

全球跨境资本流动:冲击与挑战

■ 潘凡轲 国际结算银行区域顾问
■ 舒畅 国际结算银行高级顾问

如今,不断扩展的全球金融链接正日益显著地影响政策。新西兰储备银行行长惠勒(Graeme Wheeler)在会议致辞中指出,国际金融危机后亚太地区国家都经历了尤其迅猛的金融资金流动增长。他强调,资本账户开放是强有力的改革措施,因为更大的跨境金融链接可以大幅提高资源配置的效率。与此同时,他也警告跨境资本流动对货币政策和金融稳定提出了挑战。货币政策要面对的是汇率传导渠道上存在的巨大不确定性;而全球金融市场状况可能引致实际有效汇率出现不合理升值,会造成经济体资源配置扭曲,因而抑制长期经济潜力。惠勒还提醒,跨境金融链接也许会对金融稳定产生重要影响,国际投资者的羊群行为往往会导致国际资金流动放大金融冲击。

国际结算银行(BIS)一直以来汇总跨国银行借贷和证券方面的相关数据,近几年更是关注这些领域的研究。博里奥(Borio,2014)指出,跨境金融链接会导致国际金融体系放大金融失衡。在信贷繁荣时期,外部信流的流入会引致经济体摆脱国内信用,从而大大提高爆发金融危机的概率(Borio等人,2011)。与此同时,跨境美元贷款和美元债券增加,反映出美元对亚洲发展中国家的关键作用。美元的主导地位会致使美国的货币政策和杠杆周期传递到其他国家,因而影响到这些国家的金融环境(McCauley等人,2015)。

此外,跨境金融链接产生影响的渠道也在不断演化。例如,在后金融危机时期,出现了融资渠道从国际银行向全球债券市场的转变,或称全球流动性“第二阶段”(Bruno and Shin,2015)。这种趋势助推了许多亚洲国家国内银行信贷的强劲扩张(Shin and Turner,2015)。另外,在追踪企业发行之时,监管者也应考虑离岸与在岸债券发行之间的转移(Mizen等人,2012)。总体来说,来自新兴市场的借款人和贷款人都在全球债券市场中扮演日益重要的角色,将长期利率更加紧密地联系在一起(Turner,2015)。

2014年10月23-24日,由新西兰储备银行(RBNZ)和国际结算银行亚洲及太平洋地区的代表机构共同主办,在惠灵顿召开了有关跨境金融链接的研讨会。本卷收集了会议上发表的论文。此研讨会充分显示了国际结算银行一直以来对这些问题研究的高度重视。

跨境金融链接模式

研讨会两篇论文描述了亚太地区跨境金融链接的模式和驱动力。综合来看,它们试图回答这一系列问题:为什么亚洲受全球金融危机对的影响相对较小?该地区的国际银行



国际结算银行(BIS)一直以来汇总跨国银行借贷和证券方面的相关数据,近几年更是关注这些领域的研究。博里奥(Borio,2014)指出,跨境金融链接会导致国际金融体系放大金融失衡。在信贷繁荣时期,外部信流的流入会引致经济体摆脱国内信用,从而大大提高爆发金融危机的概率(Borio等人,2011)。

业自危机之后有何发展?这个地区的金融系统的抗震性是增强还是减弱了?

克库鲁(Curcucu)、托马斯(Thomas)和沃诺克(Warnock)在探讨跨国投资组合的论文中指出,亚洲新兴国家受全球金融危机冲击相对较小,主要得益于该地区有限的外部联系。作者结合几个数据库资料,把新兴亚洲跨境金融链接的结构与先进经济体做了对比。分析重点聚焦于非流动性调整。这个概念涵盖了资产价格、汇率变动以及其他统计调整产生的影响。亚洲新兴经济体2006-2011年的非流动性调整损失估计约为6000亿美元,相对于GDP规模甚小。如此有限的损失反映出亚洲对外投资相对小的规模,及相对小的收益率。投资上存在的显著本土偏好也表明,评估一个国家的整体投资组合风险时,考虑来自国内投资组合的风险也十分重要。

埃勒斯(Ehlers)和伍德里奇(Wooldridge)在关于外国银行贷款的渠道及其决定因素的论文中主要关注亚太地区的国际银行业务。国际银行业可以包括国际银行分支机构在东道国本地开展的业务,以及在东道国以外进行的跨国的业务。借款国银行业的发展状态和脆弱性将会影响国外贷款的形式:外国银行倾向于给银行系统脆弱或欠发达的经济体进行本地放贷;而在银行系统稳定或发达的经济体,跨境贷款较为常见。

