

《全球金融稳定报告》概要

第一章：重大风险有所缓和：需采取行动，以巩固金融稳定

在过去 6 个月里，全球金融状况和市场形势显著改善，为经济增长提供了额外支持，并促使风险资产大幅度反弹。这些有利条件是更深层次的政策承诺、新一轮货币刺激政策，以及持续的流动性支持共同作用的结果。这些行动降低了尾部风险、增强了信心，并改善了经济前景。然而，由于全球经济形势依然不振，只有采取进一步的政策行动，解决那些威胁稳定的风险隐患，并促进经济持续复苏，金融状况的向好趋势才有可能持续。持续复苏需要金融部门进一步修复资产负债表，以及公共和私人部门的债务积压问题得到顺利解决。如果在解决这些中期挑战方面进展迟缓，风险可能会重新出现。全球金融危机有可能会延宕许久，导致金融形势恶化和金融不稳定反复重现。

欧元区危机：重大风险已经降低，但仍任重道远

在欧元区，近期的重大稳定性风险显著减小。主权、银行和公司债务市场的融资条件均有所改善。尽管取得了这些改善，但欧元区边缘国家的许多银行仍面临融资成本居高不下、资产质量恶化和利润微薄等挑战。由于银行的资产负债表修复工作进展不均衡，一些经济体的信贷传导仍然不畅，同时，欧元区核心和边缘国家之间仍存在市场分割。边缘国家的公司受到不健康的银行资产负债、不利周期性因素的直接影响，许多国家的企业还受到自身债务积压的影响。本期报告分析表明，欧元区边缘国家上市公司的债务积压规模相当大，占到债务总额的五分之一。为了降低企业部门所需去杠杆化的程度，关键是要继续减轻市场分割程度、降低融资成本，以及推行目前的旨在提高生产力的结构性改革计划。此外，为了减少债务负担，可能需结合采取出售资产或削减红利和投资的措施。

银行业挑战：去杠杆化、商业模式和稳健方面的挑战

先进经济体的银行采取了调整资产负债表的重大举措，但进展一直不均衡，因为各国的银行系统处在不同的修复阶段。在美国，此过程已基本完成，但是，一些欧洲银行仍需进一步努力。尤其是，欧元区边缘国家的银行面临严峻挑战，其支持经济复苏的能力亦受到影响。欧洲其他银行的资产负债表压力不太严重，但是，去风险和去杠杆化的过程仍未完成。对于新兴市场经济体的银行而言，主要挑战是继续支持经济增长，同时防止国内脆弱性因素的增加。新的市场和监管环境也迫使全球范围内的银行调整其经营模式，变得更小、更简单和更加注重国内市场。

宽松货币政策带来的稳定性风险上升

先进经济体继续通过非常规货币政策为总需求提供必要的支持。这些政策正在产生预想的效果，即大量私人投资组合转向风险较高的资产。然而，长期实行特别宽松的货币政策可能会将投资组合调整行为和风险情绪推到一个能产生严重不良副作用的程度。尽管非常规政策的净收益在今天看来仍然十分可观，但是，须密切监测和控制其副作用。特别值得关注的是信用风险错误定价的可能性，实力较弱的养老基金和保险公司的持有头寸风险上升，以及流动性风险上升（那些已进入较高恢复阶段的国家尤其如此）。在美国，公司杠杆率正在上升，已走过一个典型周期约三分

之一的路程。其他溢出效应包括：过多的资本流入新兴市场经济体——这些经济体的公司总体来说具有良好的财务状况，由于借款成本低，它们正在增加债务持有，外汇风险暴露也在增大。更广泛地说，新兴市场经济体良好的筹资环境可能会滋生自满情绪，从而忽视国内金融稳定面临的挑战的日益增加。资产价格尚未达到非常高的水平（少数热点经济体除外），但是，就各种资产类别而言，包括新兴市场经济体的资产，它们对全球利率提高和市场波动的敏感性已经增加。长时间持续实行宽松的货币政策将增加面对利率上升的脆弱性和敏感性。

重振监管改革议程

虽然各方在改善全球和国家金融部门的监管方面已经做了大量工作，但是，改革进程尚未完成。银行部门仍在修复过程之中，改革步伐已适当放缓，为的是避免银行在恢复期间在向经济体提供贷款方面力所不逮。但是，改革进程的步伐迟缓也反映了在就未来所需关键改革达成一致方面阻力重重，因为各方担心银行会遇到更多的结构性挑战。

改革议程的迟误不仅是持续的脆弱性的一个源头，也是监管不确定性的一个源头，而不确定性会伤害银行的放贷意愿。鉴于各国采取行动的强烈愿望，所以改革议程的迟误会导致各国越来越多地采取非协调的举措，来直接限制各自管辖区的银行活动。这类举措与协调制定最低全球标准的努力背道而驰，可能会妨碍，而不是辅助，20国集团改革议程的有效性。

