

全球金融市场基本稳定，跨境资本流动波动加剧

——中国外部宏观金融风险报告（2015 年第一季度）*

2015 年第一季度，全球金融市场基本稳定。主要发达经济体央行进一步加大货币政策宽松力度，外汇市场波动性加剧，美元继续升值，欧元、日元、英镑、及主要新兴市场货币继续贬值。全球主要股市普遍上涨或出现反弹，投资者乐观情绪回升。国债市场表现分化。全球银行间市场流动性充沛，银行间市场拆借利率基本稳定。

我国跨境资本收付总体保持净流入，市场主体结汇意愿下降，购汇动机增强，企业持有美元意愿继续上升。人民币跨境套利空间大幅收窄，香港离岸人民币存款余额开始下降。

表 1 国际金融市场主要指标变动

外汇市场				股票市场			
名称	本季度	上季度	升值幅度	名称	本季度	上季度	上涨幅度
美元指数	95.1	87.5	8.63	上证	3327.36	2619.17	27.04
欧元	1.13	1.25	-9.81	标普 500	2063.57	2012.17	2.55
日元	119.2	114.5	-3.94	德国 DAX	10962.40	9434.63	16.19
卢布	63.19	47.56	-24.7	日经 225	18180.52	16682.20	8.98
雷亚尔	2.87	2.54	-11.5	巴西 IBOVESPA	49646.59	52701.37	-5.80
货币市场（7 天同业拆借利率）				债券市场（10 年期国债）			
名称	本季度	上季度	变化基点	名称	本季度	上季度	变化基点
中国	4.45	4.09	35.54	中国	3.48	3.70	-21.78
美国	0.14	0.12	1.28	美国	1.97	2.28	-30.71
欧元	-0.03	-0.01	-2.54	欧元	0.41	0.89	-48.36
日本	0.05	0.05	-0.84	日本	0.34	0.45	-10.59
印度	7.56	7.78	-22.0	巴西	12.59	12.26	33.22

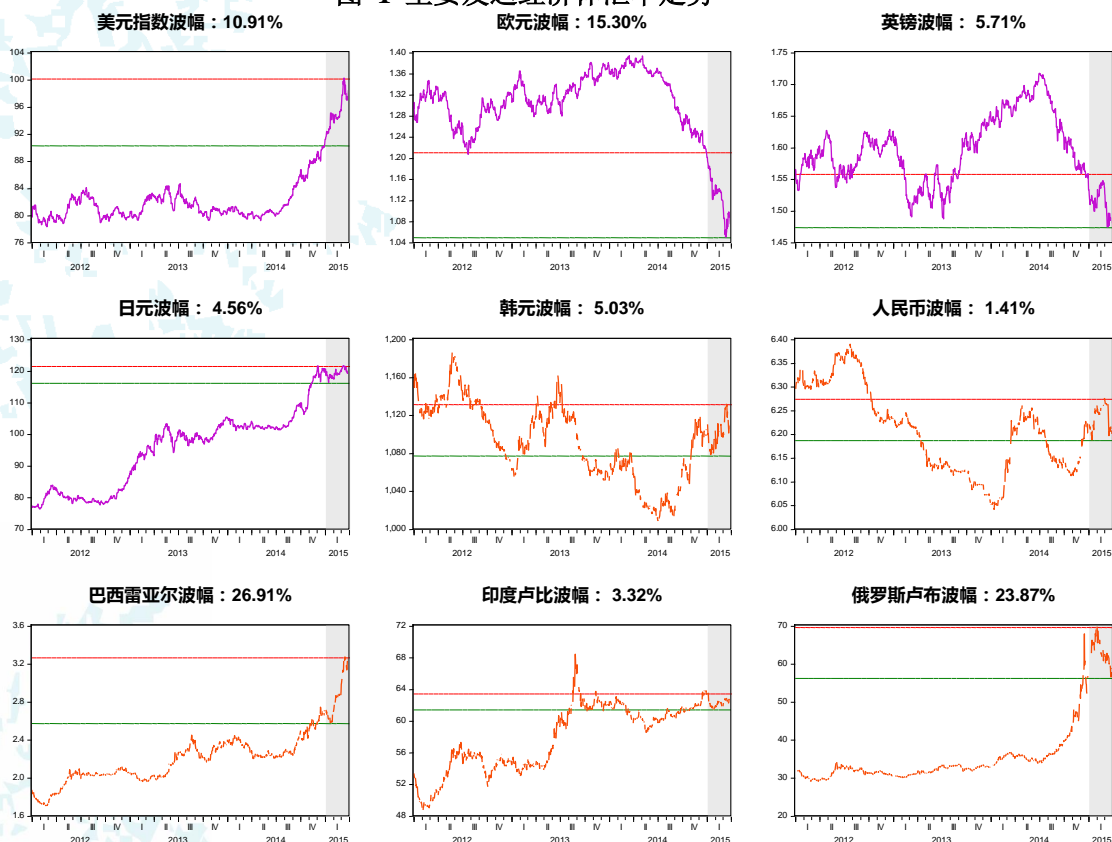
注：各指标季度数值为季内平均值，变动幅度则根据相邻两季度的平均值计算；数据来源于 wind。其中，欧元汇率为间接标价法，日元、卢布、雷亚尔为直接标价法。货币市场和债券市场利率单位为百分点。变化基点单位为百分之一个百分点。

