



## 第二章：货币政策和非银行融资上升

### 概要

金融市场的结构已在发生重大变化。持续的金融创新、金融危机后脆弱的银行资产负债表、经营模式的转变以及银行监管的加强，都使得融资从银行贷款大量转向债券发行。这使非银行机构（如保险公司、养老基金和资产管理公司）发挥了更大的作用。非银行机构对美国的金融中介活动十分重要，在欧洲和部分新兴市场经济体的重要性也已大幅上升。

非银行机构融资上升是否降低了货币政策的影响力？一些人认为，货币政策措施对经济活动的影响有所下降，因为主要传统传导渠道之一的银行信贷的重要性下降。理论上，非银行机构会抑制或放大货币政策的传导效果。一方面，若非银行机构的融资成本受货币政策变动影响小于银行，或其并不受到相同监管的制约，则非银行机构可能介入并替代银行开展贷款，这可能抑制货币政策的传导。另一方面，若非银行机构的风险偏好对货币政策变动更为敏感，则他们可能会放大货币政策的传导。本章对这一探索相对较少的重要领域进行了研究，首先给出了概念性的框架，之后使用创新性的分析方法检验了实证证据。

本章发现，过去15年间，非银行机构金融中介重要性的上升（若有任何影响的话）加强了货币政策的传导效应。多国货币政策的效力都有所提升，且平均看来，似乎非银行金融部门越大，货币政策的效力就越大。与银行类似，非银行机构在货币政策收紧时会缩减资产负债表规模，且非银行金融中介缩减的幅度一般超过银行。这一行为可部分由货币政策对承担风险行为的影响予以解释。结果是债券收益率和风险溢价发生变化，从而影响借款成本和实体经济活动。因此，非银行金融部门的构成对货币政策传导很重要。

非银行机构作用上升，这意味着货币政策操作需要持续适应传导渠道的变化。货币政策操作的规模和时点必须持续调整，因为其影响大小和生效速度都在变化。例如，随着承担风险渠道的相对重要性上升，货币政策变动对实体经济的影响可能更为迅速和显著。尽管并非本章所关注，监管框架的变动可能影响货币政策传导的力度，因为银行和非银行机构对货币冲击反映不同，其中一些反映出二者监管制度间存在的差异。

货币政策对金融稳定的影响变得日益重要。例如，货币政策操作对银行和非银行金融机构财务稳健性的影响可能更大了，因为承担风险渠道似乎正成为驱动金融中介反应的更重要机制。这意味着审慎和监管当局需保持更高警惕。

货币政策需要考虑主要金融中介资产负债表的规模和构成，以便更好衡量金融机构风险偏好的变化。考虑到非银行金融部门的增长，非银行机构资产负债表的信息至少与货币总量的传统指标同等有用。例如，经纪自营商杠杆的大小和变化以及债券基金管理的总资产，都可为货币政策提供信息。在此背景下，弥合非银行方面的数据缺口至关重要。



## 2016年10月——全球金融稳定报告

2016年9月29日

### 第三章：新兴市场的公司治理、投资者保护和金融稳定

#### 概要

新兴市场经济体与世界其他地区的金融一体化程度上升，这使其可利用更多资本，但同时也更容易受到金融冲击的影响。随着一体化程度的提高，新兴市场经济体的制度和法律框架是否也变得更加完善，从而帮助其提高了抵御能力，从而可以应对更加波动的外部环境？

本章关注新兴市场经济体公司治理、投资者保护和金融稳定三者之间的相互关联。公司治理和投资者保护包含国家和企业层面的有关规则和实践，涉及公司投资方如何保障其投资获得收益。主要新兴市场经济体过去发生的金融危机凸显出公司治理的缺陷如何导致金融不稳定。

本章发现，过去 20 多年来，新兴市场经济体的公司治理和投资者保护普遍提高。这一进展在企业和国家层面的指标中都能明显看出。即便如此，新兴市场经济体之间还存在重大差异，且有进一步改进的空间。

分析支持了以下观点，即更完善的公司治理和消费者保护框架能提高新兴市场经济体抵御全球金融冲击的能力。本章为新兴市场经济体制定了企业层面治理的新指标，并使用了新的实证方法。结果显示，更完善的公司治理培育了更深、更具流动性的资本市场，这使其能更好地吸收冲击。公司治理也提高了股票市场的效率，因而降低了股价对外部冲击的敏感程度，减少了股价崩盘的可能性。例如，国家和企业层面治理指标从较低水平提高到较高水平，新兴市场经济体企业受全球冲击影响的平均程度约下降 50%。拥有较完善公司治理和投资者保护的新兴市场经济体的公司资产负债表也普遍更健康。特别是，治理越完善的企业，其短期债务比重和违约的可能性也通常较低，并有能力举借更长期限的债务。这降低了企业在融资枯竭时的脆弱性，提高了金融稳定。

完善公司治理带来的金融稳定效益说明需要进一步推进改革。尽管并不存在某种单一的模式，但良好的公司治理具有一些共同特征。本章相应提出以下政策建议：

- 所有的新兴市场经济体都应继续推进法律、监管和制度框架方面的改革，提高公司治理制度的有效性和可执行性。

- 大多数新兴市场经济体都应该继续加强外部投资者（特别是少数股东）的权利。
- 许多新兴市场经济体都需要完善信息披露要求，使其与国际最佳做法完全一致。提高董事会的独立性也很可能带来益处。