



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2020.4.14(Y-Research RN105)

来源：国际清算银行（BIS）

翻译：李睿懿/第一财经研究院研究员

liruiyi@yicai.com

www.cbnri.org

研究简报

热点

BIS：从外汇掉期市场看“美元荒”

摘要

国际清算银行（BIS）在《通过外汇掉期市场观测疫情危机期间的美元融资成本》一文中，从需求和供给两方面阐述了美元在国际融资市场中的作用。BIS认为，近年来美国境外的银行和非银机构不断攀升的对冲需求导致美元在货币市场上出现短期流动性问题，而此次疫情爆发导致的全球金融动荡加剧了美元供给的短缺。在美联储与全球央行互换额度推出后，“美元荒”有所缓解，但是商业票据市场的美元融资压力依然显著。

正文

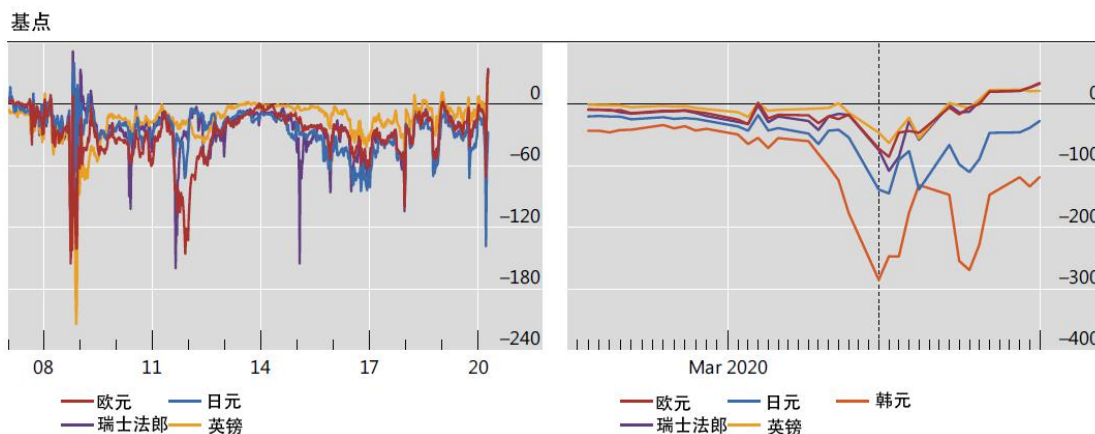
自3月中旬，美国疫情急速恶化。由于全球对美元需求激增，各国汇率兑美元均呈现不同幅度的贬值。

从货币掉期市场来看，短期内美元融资成本大幅上升。日元兑美元的3个月交叉货币掉期基差扩大至-144bp，欧元兑美元基差扩大至-85bp，瑞士法郎兑美元基差扩大至-107bp，英镑兑美元基差扩大至-62bp。

在亚洲货币中，韩元兑美元基差的扩大程度在众亚洲货币中最为突出（图1，右图）。近几年随着企业以及美国境外投资者对货币对冲的需求增加，美元融资需求呈现增长。亚洲机构投资者通常利用滚动短期外汇掉期来对冲长期美元资产的货币风险。

在3月15日至3月20日期间，美联储与全球5家央行（包括欧央行、日本央行等）加强了货币互换安排，并与9家央行（包括墨西哥央行、巴西央行等）建立了临时货币互换安排。此后，美元短缺的压力得到一定缓解，多种货币兑美元的掉期基差缩窄（负值绝对值下降），欧元、英镑和瑞士法郎兑美元掉期基差一度回到正值。

图 1 3 个月交叉货币互换基差（兑美元）



来源：BIS

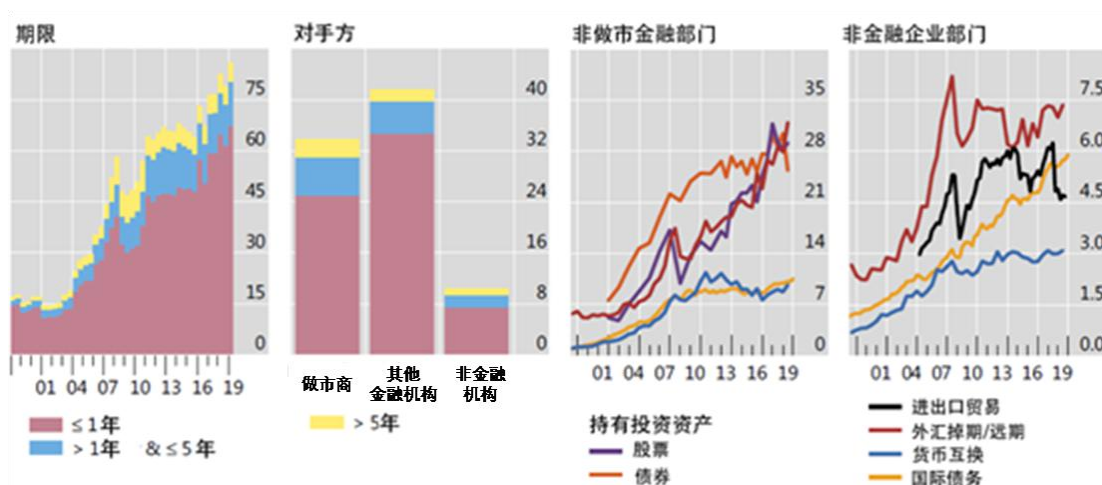
BIS 从需求和供给两方面来阐述了美元在国际融资市场中的作用。

从需求端来看，近年来美国境外的银行和非银机构不断攀升的对冲需求导致美元在货币市场上出现短期流动性问题，投资者和银行纷纷转向外汇市场通过掉期和货币互换的方式来获取美元融资。根据 BIS 场外衍生品数据显示，截至 2019 年 6 月底，未到期外汇掉期和外汇远期未平仓合约总额接近 86 万亿美元，其中外汇掉期合约占比约为四分之三。所有相关未平仓合约中有四分之三的合约剩余期限少于一年，美元作为全球储备货币，89% 的外汇交易都与美元有关。

根据 BIS 国际银行业的统计数据（IBS），从各银行资产负债表上美元资产和负债的缺口可以推断，加拿大、日本和瑞士的银行是外汇掉期市场中最大的美元净借款方，由于审慎监管原则和风控要求，这些银行通常会避免持有过多的汇率风险敞口。对于非银行机构，机构投资者用外汇远期合约对冲投资组合风险，非做市银行和对冲基金利用货币互换对冲外币负债风险；非金融机构而言，他们利用短期外汇掉期和远期

合同来对冲国际贸易风险。

图 2 外汇掉期/远期和货币掉期对冲交易的存量



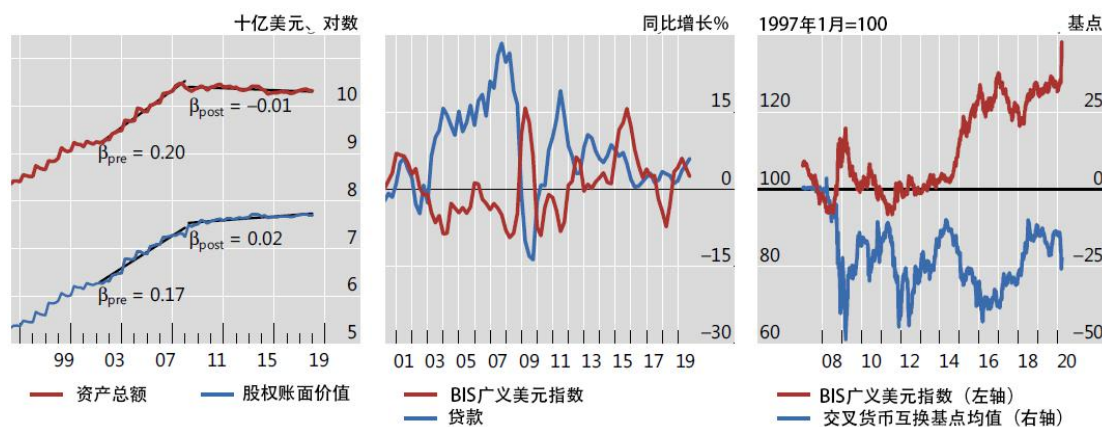
来源：BIS

其他机构投资者例如保险公司和养老基金也扮演了关键的角色。他们拥有全球多元化的投资组合（大量以美元计价），其投资组合规模在2008年金融危机后大幅攀升，也导致美元融资需求与日俱增。全球金融系统委员会（CGFS）发现此类投资组合中使用的大部分外汇对冲工具的到期日较短。使用三个月掉期对冲一个2万亿美元的投资组合（假设80%为美元资产，需要60%对冲比率）将需要每三个月滚动9600亿美元的美元掉期，即每月需要建立3200亿美元的美元掉期头寸。

就供给端而言，此次疫情爆发导致的全球金融动荡加剧了美元供给的短缺。全球金融危机之后，银行业资产增长明显放缓，扩大银行资产负债表的成本不断上升。同时银行对于强势美元也变得更加敏感。那些在全球拥有多元化借款人的银行，普遍存在货币错配的风险，美元的大

幅上升将提高贷款组合的风险，推高银行全球资产组合的尾部风险。

图3 全球银行业活动和美元之间的关系



来源：BIS

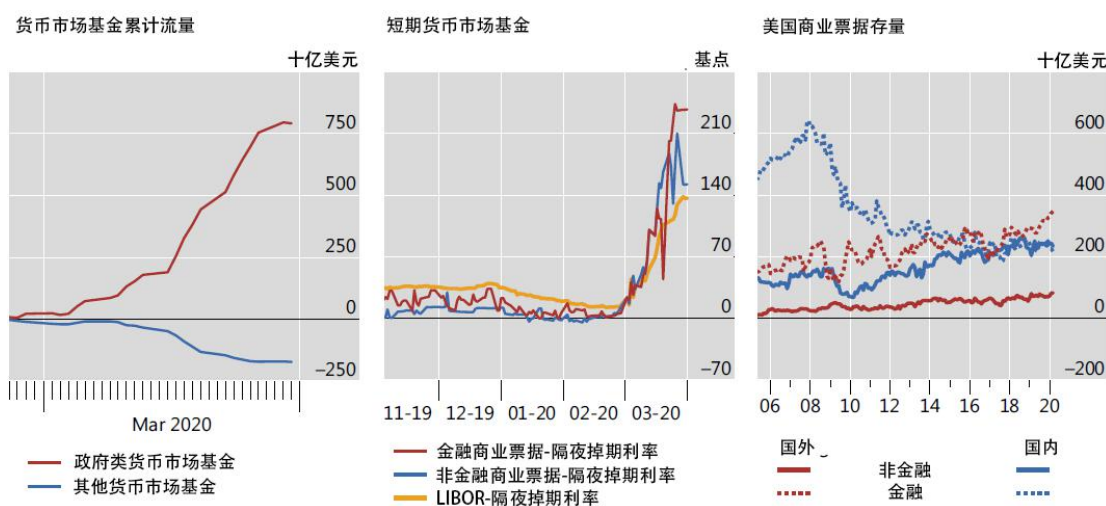
更直观地说，全球银行提供外汇对冲服务的意愿是随美元走势而波动的，结果是一旦美元指数大幅上升，其他货币兑美元互换基差（负值）也会扩大，尤其在最近几周全球金融市场剧烈动荡时期，这种关系尤为突出。

此外，美国非政府类的货币市场基金一般都是美元的提供方，但这些基金在疫情期间经历了大量赎回，导致美元供应收缩。叠加企业急于通过透支信贷额度来在危机期间筹集资金，这导致其他形式的银行贷款萎缩。而 LIBOR 减去隔夜掉期利率的利差扩大说明银行进行套利活动的融资成本也在不断增加。

在美联储新的流动性措施后，外汇掉期市场中的美元融资压力有所缓解，但是商业票据市场的美元融资压力依然显著。虽然美联储推出了如商业票据融资便利、一级交易商信贷便利和货币市场流动性便利等一

系列政策工具，但仍不足以缓解其美元短缺的压力。由于商业票据市场有大量境外投资者，如果企业试图通过商业票据市场获取美元，那么商业票据市场的美元需求压力也会渗透到外汇掉期市场。

图 4 货币市场资金流量、短期利率和商业票据市场



来源：BIS

BIS 的报告指出，目前仍有不少面临美元短缺的新兴市场国家央行并没有与美联储建立货币互换渠道，这些经济体只能选择出售美元资产或者向 IMF 贷款，但抛售美元资产可能会破坏市场环境，而向 IMF 寻求贷款也需要时间。所以美联储推出了新的工具让这些投资者可以利用持有的美国国债进行回购交易来取得美元流动性而避免扰乱市场。

此外，这场由新冠疫情引发的危机与 2008 年金融危机不同，需要采取能覆盖银行业系统和最终资金用户的应对政策。企业运转需要现金流，尤其是身处全球供应链的企业，更需要连续的资金，而资金需求以美元为主。如果要避免经济陷入更大的衰退，就需要保证供应链上的企

业美元融资顺畅。

