



新的全球失衡：金融风险承担过度，经济风险承担不足

作者: Jos é Vi ñals

2014年10月8日

我今天主要谈三点：

1. 政策制定者面对着新的全球失衡：经济风险承担不足，难以支持经济增长；金融风险承担过度情况加剧，影响稳定。
2. 银行已变得更加安全，但可能还不足够强健从而为经济复苏提供有力支持。风险正转向影子银行体系，体现在市场和流动性风险上升。这些风险若不加以解决，可能会损害全球金融稳定。
3. 为了解决这种新的全球失衡，我们必须改善货币政策向实体经济的传导，从而促进经济风险承担。另外，我们必须通过更好的微观和宏观审慎政策来解决金融过度问题。

下面我就展开谈谈这几个方面。

危机爆发后六年多，全球经济复苏仍然在很大程度上依赖于先进经济体的宽松货币政策。这种宽松政策助于经济风险的承担，体现在企业增加投资和员工录用、住户增加消费。但这种影响十分有限，并且不均衡。美国和日本的情况较好，而欧洲和新兴市场的情况差一些。

同时，长期的货币宽松导致过度承担金融风险的行为累积。这导致各种金融资产价格高涨，一些市场部门的信用利差过窄、无法弥补违约风险，最近还导致波动性降到历史低水平，表明投资者过于乐观。这种情况同时出现在广泛的资产类别和众多的国家，这是前所未有的。最后，新兴市场的企业杠杆率继续上升。

应对政策挑战

我首先从银行谈起。好消息是，**银行的安全性目前已大大增强**，资本水平和流动性提高。然而，《全球金融稳定报告》发现，**很多银行不具备提供足够信贷、有力支持经济复苏的资金实力**。这意味着，银行在稳定和修复其资产负债表后，目前面临着一个新挑战：它们需要调整其业务模式，以适应危机后的市场现实和新的监管环境。

我们分析了先进经济体的 **300 家大型银行**（这些银行占这些经济体银行体系的大部分），发现占总资产近 **40%** 的银行不够强健，无法为经济复苏提供足够的信贷支持。在欧元区，这一比例上升到 **70%** 左右。这些银行需要对其业务模式进行更根本的全面

改革，包括以下方面的整合：现有业务的重新定价、在不同业务活动之间重新分配资本、重组或削减业务。在欧洲，欧央行对资产负债表的全面评估为这些亟需的银行业务模式转变提供了良好的起点。

换言之，当银行收到资本充足的“体验合格证明”时，它们就足以安全地过上“正常生活”。但在许多国家，我们需要银行是“运动健将”，为经济复苏提供有力支持。

在银行努力应对这些挑战的过程中，资本市场目前提供了更重要的融资来源，这是可喜的进展。但这也使得风险点转移到影子银行。例如，专注于信贷的共同基金经历了大规模资产流入，合起来已成为美国公司债券和外国债券的重要持有者。

问题是，这些资金流入造成了固定收益市场的**流动性错觉**。在市场形势好的时候向投资者承诺的流动性很可能超过市场在处于压力时提供的流动性，特别是在银行做市能力较低的情况下。

与此同时，新兴市场作为先进经济体证券投资者投资目的地的重要性在提高。**这些投资者目前将超过 4 万亿美元的资金（约相当于其总投资的 13%）投向新兴市场股票和债券。**这一比例在过去十年里提高了一倍。鉴于这种更加紧密的金融联系，来自先进经济体的冲击将更加迅速地扩散到新兴市场。

这些因素结合在一起会加剧冲击对资产价格的影响，导致更急剧的价格下跌和更大的市场压力。这种不利情景会损害全球经济，甚至在极端情况下会损害全球金融稳定。各种冲击，包括地缘政治动荡加剧，或美国货币政策正常化过程出现“坑坑坎坎”，都可能触发这种连锁反应。

所以，我们应该采取什么行动来维护金融稳定和加强经济复苏？对此，政策制定者需要解决金融风险承担与经济风险承担之间的新的全球失衡。他们应采用各种手段：

更加明确地说，宽松的货币政策对支持经济复苏依然至关重要。但仅靠货币政策是不够的。其他政策，包括结构性改革、明智的财政政策以及金融政策，都需发挥各自的作用。

- **我来重点谈谈金融政策的两个关键领域。**首先，改善银行对经济的信贷资金流动，有助于经济风险承担。但为了实现畅通的信贷渠道，许多银行必须对其业务模式做出根本性调整。监管机构需要加快这一结构性转型过程，这种转型将使银行能够在不承担过多风险的情况下提高其盈利性，也使银行能够通过贷款支持经济。这在欧洲尤为重要，因为欧洲的银行在为经济提供资金方面发挥着主要作用。
- 第二，政策制定者需要设计和实施一系列微观和宏观审慎政策，解决可能威胁稳定的金融过度现象。例如，在资产管理行业，必须加强监管，以确保赎回条款更好地匹配基本流动性状况。在新兴市场经济体，对非银行部门和公司部门执行更全面的杠杆监督和报告机制将有助于识别潜在脆弱领域。为了更好地防范全球流动性压力，可以进一步加强双边和多边互换额度，以缓解过度波动性的影响。

这些政策将提高金融机构抵御风险的能力，同时能控制资产价格和信贷活动的顺周期性，从而增强全球金融体系。这对于缓解当下影子银行业务不断增加的风险（尤其是市场风险和流动性风险）具有重要意义。

政策制定者必须对金融稳定所面临的这些日益严峻的挑战保持警觉，现在必须采取进一步的行动，在促进经济风险承担行为从而支持经济增长的同时，解决过度承担金融风险的问题，以保持稳定。