



全球 金融体系重建

跨境资本流动下降构成全球金融体系更加强劲的信号

苏珊·伦德、菲利普·哈勒

全球金融危机爆发十年来，全球金融形势发生了很大变化。自危机前时代以来，跨境资本流动总额（外国直接投资、债券和股票购买以及贷款和其他投资）大幅度下降，跨境资本流动占全球 GDP 的比例已经回到上世纪 90 年代后期的水平（见图 1）。尽管所有类型的资本流动普遍缩水，跨境贷款的下降占整体下降的一半以上。这一现象反映了海外业务的大幅回撤，以及欧洲主要银行和美国一些银行资金开始从跨境批发融资向别

处转移。

这是否意味着金融全球化陷入倒退呢？我们从新研究当中发现，答案是否定的。以外商投资资产和负债存量来衡量，全球金融体系仍然保持深层次地互相关联。从危机中逐渐恢复后，全球金融一体化似乎变得更具风险敏感性、更理性，并且可能更加稳定、更有弹性——这是最终有益的结果。

全球经济格局改变

在危机之前，欧洲、英国和美国的大部分大型银行都展开了大胆的全球扩张，使用一切途径追求国际增长。他们在新地区与零售商和企业客户建立了银行业务关系，积累了大量的次级抵押贷款证券和商业地产等外国资产，并越来越依赖短期跨境银行间融资。

然而，目前银行业反攻为守，正在保全资本。冒险不再时髦，保守银行业务——甚至是前英格兰银行行长默文·金(Mervyn King)所谓的“无聊的”银行业务——已然兴起。瑞士、英国和美国一些大型银行都属于这种“广泛撤退”的一部分，欧元区银行的撤退规模最大(见图2)。

从1999年1月1日开始实行统一货币欧元后，欧元区银行跨越国界扩张到欧元区的各个角落。由于共同的货币和规则，国家的风险被低估，甚至直接被忽视。他们的外国债权(包括外国子公司的贷款)从2000年的4.3万亿美元上升到2007年的15.9万亿美元。其中大部分增长来自欧元区内其他外国资产的借贷和购买。但同样重要的是，在欧元区、伦敦和美国，银行之间的金融关系，尤其是银行间市场的联系日益扩大。

但是，这些银行的大部分对外扩张都是基于对风险的误判，或是受到战略的误导，这些回过头来又让它们深受其害。一些欧洲银行购买了AAA级的美国次级抵押贷款支持证券，随后导致了大量的损失。荷兰、法国和德国的银行则直接或间接地投身于西班牙的房地产泡沫当中，并在泡沫破裂时饱受损失。奥地利的银行扩张到东欧甚至中亚，但后来又迅速撤回。意大利的银行在土耳其遭受重创，因为在土耳其，经过风险调整后的利润率远低于预期。这似乎就是羊群效应：看到一些大型银行为了追求高利润业务积极对外扩张，其他很多银行也纷纷效仿。

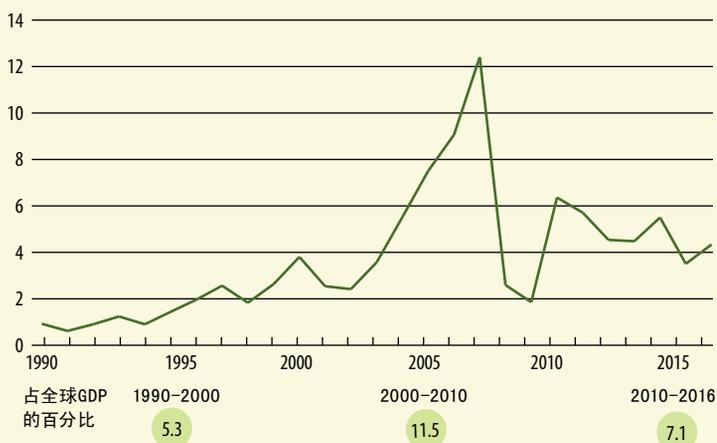
自危机以来，这种趋势已经发生逆转：欧元区银行的外国债权已经下降了7.3万亿美元，即

