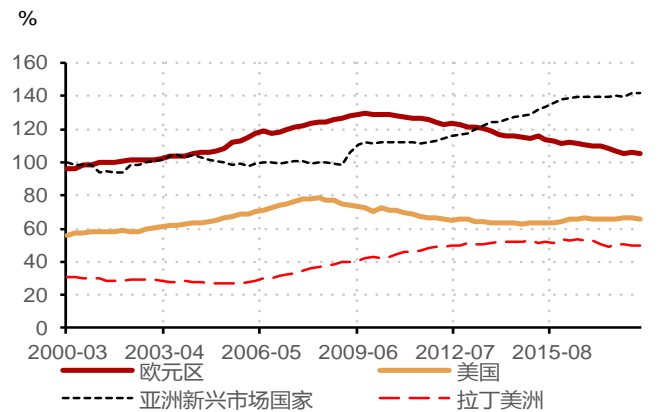
分区域来看，金融危机后，亚洲新兴市场和拉丁美洲国家私营非金融部门信用增速均逐步放缓，美国私人非金融部门信用增速呈现缓慢攀升走势，而欧元区则呈现平稳的走势。但由于亚洲与拉丁美洲私人非金融部门债权增速高于其 GDP 增速，这使得新兴市场国家的私人非金融部门债权的 GDP 占比依然在上行，特别是亚洲新兴市场国家上行幅度较大。欧洲和美国私人非金融部门信用的 GDP 占比缓慢下行，主要受私营部门去杠杆拖累。

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%。

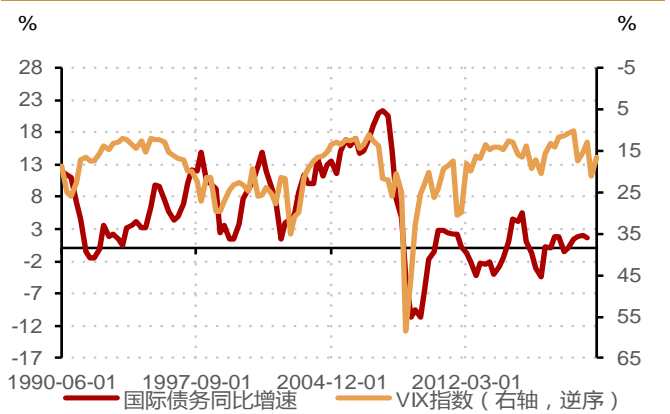
风险偏好是跨境流动性的重要影响因素。用 VIX 指数来衡量风险偏好，可以看出国际债务增速与 VIX 指数有较明显的负相关关系。

图 11：银行部门与非银部门国际债务 GDP 占比



数据来源：BIS，西南证券整理

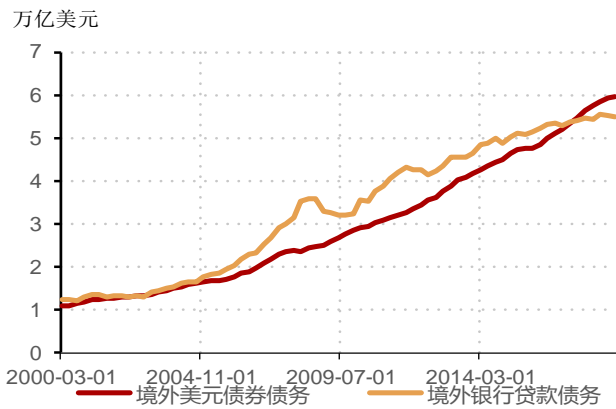
图 12：风险偏好是跨境流动性的重要影响因素



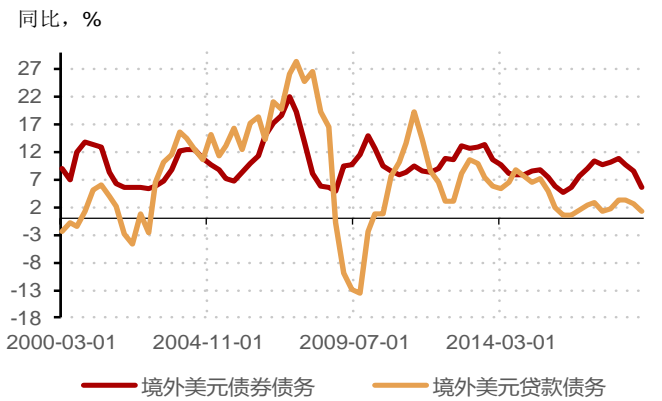
数据来源：BIS，Wind，西南证券整理

我们将重点分析跨境非银行经济部门的债务情况。以币种来分类，跨境非银行经济部门债务以美元为主，其次是欧元和日元。按照 BIS 的定义，美元的境外债务总额是指以美元计价的美国境外借款人借款总额，包括美元债券、跨境银行美元贷款和美国以外的当地银行的美元贷款。截止 2018 年 3 季度，美元境外非银行经济部门债务总额为 11.5 万亿美元，欧元境外非银行经济部门债务总额 3.2 万亿欧元（约 3.7 万亿美元），日元境外非银行经济部门债务总额 48 万亿日元（约 4305 亿美元）。我们将主要分析对全球流动性影响较大的美元与欧元境外非银经济部门债务情况。

近年来美元债券融资逐步成为美元境外债务的主导。2000 至 2017 年一季度，除了 2002 年的后三季度以外，银行美元信贷债务规模都要大于美元债券的债务规模，但自 2017 年二季度开始，后者规模超过了前者。截至 2018 年 3 季度境外美元债券债务规模为 6 万亿美元，要高于境外美元信贷债务 5.5 万亿美元的规模。美元债券债务增速的波动要小于美元信贷债务增速的波动，金融危机对美元债券债务的冲击不大。