* 本文也是中国社会科学院世经政所中国外部环境监测 2015 年第一季度报告的金融市场部分。

一、国际金融市场概况

全球外汇市场总体延续去年三季度以来的发展态势，外汇市场波动率较高。美元继续维持强势，欧元、日元、英镑及不少新兴市场货币继续贬值。美元指数、欧元、韩元、巴西雷亚尔、人民币汇率波动性²均达到近三年来的峰值，国际外汇市场风险上升。

图 1 主要发达经济体汇率走势

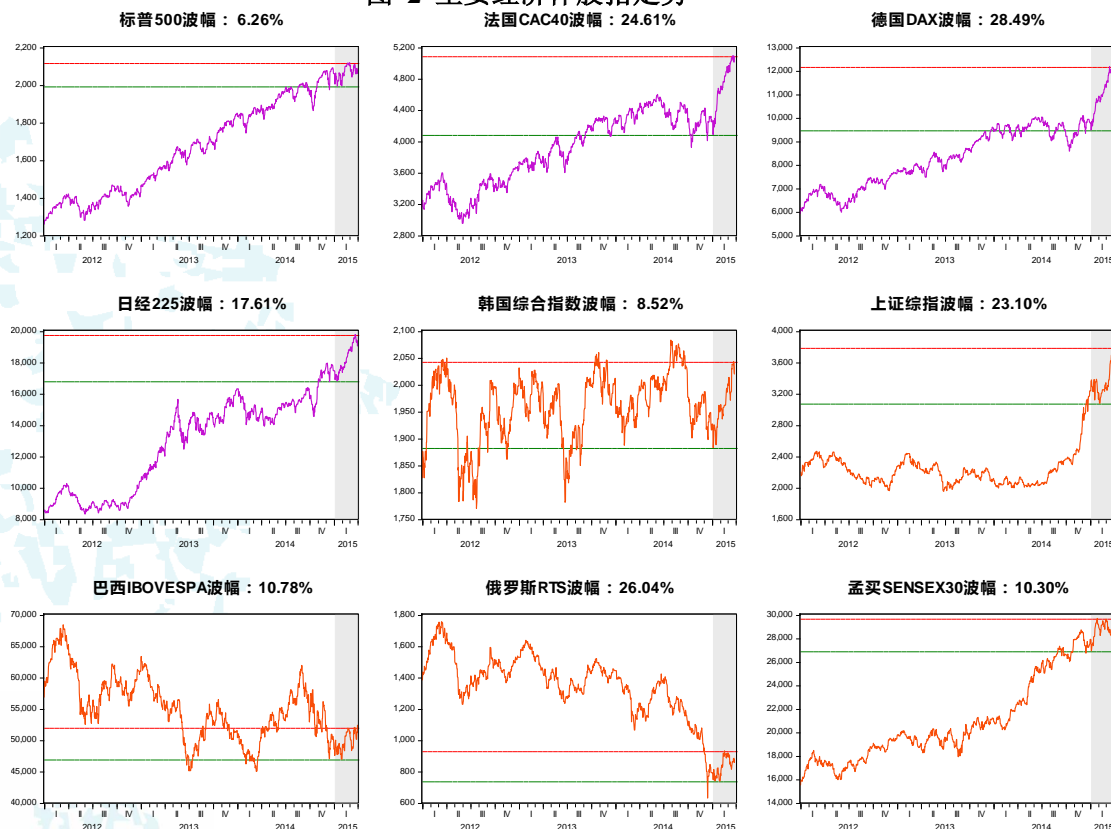


注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

² 波动性度量指标由汇率日度变化率的标准差经年化后求得。

全球主要股市普遍上涨或出现反弹。发达经济体中，欧元区市场受益于欧央行量化宽松政策正式出台，股市涨幅最为抢眼；新兴经济体中，中国股市已持续两个季度出现大涨，俄罗斯、巴西、韩国等国有所反弹，但相对幅度较弱。

