

全球金融体系：前方的路崎岖不平

作者：托拜厄斯·艾德里安

2018年4月18日



通胀意外上升可能导致美联储和其他中央银行加息的速度快于当前的预期，进而引发金融市场动荡（图片：Tom Williams/CQ Roll Call/Newscom）。

当前的经济环境依然有利，但全球金融稳定面临的短期风险在过去六个月内已经上升，原因在于2月股市发生动荡，以及投资者持续担忧地缘政治和贸易紧张局势会加剧。未来仍很有可能发生经济衰退，甚至存在全球经济在中期收缩这样一种较小的可能性。

政策制定者应利用当前的有利环境，采取措施降低风险。对于新兴市场经济体，这意味着巩固经济基本面，加强抵御外部冲击的缓冲；对于发达经济体，这意味着运用和完善监管和金融政策工具，并落实增强金融制度的计划。

最新一期[《全球金融稳定报告》](#)中的全球金融稳定评估是基于新的“[在险增长](#)”方法，该方法将金融状况与未来经济增长分布联系起来。鉴于当前的金融状况，金融稳定和经济增长在中期内面临较高风险。这反映了以下事实，即近年来为支持经济增长而实

行的低利率导致形成了脆弱性不断增加的环境。这些脆弱性可能加剧下一次的经济衰退，也可能使前方的路变得崎岖不平。

当前的金融脆弱性如何导致前方的路崎岖不平？失衡扩大意味着，经济或金融体系受到的冲击会引起更为痛苦的调整。例如，如果美国通胀上升速度快于预期，那么美联储和其他中央银行可能会以比当前预期更快的步伐取消宽松货币政策，进而可能引起金融市场的震荡。另一个风险是保护主义措施更广泛地升级，这对金融市场和经济增长都会产生不利影响。无论出现哪种情况，资产价格的突然下跌都可能暴露金融体系的脆弱性。

《全球金融稳定报告》识别出三个脆弱领域：信贷质量下降；新兴市场 and 低收入国家面临与外债有关的脆弱性；以及美国境外银行存在美元流动性错配问题。下面分别加以讨论。

- **信贷质量下降。** 信誉较差的公司越来越能够在金融市场借款。所谓杠杆贷款（向高风险和高负债公司提供的贷款）的全球发放量去年达到 7880 亿美元的创记录水平。公司债券市场出现了类似的趋势，评级较低的美国和欧元区公司在债券市场所占比例不断增加。

杠杆贷款

全球杠杆贷款发放量处于创记录水平，投资者保护（称为保证契约）在减弱。



来源：穆迪、标准普尔杠杆评论和数据公司以及基金组织工作人员的估计。

- **新兴市场 and 低收入国家的外债。**近年来，外国资本流动依然强劲，更多的新兴市场 and 低收入经济体从有利的外部融资条件中受益。但随着全球流动性浪潮减退，流向新兴市场的资金每年可能减少600亿美元之多，相当于2010-2017年年度总额的四分之一左右。在这种情景下，信誉较差的借款国可能出现相对更大规模的资金外流。低收入国家可能受到影响，因为其中40%以上的国家面临陷入债务困境的高风险。

信贷构成的变化

低利率使得信用质量较差的发行人能够进入国际信贷市场。

（新兴市场在全球发行的主权债，按评级，占总额的百分比）



来源：Bloomberg Finance L.P., Bond Radar, 以及基金组织工作人员的估计。

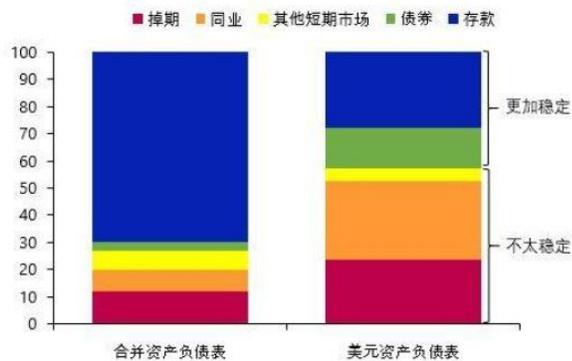


- **非美国银行的美元流动性错配。**总体而言，相比全球金融危机之前，目前银行具有更强的抵御风险能力。但对在国际范围内活跃的非美国银行来说，70%左右的美元融资依赖短期或批发来源。此外，从规模或期限看，这些美元负债并不总是与美元资产均衡匹配。在金融状况突然收紧或市场出现压力的情况下，这可能导致银行面临美元融资问题。

美元错配

非美国银行往往依赖短期批发美元融资。

(非美国银行的融资结构，占总额的百分比，截至2016年第四季度)



来源：国际清算银行；各银行财务报表；日本银行；美国联邦金融机构检查委员会；S&P全球市场财智；以及基金组织工作人员的估计和分析。

国际货币基金组织

《全球金融稳定报告》还分析了加密资产的兴起。这些资产背后的一些技术可用于提高金融市场基础设施（如支付系统）的效率。但加密资产也面临欺诈、安全漏洞和运行失效等问题，同时也与非法活动有关联。由于加密资产的规模有限，当前其对金融稳定造成的风险还很小，但是，如果它们在没有适当保障措施的情况下被更广泛地加以应用，那么风险就可能增加。

政策选择

政策制定者应利用当前的有利环境，采取措施防范金融风险。

- 中央银行应继续视情逐步取消宽松的货币政策，同时清晰地传达其决定。
- 监管机构应通过运用和开发监管和金融政策工具来应对金融脆弱性问题。
- 政策制定者应确保危机后的监管改革议程得到彻底落实，同时抵制撤销改革的呼声。
- 新兴市场 and 低收入国家应建立储备和财政缓冲，防范外部风险。

到目前为止，全球经济复苏进程经受住了金融市场的显著波动，但投资者和政策制定者不应因此掉以轻心，而应继续关注利率上升、市场波动加剧和保护主义趋势增强带来的风险。前方的路很可能崎岖不平。

关于新的“在险增长”模型的介绍，请点击[这里](#)。



托拜厄斯·艾德里安是国际货币基金组织货币与资本市场部主任兼金融顾问。他负责领导开展国际货币基金组织在金融部门监督、货币和宏观审慎政策、金融监管、债务管理和资本市场方面的工作。他还负责管理基金组织在各成员国开展的能力建设活动。在加入国际货币基金组织之前，他是纽约联邦储备银行的高级副行长兼研究和统计部副主任。

艾德里安先生曾在普林斯顿大学和纽约大学任教，并在《美国经济评论》、《金融杂志》、《金融经济学期刊》、《金融研究评论》等经济和金融期刊上发表了大量文章。他拥有麻省理工学院的博士学位、伦敦经济学院理学硕士学位、法兰克福歌德大学理科硕士学位，以及巴黎第九大学硕士学位。他在德国巴特洪堡的洪堡中学获得了文理高中文凭。