

BIS季报：全球流动性大势

免责声明：本文仅代表原作者个人观点，不代表智堡立场。

关键点：

- 对非银机构的国际信贷（银行贷款加债券）是衡量全球流动性的一个关键指标，该指标近年来持续增长，从2015Q1占全球GDP的33%增长到2018Q1的38%。
- 国际信贷的构成从银行贷款转向债券，债券在国际信贷总量中的比例从2008Q1的48%上升到2018Q1的57%。
- 全球银行的国际债券持有量从2008年3月底占未偿债券总额的40%降至2018年3月底的27%，这进一步体现了银行在推动国际信贷方面日益减弱的作用。
- 美元作为国际借贷的主要外汇，变得更占主导地位。美国以外的非银部门获得的美元信贷占全球GDP的比例从2007年底的9.5%升至2018年第一季度的14%。
- 新兴市场经济体的美元借款增长尤其强劲，但在不同国家和部门之间，美元敞口存在很大差异。

全球流动性——国际金融市场融资的便利性——仍然是政策辩论的焦点（Cohen et al, 2017; CGFS, 2011; Borio et al, 2011）。在2007-09年大金融危机（GFC）前夕，国际信贷的供给迅速扩大——包括跨境信贷和外币信贷（无论跨境与否）。当危机袭来，国际信贷迅速蒸发，暴露出发达经济体和新兴市场经济体（EMEs）的金融脆弱性。但随着全球主要央行实行高度宽松的货币政策，这一全球流动性的关键指标自2010年以来又开始显著上升，尤其是在新兴市场经济体中。

与大金融危机前相比，2010年以来的国际信贷增长主要是由债券（debt securities）而非银行贷款（bank loans）推动的（Avdjiev et al, 2017; Turner, 2013）。与此同时，自大金融危机以来，美元作为主要货币的地位变得更加凸显（Maggiore et al, 2018）。全球流动性的“第二阶段”意味着，全球融资环境对债券市场的发展更加敏感，且与美国货币政策的联系更加紧密（Shin, 2013）。如果EMEs的借款人严重依赖以美元计价的债券，他们可能尤其容易受到冲击，因为当美国利率上升时，国际债券投资者往往会迅速撤离。但EMEs的美元债务敞口可能不仅在不同国家、而且在不同部门都存在很大差异。在一些新兴市场经济体，私人企业部门一直是美元的主要借款人，而在另一些经济体，主要借款人则是国家主权机构。

本专题以BIS全球流动性指标（BIS global liquidity indicators, GLIs）为基础，记录并分析了国际信贷从国际银行贷款到债券的转变，以及其货币构成。第一部分介绍了全球趋势和最近的发展。第二部分对比了发达经济体和EMEs的发展情况。该报告指出与整个EMEs相比，发达经济体从银行贷款转向债券的趋势更为明显。然而，在具体国家层面，对于发达市场经济体和新兴市场经济体的借款人来说，银行贷款和债券增长是同步的。第三部分重点介绍EMEs的外币借款，强调了各国美元信贷迥异的部门构成（sectoral composition）。

全球流动性的近期趋势

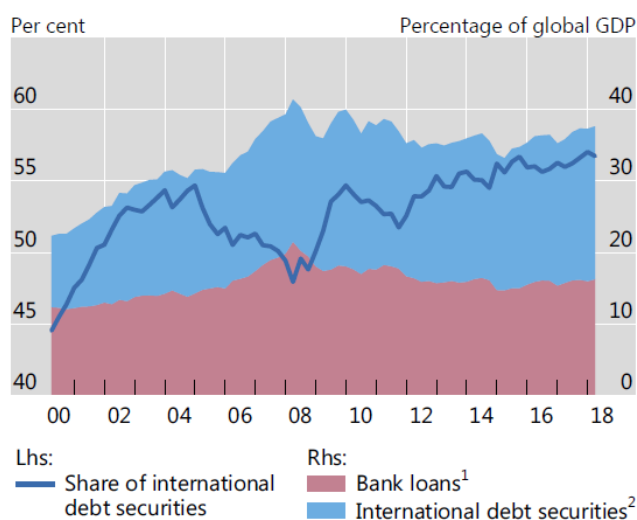
BIS GLIs季度数据抓住了全球融资环境便易性的一个重要方面。它们追踪了国际信贷的行为，而国际信贷是脆弱性累积的一个重要信号（Aldasoro et al, 2018）。GLIs建立在BIS区位银行统计数据，BIS国际债券统计数据以及国家债券统计数据的基础上。该指标主要关注流向非银部门的国际信贷（银行贷款和债券），这是直接影响接受国国内信贷状况和外部脆弱性的重要因素。当然，它可能低估了非银部门国际借款的真实水平，因为它关注的仅仅是银行贷款和债券。特别地，外汇掉期等衍生品，可以大幅增加非银部门的外币债务。

