

## 2015年10月《全球金融稳定报告》

2015年10月7日

### 概要

#### 发达经济体的金融稳定状况已有改善

自2015年4月《全球金融稳定报告》发布以来，发达经济体的金融稳定状况已有改善。这一进展反映了发达经济体宏观金融环境的持续好转，因为发达经济体的经济复苏面扩大，货币政策赢得坚定的信心，而且欧元区的通缩风险也有所减轻。

随着加息的各项前提条件基本实现，美联储也做好了加息的准备。加息应有助于减缓过度承担金融风险行为的进一步累积。信贷条件在改善，信贷需求在增强，这在一定程度上得益于对欧洲中央银行政策的信心。公司部门暂时表现出改善的迹象，这将促进投资增长和经济风险承担，包括在美国和日本，只是起点水平较低。

#### 随着市场流动性风险的增大，风险继续转向新兴市场

虽然发达经济体取得这些进展，但新兴市场的脆弱性仍居高不下，风险偏好下滑，市场流动性风险增大。如2015年10月《世界经济展望》所述，尽管很多新兴市场经济体加强了政策框架，提高了抵御外部冲击的能力，但几个关键的新兴市场经济体仍面临显著的国内失衡，增长放缓。为躲避全球危机带来的那些最糟糕的影响，很多新兴市场经济体依赖于迅速的信用创造。借款增加导致很多经济体私人部门的杠杆率急剧上升，周期性部门的问题尤其严重，另外，受全球性因素的影响，外币敞口也不断加大。借款和外币敞口的共同影响增大了这些经济体对于全球金融条件收紧的敏感性（见第三章）。

随着新兴市场经济体接近这个信贷周期的后期，银行的资本缓冲更为单薄，而公司盈利和资产质量的恶化会导致不良贷款增加。在中国，公司部门关键领域的表现愈发疲软，资产质量的挑战日益严峻，但银行直到最近才开始着手应对这些问题。新兴市场银行体系的发展情况与发达经济体形成鲜明对比。发达经济体的银行过去几年来一直致力于去杠杆化、修复资产负债表、增加资本并强化融资安排。

在大宗商品价格下跌、经济增长放缓这一严峻的背景下，中期来看，几个新兴市场主权面临着失去投资级评级的更大风险。国有企业占新兴市场公司债券发行的大头，且份额不断增加，如果主权必须承担国有企业的或有负债，例如，来自石油、天然气和公用事业部门公司的或有负债，则主权评级会承受更大的压力。

#### 政策制定者面临三重挑战

关于金融稳定的基线前景，与2015年10月《世界经济展望》一致，其特点是周期性复苏继续，但不管是发达经济体还是新兴市场，中期增长前景疲软。在发达经济体，私人部门资产负债表的改善以及持续宽松的货币和金融条件促进了周期性复苏，但这样的复苏仍未完全转变为一个可自我维持的较高水平增长。新兴市场在脆弱性上升的情况下，要适应全球市场的新现实，仍面临诸多严峻挑战。

成功的金融和货币条件正常化可带来宏观金融方面的好处，也可大幅降低下行风险。本报告根据三种情景分析了正常化前景：基线情景，成功正常化的上行情景，以及以全球资产市场动荡为特征的下行情景。在这一背景下，全球金融前景受到三个广泛的政策挑战的影响。从过去几个月的情况来看，这几个挑战相当明显。

