



全球金融稳定：开始转危为安

2014年4月9日

作者：何塞·维纳尔斯

[全球金融稳定](#)在改善——我们已开始转危为安。

但由于有必要超越对流动性的依赖（我们报告的中心主题），克服全球稳定面临的其余挑战，现在宣告成功还为时过早。

进展

过去几年，我们取得了巨大进展，目前正在产生回报。正如奥利维尔·布兰查德在昨天的[《世界经济展望》](#)记者招待会上所讨论，美国经济正在走强，为货币政策正常化做了准备。

在**欧洲**，更好的政策使市场对主权和银行的信心大幅改善。

在**日本**，随着通缩压力正在下降且对未来的信心正在上升，“安倍经济学”开了个好头。新兴市场经济体近期经历几轮动荡后，正在朝正确方向调整政策。

挑战

即使危机遗留问题在消退，但金融稳定还面临新挑战。让我概括一下关键挑战。

美国能平稳顺利地退出非常规政策吗？我将其称作“温度适宜的退出”，既不太热，也太冷，刚刚好。这是我们的基线预测，很可能是结果。货币政策正常化已启动，一开始产生了动荡。改善的沟通正在熨平市场调整，同时经济复苏的“绿芽”越来越明显。宽松的货币带来信贷，后者正在刺激增长。

美联储目前正通过在平稳逐步缩小规模的道路上渐进地松开加速器。我们的基线预测是美联储将开始轻踩刹车，到2015年中期，政策利率将开始上升，同时保持车辆在增长和复苏之路上平稳前进。

但退出可能出现颠簸，虽然这不是我们的基线预测。在美国，关于金融稳定风险或高于预期通胀的担忧加剧会形成上述负面情景。其结果很可能是政策利率和期限溢价上升得更快、信贷利差扩大，以及可能溢出到全球市场的金融波动加剧。

虽已不是新鲜事，但**我们仍在不断跟踪美国金融体系中发展的热点。其中许多与影子银行体系相关**，比如，大量发行的高收益债券和杠杆化贷款，承销标准下降，以及风险定价不充分。例如，过去三年发行的高收益债券目前是上一次低迷期之前发行量的两倍多，而高收益债券利差缩小，接近危机前的水平。目前的监管措施虽已加强，但仍无法充分约束其中的一些过剩现象。因此，收益率突然上升会导致信贷利差大幅扩大，加剧对杠杆和未来违约的担忧。

在长期经历资本流入、轻松进入国际市场和处于低利率环境之后，**新兴市场**对外部金融环境收紧极具脆弱性。

这导致借款规模巨大，特别是新兴市场企业。但在我们的负面情景下，利率上升、盈利下滑和汇率贬值会给新兴市场企业的资产负债表造成巨大压力。事实上，在该情景中，负债几乎占债务余额 35% 的新兴市场企业可能发现偿债存在困难。这种情形的国别差异巨大，但由于宏观经济失衡而在近期承受压力的经济体也会面临其企业部门遇到的一些脆弱性。

在中国，实现影子银行体系的有序去杠杆化是一个关键挑战。非银行金融机构在中国已成为一个重要的融资来源，自 2010 年以来规模翻了一番，占 GDP 的 30-40%。

非银行借贷虽是金融体系更加多元化的象征，但也易发生风险。由于感觉存在隐性担保，储蓄者也许无法意识到非银行储蓄产品更诱人的回报率背后的高风险。

政策制定者面临的挑战是在不触发系统性压力的同时，通过包括取消隐性担保在内的措施管理好金融部门的转变，让市场纪律在金融部门发挥更大作用，并让价格更准确地反映风险。

在欧元区，银行和企业资产负债表的修复不完整继续拖累着复苏。边缘国与核心国之间的分割依然存在，宽松的货币政策并未转化为支持更强劲的复苏所需的信贷流，尤其是对小企业而言。因此，必须进一步努力，通过欧洲综合银行评估及后续工作加强银行资产负债表，并解决企业债务积压问题。

到目前为止，围绕乌克兰局势发展的溢出效应有限，但地缘政治风险依旧高企，可能会冲击全球市场。

最后，无法充分应对任何一个我刚提及的挑战均会对全球稳定产生严重影响。过去多年，新兴市场面临的大规模流入可能逆转。资产价格的变化或将被削弱的市场流动性条件放大，更多的投资者将争相退出，超出退出大门的承受能力。这种退出热潮可能蔓延至发达市场的一些部门，给市场流动性带来压力，并加剧市场波动。

政策建议

关键信息是，为确定无疑地从“大金融危机”中转危为安，并成功地由“流动性驱动”转变为“增长推动”的市场，需采取强有力的政策行动。

- 首先，正确处理美国的货币政策正常化，包括退出时间、具体落实和沟通。有效的宏观审慎政策是平稳退出的关键，其有助于控制金融稳定风险，尤其是影子银行体系的风险。
- 其次，新兴市场需继续为全球金融条件收紧做好准备，通过强有力的宏观和审慎政策提高抗风险能力，建立政策缓冲，并管理好企业金融风险。他们还应随时做好准备，在一旦出现动荡时，为市场提供充足的流动性，进而确保市场条件有序。
- 再者，日本需完成“安倍经济学”，而欧元区需完成清理银行和企业资产负债表，建好银行业联盟，并为小企业开发非银行信贷渠道。这些对于信心和复苏而言至关重要。

但是，除各国采取行动之外，由于我们在一条船上，因此需加大全球政策合作，包括货币政策、金融监管，以及确保有序的市场条件。

作者介绍:

何塞·维纳尔斯 (José Viñals)



何塞·维纳尔斯是基金组织货币与资本市场部金融顾问和主任，曾任西班牙央行副行长，并在央行和欧盟内多个顾问与政策委员会任职，包括担任欧洲中央银行国际关系委员会主席，在宏观经济学、货币政策和金融问题方面著作丰富。