

全球金融危机后的十年：我们处在什么位置？

链接：<https://m.wisburg.com/article/180803>

摘要：资产管理行业规模的不断扩大可能加大了流动性错觉的风险：市场流动性在正常情况下似乎充足，但在市场压力下很快就会枯竭。各国央行的资产购买计划也可能助长了一些债券市场的流动性错觉。

2018年11月，国际清算银行总经理卡斯滕斯在与中国央行行长易纲的会见中，作了题为《全球金融危机后的十年：我们处在什么位置？》的演讲，提到：

央行对金融危机的政策反应：成就与后果

央行正常化的风险：

- 央行无法控制整个收益率曲线和风险溢价的行为。
- 资产管理行业规模的不断扩大可能加大了流动性错觉的风险：市场流动性在正常情况下似乎充足，但在市场压力下很快就会枯竭。各国央行的资产购买计划也可能助长了一些债券市场的流动性错觉。
- 许多经济体的基本面没有达到应有的水平。
- 其他因素可能加大非常规货币政策退出的溢出效应。一些核心发达经济体的扩张性财政政策，可能会通过增加已经过热经济体的政府债券供应和总需求，进一步推高利率。
- 对于投资者将如何应对货币政策正常化，存在许多不确定性。
- 汇率可能导致顺周期的非线性调整。美元走软与尾部风险降低和新兴经济体借款增加密切相关，当美元走强时，这种关系就会逆转。

政策制定者面临的挑战是：

- 促进增长的结构政策不足。
- 发达经济体的溢出效应可能变异为溢回效应。
- 新兴经济体应该考虑将利率调整与外汇干预等其它政策选择结合起来，以应对资本外流。

以下为演讲全文：

各位下午好，我要感谢易纲行长和中国人民银行的工作人员今天接待我。

一个月前，易纲行长来到国际清算银行的香港亚太区办事处，出席该处成立20周年的庆祝活动。1998年7月，国际清算银行亚洲办事处开业时，世界和现在大不相同，刚刚摆脱上世纪90年代新兴市场危机的末期。

此后20年，新兴市场经济体(emerging market economies, EMEs)的经济权重显著上升。特别是中国经济迅速扩张，其在全球GDP(以购买力平价计算)中的份额从7%左右上升到19%左右。与此同时，通过实施审慎政策，新兴市场国家的经济韧性显著提高。这种增强的韧性在10年前的金融危机(Great Financial Crisis, GFC)期间显现出来。当时，**新兴市场国家，特别是中国，对全球经济增长作出了重要贡献，缓解了金融危机带来的负面冲击。**

全球金融危机是当今宏观经济和金融格局的一个决定性时刻，为发达经济体和新兴市场经济体未来的货币政策奠定了基础。因此，在我今天的发言中，我想集中讨论我们在全球金融危机开始十年后所处的地位问题。我们做出了什么政策反应，特别是在货币政策方面？取得了什么成就？是否存在意想不到的后果？未来的挑战是什么？在当前这个关键时刻，政策的含义是什么？

政策反应：成就与意想不到的后果

全球金融危机爆发后，直接受到影响的经济体当局采取了强有力的政策行动。各国央行对危机余波的有效管理在阻止危机方面发挥了关键作用；在随后的几年里，额外的货币刺激帮助促进了经济复苏。各国央行大幅下调政策利率，并将其保持在非常低的水平多年，有些情况一直持续到今天。此外，他们还制定了一套新的政策工具——非常规货币政策(unconventional monetary policy, UMP)，其三个主要组成部分是：量化宽松、前瞻指引和负利率。

稳定金融体系和经济的另一个关键因素，是对动荡的银行体系提供意义深远的公共担保——这些担保对于避免违约螺旋上升和银行挤兑至关重要。此外，危机过后，当局在监管和监督方面采取了果断行动，帮助恢复了人们对金融体系的信任，并为未来建立了韧性。特别是，银行业监管机构彻底改革了监管框架，出台了《巴塞尔协议III》(Basel III)。此外，为了加强金融管制和监督的系统观点，许多国家发展或加强了宏观审慎政策框架，作为现有的微观审慎政策框架的补充。

