

全球金融稳定报告

风险承担、流动性和影子银行：遏制过高风险承担，同时促进经济增长

2014年10月

概要

危机爆发后六年，全球经济复苏仍然在很大程度上依赖于先进经济体为支持需求、鼓励企业投资和促进资产负债表修复而实施的宽松货币政策。在先进经济体，宽松货币政策鼓励承担经济风险（住户增加实际支出，企业有更强的投资和招聘意愿），因此依然起着至关重要的经济支撑作用。然而，长期实行宽松货币政策也可能鼓励过度承担金融风险，导致‘更多资金配置到高风险资产，住户和企业更加愿意提高资产负债表的杠杆程度。因此，宽松货币政策面临着上行经济收益与下行金融稳定风险之间的权衡取舍。本报告发现，尽管经济收益在一些经济体正变得越来越明显，市场和流动性风险已上升到若不加以解决就会损害金融稳定的程度。

为了维护金融稳定、改善经济与金融风险承担之间的平衡关系，最好的办法是实施有关政策，加强货币政策向实体经济的传导（从而促进承担经济风险），同时，通过设计周全的宏观审慎措施解决金融过度现象。

经济风险的承担正取得进展，但并不均衡

2014年10月《世界经济展望》预测，由于先进经济体实施了宽松的货币政策，以及财政政策紧缩带来的阻力在缓解，因此，全球复苏今年将有所加强，并将持续到2015年。然而，经济尚未在全球范围内实现增长，下行风险已加剧。在许多地区，商业和消费者信心依然脆弱，反映了私人需求复苏前景的不确定性以及对银行和企业资产负债表修复不完全的担心。信心的不足继续阻碍经济实体承担更多经济风险，导致先进经济体的企业不愿扩大资本投资，尽管它们能够实现适度的收益增长，并且能够以极低利率获得资金。目前，资产负债表修复和货币政策这两方面结合起来，正支持更大程度的经济风险承担和更为乐观的资本支出前景。但由于存在各种障碍，前景并不均衡。

美国的情况较好。企业固定投资已经回升，尽管步伐慢于过去的复苏。资本利用率正恢复到危机前水平，银行正放宽贷款标准，因为企业越来越关注投资而非股权回购。但在欧元区，企业固定投资增长仍然疲软。资本利用率仍低于危机前水平，银行最近才开始停止收紧公司贷款，经济政策不确定性依然很大。一些主要新兴市场经济体出口增长疲软，而另一些信贷扩张正放缓。在这些国家，主要非金融企业的资本支出2013年普遍下降。

《世界经济展望》预测，美国总体增长的反弹将最为强劲，欧元区的复苏障碍仅会缓慢消退，日本的增长将继续保持温和。对于新兴市场，宏观经济政策支持增长的空间在不同国家和地区有所不同，但面临外部脆弱性的几个国家的空间依然有限。

宽松的货币状况继续增大全球金融稳定风险

旨在支持复苏和促进承担经济风险的宽松政策促使经济实体在更大程度上承担金融风险。这导致资产价格上升、利差收窄、波动性处于历史低水平；在很多情况下，达到了与基本面相背离的水平。这种发展情况的不同寻常之处在于其同步性：以前所未有的方式，同时出现在广泛的资产类别和不同的国家。

危机爆发以来，资本市场已成为更为重要的信贷提供者，从而使风险转向影子银行体系。共同基金持有的信贷工具比例在增大，2007年以来提高了一倍，目前占全球高收益债务的27%。同时，基金管理业已变得越来越集中。最大的10家全球资产管理公司目前管理着超过19万亿美元的资产。资产日趋集中，投资头寸和估值过度延伸，投资者容易撤资，流动性结构脆弱，这些因素合在一起，使主要信贷市场敏感性扩大，增加市场和流动性风险。

新兴市场更容易遭受来自先进经济体的冲击，因为它们目前吸收的来自先进经济体的证券投资的比例比过去大得多。这种更强的联系所带来的后果是，资产价格变化和波动的同步性增强。

信贷市场的这些结构性变化，加上美国货币政策的预期正常化，已导致市场和流动性风险增加，若不加以解决，可能损害金融稳定。信贷市场更加敏感，这可能使非常规货币政策的退出过程更加波动不定，因此可能削弱金融体系支持经济复苏的能力。

