



## 2015 年 10 月 全球金融稳定报告

2015 年 9 月

## 第 2 章：市场流动性——能够抗击风险亦或稍纵即逝？

## 概要

发达和新兴市场经济体的市场参与者开始担心市场的流动性水平和其抗风险能力可能都在下降，特别是对于债券而言。因此，与流动性冲击相关的风险可能会上升。高水平的市场流动性（以低成本和有限的价格影响快速买入或卖出大量证券的能力）对于从储蓄者向借款人高效转移资金，从而对经济增长都十分重要。抗风险能力高的市场流动性对于金融稳定性至关重要，因为这减少了应对冲击时市场流动性大幅下降的可能性。较低的市场流动性可能也很脆弱，但是看似充足的市场流动性也可能突然降低。

本章分别分析了影响市场流动性水平的因素和影响其抗风险能力的因素，并发现周期性因素，包括货币政策，发挥着重要作用。特别是，本章发现虽然各债券类别的动态不同，但是只有一些市场显示出明显的市场流动性恶化迹象。然而，当前的市场流动性水平因为良性的周期性状况得以维持——同时一些结构性发展变化可能正在侵蚀其抗风险能力。此外，各资产类别包括新兴市场资产的市场流动性溢出效应加大。

对近期做出的监管变化的影响进行全面评估还需要更多的时间。做市规模减少似乎对市场流动性水平带来了不利的影响，但是流动性水平降低可能受到多种因素的作用。在其他领域，监管的影响更加明确。例如，对衍生产品交易的限制（如 2012 年欧盟实施的限制）削弱了标的资产的流动性。相反，增加透明性的监管措施改善了市场流动性的水平。

市场结构的变化似乎增加了流动性的脆弱性。共同基金增持公司债券，以及共同基金、养老基金和保险公司的持有集中度增加，都与流动性的抗风险能力更弱相关。与此同时，小额债券的大量发行几乎确定无疑地降低了债券市场的流动性，并且加大了投资基金的流动性错配。

本章建议采取措施提升市场流动性水平和其抗风险能力。因为市场流动性容易突然枯竭，政策制定者应采取先发制人的策略以应对市场流动性的此类变化。此外，因为当前的市场流动性状况可以提供流动性蒸发风险的线索，政策制定者也应仔细监控大范围资产类别的市场流动性状况。但是，本章的目的不是提供市场流动性水平或抗风险能力的“最佳”基准。市场基础设施改革（包括平等进入电子交易平台的机会和标准化）能够通过建立更加透明和开放的资本市场起作用。应重新评估对衍生产品的交易限制。监管者应考虑使用对共同基金的流动性成本进行充分定价的工具。美国平稳实现货币政策的正常化对于避免扰乱发达和新兴市场经济体的流动性十分重要。



## 2015年10月——全球金融稳定报告

2015年9月

### 第3章：新兴市场的公司杠杆——一个关注点？

#### 概要

主要新兴市场经济体非金融企业的公司债务在2004至2014年间翻了两番。与此同时，公司债务的构成从贷款转向了债券。虽然提升的杠杆率可以用做投资，进而促进经济增长，但是近年来的上升趋势自然引起人们的担心，因为在新兴市场，许多金融危机发生前都出现了快速增加的杠杆率。

本章考察了企业、国家和全球因素在过去的十年对新兴市场的杠杆率、发行量和利差情况的不断变化的影响。出于此目的，本章使用了大量且数据丰富的数据库。虽然本章的目的不是对杠杆率是否在某些部门或者国家过高做出量化评估，但是分析杠杆率增加的驱动因素能够有助于阐明潜在风险。

本章三大重要的结论如下：第一，在解释新兴市场的杠杆率增加、发行量和利差时，企业和国家具体特征的相应贡献在近几年似乎有所减少，而全球驱动因素发挥了更大的作用。第二，杠杆率在更具周期性的部门里上升得更多，其中在建筑部门上升最多。平均而言，杠杆率上升也与加大的外币敞口有关。第三，尽管资产负债表更加疲软，新兴市场的企业仍能够以更好的条件发行债券（更低收益率和更长期的债券），许多发行方还利用有利的金融条件来对其债务进行再融资。

全球因素在它们对企业格外有利的时期发挥更大的作用，这表明了新兴市场必须对全球金融状况收紧的影响做好准备。主要的政策建议如下：第一，监管脆弱的和具有系统重要性的企业和与其有紧密联系的银行和其他部门至关重要。第二，监管范围扩大需要改善公司部门金融数据（包括外币敞口）的收集。第三，宏观和微观审慎政策有助于限制资产负债表外币敞口的进一步积累并控制公司部门杠杆率的过快上升。第四，随着发达经济体货币政策的正常化，新兴市场应对公司破产事件的增加做好准备，并在需要时改革公司破产制度。