

全球金融稳定报告 – 2014年4月

题目：从流动性驱动的市场转向经济增长带动的市场

第二章：投资者基础的变化和金融深化如何影响新兴市场？

摘要

过去十五年中，新兴市场的证券投资格局发生了重大演变。这些经济体的金融市场获得了深化发展，全球化程度提高。出现了包括本币主权债务在内的一些新资产类别，全球投资者对这些资产的直接参与程度在提高。全球投资者的构成也发生了变化。债券基金（特别是本币债券基金、易于赎回的开放式基金，以及仅对新兴市场基金进行投机性投资的基金）所占份额扩大。

本章旨在通过一系列方法，使用相对而言未得到充分利用的数据，分析这些变化对于新兴市场证券投资流动和资产价格稳定性的影响。我们分析了全球各类投资者的投资流动的敏感性，进而评估新的投资者结构是增加还是减小了证券投资对全球金融冲击的敏感性。我们还考查了危机期间投资者的从众行为以及国内宏观基本面的影响。此外，我们还分析了本国金融体系的强健程度会如何影响本国资产价格对全球金融冲击的敏感性。

我们发现，投资者基础的构成以及本国金融体系都会产生影响。新的全球证券投资者结构可能会使整体证券投资流动对于全球金融状况更加敏感。波动性更大的债券流动所占比例有所上升，而外国投资者对本地市场参与度的提高可能会带来新的不稳定因素。正常情况下，机构投资者的投资一般更为稳定，因此各国愿意看到此类投资的增长，但在面对极端冲击时，这些投资者可能会更剧烈、更持续地撤出资金。虽然国内宏观经济状况会影响投资决策，但全球基金投资者的从众行为持续存在，在过去十五年中的危机时期，几乎没有迹象表明投资者在更大程度上根据各国宏观经济基本面区别对待不同国家。尽管如此，新兴市场在强化金融体系方面取得的进展，确实降低了其金融资产价格对全球金融冲击的敏感性。

我们的研究表明，新兴市场经济体可通过某些方法，在获得金融全球化好处的同时，尽量降低其潜在成本。政府可以推动扩大本国投资者基础，促进银行部门及资本市场的深化，并完善各类制度。旨在支持本币债券市场发展的举措固然带来了好处，但仍需对外国投资者在本国市场的直接参与规模进行监测，并将其与全面的金融体系发展政策进行权衡考虑。评估资本流动逆转的风险并设计宏观审慎政策，其关键就在于了解投资者基础及其特点。

第三章：对被视为“太重要而不能倒”的银行提供的隐性补贴规模有多大？

摘要

政府对“太重要而不能倒”的银行的保护引发了诸多问题：不公平竞争、过度的承担风险以及公共部门负担的巨大成本。由于具有系统重要性的银行的债权人不承担银行倒闭的全部成本，因此他们愿意在不充分关注银行风险状况的情况下提供融资，进而鼓励了杠杆的使用和风险承担行为。结果，与系统重要性不高的银行相比，具有系统重要性的银行拥有竞争优势，可能会从事风险更高的活动，进而加剧系统性风险。一旦具有系统重要性的银行出现困境，救助所需的财政开支往往规模巨大。

金融危机之后，“太重要而不能倒”的问题很可能加剧了。2007年危机爆发时，特别是2008年9月雷曼兄弟倒闭引发的金融动荡之后，政府使用大量资金进行干预，以支持陷入困境的银行，维护金融稳定，他们救助即将倒闭的具有系统重要性银行的意愿几乎确定无疑。这增强了银行扩大规模的动机，加上政府不时对银行合并提供支持，许多国家银行业的集中程度确实有所上升。

对此，政策制定者实施了雄心勃勃的金融改革。他们规定了更高的资本缓冲要求，加强了对全球系统重要性银行的监管，以降低发生倒闭和波及效应的概率与成本。他们正在研究改善大型复杂金融机构的国内及跨境处置框架。在一些国家，政策制定者们还决定采取结构性措施限制部分银行业务。

本章通过研究系统重要性银行的融资成本优势的变化，评估上述政策努力能在多大程度上缓解“太重要而不能倒”的问题。一旦出现困境，政府必将提供支持，这种预期构成了对银行的隐性公共补贴。

危机期间，所有国家提供的补贴都在增加，但随着银行修复资产负债表，以及金融改革向前推进，多数国家的补贴已经下降。我们估算欧元区的补贴水平依然高于美国，很可能反映了

资产负债表修复速度的差异以及在处理银行也问题上的政策应对措施上的差异。但总的来说，救助系统重要性银行的预期可能性在所有地区依然很高。

并非所有的政策措施均已完成或得以实施，目前仍有进一步强化改革的空间。这包括强化对于系统重要性银行的资本要求，或根据银行负债规模征收金融稳定费。同时还需在推动跨境金融机构的监管和处置方面取得进展。在这些领域，国际协调是避免新的扭曲和负面跨国溢出影响的关键，因为在各国推行各自政策改革的过程中，上述扭曲和负面影响可能会增加。