图 13：境外美元债权规模分解


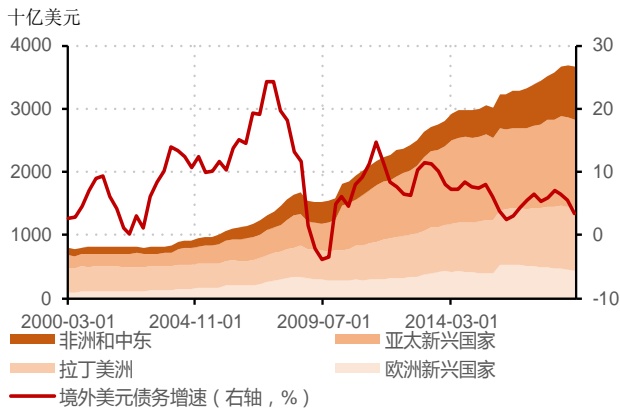
数据来源：BIS，西南证券整理

图 14：境外美元债券融资和美元信贷增速


数据来源：BIS，西南证券整理

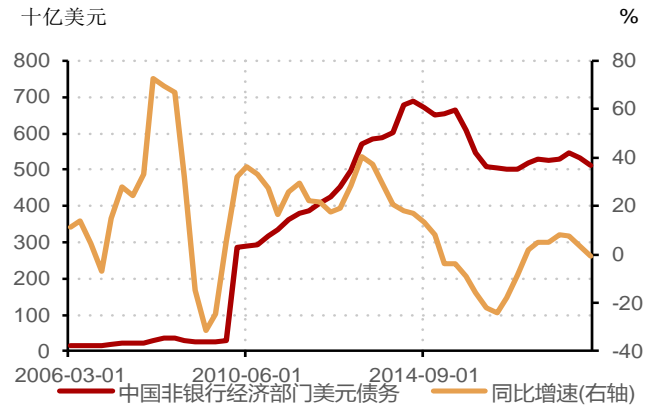
从区域分布来看，境外美元非银经济部门债务主要分布在发达国家，截止 2018 年 3 季度发达国家非银经济部门的美元债务为 7.8 万亿美元，新兴市场则为 3.7 万亿美元。在新兴市场中亚太新兴国家非银行经济部门美元债务存量更高，亚太地区又以中国美元债务规模最大。截止 2018 年 3 季度，流向亚太新兴国家非银行经济部门的美元债务存量为 1.4 万亿美元，在新兴市场中占比 38%。其次是拉丁美洲美元债务为 0.99 万亿美元，占比 27%。中国是美元流入最多的是新兴市场国家，截止 2018 年 3 季度流入中国非银行经济部门的美元债务合计 5101 亿美元。2018 年 1 季度开始，流入中国非银行经济部门的美元增速逐步下行。

图 15: 境外新兴市场非银行经济部门美元债务分布



数据来源: BIS, 西南证券整理

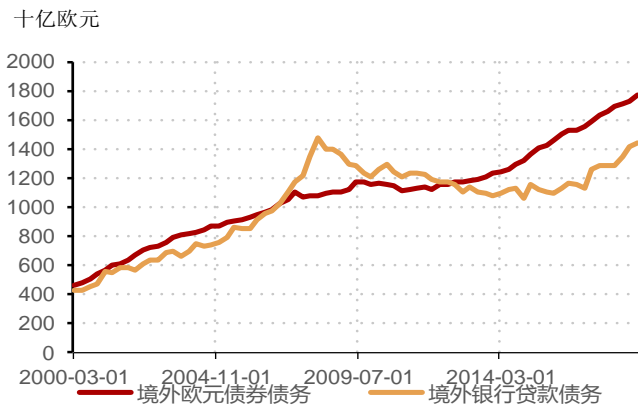
图 16: 中国非银行经济部门美元融资的规模及同比增速



数据来源: BIS, 西南证券整理

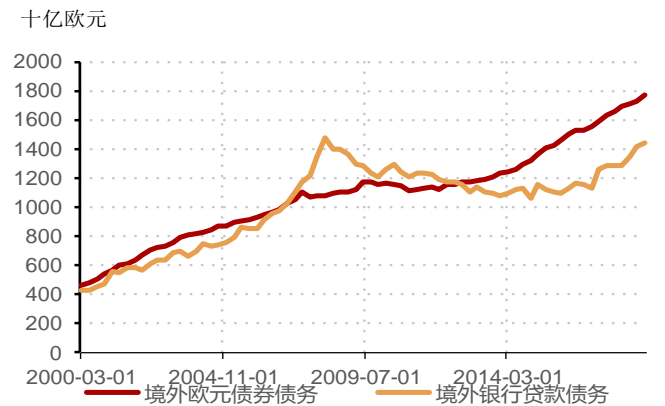
欧元境外债务总体来说以欧元债券为主,截止2018年3季度欧元境外债券债务规模1.8万亿欧元,境外信贷债务规模1.4万亿欧元。2018年以来,境外欧元信贷债务增速回升而境外欧元债券债务增速小幅下行。

