

2016 年 10 月期《全球金融稳定报告》

2016 年 9 月 26 日

第一章：低增长和低利率时代面临的金融稳定挑战

概要

短期风险减轻

自发布 2016 年 4 月期《全球金融稳定报告》以来，全球金融稳定面临的短期风险有所减轻。商品价格已经从今年早些时候的低点开始回升，新兴市场目前正在进行的调整支持了资本流动的恢复。鉴于一系列旨在支撑增长的政策措施的出台，对中国近期经济增长减速的担忧有所缓解。

在发达经济体，货币政策进一步放宽的前景支撑了资产价格，部分提升了人们的风险偏好，从而减轻了经济增长的颓势。“脱欧”（2016 年 6 月英国全民公投赞成离开欧洲联盟）冲击起初对市场造成了一些扰动。后来，市场顺利消化了有关脱欧对英国经济的下行风险及其潜在溢出效应的担忧。

中期风险已经上升

短期风险虽然降低，但中期风险正在积聚。全球经济增长持续放缓使得金融市场可能将长期处于低通胀、低利率的环境，货币政策正常化将进一步延后。许多国家的政治局势不安定。收入增长停滞和不平等问题加剧让民粹化、内向型政策趁机抬头。上述事态增大了解决遗留问题的难度，让经济和市场更容易受到冲击的影响，经济和金融发展逐渐陷入停滞的风险增大。在此环境下，金融机构艰难地维持资产负债表的健康，这又会进一步弱化经济增长和金融稳定。

先进经济体的金融机构面临若干周期性和结构性挑战，需努力适应这一个低增长、低利率的新时期，以及不断演变的市场和监管环境。这些严峻的挑战会影响金融体系的大部分，如得不到解决，可能会破坏金融稳健性。

- 盈利能力弱会逐步侵蚀银行的资本缓冲，削弱其支持经济增长的能力。本期报告认为，周期性复苏不会解决盈利较低的问题。先进经济体 25% 以上的银行（资产约 11.7 万亿美元）将持续表现疲弱，并面临严峻的结构性挑战。对此，需采取更深入的改革和系统性管理，尤其是对于欧洲的银行。日本的银行面临经营模式上的重大挑战。这些银行通过海外扩张抵消利润减少和国内需求疲软，但是，这也让它们面临更大的美元融资风险。如果美元融资来源中断，这些日本银行将不得不削减其境外贷款和投资。
- 长期低利率环境使许多寿险公司和养老金的偿付能力受到威胁。低利率使得保险公司和养老金的旧有问题雪上加霜，同时它们还需要应对人口老龄化以及资产收益较低或波动性较大的挑战。人们对这些重要的长期储蓄和投资机构的强烈担忧可能会导致他们进行更多储蓄，从而加剧金融和经济陷入停滞的压力。

新兴市场也在努力适应全球经济增长率下降、商品价格走低以及全球贸易减少的环境。目前有利的外部环境——低利率，以及全球资金纷纷寻找投资机会——为过度负债企业重组其资产负债表提供了机会。许多新兴市场的企业杠杆水平可能马上会触顶下降，因为在商品价格下跌和需求放缓之后，公司纷纷大幅削减投资。

许多新兴市场经济体面临的挑战是如何帮助虚弱的企业资产负债表顺利去杠杆。公司债务的约 11%（4000 多亿美元）由那些偿还能力弱的公司承担。在我们的基线情景中，负债水平的下降较为缓慢，因为高债务水平和产能过剩使公司很难通过自身发展走出困境，导致这些企业对国外或国内的下行变化非常敏感。并且，如果全球风险溢价上升且收益下降，还可能发生无序调整。在此情景下，一些新兴市场的银行资本缓冲将会耗竭。

