

全球金融稳定报告 2015年4月

概要

宏观经济冲击对全球市场构成新挑战

过去六个月里出现了各种正面和负面的宏观经济和金融发展态势。总的来看，这些发展态势增加了金融稳定风险。

从积极面看，正如 2015 年 4 月期《世界经济展望》中所讨论的，预计 2015 年的经济增长速度将略高于 2014 年，发达经济体的改善足以抵消新兴市场和发展中经济体的增长放缓。石油和大宗商品价格的大幅下跌，加上扩大宽松货币政策带来的较低利率，预计直到 2016 年都将经济增长提供支持。欧元区和日本都已采取大胆的货币政策行动，以遏制并扭转消胀压力。量化宽松政策为应对通缩压力提供了强有力的框架，并且一些关键的传导渠道已经开始运作。欧元区的信用利差收窄，股票价格飙升，欧元和日元大幅贬值，这些因素都有助于提高通胀预期。

与此同时，美元大幅升值，这反映了不同走向的货币政策。过去九个月里，美元兑主要货币升值，其升值幅度大于 1981 年以来的任何类似时期。由此造成的实际汇率的变动大致反映了经济增长前景的变化和对油价下跌的暴露，应有助于促进全球经济复苏。

然而，围绕这一基线情景的金融稳定风险正在增加和交替。虽然基线改善带来的收益分布广泛，且随着时间推移而增加，但近期冲击的负面影响非常集中，并已经对预先存在脆弱性的部门和经济体产生了影响。同时，信贷市场上持续的金融冒险行为和结构性变化使金融稳定风险从发达经济体转向新兴市场，从银行转向影子银行，从偿付风险转向市场流动性风险。

- 持续的金融冒险和追逐收益行为继续对一些资产估值造成压力。低利率环境也对长期投资者特别是薄弱的欧洲寿险公司构成挑战。
- 石油和大宗商品出口国和企业受到资产价格下跌和信用风险上升的严重影响。新兴市场的能源和大宗商品企业（占 2007 年以来以硬通货发行的非金融企业债券的三分之一以上）所受冲击尤其严重。由于油价下跌，一些国家的石油和天然气部门的偿债能力日显紧张，这包括阿根廷、巴西、尼日利亚和南非的企业，以及尼日利亚和委内瑞拉等依赖石油收入的主权国家。
- 汇率迅速贬值增加了持有大量外币借款的企业所受的压力，并引发大量资本从一些新兴市场流出。有些新兴市场主权国家扩大了其对外币借款和外国投资者持有本币债务的双重风险暴露，对于这些国家而言，这些态势可能会增加其压力。
- 主要汇率波动的幅度比全球金融危机以来的任何类似时期都大。外汇和固定收益市场流动性的降低，加上这些市场投资者基础构成的不断变化，使证券投资组合调

整的阻力有所增加。由此带来的全球金融市场的紧张增加了市场风险和流动性风险，因为突然的汇率波动事件可能越来越常见，并日益突出。

现有的遗留问题挑战加剧了这些压力，使总体金融稳定风险增大。

发达经济体的金融稳定尚未完全企稳，而许多新兴市场的金融风险则有所增加

由于担心出现通缩，以及预计宽松货币政策将持续，许多发达经济体的长期债券收益率下降。在欧元区，约三分之一的短期和长期主权债券目前的收益率为负。但是长期低利率的环境将对一些金融机构带来严峻挑战。脆弱的欧洲中型寿险公司陷入困境的风险很高且还在上升——压力测试（由欧洲保险和职业养老金管理局开展）显示，在长期低利率的环境下，有 24% 的保险公司可能无法达到满足偿付能力的资本要求。保险业在欧洲联盟内的证券投资组合投资达 4.4 万亿欧元，并且与更广泛的金融体系相互联系紧密且不断加强，因此成为溢出效应的潜在来源。