图 17: 境外欧元债务规模分解



数据来源: BIS, 西南证券整理

图 18: 境外欧元债券债务与欧元信贷债务规模增速



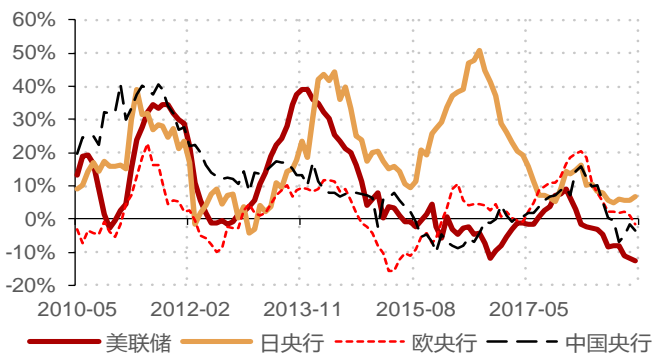
数据来源: BIS, 西南证券整理

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

当前的全球流动性环境可以概括为央行大幅收紧基础流动性，私营非金融部门流动性保持在危机后的均值水平。联储自 2018 年 1 月开始收缩基础货币，对应增速由 6.4% 逐步下行至 2019 年 1 月的 -12.5%。紧跟着中国、日本和欧洲央行也开始收缩基础货币。联储收缩基础货币是拉低五大央行基础货币增速的主要拖累。当前五大央行基础货币的紧缩程度，胜过金融危机前 2006 年 9 月的低点。

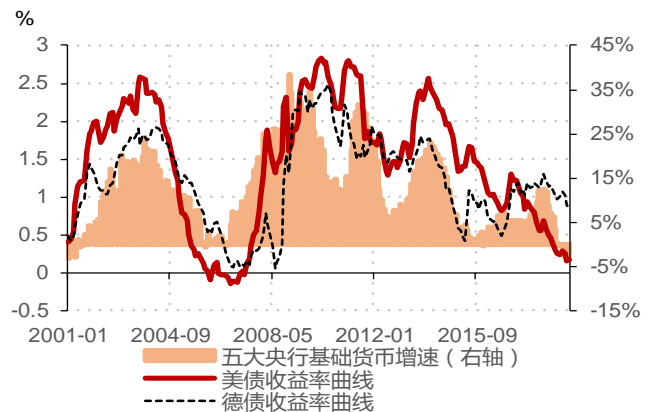
央行收紧基础货币使得美债和德债收益率曲线变得平坦。这是因为央行收紧基础货币迫使机构投资者需要更多的“安全”资产，这推高了美债价格并压低期限溢价。美债和德债期限溢价与五大央行基础货币增速具有较好的同步性。当前五大央行基础货币增速已跌入负区间，接近 2001 年以来的低点，而美国 10 年期和 2 年期国债收益率曲线接近倒挂，德债期限利差也已处于低位。伴随联储结束缩表，中国央行或继续降准，五大央行基础货币增速或将回升，美债和德债期限溢价也将跟随上行。

图 19：联储率先于 2018 年 1 月收缩基础货币



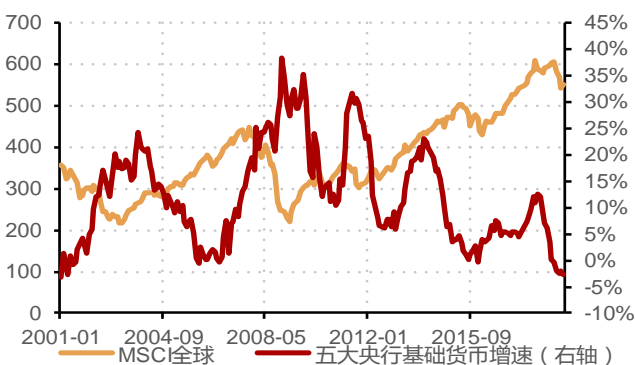
数据来源：Wind, CEIC, 西南证券整理

图 20：央行收紧基础货币压缩债券的期限溢价



数据来源：Wind, CEIC, 西南证券整理

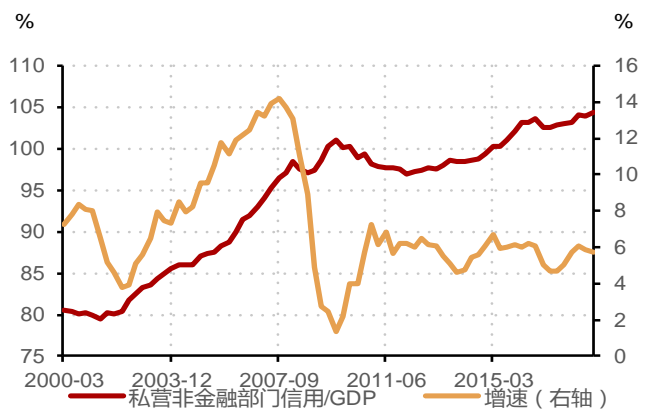
图 21：五大行基础货币增速变化与股市的相关性并不明确



数据来源：CEIC, Wind, 西南证券整理

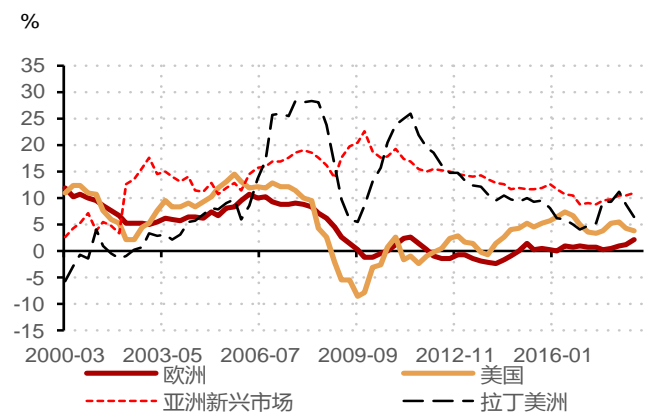
私营非金融部门信用增速处于金融危机后的平均水平，并未在 2018 年跟随官方流动性的大幅收紧而收缩。私营非金融部门信用增速由 2018 年的 6.1% 小幅回落至 2018 年 3 季度的 5.7%，与 2010 年后的均值增速 5.8% 基本相当。说明银行、非银金融体系的信贷派生并未受到央行大幅收紧基础货币的冲击。分区域来看，近期亚洲新兴市场和欧洲私营非金融部门信用增速有所回升。