埃勒斯和伍德里奇还关注了亚太地区金融链接的另一个特点:银行活动的区域化。如今,亚太经济体的债权人基础比过去更加多元化。特别是,他们变得愈发依赖区域性银行提供的资金。这种趋势可能会对冲击该地区应对区域外债权人带来的不利冲击。然而,另一种风险又可能加大:该地区的跨境资金主要以美元计价,而这些美元资金可能没有完全

对冲货币风险。

外汇市场和汇率风险

两篇会议论文分析了外汇市场和汇率方面的问题。莱维奇(Levich)和潘(Packer)的研究表明,亚太地区外汇市场的发展较其他地区迅速。国际结算银行2013年发布的外汇及衍生品市场发展三年期调查报告显示,发达国家和亚洲新兴经济体的货币交易量(尤其是人民币),都远高于全球平均水平的快速增长。亚洲区外汇市场所有产品的成交额(如即期和衍生品交易,在岸和离岸市场,等)均迅猛扩张。

CLS银行等多种同步支付(PVP)系统已经显著增强了外汇市场交易的制度保障,尽管这些市场的监管和报告要求相对宽松。另外,最近几年外汇交易中的羊群行为已经不那么明显。区域外汇市场在2013年“缩减恐慌”时期的相对稳健反映了这些发展趋势。在这期间中,亚太地区的货币总体来说遭受的贬值压力比其他地区小,尽管汇率波动也有所增加。跟2008-2009年相比,市场价格跟利率平价没有明显偏差,买卖报价价差也无巨大波动。而且相较于早些时期,套利交易的撤离也相对井然。

莱维奇和帕克提出两项政策建议,以进一步强化亚太地区外汇市场的安全性和应变能力。首先,更多国家应为本国货币采用CLS或其他PVP系统。其次,须完善并定期公布外汇市场交易活动的拥挤度指标(crowdedness metrics),以提示金融市场的脆弱性。

蒙罗(Munro)根据自己的早前研究,在“汇率、预期收益和风险:我们能从亚太货币中学到什么?”(Exchange rates, expected returns and risk: what can we learn from Asi-

a-Pacific currencies?)一文中分析了亚太货币的风险和收益。此论文提出了更精细的方法检验非抛补利率平价(UIP)理论。依照标准方法估算的UIP偏差通常非常显著,可能是因为未能充分考虑到某些风险。特别在考虑债券溢价以后,估算的汇率对预期收益变动的反应就十分接近于理论的预测。

蒙罗的分析有助于深入探讨蒙代尔三元悖论(Mundellian trilemma)。研究结果指出,当把预期和风险纳入分析,评估控制资本利率和汇率之间的平衡是非常困难的。该论文的实证结果也表明,政策制定者并不必定局限于“角点”解决方案:通过汇率管理,亚洲各国进行贸易时可以减小对利率的控制,从而降低汇率波动。

地区金融市场溢出效应

舒、何、王、董的论文侧重于比较美国和中国金融市场在亚太地区产生的影响。关于美国金融市场对全球市场的溢出效应有非常多文献,另外不少研究文章也分析了中国在实体经济中的全球影响。该论文首次尝试系统性研究中国金融市场对亚太地区金融市场的溢出效应,并与美国相应的效应做了对比。实证分析表明,中国的股市和汇市走势在该地区已颇具影响力。在正常的市场条件下,中国股市在该地区的影响接近于美国股市,尽管美国市场在紧张时期仍旧占据主导地位。人民币的走势是区域货币的重要驱动力之一。相比之下,中国债券市场则对该地区其他金融市场没有影响。

资本流动及其有效性之应对政策

在会议最后发表的论文里,布鲁诺(Bruno)、沈(Shim)和申(Shin)评估了亚太地区12个经济体管理资本流动及宏观审慎措施的有效性。此项研究用一个涵盖这些措施数据库的数据进行面板回归分析,并借助控制全局和局部因素隔离出这些政策的影响。他们发现政策的效果好坏参半。针对银行业和债券市场的措施,似乎在全球金融危机之前减缓了这些项下的资本流动,但却不能。同时,宏观审慎措施对跨境贷款、银行信贷和信贷总量影响也不太大。