这些措施在避免全球金融危机之后的金融崩溃和经济萧条方面发挥了关键作用。主要发达经济体经历了一场大衰退，这是战后历史上最严重的经济萎缩。但经济迅速企稳，从而避免了上世纪30年代大萧条(Great Depression)的重演——当时有些人担心大萧条会重演。经济恢复增长，当然，有些国家恢复增长的速度比其他国家快，这为持久的经济扩张铺平了道路，但是，这种经济扩张不如以前反弹时所观察到的那样有活力。

与此同时，危机应对带来了一些意想不到的副作用，给未来带来了挑战。持续的低利率促进了处于危机中心的国家和部门的去杠杆，特别是主要发达经济体的家庭和银行部门。然而，**宽松的融资条件也助长了其他国家和地区的债务进一步累积，尤其是在一些较小的发达经济体和新兴市场国家，以及企业部门。**此外，发达国家和新兴市场经济体的主权债务都出现飙升，这反映出财政当局的危机应对措施和低债券收益率所创造的借贷激励措施的结合。

这种政策反应也有助于信贷供应从银行融资转向债券融资。低利率引发了对债券市场的收益率的追逐 (search for yield)；监管收紧加上危机后的去杠杆化，导致全球银行中介业务的缩减。结果，特别是在新兴市场国家，**金融中介在债券市场、而非通过银行所占的份额有所上升**，我的同事申铉松将这种现象称为“**全球流动性的第二阶段**”。

债券市场在全球金融中介中的更大作用，使资产管理公司的作用更加突出，影响了市场的动态。在过去10年里，我们看到国内和国际投资者对收益率的强烈追求，这很可能反映了投资者的过度冒险。风险溢价被大幅压缩，包括企业和新兴经济体的主权债券收益率的期限溢价和信贷风险溢价。

资产管理公司还可能在某些市场制造出一种**适当流动性的假象**，而这在动荡时期可能并不存在。一旦市场环境发生变化，对资产类别的大规模涉入可能会急剧逆转。因此，**资本流动可能对发达经济体利率的变化作出更强烈的反应，从而导致汇率波动加剧。**

危机应对措施最具破坏性的意外后果，很可能是发达经济体和新兴市场经济体推迟实施促进增长的结构性改革。**宽松的金融环境可以暂时提振经济，扭转与危机相关的产出和就业损失。但它们不能提升长期增长潜力。**许多国家的产品和劳动力市场仍然存在严重的增长结构性障碍。随着宽松货币政策的退出，实施有利于增长的结构改革将变得更加困难。因此，现在是加快实施这些改革的时候了。

未来的挑战

主要发达经济体的货币政策正常化进程并不均衡，反映出从全球金融危机中复苏的不同阶段。美联储已开始通过再投资上限来撤出其资产持有，并提高了政策利率。欧洲央行已经缩减了资产购买规模，在年底可能会停止净购买。与此同时，日本央行仍在继续购买日本国债，尚未传达任何退出计划。

核心发达经济体正在放松宽松的货币政策，这是可喜的一步。这是一个成功的迹象，因为经济已经恢复增长，通货膨胀率也回到了目标水平。货币政策正常化对于重建政策空间、为逆周期政策创造空间至关重要。此外，它还有助于抑制债务积累，降低出现金融脆弱性的风险。

但也存在重大挑战。正在进行的正常化的起点是前所未有的，其中涉及到极端的不确定性。各国央行未来的道路相当狭窄，两边都有陷阱。**各国央行将需要在相互竞争的考虑因素之间保持微妙的平衡。这尤其包括实现其通胀目标的挑战，同时避免鼓励金融脆弱性累积的风险。**