45%(尽管仍然远高于欧元出现前的水平)。这些债权中债务人有近一半是欧元区的其他借款人，尤其是其他银行。人们曾认为，只要是在欧元区内贷给任何机构的贷款都是准国内贷款，因此风险很低，而事实证明这完全是凭空臆断。欧元区银行的债权与那些英国和美国银行之间的债权一样，蒸发得无影无踪。

不管是在欧元区之内还是之外，这种撤退都是重新评估跨境交易的风险的理性反应。经过反思，许多银行已经清楚地认识到，外国业务的利润率和收入低于国内市场，因为在国内市场，它们既有规模效应又对当地市场了解——或者，至少外国业务不值得冒更大的风险。银行现在不断受到来自监管机构、股东和债权人的各种压力，变得更加保守。新的国际资本和流动性要求增加了持有所有资产的成本，对具有系统重要性的银行征收新的附加费，这使得增加业务线的规模和复杂性(包括海外业务在内)对银行极为不利；

图1
金融全球化已经走向终结了吗？

20世纪90年代的跨境资本流动。
(全球跨境资本流动, 万亿美元)



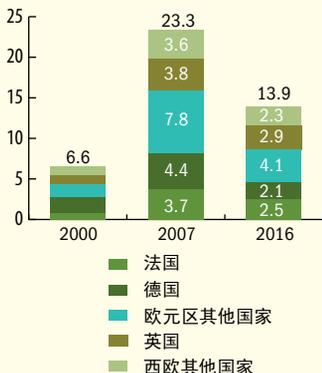
资料来源: IMF, 《国际收支统计》; 以及麦肯锡全球研究院的分析。
注: 2016年的数据为估测值。

图2
风险规避

大型欧洲银行领头撤离国外市场。

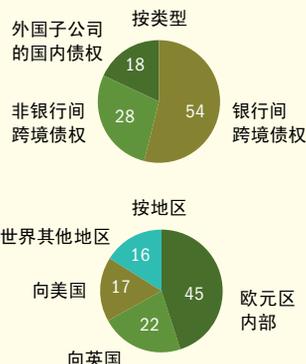
西欧各大银行的外国债权

(万亿美元, 年名义汇率)



欧元区银行外国债权下降

(100%=7.3万亿美元)



资料来源: 国际清算银行; 以及麦肯锡全球研究院的分析。

自危机以来, 银行已经剥离了超过 2 万亿美元的资产。因此, 大多数欧洲银行的资产负债表已经显著转向国内资产。德国三大银行(德意志银行、德国商业银行和德国复兴信贷银行)在危机前夕的总资产中有 2/3 都在国外市场, 而今天这个比例已缩小到 1/3。

荷兰、法国、瑞士和英国的银行同样也减少了对外业务。由于国内市场庞大, 美国银行的国际化程度一直远远低于欧洲国家, 但即便如此, 一些银行也已经开始削减国外业务。2007 年, 花旗集团在 50 个国家都开展了零售银行业务; 而今天这个数字是 19 个。

尽管欧洲和美国的银行已经退回到本国市场, 但其他地区的银行还在继续向海外扩张, 但这种扩张是否能够实现盈利以及能否持续, 还有待观察。如今, 加拿大四大银行 1/2 的资产在加拿大以外地区, 主要是在美国; 日本的银行也在向国外扩张。中国四大行也在迅速扩大对外借贷, 主要是为了支持中国企业的对外直接投资。

图3
走向坚挺

证券投资组合、债券投资组合, 尤其是外国直接投资存量, 自金融危机以来持续增长。

(年名义汇率, 万亿美元)



资料来源: IMF, 《国际收支统计》; 以及麦肯锡全球研究院的分析。
注: 2016年的数据为估测值。

因此, 银行小心翼翼地削减了他们的对外业务。在危机之后, 为了恢复金融稳定而制定的一些中央银行项目, 如英格兰银行贷款融资计划或欧洲中央银行的长期再融资操作, 使得银行更有动力向国内借款人提供贷款, 而不是外国贷款。

主要的国际银行已经出售了一些国外业务, 完全退出一些国外市场, 或者只是等待贷款到期。据金融数据和分析提供商迪罗基 (Dealogic) 称,

前景稳定

我们不应该为跨境银行的重组而哀悼。多年来出现的导致金融危机的全球资本流动泡沫性高峰并不是衡量金融全球化状况的恰当基准。关于资本流动的最佳水平至今尚未达成共识, 但是如今没有充足的证据表明流入发展中国家或发达国家的资本有任何不足。

最近的事态发展并非预示着金融全球化将要走向终结, 相反, 它意味着未来的金融全球化将更加稳定, 并更富弹性。目前, 世界各地的金融市场仍然紧密相连。尽管年度新资本流动显著减少, 但自危机以来, 全球外国直接投资、证券投资组合和债券投资组合保持持续增长, 虽然增长幅度比前一年缓慢得多 (见图 3)。在全球范围内, 27% 的股票由外国投资者持有, 而在 2000 年时仅为 17%。在全球债券市场中, 2016 年有 31% 的债券由外国投资者持有, 而在 2000 年时则为 18%。贷款和其他投资是外国投资资产和负债存量中唯一在危机以后有所下降的部分。

为什么未来的金融全球化可能会趋向稳定,

至少是中期稳定，原因有以下三个。

首先，跨境资本流动组合配比已经发生了很大的变化，并且变化方向有利于促进稳定。自危机爆发以来，外商直接投资占跨境资本流动的比例已从2007年之前的26%上升到了54%。鉴于银行监管和股东审查的新现实，跨境贷款不大可能很快回落到危机前的水平。这种向外商直接投资的转变将促进跨境金融资本流动趋向稳定。由于外国直接投资反映了公司对其全球扩张规划的长期战略，因此是迄今为止最稳定的资本流动类型。股票和债券混合投资组合也比跨境贷款更加稳定，占危机以来总资本流动的40%以上。跨境贷款，特别是短期贷款，是迄今为止最为不稳定的资本流动类型，短期贷款所占比例的下降应是我们乐见的局面。

金融全球化稳定性的第二个可能的来源是移民汇回本国的侨汇稳定增长。这些资本流动比外国直接投资更加稳定，而且随全球移民的增加而增长。侨汇一般不被视为国家国际收支中的资本流动，过去它们体量相当小。但是，今天它们已经成为发展中经济体的重要资金来源。到2016年，这些经济体的侨汇总额接近4800亿美元，而在2000年时仅为820亿美元，2007年时为2750亿美元。如今，它们相当于私人资本流动（外国直接投资、证券投资和债务流动以及跨境贷款）的60%，是官方发展援助的三倍。随着全球移民的不断增加，以及区块链和移动支付等技术的发展让转账更便宜便捷，侨汇似乎还将继续增长。

全球金融稳定性的第三大潜在来源是危机前全球储蓄过剩效应消退。全球金融和资本账户失衡率从2007年占全球GDP的2.5%缩减至2016年的1.7%。这就降低了因这些失衡的快速恢复而可能给一些国家造成汇率波动和国际收支危机方面的风险。此外，如今的赤字和盈余分布在更多的国家，并且中美之间的巨大失衡已经逐渐减小。经济学家们目前的争论在于全球经济小规模失衡是否会持续存在。

无暇自满

这些取得的进展都不是我们自满的理由。资本流动总量仍然不稳定，这就可能给发展中经济体带来巨大的汇率波动。而且，一个紧密交织的全球金融体系不可避免地面临着金融危机以及相互传染的风险。此外，资产泡沫和泡沫破裂几乎永远与市场同在。

如果我们能从过去学到任何教训，那就是稳定是来之不易的，同时也是很容易失去的。正如我们在过去10年经历了一场艰难的变革之后开始认识到全球金融一体化的新模式一样，一场新的、颠覆性的变革正在以数字化金融的形式出现。数字化平台、区块链和机器学习等新金融技术的日益广泛使用将可能越来越多地参与到跨境金融当中，加速资本流动。届时将带来巨大的机会，但也将带来激烈的竞争。目前没有人能知道全球资本流动加速会带来哪些新的风险，但我们必须要对下一个威胁稳定的因素保持警惕和敏锐，这至关重要。FD

苏珊·伦德（SUSAN LUND）是麦肯锡全球研究院华盛顿分公司的合伙人；菲利普·哈勒（PHILIPP HÄRLE）是麦肯锡咨询公司慕尼黑分公司的高级合伙人和全球银行咨询业务主管。

本文基于麦肯锡全球研究院于2017年出版的《The New Dynamics of Financial Globalization》。