全球流动性危机专题：中国防御能力如何？

作者：张威 周韫丽

电话：010-58352867

邮箱：zhangwei1@xinhua.org

编辑：张　骐

审核：杜少军

官方网站：cnfic.com.cn

客服热线：400-6123115

进入3月份，海外金融市场动荡加剧，引发美元流动性危机。值得注意的是，美元流动性危机存在通过资本流动、情绪传染及跨国机构等向国内传导的渠道。

通过观察近期国内跨境资金流动和金融市场表现，可以发现，目前我国受到全球流动性危机的影响较小。我国金融市场在国际金融市场动荡中表现出高度的稳定性，波动幅度很小。我国资产的抗跌表现，得益于我国具有强大的外部金融风险防御能力。以下五个因素形成外部防御能力的基础：一是外汇储备仍然充足，构成坚固“防火墙”；二是外债规模和结构合理，受美元流动性冲击可控；三是国内金融市场处在估值低位，大幅下跌的风险偏低；四是金融供给侧改革取得成效，金融体系稳健性大为增强；五是潜在政策空间更大，防风险能力更强。

目录

一、全球流动性危机向国内传导路径.....3
二、国际金融市场动荡向国内实际传导有限.....4
三、五大因素支撑起中国外部防御能力.....6

图表目录

图表 1：沪深股通资金转为净流出.....4
图表 2：沪深股通净流出超过去年二季度.....4
图表 3：全球主要货币波动幅度对比.....5
图表 4：全球主要股指跌幅对比.....5
图表 5：美国高收益企业债利率飙升.....6
图表 6：我国外汇储备规模稳定且充足.....7
图表 7：我国外债规模增长趋势.....8
图表 8：我国外债的币种结构.....8
图表 9：上证综指估值处在历史低位.....8
图表 10：全球主要市场估值水平（3 月 20 日）.....8
图表 11：中国货币政策仍处在正常状态.....9

全球流动性危机专题：中国防御能力如何？

进入3月份，海外金融市场动荡加剧，引发美元流动性危机。值得注意的是，美元流动性危机存在通过资本流动、情绪传染及跨国机构等向国内传导的渠道。通过观察近期国内跨境资金流动和金融市场表现，可以发现目前我国受到全球流动性危机的影响较小。我国金融市场在国际金融市场动荡中表现出高度的稳定性，波动幅度很小。我国资产的抗跌表现，得益于我国具有强大的外部金融风险防御能力。防御力主要体现在五个方面：一是外汇储备仍然充足，构成坚固“防火墙”；二是外债规模和结构合理，受美元流动性冲击可控；三是国内金融市场处在估值低位，大幅下跌的风险偏低；四是金融供给侧改革取得成效，金融体系稳健性大为增强；五是潜在政策空间更大，防风险能力更强。

一、全球流动性危机向国内传导路径

3月份全球流动性危机已经出现。3月9日之后，几乎所有金融资产均被抛售，美股等风险资产熔断暴跌，美债、黄金等传统避险资产“失效”，美元现金成为唯一安全资产而受到追捧，这是全球流动性危机的典型表现。3月9日-20日美元指数从94.63强势上涨至103.01，逼近此轮美元升值周期的最高水平。此外,欧洲美元利率大幅飙升，3月9日-24日3个月LIBOR从0.77%上升至1.23%，TED利差从44个bp扩大至122个bp，创2008年金融危机之后的最高水平。

若全球流动性危机持续，最终将导致建立在美元基础上的全球金融体系运转失灵，引发系统性金融危机。虽然最近几天在政策干预下，美元流动性紧张有所缓解，但未来仍需要警惕欧美爆发金融危机的风险。此外，美元流动性危机向外传导，冲击新兴市场国家，可能引发次生危机。对我国而言，全球流动性危机向国内传导的风险也需要防范。

