

宽松的融资环境、攀升的杠杆水平与宏观金融稳定风险 *

第二章概览

- 在新冠疫情暴发前，很多经济体非金融私人部门的杠杆率已创下历史新高，这反映了全球金融危机后的宽松融资环境。
- 疫情暴发后，由于政策制定者采取行动防止家庭和企业的信贷流动受到扰动，杠杆率进一步上升。
- 经济复苏尚处于萌芽状态，仍需要宽松融资环境的支持；但这可能加剧杠杆的累积，增加未来经济活动的下行风险。
- 因此，政策制定者需要进行权衡：一方面，他们须要放松融资环境，提振短期经济增长；另一方面，他们须要控制未来的下行风险。当前的杠杆率较高且还在快速攀升，这可能加大了政策权衡的难度，进一步增加了未来经济增长的下行风险。
- 政策制定者须要警惕新冠疫情后高杠杆带来的金融稳定风险，他们应准备好在经济复苏企稳时收紧宏观审慎政策。
- 实施“逆势操作”的有针对性的宏观审慎政策——即减少宽松融资环境的不利影响——有助于抑制甚至扭转杠杆的累积，改善跨期权衡，从而降低未来的金融稳定风险。
- 各国使用宏观审慎工具的恰当时机应视具体国情而定，关键取决于其经济复苏的速度、危机后的脆弱性以及可供政策制定者使用的政策工具箱。然而，考虑到政策工具从启用到完全发挥作用可能存在滞后，政策制定者应尽早行动，收紧部分宏观审慎工具，以应对不断上升的金融脆弱性。

新冠疫情暴发之前，在相对宽松的融资环境下，很多经济体非金融企业和家庭部门（非金融私人部门）的杠杆率都处于历史高位。¹这在一定程度上是因为主要央行自全球金融危机以来一直实施了高度宽松的货币政策。为应对新冠疫情冲击而采取的超常规货币和财政政策支持当然有助于缓解其影响，但这也使发达和新兴市场经济体非金融部门的杠杆率进一步上升。为评估后疫情时期经济复苏面临的潜在威胁，本章利用主要发达和新兴市场经济体的数据，分析了快速攀升的高杠杆率给宏观金融稳定带来的风险。本章分析显示，放松融资环境往往会加快杠杆的累积。这一点很重要，因为高增长或高杠杆水平会使政策制定者面临更复杂、更具挑战性的跨期权衡。之所以会出现这种权衡，是因为宽松的融资环境在短期内提振增长的同时，也加剧了中期内经济增长的下行风险。通过逆势操作，宏观审慎政策能发挥重要作用——其能够减缓杠杆累积并加强抗风险能力，从而降低未来的金融稳定风险。在当前形势下，尽管近期仍有必要提供政策支持以促进经济复苏，但政策制定者也应警惕高杠杆带来的不断上升的宏观金融稳定风险。考虑到政策从实施到完全发挥作用可能存在滞后，政策制定者应尽早行动，收紧部分宏观审慎工具，以应对不断上升的非金融部门脆弱性。鉴于非银行金融部门在向非金融部门提供融资方面发挥着越来越大的作用，当局急需采取行动，为该部

*本章由 Adolfo Barajas（牵头人）、Woon Gyu Choi、Zhi Ken Gan、Pierre Guérin、Samuel Mann、Manchun Wang 和 Yizhi Xu 等人在 Fabio Natalucci、Mahvash Qureshi 和 Jérôme Vandenbussche 的指导下撰写。Simon Gilchrist 担任专家顾问。

¹本章中的“非金融私人部门”包括两个主要部门——非金融公司和家庭部门。也就是说，其不包括金融部门和政府部门。在整个章节中，使用了“非金融部门”这一简称。

门开发政策工具箱。最后，考虑到在现有框架内设计和实施宏观审慎工具面临的挑战，政策制定者应考虑是否需要在其他领域构建缓冲以保护金融体系。