理解美元流动性危机

作者：周韫丽 张威

电话：010-58352882
邮箱：zhouyunli@xinhua.org

编辑： 张 骐
审核： 杜少军

官方网站：cnfic.com.cn

客服热线：400-6123115

本文从离岸美元市场的角度切入，讨论美元短缺的成因和作用机制，希望对美元流动性危机的理解有所帮助。

通常情况下，跨国银行在他国的分支机构业务面向企业而非居民部门。它们从银行间市场、非银机构或者是央行那里借入外币，或者利用跨币种融资工具将本国存款转为所需货币，为外币资产融资。这导致与非美银行的合并资产负债表相比，其美元融资呈现不稳定的特征。

在离岸美元市场，充当最后贷款人（Lender of Last Resort）角色的并不是美联储而是银行，其中又以大型跨国银行为主，它们的另一重角色是交易商（兼营商业银行和投资银行业务），是离岸美元市场的主要参与者。与传统银行信贷模式不同的是，离岸美元市场的信用派生大多是以影子银行的方式进行的。

如果说2008年的金融危机的引爆资产是次级抵押贷款支持证券Subprime MBS，那么当前对应风险可能是基于企业债务、高风险主权债务的CLOs、CDOs等。我们难以衡量有多少类似资产被除美国以外的跨国银行直接或间接持有，从而不知道流动性紧缩会发展至什么地步，但观察核心市场（美国国债、MBS市场）和一级交易商的流动性状况是个监测流动性紧缩进展的便捷且直观的渠道。

目录

一、银行的跨境业务发展和不稳定的美元融资.....3
二、回购市场中的美元流动性收敛.....6

图表目录

图表 1：银行跨境资产在 2008 年达到峰值.....3
图表 2：2008 年是欧洲银行跨境业务的巅峰.....3
图表 3：跨境业务中，美元的使用率占据绝对优势.....4
图表 4：比起合并资产负债表，非美银行的美元融资因更依赖短期及批发金融而不那么稳定.5
图表 5：两张表的流动性资质也存在差异.....5
图表 6：银行跨境资产的交易对手结构.....6
图表 7：近期 TED 利差大幅走扩.....7
图表 8：贝尔斯登事件后一级交易商国债交易量短暂上升后快速下降.....8
图表 9：同时期一级交易商的国债净头寸爬升.....8
图表 10：一级交易商国债成交量冲顶后下降.....8
图表 11：一级交易商国债净头寸上升.....8

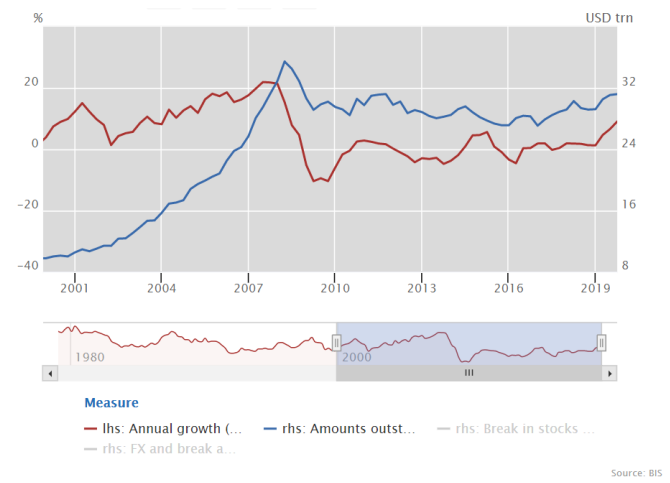
理解美元流动性危机

美元升值、离岸美元利率上浮、美联储频频加码央行货币互换操作，近期由海外资本市场动荡引发美元流动性危机的讨论不绝于耳。本文从离岸美元市场的角度切入，讨论了美元短缺的成因和作用机制，希望对美元流动性危机的理解有所帮助。