图 22：私营非金融部门总信用增速依然平稳



数据来源：BIS，西南证券整理

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

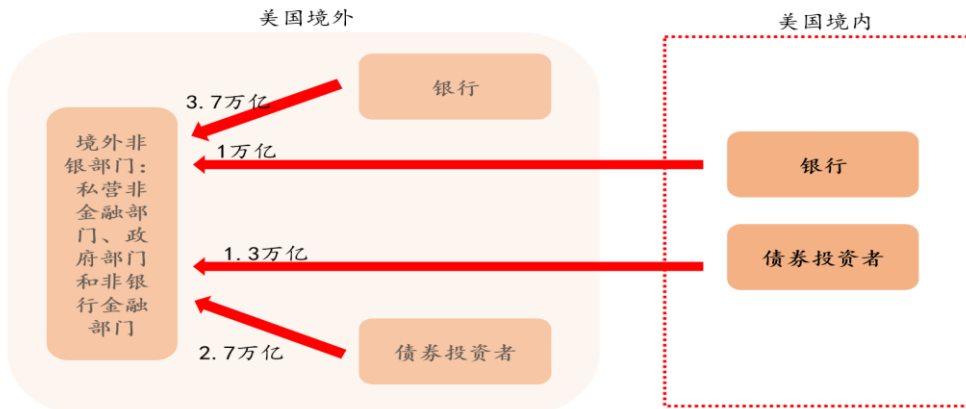


数据来源：BIS，西南证券整理

4 跨境流动性之锚：美元跨境流动性

跨境流动性作为非银部门边际融资的重要来源，叠加其波动性较强，使得跨境流动性与全球金融市场波动高度相关。跨境流动性的影响因素繁多，包括风险偏好，金融监管、央行的货币政策等。美元在跨境资金流动中占据主导，并且对新兴市场经济和金融市场影响较大。因此我们将重点分析美元跨境流动对新兴市场的影响以及美元流入新兴市场的驱动因素。

图 24：美元境外流动性资金来源（截止 2013 年末数据）

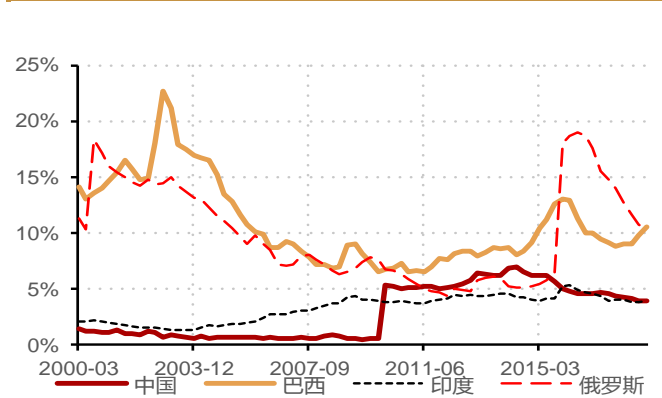


数据来源：BIS，西南证券整理

4.1 美元跨境流动对新兴市场的影响

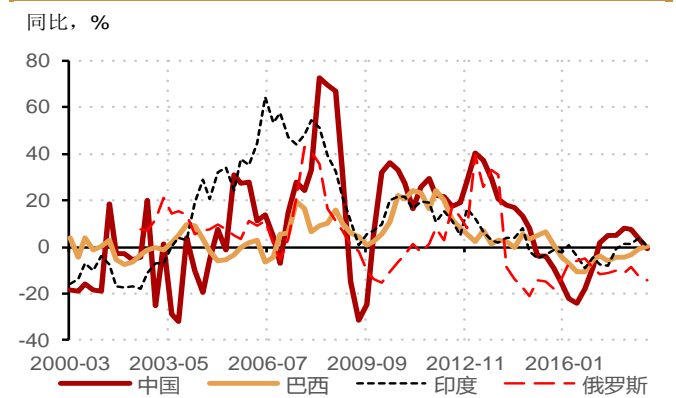
新兴市场非银经济部门美元债务增速近年来有所回落，主要受美元流入中国放缓拖累。截止 2018 年 3 季度新兴市场非银部门美元债务存量合计 3.7 万亿美元。其中中国、巴西、俄罗斯和印度分别为 5105 亿美元、1815 亿美元、1679 亿美元和 1019 亿美元，对应的 GDP 占比分别为 3.95%、10.6%、10.2%、3.96%。2018 年以来新兴市场美元流入增速放缓，由 2018 年 1 季度的 8.5% 回落至 3 季度的 4.4%。这主要受美元流入中国增速放缓拖累，中国非银部门美元流入增速由 2018 年 1 季度的 7.8% 回落至 3 季度的 -0.9%，说明去年 3 季度美元已经开始净流出中国。2014 年以来美元便持续流出俄罗斯，2015 年 4 季度开始美元持续流出巴西。

