

世界经济与金融概览

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



中国金融出版社 国际货币基金组织

世 界 经 济 与 金 融 概 览

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

作者 国际货币基金组织

译者 杨承亮 伊 楠 王慧荣



中国金融出版社·北 京
国际货币基金组织·华盛顿特区

Global Financial Stability Report (October 2014 issue)

Copyright©2014 International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2014年10月)

英文版权©2014国际货币基金组织

中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有,不得翻印。

This translation is published with the consent of the International Monetary Fund; the International Monetary Fund does not accept any responsibility for the accuracy of the translation. In case of any discrepancies, the original language shall govern.

本出版物已经国际货币基金组织同意出版,国际货币基金组织对翻译的准确性不承担任何责任。如有不符之处,以最初的语言版本为准。

责任编辑:王慧荣

责任校对:刘明

责任印制:裴刚

图书在版编目(CIP)数据

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/国际货币基金组织编;杨承亮、伊楠、王慧荣译. —北京:中国金融出版社, 2015.4

(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-7325-2

I. ①全… II. ①国…②杨…③伊…④王… III. ①金融市场—研究报告—世界—2014 IV. ①F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 045694 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京七彩京通数码快印有限公司

尺寸 215毫米×280毫米

印张 12.5

字数 336千

版次 2015年4月第1版

印次 2015年4月第1次印刷

定价 48.00元

ISBN 978-7-5049-7325-2/F.6885

如出现印装错误本社负责调换

联系电话 (010) 63263947

假设和惯例

本书通篇使用下述符号：

… 表示数据不可得或不适用；

— 用于年份或月份之间（例如，2013–14 年或 1–6 月），表示所跨的年份或月份，包括起始年份（月份）和终止年份（月份）；

/ 用于年度之间（例如，2013/14），表示财政年度或财务年度。

“Billion” 表示 10 亿；“trillion” 表示万亿。

“基点” 指一个百分点的百分之一（例如，25 个基点相当于 1/4 个百分点）。

如果图表中没有列出资料来源，相关数据基于基金组织工作人员的估计和计算。

由于四舍五入，分项数据之和与合计数据之间可能有微小差异。

在本报告中，“国家”一词并非在所有情况下都是指按照国际法和国际惯例所理解的国家领土实体。在此，“国家”一词还包括一些单独和独立列示统计数据的非国家领土实体。

更多资料和数据

本期《全球金融稳定报告》可见国际货币基金组织电子图书馆 (www.elibrary.imf.org) 和国际货币基金组织网站 (www.imf.org)。报告中的数据和分析由基金组织工作人员在出版过程中编制。基金组织工作人员尽一切努力确保但无法保证它们的及时性、准确性和完整性。当发现错误时，基金组织工作人员一致努力在适当和可能的情况下进行更正。出版后进行的更正和修订请参见国际货币基金组织电子图书馆 (www.elibrary.imf.org) 和国际货币基金组织网站 (www.imf.org) 的本报告电子版。所有实质性修改请见本报告电子版的目录。

关于使用本报告内容的条款和条件，请参阅基金组织版权和使用网站：www.imf.org/external/terms.htm。

前言

《全球金融稳定报告》(GFSR)评估全球金融体系面临的主要风险。正常时期,通过强调缓解系统性风险的政策,该报告希望对危机防范有所裨益,进而有助于全球金融稳定和国际货币基金组织成员国经济的持续增长。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。

本期报告发现,尽管经济收益正在一些经济体变得越来越明显,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。本期报告也探讨了全球范围内影子银行的发展,评估了不同形式的影子银行活动背后的共同驱动因素的作用,讨论了风险和收益,并呼吁对影子银行部门采取更加全面的宏观审慎监管和监测方法。最后,本期报告考察了高管薪酬和治理——所有权结构、企业文化、风险管理——与银行风险承担行为的关系。提高薪酬与风险的一致性、增加薪酬延期支付比例等方面的金融改革有助于改进银行治理,并提出了相关政策措施。

