

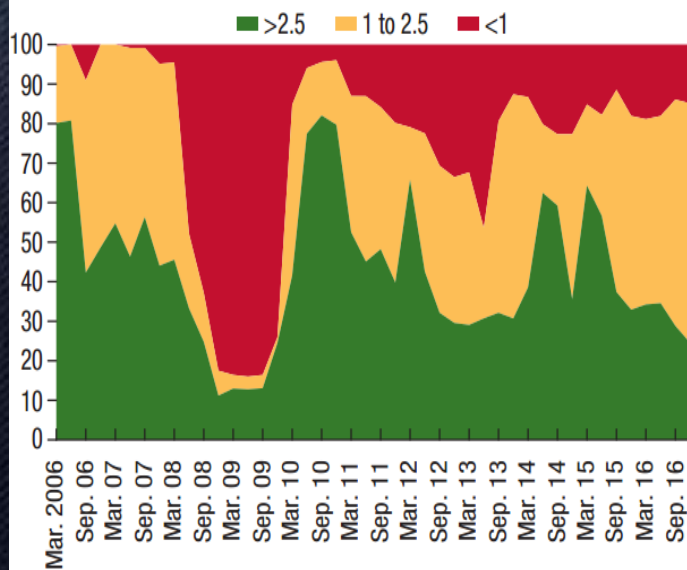
新常态下的全球金融稳定：风险与挑战

Global financial stability under the new normal – risks and challenges

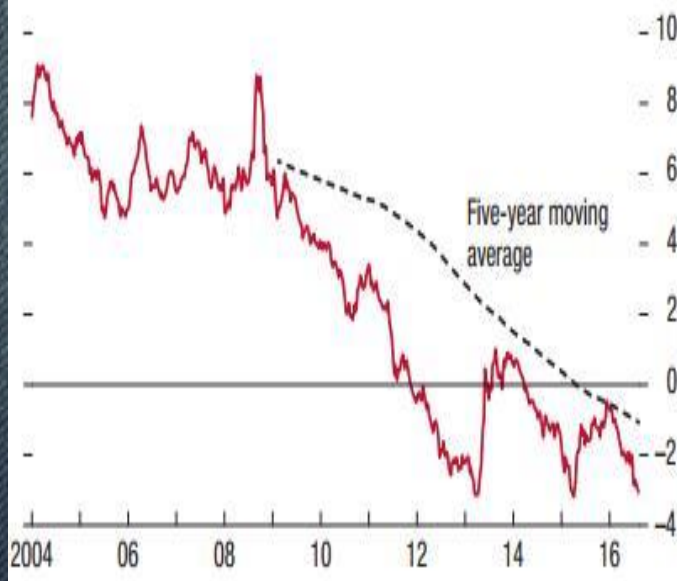
小组成员：郭彦辉、王海南、王潜、朱俊禹、朱尧

什么是新常态？

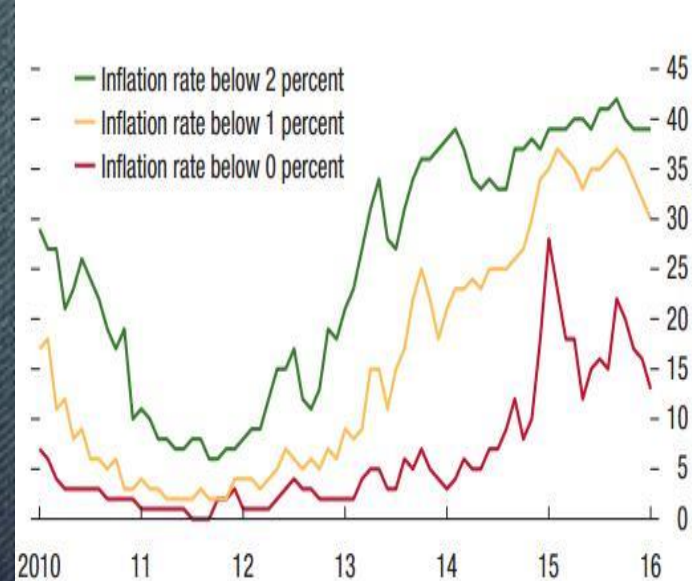
1. Distribution of Level of Real GDP Growth
(Growth rate over previous four quarters, share of total GDP in each growth bracket; percent)