图 25：主要新兴市场国家非银经济部门美元债务 GDP 占比



数据来源：BIS，Wind，西南证券整理

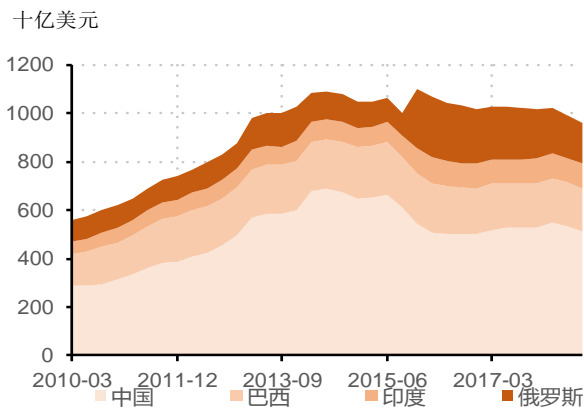
图 26：主要新兴市场国家非银经济部门美元债务增速



数据来源：BIS，西南证券整理

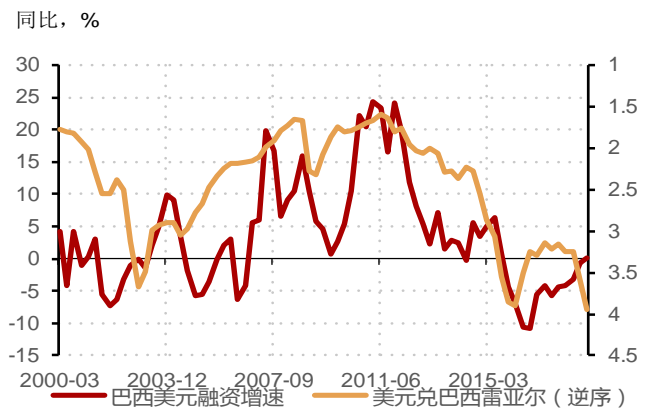
美元债务可以对应外币资产，也可以对应一国境内多样化的资产。如果是可贸易部门，则货币错配风险不一定很高。当国内非贸易部门借入美元，特别是在杠杆化房地产领域时，货币错配风险就会明显增加。当然，企业也可以借入美元来积累金融资产，以美元计价的债务与以本币计价的多头寸来做“套利交易”，美元的流动会大幅放大国内金融市场的波动。总的来说，美元境外流动性增加将以更宽松信用环境的形式蔓延至全球经济的其它领域。而当美元境外流动性逆转时，较为宽松的国内金融环境也将收紧。对于美元债务的 GDP 占比较高的新兴市场国家来说，当美元在短期内大幅流出，而其央行的外币流动性又有限时，往往带来本国汇率的大幅贬值，权益市场下跌，并增加主权债务风险。

图 27：主要新兴市场国家非银部门美元债务规模变化



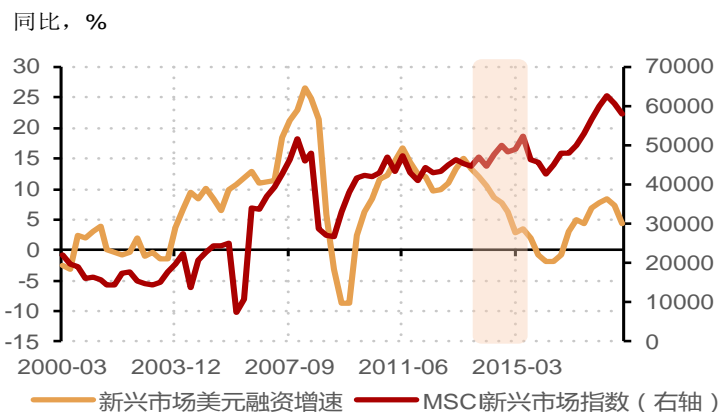
数据来源：BIS，西南证券整理

图 28：巴西汇率贬值与美元流出有较高相关性



数据来源：Wind，西南证券整理

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



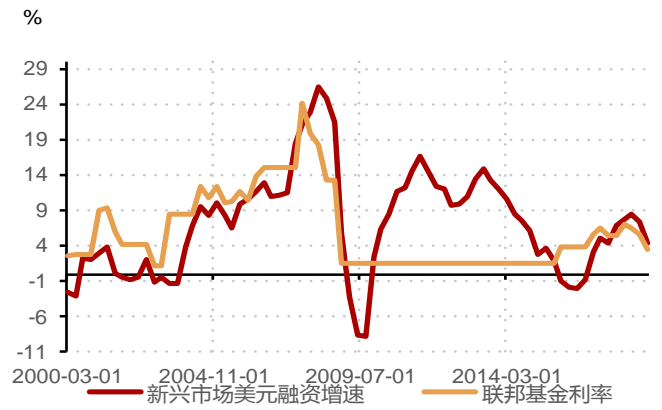
数据来源：BIS，Wind，西南证券整理

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

有观点认为，金融危机以来美联储采取货币政策刺激，通过 3 轮 QE 大幅扩充资产负债表，是造成危机后美元大幅流入新兴市场的主要原因，但是这与实际情况并不完全相符。在金融危机之前的 2000-2007 年，流入新兴市场的美元大幅增加，而当时联储是处于货币紧缩时期，联邦基金利率稳步攀升至较高水平。2009 年新兴市场美元大幅流入，但很大程度上反应了危机期间资本流入大幅萎缩后的反弹。尽管联储降息并在 2008 年 11 月开始 QE 也起到了一定的作用。

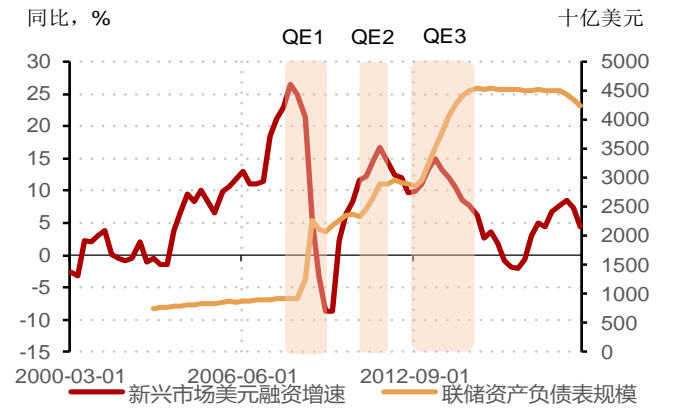
2011至2012年期间,美元流入增速与联储资产负债表变化基本同步。但2013年至2016年6月,流入新兴市场的美元增速下行,联储则是继续扩表实行第三轮QE。2016下半年至2017年,联储稳步退出宽松,联邦基金利率上行,而流入新兴市场的美元却再次增加。

