

### 美联储如何评估金融稳定？

美联储近日发布了有史以来的第一份《金融稳定报告》。在此份《报告》中，美联储将首次将资产价格以及宏观杠杆率纳入评估金融脆弱性的框架，这与危机后备受推崇的金融周期理论相一致。

美国东部时间 11 月 28 日，美联储主席鲍威尔 (Jerome Powell) 在纽约经济俱乐部发表了备受关注的演讲，介绍并发布了美联储有史以来的第一份《金融稳定报告》(Financial Stability Report)。

事实上，自美国总统特朗普就此前美国股市下跌对联储频繁开炮以来，媒体与大众都在关注着鲍威尔将如何回应特朗普的指责，而在 28 日的演讲

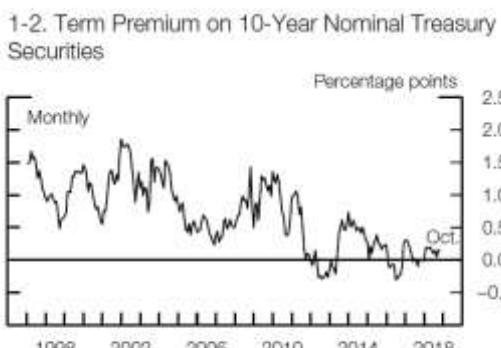
中，鲍威尔并未正面回应特朗普的指责，依旧采用中性的态度阐述了美联储在就业与通胀这双重目标之间的平衡。鲍威尔称目前联邦基金利率依然低于中性利率水平，政策利率变化对经济的影响需要一年时间来充分显现，联邦储备委员会不对未来货币政策预设路线，加息将依然视就业和通胀情形采取渐进的节奏。这些表述与耶伦时期一致，从表述上看鲍威尔对货币

政策的制定并未受到此前特朗普指责的影响。

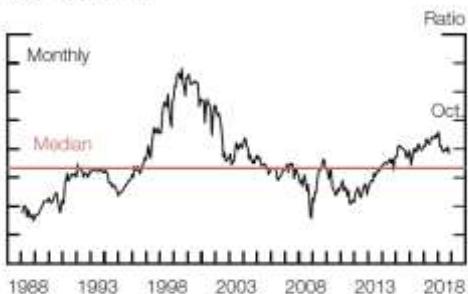
相比于鲍威尔对货币政策路径的表述，美联储此次发布的《金融稳定报告》才是演讲的重点，《报告》充分阐述了联邦储备委员会如何评估美国金融系统的稳健程度。在联邦储备委员会的评估框架中，对金融系统的冲击以及金融系统本身所包含的脆弱性是衡量金融稳定的两个方面。由于冲击通常是不可预测的，因此《报告》的重点在于监控金融系统本身所存在的脆弱性。

美联储《金融稳定报告》对于脆弱性的评估主要取决于四个方面：资产价格是否过高、企业与家庭部门是否存在过度借贷、金融部门的杠杆率是否过高以及金融机构是否存在流动性与融资风险。

第一，从资产价格来看，美国几大主要市场的资产价格估值与历史数值相比均处于高位。在债券市场，在整体低利率的背景下，美国国债收益率与期限利差均处于历史低位，高收益公司债/国债之间的信用利差与 BBB 级公司债/国债之间的信用利差相差无几，新发行的杠杆贷款(leveraged loan)的信用利差依然处于全球金融危机以来的低位。从股市来看，美国股市近年来股指的上升速度要快于企业盈利预期，市盈率目前已超过过去三十年来的中位数。从商业地产来看，商业住宅价格指数在 2011 年后快速上升，目前已超过危机时的顶峰水平，商业住宅价格的增速在近年来也超过租金上涨的速度，银行对于商业住宅贷款的审核也正处于较为宽松的水平。

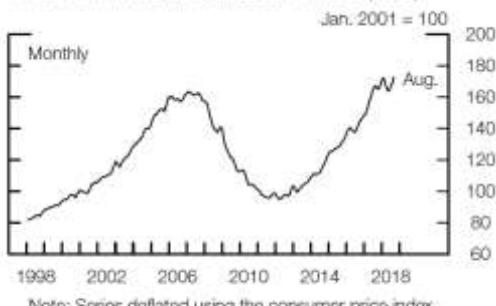


1-9. Forward Price-to-Earnings Ratio of S&amp;P 500 firms



Note: Aggregate forward price-to-earnings ratio of S&P 500 firms. Based on expected earnings for 12 months ahead.  
Source: Federal Reserve Board staff calculations using Refinitiv (formerly Thomson Reuters), IBES Estimates.

1-12. Commercial Real Estate Prices (Real)



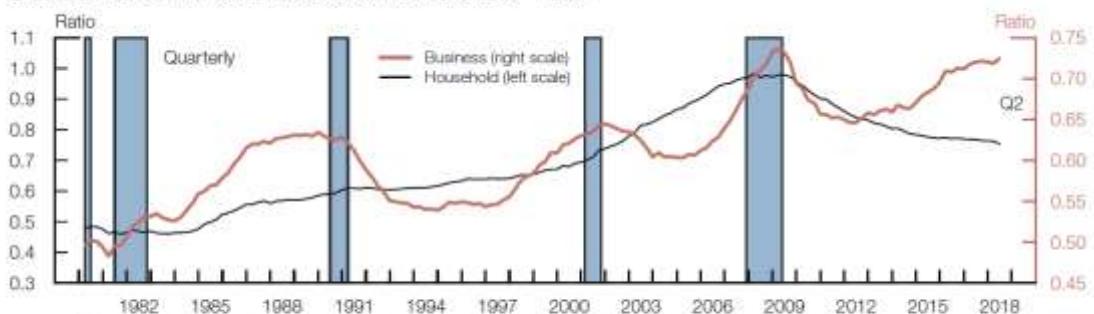
Note: Series deflated using the consumer price index for all urban consumers less food and energy and seasonally adjusted by Board staff.

Source: CoStar Group, Inc., CoStar Commercial Repeat Sale Indices (CCRSI); Bureau of Labor Statistics consumer price index via Haver Analytics.

第二，从企业与家庭部门的借贷情况来看，家庭债务对收入比例处于中等较低水平，而企业债务对GDP比例正处于历史高位，并且出现信用恶化迹象。在金融危机之后，美国整体私人非金融信贷对GDP比例维持在较为稳定的区间内，2018年第二季度美国私人非金融信贷对GDP比例为147.5%。从结构上来看，家庭债务对GDP比例呈逐年下降态势，2018年第二季度该比例为75%左右；企业债务

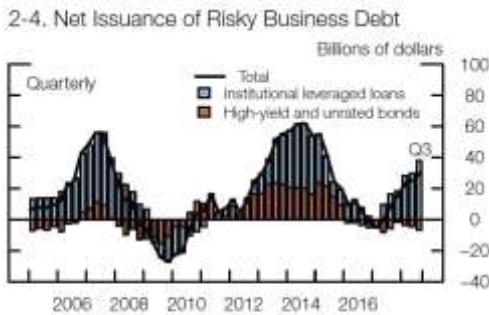
对GDP比例则在危机后呈现上升趋势，2018年第二季度该比例约为72.5%。自2017年起，更具风险的债务形式（如高收益债券和杠杆融资等）的发行量开始上升，并且企业债务的信用条件也正在逐渐恶化。以杠杆融资（已背负高杠杆的企业的债务融资）为例，新发行的杠杆融资贷款占企业息税折旧及摊销前利润（EBITDA）的比例呈上升趋势，在接近40%的新增贷款中，该比例超过6倍。

2-2. Business- and Household-Sector Credit-to-GDP Ratio



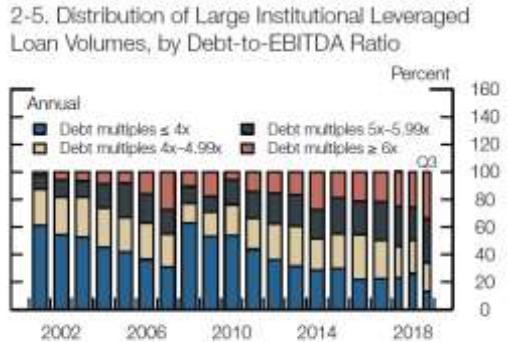
Note: The shaded bars indicate periods of business recession as defined by the National Bureau of Economic Research.  
GDP is gross domestic product.

Source: Federal Reserve Board staff calculations based on Bureau of Economic Analysis, national income and product accounts, and Federal Reserve Board, Statistical Release Z.1, "Financial Accounts of the United States."