4. Global Real Rates
(First principal component of inflation-linked securities, percent)



2. Headline Consumer Price Index Inflation: Number of Countries with Low Inflation Rates



低增长



低利率



低通胀

目录

content



- 新常态下重大短期风险事件分析
---- 英国退欧 VS 美国大选



- 新常态下全球金融稳定面临的
中期挑战



总结



01

新常态下重大短期风险事件回顾

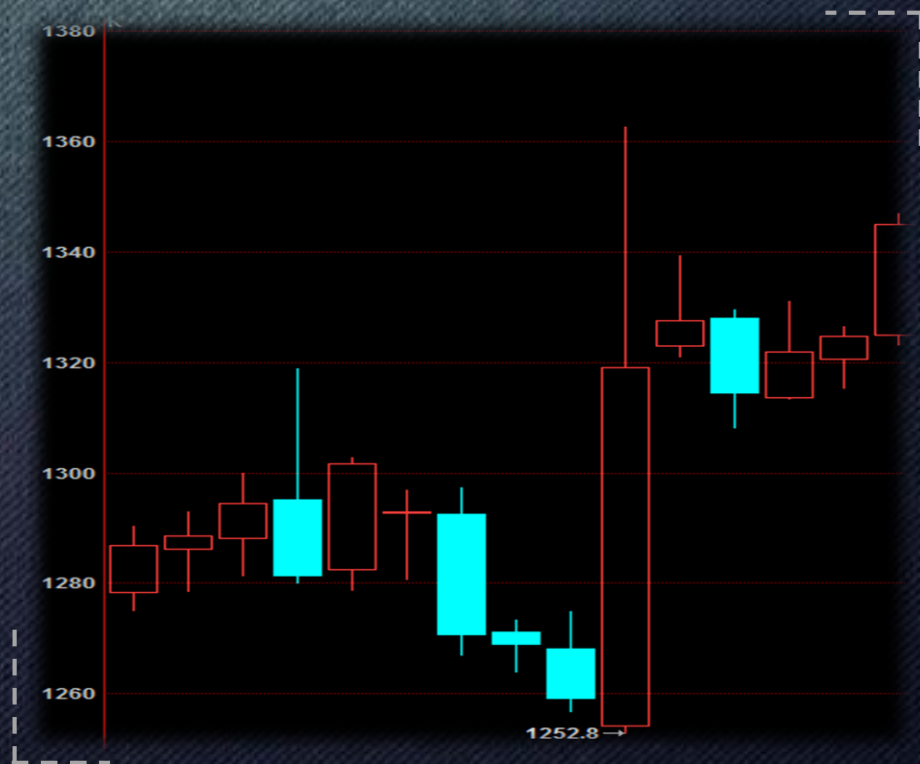
---- 英国脱欧 VS 美国大选

Part 1 风险事件回顾



英镑欧元暴跌、
欧美股市暴跌

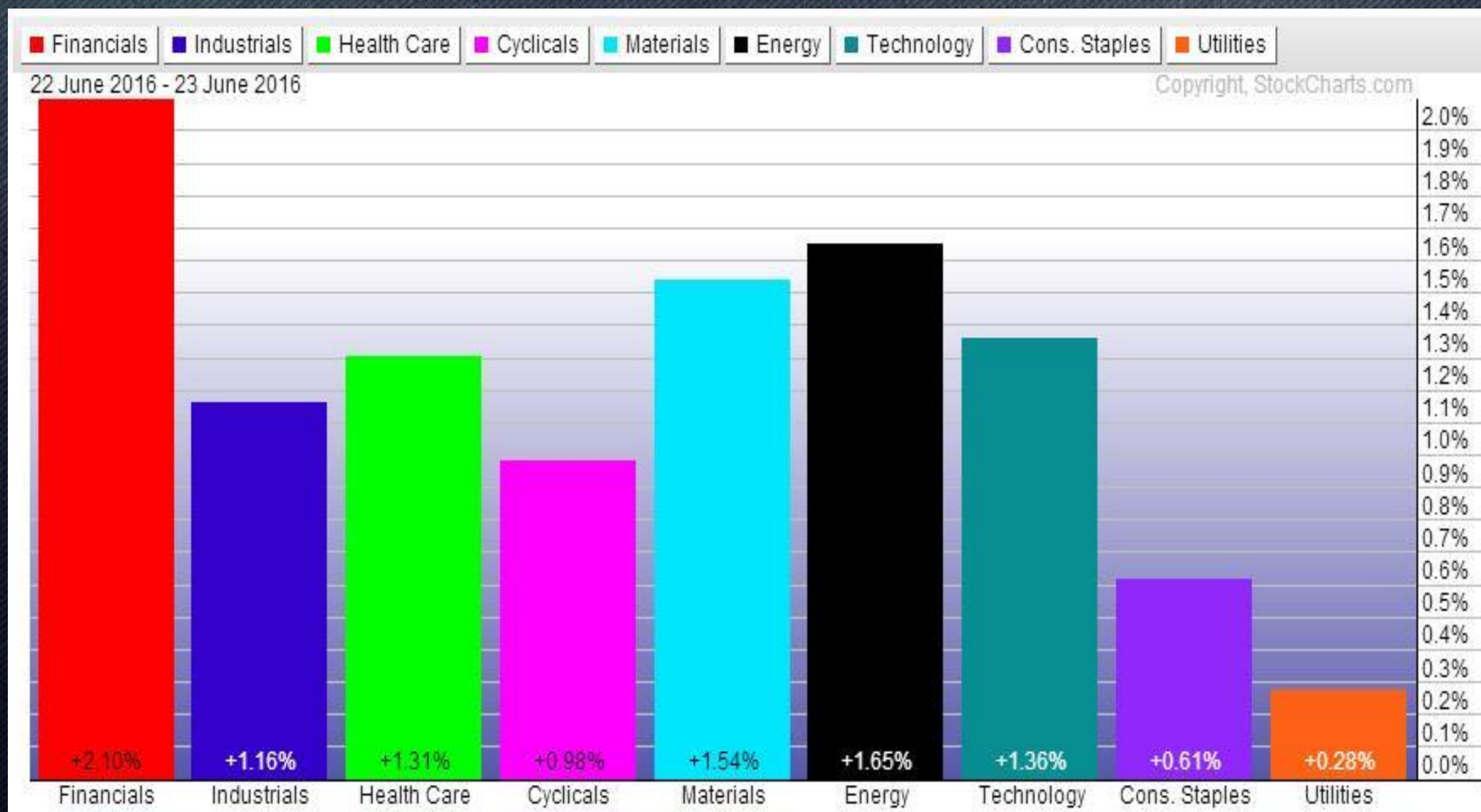
避险货币大涨
黄金大涨



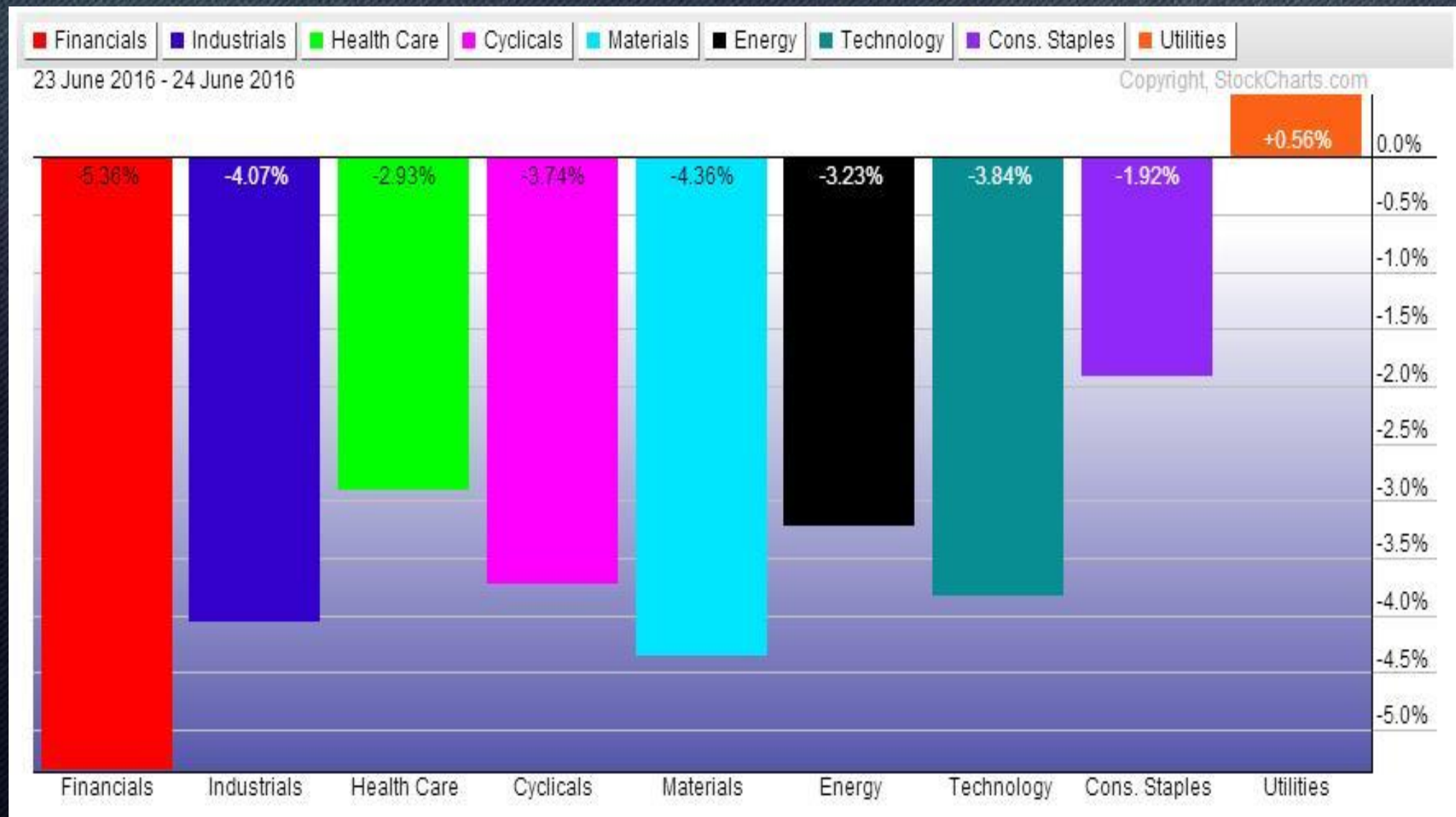
Part 1 脱欧对英国金融业影响

市场划分		重要性	脱欧影响
