

全球金融稳定报告 – 2014 年 4 月

题目：从流动性驱动的市场转向经济增长带动的市场

概要

全球金融体系在增强稳定性的过程中，正经历着一系列具有挑战性的转变。随着美国经济复苏站稳脚跟，其货币政策开始正常化。新兴市场经济体正逐步在金融部门实现更可持续的增长，同时在不那么有利的外部金融环境下应对宏观经济脆弱性。欧元区在从分割状态转变为更为牢固的一体化框架过程中，正在加强银行的资本状况。

这些转变远未完成，稳定性状况也远未恢复正常。去年 10 月以来，几波金融动荡突显了今后需要进行的大幅度调整。在先进经济体，极其通融的货币政策和宽松的流动性状况继续支持着金融市场。这些经济体如果要创造经济增长自我维持、企业投资增加、就业增长的环境，就需逐渐放弃这些支持。

为了成功地从“流动性驱动”的市场过渡到“经济增长带动”的市场，先进经济体和新兴市场经济体需要具备一系列要素，其中包括：美国货币政策实现正常化，避免金融稳定风险；新兴市场经济体在外部金融条件收紧的情况下实现金融再平衡；欧元区在从分割状态走向稳固一体化的过程中取得更多进展；日本成功地实施“安倍经济政策”，以实现持续的经济增长和稳定的通货膨胀。

在逐步实现自我维持的经济增长的过程中，美国取得的进展最大，正如 2014 年 4 月

《世界经济展望》所述，美国经济已明显露出复苏绿芽。美国的经济转变给金融稳定带来若干挑战。

“寻求收益”行为正不断延伸，公司部门的杠杆程度不断上升，信贷市场中某些组成部分的信贷发放标准正在削弱。市场流动性转弱，易受兑付风险影响的投资工具迅速增加，这些情况会扩大金融和经济冲击的影响。在这个过渡时期，美国货币政策通融性的降低可能导致投资组合的调整和风险的重新定价，从而给先进经济体和新兴市场经济体都带来很大的溢出影响。

Transition from Liquidity- to Growth-Driven Markets

United States Normalizing monetary policy: *a goldilocks exit?*

Emerging markets As the tide of liquidity ebbs: *more financial balancing needed*

Euro area From fragmentation to robust integration: *progress, but picture still mixed*

Japan From deflation to reflation: *so far so good, but much work lies ahead*

在这一不断变化的全球环境下，新兴市场经济体面临着自身的过渡期挑战，但各经济体之间有很大不同。危机开始以来，私人和公共资产负债表的杠杆程度都已增大，因此对国内和外部条件的变化更为敏感。一些经济体的宏观经济失衡情况在过去几年里更趋严重，与此同时，由于外国投资者对国内债券市场的参与程度提高，一些经济体面临着新的市场波动来源和资本流动压力。

这些事态发展导致了“系统性的流动性错配”，也就是说，资本外流的潜在规模与本地机构和做市商（尤其是国际银行）为这些资金发挥中介作用的能力脱钩。这一瓶颈有可能扩大来自其他经济体的任何冲击所产生的影响，并使资产价格受到更广泛影响。如果资产管理者寻求在流动性较强但不相关的市场中建立头寸，以对冲风险，则上述情况会特别严重。这种错配所造成的情况可能会使当局不得不向特别面临压力的市场提供流动性，以维持本地债券和货币市场的运转，并遏制国家之间的溢出影响。

本报告指出，在新兴市场经济体的公司部门，许多公司具备足够的缓冲来承受正常的国内和国际冲击，但仍存在一些显著的脆弱性。如果发生借款成本上升、收入显著恶化这样一种严重不利的情况，较为薄弱的高杠杆公司处于风险的债务可能增加 7400 亿美元，在公司样本中，平均将升至总债务的 35%。在大多数新兴市场经济体，报告的银行资本缓冲和利润率通常保持高水平，应该足以吸收非金融公司遇到的温和冲击。尽管如此，在一些经济体，准备金提取不足，银行资本水平较低，这会在公司部门资产负债状况进一步恶化的情况下引起困难。

在中国，政策制定者面临的挑战是有序地过渡到市场约束更强的金融体系，包括取消间接担保。在这一过程中，投资者和贷款者必须承受以前的金融过度行为引起的一些代价，并且，市场价格需要调整，以更准确地反映风险。过渡的节奏很重要。如果调整速度过快，有可能造成动荡；如果过慢，脆弱性可能继续积累。成功实现有序过渡的其他关键因素包括，提升中央银行应付流动性需求发生意外变化的能力，及时实行存款保险并放开利率，以及加强对经营失败的金融机构的处置框架。

