

概要

过去几个月里，金融稳定风险明显增大。黯淡的增长前景给公共和私人资产负债表带来不利影响，并使得处理沉重债务负担的挑战更加艰巨。许多先进经济体的公共资产负债表极易受到不断增加的融资成本的影响，这部分地是由于私人风险转移至公共部门。公共财政吃紧，迫使政策制定者在通过财政政策对经济活动提供支持时顾虑重重，而货币政策提供额外刺激措施的空间又很有限。在这种背景下，危机

图1.1 危机的各个阶段



（现在是第五个年头）已经进入一个新的更具政治意义的阶段（图 1.1）。欧元区为解决目前的问题采取了一些重要举措，但是，在实行调整的经济体内部以及提供支持的各经济体之间存在着政治分歧，导致长效性的解决方案迟迟未能出台。与此同时，人们对美国的政治进程是否有能力就对于全球稳定至关重要的中期财政调整达成必要共识越来越持怀疑态度。由于这些先进经济体的政治领导人未能就充分强化宏观金融稳定和实施促进增长的改革争取到广泛的政治支持，市场已开始质疑这些领导人是否有能力采取必要行动。这种脆弱的金融和政治环境加剧了对违约风险的担忧，因此，制定出一个处理波及效应和加强金融体系的、连贯统一的政策是一项紧迫的要求。

的确，全球金融体系近来遭受了一系列冲击：欧元区边缘国家出现新的市场动荡，美国信用降级，全球经济有减速的迹象。在欧元区，主权压力可能重新引发银行体系与实体部门之间的负面反馈循环。自 2010 年发生主权债务危机以来，高利差国家给欧元区带来的主权信用压力估计对欧盟的银行造成了约 2000 亿欧元的直接影响。此估计没有衡量银行的资本需求，因为这就要求对银行的资产负债表和收入状况作出全面评估。这个估计主要是基于银行在过去两年经历的主权信用风险上升。这些影响通过高度关联和杠杆化的金融机构网络进一步扩大；如果计入对同一国家的银行间的风险暴露，波及影响的规模约增加一半。一些经济体的银行已经丧失进入私人融资市场的机会。除非采取足够行动处理主权风险的根源（通过实行可信的紧缩财政战略）并解决给金融体系造成的潜在影响（通过提高银行的稳健性），否则，发生更严重的去杠杆化、信用收缩和经济受拖累的风险将增加。

本期《全球金融稳定报告》警告指出，低利率政策尽管在目前条件下必不可少，但从更长期来看，可能会威胁金融稳定。由于先进经济体的增长依然迟缓，低利率是对付经济活动低迷的自然手段。然而，在许多先进经济体，由于资产负债表的修复一直不完善，一些部门依然困在信用周期的修复和恢复阶段，而“寻求收益”正在推动另一些部门变得更加杠杆化，因而再次变得脆弱。另外，低利率正在将信用创造驱至更不透明的渠道，如影子银行系统。这些状况增加了信用周期发生更急剧、更强烈转变的可能性，而且，一旦发生新的冲击，资产质量将进一步恶化。加快修复资产负债表和适当的宏观审慎政策有助于抑制这些风险。

新兴市场经济体处在信用周期的领先阶段。更光明的增长前景和更强健的基本面，加上先进经济体的低利率，一直吸引着资本流入。这些资本流动推动了国内流动性和信用扩张，推高了资产负债表的杠杆水平和资产价格。尤其是在国内政策宽松的情况下，其结果可能是经济过热压力、金融失衡逐渐堆积以及信贷质量恶化，一些地区的不良贷款预计将显著增加。同时，如果出现全球增长乏力、资本骤然外流，或融资成本上升削弱国内银行，新兴市场都将面临急剧逆转的风险。本期报告发现，在同时遭受几种冲击的严重情况下，新兴市场银行的资本充足性将下降，幅度可能高达 6 个百分点。拉丁美洲银行更容易受到贸易条件冲击的影响，而亚洲银行和新兴欧洲银行对融资成本增加更敏感。