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



数据来源: BIS, Wind, 西南证券整理

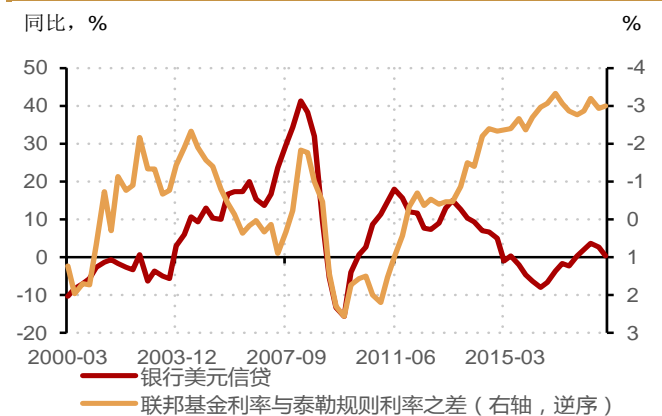
图 31: 新兴市场美元流入增速与联储 QE 的关系并非一一对应



数据来源: BIS, Wind, 西南证券整理

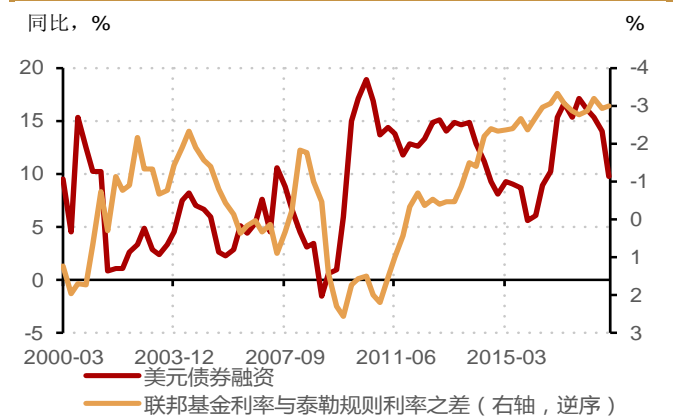
那么应该如何理解联储货币政策对美元流入新兴市场的影响? 可以分两个阶段来理解,在金融危机之前,联储的货币政策框架遵循泰勒规则,因此可以用联邦基金利率与泰勒规则利率之差来表示货币政策的松紧。可以看出,金融危机前,甚至直到危机后的2013年6月,该政策利率差对新兴市场跨境美元信贷均具有一定的指示作用。当利差变小甚至转负时,意味着货币政策转向宽松,新兴市场的银行美元信贷增速也在上行。但从2013年下半年开始,二者的关系出现背离。政策利率差对新兴市场跨境美元债券融资的指示意义很弱,政策利差与跨境美元债券融资没有明显相关性。

图 32: 2013年6月之前政策利差与新兴市场美元信贷相关



数据来源: Bloomberg, BIS, 西南证券整理

图 33: 政策利差与新兴市场美元债券融资相关性很弱



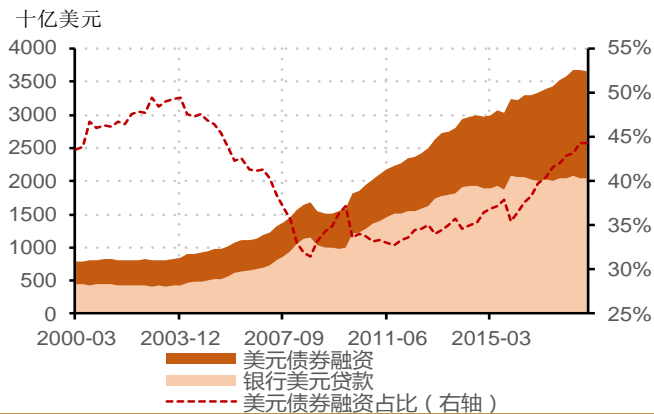
数据来源: Bloomberg, BIS, 西南证券整理

金融危机后,联储货币政策操作框架不再锚定泰勒规则,在利率接近零下限时,联储实行了非常规宽松货币政策QE。危机后可以用实际国债收益率作为观察联储货币政策的指标。可以看出,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,从而促进境外美元债券融资。

联储非常规货币政策有助于将境外美元融资的主导方式由银行信贷转向美元债券。这与

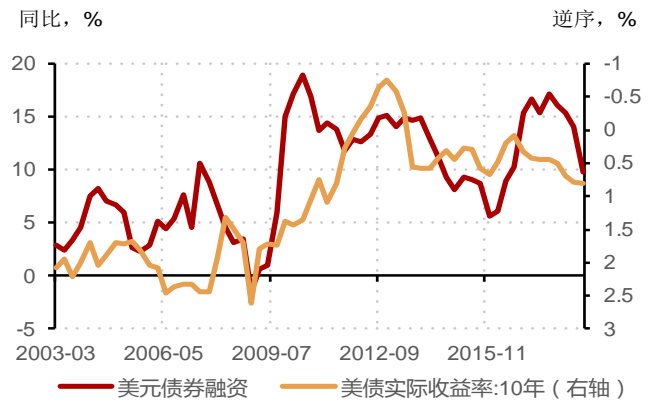
危机后新兴市场美元债券增速超过银行美元信贷增速相吻合。2009年至2017年，新兴市场债券融资增速年均复合增速为14.5%，高于银行美元信贷年均8.7%的复合增速。美元债券融资在新兴市场美元融资总量中的占比由2009年的34%提升至2018年第三季度的44%。

