

概要

金融稳定状况有所改善

1. 自 2016 年 10 月《全球金融稳定报告》发布以来，全球金融稳定状况持续改善。如 2017 年 4 月《世界经济展望》所述，在货币和金融环境总体宽松的情况下，经济活动势头增强，通胀回升的预期增加。长期利率有所上升，有助于银行和保险公司增加收入。多种资产价格上涨，反映出更加乐观的前景预期。由于投资者预计美国政府将出台税收改革、增加基建支出和放宽监管等，美股于 3 月份创下新高。增长预期的改善以及大宗商品价格的回升，也推动了美国之外的市场在过去 6 个月内的稳步上升。同时，风险溢价和波动性有所下降。

2. 这种乐观的理由有多充分？要实现更强劲的增长、确保金融状况持续改善，政策制定者必须实施正确的政策组合，包括：（1）各国（尤其是美国）应通过提升潜在产出、增加企业投资和避免增加金融稳定风险等措施，鼓励承担更多经济风险；（2）解决内外部失衡问题，增强新兴市场经济体的风险抵御能力；（3）更积极地应对欧洲银行体系中长期存在的结构性问题。

政策不确定是主要的下行风险

3. 全球范围政治及政策不确定性上升，对金融稳定构成了新的威胁。在美国，如果预期的税收改革和放松管制等措施没有使经济增长和债务走上预期路径，风险溢价和波动性可能会大幅上升，从而破坏金融稳定。发达经济体转向贸易保护主义，将降低全球经济和贸易增长，阻碍资本流动，挫伤市场情绪。在银行体系的结构性和公共债务高企问题的解决没有取得进展的情况框下，紧张的欧洲政治局势可能再次引发对金融稳定的担忧。金融监管方面的成果可能被普遍撤回，以及全球合作体系的瓦解，都将损害先来之不易的金融稳定成果。到目前为止，市场对上述下行风险的态度还较为温和，这意味着当政策达不到预期时，风险定价将可能再次快速调整。

美国的企业是否已足够稳健，能够实现安全的加速扩张？

4. 新一届美国政府正在讨论税收改革和放松监管，有关政策建议将对企业部门产生重大影响。这些政策建议能够有效激励企业承担更多经济风险的前提是健康的企业资产负债表。许多非金融企业的资产负债情况良好进而拥有扩大投资的能力，对于这一部分企业来说，降低企业税负有助于其现金流的进一步改善。但改革也可能促使企业承担更多的财务风险，导致部分杠杆已较高的行业进一步恶化。投资最多的行业杠杆率最高，而通过举债为更多的投资融资将进一步增加其脆弱性。在全球风险溢价上升的情况下，提高杠杆率可能对金融稳定造成负面影响。在这种情况下，偿债能力尤其低下的企业的资产规模可能上升至 4 万亿美元左右，或达到所研究企业总资产规模的近四分之一。

在全球市场中，新兴市场经济体面临艰难时刻

5. 通过降低企业杠杆率和减少外部脆弱性，新兴市场经济体继续提高了风险抵御能力。随着大宗商品出口国的利润增加，以及对发达经济体正向的增长溢出效应的预期，新兴市场经济体的经济增长预计将持续改善。但全球政治及政策不确定性增加，正形成新的负面溢出渠道，导致整体金融稳定风险仍处于较高水平。市场情绪突然逆转或有关国家转向内向型保护主义政策，都

会再次造成新兴市场经济体资本流出，损害其经济增长前景，这将考验这些经济体的风险抵御能力。

6. 全球金融状况收紧或不利贸易措施出台，尤其会对那些国际金融、贸易联系密切的国家构成挑战。这些风险可能使企业部门现有的脆弱性加剧，可能使问题最为严重的企业的在险债务上升 1300 亿至 2300 亿美元。在部分国家，问题最大的银行面临着在长期信贷繁荣后维持资产质量且为不良贷款预提足够拨备的挑战。当目前有利的外部环境急转直下时，这些国家的风险将上升。