一、银行的跨境业务发展和不稳定的美元融资

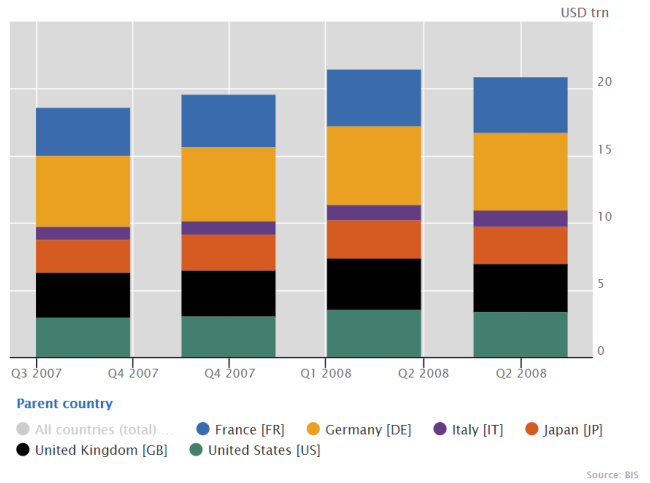
2000年后，银行的全球化业务快速发展，BIS统计的银行跨境资产从2000年末的11万亿美元增长至2008年初的35万亿美元。这其中又以欧洲银行境外资产增长为主，2008年一季度德国、法国、英国和意大利银行对外债权总额达15万亿美元，美国、日本银行则分别为3.6万亿、2.9万亿美元。受2008年全球金融危机冲击，之后的近十年内银行跨境资产基本没有增长，直至2017年才逐渐恢复涨势，但目前仍低于此前峰值。

图表 1：银行跨境资产在 2008 年达到峰值



来源：BIS，新华财经

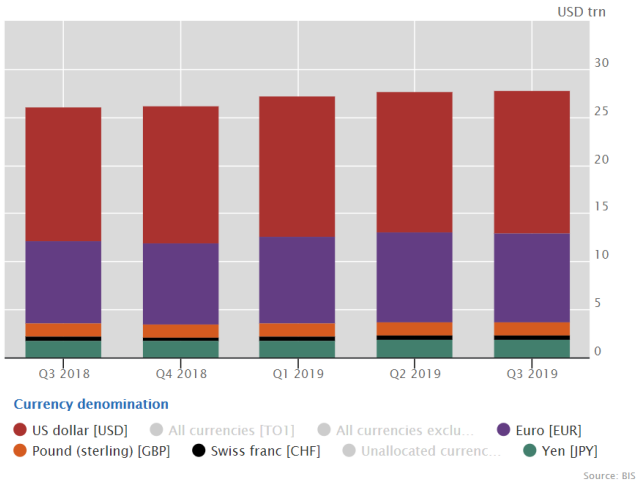
图表 2：2008 年是欧洲银行跨境业务的巅峰



来源：BIS，新华财经

美元是跨境金融里最常使用的货币。2019年三季度以美元计价的银行跨境资产达14.7万亿，以欧元、日元和英镑计价的跨境资产则分别为9.0万亿、1.9万亿和1.4万亿美元。考虑到1999年单一货币市场的建立促进了欧元跨境资产增长，且其中很大一部分为欧元区成员互相持有，从数量对比看美元在银行跨境业务中的占比优势非常明显。事实上据BIS估计，2000年至2007年间，欧洲银行跨境资产增长中的一半以上以美元及其他非欧元货币计价。另一方面，在除美国以外地区发放、以美元计价的银行贷款约7万亿美元，但其主要放贷方不是美国银行，而是欧洲和日本为主的其他地区银行。

图表 3：跨境业务中，美元的使用率占据绝对优势



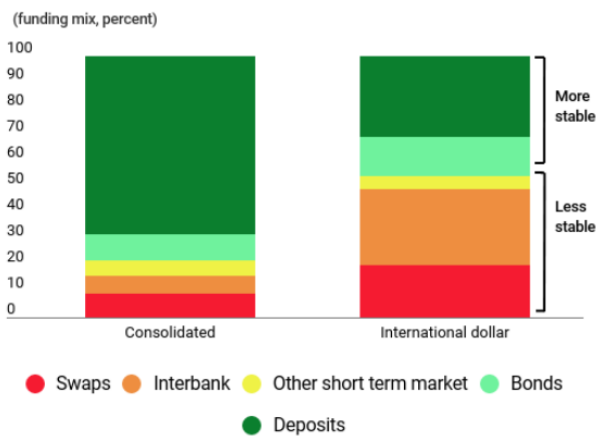
来源：BIS，新华财经

通常情况下，跨国银行在他国的分支机构业务面向企业而非居民部门。以美国为例，大部分其他国家跨国银行在美国分行的存款不被联邦存款保险公司承保，它们可以在美国境内发放以美元计价的贷款，但没有以居民存款为主的稳定美元资金来源。为了获得跨境债权，特别是非本币计价债权，银行需要一些其他的融资手段。**它们可以从银行间市场、非银机构或者是央行那里借入外币，或者利用跨币种融资工具将本国存款转为所需货币，为外币资产融资。**