为了说明信贷市场面临的这些潜在风险，本报告分析了市场快速调整的影响。市场的这种调整使债券市场的期限溢价回到历史基准水平（提高了100个基点），信用风险溢价恢复正常（信用风险定价调整100个基点）。这种冲击可能使全球债券组合的市场价值下降8%以上，或超过3.8万亿美元。如果短时间内出现如此规模的损失，接踵而至的资产调整和市场动荡可能引发全球市场的严重混乱。

对目前银行业务模式全面改革带来的风险加以管理，以更好地促进承担经济风险

目前的政策挑战是，消除承担经济风险的障碍，加强信贷向实体经济的传导。全球金融危机以来，银行已经开展大量工作。调整以不同阶段向前推进，第一阶段侧重于紧急稳定措施。在第二阶段，银行努力对新的业务和监管现实做出调整。自危机爆发以来，银行显著提高了资本水平，加快了

资产负债表修复。但各银行间的进展不均衡，许多机构仍需开展更多工作，以实现可持续的业务模式。

目前，低利润导致人们担心一些银行积累和维持资本缓冲、满足信贷需求的能力。最大机构所持有资产的 80% 的股本回报率不能弥补股东所要求的资本成本，这反映出这一挑战的规模之大、范围之广。这些银行正进入第三阶段，即需要对业务模式进行更根本的全面改革。这将包括现有业务的重新定价、在不同业务活动之间重新分配资本、重组或削减业务相结合。

根据先进经济体的 300 家银行组成的样本，本报告发现，许多银行具备供给信贷的潜力，但一些机构（主要来自欧元区）需要较高水平重新定价，以产生可持续的利润并重建资本缓冲。这种重新定价不一定可行，特别是如果这些银行单独行动而其他市场参与者不采取类似措施。这会限制这些银行满足信贷需求的能力（特别是在那些最需要恢复信贷的国家），并对经济复苏造成阻碍。

加强信贷传导在一定程度上意味着鼓励不能生存的银行迅速、有序地退出市场。这有助于在供给能力过剩情况下缓解竞争压力，使有生存力的银行能够积累和维持资本缓冲并满足信贷需求。监管机构可以鼓励银行改变交叉补贴产品的旧有做法，采用更灵活和透明的业务模式，使产品定价反映风险和监管要求，从而为这一过程提供进一步协助。

在更大程度上基于市场的信贷获得渠道（包括通过安全的证券化）也有助于加强信贷传导机制，尤其是在欧洲。这需要花时间，特别是对于传统上依赖银行贷款的金融体系。为了消除非银行参与信贷发起的障碍，需要针对非银行金融机构的稳健监管框架。正如第二章讨论的，政策制定者需要密切监测金融体系今后演变（一些业务从银行转向非银行）过程中可能出现的风险，确保这些风险得到有效缓解和管理。

采取维护金融稳定的政策，改善经济与金融风险承担之间的平衡关系

货币政策应继续致力于实现中央银行的价格稳定（适当时还包括产出稳定）职责，而宏观审慎政策应作为第一道防线，来防范可能威胁稳定的金融过度现象。为了改善货币政策权衡取舍关系，控制本报告所识别的金融稳定风险，需要有效部署一套微观和宏观审慎政策工具。这样做有助于避免在经济时机不成熟时过早收紧利率，同时，也能增强系统性机构的抗冲击能力，抑制资产价格和信贷的顺周期变化，并在市场再度出现波动时缓解流动性紧缩的影响。

宏观审慎措施取决于三个步骤。第一，政策制定者必须掌握必要的的数据，对金融稳定风险的累积进行监测。第二，他们必须做好准备，确保具有法定权力和分析能力，来

使用必要的宏观审慎政策工具。这对于非银行部门尤其重要，因为非银行部门的监管框架尚不充分，需要加以扩展以处理正在形成的风险。第三，政策制定者必须具备明确的职责，在必要时能够采取行动，而同样重要的是，还必须具备采取行动的勇气，即使是这些措施非常不受欢迎。另外，对所采取措施的有效、均衡的沟通也是必要的。