银行业	跨境借贷	全球份额20%	脱欧对金融机构影响取决于英国与欧盟谈判协商情况。除非“通行证”被保留，不然欧盟银行必须离开伦敦，或者在欧盟其他地区重设机构，英国的分支机构必须以子公司的形式存在，这样它们必须满足银行业资本要求、杠杆率、流动性等方面的要求，营业成本增加。 英国金融部门营业规则是绝大部分按照欧盟规则执行，脱欧以后，许多规则修改，面临很多法律、合规、技术、营运方面规则的重新设定。 欧盟要求欧元结算必须在欧盟内部，因此如果通行证不能保留，伦敦的欧元结算中心必须转移。
	投资银行	全球投行业务收入20%	
	零售银行	7万亿资产	
	利率衍生品交易	全球份额50%	
	欧元区股权交易	欧元区银行70%的交易量伦敦完成	
	外汇交易	全球份额40% 美元交易量全球51% 欧元交易量全球54%	
市场基础设施	OTC衍生品清算（全球领导地位）	全球50%利率和衍生品互换在伦敦清算，年清算额384万亿美元	英国OTC衍生品清算系统满足欧盟标准，但欧元区银行使用英国清算系统必须经欧盟批准，如果不批准，欧元区银行衍生品清算必须转移到其他地区（法兰克福）。
保险业	再保险	全球份额24%	同上
	海事保险	全球份额30%	没有影响
资产管理	投资基金	管理资产总额达到6.8万亿英镑；2.5亿英镑来自海外投资者；欧元区12.5%的UCITS基金；全球基金总额17%	除非通行证被保留，不然要重新制定行业准则，UCITS基金面临被转移风险。
	对冲基金	全球13%对冲基金资产在英国	许多客户不是来自欧元区因此不会受太大影响。