该论文对资本控制文献的一个主要贡献在于,它关注了政策的溢出效应,即政策对非目标行业和市场产生的影响。实际上,有证据表明政策存在显著的溢出效应:针对银行业的措施与国际债券发行量的增加有关,而针对债券市场的措施与跨境银行贷款的增加有关。这一发现对政策的重要警示是,在监管者在斟酌宏观审慎措施时,需要一并考虑政策的溢出效应。

全球流动性

海伦·雷伊(Helene Rey)的主题演讲阐释了大规模资本流动如何影响货币政策的国际传导。近年来,有几个趋势是有目共睹:大规模的全球信贷增长;协同性增强的资本流动;风险资产价格的全球性周期。雷伊的演讲根据她与合作者完成的一系列研究来解释这些现象。

雷伊建立一个理论模型来展示金融中介和杠杆作用在全球金融状况传递中扮演的角色。与布鲁诺和申(Bruno and Shin,2014)主要关注全球银行的分析相比,雷伊的模型包括了银行和资产管理者在内的多类金融中介机构。全球金融市场的风险资产价格被证明是依赖于一个全球性因素。这个全球性因素是实际波动性和随时间变化的综合偏好函数的一个函数。而这个总综合偏好函数取决于各类投资者的风险偏好和他们的杠杆。

雷伊用实证评估了中心国家(美国)的货币政策对全球信贷条件和跨国银行的风险偏好产生的影响。运用动态因子模型提取的一个全球性因素可以解释相当大一部分全球风险资产收益的波动。基于大型贝叶斯VAR模型的更深层分析显示,美国的货币政策是本国和其他国家信贷增长的重要驱动力之一,尤其影响了欧洲银行的跨境信贷流动和杠杆。因此,即便是在汇率灵活的国家,美国的货币政策也可以影响它们的国内金融环境。

雷伊总结到,主要的中央银行驱动了全球流动性周期;对于受周期影响的经济体,其政策困境从“三难”变成自由资本流动与独立货币政策之间的“两难”选择。在这样的形势下,宏观审慎政策可以帮助增强货币政策的独立性。

类经济的信心。在2008年金融危机和随之而来的欧债危机之后,欧洲迟迟未能从危机的阴霾中走出来。恐怖袭击带来的悲观情绪可能会加深人们对影响欧洲经济的一些负面因素的担忧,造成对诸如伊斯兰化、民族主义倾向、欧洲一体化进程的不确定性等因素的预期前移,进而影响当下及未来短期的行为决策。这会到消费和投资需求带来负面影响,从而影响到石油需求。

第二,恐怖袭击事件不仅会在边际上促进欧元的贬值,而且还会将坚定欧央行进一步实行宽松货币政策的决心。这两个因素都会引发强美元对石油价格产生向上压力。

第三,如果后续反恐展示升级,那么中东地区的石油供给承压,从而给油价带来上升压力。我们看到,在正在召开的G20领导人峰会上,西方国家领导人声称要加大对ISIS的打击,将其消灭。但美国是否会调整其中东战略以配合欧洲?西方与俄罗斯之间因乌克兰危机之后的紧张关系能否得以缓解?这些问题都会对有些人期待中的新一轮强势反恐形成肘肘。但无论如何,回顾历史是有意义的:2001年美国“9·11”事件之后,国际油价经历了短期的下跌,但随着美国的强硬反击在一个月之后开始持续上涨。

最后,如果说以上几个渠道的影响市场已经有一定的预期,影响相对而言比较确定的话,那么最后一个因素则存在非常大的不确定性,那就是石油输出国组织(OPEC)的战略决策。

年底之前,OPEC将举行会议,分析全球石油市场形势并就其下一步战略决策作出部署。去年11月27日,OPEC在国际油价持续下跌的情况下,依然做出了维持3000万桶/日配额的不减产决定,从而引发了油价更大幅度的暴跌和持续低迷。那么,今年OPEC将做出何种决策,会不会调整策略?