7. 中国的信贷持续快速扩张，从而使金融稳定风险不断增加。当前，中国银行业的资产规模已达到 GDP 的三倍以上，而其他非银行金融机构的信贷敞口也有所增加。许多金融机构继续过度依赖批发融资，它们的资产负债存在着严重错配，流动性风险和信贷风险也处于较高水平。中国的货币市场近期出现动荡，正是体现了中国日益庞大、不透明且相互关联的金融体系的脆弱性。

欧洲必须解决银行体系的结构性问题

8. 过去几年，欧洲银行业取得了重大进展。欧洲银行的股价，在各方对发达经济体进入上行周期保持乐观的大环境下，得到了大幅的提振。但正如 2016 年 10 月《全球金融稳定报告》所述，对于持续存在问题的银行来说，周期性复苏可能不足以使其自行恢复盈利能力，尤其是对本国经济敞口最大的国内银行：2016 年近四分之三的上述银行的资产收益（指股本回报率低于 8%）都不佳。本报告分析了在整个银行系统中，影响银行盈利能力的一些结构性问题。问题之一是银行发展过度，而各国的银行性质和发展程度又各有不同。例子包括：较经济规模而言银行业资产规模过于庞大，处于尾部的脆弱银行数量较多，或是太多银行重视区域发展或职能范围狭窄。这些特点限制了授信的机会，或是造成了银行分支机构数量过多（与其在银行业的资产相比），这增加了银行的成本、降低了运营效率。各国正采取措施来解决银行盈利的问题，不过面临最大挑战的国家需要在减少银行业过度发展方面取得更多进展。

9. 整个系统中存在的不利因素，不仅是各国国内银行所面临的问题，也对欧洲大型系统重要性银行的盈利能力构成了挑战。这些机构发现，很难与其全球竞争对手开展竞争，有时候部分原因是它们在母国的盈利能力低下。除非上述结构性障碍得以消除，否则单靠经营模式的简单重组，不太可能使盈利能力得到足够提升。若放任不管，则利润低下、难以获得私人资本、坏债负担沉重等问题加在一起，将阻碍复苏进程，并可能再次引发系统性风险。

实施正确的政策组合至关重要

10. 为确保改善稳定状况和市场预期，政策制定者需要在国家和全球层面上协调一致、谨慎行事。政策制定者应调整政策组合，实现长期、更强劲的包容性经济增长，同时应避免采取那些政治上有利、但最终将有害的内向型政策。在美国，政策制定者应对杠杆率上升和信贷质量恶化保持警惕的监测。监管机构应提前行动，应对过度承担金融风险的行为。如果政策刺激导致债务融资型投资的增加以及企业的脆弱性上升，则应出台审慎的监管措施。推出税收改革，减少对债务融资的激励，将有助于降低企业进一步加杠杆的风险，这甚至能鼓励企业减少现有的、享有有利税率的杠杆。

11. 欧洲应采取进一步措施，应对银行的盈利能力以及危机的遗留问题等。各银行的首要任务是通过改进经营模式和提高经营效率来实现可持续的收入，比如合理化的重组分支机构以及增

加技术投资。可喜的是，监管机构越来越强调在监管框架下对银行经营模式进行研究。为找出银行体系中存在严重资产质量问题的薄弱环节，可考虑对尚未进行定向资产质量评估的银行进行评估。监管机构还应果断地处置不可持续经营的机构，消除“过剩产能”。当局还应重点清理整个体系中存在的影响盈利的障碍，包括解决不良贷款问题、为加快恢复建立框架。

12. 新兴市场经济体应解决国内的脆弱环节，以增强对外部冲击的抵御能力。新兴市场经济体应通过进一步加强监管、改善银行治理、维持强有力的宏观审慎工具，来维护金融稳定。对于存在较大净外汇头寸或外币期限缺口的国家，银行监管机构应密切关注其相关的风险。政策制定者应重点改善企业和银行体系的健康状况，主动监测、降低脆弱性，完善重组机制。在中国，虽然当局已经认识到金融体系亟需去杠杆，且已经推出了重大措施予以纠正，但监管重点应集中在银行业新出现的风险上，尤其是小型银行资产快速增长、银行对批发融资的依赖性增加、影子产品与银行间市场相互关联产生风险等问题。但是，要避免市场出现更多的不稳定（以及最终避免出现宏观不稳定），就需要出台措施，解决维持高增长与去杠杆两种需求造成的政策紧张关系。