这导致与非美银行的合并资产负债表相比，其美元融资呈现不稳定的特征。在合并资产负债表的负债端，稳定存款占比可达70%左右，但美元负债中的存款一项大概只占30%，更多的美元融资手段是银行间市场、外汇互换和其他短期工具，其占比超过50%。银行间市场融资期限普遍较短，举例而言，相当一部分的银行间回购以隔夜展期的方式存续；同理跨币种融资，BIS数据显示2007年7天以下期限的外汇互换合同占总交易额的78%，近年来合同平均期限有所延长，至2019年降至66%。

两种资产负债表的流动性素质也存在差异。比较流动性比率（Liquidity Ratio，高质量流动性资产除以预测的压力时期短期资金流出，类似LCR）和稳定融资比率（Stable Funding Ratio，存款、长期证券和掉期融资的和除以贷款），可以发现合并资产负债表质量高于美元资产负债表，虽然后者在过去十年间已经有较大改善。

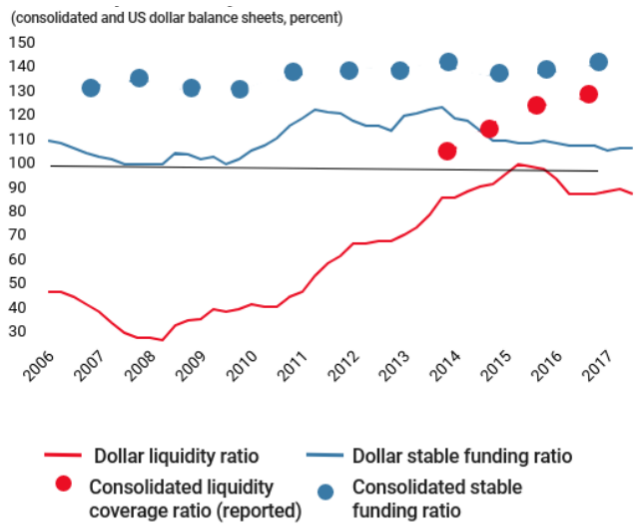
图表 4：比起合并资产负债表，非美银行的美元融资因更依赖短期及批发金融而不那么稳定



Sources: Bank for International Settlements; Bank of Japan; Federal Financial Institutions Examination Council; Bank Financial Statements; S&P Global Market Intelligence; and IMF staff estimates and analysis.

来源：见图中脚注，新华财经

图表 5：两张表的流动性资质也存在差异

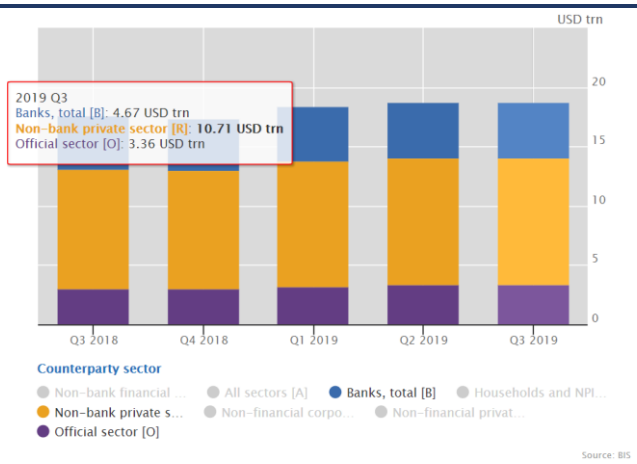


Sources: Bank for International Settlements; Bank of Japan; Federal Financial Institutions Examination Council; Bank Financial Statements; S&P Global Market Intelligence; and IMF staff estimates and analysis.
Note: Liquidity ratio is estimated liquid assets divided by one-month funding outflow under a stress scenario. Stable funding ratio is deposit and bond funding relative to loans outstanding. For more details, refer to GFSR online Annex 1.2.