一个核心问题是，一方面是在市场有利时期向共同基金所有者承诺的流动性，另一方面是在市场压力时期满足赎回要求时面对的变现困难，这两方面之间的不匹配带来了市场流动性风险。政策补救措施应力求通过以下措施解决这种不匹配：使资金赎回条件与所投资的资产的基本流动性相协调，从而避免资产所有者撤资；提高净资产价值（NAV）的准确性；加强共同基金的流动性现金缓冲；以及改善二级市场的流动性和透明度，特别是对于长期债务市场。对剩余股东有好处的赎回费是一个可选方法，但赎回费的设定有难度，应尽可能不随时间变化，因为这可能鼓励资金撤离。类似地，赎回限制规定似乎可以解决一些激励问题，但在实行这种规定之前，可能导致赎回加速，产生波及效应。

政策制定者还应探索应急措施，应对市场丧失流动性可能产生波及效应的情况。对于先进经济体，双边和多边互换额度安排能确保在出现压力时获得外币融资，从而缓解过度波动。对于新兴市场，在资本大量外流情况下，一些国家可能需要将重点放在市场有序运作上。可能采取的行动包括：运用现金余额；减少长期债务的供给；以及采用转换拍卖，以暂时减少收益率曲线长端的供给。除了在压力时期通过双边和多边互换额度安排获得外币融资外，多边资金（如基金组织的贷款）可以提供额外的缓冲。新兴市场经济体为了保持抗冲击能力，必须更加重视国内脆弱性，包括一些国家银行计提准备金做法薄弱、银行吸收损失的缓冲水平较低（正如前几期报告所讨论的）。

最后，政策制定者需要大力实施产品和劳动力市场的结构性改革，以提高投资回报，使复苏更加可持续。

全球影子银行的增长、风险和监管回应措施

第二章指出，在先进经济体，影子银行狭义衡量指标显示影子银行增长停滞，而广义衡量指标（包括投资基金）一般显示影子银行自全球金融危机以来继续增长。在新兴市场经济体，影子银行体系的增长继续快于传统银行体系。

在各国之间和一国内部，影子银行体系都有很大差别，但实证结果显示，对于各种形式的影子银行，其增长都有一些共同的关键驱动因素：银行监管的收紧，充足的流动性，以及机构投资者的需求。因此，先进经济体当前的金融环境仍有利于影子银行体

系的进一步增长，包括公司贷款从传统银行转向非银行部门。由于数据有限，无法做出全面评估，但美国的影子银行体系给国内金融稳定带来的风险看来要大于欧元区和英国。

政策制定者需要采取更加全面的监管方法，同时关注影子银行活动和实体，并且更加重视系统性风险。这一方法的一个关键要素是改善关于影子银行的数据质量。

银行的风险承担、治理和薪酬

第三章对银行承担风险行为与银行所有权结构、治理和管理层薪酬激励之间的关系开展了实证调查。结果显示，如果银行的董事会成员独立于管理层，或董事会设有风险委员会，或机构所有者庞大，那么这些银行往往承担较少风险。

银行高管的薪酬水平不总是与风险承担程度有关，但长期激励性薪酬比重越高，银行的风险承担程度就越低。正如我们预期的，多次严峻的金融压力时期改变了其中一些效应，因为当银行快要违约时，激励机制会发生变化。具体而言，有关证据显示，当银行很弱时，股东（受有限责任保护）有动力以牺牲债权人（寄希望于得到救助）和整个社会的利益为代价去冒险。

这些结果显示，需要采取有关政策措施，包括那些一直处于政策辩论、但过去未得到实证确认的措施。这些措施包括，让银行高管的薪酬具有更适当的风险敏感度（包括对银行债权人的风险暴露），推迟某些薪酬的支付，以及建立薪酬追回机制。银行董事会应在更大程度上独立于管理层，并成立风险委员会。此外，监管机构应确保董事会对银行风险承担行为的监督有效。对于债务持有人参与银行董事会的做法，应研究其潜在好处（和可能出现的意外的后果）。最后，透明度对于责任追问和市场纪律的有效性至关重要。