



全球金融稳定：脆弱性、遗留问题和政策挑战



作者：[José Viñals](#)

2015 年 10 月 7 日

[全球金融稳定](#) 目前尚未明确实现，下行风险显著。我们的建议是，立即实施政策升级，以避免下行风险，并实现货币和金融条件“成功正常化”的上行情景。这将确保金融稳定并加强经济复苏。

我先来介绍一下我们对金融稳定的总体评估。从 4 月期《全球金融稳定报告》发布以来，情况发生了怎样的变化？我有一些好消息。在发达经济体，随着经济复苏扩大和巩固，金融稳定状况已经改善。美联储已表示，美国即将改变货币政策，因为经济先决条件已经基本具备。在欧元区，欧央行的政策已经发挥作用，信贷条件正在改善。

然而，正如本文和我们 [2015 年 4 月报告](#) 指出的，风险已转向新兴经济体。尽管其中许多国家已经增强了政策框架，并提高了抵御外部冲击的能力，但几个国家面临严重的国内失衡。随着大宗商品超周期和空前信贷繁荣结束，经济增长已连续第五年放缓。鉴于新兴市场在世界经济中占有很大份额，并且，在向其他新兴市场传导冲击以及对发达经济体造成溢出效应过程中，全球市场起着重要作用（体现于今年夏天的金融动荡），这一问题尤其相关。

因此，政策制定者面临三重挑战

第一，新兴市场的脆弱性。企业和银行的资产负债表目前处于压力之中：我们估计，新兴市场的过度借款高达 3 万亿美元。私人部门的杠杆率提高，对全球金融条件的暴露程度更大，这使得企业更容易受到经济下滑的影响，新兴市场更容易遭受资本外流和信贷质量恶化的冲击。特别是，中国需要在以下两方面之间实现精准的平衡：一是转向更多由消费驱动的增长模式，避免经济活动过快减缓，二是通过有序的去杠杆降低高企的债务水平，并转向更加市场化的体系。这些都是具有挑战的目标。

第二，需要处理发达经济体的危机遗留问题，以巩固金融稳定并减轻经济增长的阻力。在欧元区，处理主权和银行脆弱性以及填补金融架构缺口仍然至关重要。在美国，开启广为预期、但前所未有的加息过程，在九年内首次提高政策利率，将给全球市场带来重要转变。

第三个挑战是全球金融市场如何对压力作出反应。我们已经知道，当市场流动性差时，市场能放大冲击，成为波动和传导效应的来源。的确，本期报告发现，市场流动性的抗冲击能力已经下降。

鉴于异常宽松的货币政策导致很多资产市场的风险溢价被压缩，上述问题变得更为重要。事实上，风险溢价可能以无序方式反弹，造成廉售、赎回和脆弱性加剧的恶性循环。

投资基金的杠杆运作也有可能加剧冲击。我们的分析显示，债券基金通过衍生工具形成的内在杠杆规模达到 1.5 万亿美元，

这些不同的挑战迫切要求政策升级。我们希望达到的结果是，金融条件和货币政策成功实现正常化，同时，经济实现持续复苏。但政策失误和/或负面冲击可能造成全球市场持续动荡，最终导致经济复苏停滞，形成我所称的“失败的正常化”。这两种情景之间的差异非常显著，到 2017 年相当于全球产出的近 3%。

所以，需要迫切采取哪些政策？

主要发达经济体的货币政策必须保持宽松并能作出迅速反应。欧元区和日本都需继续抑制价格下行压力。在全球经济更加不确定的环境下，美国应在有进一步的迹象显示通胀稳步上升、劳动力市场持续加强的情况下再提高政策利率。提高政策利率的步伐应当是渐进的，并应做出有效沟通。

欧元区的政策制定者不能仅仅依靠欧央行，而是必须努力完成银行业联盟，以巩固金融稳定。另外，还应推进资本市场联盟。应通过全面处理不良贷款和企业债务积累问题来进一步加强欧元区的银行，这将提高货币政策的有效性、提升市场信心和改善经济前景。处理欧元区的不良贷款可以带来约 6000 亿欧元、相当于贷款量 3% 左右的新贷款能力。

中国需要非常谨慎地处理再平衡和去杠杆过程。在转向新的增长模式和更加市场化的金融体系过程中，中国当局面对着前所未有的政策挑战。企业部门的去杠杆和市场纪律的加强将不可避免地导致一些企业违约、丧失生存能力的企业退出市场以及不良贷款的注销，因此必须进一步增强银行。不过，相比通过增长慢慢消化问题的做法，果断行动的成本最终会更低。

在新兴市场，提高抗冲击能力和维持信心至关重要。新兴市场需要走在信贷周期的前面。在经济增长放缓、企业杠杆率上升情况下，需要立即加强审慎关注，以确保企业和银行具备抗冲击能力。此外，通过适当的措施保持主权投资级地位至关重要。为了管理可能出现的金融传导效应，需要娴熟、明智地运用现有政策缓冲。

重要的是防范市场失去流动性的情况，并加强金融市场结构。应增强对资产管理业流动性的监督，以避免出现廉价出售和急于赎回的风险。

为了应对不确定环境下日益严峻的挑战，迫切需要联合采取行动，实现政策升级，以确保实现金融稳定以及更好的经济增长前景。这关乎 3% 的全球产出。

José Viñals 是基金组织金融顾问兼货币与资本市场部主任。他曾任西班牙银行副行长，并在中央银行和欧洲联盟的多个咨询和政策委员会任职，包括担任欧洲中央银行的国际关系委员会主席。他发表了许多关于宏观经济、货币政策和金融问题的著作。