来源：见图中脚注，新华财经

这主要归咎于跨境资产与负债的期限错配。我们可以通过对交易对手部门的分类大致推测银行资产的期限分布。从资产端看，跨国银行持有的外币资产种类主要涵盖银行间资产和外币投资组合两部分。银行间资产包括银行间贷款和票据等，属于短期资产。对非银部门的索偿权通常是零售或企业贷款，对对冲基金等非银金融机构贷款，以及主权债、机构债、结构性融资产品等证券的集合，属于平均期限较长的资产。根据2019年三季度数据，银行跨境资产中对非银私人部门（包括非银金融机构、非金融企业和居民在内）和公共部门债权占比分别为56.0%（10.9万亿美元）和17.9%（3.4万亿美元），对银行债权仅占24.8%（4.7万亿美元）。对比负债结构可知，这其中可能存在比较严重的“借短贷长”现象。

图表 6：银行跨境资产的交易对手结构



来源：BIS，新华财经

二、回购市场中的美元流动性收敛

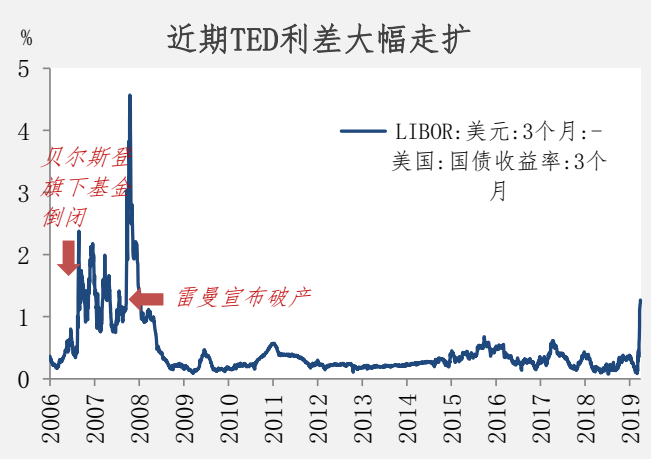
在离岸美元市场，充当最后贷款人（Lender of Last Resort）角色的并不是美联储而是银行，其中又以大型跨国银行为主，它们的另一重角色是交易商（兼营商业银行和投资银行业务），是离岸美元市场的主要参与者。其交易对手从其他交易商、银行到非银金融机构，从政府到企业，涉及主体多样。

与传统银行信贷模式不同的是，离岸美元市场的信用派生大多是以影子银行的方式进行的，这可以从交易商的资产负债结构看出来，即美元负债除了少量存款，更多金融衍生品工具和银行间短期负债。全球风险偏好上升时，低评级主权债、企业债、MBS等都可以视为银行间市场的合格抵押品，但在金融条件收紧时，抵押品之间就会出现明显的等级差异，低评级证券息差走高且折价率（haircut）上升，相反美债（或者与欧元对应的德债）受到追捧。

回购的融资期限通常很短，且以不断展期（rollover）的方式维持，一旦抵押品不被对手承认以致回购终止，回购方就可能面临流动性危机。2008年雷曼曾遭遇资产评级下调，同时过于依赖短期回购融资导致流动性干涸的情况。为了缓解非常时期资金流紧缩，金融危机后交易商选择囤积美国国债作为抵押品安全垫，类似银行准备金之于银行存款的作用。在流动性充裕、全球风险偏好上升（譬如2017年的“全球同步复苏”）时期，交易商出于逐利目的扩表持有高收益风险资产；当流动性转向，低评级的抵押品折价过多或不再被回购市场接受，交易商的最佳选择不是立刻抛售“有毒资产”（因为这会引发价格的快速下跌，从而造成大量资产价值减记），而是用美债填补回购资金缺口，避免流动性短缺的同时等待金融市场波动平复、风险资产价格回暖。这将在短时间内推升美债的需求。

目前美债曲线前端利率已经跌破0%，同时TED利差（3月Libor利率-3月美债利率）升至1.27%。债券利率降至负也许难以理解，但若考虑其作为抵押品换取短期流动资金的价值就说得通。Libor代表欧洲银行无担保下借出资金要求的利率，3个月国库券是最优质抵押品，极低的收益率反映市场的强烈需求，因此两者利差可以说明离岸美元市场抵押品、也是美元流动性的稀缺程度。当前TED利差基本持平于2007年8月贝尔斯登宣布旗下两支投资次级抵押贷款支持证券的基金倒闭时的水平，但当时的危机并没有止步于此，其峰值出现在雷曼兄弟宣布破产之后的2008年10月。