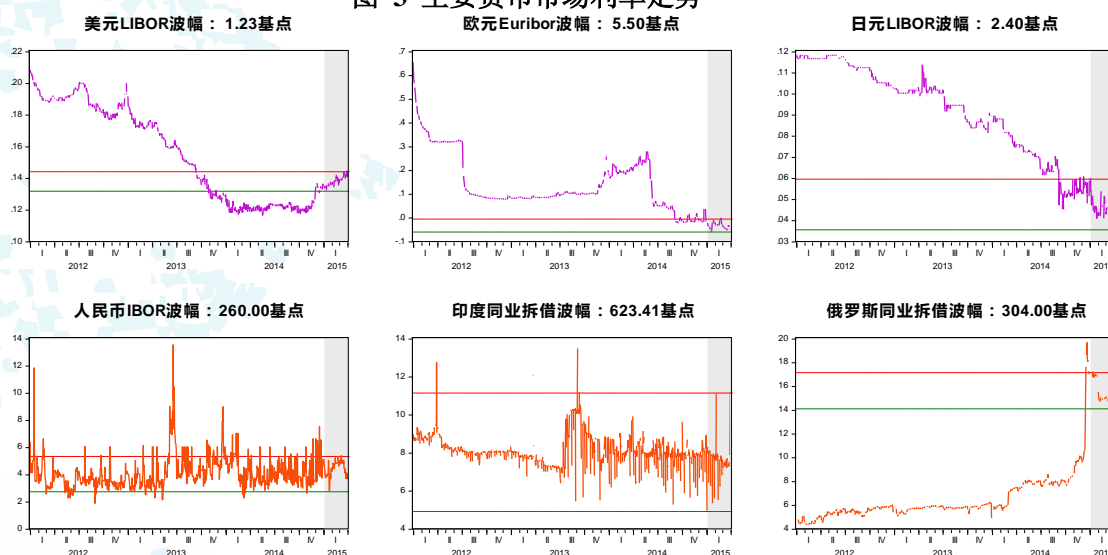
图 2 主要经济体股指走势



注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值相对最低值的偏离百分比。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

全球银行间市场拆借利率基本稳定。随着升息预期时点临近，伦敦同业拆借市场上，美元利率持续上年第四季度出现的微弱上升苗头。欧元区银行间拆借利率则在欧央行量宽及超储负利率的影响下，进一步巩固了负利率的状态。日元拆借利率连续七个季度下压，继续逼近零利率。主要新兴经济体中，随着货币环境趋松，人民币同业拆借利率波动性降至三年来的最低，在春节后已出现一定下行态势。随着油价冲击的逐步消化，俄罗斯金融市场最为动荡的时刻已过，同时俄央行为提振经济推动降息，俄罗斯同业拆借利率明显回落。