私人部门债务水平居高不下，继续阻碍经济增长和金融稳定。通过支持通胀和经济增长以及提高资产价格，发达经济体的宽松货币政策帮助降低了私人部门的负债比率。然而，本报告对经济增长和通货膨胀的假设显示，一些主要发达经济体的私人部门债务水平将仍然高企。为此，需要进一步采取措施，解决危机遗留问题，并释放经济潜力。到 2020 年，法国、意大利、葡萄牙和西班牙的企业债务总额预计将超过或接近 GDP 的 70%，而葡萄牙和英国的家庭债务总额与其他主要发达经济体相比预计将继续维持在高位。

与此同时，美国的利率面临明显的上行风险。美国今后的货币政策正常化可能有两种情况：在良好沟通基础上的平稳退出，或者，尽管有清晰的沟通，但仍然问题重重，期限溢价更快扩大导致收益率快速上升和波动性显著加剧。事实上，美国和其他经济体固定收益市场结构流动性的下降放大了资产价格对冲击的反应，增加了潜在的溢出效应。技术变革、监管加强以及市场参与者构成的变化改变了固定收益市场的微观结构。流动性不足事件现在对其他资产类别和新兴市场形成溢出效应，例如，美国国债市场的走势以及取消瑞士法郎汇率下限之后外汇市场出现的政策引发的动荡就证明了这一点。这些发展态势突出强调了资本市场和影子银行体系的一些关键脆弱性。

新兴市场在应对本国挑战的过程中，也被卷入了这些全球涡流。大宗商品价格的下跌以及通胀压力的缓解使许多新兴市场经济体受益，这为其应对增长放缓提供了货币政策空间。然而，石油和大宗商品出口国和对外负债居高不下的国家面临更严峻的风险。尽管美元走强有助于提升新兴市场经济体的整体竞争力，并促进较高的经济增长，但过去六个月里许多新兴市场经济体大宗商品价格和汇率的剧烈波动已经显著影响了这些经济体中的企业的市场估值。许多公司从国际市场大量举债，用国际市场的美元贷款代替银行的本币贷款，这可能导致资产负债表压力。

投资过度部门的收缩、房地产部门的调整以及房地产价格的下滑（特别是在中国）进而可能在更广范围内对其他新兴市场产生溢出效应。企业健康状况突然恶化对银行体系稳定的更广泛影响取决于信贷暴露程度。在中国，对房地产（不包括住房抵押贷款）的信贷暴露规模接近 GDP 的 20%，鉴于 2010 年以来对外债券发行的大量增加，房地

产公司的金融压力可能会导致直接的跨境溢出效应。在本报告分析的 21 个新兴市场银行体系中的 11 个当中，超过半数的银行贷款账簿包括对企业的贷款，这使其更多地暴露于企业脆弱性，特别是在尼日利亚、秘鲁、土耳其和乌克兰。

在下行风险情景中，美元进一步迅速升值和美国突然加息以及地缘政治风险上升可能对新兴市场货币和资产市场施加更多的压力。在经历长时期的资本流入之后，外国投资者可能突然减持对这些新兴市场的本币债务，从而加剧动荡并构成债务展期挑战。市场似乎也对地缘政治和政治风险掉以轻心。如 2015 年 4 月期《世界经济展望》所指出的，俄罗斯和乌克兰、中东以及非洲部分地区正在发生的事件可能导致紧张局势加剧，并进一步破坏全球贸易和金融交易。俄罗斯和世界其他地区的直接金融联系有限，但是与邻国的间接联系可能会增加金融稳定风险。欧元区体制框架的加强缓解了来自希腊危机的蔓延威胁，但风险和脆弱性仍然存在。

需要进一步采取各项政策，以提高政策牵引力，巩固稳定形势

本报告评估了发达经济体和新兴市场经济体中央银行的政策反应。关键的讯息是，除货币政策外，还需要采取其他政策措施，才能稳步有序地退出这场危机。必须采取有关政策，以解决危机遗留的问题，促进可持续的经济风险承担，同时遏制全球市场的金融过剩。

在欧元区，为了尽量扩大量化宽松政策的影响，中央银行的行动还需辅以各种其他措施，以恢复私人部门资产负债表的健全，疏通信贷渠道，并提高非银行机构的稳健性，以及促进结构改革。具体而言：