The share of debt securities and the US dollar in international credit has risen

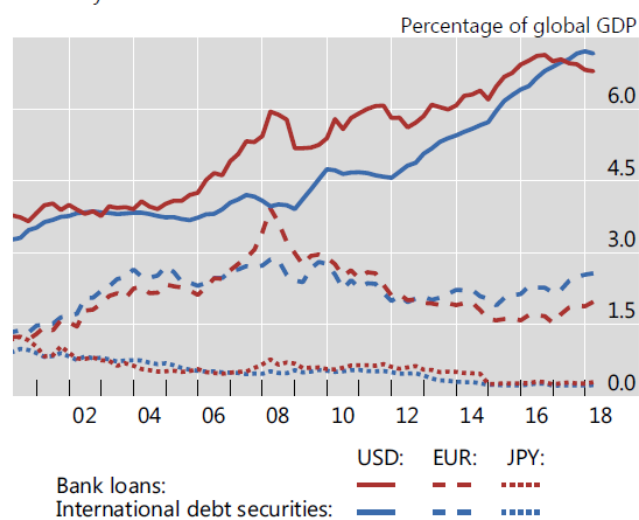
International credit to the non-bank sector, amounts outstanding

Graph 1

International credit to non-banks by instrument



International credit to non-residents by instruments and currency



Further information on the BIS global liquidity indicators is available at www.bis.org/statistics/about_gli_stats.htm.

¹ Cross-border loans and local loans in foreign currency to non-bank borrowers. ² By residence and immediate sector of issuer; all instruments; all maturities; non-bank issuers. International debt securities are debt securities issued by non-banks in a market other than the local market of the country where the borrower resides.

Sources: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; BIS locational banking statistics and global liquidity indicators; BIS calculations; authors' calculations.

全球流动性在大金融危机后的组成变化表现出两个主要特征。首先是国际银行贷款转向债券（图1，左侧面板）。在大金融危机之前，以外币向非银部门提供的跨境和本地信贷大幅上升（占全球GDP的比例衡量）。在临近危机的前几年中，银行贷款的增长尤其迅速。在危机期间，银行贷款则大幅下跌，但此后基本持平。相比之下，自那以来，未偿国际债券的比例从占国际信贷总量的48%稳步上升到2018年第一季度的57%。

第二个决定性特征是对美元信贷使用的上升（McCauley et al, 2015a）。非美国居民发行的以美元计价的债券是这一趋势的主要驱动因素，它在2017年下半年首次超过银行贷款（图1，右侧面板）。美国以外的非银部门获得的美元信贷总量，已从2007年底占全球GDP的9.5%攀升至2018年第一季度的14%。然而，自2016年底以来，美元信贷的增长就一直持平。

从银行贷款转向债券

转向使用国际债券的特点在发达经济体中最为明显（图2，左侧面板）。银行对这类借款人的贷款一直在下降——在欧元区主权债务危机之后，下降速度更快。这在很大程度上是由于欧洲银行为了应对大金融危机和欧元区债务危机而减少了它们的国际贷款敞口，尤其是那些以美元计价发放给美国居民的贷款（McCauley et al, 2017; Borio and Disyatat, 2011）。以欧元计价的跨境银行贷款和欧元区借款人的债券相当稳定，这对发达经济体债务总量的总体趋势影响不大。

