

## 2012年4月期《全球金融稳定报告》

### 第三章新闻发布要点：

#### 安全资产：金融系统的基石？

撰写人：Silvia Iorgova（组长）、Abdullah Al-Hassan、Ken Chikada、Maximilian Fandl、Hanan Morsy、Jukka Pihlman、Christian Schmieder、Tiago Severo、孙涛

#### 要点

- 市场扭曲挑战了安全资产（如美国国库券、德国国债，可能还包括高等级公司债券）在全球金融市场发挥关键作用的能力。先进经济体面临的更大不确定性、监管改革以及央行在危机后采取的非常规应对措施等，都在不断推升对安全资产的需求。
- 随着公共和私人部门创造安全资产能力的下降，安全资产的供应不断收缩。被视为安全的主权债务日益减少。劣质的证券化业务削弱了证券化工具充当安全资产的实力。
- 安全资产范围的缩小以及需求压力的增大会对全球金融稳定产生负面影响。安全资产的稀缺会抬高安全资产价格，争抢稀缺资产的投资者将不得不降低所持资产的安全等级。这可能导致资产的短期波动性上升和高等级抵押品的短缺。
- 为确保安全资产市场平稳调整，需更灵活地制定和实施相关政策。政策制定者需平衡以下两方面：其一，实现金融机构的稳健性；其二，为实现金融机构稳健而衍生的、由过快购买安全资产带来的成本。

全球金融危机以及人们对很多先进经济体主权债务可持续性的日增忧虑都说明，没有任何资产是真正安全的。近来，原本被视为零风险的主权债务的评级也有所下降，这再次证明，即使高评级资产也存在风险。“绝对安全”这一概念不但是信用评级机构的最高评级，而且融入审慎监管和机构投资者投资的理念和操作之中。在危机爆发前，人们对安全资产存在误解。如今，尽管一部分资产的真正安全程度被更准确地反映出来，但是，即将到来的监管和市场改革以及央行的危机管理策略，再加上安全资产面临的持续不确定性及其供应的下降，将共同推升安全资产的价格，并超出在无此类扭曲情况下的范围。

本章考查了安全资产的多重作用，不同监管、政策和市场扭曲的影响，以及未来由此可能产生的压力点。在需求方面，更大不确定性、监管改革以及央行的与危机有关的应对措施在不断推升需求。危机爆发前，全球经常账户失衡作为主要外部因素，推动了外汇储备管理机构和某些主权财富基金购买安全资产。危机后，关注点则转向以下方面：安全资产满足新的审慎监管要求的能力，场外衍生品交易或其向中央交易对手转移资产时产生的新增抵押品需求，以及此类资产在央行操作中的日增使用。在供应方面，对财政问题的担忧

致使人们降低了对主权债务安全程度的认可程度。分析表明，至2016年，安全资产供应将减少约9万亿美元（或占主权债务预计总量的16%左右）。劣质的证券化业务导致私人部门提供安全资产的能力也有所下降。

**安全资产的范围不断缩小以及对此类资产的需求不断增加，会给全球金融稳定带来负面影响。**安全资产的稀缺会抬高安全资产价格，争抢稀缺资产的投资者将不得不降低所持资产的安全等级。这还会导致资产短期波动性增大，导致金融交易中可用作“润滑剂”或信托替代品的、兼具稳定性和流动性的抵押品的短缺。

## **政策建议**

**有关政策需具有一定灵活性，并渐进实施，以降低因安全资产价格不均衡调整而冲击金融稳定的风险。**

**新的审慎监管规则应充分区分合格资产的安全特性。**应以合理的时间频率，审查合格资产的风险类别（信誉方面以及流动性方面），以确保其反映各类资产的不同风险。充分区分资产风险类别有助于避免“悬崖效应”——在此效应下，市场状况恶化和评级下降会使资产自动重新归入较低类别，导致价格陡然下滑。在资本充足率要求方面，最终应为主权债务分配风险权重，该权重应能更准确地反映出主权债务发行国的相对信用风险。流动性要求方面，应定期修正流动性覆盖比率的扣减标准。

**为舒缓由中央交易对手违约金产生的抵押品需求带来的压力，可灵活定义可接受的安全资产。**如能确保充分广泛的抵押品（包括基于风险的适当的扣减标准以及最低纳入标准），那么，中央交易对手的监管在无损于中央交易对手稳健性的同时，可减轻对某些安全资产的过大需求压力。