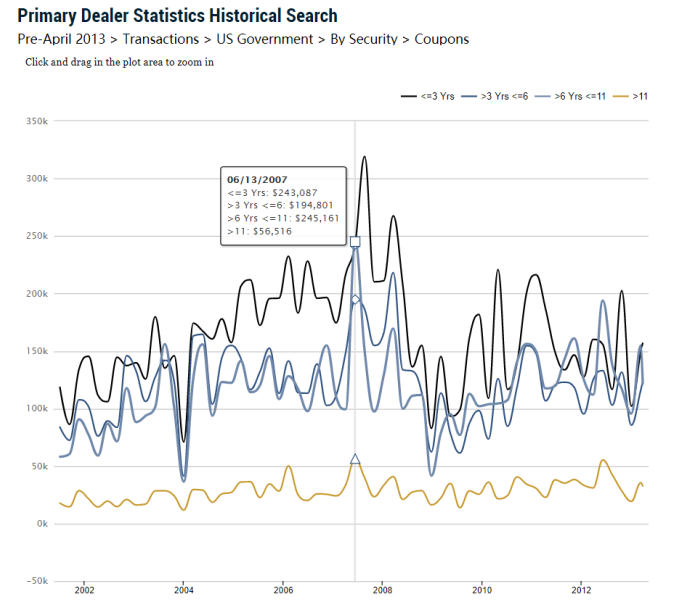
图表 7：近期 TED 利差大幅走扩



来源：新华财经

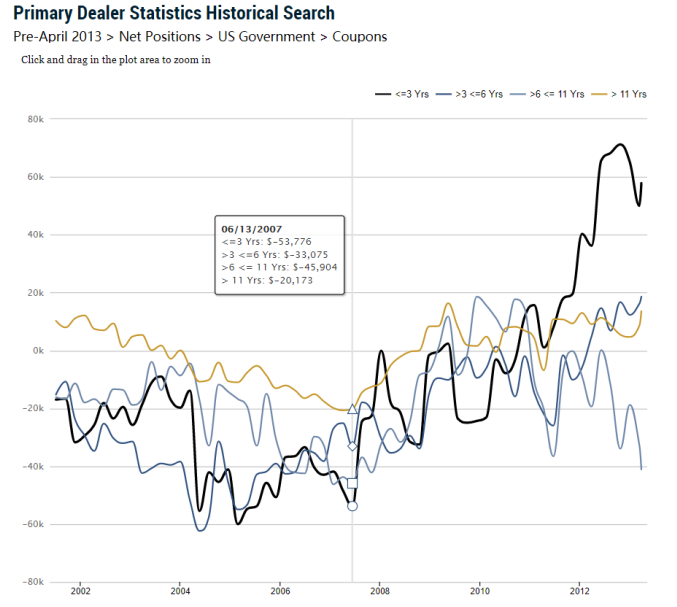
如果说2008年的金融危机的引爆资产是次级抵押贷款支持证券Subprime MBS，那么当前对应风险可能是基于企业债务、高风险主权债务的CLOs、CDOs等。我们难以衡量有多少类似资产被除美国以外的跨国银行直接或间接持有，从而不知道流动性紧缩会发展至什么地步，但观察核心市场（美国国债、MBS市场）和一级交易商的流动性状况是个监测流动性紧缩进展的便捷且直观的渠道。在2007年贝尔斯登事件后，一级交易商美债净头寸上升、交易量短暂冲高后快速下降、美债收益率震荡下行，反映了影子银行体系基于证券化的“借贷”现象——优质抵押品是如此稀缺，以致即便套利空间巨大，交易商们也不愿再出借国债（从国债净头寸为负看，一级交易商自身的问题可能更大，比如美林证券）。流动性恐慌在2008年12月达到了极致，同时四季度美国GDP环比折年率跌至-8.4%，是危机中经济表现最差的时期。