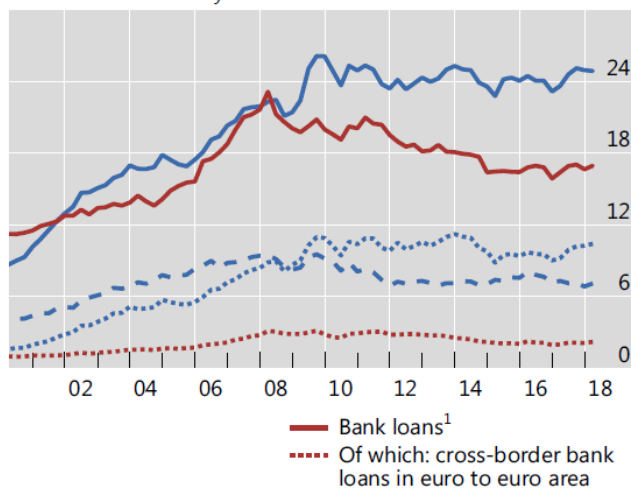
在EMEs中，未偿国际债券占GDP的比例自2010年以来大幅上升，尽管仍低于银行贷款（图2，右侧面板）。与发达经济体不同的是，近年来，新兴市场经济体的银行贷款和债券发行一直在同步增长。体现出EMEs借款人融资条件宽松的一个明显迹象是，次投资级（sub-investment grade）主权机构可以发行以美元计价的债券。

The shift to debt securities has been stronger for advanced economy borrowers

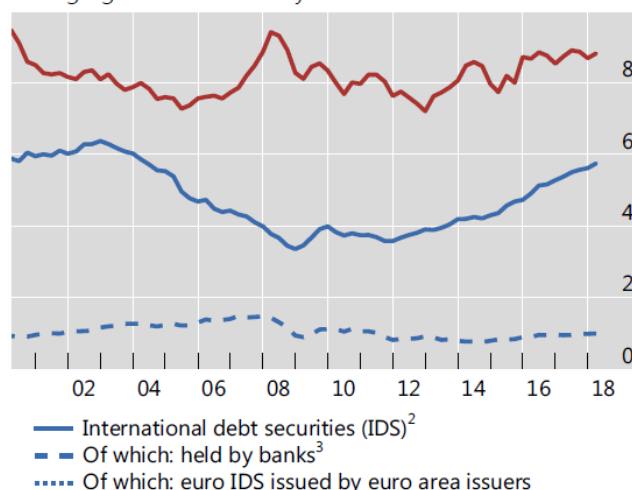
Amounts outstanding, as a percentage of regional GDP

Graph 2

Advanced economy borrowers



Emerging market economy borrowers



¹ Cross-border loans and local loans in foreign currency to non-bank borrowers. ² By residence and immediate sector of issuer; all instruments; all maturities; non-bank issuers. ³ Cross-border debt securities holdings in all currencies and local holdings in foreign currency reported by LBS-reporting banks.

Sources: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; BIS locational banking statistics (LBS); BIS calculations; authors' calculations.

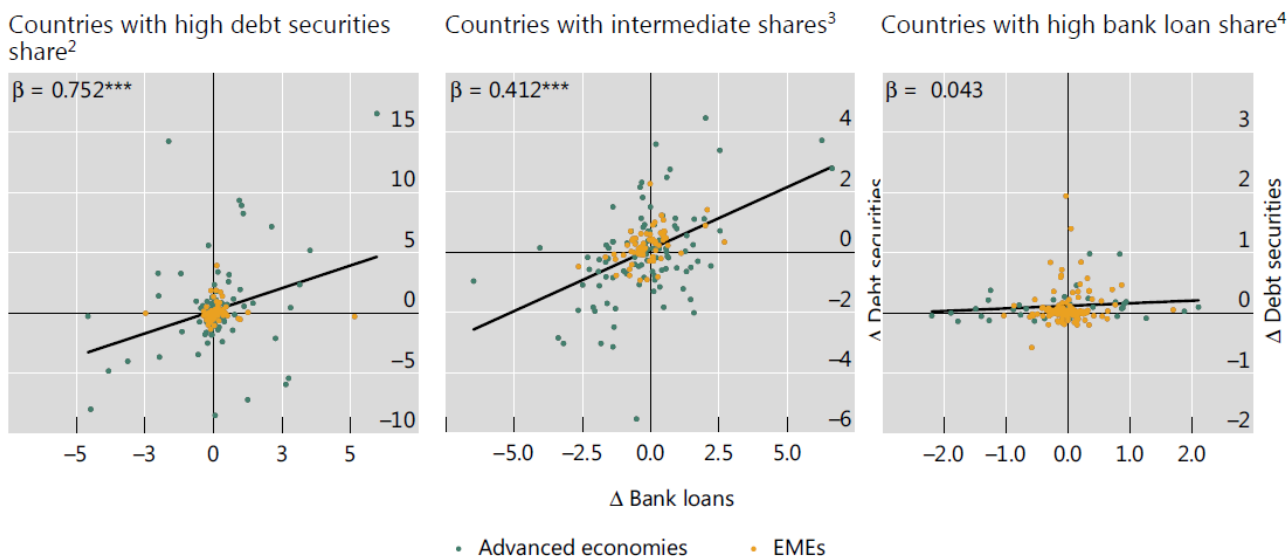
在银行贷款和债券之间进行划分掩盖了一个事实，即大量债券是由银行持有的，因此代表着银行信贷。正如银行贷款一样，全球银行也减少了它们在国际债券上的持有量。特别是在发达经济体，全球银行似乎已经减少了贷款和债券的头寸，这与非银机构在推动全球流动性方面日益上升的作用相一致。在EMEs中，如果将国际债券的强劲增长与平稳的银行债券头寸相对比时（图2，右侧面板，纯蓝色与虚线蓝色），这种趋势就变得尤为明显。尽管在过去10年里下降了13个百分点，但全球银行持有的国际债券在未偿债券总额中仍占据相当大的比例（截至2018年3月底为27%）。