**供应方面的政策措施可缓解因需求过大导致的安全资产价格上升压力。**需采取策略降低债务水平，加强债务管理，并建设更完善的财政基础设施，以增强政府信誉，降低借款成本，改善经济增长前景。私人部门的安全资产是一项重要的供应来源，为对其提供支持，应使证券化进程回到更稳健的轨道上来，形成设计合理、监管有力的担保债券结构。新兴经济体应改善国内金融基础设施，以提高其发行自有安全资产的能力，这也将缓解全球安全资产市场的失衡状况。

长寿风险的金融影响

撰写人：S. Erik Oppers（组长）、Ken Chikada、Frank Eich、Patrick Imam、John Kiff、Michael Kisser、Mauricio Soto、孙涛

**要点**

- 如今，人的寿命更长是一件提升个人福利水平、令人向往的好事。然而，寿命延长也会带来金融成本，此类成本的负担者包括提供雇员退休计划和社会保障的政府，实施固定收益养老金计划的企业雇主，提供年金的保险公司，以及退休无福利保障的个人。
- 人们的寿命长于预期（即所谓长寿风险）会产生巨大的金融影响。倘若在2050年人的平均寿命比当前的预期长3年，那么，原本巨大的老龄化成本将进一步上升50%。
- 当前，需要更多关注长寿风险，这不仅因为长寿风险会产生巨大的金融影响，也因为有效的缓解措施需在实施多年后方可见效。
- 为减轻长寿风险的金融影响，我们需要适当地综合使用以下措施：提高退休年龄（法定或自愿），加大退休金计划的缴款比例，以及缩减福利给付额。
- 政府需要：(i)认清其所面临的长寿风险；(ii)通过新办法更好地分担政府、私人部门养老金提供者与个人之间的风险；(iii)发展长寿风险转移市场；(iv)更好地提供与长寿有关的信息，并在退休理财方面提供更完善的教育。

本章着重论述了长寿风险——即人们寿命长于预期的风险——可能产生的巨大金融影响。本章对这一风险做出了界定，说明了其严重程度，并估计其对国家财政的资产负债表和企业的影响。

在未来几十年里，人口将日趋老龄化，老龄人口的资源消耗比例将不断升高，这会给公共和私人部门的资产负债表带来沉重压力。尽管政府和私人部门退休金提供者已对人口老

龄化的金融后果有所准备，但这些准备都是以基线人口预测为基础的，而以往的此类预测均低估了人们的寿命。

**对于政府和固定收益养老金的提供者来说，超出这些基线预测的意外长寿是一种金融风险，因为它们将不得不支付多于预期的社会保障福利和养老金。**对个人而言，更长的寿命固然会使其受益，但他们却要面对退休资金短缺的金融风险。尽管这些金融风险只会随着时间的推移慢慢累积，但若不尽早应对，它将会对原本脆弱的私人 and 公共部门资产负债表产生巨大的负面效应，使其更易受其他冲击的影响，并可能影响金融稳定。

很少有政府或养老金提供者能充分意识到长寿风险的存在；而一旦意识到，它们便会发现风险是如此巨大。本章指出，倘若在 2050 年人口的平均寿命比当前的预期多延长 3 年（与以往低估的比率一致），那么，原本巨大的老龄化成本将进一步上升 50%。本章通过一个例子说明，对于美国的私人养老金计划而言，寿命延长将使其负担的养老金负债增加 9% 左右。由于养老金负债存量较大，企业养老金提供者不得不将其常规年金出资额增加很多倍，方能满足这些新增负债要求。

**为应对长寿风险，需采取多管齐下的政策途径。**首先，政府应认清因实行政府雇员固定收益计划以及老年人社会保障方案而面临的巨大的长寿风险。其次，应在个人、养老金计划提供者以及政府之间合理分摊风险。第三，可利用资本市场将长寿风险从养老金计划转移到能更有效地管理该风险的计划。本章重点介绍了这一不断增长的风险转移市场的多种工具，以及可完善其运作的潜在途径。

**一项实质性改革是允许退休年龄随预期寿命而提高。**这可由政府强制实施，但也可鼓励个人自愿推迟退休时间。推迟退休有两个好处：一是可以延长积累退休资金的时间，二是可以缩短使用退休资金的时间。使公众更好地了解长寿问题及其金融影响，将有助于进一步明确相关后果。同时，给予养老金提供者一定的灵活空间也十分重要：倘若增加缴款比例或提高退休年龄的做法不可行，则不得不减少福利给付额。

**现在即应提高对长寿风险的认识并采取缓解措施。**相关措施需在实施多年之后方见成效，并且如果补救行动出现拖延，这一问题将更难有效解决。为了恢复对私人 and 公共部门资产负债表的信心，需要进行一系列改革，而关注人口老龄化及额外的长寿风险便是此系列改革的一部分。