中国的信贷持续快速增长，以及影子银行产品的扩张，给金融稳定带来新的风险。金融体系在迅速发展的同时，其杠杆率和相互关联性也日益提高，各式各样的创新投资工具和产品又进一步增大了体系的复杂性。正如 2016 年 4 月期《全球金融稳定报告》讨论的，在险企业债务居高不下，非贷款信用敞口带来的潜在风险又加剧了这些挑战。

促进稳定需采取更有效和更协调的政策

决策者需要更有效和更平衡的政策组合，为促进经济增长和金融稳定确立更稳健的路径。在央行采取了前所未有的一系列举措之后，市场风险偏好的再次增强使金融市场受益。尽管经济复苏仍然需要宽松货币政策的支持，但更综合的政策组合将缓解央行日益加重的负担。一些货币政策，如负利率，已经达到其有效性的极限，低利率环境对银行和其他金融机构的中期副作用正在逐渐显现。需要实施财政和结构性政策，以增强信心，提振全球经济增长；同时，还应实施宏观审慎政策，以夯实全球金融体系的基础。这些举措将有助于避免陷入金融和经济发展停滞的局面。在金融发展停滞和贸易保护主义情景下，到 2021 年，世界产出损失将达到约 3%。

一些紧迫的全球性问题必须加以解决，以确保全球金融体系能继续支持经济复苏和维持来之不易的抗风险能力。在以下方面取得进展——再加上 2016 年 10 月期《世界经济展望》和《财政监测报告》所规划的一套更平衡的宏观经济政策——将有助于促成金融市场与实体经济之间的良性循环。在低名义增长时代解决高债务问题，可能还需要实施有

利于增长的财政政策，以支持经济活动，鼓励私人债务重组，同时促进银行资产负债表的修复。

银行须处置削减历史遗留的大量问题贷款，理顺资产负债表和产业结构，以此适应低增长和低利率的新环境。为了保持盈利，需调整过时的经营模式，同时，还需要适应新的经营现实和监管标准。在有些经济体，不健康的银行必须退出市场，银行系统必须削减规模。这可以确保余下的银行有充足的信贷需求，进而确保一个有活力的、健康的银行体系能实现增长，并维持更高的资本和流动性缓冲。决策者应推进监管改革议程的完成，在不显著提高总体资本要求的同时保持资本框架的完整性，从而减少不确定性。

- 在欧元区，需采取迅速和全面的举措，处置过多的不良贷款，解决盈利能力面临的结构性拖累因素。削减脆弱银行的不良贷款和解决其资本不足问题是当务之急。有益的举措包括加快资产回收以及让破产程序更顺畅。如实施这些改革，整个欧元区出售不良贷款所导致的净资本变化将从约 800 欧元的亏损变为实现 600 亿欧元的收益。通过理顺分支机构网络提高经营效率，加上优化融资结构和成本，银行的总体支出可以减少约 400 亿美元。
- 在日本，需通过加强监管来确保银行保持足够的盈利性和健康的融资渠道，从而满足不断变化的全球监管标准的要求。
- 需减少监管中的不确定性，并避免顺周期结果。巴塞尔 III 资本充足率框架是危机后改革议程的关键组成部分，在分阶段实施该框架之后，银行系统的抵御能力有所提高。旨在监测各国统一实施情况的《监管一致性评估计划》发现，使用内部评级法的银行之间在风险权重方面存在巨大差异。解决这种本质上的差异，确保风险加权框架的可靠性以及其结果的可比性是改革议程的一个组成部分。应就稳健的风险加权资本框架达成一致意见，即使这需要一定时日才能实现，总也好过因为不能满足总体资本要求进一步大幅度提高或是 2016 年截止日而让框架实施大打折扣甚至形同虚设。实施可能需要分段逐步进行，以避免在目前环境下出现顺周期结果。
- 加强寿险公司和养老金仍然至关重要。持续的低增长和低利率给长期投资和储蓄机构，如人寿保险公司和养老金带来巨大挑战。监管机构应迅速采取行动，以维持保险公司和养老金资产负债表的稳健，措施包括确定中期偿付风险和资金缺口，同时推进改革事项，以提高内部评级模型和资本框架的标准，并改善透明度。