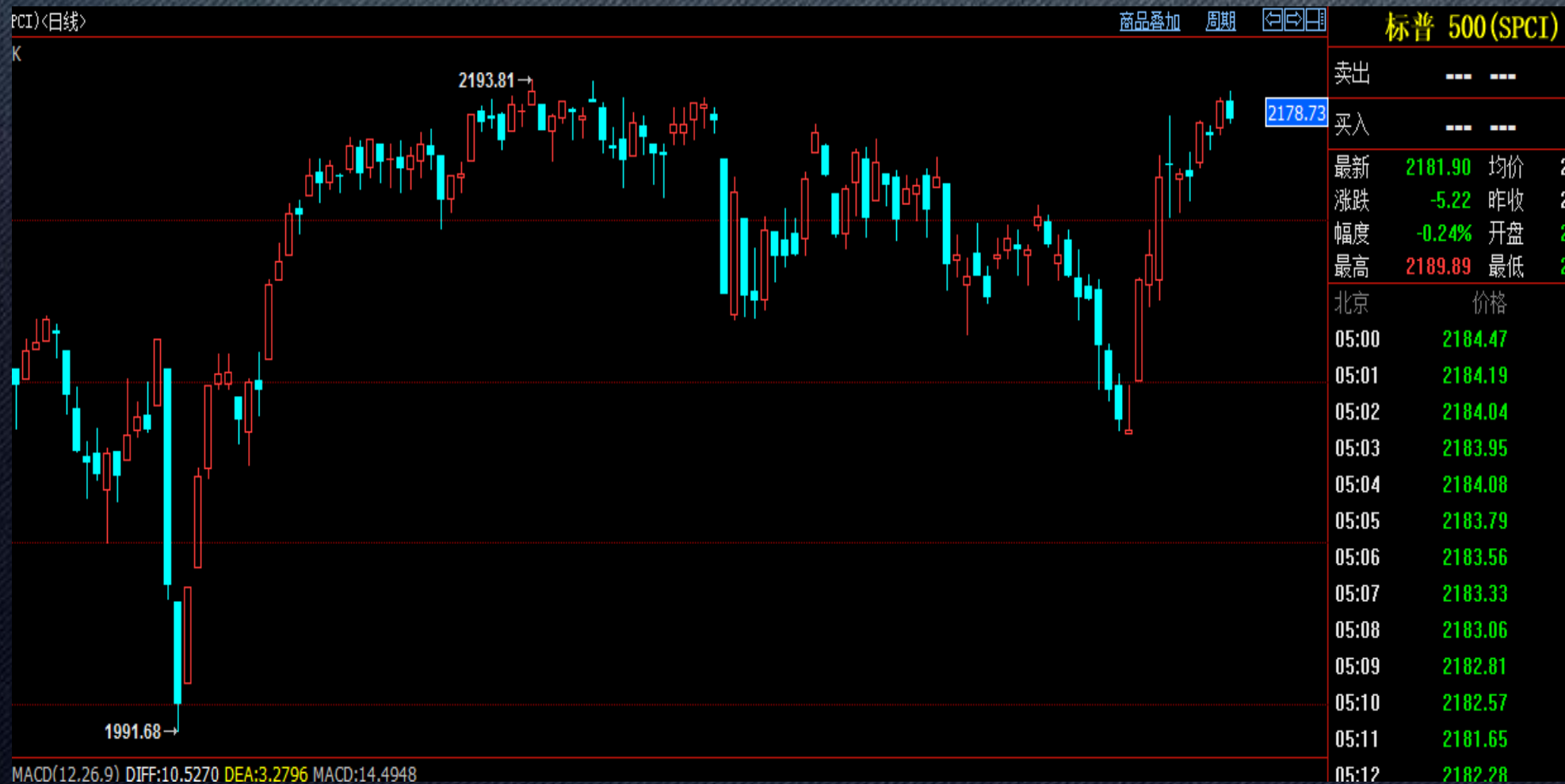
Part 1 退欧前美股各版块表现



Part 1 退欧当天美股各版块表现



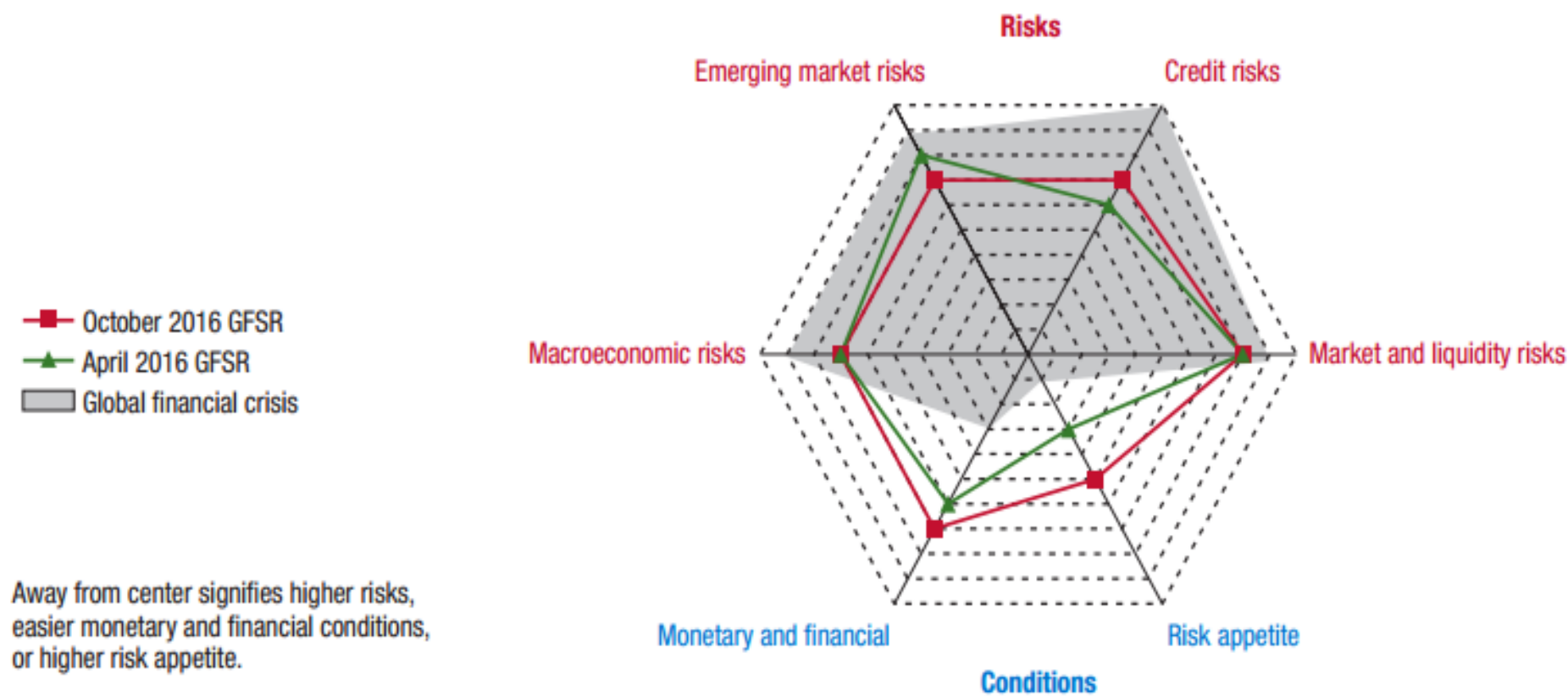
Part 1 退欧事件后续——金融市场风险修复



风物长宜
放眼量

Part 1 短期风险事件的后续

Figure 1.1. Global Financial Stability Map: Risks and Conditions



Part 1 美国大选

伦敦金现(贵金属 5120)