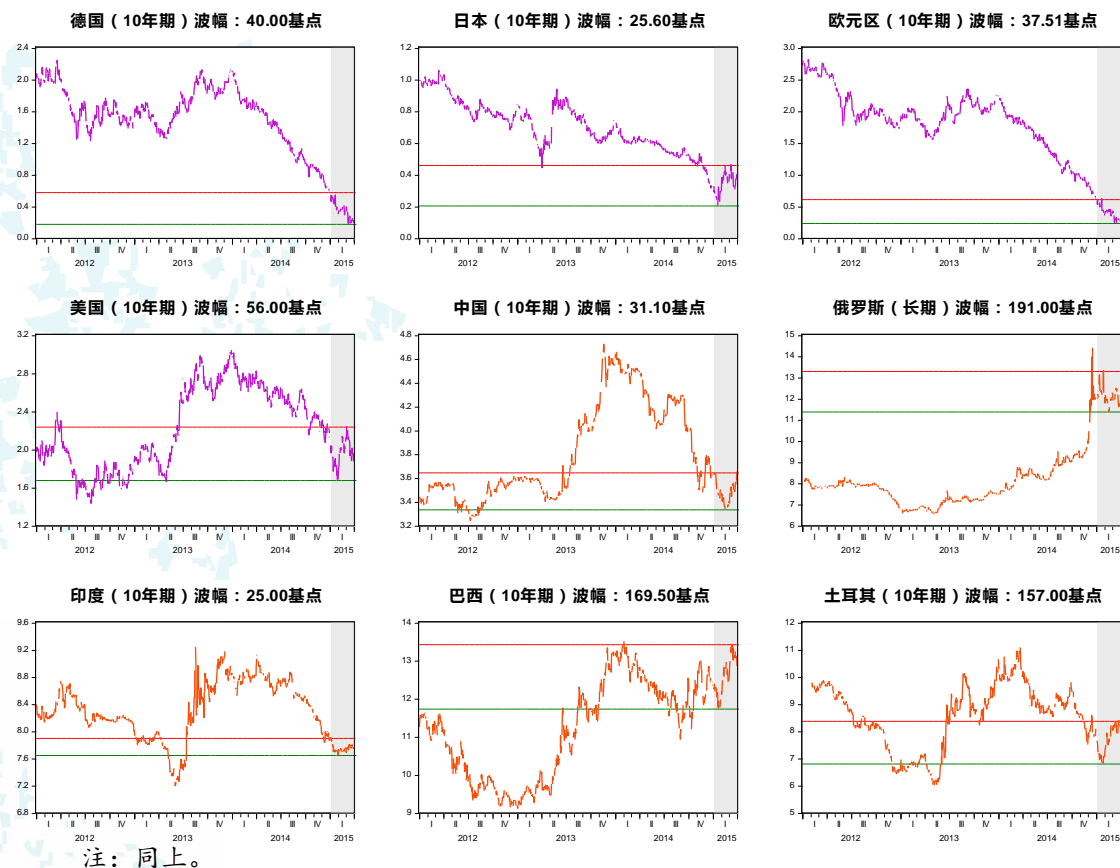
图 3 主要货币市场利率走势



注：原始数据来自 Wind 数据库。季度波幅定义为季内最高值与最低值之差。各图中位置较高的红色虚线代表季内最高值，较低绿色虚线代表季内最低水平。阴影部分代表第四季度。

在不同货币政策预期及资本从新兴经济体流出的局面下，主要经济体国债收益率走势各有不同。欧元区十年期国债收益率持续下行，美国十年期国债收益率波动。多数新兴经济体国债收益率伴随美联储加息预期临近而出现了上升或反弹，其中巴西和土耳其最为明显，一季度最大反弹幅度均达到约 150 个基点。

图 4、主要经济体国债收益率走势



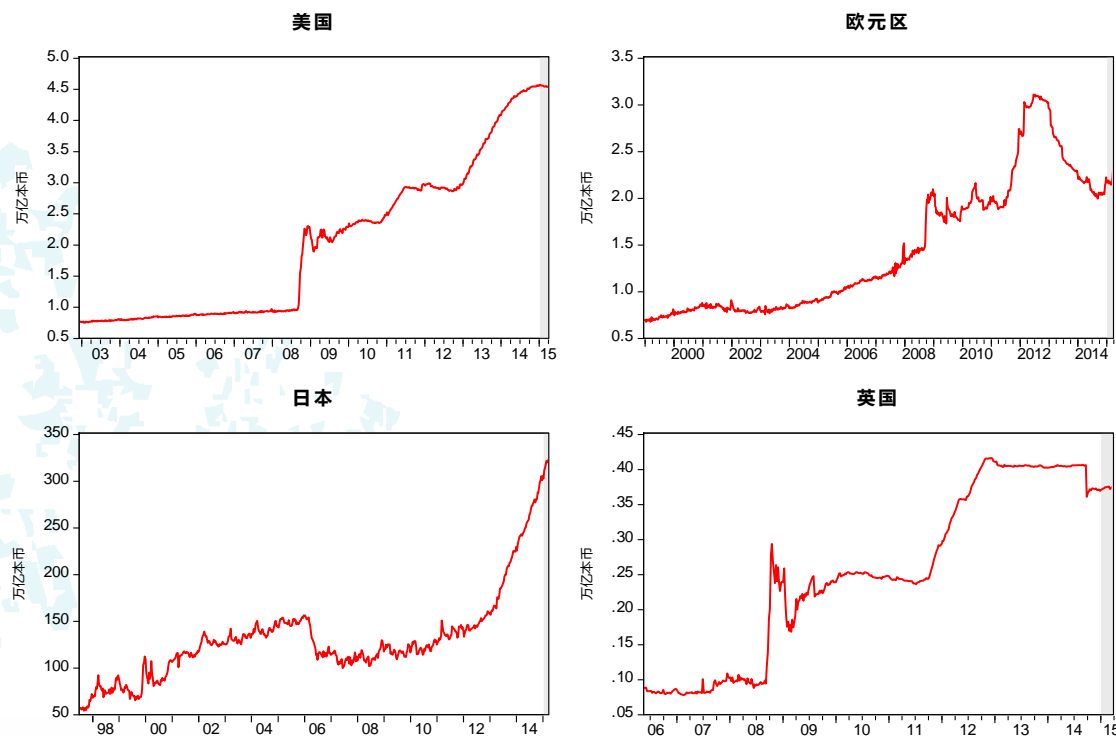
二、国际金融市场风险评估

1、全球流动性保持宽松

主要国际货币发行国货币政策仍处于极其宽松的状态。欧元区央行于去年末宣布将开启大规模资产购买计划，并于 3 月开始大举购买欧元区成员国政府国债。此举结束了欧央行资产负债表从 2013 年以来随着银行偿还此前长期再融资操作提供的借款而被动收缩的局面。日本央行资产负债表则继续随着量宽政策快速扩张。美国虽然已

于去年中停止购买资产，但并没有抛售表内资产，因此美联储资产负债表仍维持在史上最高规模。这些经济体政策利率维持在零利率上下，虽然美联储首次加息预期日益临近，但其加息节奏料将非常谨慎，将密切跟随长期利率反应及有关经济数据而动。

图 5 美日欧英央行资产规模

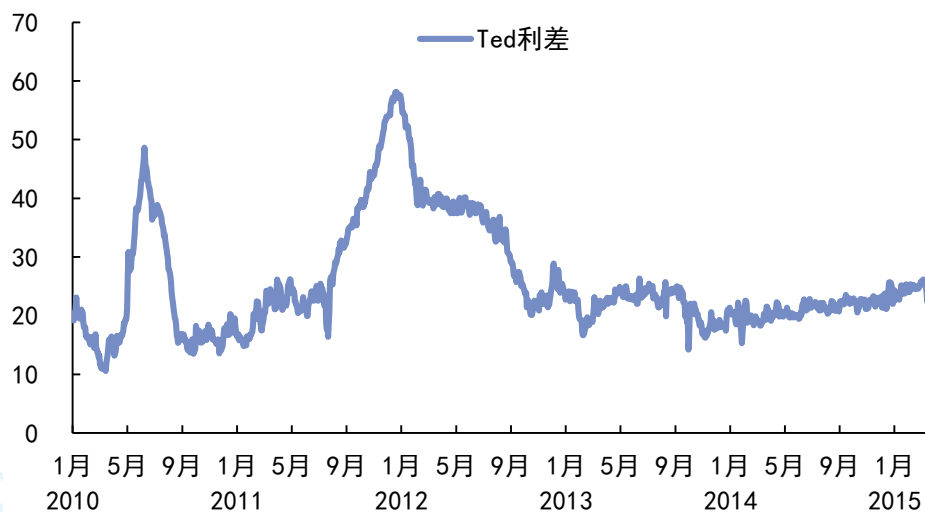


注：原始数据来自 Wind 数据库。阴影部分代表第四季度。

2、全球金融稳定，投资者风险偏好上升

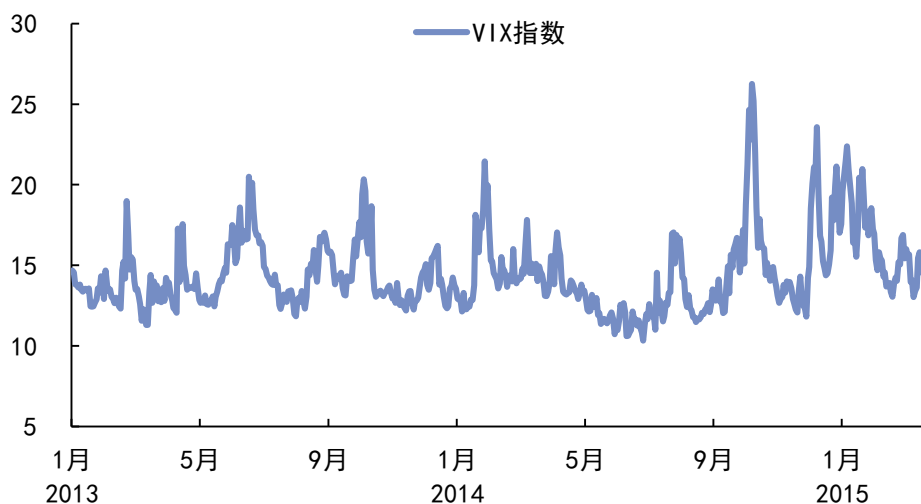
全球货币市场保持稳定。Ted 利差³在安全区域内略有抬升，从 1 月的 0.22% 微升到 0.25%，基本维持不变。该指标显示目前全球货币市场流动性充裕，信用风险较低。

³ TED 利差是伦敦银行间同业拆借美元利率与美国国债短期利率之差。通常情况下，当国际金融市场投资者避险情绪上升时，对于市场借贷活动往往要求更高的回报，从而使市场资金供给趋于紧张，造成 TED 利差扩大。反之，当市场参与者冒险意愿提高时，投资者愿意以较低的利率出借资金，则该利差收窄。Ted 利差越大，表明市场资金流动性状况就越紧张。



数据来源：Bloomberg。

股票市场乐观情绪继续回升。第一季度，VIX 指数⁴在安全区域内从1月的17.8下降至15.3。该指标表明股票市场的波动性风险下降，投资者乐观情绪回升。



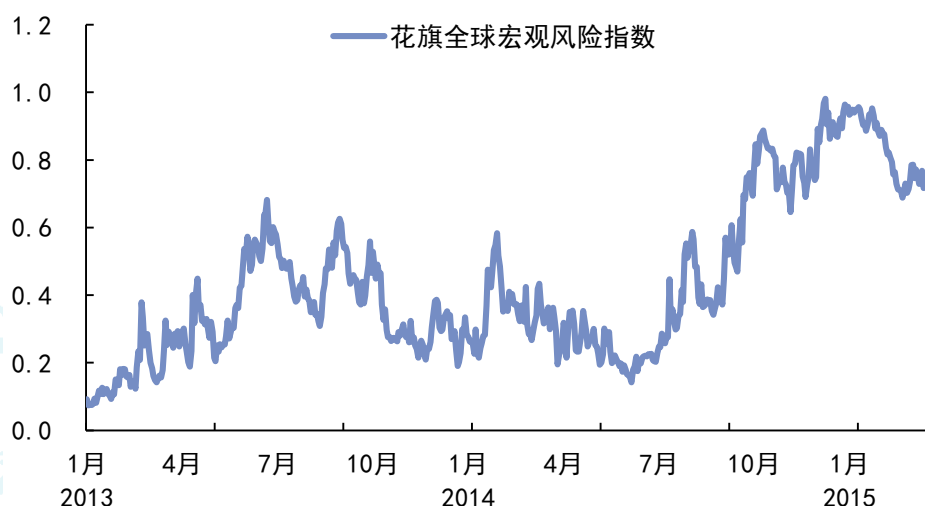
数据来源：Bloomberg。

金融市场投资者风险偏好上升。第一季度，花旗宏观风险指数⁵从0.94下降至

⁴ VIX 指数用于衡量标准普尔 500 指数(S&P 500 Index)期权的隐含波动率，代表市场对未来 30 天的市场波动率的预期。

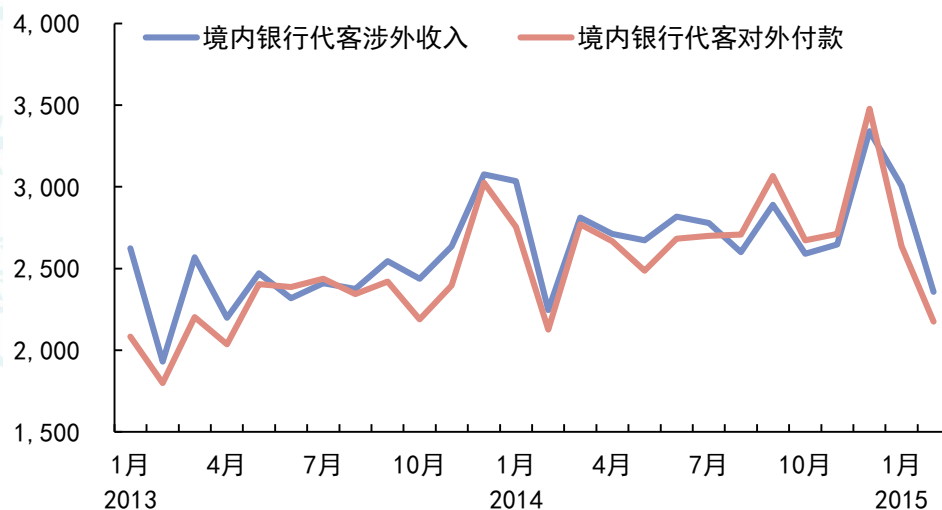
⁵ 花旗宏观风险指数，是衡量全球金融市场风险厌恶情绪的重要指标。它是一个对美国债券息差，新兴市场主权债务利差，美元掉期息差和隐含的外汇，股票和掉期利率的波动率平均加权的指数。该指数显示在区间 0（风险厌恶情绪较低）和 1（风险厌恶情绪较高）之间。

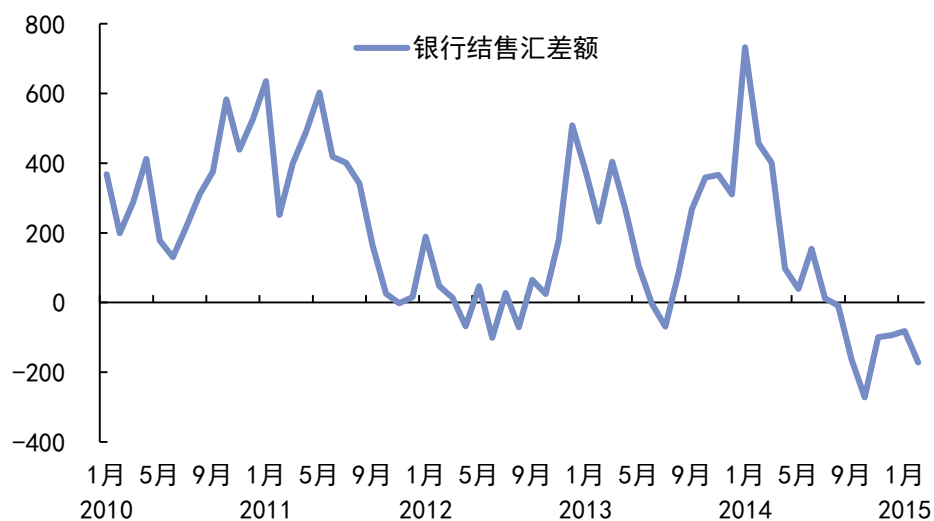
0.78。该指标表明投资者的风险偏好上升，这主要源于美国经济数据强于预期，和欧央行量化宽松货币政策的刺激。



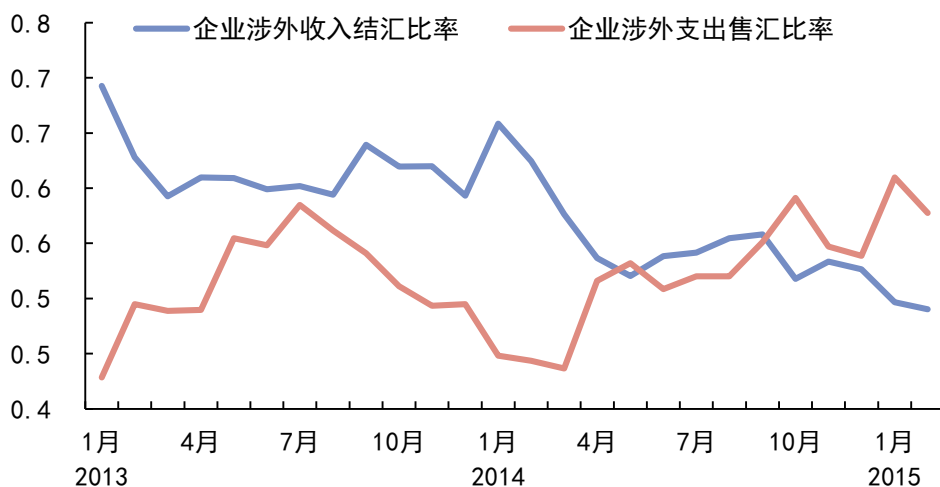
三. 中国跨境资本流动波动性加剧，居民持汇意愿继续上升

跨境资金流动总量保持平稳，总体保持净流入。2015 年前两个月，银行代客涉外收入为 5363 亿美元，同比增长 1.5%，银行代客涉外支出为 4812 亿美元，同比下降 1.4%，涉外收付款顺差增长 550 美元，同比增长 38%。与此同时，银行结售汇差额为 -254 亿美元，表明居民自身持汇意愿上升，降低向银行的结汇额。



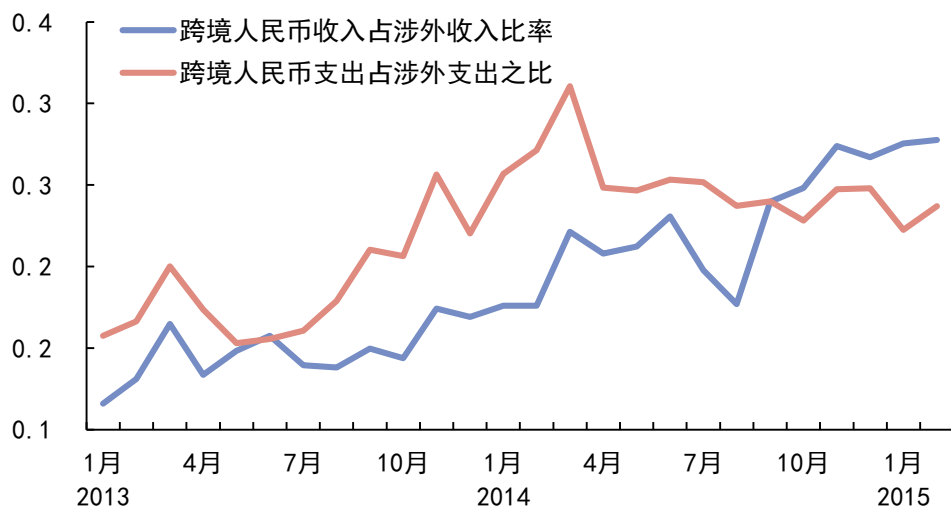


市场主体结汇意愿下降，购汇动机增强，企业持有美元意愿继续上升。一季度前两个月的数据表明，银行代客结汇占银行涉外总收入的比重从 0.52 下降至 0.49，而银行代客售汇占银行涉外总支出的比重从 0.52 上升到 0.57，这反映企业获得美元后愿意留存或者购买美元，持有美元意愿上升。这一方面缘于美元处于升值通道，另一方面，由于香港离岸人民币相对在岸人民币贬值，企业在大陆购买外汇最划算，所以企业购汇上升，向银行结汇减少。



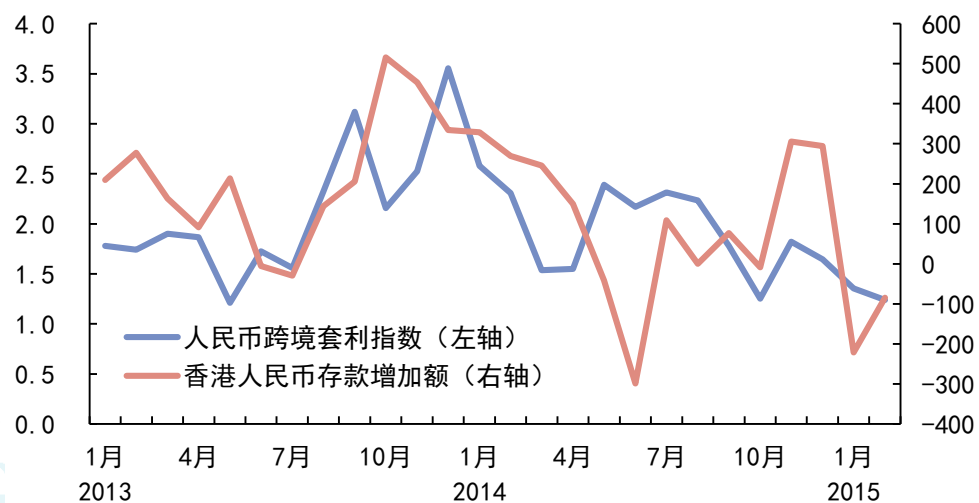
人民币跨境资本加速回流。下图表明，2015 年前两个月，跨境人民币业务占跨境资本流动的比率已经接近 25%。其中，跨境人民币收入占比从 26% 上升至 27%，支出占

比从 24%下降至 23%，这缘于人民币相对美元弱势，国外贸易商和投资者更希望获得美元，因此，国内出口商采用人民币结算比率迅速上升，进口商采用人民币结算比率上升速度反而下降。收入与支出二者之差为正，人民币净流入 380 亿元。预计在强势美元的影响下，人民币跨境资本下一季度仍然会保持回流态势。



人民币跨境套利⁶空间大幅收窄。下图描述了人民币跨境套利指数和香港离岸人民币存款增加额。由于 2 月份人民币汇率剧烈双向波动，套利指数从 1.64 下降至 1.23，同期香港离岸人民币存款减少 305 亿人民币。从历史数据来看，香港离岸人民币存款的累积很大程度上都是源于人民币跨境套利活动。随着人民币升值预期消失，双向波动加剧，这类套利活动迅速下降，香港离岸人民币存款也随之减少。

⁶ 人民币跨境套利指数旨在采用数量化的方法衡量人民币跨境贸易中的套利因素。首先计算人民币与其他主要贸易结算货币之间的夏普比率，用双边利差除以双边汇率的波动率，获得剔除汇率波动率的相对利差。然后，根据各主要经济体引入人民币清算行的时序，引入该经济体的人民币贸易结算作为相应的权重，最后加权获得人民币跨境套利指数。



声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。