这种在发达和新兴市场经济体层面高度加总的观点，掩盖了国际银行贷款和债券在具体国家层面的互补性。发达经济体借款人银行贷款的下降实际上是由四个国家推动的：法国、德国、英国和美国。然而，在国家层面，对于发达经济体和EMEs借款人来说，平均银行贷款增长与债券增长呈正相关性（图3）。

International bank loans and debt securities are complements¹

Quarterly changes in outstanding international bank loans and debt securities for selected countries

Graph 3



¹ In percentage points of country GDP, from Q1 2010 onwards. The distinction between countries with high debt security shares, intermediate shares and high bank loan shares is based on their average shares during Q1 2000–Q4 2009. β is the estimated slope; */**/** indicate significance at the 10/5/1% level, respectively. ² AR, CA, IT, MY and NL. ³ BE, GB, MX, NO and PL. ⁴ CH, CN, ID, IN and SA.

Sources: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; BIS locational banking statistics; BIS calculations; authors' calculations.

对于银行贷款占比处于历史高位的国家来说，银行贷款与债券发行之间的联系往往最薄弱。在极端的情况下，如果某个国家的借款人无法进入债券市场，或对银行贷款有强烈偏好，那么任何国际借款都将自然通过银行贷款实现。事实上，对于银行贷款占比较高的借款国来说，其国际信贷的变化几乎完全是由银行贷款造成的（图3，右侧面板）。另一方面，对于债券占比处于历史高位的借款国来说，未偿国际银行贷款的变化与债券之间存在着很强的正相关关系（左侧面板）。而拥有中等比例的借款国则显示出互补性，但程度较轻（中间面板）。换句话说，对于那些不严重依赖银行贷款的国家来说，不同的国际信贷工具具有很强的共通性和周期性。