Note: Total net issuance of risky debt is the sum of the net issuance of speculative-grade and unrated bonds and leveraged loans. The data are four-quarter moving averages.

Source: Mergent, Fixed Investment Securities Database (FISD); S&P Global, Leveraged Commentary & Data.



Note: The data for 2018 are quarterly. Volumes are for large corporations with earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization (EBITDA) greater than \$50 billion and exclude existing tranches of add-ons and amendments and restatements with no new money.

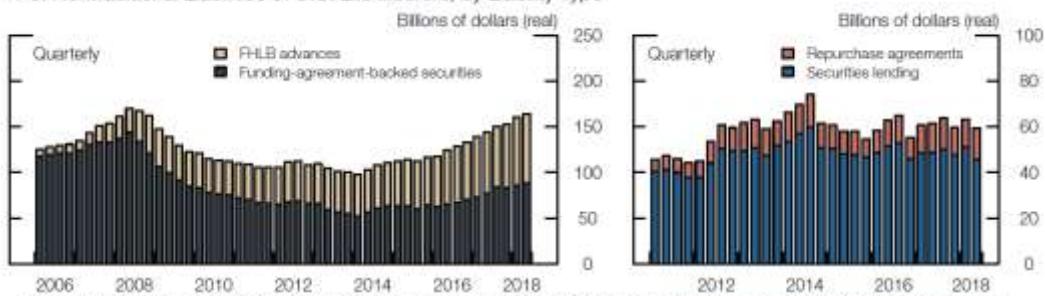
Source: S&P Global, Leveraged Commentary & Data.

第三，金融部门的杠杆率与历史数据相比处于低位，这一部分是由于金融危机后各方采取的严厉的金融监管措施，监管部门对于银行的资本金在数量及质量上均设定了更高的要求。2018年6月美联储所发布的压力测试报告显示，美国银行业的资本金情况非常稳健，即使是在全球经济衰退、资产价格急速下滑、企业信用质量大幅恶化这样的严重情境中，美国最大的几个银行仍有能力向美国的家庭和企业提供贷款。

第四，从金融机构的融资风险来看，由流动性和期限错配所产生的融资风险较低。从银行业来看，银行拥有大量的流动资产，自金融危机之后，银行系统内的流动资产增加超过三万亿美金，远超危机前水平以及监管要求。从负债端来看，银行容易受到挤兑影响的负债占比（如批发融资、同

业回购、未担保存款、货币基金等）较危机前大幅降低，被认为是较为稳定的核心存款（活期账户、小额定期存款、零售存款等）占银行负债的比例达到历史新高。从保险业来看，自金融危机之后保险公司的非传统负债（如回购、以现金为担保的证券出借等）在近年来小幅上升，但占保险业总资产的比例依然较低，这意味着保险公司的投资组合更多转向了流动性较低的资产。

4-6. Nontraditional Liabilities of U.S. Life Insurers, by Liability Type



Note: The data are converted to constant 2018 dollars using the consumer price index and extend through 2018:Q2. FHLB is Federal Home Loan Bank.

Source: Bureau of Labor Statistics consumer price index via Haver Analytics and Federal Reserve Board staff estimates based on data from Bloomberg Finance LP; Moody's Analytics, Inc., CreditView, ABCP Program Index; Securities and Exchange Commission, Form 10-Q and 10-K; National Association of Insurance Commissioners, quarterly and annual statutory filings accessed via the S&P Global Market Intelligence Platform.

最后，《报告》列举了近期可能会对美国金融系统产生风险的一些因素，其中包括“脱欧”及欧元区的财政问题、中国和其它新兴经济体的高杠杆率以及中美之间的贸易摩擦和地缘政治不确定性。

此前，美联储对于金融稳定的评估主要集中在机构上，通过压力测试来衡量银行业尤其是系统性重要银行的资本水平能否抵抗危机情境并正常行使金融中介的功能，而在此份《报

告》中，美联储将首次将资产价格以及宏观杠杆率纳入评估金融脆弱性的框架，这与危机后备受推崇的金融周期理论相一致。金融危机之后，全球央行在金融监管上均承担了较之前更多的监管责任，而央行对于金融周期的关注也将会逐渐体现在未来的货币政策制定之中。