- 疏通信贷渠道要求采取综合措施，解决不良贷款的负担。尽管在欧洲中央银行综合评估和采用单一监管机制后，银行抗冲击能力在提高，但资产质量继续恶化（尽管速度有所放缓），不良贷款总额现在已超过 9000 亿欧元。应鼓励银行开发和运用内外部专业能力，以处理不良资产存量，积极管理贷款拨备，并注销不良资产。还需要进一步努力提高企业和个人破产法律框架的有效性。如果没有纠正性政策行动，银行的放贷能力将限于区区每年平均 1-3%。
- 还需要快速解决寿险公司面临的挑战。监管机构需要重新评估担保产品的可行性，并按照政策利率的长期趋势，为保单持有者提供有保证的最低回报。需要迅速采取监管行动，减轻因个别保险公司的潜在困境所带来的破坏性溢出效应。采用更加统一的安全网将进一步增强保险业的抗冲击能力。
- 资金来源需要实现多元化，从银行转向资本市场。尽管资本市场的借款激增，但这仅占整个系统的 36% 左右。一个深化且更广泛的资本市场将改善融资渠道，特别是对小企业，并且将提高金融市场的效率。在欧元区，为了鼓励资本市场的运用，需要按照欧洲联盟委员会提出的最新资本市场联盟建议，统一公司法、公司治理、破产机制和税收方面的规定。

在日本，量化宽松的有效性取决于配套政策。坚定不移地实施安倍经济政策的第二和第三支箭（财政和结构改革）至关重要。如果不完成这些改革，那么旨在使经济摆脱

通货紧缩的努力不太可能取得成功。日本央行应考虑扩大私人资产购买份额并将资产购买计划扩展到长期政府债券，以加强其资产购买对证券投资再平衡的影响，促进实现 2% 的通胀目标。为进一步刺激银行对私人部门的贷款，当局应扩大特别贷款；快速启动中小企业信贷和抵押贷款的证券化市场；并加强风险资本拨备，包括通过鼓励发放更多资产支持贷款并消除中小企业进入和退出市场的障碍。

在美国，全球市场力量的影响要求采取适当平衡的政策，包括继续清晰地沟通货币政策。鉴于货币政策现在依赖数据，如果能对关键经济变量进行广泛讨论和解释，就更有可能实现平稳的市场调整。然而，市场预期可能与美联储的指引不同，从而导致市场紧张情绪并增加市场和流动性风险。

在美国和其他具有重要的非银行金融体系的经济体，通过加强市场结构解决流动性不足和潜在的溢出效应问题将有助于增强稳定性。如第三章指出的，资产管理行业需要加强监管，将改善对风险的微观审慎监督和采用宏观审慎导向结合起来。政策应致力于解决经济繁荣时期承诺给共同基金所有者的流动性与困境时期满足赎回导致流动性不足的成本之间的错配。政策可通过以下渠道实现这一目标：降低资产所有者撤资动力（使资金赎回条件符合所投资的资产的主要流动性）；提高净资产价值的准确性；增加共同基金的流动性现金缓冲，并提高二级市场特别是长期债券市场的流动性和透明度。还应该提高政府债券和外汇市场参与者提供二级市场流动性的动力。当局应审查当前的“涨跌停”制度，加强其运作。应增强风险管理和控制：监管机构应当为交易公司提供协调指导，允许其对个别散户投资者设定一致和适当的风险限制。监管机构和货币当局在评估金融市场的系统性风险时应考虑资产类别之间的关联性。