EMEs的外币信贷

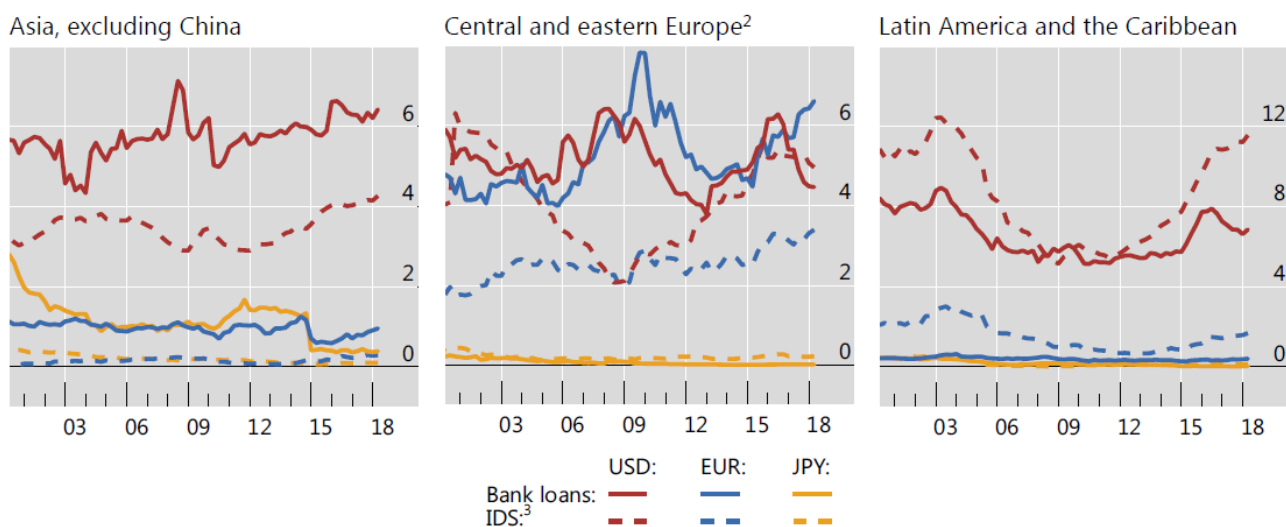
在所有主要的新兴市场地区，以美元计价的信贷增长都超过了以其他外币计价的信贷增长。美元借款的高比重预示着美元持续升值可能带来的风险。美元走强增加了持有多种EMEs资产组合的全球投资者的尾部风险（Avdjiev et al, 2016），这可能导致投资者大幅度减少对EMEs的风险敞口——尤其是美元债券。这种机制可能导致了最近一轮的新兴市场动荡。

然而，在主要新兴市场地区，美元作为融资货币的重要性各不相同。在亚洲，以美元计价的信贷自2010年以来一直呈上升趋势——包括债券和银行贷款（图4，左侧面板）。在中欧和东欧，以欧元计价的信贷传统上扮演着相对更重要的角色。然而，尽管欧元信贷自2015年以来强劲回升，但美元仍在该地区占据主导地位。而在拉丁美洲，美元信贷历来占主导地位，自2010年以来，在债券发行（右侧面板）的推动下，其增长更加强劲。

Foreign currency credit to non-bank borrowers in EMEs

Amounts outstanding,¹ as a percentage of regional GDP

Graph 4



Further information on the BIS global liquidity indicators is available at www.bis.org/statistics/about_gli_stats.htm.

¹ Excludes Russia from reporting countries. ² Excludes euro area countries from counterparty countries. ³ International debt securities (IDS) refer to debt securities by residence and immediate sector of issuer; all instruments; all maturities; non-bank issuers.

Sources: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; BIS locational banking statistics and global liquidity indicators; BIS calculations.