因此，政策制定者必须采取果断行动，重组脆弱的银行，并鼓励新增资本和流动性缓冲，这些都是实施巴塞尔 III 规则的国际统一行动的一部分。银行改进财务报告和信息披露对于提高透明度以及对风险加权资产进行审慎的、一致的估值是不可或缺的。加强披露将有助于强化市场纪律，并恢复对银行的信心。还需建立有效的破产解决制度，从而让那些不能生存的银行有序退出，包括制定对濒临倒闭跨境银行进行清盘的有效跨国协议。最后，在“太大而不能倒闭”问题、场外衍生工具改革、会计做法趋同和影子银行监管方面还需做进一步的工作。现在，我们需在全球和国家层面作出新的完成改革议程的政治承诺。此承诺对于最大程度地降低监管不确定性和监管套利以及降低金融市场分割是至关重要的。如果在开展国际合作和实行全面的银行重组方面紧迫性不足，薄弱的银行资产负债表将继续阻碍全球恢复，继续对全球稳定构成风险。

保护金融市场稳定和恢复所需的政策

需采取进一步的政策行动，解决私人和公共部门资产负债表的薄弱环节、改善信贷流动以支持经济复苏，以及加强全球金融体系。这些行动应继续得到宽松货币政策的支持。

在欧元区，重点工作是修复银行的资产负债表，以及采取举措，建设一个更有力的欧盟范围内的金融监管框架。

- 需改善银行的资产负债表和业务模式，以增强投资者的信心，降低市场分割程度，增加对有偿付能力的中小企业的信贷供给。银行增加披露以及对资产质量进行选择性的检查有助于恢复对银行资产负债表的信心和强化市场约束。
- 为巩固欧元区的金融稳定和持续进行危机管理，需在实现有效的单一监督机制和完成银行联盟方面取得迅速和持续的进展。在单一监督机制生效的大致同一时间，单一决议机制也应能启

用。同时还应就建立单一破产解决当局、共同存款担保计划和共同后备支持制定一个有明确时限的路线图。应迅速落实关于在欧盟层面协调资本要求、破产解决做法、共同存款担保计划以及保险监管框架的建议。还应制定欧洲稳定机制为银行直接注资的方法和治理安排。

- 塞浦路斯问题突显了完成整个欧元区改革的紧迫性，只有加快改革，才能扭转金融分割的情况，才能进一步增强市场的危机抵御能力。

在全球层面，需保持警惕，确保宽松的货币政策以及长期实行低利率不会产生新的信贷过度。对于美国而言，这一点尤为重要。应加强金融监督以限制金融过度行为，而且监管需在此周期中发挥更加积极的作用，无论是在宏观，还是微观审慎层面。抑制杠杆过快上升，并鼓励执行审慎的贷款标准将仍是主要目标。

在新兴市场经济体，决策者必须警惕跨境资本流动增加和国内金融脆弱性不断上升所带来的风险。

总之，这些政策将巩固近期在金融稳定方面取得的进展、加强全球金融体系，并支持经济前景持续改善。

第二章：主权信用违约掉期

关于主权信用违约掉期（SCDS）市场有用性的讨论因欧元区最近一轮的主权危机而进一步升级。第二章仔细考察了 SCDS 市场是否是主权信用风险的良好市场指标，它们是否为套期保值者提供了有效保护；或者说，它们是否易产生过度投机，从而导致主权融资成本提高和金融不稳定。本章的结论是，许多负面看法是没有依据的。SCDS 和主权债券市场在反映经济基本面和市场因素方面的作用相似。相比政府债券市场，在存在压力期间，SCDS 市场往往能更迅速地传达新信息（尽管在其他时期不然）；但是，SCDS 市场的波动性似乎并不比其他金融市场更大。尽管在最新一轮的压力期间，一些欧元区的 SCDS 市场发生了“矫枉过正”，但是，没有证据表明一国 SCDS 利差“过度”上升会导致较高的主权融资成本。SCDS 市场是否比其他市场更具传染性的问题难以回答，因为如今的主权和金融机构更加相互关联，因此，不易将 SCDS 的内嵌风险与金融体系中的风险隔离开来。

本章的研究结果不支持欧盟 2012 年 11 月开始生效的“无抵补”SCDS 保护购买的禁令。场外衍生工具改革（要求改善披露、鼓励中央结算，并要求出具适当抵押品）的相关政策倡议应有助于消除人们对这些衍生工具市场可能会产生溢出和蔓延效应的担忧。

第三章 中央银行自危机以来采取的政策给金融稳定带来风险了吗？

第三章又回到非常规货币政策的问题，进一步深入分析其可能产生的副作用。本章探讨了四个央行（美联储、英格兰银行、欧洲央行和日本央行）采取的政策，包括长时间实行低实际政策利率和一系列非常规措施（包括资产购买）。在本章中，这些政策被称为“MP-plus”，它们似乎减少了银行部门的脆弱性，并在短期内有助于金融稳定，这与央行的意图是一致的。迄今为止，央行干预特定资产市场尚未对市场流动性产生不利影响。MP-plus 政策改善了银行稳健性的一些指标，尽管有证据表明一些银行不愿意清理资产负债表。虽然 MP-plus 政策给银行体系带来的潜在风险到目前为止相对温和，政策制定者应该警惕风险转移到金融体系其他部分，如影子银行、养老基金、保险公司的可能性——一部分因为银行的监管压力上升。政策制定者应该使用有针对性的

微观和宏观审慎政策，减轻新出现的脆弱性（第一章所确定的）——随着 MP-plus 政策使用时期延长，这些脆弱性可能增加。应根据需要以谨慎的方式实施宏观审慎政策，从而使得央行能在保护金融稳定性的同时，继续使用 MP-plus 政策支持价格稳定和经济增长。