新兴市场经济体应利用有利的外部环境，主动监督和解决企业的脆弱性，特别是因过度使用杠杆和暴露外汇敞口带来的脆弱性。需在三个领域采取措施：（1）迅速和透明地识别不良贷款，加强破产框架，有效管理公司陷入困境所造成的不利影响；（2）改革宏观审慎和监督框架，提高监督和应对能力；（3）加强有助于降低风险感知的监管制度（包括那些支持代理银行业务的制度），确保经济体能持续获得国际融资服务。

中国政府最近的改革努力促进了更平衡的增长，并让市场力量发挥更大的作用，中国经济和金融体系的抵御能力因此提高。尽管如此，需采取降低杠杆率和改善监管框架的综合措施，迅速解决中国企业的高债务问题以及金融部门不断增大的其他脆弱性因素。遏

制信贷过快增长，特别是更高风险的影子信用产品的过度增长，同时，确保银行间融资结构的健康，可以减少潜在的系统性压力和溢出效应。

全球性机构在促进包容性增长和鼓励有关全球化的公开对话方面可以发挥作用。对于大多数国家来说，让企业和个人更容易获得银行服务将有益于宏观经济增长。消除账户使用方面的性别差异，促进存款人基础的多样化，会带来更广泛的经济好处，还可以为弱势群体创造机会。

货币政策效应出现变化，但未因非银行融资增长而削弱

在过去十年中，全球金融市场的显著变化是非银行金融中介机构，如资产管理公司、保险公司和养老金的崛起。鉴于非银行的融资作用日益增强，人们担心货币政策的有效性会下降，这些担心似乎是多余的。本期报告的第二章发现，平均而言，在非银行金融部门较大的经济体，货币政策的传导作用似乎更大。当货币政策紧缩时，非银行机构收缩资产负债表的程度甚至大于银行，这部分地是因为货币政策对风险承担产生较大作用。

低利率可能为银行和非银行金融中介机构承担更大风险创造了条件。然而，更疲弱的银行资产负债表和更严格的银行监管这一组合可能意味着，非银行目前在货币政策的传导中将起更重要的作用，这是因为货币政策在风险承担方面的传导效应日益重要，且资产管理人在金融中介中发挥了更大的作用。结果就是，货币政策变化对实体经济的影响可能变得更加迅速和明显。这表明，审慎监管当局和中央银行需提高警惕，不断重新调整货币政策行动的剂量和时机选择，因为其政策的影响和传导速度都发生了变化——尤其是在金融稳定面临新挑战的环境下。

鉴于非银行金融部门的迅速增长，非银行机构资产负债表中的信息的重要程度一点都不亚于货币总量传统指标。因此，改善非银行数据的收集工作非常重要。

新兴市场经济体进一步推进公司治理改革有助于增强抵御冲击的能力

在新兴市场经济体增强抵御外部冲击能力的过程中，其制度性改革——包括公司治理和投资者保护——是否与其国际金融一体化同步？本报告第三章认为，在过去二十年里，新兴市场经济体的公司治理和投资者保护水平普遍提高。这些改进在企业和国家两个层面皆有体现。不过，新兴市场经济体之间存在重大差异，且仍有进一步改进的余地。

分析表明，更强健的公司治理和投资者保护框架提高了经济体抵御全球金融冲击的能力——在全球金融体系进入新阶段之际，此问题显得特别重要。例如，在公司治理标准相对低的新兴经济体，英国退欧之后，这些经济体的股票价格跌幅更大。公司治理的改善提高了股市效率，让资本市场更有深度和更具流动性，能更好地吸收冲击。公司治理较好的新兴市场经济体通常也有更健康的企业资产负债表。

有助于促进金融稳定的措施包括：进一步提高外部投资者，特别是少数股东的权利；让披露要求完全符合国际最佳做法；以及提高董事会独立性。