在金融顾问兼货币与资本市场部(MCM)主任 José Viñals 的总体指导下,货币与资本市场部协调了本期报告的分析工作。本报告由货币与资本市场部 Jan Brockmeijer 和 Peter Dattels 副主任、Gaston Gelos 和 Matthew Jones 处长指导,并得到了货币与资本市场部高级工作人员的意见和建议。

本期报告的主要撰稿人包括:Hites Ahir, Goran Amidzic, Isabella Araujo Ribeiro, Nicolas Arregui, Serkan Arslanalp, Kentaro Asai, Jonathan Beauchamp, Johannes Blankenheim, Antoine Bouveret, Luis Brandao-Marques, Yingyuan Chen, Julian Chow, Martin Čihák, Fabio Cortes, Cristina Cuervo, Reinout De Bock, Pragyan Deb, Nombulelo Duma, Martin Edmonds, Johannes Ehrentraud, Jennifer Elliott, Michaela Erbenova, Xiangming Fang, Ellen Gaston, Florian Gimbel, Brenda González-Hermosillo, Dale Gray, Pierpaolo Grippa, Artak Harutyunyan, Sanjay Hazarika, Geoffrey Heenan, Eija Holttinen, Hibiki Ichiue, Atsuko Izumi, Bradley Jones, David Jones, William Kerry, Oksana Khadarina, Ahsraf Khan, John Kiff, Yoon Sook Kim, Koralai Kirabaeva, Ivo Krznar, Daniel Law, Andrea Maechler, Alexander Massara, Samar Maziad, Alejandro Lopez Mejia, Prakash Loungani, Sheheryar Malik, Fabiana Melo, Paul Mills, Mala Nag, Lam Nguyen, Erlend Nier, S. Erik Oppers, Hiroko Oura, Antonio Pancorbo, Evan Papageorgiou, Ceyla Pazarbaşıoğlu, Vladimir Pillionca, Jean Portier, Shaun Roache, Luigi Ruggerone, Miguel Segoviano,

Rohan Singh, Nobuyasu Sugimoto, Narayan Suryakumar, Shamir Tanna, Nico Valckx, Constant Verkoren, Chris Walker, Oliver Wuensch 和 Mamoru Yanase。Magally Bernal, Carol Franco, Juan Rigat 和 Adriana Rota 负责文字处理工作。同样需要感谢 Seamus Brown 和 Gene Frieda（均来自摩尔资本管理公司）的研究支持。

在 Lucy Scott Morales、Sherrie Brown、Gregg Forte、Linda Long 和 Linda Kean 的协助下，联络部的 Joe Procopio 组织了文本编辑，协调了出版工作。

本期报告部分内容基于与众多银行、证券公司、资产管理公司、对冲基金、标准制定机构、财经顾问、养老基金、中央银行、各国财政部以及学术研究人员的一系列讨论。

本期报告反映的是 2014 年 9 月 19 日之前掌握的信息。本报告还得益于国际货币基金组织其他部门的工作人员所提出的意见和建议，以及各位执行董事在 2014 年 9 月 25 日对《全球金融稳定报告》进行讨论后提出的意见和建议。但是，报告中的分析和政策考虑系参与撰稿的工作人员完成，其观点不代表执行董事、其国家当局或国际货币基金组织的观点。

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月期《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2014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作出调整。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）需要较高水平的重新定价，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，就所采取措施进行有效、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，无法作出全面评估，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，当银行很疲弱时，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中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，透明度对于责任追究和市场纪律的有效性至关重要。

目 录

假设和惯例	vii
前言	ix
概要	xi
第一章 改善金融与经济风险承担之间的平衡关系	1
经济和金融风险承担是否平衡?	8
转型中的跨国银行：重新定价、重新配置和重组	21
市场流动性风险上升	31
改善金融与经济风险承担之间的平衡关系	42
附录 1.1. 资产估值和主权利差	51
附录 1.2. 企业条件和投资	56
附录 1.3. 监管改革议程：二十国集团（G20）澳大利亚布里斯班峰会前的进展	59
附录 1.4. 波动率	61
参考文献	64
第二章 全球范围的影子银行：规模有多大，风险有多大?	67
摘要	67
引言	68
什么是影子银行，应该如何衡量?	70
专栏 2.1. 金融危机期间影子银行体系撤资和银行亏损	72
影子银行增长了多少?	76
专栏 2.2. 影子银行的新发展	79
专栏 2.3. 中国：银行特征和理财产品发行	82
风险在何处，什么是新风险?	86
监管的作用应该是什么?	90
结论及政策建议	94
附录 2.1. 影子银行定义	96
附录 2.2. 影子银行实体、业务和风险	98
附录 2.3. 计量经济结果	100
附录 2.4. 监管发展	105
参考文献	108