图表 8：贝尔斯登事件后一级交易商国债交易量短暂上升后快速下降



来源：纽约联储，新华财经

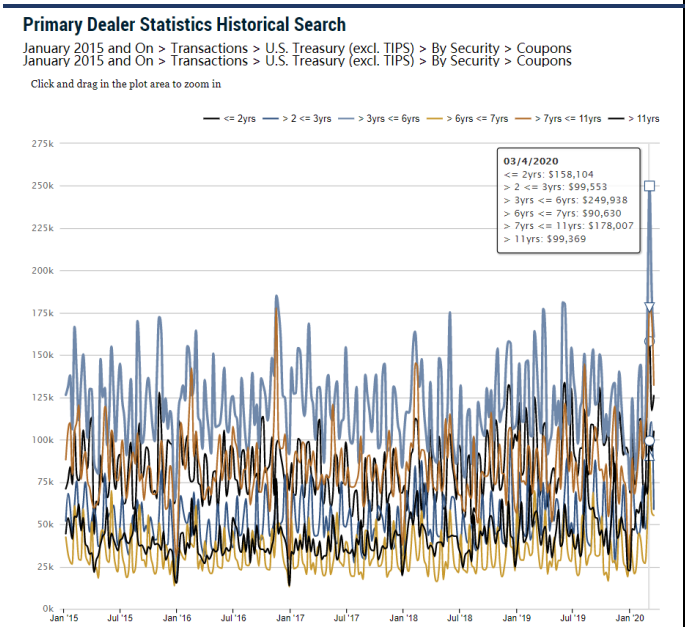
图表 9：同时期一级交易商的国债净头寸爬升



来源：纽约联储，新华财经

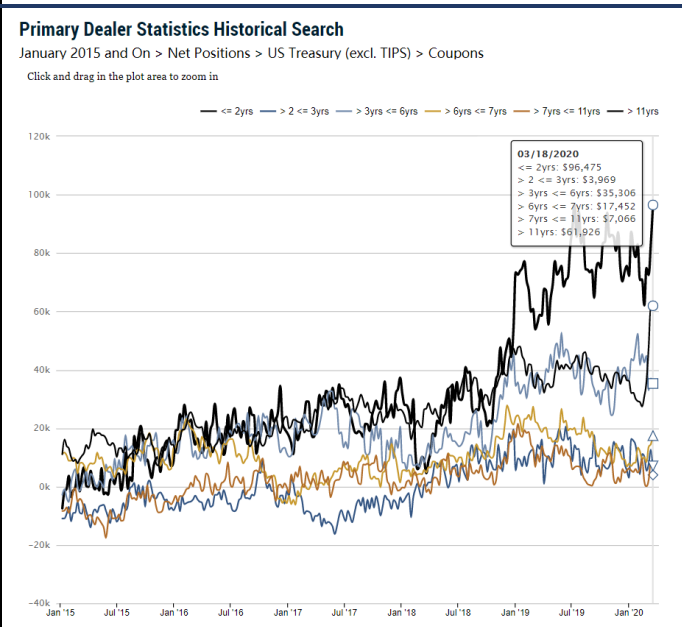
反观当下，值得庆幸的是至少美债市场的流动性还没有那么糟糕，一级交易商的国债缓冲垫也较2007年增厚了非常多。至3月4日前一周的一级交易商的国债成交量触及峰值，之后两周连续下降，但仍属于正常水平。2月19日至3月18日的四周内一级交易商国债净头寸猛增，特别2年期国债，对应期间美债10年-2年期限利差迅速走扩，符合债市针对降息行情的交易模式。

图表 10：一级交易商国债成交量冲顶后下降



来源：纽约联储，新华财经

图表 11：一级交易商国债净头寸上升



来源：纽约联储，新华财经

好的一面是，次贷危机后银行削减了跨国资产头寸，离岸市场影子银行的体量明显收敛，金融监管趋严增强了全球银行资产素质，美联储出手速度也快于2007年。坏的一面是，疫情扩散和油价暴跌对美国实体经济的冲击还没有完全反应在数据上，在未来的几个月内商业活动受限、银行坏账率上升、信贷收紧是大概率事件，二季度美国经济表现可能非常差，且将严重影响经济主体信心，导致资本市场波动进一步加剧。边缘资产折价可能令国债、MBS等核心市场承压，而核心市场一旦失去流动性，整个信贷体系都将瘫痪，拥有美元资产风险敞口的跨境银行也不能幸免。这种最坏的情况的后果是，没有“U”或者“V”形的反弹，供给冲击将完全转变为需求冲击，并对经济产生长久的负面影响，类似2008年以来的最弱复苏。

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。