各国央行已非常谨慎地准备和实施正常化步骤。政策正常化是非常渐进和高度可预测的。各国央行非常重视通过广泛使用前瞻指引来传达其政策步骤。因此，到目前为止，重大的金融和经济动荡已经避免。在这方面，由于自2009年以来进行了广泛的监管和监督改革，金融部门的弹性有所增强，这也有所帮助。

尽管如此，风险仍然存在。

首先，央行无法控制整个收益率曲线和风险溢价的行为。投资者情绪和预期是决定这些变量的关键因素。金融市场的突然重估可能会导致预期的无风险利率水平大幅调整，或导致风险溢价下降。这种反弹可能会被市场动态放大，并对宏观经济产生不利影响。它还可能伴随着汇率的突然大幅波动和跨境流动，对全球产生更广泛的影响。

其次，许多中介机构正处于未知水域。过去10年，交易所交易基金(Exchange-traded funds, ETF)的增长速度超过了主动管理的共同基金，通过加强此类市场的深度、并为许多主权国家和企业提供可能的新融资方式，交易所交易基金为债券市场带来了非常重要的好处。ETF在股票投资者中尤其受欢迎，但在债券投资者中也变得越来越重要。它们之所以吸引投资者，是因为它们收取的费用低于传统的共同基金，事实证明，在超低利率环境下，这是一个重要的优势。此外，它们承诺在日内提供流动性，因此比共同基金更及时，后者只提供日度的流动性。

然而，这种**对日内流动性的承诺是一把双刃剑**。一旦ETF投资者面临负面消息，或观察到标的资产价格意外下跌，他们就会逃离(即立即卖出ETF股票)，加大市场价格的下行压力。随着股市变得更加动荡，我们将需要密切关注ETF，这可能加剧基础资产市场的波动性。

目前，与债券共同基金相比，债券ETF的资产管理规模仍然较小。然而，随着ETF市场份额的增加，其对市场价格动态的影响也会增大。此外，它们还有待在高利率时期经受考验。

更普遍的情况是，投资者可能会面临无法预料的风险，尤其是流动性出现无法预料的枯竭。正如我前面提到的，**资产管理行业规模的不断扩大可能加大了流动性错觉的风险：市场流动性在正常情况下似乎充足，但在市场压力下很快就会枯竭**。当大量订单失衡导致资产价格下跌时，资产管理公司和机构投资者没有强烈动机扮演做市角色。此外，恰恰在资产价格下跌时，资产管理公司往往面临投资者的赎回。对于投资于流动性相对较差的公司债券或新兴经济体债券的债券基金来说，情况尤其如此。因此，当市场情绪出现不利变化时，投资者可能会发现，变现所持债券比以往更加困难。

各国央行的资产购买计划也可能助长了一些债券市场的流动性错觉。此类计划已导致投资者从安全的政府债券转向风险更高的债券(包括新兴经济体的债券市场)，从而实现投资组合的再平衡，使它们看上去更具流动性。然而，一旦市场出现动荡，这种流动性可能会消失。此外，随着发达经济体的央行撤出资产购买计划并上调政策利率，投资者可能会选择从风险较高的债券转向安全的政府债券。这将扩大公司债券和新兴经济体债券的利差。

此外，资产管理公司的投资策略会共同增加金融市场的波动性。这里的一个关键风险来源是资产管理公司在流动性不佳的债券市场上的“羊群”行为。基金经理经常声称，他们的业绩是在长达3至5年的时间内评估的。尽管如此，他们往往对短期内表现不佳的行业同行有着强烈的反感。这可能导致各资产管理公司承担更多风险，并制定高度相关的投资策略。例如，国际清算银行最近的研究表明，新兴经济体的债券基金投资者倾向于同时赎回基金。此外，人们发现，所谓的主动管理新兴经济体债券基金的基金经理会密切关注少量基准(这种做法称为“基准拥抱”)。