第三章 银行风险承担：治理和高管薪酬的作用	111
摘要	111
引言	112
银行风险承担：理论	112
专栏 3.1. 管理层薪酬类型	114
银行治理和薪酬：对风险承担效应的经验证据	116
专栏 3.2. 银行家薪酬监管的发展趋势	119
政策讨论	132
专栏 3.3. 银行管理层的薪酬调整：利和弊	134
专栏 3.4. 金融机构的诚信	136
结论	138
专栏 3.5. 监管和风险承担激励：《巴塞尔协议 I》—《巴塞尔协议 III》	139
附录 3.1. 数据和方法	140
附录 3.2. 其他结果	143
参考文献	148
词汇表	151
附录 代理主席的总结发言	157
统计附录	159
表	
表 1.1. 企业和银行部门基本面	18
表 1.2. 商业模式和策略方向变化（程式化热图）	27
表 1.3. 主要债券指数敏感性	43
表 1.4. 主要宏观审慎政策建议和近期国家或地区实例	46
表 1.5. 资本投资回归	57
表 1.6. 样本企业资本结构总结	58
表 1.7. 近期主要监管措施和对部分银行业务的潜在影响	60
表 1.8. 资产波动率与美国国债总回报指数波动率间的独立性检验结果（当后者为冲击源时）	63
表 2.1. 影子银行测量比较	75
表 2.2. 对影子银行增长的面板回归汇总	81
表 2.3. 实证分析中经济体的名单	100
表 2.4. 回归分析中所使用的变量	102
表 2.5. 影子银行增长面板回归：资金流动样本，1990–2013 年	103
表 2.6. 影子银行增长面板回归：金融稳定理事会样本，2002–2012 年	104
表 2.7. 新的国际监管举措一览表	106
表 3.1. 不同违约距离股票收益	115

表 3.2. 各个司法管辖区的改革议题	117
表 3.3. 实证分析中作为解释变量的治理特征	120
表 3.4. 实证文献总结	123
表 3.5. 实证分析中使用的风险指标	126
表 3.6. 实证分析结果总结	127
表 3.7. 每个回归样本中国家和地区的银行数量	141
表 3.8. 子样本的稳健性	143
表 3.9. 孤注一掷	146

图

图 1.1. 全球金融稳定图	2
图 1.2. 全球金融稳定图：风险和条件的评估	3
图 1.3. 美国：退出过程进展情况	4
图 1.4. 新兴市场新情况	5
图 1.5. 尽管经济令人失望，金融市场活跃	6
图 1.6. 全球热图	7
图 1.7. 部分先进经济体的债务和杠杆	9
图 1.8. 美国：非金融企业的资本支出情况	10
图 1.9. 欧元区非金融企业：资本支出情况	12
图 1.10. 金融风险承担和波动性	13
图 1.11. 美国：非金融企业信贷基本面	14
图 1.12. 美国：股票市场基本面	16
图 1.13. 新兴市场企业债务和基本面	17
图 1.14. 中国企业指标	19
图 1.15. 中国的影子银行和房地产市场	20
图 1.16. 银行资本情况	22
图 1.17. 银行资产负债表和盈利能力	23
图 1.18. 银行转向新商业模式的进展如何？	28
图 1.19. 银行贷款和非银行信贷来源	30
图 1.20. 市场流动性：流动上升但深度恶化	32
图 1.21. 基金表现、资金流动和非流动性的反馈循环	34
图 1.22. 资产管理行业对流动性的影响	35
图 1.23. 流动性风险放大	36
图 1.24. 向新兴市场资产配置的变化和集中	38
图 1.25. 波动性情况	40
图 1.26. 货币政策正常化	41
图 1.27. 资产类别的过高估值（Z 得分）	52
图 1.28. 各国家或地区分布	53