在欧元区，国家和整个欧洲层面实施的政策正在支持过渡到更为牢固的一体化框架，但仍然存在重大挑战。欧元区的公司部门债务负担沉重，其重组进程因银行资产负债表的修复工作尚未完成而受到阻碍。此外，在面临压力的欧元区国家，信贷状况依然困难。尽管有关受到压力的欧元区银行和主权实体的市场心态显著改善，但这种改善可能超前于资产负债表的必要修复。因此，欧洲的政策制定者必须推动对银行体系当前的健康状况进行一次严格和透明的评估，随后坚决清理资产负债表，关闭那些不再具有生存能力的银行。还需采取其他措施来改善非银行信贷和股权渠道，由此切实加强资产负债表，这有助于巩固金融市场中上升的乐观情绪。

在日本，继续实行通融的货币政策是必要的，但这不足以使恢复的经济活力站稳脚跟。为了实现更快的持续增长，并降低与债务有关的风险，需要实施有说服力的结构性改革。安倍经济政策的头几个阶段已经大体成功地改变了通货紧缩预期，但为了巩固和扩大金融稳定方面的这些成果，需要继续努力。

更广泛地讲，许多国家在选举方面有大量事项有待完成，在这种情况下可能难以维持改革的势头和动力。与乌克兰有关的地缘政治风险如果加剧，也可能对金融稳定造成更严重的威胁。如果进一步的动荡导致全球金融市场出现新一轮的避险行为，或者如果贸易和金融受到干扰，那么可能对其他国家（不只限于邻近的贸易伙伴）的经济活动产生更大的溢出影响。在此背景下，有必要加强合作政策行动，降低全球经济重新出现动荡的风险，为此既要减少外部失衡及相关的内部扭曲，又要增进市场信心。此外，加强先进经济体与新兴市场经济体之间的监督机构直接对话，应有助于确保跨境流动性和信贷的畅行无阻。

第二章探讨了新兴市场经济体的证券投资格局在过去 15 年里发生的变化。这些经济体的金融市场获得了深化发展，全球化程度提高。全球投资者的更多直接参与刺激了新资产类别的发展，其中包括本地主权债务市场。全球投资者的组成也发生了变化，债券基金（特别是本币基金、易于赎回的开放式基金，以及仅对新兴市场经济体进行投机性投资的基金）变得更为重要。第二章使用一系列方法以及相对而言未得到充分利用的数据，分析这些变化对新兴市场经济体证券投资流动和资产价格稳定性的影响。

该章发现，全球证券投资者组成的变化很可能使得总体证券投资流动对全球金融冲击更加敏感。波动性更大的债券流动所占比例有所上升，而外国投资者对本地市场参与程度的提高可能会带来新的不稳定。不断增加的机构投资者的活动有可能较为稳定，但在面临极端冲击时，这些投资者可能会更剧烈、更持续地撤出资金。国内宏观经济条件虽然很重要，但全球基金当中的投资者跟风情况仍在继续，在过去十五年中的危机时期，几乎没有迹象表明投资者在更大程度上根据各国宏观经济基本面区别对待不同国家。

然而，新兴市场经济体迄今在扩大本地投资者基础、深化本国银行部门和资本市场以及改进制度方面所取得的进展降低了它们对全球金融冲击的敏感性。通过继续这些努力，新兴市场经济体能够从金融全球化中获益，同时把潜在的代价降到最低程度。

第三章分析向被视为“太重要而不能倒”的银行提供的隐性融资补贴在过去几年发生的变化。政府对“太重要而不能倒”的银行提供的保护引起了各种问题：不平等的竞争环境、过度的风险承担行为，以及公共部门负担的巨大成本。“太重要而不能倒”的机构的债权人不承担失败的全部代价，因此它们愿意在不充分关注银行风险状况的情况下提供资金，从而鼓励杠杆的使用和风险承担行为。在全球金融危机期间，政府

用大量资金进行干预，以支持陷入困境的银行，维护金融稳定，他们救助经营失败、但“太重要而不能倒”的机构的意愿几乎确定无疑。这进一步增强了银行扩大规模的动机，许多经济体银行业的集中程度确实有所上升。对此，政策制定者实行了雄心勃勃的金融改革，以提高金融体系的安全性，包括解决太重要而不能倒的问题。

第三章评估这些政策努力是否足以缓解“太重要而不能倒”的问题。该章特别探讨了具有系统重要性的银行拥有的融资成本优势所发生的变化。一旦出现困境，政府将提供支持，这种预期构成了对这些银行的隐性公共补贴。危机期间，所有经济体提供的这种补贴都在增加。尽管多数经济体的补贴从那以后已经下降，但补贴程度仍然很高，在欧元区尤其如此，很可能反映了资产负债表修复速度的差异以及为解决银行部门问题而采取的应对政策的差异。具有系统重要性的银行在陷入困境时将得到救助的预期可能性在所有地区依然很高。

尽管并非所有措施都已得到实施，但仍有进一步加强改革的空间。这些改革包括强化对于系统重要性银行的资本要求，或根据银行负债规模征收金融稳定费。同时还需在推动跨境金融机构的监管和处置方面取得进展。在这些领域，国际协调是避免新的扭曲和负面跨国溢出影响的关键，在各国推行各自政策改革的过程中，这可能已变得更加重要。