第三，许多经济体的基本面没有达到应有的水平，与此同时，政治上对审慎宏观政策的兴趣似乎有所减弱。在许多发达经济体，主权债务与GDP之比不断上升，且处于高位，这提高了投资者对政府确保债务可持续性的能力和意愿的敏感度。新兴市场国家的主权债务平均水平远低于发达经济体，但企业杠杆率持续上升，在许多新兴市场国家已达到创纪录水平。许多发达国家和新兴市场经济体的家庭债务水平很高，而且还在上升。此外，新兴市场国家的大量外币债务将在未来几年到期，一些新兴市场国家的巨额经常账户和财政赤字可能会促使全球投资者采取更为谨慎的立场。全球金融状况趋紧和新兴经济体货币贬值可能会增加投资者对这些脆弱性的敏感度。

第四，其他因素可能加大非常规货币政策退出的溢出效应。**一些核心发达经济体的扩张性财政政策，可能会通过增加已经过热经济体的政府债券供应和总需求，进一步推高利率。**贸易紧张已开始使许多国家的增长前景和国际收支前景黯淡。这种紧张关系还会影响汇率和企业债务的可持续性。地缘政治风险上升也不应被忽视。如2018年10月出现的发达经济体和新兴经济体股市的大幅回调，通常被归因于贸易紧张加剧和地缘政治风险。

第五，对于投资者将如何应对货币政策正常化，存在许多不确定性。量化宽松一直是金融市场的“波动性稳定器”。因此，当它被移除或逆转时，市场将如何反应尚不清楚。**市场特别关注的是高收益债券和新兴经济体企业债券。正如我刚才指出的，这些市场的流动性往往更容易枯竭。资产管理公司可能会首先通过去杠杆化来实现资产组合的再平衡，这将为危机蔓延至其它市场创造一条途径。**

“旅游投资者” (“Tourist investors”) 是另一个令人担忧的来源。例如，与“专用”债券基金(它们相对密切地遵循特定基准)不同，“交叉”基金有基准，但会偏离基准，转向新兴经济体债券和高收益企业债券等风险较高的资产类别，以寻求收益。交叉基金并不是什么新事物，但最近它们开始崭露头角。他们将高收益、高风险的债券纳入他们的投资组合，理由是这些投资的额外回报足以补偿他们的风险。当市场平静时，他们可能低估风险，但当市场波动时，他们可能高估风险。事实上，它们对利率和汇率意外情况非常敏感，往往会突然撤出高风险投资。

最后，全球资产管理公司对本币债券市场（尤其是新兴经济体）的大量配置，带来了新的挑战。1997-98年亚洲金融危机后，亚洲许多新兴经济体共同努力发展本币债券市场。这是一个可喜的进展，克服了发展中国家无法以本币借款“原罪”（“原罪”是巴里·埃森格林(Barry Eichengreen)和里卡多·豪斯曼(Ricardo Hausmann)在1999年创造的一个术语）。许多亚洲新兴经济体借款方依靠长期本币债券而非短期外币贷款，避免了货币错配，降低了展期风险。此外，过去几年，新兴经济体本币债券的平均期限总体上有所提高。

然而，随着外国投资在新兴经济体本币债券市场的份额增加，汇率和展期风险已被久期风险所取代。投资的有效久期是衡量投资回报对债券收益率变化的敏感性。国际清算银行最近的研究表明，新兴经济体本币债券收益率往往随着本币贬值而上升。这可能使以美元(或欧元)衡量业绩的新兴经济体本币债券投资者的回报极其波动。