- **新兴市场脆弱性。**正如《世界经济展望》所作分析，新兴市场和发展中经济体的增长预计会连续第五年下滑。很多新兴市场提高了汇率灵活性，增加了外汇储备，在更大程度上依靠外国直接投资资金和本币对外借款，并普遍加强了政策框架，因此，其抵御外部冲击的抗风险能力已经增强。但很多新兴市场公司和银行的资产负债表已处于压力之中。这些企业更容易受到金融压力、经济下滑以及资本外流的影响。在一些关键的新兴市场，公司健康状况的恶化有可能加深主权-公司和公司-银行之间的关联。特别是中国，要转向更加依赖消费的增长模式并避免经济活动过度放缓，同时降低金融脆弱性并转向更加市场化的体系，需要精准地把握平衡，才可能实现这一系列挑战性目标。从近期的市场动态来看，包括大宗商品价格暴跌、中国的股票和保证金贷款泡沫破裂、新兴市场股价下跌，以及汇率压力，这些挑战显得尤为突出。
- **发达经济体的危机遗留问题。**需要解决发达经济体的公共和私人债务高企、欧元区架构仍存在缺口等问题，以巩固金融稳定，并避免政治紧张局势以及信心和增长的受挫。在欧元区，解决依然存在的主权和银行业脆弱性仍是一项挑战。
- **薄弱的系统性市场流动性**——在对市场和整个经济体系的新均衡做出调整的过程中，这带来一项挑战。异常宽松的政策导致一系列市场中的风险溢价被压缩，其中包括主权债券和公司信贷，同时流动性和股票风险溢价也被压缩。虽然近期的市场发展变化在一定程度上缓解了这种压缩作用，但风险溢价仍可能进一步上升。目前，美联储看来已准备好开始逐步收紧货币政策，伴随着政策利率的提高以及温和的周期性复苏，风险溢价将从历史性低位开始“正常化”，全球金融体系在这一过程中面临着前所未有的调整。异常的市场状况需要平稳调整以适应这一新环境。但快速去压缩会带来风险，特别是考虑到市场结构看起来更加脆弱，并且市场脆弱性集中于信贷中介渠道。随着金融条件正常化，首当其冲的可能就是信贷中介渠道（见第二章）。的确，最近几波的市场剧烈波动以及发达市场和新兴市场资产类别之间的流动性错位也突显了这一挑战。

### **确保“成功正常化”需要强有力的政策行动**

不管是从金融稳定还是经济前景的角度看，基线预测都相对较弱，这使得风险偏于下行。因此，为确保金融和货币条件的成功正常化，平稳地转向更快的经济增长，需要进一步采取政策来应对紧迫的挑战，包括：

- 美联储应继续努力提供明确、一致的信息沟通，以使美国加息的影响得到平稳吸收，这对于全球金融健康至关重要。
- 欧元区仍需进一步加强共同货币的金融架构，以提振市场和商业信心。处理欧元区积压的私人债务和银行不良贷款，将有利于银行财务和公司健康，也有利于促进投资。
- 中国要实现再平衡以及逐步的去杠杆化，需要高度谨慎，坚定地致力于市场化改革，并进一步加强金融体系。
- 更广泛而言，新兴市场解决好周期性和结构性挑战是促进经济前景改善和提高抗冲击能力的关键。新兴市场的管理当局应定期监测公司外币敞口，包括衍生工具头寸，并使用微观和宏观审慎工具来抑制杠杆和外债的过度累积。

- 采取保障措施避免市场失去流动性并强化市场结构是目前的优先任务，特别是在发达经济体的市场。
- 正如 2015 年 4 月《全球金融稳定报告》所强调的，确保银行和长期储蓄机构（如保险公司和养老基金）的健全和健康至关重要。

通过实施本报告详述的大胆而强化的金融政策行动，政策制定者能够促进实现更强劲的经济增长和金融稳定，同时避免下行风险。这种上行情景将有利于世界经济，使全球产出到 2018 年比基线预测提高 0.4%。《世界经济展望》详述的有利于经济增长的进一步结构改革将在这些好处的基础上，为增长和稳定提供更多支持。

### **可能出现的冲击或政策过失可导致全球资产市场动荡**

如果不实施相关政策来确保成功的正常化，潜在的不利冲击或政策过失可能触发市场风险溢价的急剧上升，使政策信心受到迅速侵蚀。这些冲击可能来自于发达市场，也可能来自于新兴市场，加上未得到修复的系统脆弱性，可导致全球资产市场出现动荡，很多资产类别的市场流动性出现突然枯竭。一旦出现这些状况，严重的资产价格扭曲便可能随之而来，即使这种价格扭曲是暂时的，也会对金融稳定造成负面影响（见第二章）。如出现这种不利的情景，金融条件会大幅收紧，进而使周期性复苏陷入停顿，并削弱对中期增长前景的信心。名义增长低迷会对背负沉重债务的主权和私人部门的资产负债表造成压力，进而使信用风险增大。新兴市场可能会面临更高的全球风险溢价和显著的资本外流，那些存在国内失衡的经济体将承受更大的压力。公司的违约率也会上升，特别是在中国，这会增加金融体系的压力，从而影响经济增长。这些事件可能导致主权资产负债表再度出现风险，特别是在欧洲那些脆弱的经济体，并导致新兴市场出现公司与主权风险之间的负面反馈链。结果是，全球总产出可能会大幅收缩，到 2017 年，与基线预测相比收缩幅度可能高达 2.4%。在这种情况下，全球经济放缓但仍将保持正增长。