我们的分析判断发现,可能性是存在的。因为在石油价格持续低迷、财政压力的促使下,加之地缘政治环境的激烈变化,OPEC成员国之间的内部博弈以及各自面对的外部环境相比于一年之前都发生了巨大的变化。巴黎恐怖袭击直接涉及到的OPEC成员国只有两个,但其后续演化却与伊朗、沙特阿拉伯等几乎所有的OPEC中东大国之间都有密不可分的联系。

反思金融危机与救市

■ 左小蕾 中国银河证券首席总裁顾问

所以像这样的状况,中国如果以华尔街为楷模,我就不知道了,我就没法说了。如果不是的话,我觉得我们监管理念是要纠正的。我们这里还有很多的所谓的市场机制的东西,其实中间都破坏市场秩序的东西非常严重,因为似是而非,包括我们新财富的评比。我是诟病这个东西的,新财富评比,就让基金公司的人给分析师打分,分析师的奖金和利益就跟这个排名放在一起,这种机制非常糟糕,华尔街曾经也这样搞,后来2001年危机以后就去掉了,因为这里面道德风险太严重。在2014年的时候,大概我们市场上有七万多条关于分析师对股票市场股票的建议,就是买、增持、持有、卖出,七万多条只有一百多条是卖出,全都是持有和增持,我们股票市场有这么好吗?我们上市公司有这么好吗?为什么出现这种情况呢?因为基金公司要给分析师打分,如果基金公司买这只股票,你说减持,那你死定了,你还想怎么样?所以最后这些分析师本来要对称信息的,结果他扭曲市场信息,本来要通过他的信息对你来强化市场有效性,最后他是在弱化市场有效性。所以这些机制不能似是而非的市场排名,如果你跟他利益相关了都会出问题,不要简单的市场化什么的,市场化走到今天的时候,我觉得太多的人赋予跟自己利益相关的东西。

所以我觉得未来资本市场的反思一定要好好反思,不能像2008年危机以后似是而非说人家是创新过度,我们是创新不足,所以我们重复人家的故事。我们现在小试牛刀,你还没有到华尔街的份儿上,就给你一个颜色看看。所以我们要好好反思,反思我们自己,反思我们的监管理念,根本来说我们未来要坚持改革,但是一定要把握资本市场改革方向——(也就是)习总书记说的资本市场改革是我们未来发展的方向——要把这个方向定清楚,到底向哪个地方发展。所以我希望更多地充当中介公司的职能,它是一个中介而不是一个其他的投机倒把的主体。市场应该不断地向秩序完善,这样的改革才是真正有意义的。(完)



11月13日晚,法国首都巴黎遭受了近年来影响最大的一次恐怖袭击事件。那么,这次巴黎恐怖袭击事件会对世界石油市场产生什么影响?我认为,该事件对国际石油市场的直接影响非常有限,短暂震荡后很快会恢复;但由其发酵产生的经济政策、国际关系等方面的变动则可能在中长期深刻影响国际石油市场格局和油价。

巴黎恐怖袭击如何影响石油市场?

■ 冯明 中国社科院财经战略研究院 中国金融四十人论坛

11月13日晚,法国首都巴黎遭受了近年来影响最大的一次恐怖袭击事件。那么,这次巴黎恐怖袭击事件会对世界石油市场产生什么影响?我认为,该事件对国际石油市场的直接影响非常有限,短暂震荡后很快会恢复;但由其发酵产生的经济政策、国际关系等方面的变动则可能在中长期深刻影响国际石油市场格局和油价。

先来看看直接影响。一方面,恐怖袭击对于欧洲经济的直接影响很有限,不会大幅冲击石油需求。另一方面,紧随恐怖袭击事件之后发生的反恐行动对石油供给影响也不大。在巴黎恐怖袭击事件爆发之后,法国立即以空袭的形式对伊斯兰国展开了还击。但从目前的情况来看,这些行动对整个中东地区石油供给的影响并不大。首先,伊斯兰国控制的石油产量并不高,与中东石油供给总量相比微乎其微。其次,伊斯兰国控制的石油生产主要用于本地区及周边临近区域

使用,与外界之间的石油贸易受到限制。最后,除非反恐战事引发了中东地区更大范围的紧张和动荡,那么就不会对国际石油市场产生重大影响;因为叙利亚和伊拉克北部地区在过去一年里一直处于战火之中,其影响已经被国际油价反映。

综上所述,巴黎恐怖袭击事件对国际石油市场不会产生大的直接冲击。但其间接影响不容忽视。

首先,这次巴黎恐怖袭击事件会在一定程度上打击内部和外部经济参与主体对欧