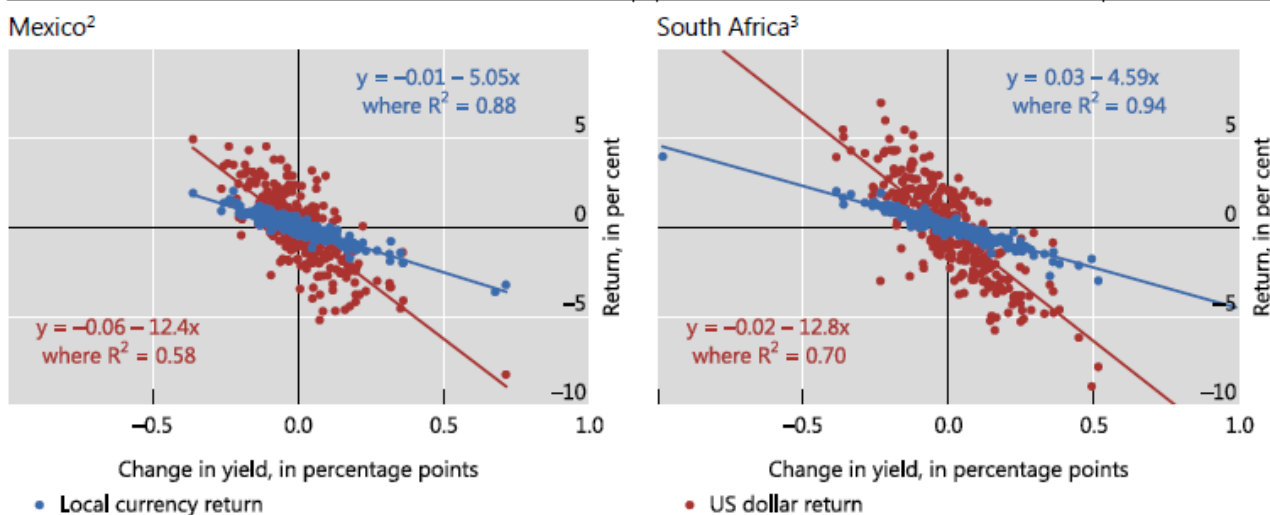
这表明，汇率对资本流动的反应可能不会像教科书预测的那样稳定经济：相反，**汇率可能导致顺周期的非线性调整。汇率变化可以通过所谓的汇率风险承担渠道推动资本流入和流出。**

风险承担渠道的核心机制如下。**在存在货币错配的情况下，美元走软会使新兴经济体的美元借款者的资产负债表更加光鲜。这促使债权人(全球银行或全球债券投资者)发放更多信贷。因此，美元走软与尾部风险降低和新兴经济体借款增加密切相关。然而，当美元走强时，这种关系就会逆转。**

让我用一个例子来说明我的观点。图1中的散点图显示了墨西哥(左图)和南非(右图)的本币主权债券的周度回报。纵轴表示回报率，横轴表示收益率的变化。蓝点以当地货币表示回报，红点以美元表示回报。在这些图表中，蓝线的斜率是债券的久期。你可以看到，红线的斜率比蓝线的斜率陡。对于那些关心美元回报的投资者来说，这些债券风险更大。这就好像这些债券具有更长期限债券的久期风险。在这种情况下，汇率变动往往会放大投资者的收益和损失，导致投资组合进一步外流，而不是遏制外流或鼓励流入。

EME local currency sovereign bond performance,¹ January 2013 to October 2018

Graph 1



¹ Total return on bonds denominated in local currency as weekly change in JPMorgan GBI-EM principal return index in local currency and US dollar. ² Data up to 15 October 2018. ³ Local currency data up to 26 February 2018; US dollar data up to 15 October 2018.

Sources: JPMorgan Chase; BIS calculations.