伦敦金现 5120

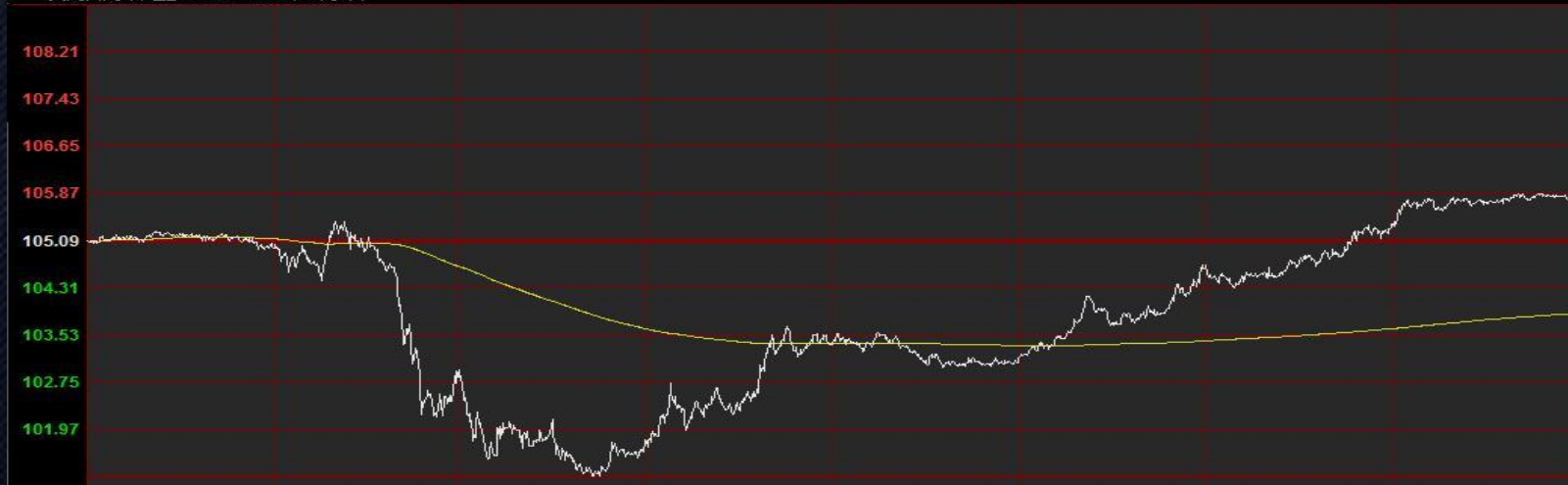
卖出	1284.64	0
买入	1284.36	0
最新现手	1284.50	涨跌 8.57/0.67%
总手	2	速涨 -0.03%
持仓	371160	开盘 1275.87
日增	0	最高 1337.55
外盘	----	最低 1268.42
比例	----	结算价 0.00
内盘	----	昨收 1275.93
比例	----	涨停
杠杆	----	跌停
单位	元/克	✓ 美元/盎司