图 1.29. 部分欧洲利差分析	54
图 1.30. 高状态和低状态间的波动率倍数 (SWARCH 模型的 γ 因子)	62
图 2.1. 广义影子银行测量	68
图 2.2. 影子银行的贷款	69
图 2.3. 传统银行中介与影子银行中介	71
图 2.1.1. 美国影子银行体系	72
图 2.1.2. 影子银行隐含看跌期权的或有债权分析	73
图 2.4. 影子银行规模的选择性测量	76
图 2.5. 影子银行子部门	77
图 2.6. 影子银行市场的规模	78
图 2.2.1. 影子银行新发展和风险	79
图 2.3.1. 中国的理财产品	82
图 2.7. 影子银行的驱动因素	83
图 2.8. 子部门的敏感性分析	84
图 2.9. 巴西：投资基金，保险公司，养老基金和利率	85
图 2.10. 欧元区、美国和日本的影子银行风险	87
图 2.11. 系统性风险和金融中介的相互依存性	89
图 2.12. 美国中介机构对欧元区银行业困境脆弱性的贡献率	90
图 2.13. 有效影子银行的监管必须覆盖的业务和实体	92
图 2.14. 减缓影子银行风险的政策框架	94
图 2.15. 影子银行的不同定义	96
图 2.16. 非核心负债的广义和狭义测量组成部分	97
图 3.1.1. 管理层薪酬类型	114
图 3.1. 公司复杂性和不透明性：各部门每股收益预测值的分布	116
图 3.2. 银行薪酬实践的趋势	121
图 3.3. 银行董事会和风险管理统计指标总结	122
图 3.4. 银行治理和风险承担	129
图 3.5. 全球金融危机期间的银行治理和风险承担	130
图 3.6. 经银行规模调整后的薪酬和风险承担	132
图 3.7. 主要结论总结：对风险承担的影响	133
图 3.3.1. 风险承担和管理层薪酬	134
图 3.4.1. 消费者投诉	136
图 3.8. 银行治理变量的经济意义	145

第一章 改善金融与经济风险承担之间的平衡关系

总体来说，本期报告的评估结果表明，当前稳定风险要求增强监管警惕。根据《世界经济展望》的基线预测，在先进经济体持续宽松货币政策和财政拖累减轻的支持下，全球经济复苏有望缓慢加强。宽松货币政策的延长和随之而来的寻求收益行为正在导致信贷的错误定价和资产价格压力，增加金融稳定风险危害复苏的可能性。担忧已转向影子银行体系，尤其是共同基金投资组合中不断上升的非流动性信贷份额。如果资产市场受到压力，可能形成资金外流和资产表现之间的负反馈循环，使市场波动情况增强，对新兴市场经济体产生负面影响。非常规货币政策的退出或其他事件，包括地缘政治风险上升导致风险承担行为的突然减少，都可能触发这种压力。

全球金融稳定图表明，相对于2014年4月期《全球金融稳定报告》(GFSR)，由于风险偏好的上升驱动了寻求收益行为并推高了市场和流动性风险，风险轨迹已发生改变(图1.1和

图1.2)。全球金融体系中的信用风险已经下降，反映出有利的融资条件和资产质量的改善。受益于部分监管措施，跨国银行体系的资本状况已较2008年金融危机爆发时好得多。然而，适应新的商业现实，包括监管要求加强，银行盈利面临挑战。尽管银行盈利能力的下降部分反映了周期性因素和风险承担的下降，仍表明有必要对许多跨国银行经营模式进行全面深入检查，包括对现有业务的重新定价、重新配置高风险活动，以及缩减一些产品(将在“转型中的跨国银行：重新定价、重新配置和重组”部分讨论)。