风险已然上升，解决威胁全球金融体系和目前经济复苏的脆弱性的时间正在流逝。先进经济体的优先事项是解决危机遗留问题，并且尽快完成金融监管改革，以提高金融体系的抵御能力。新兴市场必须遏止住金融失衡的积累，同时为更强健的金融框架打好基础。尤其是：

- 需制定协调一致的政策解决方案，以减少先进经济体的主权风险，防止波及效应。7 月 21 日举行的欧元区首脑会议和欧洲中央银行随后发布的公告是为加强欧元区的危机管理框架所采取的重要举措。然而，至关重要的是要确保商定的举措得到迅速落实，以及考虑如何进一步加强欧元区的经济和金融治理框架。美国和日本必须实施中期财政整顿战略，以解决主权风险，特别是要考虑到，美国如果不能妥善处理其财政问题，将对全球经济和金融产生诸多不良影响。
- 须做出可信的努力加强金融体系的抵御能力，防止金融过度。采取适当的财政措施，并辅之以加强银行的举措（修复资产负债表和确保充足的资本缓冲），可以帮助打破主权风险与银行之间的链条。如果一国的财政措施能成功地恢复公共财政的长期可持续性，其主权风险溢价将下降，这将减少对银行的压力。然而，考虑到风险和不确定性的增大，以及需要说服市场，一些银行，特别是那些严重依赖批发融资和对风险较高的公共债务有暴露的银行，可能需要更多的资本。此外，所需新资本的规模将取决于财政整顿战略的可信性。须对薄弱银行进行重组或清理。任何资本需求应尽可能通过私人来源来满足，但在有些情况下，公共部门注资对于可生存银行而言可能是必要

和适宜的。可能还需采取更有力的宏观审慎措施，用于抑制与长期低利率和信用周期风险有关的风险。

- 新兴市场政策制定者需采取充分的宏观经济和金融政策，防止过热和金融失衡堆积。压力测试显示，许多新兴市场有必要进一步加强银行的资产负债表。
- 金融改革议程需尽快完成，并在国际范围内得到一致实施。其中包括最终完成巴塞尔协议 III、处理系统性金融机构，以及解决影子银行部门带来的挑战。

报告第二章“长期投资者及其资产分配：他们现在投资于何处？”考察了那些驱动长期实际货币机构投资者进行全球资产分配的力量，以及危机对这些投资者投资行为可能产生的持久影响。公共和私人养老基金、保险公司以及协助上述机构的资产管理人在危机发生期间改变了行为方式，他们摒弃了有风险的和缺乏流动性的资产。本章警告指出，普遍转向更安全和更具流动性的证券，可能会限制长期投资者在全球市场中发挥稳定作用。

该章发现转向新兴市场资产的长期趋势正在加速。主要决定因素是这些国家强劲的国内经济增长前景以及市场认为这些国家的风险较低（而不是利差较低）。如果推动这些资金流动的基本因素发生变化，新兴市场的债务和股权基金外流的规模可能很大，在有些国家可能比危机时期更大。就这些经济体而言，这种威胁突出了实施旨在保持强劲和稳定增长和维持金融体系抵御能力政策的重要性。

第三章“开始实施宏观审慎政策：何时行动？”分析系统性事件的预警指标。该章认为，就信用变量而言，信贷与 GDP 之比年增长率超过 5 个百分点，可能是未来两年金融危机风险将会增大的信号。如果信贷计量纳入从国外金融机构直接获得的跨境贷款，这种信号作用则更为强烈。重要的是，如果结合使用其他变量，基于信用的指标的效果大大增强，因为这使得人们能够更好地理解信用增加的根本原因。这将减少在信用扩张支持的是健康的经济增长时不当使用宏观审慎政策的风险。

最后，该章介绍了如何运用政策工具缓解系统风险的积累。文章分析反周期资本缓冲这一重要的宏观审慎工具如何防止引起动荡的周期的发生。有趣的一个结论是，反周期资本要求减缓系统性风险的能力并不受汇率制度的影响。这表明，此工具可以在各类经济体普遍有效。总之，该章在宏观审慎框架的设计和 implementation 方面（这是危机发生后许多国家积极讨论的一个问题）提出了前沿性的见解。