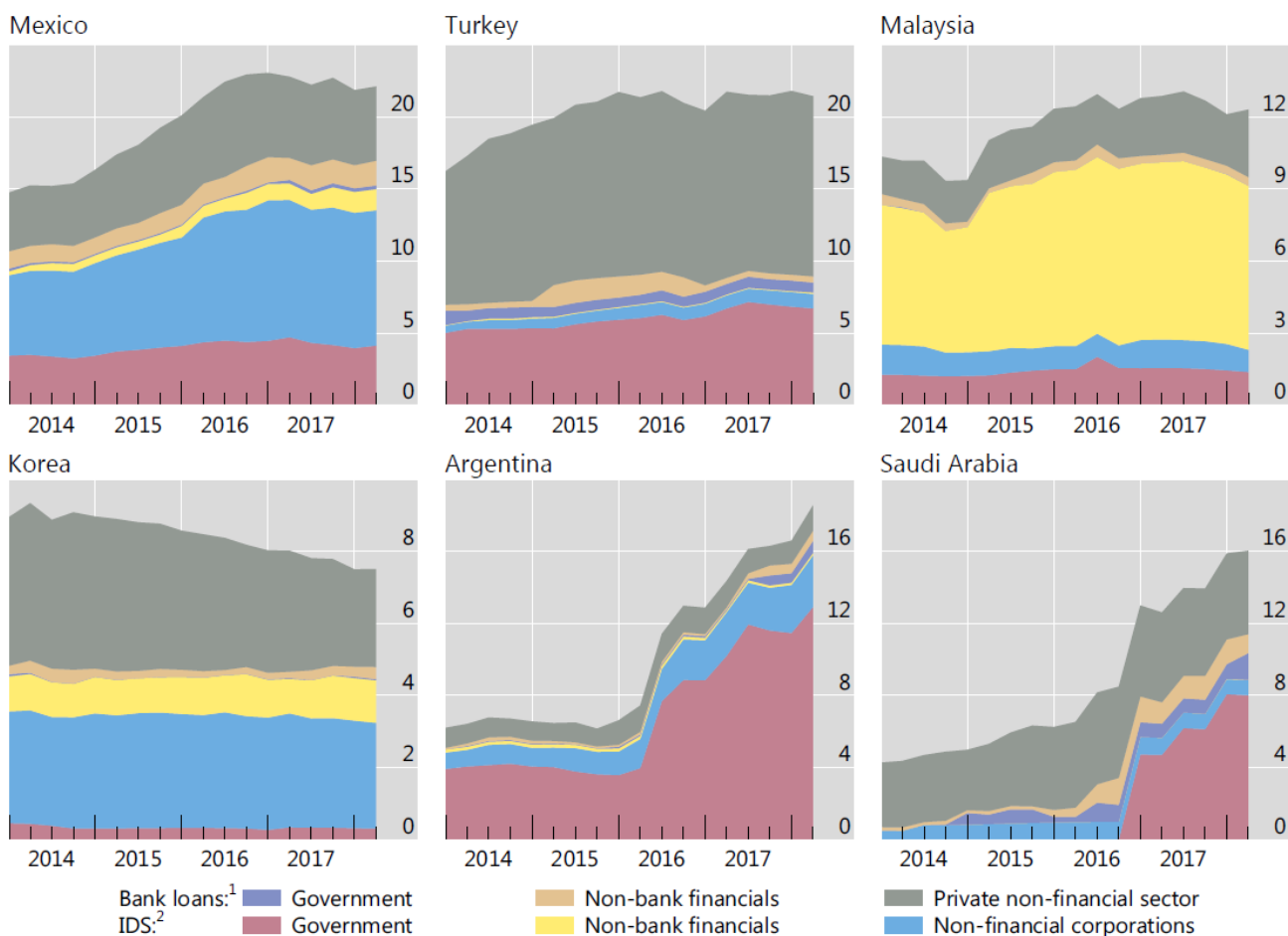
EMEs中美元借款在各部门的增加有所不同 (McCauley et al, 2015b)。在一些主要的EMEs中, 企业借款起了关键作用。在墨西哥, 非金融企业的美元债发行一直是非银国际借贷的主要驱动因素 (图5, 左上角面板, 蓝色区域)。尽管在危机后银行贷款相对下降, 但银行对私人非金融部门的美元贷款在一些国家有所扩大, 包括土耳其 (顶部中间面板)。非银金融企业借入美元的情况总体上不那么普遍, 但在马来西亚 (右上角) 和韩国 (左下角) 扮演着重要角色。然而, 在主要EMEs中, 韩国在持续减少非银美元借款方面一直是独一无二的。

尽管新兴市场的公司一直是美元的重要借款人, 但主权债务发行也发挥了重要作用。阿根廷就是一个很好的例子, 自2016年初以来, 其主权债券的发行大幅增加 (图5, 底部中间面板)。类似的增长也发生在一些石油出口国, 比如沙特阿拉伯 (右下面板; 参见BIS, 2017)。

The sectoral heterogeneity of US dollar borrowing across selected EMEs

Amounts outstanding, as a percentage of GDP

Graph 5



¹ Bank loans refer to cross-border loans as well as locally extended loans. For AR, MY and SA, only cross-border loans are included. Bank loans with an unallocated sector are attributed proportionally to the respective reported sectoral breakdown. ² International debt securities (IDS) refer to debt securities by residence and immediate sector of issuer basis; all instruments; all maturities; non-bank issuers.

Sources: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; BIS locational banking statistics; BIS calculations; authors' calculations.

参考资料:

Iñaki Aldasoro and Torsten Ehlers, "Global liquidity: changing instrument and currency patterns", BIS Quarterly Review, September 2018