13. 危机后的改革议程加强了对金融体系的监管，提高了单个机构的资本和流动性缓冲，改善了监管机构间的合作。未来若要撤销已有的监管政策，则必须慎之又慎。监管从来都是有成本的，可撤销监管也有代价，放松监管标准将导致金融稳定风险上升。一国以不一致或单方面形式退出各方共同制定的监管措施，这将使各国间出现金融分割，各国可能会再次竞相降低监管标准。完成监管改革议程，对确保解决现有缺陷、降低不确定性至关重要。虽然目前还需要进一步全面地评估这些改革所带来的影响，但这种评估不应否认改革全面提升了全球金融体系的风险抵御能力。

14. 本报告还包含了两个专题章节，一篇分析了低增长和低利率对金融中介活动产生的长期影响，另一篇则分析了全球金融一体化下各国当局影响国内金融环境的能力。

长期低增长和低利率将对金融中介活动构成挑战

15. 全球金融危机以来，发达经济体经历了长期的低利率和低增长时期。从长期来看，过去三十年，发达经济体的实际利率一直在稳步下降。虽然近期有迹象显示长期收益率有所上升（特别是美国），但日本的经历表明，这并不意味着近期就一定能永久地走出低利率的环境，尤其是在各种缓慢变化的结构性因素（如许多发达经济体的人口老龄化）普遍存在的情况下更是如此。第二章分析了在低增长以及实际和名义利率维持较低水平的情景下，银行、保险公司和养老基金的业务模式以及金融部门产品所受到的潜在长期影响。该章发现，收益率曲线可能平坦化，这会降低银行收入，并对寿险公司和固定收益型养老基金带来长期挑战。银行若不能将存款利率（大幅）下调至零以下，其利润就将被进一步挤压。那些规模较小、依赖存款融资且多元化经营水平较低的银行可能遭受的损失最严重。随着银行追逐高收益，银行所在的母国和东道国市场都可能出现新的金融稳定挑战。

16. 一般来说，人口老龄化、寿命延长和生产力停滞导致的“低利率持续较长时间”，会从根本上改变金融中介的性质。例如，在这种情况下，信贷需求可能下降，而家庭对交易服务的需求可能将上升。因此，发达经济体的银行业务模式可能向收费业务和公共事业服务转变。人口变化也会增加对健康保险和长期护理保险的需求，而资产回报率下降则将加速向固定缴款型私人养老金计划的过渡。市场对保险公司提供的收益保障型长期储蓄产品的需求可能会下降，而对资产管理公司提供的被动指数型基金的需求则可能上升。适当的政策可以缓解朝上述环境进行的调整。

总的来说，审慎框架需要提供激励，以确保维护长期稳定，不能为了缓解短期的阵痛而放松监管要求。

在国际金融一体化程度加大的情况下，政策制定者在有效引导国内金融环境方面面临着挑战

17. 第三章指出，在一体化程度更高的全球金融体系中，各国仍能保持对国内金融环境实施有力的调控。虽然金融一体化程度提高可能使国内金融环境的管理更趋复杂，但并不一定会出现失控。第三章建立了金融状况指数，从而使在众多发达和新兴市场经济体之间开展比较成为可能。本章发现，在各国国内金融状况指数的变动中，有 20% 至 40% 可由全球金融环境来解释，且各经济体之间存在显著差异。不过，在过去二十年中，上述全球金融环境的重要性似乎并未明显上升。

18. 全球金融冲击的影响虽大，但各国仍能左右其自身的金融环境（尤其是通过货币政策）来实现国内目标。不过，由于全球金融冲击能在很大程度上十分迅速地影响到国内金融环境，因此各国可能很难及时实施应对措施。新兴市场经济体对全球金融状况的变化更加敏感，因此，这些国家应该做好准备，应对外部金融环境的收紧。政府可以促进国内金融深化，增强抵御全球金融冲击的能力。培育本地投资者基础、增加股市和债市的深度和流动性等措施，尤其有助于缓解这些冲击的影响。