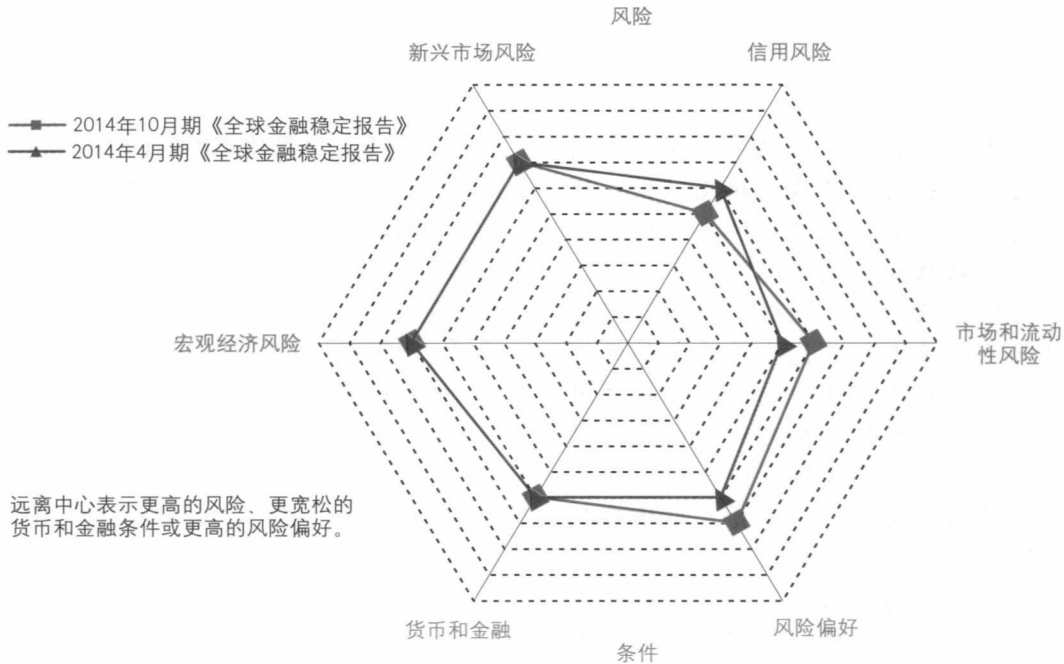
全球经济复苏进展缓慢，宏观经济风险保持不变。正如2014年10月期《世界经济展望》所述，几经波折后，2014年的增长预期已被下调，并在2015年基本保持不变。2014年4月期《全球金融稳定报告》所讨论的从流动性驱动的市场转向经济增长带动的市场，要求改善经济和金融风险承担之间的平衡关系。

2014年，到目前为止，大多数先进经济体的经济风险承担行为一直落后。在美国，较好的投资前景带来更多复苏的“绿芽”，但欧元区和其他先进经济体近期的宏观经济数据使复苏加速的希望破灭。在新兴市场，随着杠杆积累和信贷质量恶化信号的出现，经济风险承担行为一直在上升。经济和金融风险承担之间的失衡将在“经济和金融风险承担是否平衡”部分进一步剖析。

由于复苏尚未达到完全自我维持，且市场预期低利率将持续更长时间，货币和金融条件继续保持宽松。市场对美国政策利率路径的核心预期仍与2014年4月期《全球金融稳定报告》的平稳退出情景大体一致。市场和基于调查的预期继续认为，2015年年中将出现第一次政策利率上升(图1.3子图1)。期限溢价的下降和预期终端联邦基金利率的下降同等地驱动了2014年4月以

注：本章由Peter Dattels和Matthew Jones(组长)，Hites Ahir, Serkan Arslanalp, Magally Bernal, Antoine Bouveret, Yingyuan Chen, Julian Chow, Martin Čihák, Fabio Cortes, Cristina Cuervo, Reinout De Bock, Martin Edmonds, Jennifer Elliott, Michaela Erbenova, Xiangming Fang, Ellen Gaston, Pierpaolo Grippa, Sanjay Hazarika, Geoffrey Heenan, Eija Holttinen, Atsuko Izumi, Bradley Jones, David Jones, William Kerry, Koralai Kirabaeva, Daniel Law, Alejandro Lopez Mejia, Prakash Loungani, Andrea Maechler, Sheheryar Malik, Fabiana Melo, Paul Mills, Mala Nag, Lam Nguyen, Erlend Nier, Evan Papageorgiou, Vladimir Pillionca, Jean Portier, Juan Rigat, Shaun Roache, Luigi Ruggerone, Miguel Segoviano, Nobuyasu Sugimoto, Narayan Suryakumar, Shamir Tanna, Constant Verkoren, Chris Walker, Oliver Weunsch和Mamoru Yanase撰写。