图 34：新兴市场美元债务结构--按融资工具分类



数据来源：Bloomberg, BIS, 西南证券整理

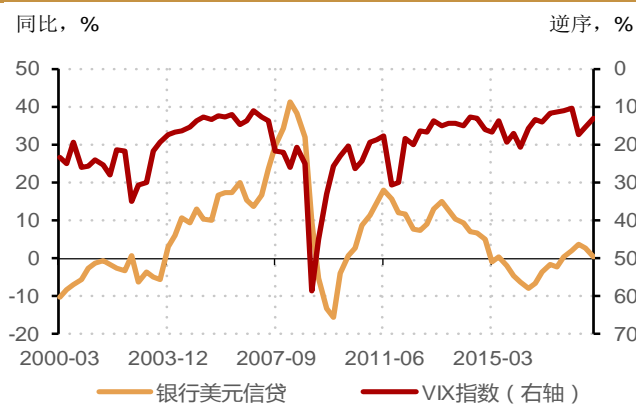
图 35：新兴市场美元债券融资与美债实际收益率负相关



数据来源：Bloomberg, BIS, 西南证券整理

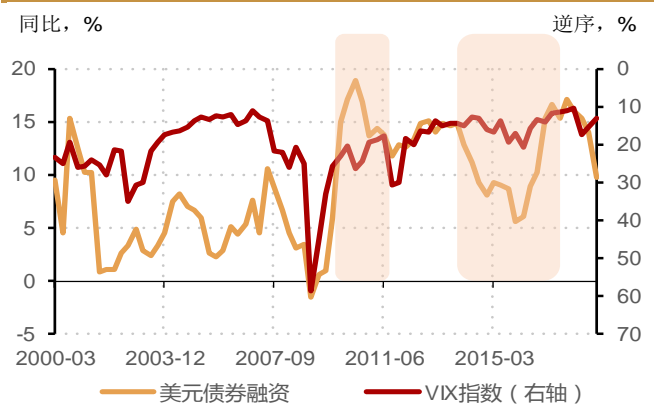
风险偏好也是短期扰动新兴市场美元流动性的一大因素。2000年至2013年9月，新兴市场美元信贷与市场的风险偏好存在负相关性。之后，在VIX指数波动性较低时，二者的相关性减弱。新兴市场美元债券融资与市场的风险偏好大致负相关性，并且对风险偏好的变化较敏感。金融市场的风险偏好变化，向债券融资传导会更加顺畅，而向银行信贷传导则存在时滞。与银行行为相比，波动率指数与债券投资者的行为关联更密切。

图 36：2013年后新兴市场银行美元信贷对VIX指数不敏感



数据来源：BIS, Wind, 西南证券整理

图 37：新兴市场美元债券融资与VIX指数存在负相关关系



数据来源：BIS, Wind, 西南证券整理

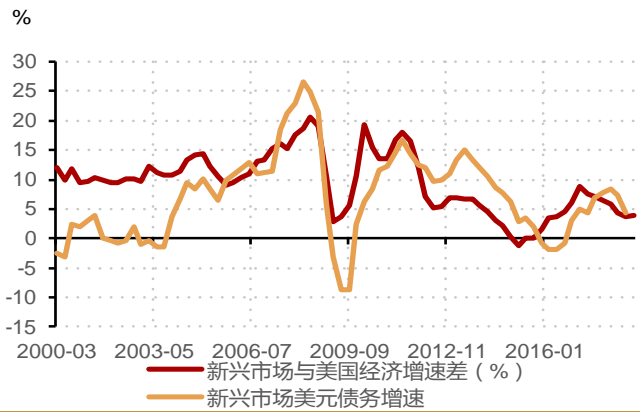
4.3 美元流入新兴市场的中长期驱动：经济增速差与大宗商品价格

联储货币政策和风险偏好是扰动短期新兴市场美元流动性的主要因素。而中长期的影响因素主要有两点，一个是新兴市场经济增速与美国经济增速之差，另外一个是大宗商品价格。

经济增速差对新兴市场跨境美元融资的影响，主要通过利率渠道。从实际经验来看，新兴市场非银部门美元融资增速与新兴市场同美国的经济增速差高度正相关。经济增速差异最终会反应到货币政策的差异上。如果美国经济相对新兴市场走强，对应的美国政策利率也将

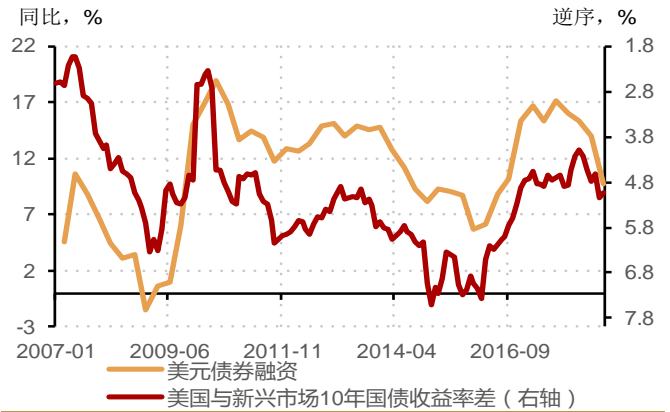
走高，短端政策利率差扩大，这提高了美元贷款的融资成本，从而减少新兴市场美元信贷。另外，经济增速差也会反应到长端利率差上，进而影响新兴市场的美元债券融资。美国与新兴市场长端利率差同新兴市场美元债券融资增速高度正相关。