新兴市场应致力于缓解全球不利走势的影响，并通过加强对脆弱部门的监督来维护其金融体系的抗冲击能力，特别是在以下方面：

- 在中国，整体优先任务应当是允许有序地纠正过度行为，控制影子银行体系风险最大的部分。与此同时，为了保证有序的去杠杆化过程，必须采用综合政策，使信贷增长逐步放缓，并在必要时提供适当机制，促进有序的企业债务重组和丧失生存力企业的退出。
- 更广泛而言，在新兴市场，大量以外币计值的债务意味着微观和宏观审慎措施在限制冲击风险方面可发挥重要作用。监管机构需要开展与外币和大宗商品价格风险有关的银行压力测试，并定期严密监测企业杠杆和外汇风险暴露情况，包括衍生工具头寸。
- 为确保市场正常运作，当局需要做好准备，应对本币债券市场流动性下降。国家当局在必要时可以使用现金余额，或者减少市场长期债券供应，以帮助遏制债券利差的扩大。双边和多边互换额度协定可在紧张时期提供外汇资金，从而增强信心，并帮助减少货币市场过度波动。多边资源如基金组织贷款也可提供额外缓冲。

国际金融监管改革议程加强了监管框架，促使金融机构和全球金融体系变得更加稳健。全球标准制定者和国家监管机构目前需要最终确定对近期要求的调整，包括杠杆率、

净稳定资金比率以及总的损失吸收资本要求，以进一步明确监管标准，从而为银行调整业务模式提供更大的确定性。还必须快速制定法规，将影子银行转化为以市场为基础的稳定的资金来源。

与此同时，应加强对非银行金融机构的微观和宏观审慎监管。可能需要重新评估现有监管框架，使当局能够更好地了解金融部门中受监管较少的部分，这些部分可能对银行体系和更广泛的经济造成问题，并根据需要采取行动，以减轻已确认的脆弱性。

国际银行业模式的变化降低了东道国金融体系的风险

第二章从较为积极的方面分析了全球金融危机以来国际银行业的变化，发现这些变化可能会促进东道国银行贷款的稳定性。该章还认为，需要加强国际合作，以应对区域或国际冲击，在降低风险的同时尽量扩大跨境银行业务的益处。

国际性银行（特别是在欧洲的银行）已经减少了跨境贷款，而外资银行的分行和子行的本地贷款则保持稳定。本地和地区性银行的介入，至少在一定程度上抵消了欧元区银行对一些地区贷款的减少。因此，地区内的联系有所加深，特别是在亚洲。监管的变化以及银行资产负债表的脆弱性在过去对跨境贷款的减少起了相当大作用，而宽松的货币政策则可能使这种削减有所放缓。

从跨境贷款相对转向由附属机构发放本地贷款，应有助于增强东道国的金融稳定。与本地贷款和国际证券投资流动相比，跨境贷款流动对全球冲击更为敏感。跨境贷款还经常会放大负面国内冲击对信贷的影响。相比之下，在国内危机期间，如果外资母行资本充足且不太依赖于非存款资金来源，则外资银行子行贷款的抗冲击能力要强于本国银行的贷款。然而，限制跨境贷款可能会危及本章未分析到的其他益处。

对资产管理公司的监督必须与其对金融体系造成的风险相称

第三章发现，资产管理业必须在两个关键领域加强其监督框架：改善对风险的微观审慎监督，以及将一些宏观审慎问题作为其导向的一个标准组成部分。资产管理公司在银行陷入困境时也能为实体经济提供信贷，从金融稳定角度来看比银行具有某些优势。然而，资产管理业的增长和金融体系的结构变化增加了对金融稳定的担忧。虽然杠杆对冲和货币市场基金带来的风险已得到广泛确认，但人们对杠杆化程度较低的普通投资产品的看法仍有分歧。

然而，即使是普通投资产品，也可能通过两个渠道对金融稳定构成风险：（1）最终投资者与资产组合管理者之间的激励问题（可能会导致“羊群行为”），以及（2）由于存在流动性错配而造成的挤提风险。实证分析发现了其中许多风险生成机制，但其重要性在资产市场各不相同。分析没有就大型资产管理公司是否应被视作具有系统重要性得出结论，但分析表明，在对系统性风险所起作用方面，基金投资重点比基金规模相对更为重要。

这些研究结果表明，证券监管机构应转向更加实际的监管模式，并辅以全球监督标准和更好的数据和风险指标。应当重新检查现有风险管理工具的作用和适当性，并考虑到资产管理行业在系统性风险中的作用及其产品的多样性。