从恐慌到清醒

市场只用3小时

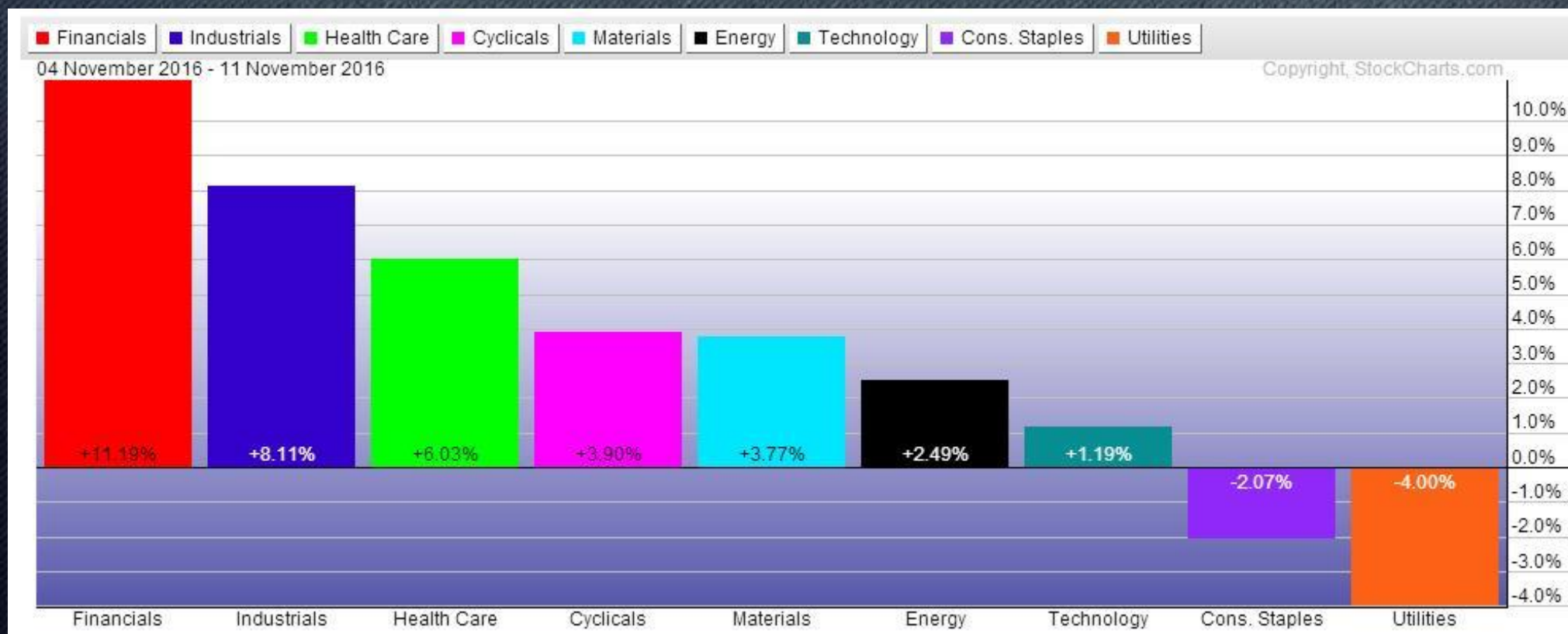
美元日元(外汇_D 8152) 2016年11月9日



美元日元 8152

最高	107.58	最低	106.4
涨跌	0.71	昨收	106.7

Part 1 美国大选



从
恐慌
到
清醒

市场只用
3小时

大选当周
美股表现

逆势上涨、
金融股领先

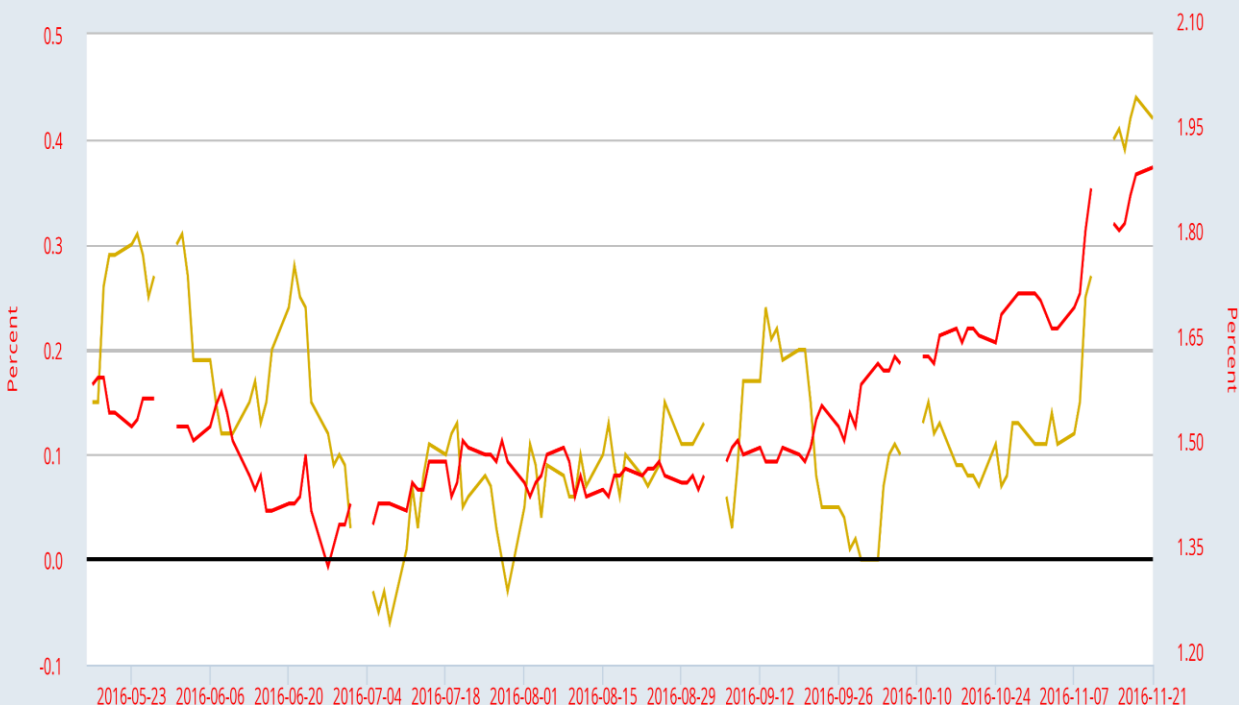
Part 1 美国大选

十年期美债收益率疯长是否可持续？



Part 1 美国大选

— 10-Year Treasury Inflation-Indexed Security, Constant Maturity (left)
— 10-Year Breakeven Inflation Rate (right)