图 38：新兴市场美元融资增速与经济增速差较一致



数据来源：BIS, Wind, 西南证券整理

图 39：长端利率差影响新兴市场美元债券融资

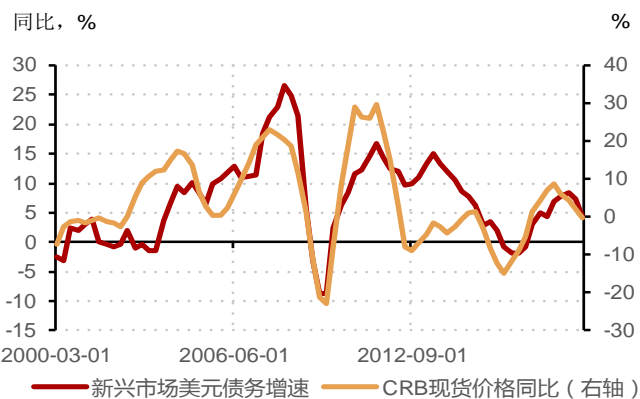


数据来源：BIS, Wind, 西南证券整理

另外一个重要的中长期影响因素是大宗商品价格。新兴市场美元流入与大宗商品价格涨跌具有很高的一致性。新兴市场国家，比如巴西、俄罗斯是典型的大宗出口国，其国内财政状况非常依赖大宗商品价格。当大宗商品价格回落时，这些国家财政状况会变差，主权信用风险边际上升，美元将流出。另外，新兴市场国家的大宗商品储备和收入是银行和债券投资者借款的重要依据，抵押物价格下跌也将导致新兴市场美元流入放缓。

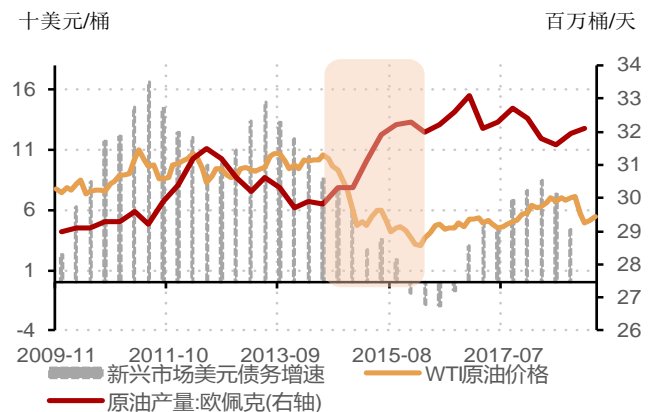
大宗商品价格与新兴市场美元流动性会形成负反馈。以原油为例，原油价格下跌降低了原油生产企业的现金流，增加了其无法偿付美元债务利息的风险，美元流入将减缓。而为了维持利息支付和美元流出，即使原油价格下跌，杠杆产油国也倾向于维持、甚至提高产出水平。此外，为了对冲油价的进一步下跌导致国家陷入困境，高杠杆产油国也会在衍生品市场上买入看跌期权。如果美元流出带来的金融条件趋紧使得原油产出保持高水平并且导致对未来产出对冲增加，则可能放大油价的跌幅。以 2014 年至 2016 年 2 月为例，该段时间内美元流入新兴市场国家增速大幅放缓，由 8.5% 滑落至 -1.9%。WTI 现货价格由 105 美元/桶，大幅回落至 31 美元/桶。原油产量不但没有减少，反而从 2014 年 6 月 2980 万桶/天的低点，迅速攀升 2016 年 2 月的 3230 万桶/天。

图 40：新兴市场美元融资增速与大宗商品价格较一致



数据来源：BIS, Wind, 西南证券整理

图 41：油价下跌与美元流出新兴市场存在负反馈



数据来源：BIS, Wind, 西南证券整理

5 总结

本文试图从三个维度建立分析全球流动性的框架，并重点分析了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，大宗价格下跌将导致新兴市场美元流入放缓。

6 参考文献

【1】BIS Quarterly Review, 23 September 2018, by Iñaki Aldasoro and Torsten Ehlers, 《Global liquidity: changing instrument and currency patterns》

【2】BIS Working Papers, June 2017, by Stefan Avdjiev, Leonardo Gambacorta, Linda Goldberg and Stefano Schiaffi, 《The shifting drivers of global liquidity》

【3】Speech by Mr Hyun Song Shin, Economic Adviser and Head of Research of the BIS, at the IMF-IBRN Joint Conference "Transmission of macroprudential and monetary policies across borders", Washington DC, 19 April 2017. 《Accounting for global liquidity: reloading the matrix》

【4】Lecture by Mr Jaime Caruana, General Manager of the BIS, at the London School of Economics and Political Science, London, 5 February 2016. 《Credit, commodities and currencies》

【5】BIS Quarterly Review, 06 December 2015, by Robert N McCauley, Patrick McGuire and Vladyslav Sushko. 《Dollar credit to emerging market economies》

【6】BIS Working Papers, 16 January 2015, by Robert N McCauley, Patrick McGuire and Vladyslav Sushko. 《Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage》

【7】BIS speech, 05 March 2014, by Jaime Caruana. 《Global liquidity: where it stands, and why it matters》

【8】BIS Quarterly Review, 12 December 2011, by Dietrich Domanski, Ingo Fender and Patrick McGuire. 《Assessing global liquidity》

【9】Jerome H. Powell, 《Monetary Policy Influences on Global Financial Conditions and International Capital Flows》

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn