



过渡到金融稳定状态：坎坷之旅

作者：José Viñals

2013年10月9日

全球金融体系在过渡到更稳定状态的过程中，面临着几个重要的转变。这些转变将带来挑战，因为它们伴随着显著的风险。

那么，到底有哪些转变？

- 首先，美国将从长时间的通融性货币政策转向货币状况的正常化。这一转变过程将是平稳的还是崎岖不平的？
- 其次，新兴市场将面临更波动的外部状况和更高的风险溢价。需要采取什么措施，保持新兴市场的抗冲击能力？
- 第三，欧元区正迈向更强健的联盟和更稳健的金融体系。本文重点讨论公司与银行部门之间的紧密联系。公司债务积压对银行健康状况有何影响？
- 第四，日本正在转向“安倍经济学”新政策体制。其成败关系重大。日本的政策是否足够全面，能够确保稳定？
- 最后，在全球范围内，增强金融体系安全性的转变过程正在进行之中。在这方面，仍需开展大量工作。

美国的货币政策转变及全球影响

美国货币正常化的转变之路将是平稳的还是崎岖不平的？这一过程将是前所未有的、复杂的。长期利率可能过度调整。控制长期利率和市场波动性的难度本来就很大，从5月以来债券收益率和波动性的急剧上升就可窥见一斑。市场流动性的下降以及资金过度流向债券可能加剧这些风险。

利率的上升也可能暴露影子银行体系的薄弱环节，从而加剧市场和流动性压力。

一个例子是房地产抵押贷款投资信托。正如危机前的结构性投资工具和“管道”工具一样，房地产抵押贷款投资信托的杠杆率很高，容易受到资金撤离的影响。这些信托可能被迫快速出售其

持有的资产，导致抵押贷款支持证券市场出现动荡，而这种动荡可能蔓延到更广泛的资产市场。

为了平稳实现货币正常化，美联储必须制定明确、适时的沟通战略，以尽量降低利率波动性，并应根据经济形势的变化有效实施相关政策。加强对影子银行体系的宏观审慎监督和提高其透明度对于维持金融稳定至关重要。这使美联储能够将工作重点放在确保平稳退出上。

新兴市场

随着新兴市场资本流入消退，会出现什么情况？自雷曼危机以来，流向新兴市场的债券资金增加了 1 万亿美元以上，超过长期趋势水平近 0.5 万亿美元，使新兴市场公司借款升至创记录水平。

今年 5 月以来发生的事件表明，金融稳定面临新的问题。外国投资者在当地债务市场中具有更大的影响力。近年来市场流动性在恶化，使得当地利率对投资情绪更加敏感。同时，公司资产负债表已削弱，金融脆弱性增加，经济增长在减缓。这导致这些国家面临更严峻的市场压力。

在面对大量资本外流时，经济体需采取步骤确保有序的市场状况，并促进平稳的资产组合调整。新兴市场国家为维持抗冲击能力，还需解决国内脆弱性，提高政策可信性。

欧元区

关键的挑战仍在欧洲。地区和国家层面的政策行动已缓解了那些更为薄弱的国家和银行的融资压力，但金融分割状态依然阻碍信贷增长。

《全球金融稳定报告》还指出，在面临压力的经济体，公司债务的相当大一部分是由偿债能力薄弱的公司背负的。这就是我们所称的债务积压。我们估计，即使金融分割状态得到扭转，仍会存在持续的债务积压，其规模相当于意大利、葡萄牙和西班牙公司债务总额的近五分之一。

这种债务积压会通过公司贷款的损失而影响银行体系。一些银行将需提取更多损失拨备，应对这些预期损失。这会消耗银行未来利润的一大部分，在有些情况下还会侵蚀银行的资本。

为解决欧元区公司和银行资产负债表薄弱的遗留问题，需要采取一系列政策行动。公司债务积压问题需要以更综合的方式来解决。这可能包括清理债务，改善破产框架，或建立专门的资产管理公司来重组贷款。

对于银行，欧洲当局计划实施的资产负债表评估和压力测试提供了一个难得的机会，使得当局能够对银行资产质量进行彻底和透明的检查，确定资本不足情况。但在这项工作结束之前，必

须建立可信的后备支持，以便在私人资金不够的情况下，弥补所确定的资本缺口。在增强银行资产负债表的同时，需要在建立银行业联盟方面取得充分进展。

日本

在美国考虑货币正常化的同时，日本正根据“安倍经济学”框架增加货币刺激。日本的政策制定者需确保彻底实施这套政策，因为如果不能落实计划中的财政和结构性改革，可能重新引发通货紧缩和加剧金融稳定风险。

迈向更安全的金融体系

最后，虽然相关工作正在取得进展，但我们仍需完成监管改革，使各国以一致的方式实施新的规则，并加强监督。我们尚未实现这些目标。为了提高全球金融体系的安全性，仍有大量工作有待完成。

如果我们能够有效应对上述政策挑战，增强金融稳定的过程将会是成功的，并将为经济增长提供一个更加稳健的平台。

我们的脚已经在路上。我们手里有地图。现在，政策制定者需要握好方向盘，在崎岖不平的道路上谨慎前行，使我们安全到达目的地。