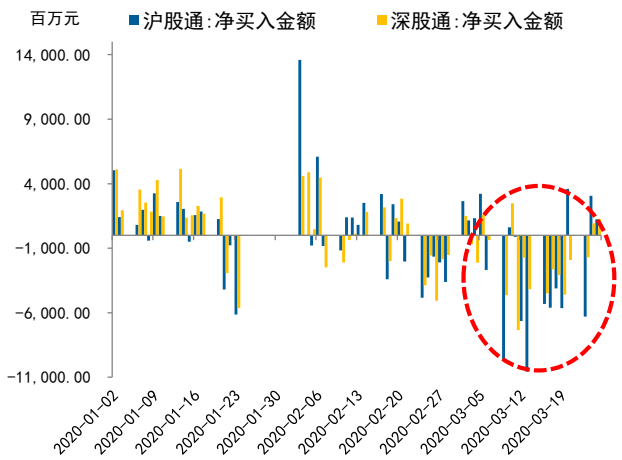
一般来讲，美元流动性紧张主要通过国际资本流动、情绪传染，以及跨国机构（跨境活动的企业和金融机构）等三个渠道进行传导。长期以来，美元在全球范围内流通，形成广泛的跨国资本输出。美元流动性紧张势必导致国际资金抛售海外资产，这会对其他国家尤其是新兴市场的跨境资金流动带来影响。资本外流给新兴市场带来金融市场动荡、汇率贬值、国际收支恶化等一系列风险。此外，全球金融市场联动日益增强，恐慌情绪一旦出现极易快速蔓延。3月份欧美金融市场遭遇极端动荡，美股多次下跌熔断，VIX标普500波动率指数飙升至82.69，意味着恐慌程度超过2008年金融危机时期。最后，美元流动性紧张可能引发跨国企业和国际金融机构资产负债表恶化，甚至违约破产风险上升，从实体层面传导至非美国家的经济金融系统。

二、国际金融市场动荡向国内实际传导有限

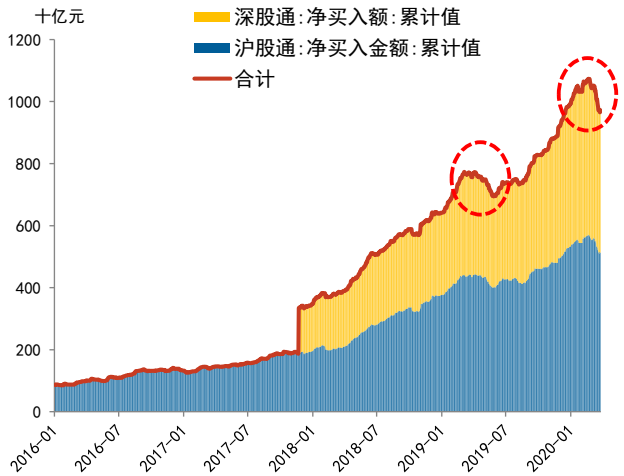
通过观察近期全球流动性危机在各个传导路径上对我国的影响，可以发现目前我国受到的影响较小。从实际情况来看，国际金融市场动荡期间，我国金融市场经受住了考验，表现出了高度的稳定性。

首先，我国跨境资金流动保持基本稳定，3月份压力有所增加。我国仍然采取资本管制措施，但资本外流压力难以避免，最新公布的2月份外汇储备和外汇占款数据均有小幅减少，不过银行结售汇顺差为142亿美元，整体来看，外汇供求基本平衡，跨境资金流动总体平稳。需注意的是，从沪深股通高频买卖数据来看，进入3月份外资卖出境内股票的规模较2月下旬明显增加。截至25日，3月份沪深股通累计净卖出超过700亿元，与2019年4、5月份的规模相当。这意味着3月份我国面临的资本流出压力有所增加。

图表 1：沪深股通资金转为净流出



图表 2：沪深股通净流出超过去年二季度

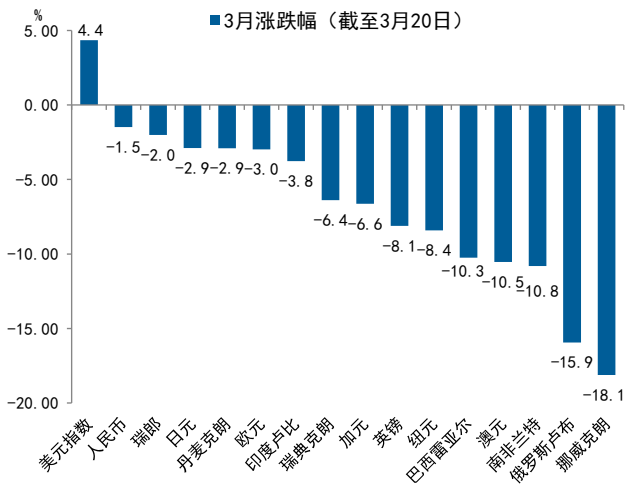


来源：新华财经

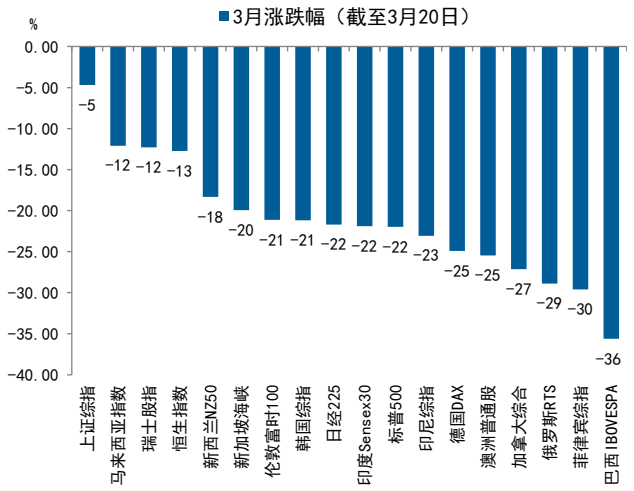
其次，人民币汇率跌幅很小，成为最强势非美货币。美元快速走强令其他货币贬值，在此过程中经常项逆差严重、外债规模大且外汇储备薄弱的国家受到的冲击较大，可能引发部分国家尤其是新兴市场货币贬值危机。3月份以来的外汇市场，美元一枝独秀，截至20日美元指数升值4.4%，非美货币开启贬值潮，特别是新兴市场货币和商品货币跌幅巨大，巴西雷亚尔、澳元、南非兰特、俄罗斯卢布、挪威克朗兑美元贬值10%以上。对我国而言，人民币汇率也承压下行，再次破“7”，但同期仅贬值1.5%，远小于新兴市场货币贬值幅度，也明显强于欧元、日元、英镑等发达经济体货币。

再次，国内金融市场高度稳定，与海外相比波动幅度极低。海外金融市场动荡之下，悲观情绪也传导至国内金融市场，3月份上证综指跌回2700点以下，截至3月20日下跌4.7%。不过与海外市场相比，A股高度稳定，表现出了很强的抗跌性，同期主要经济体股指跌幅多在20%以上，部分市场跌幅超过30%。

图表 3：全球主要货币波动幅度对比



图表 4：全球主要股指跌幅对比



来源：新华财经

最后，中资美元债市场面临较大冲击，风险需要关注。美元流动性危机最早爆发在企业债市场，高收益企业债的反应最明显。2月下旬以来，美国高收益企业债利率和利差持续飙升，收益率从5.03%上升至11%以上，利差也从3.62%升至10%以上，创2008年金融危机以来的新高。相比股市和汇率，中资美元债市场受到的冲击较大。2月下旬以来中资美元债利率和利差出现大幅上升，部分中资美元债收益率达到两位数以上。若流动性危机持续，中资美元债市场将面临信用风险上升、融资困难等问题。近年我国中资美元债发行规模较大，2019年发行2318亿美元，存量规模达到8000亿美元以上，其中以地产、银行行业占比最大，相关风险值得关注。

图表 5：美国高收益企业债利率飙升

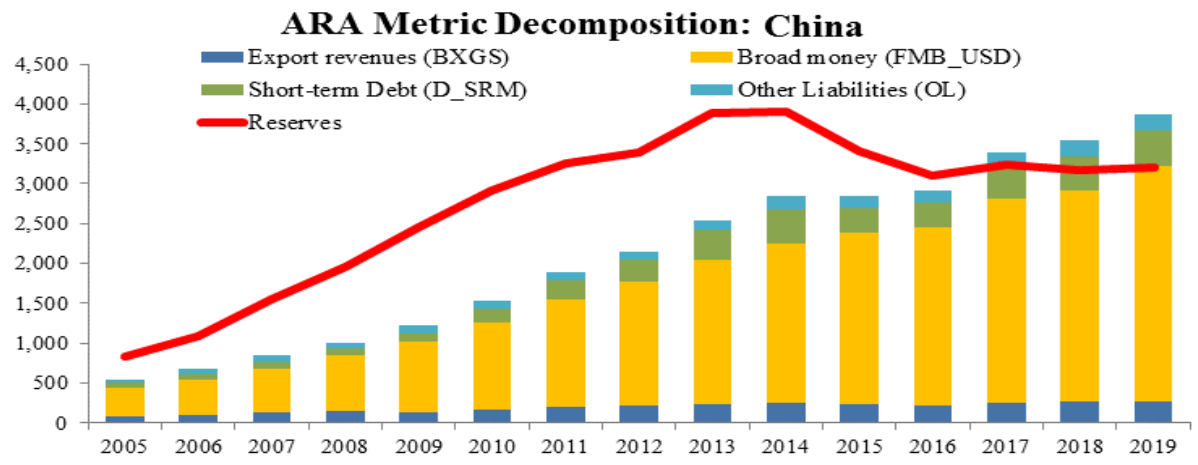
来源：新华财经

三、五大因素支撑起中国外部防御能力

面对全球流动性危机，中国的防御力足够强大，我们认为主要体现在以下五个方面。

一是，外汇储备仍然充足，构成坚固“防火墙”。截至2020年2月末，我国外汇储备规模为31067亿美元，总体保持稳定。从绝对水平来看，我国外汇储备规模世界排名第一，占全球外汇储备规模的27%左右。从相对水平来看，我国外汇储备为GDP的22%、广义货币供给的11%、短期外债规模的2.6倍、单月进口金额的18倍，均处在安全范围之内。从IMF的测算指标来看，2019年我国外汇储备处在大体充足的水平。

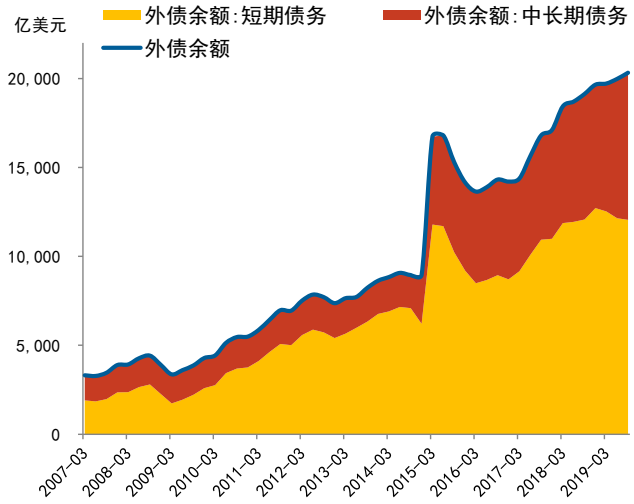
图表 6：我国外汇储备规模稳定且充足



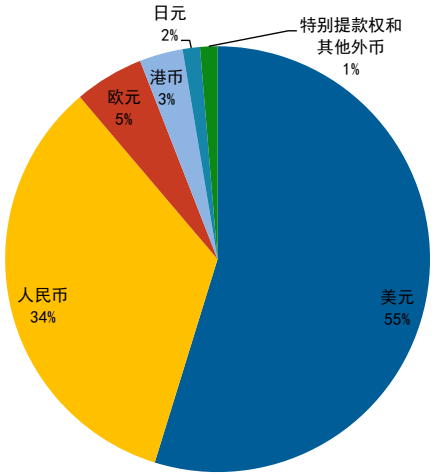
来源：IMF，新华财经

二是，外债规模和结构合理，受美元流动性冲击可控。截至2019年9月末，中国全口径(含本外币)外债余额为20325亿美元，其中短期外债12055亿美元，占比59%，中长期外债8270亿美元，占比41%。2018年末中国外债负债率为14%(外债余额与国内生产总值之比，国际公认安全线为20%)、债务率为74%(外债余额与贸易出口收入之比，国际公认安全线为100%)、偿债率为5.5%(外债还本付息额与贸易出口收入之比，国际公认安全线为20%)、短期外债与外汇储备的比例为41%(国际公认安全线为100%)。美元流动性危机最容易导致美元标价的短期外债遭遇偿还压力，根据对我国外债的分析，可知冲击可控。不过，需要关注我国外债较快的增长态势可能弱化相关偿付指标。

图表 7：我国外债规模增长趋势



图表 8：我国外债的币种结构

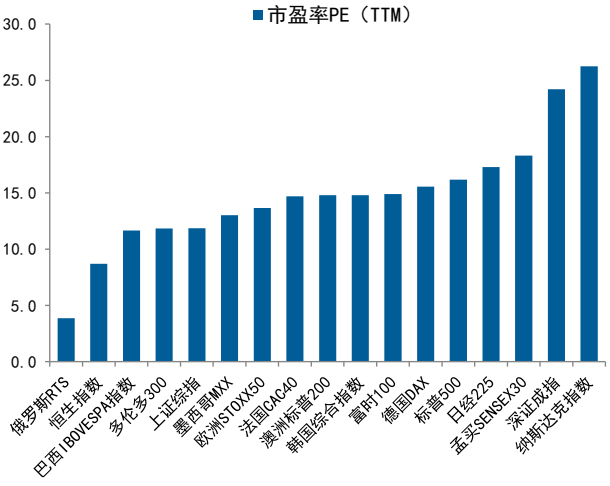


来源：新华财经

三是，国内金融市场处在估值低位，大幅下跌的风险偏低。当前我国股票市场处在历史低位，无论指数还是估值水平均远低于2008年金融危机前夕。2007年10月份，上证综指市盈率高达50多倍，市净率达到7倍，而2020年3月20日这两项估值指标分别为11.85倍、1.26倍。极低的估值水平，使中国资本市场具有较强的抗跌性。从国际横向比较来看，上证综指估值水平也处在低位。

图表 9：上证综指估值处在历史低位

图表 10：全球主要市场估值水平（3 月 20 日）



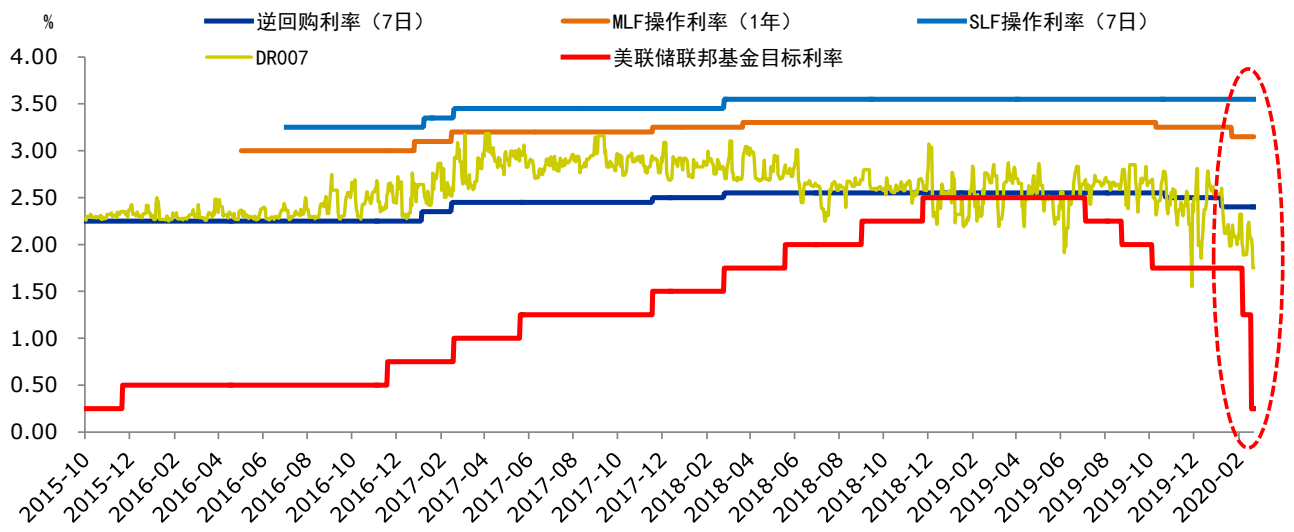
来源：新华财经

四是，金融供给侧改革取得成效，金融体系稳健性大为增强。随着“三去一降一补”政策持续推进，以及金融供给侧结构性改革的实施，我国经济金融领域积累的一些问题得到出清，在去杠杆和金融监管加强的时期，金融领域的风险已经以可控的方式得到释放。中国人民银行党委书

记、银保监会主席郭树清2019年5月曾表示，我国“高风险资产两年压缩了12万亿，这方面的风险得到了有效的控制，应该说从过去的发散状态转向了收敛。”中国人民银行副行长陈雨露在3月22日国务院新闻发布会上也表示：“防范化解重大风险攻坚战、供给侧结构性改革在金融领域的推进，以及金融业高水平扩大对外开放的成效，大大增强了中国金融体系的稳健性。”

五是，潜在政策空间更大，防风险能力更强。3月份海外央行掀起宽松浪潮，货币政策在零（或负）利率和大规模量化宽松的困境中越陷越深，而我国货币政策仍然保持在正常水平，未来回旋余地更大，应对风险的能力更强。2月以来，中国人民银行先后宣布调降MLF利率和定向降准措施，并重申实施稳健的货币政策，更加灵活适度，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，不搞“”大水漫灌，兼顾内外平衡，保持流动性合理充裕。上述行动和表态，与海外央行形成鲜明对比。

图表 11：中国货币政策仍处在正常状态



来源：中国人民银行，美联储，新华财经

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。