政策意义

主要发达经济体货币政策正常化、贸易紧张局势升级、地缘政治风险上升、新型金融中介等，这些都对发达经济体和新兴市场经济体的未来构成挑战。政策制定者如何应对这些挑战？

促进增长的结构性的政策不足是过去几年的一大缺陷。这些政策将有助于处理过度负债问题。与同时促进债务和产出的扩张性货币和财政政策不同，促进增长的结构性的改革将主要促进产出，从而减轻相对于收入的债务负担。此外，通过改善经济的供应侧，它们将遏制通胀压力。而且，如果范围足够广泛，它们将产生积极的分配效应，减少收入不平等。

发达经济体应该警惕溢出效应，也因为它们可能变异为溢回效应。在主要国际融资货币，特别是美元利率保持低位的阶段，新兴市场国家往往受益于宽松的金融状况。一旦利率上升，这些影响就会反过来发挥作用。例如，如果核心发达经济体的债券收益率回升，特别是如果这与美元升值同步，就可能出现逆转。一个明显的例子是，自2018年第一季度美元开始升值以来，新兴市场国家的金融状况发生了变化。

全球溢出效应也可能对核心经济体产生影响。受到溢出效应影响的国家的集体规模表明，这些国家发生的情况也可能对始发经济体产生重大的金融和宏观经济影响。至少，这类溢回事件为核心经济体的开明利己主义提供了依据，与国内目标相符。这是使正常化校准复杂化的另一个政策层面，值得密切关注。

应当全面实施金融改革。如果以及时和一致的方式实施这些改革，将有助于建立一个强大得多的银行体系。事实上，巴塞尔委员会的监管一致性评估计划（Regulatory Consistency Assessment Programme）发现，其成员已经落实了《巴塞尔协议III》的大部分主要内容。但实施延迟依然存在。重要的是要充分、及时和一致地执行所有规则。这将提高银行和银行体系的弹性。此外，还需要创造一个公平的竞争环境，限制监管套利的空间。

对于新兴市场国家而言，维持自身秩序至关重要，因为在全球金融状况趋紧之际，根本没有空间留给糟糕的基本面。然而，新兴市场国家可能面临资本外流，它们的货币可能突然贬值，从而引发进一步的资本外流。在这种情况下，**新兴市场国家当局必须做好有力回应的准备。他们应该考虑将利率调整与外汇干预等其它政策选择结合起来。**它们还应该考虑利用IMF的应急贷款计划。

与此同时，新兴市场经济体不应无视非常规的政策来应对股市调整。如果大量外国资本流入国内市场，并有可能迅速流出，央行可以利用其资产负债表来稳定市场。例如，墨西哥央行过去曾通过拍卖将长期证券转换为短期证券。之所以这样做，是因为这些长期工具不在强势投资者手中，而且市场对短期证券有需求，这一政策稳定了比索计价债券市场的状况。

最后，政策制定者需要更好地理解资产管理公司在压力情景下的行为，并制定适当的政策回应。政策制定者面临的一个关键问题是，如何消除流动性幻觉，支持强劲的市场流动性。做市商、资产管理公司和其他投资者需要采取措施，加强流动性风险管理。政策制定者还可以激励他们在正常时期保持强劲的流动性，以抵御糟糕时期的流动性紧张——例如，鼓励定期进行流动性压力测试。

结论

过去10年，我们在克服全球金融危机及其后果方面取得了巨大进展。大多数新兴市场经济体，尤其是中国，在这些波涛汹涌的海域航行相对平稳。然而，风险仍然存在。对于新兴市场国家而言，贸易和地缘政治紧张局势以及发达经济体的货币政策正常化带来的溢出风险非常突出。他们需要为管理这些风险做好准备。

鉴于中国庞大的外汇储备、强有力的政策框架以及政府一直在追求的经济去杠杆化，中国似乎处于能够经受住任何风暴的有利地位。尽管如此，政策制定者仍需保持警惕，准备采取一切必要措施，管理全球冲击的影响。中国作为世界经济增长引擎和韧性之源，保持强劲势头至关重要。

自1996年以来，中国一直是国际清算银行的重要成员。我们与中国人民银行的 合作是重要和富有成果的。国际清算银行刚刚启动的新中期议程将确保我们在未来继续以最佳方式为股东服务。在这方面，我期待着在今后的许多年里继续与中国人民银行保持良好的合作。

来源: Lecture by Agustín Carstens, General Manager, Bank for International Settlements, People's Bank of China, Beijing, 19 November 2018