图1.1. 全球金融稳定图



资料来源：基金组织工作人员的估计。

来10年期美国国债收益率的下降（图1.3子图3～子图5）。考虑到目前仍低于历史平均水平，较低的期限溢价可能是暂时的，但较低的终端利率可能是结构性的，反映出较弱的增长走势预期。本章也会详细讨论延长寻求收益行为的低利率和金融稳定风险的积累。

由于更加有利的外部融资条件与区域地缘政治风险上升（尤其是乌克兰和俄罗斯周边关系更加紧张、中东地区紧张局势升级，将对全球金融、贸易和商品市场产生潜在影响）、国内失衡积累，以及特定因素如阿根廷债务诉讼进程等相抗衡，新兴市场风险保持不变。尽管一些经济体的经常账户仍然深陷赤字，导致2013年货币和债券抛售的外部失衡在2014年有所改善（图1.4子图1）。一些新兴市场近期的通货膨胀预期改善提供了有利的货币政策空间，全球利率的下跌也反映在新兴市场资产2014年的良好表现上（图1.4子图4）。

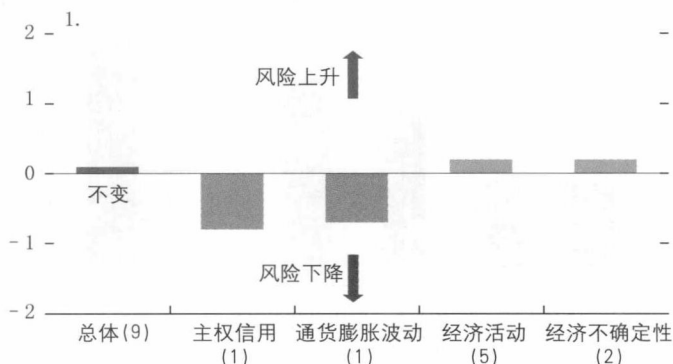
然而，几个主要新兴市场的通货膨胀持续升高，应保持谨慎。正如2014年4月期《全球金融稳定报告》所讨论的那样，如果利率上升、增长放缓，杠杆率的上升可能使家庭、银行和非金融企业面临额外的压力。

市场和流动性风险已显著增加。尽管实体经济表现令人失望（图1.5），金融市场上行，这反映出持续的寻求收益行为——这些行为推高了资产价格、压缩了利差。全球资产热图（图1.6子图1）提供的鸟瞰图显示，大多数资产类别的价格已经上涨。除新兴市场高收益债券和股票外，相对于过去10年的水平，资产价格上涨（利差收窄）。除估值因素外，流向共同基金的强劲资本提振了信贷市场流动性，掩盖了其他流动性指标（如流动性的广度和深度）的恶化。此外，资产管理行业的结构性因素（将在“市场流动性风险上升”部分讨论）可能会放大流动性冲击的

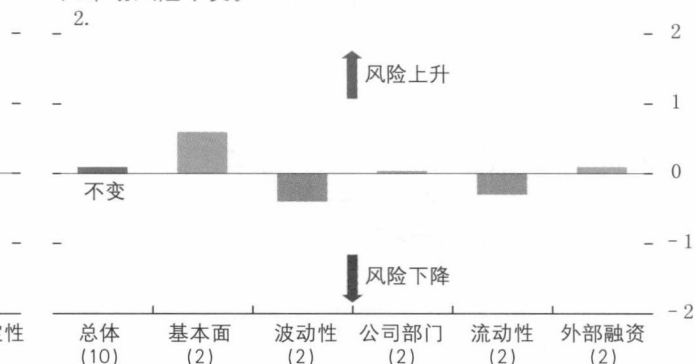
图1.2. 全球金融稳定图：风险和条件的评估

(自2014年4月期《全球金融稳定报告》发布以来的级别变化)

