



2016年4月《全球金融稳定报告》

概要

2016年4月13日

2015年10月《全球金融稳定报告》发布以来，全球金融稳定面临的风险上升。在发达经济体，由于不确定性增大，经济增长和信心受挫，前景出现恶化。全球资产市场受到的扰乱加剧了这些压力。石油和大宗商品价格的下跌使新兴市场经济体的风险居高不下，而中国经济增长转型的更大不确定性加大了对全球市场的溢出效应。这些发展变化导致金融条件收紧、风险偏好下降、信用风险上升、资产负债表修复受阻，从而损害了金融稳定。

在1月和2月的动荡中，许多市场价格出现剧烈下跌，使资产价格降到宏观经济基本面所对应的水平以下，而宏观经济基本面显示增长路径稳定但改善缓慢（见2016年4月《世界经济展望》）。现在，市场波动的加剧和避险情绪的增强也许反映了不断上升的经济、金融和政治风险以及对政策的信心减弱。2月以来，资产价格的恢复扭转了相当一部分损失并减轻了波动。市场情绪受到了石油和大宗商品价格上涨、美国经济数据好转以及各国中央银行支持性行动的支撑。但是，动荡的净影响已对信心造成冲击，给金融稳定带来了消极影响。

本报告传达的主要信息是，需要采取进一步的措施，实施一套更平衡和有效的政策组合，来改善增长和通胀前景，并确保金融稳定。如果不采取这些措施，市场可能再度发生动荡。在这种情况下，不断上升的风险溢价可能导致金融条件进一步收紧，从而形成信心不振、增长疲软、通胀降低和债务负担加重的恶性循环。全球资产市场的动荡可能加剧经济滑向更严重和更持久放缓的风险，其特征是金融和经济停滞。如果出现金融停滞，负责资本配置和储蓄调动的金融机构就可能长期面临资产负债表受损的艰难状况。金融稳健可能受到严重侵蚀，以至于中期经济增长和金融稳定都会受到不利影响。在这种情景下，到2021年，世界产出可能较基线水平下降3.9%。

政策制定者需要借助当前的经济复苏势头，通过解决三重全球性挑战（发达经济体的遗留挑战、新兴市场的脆弱性加剧、系统性市场的流动性风险增大），来实现更有力的经济增长和金融稳定路径。沿这一路径取得进展将使世界经济实现决定性突破，迈向强大和健康的金融体系以及持续的经济复苏。在这种情景下，到2018年，世界产出可能较基线水平扩张1.7%。

发达经济体必须处理危机遗留问题。发达经济体的银行近几年变得更安全了，因为它们的资本和流动性缓冲储备增强，资产负债表的修复取得进展。尽管有这些进展，但在今年年初，银行仍受到了市场压力，这反映出，在疲弱不振的经济环境下，人们对银行业务模式的盈利性存在担忧。发达经济体的银行如果不实施改革，约15%的银行（按资产衡量）在实现可持续盈利方面面临严峻挑战。在欧元区，市场压力也使人们看到了长期存在的遗留问题，这表明，必须更彻底地解决欧洲银行问题，这一工作不能再拖延了。居高不下的不良贷款迫切需要通过一项全面的战略来处理，而欧元区银行体系的过剩能力需要逐步化解。在美国，房屋抵押贷款市场（2008-2009年危机时处于中心）继续受

益于政府的大力支持。当局应该重启努力，降低房利美和房地美的支配地位，并继续对这些机构进行改革。

第三章显示，在各发达经济体，保险部门（特别是寿险公司）对系统性风险的影响已经增大，但尚未达到银行部门的水平。这种影响增大的主要原因是对总体风险的共同暴露程度提高，而这一方面是由于保险公司的利率敏感度上升，另一方面则是由于不同资产类别之间的相关性提高。因此，一旦发生不利冲击，在其他金融机构都难以有效发挥金融中介作用时，保险公司也不太可能发挥这种作用。

这些研究结果表明，应该在更大程度上对保险公司监管采取宏观审慎方法。措施可以包括定期宏观审慎压力测试或采用逆周期资本缓冲。在加强宏观审慎政策的同时，还应采取一些补充步骤，包括在国际范围内采纳保险业资本和透明度标准。此外，监管机构应关注较小和较薄弱的保险公司的不同行为。

新兴市场需要加强其抵御全球经济“逆风”的能力。由于证券投资流动的波动性加大，新兴市场经济体正面临着增长放慢、大宗商品价格疲软和信贷状况趋紧的困难交加的局面。这种局面使金融和经济风险居高不下。到目前为止，许多经济体对这种更加困难的内外环境表现出了显著的抵御能力，这是由于政策制定者在强化的政策框架中恰当地运用了缓冲。

沉重的私人债务负担加剧了信贷和银行面临的风险，因此，与大宗商品有关的企业正在急剧削减开支。大宗商品出口国以及中东和高加索地区的国家尤其暴露于实体经济和金融部门的压力之下。国有企业与主权国家之间的关联度出现了强化趋势，而这会增加那些面临偿债压力的国家的财政和金融稳定风险。更广泛地说，偿债能力下降的非金融企业的债务已经增至 6500 亿美元，占本报告所涵盖的上市企业的公司债务总额的 12%。银行的资本缓冲普遍充裕，但可能受到盈利减少和信贷周期下行的考验。

新兴市场经济体普遍具备有关工具，能够加强抗冲击能力，应对大宗商品价格下跌、经济增长减缓以及资本流动放慢的影响。新兴市场经济体的当局应该继续使用其可用的缓冲手段和政策空间，使调整更加平稳，并强化主权和银行资产负债表。这包括使用外部缓冲、财政和货币政策以及宏观审慎和监管框架等。缓冲不足、政策空间有限的国家应该通过调整宏观经济政策早日行动，从而解决其脆弱性，包括通过寻求外部支持。

中国的经济再平衡正在取得成效。在经济向新增长源转型以及应对某些金融部门风险方面，中国已经取得显著进展。此外，对影子银行活动的更严格监管已经帮助将融资结构导向银行贷款和债券发行。但是，中国的再平衡有其固有的复杂性，为了主动应对不断增加的脆弱性，迫切需要承诺实施更加雄心勃勃、更加全面的政策议程。经济增长放缓已经侵蚀了公司部门的健康状况，而利润率的下降损害了约占上市公司债务 14% 的企业的偿债能力，从而加大了整个体系的资产负债表压力。制定解决企业债务积压问题的全面计划将有助于实现稳步的去杠杆化过程。在企业去杠杆化的同时，还应加强银行和社会安全网，尤其是对产能过剩部门下岗工人的保障。应该迅速制定全面的处理不良资产和加强银行的重组计划，同时还需要健全的法律和制度框架，为破产和债务重组过程提供便利。

第二章发现，新兴市场的冲击对股票价格和汇率造成的溢出效应显著增加，目前对资产回报变化的作用超过三分之一。这突出表明，发达经济体和新兴市场的政策制定者在评估国内宏观金融状况时，将新兴市场经济体的经济和政策动态加以考虑非常重要。金融一体化，不止是经济规模和贸易一体化，对于新兴市场经济体作为金融溢出效应的接收者和施放者的作用是一个关键。例如，一体化水平能够解释，在中国的经济增长冲击对新兴市场 and 发达经济体股票回报的影响日益重要时，来自中国的单纯金融蔓延效应却依然不那么显著。随着中国在全球金融体系中的作用继续提高，政策决定的清晰和及时沟通以及与所取得成就相一致的政策目标和战略上的透明度将变得更加重要。鉴于企业杠杆率和共同基金流动在放大冲击溢出效应上的明显相关性，使宏观审慎监督和政策能够遏止这些渠道产生的系统性风险将是至关重要的。

应提高市场流动性的抗冲击能力。正如前几期报告所讨论的，为避免加剧市场冲击的风险，需要采取一种综合方式来降低对共同基金的流动性挤兑风险，并加强市场流动性服务的提供。

这是关乎成败大局的事：首先，必须避免出现不断上升的经济增长减缓、动荡加剧的风险。然后，必须巩固增长势头，改善金融稳定，使其好于基线水平。需要制定一个雄心勃勃的政策议程，纳入更均衡、更有效的政策组合，包括加强金融改革和继续采用宽松货币政策。对政策信心的提高将有助于降低脆弱性，消除不确定性，并形成金融市场与实体经济之间的良性循环。