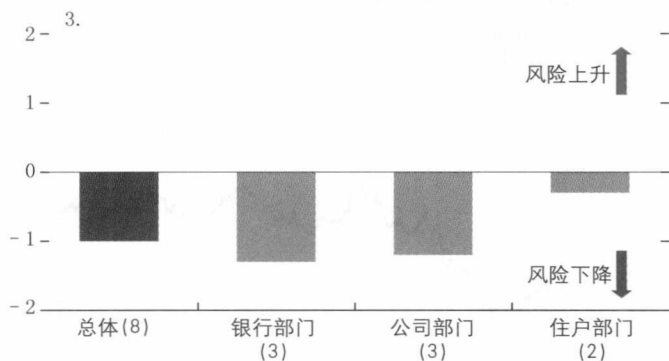
尽管低于预期，由于全球复苏持续，宏观经济风险保持平衡。



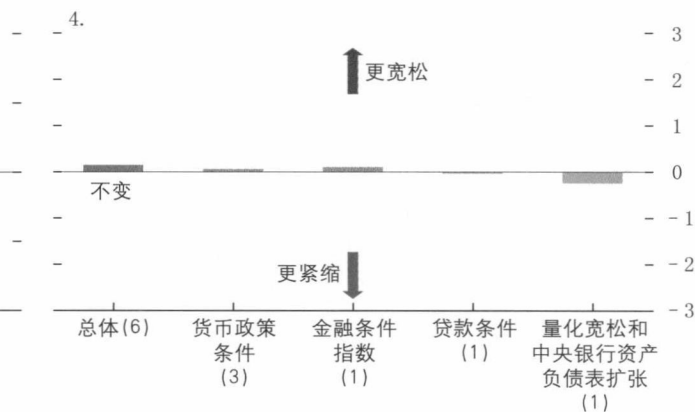
由于疲弱的增长被支持性政策行动和外部条件的改善所抵消，新兴市场风险不变。



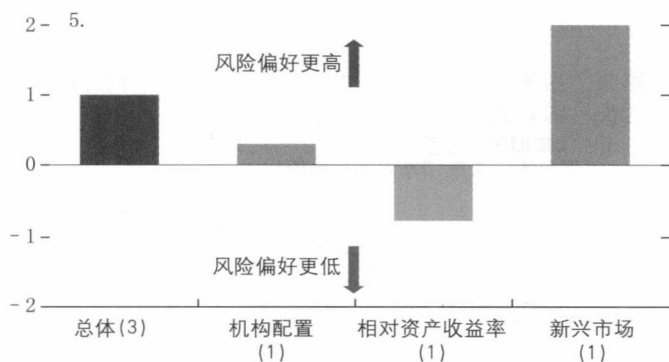
在银行融资条件改善和资产负债表修复的影响下，信用风险降低。



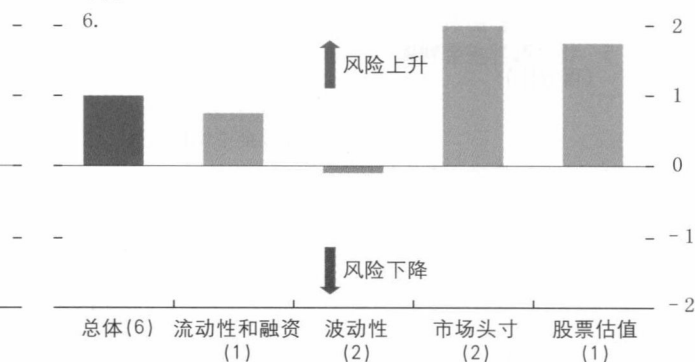
贷款条件和超额流动性基本不变，货币和金融条件保持宽松。



由于预期货币宽松将支持资产价格，风险偏好上升。



由于投资者通过流动性较低的资产寻求收益，市场和流动性风险上升。



资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：风险和条件的变化是根据一系列指标得出的，以基金组织工作人员的判断为补充（见2010年4月期《全球金融稳定报告》附录1.1和Dattels等对构建全球金融稳定图所用方法的介绍）。每幅图中“总体”等级变化为该图中单个指标等级变化的简单平均值。括号中的数字表示该风险和条件的每个子类别包含的单项指标的数量。对于贷款标准来说，正值表示标准的缓慢收紧或快速放宽。