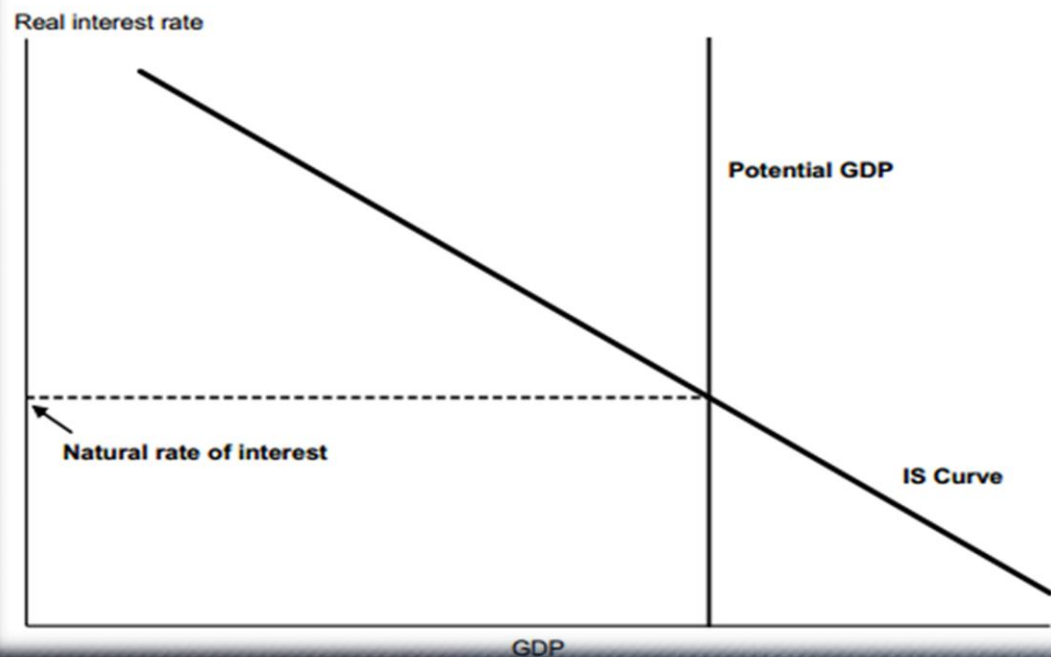
特朗普推出民粹主义政策影响通胀路径猜想

- 1、排斥移民，降低失业率，工人工资上涨和通胀带来上行压力。
- 2、贸易保护主义和产能恢复，推升通胀。
- 3、基建设施上财政支出更多，带动就业和需求，推升通胀。
- 4、工人集体谈判，提高最低工资，抬升通胀。
- 5、更大规模的财政刺激意味着发行更多国债，国债供给增加，价格下降，收益率上升。

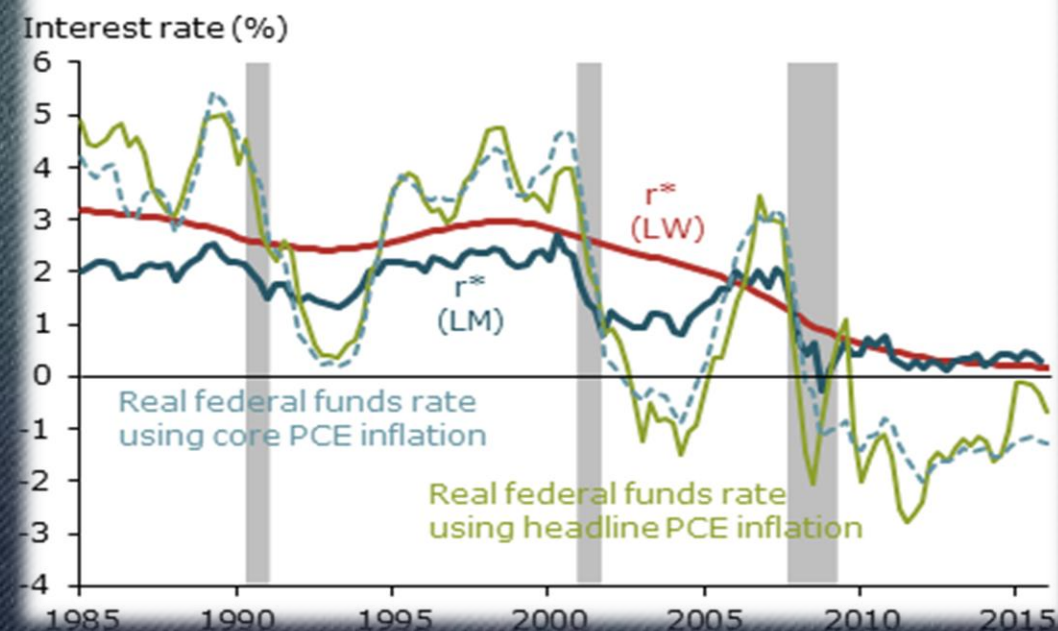
Part 1. 美国大选

从来就没有救世主,更不靠希拉里和特朗普--- 特朗普普改变不了美国自然利率下行大趋势

Figure 1: Determination of the natural rate of interest



Real interest rates, 1985:Q1 to 2016:Q1

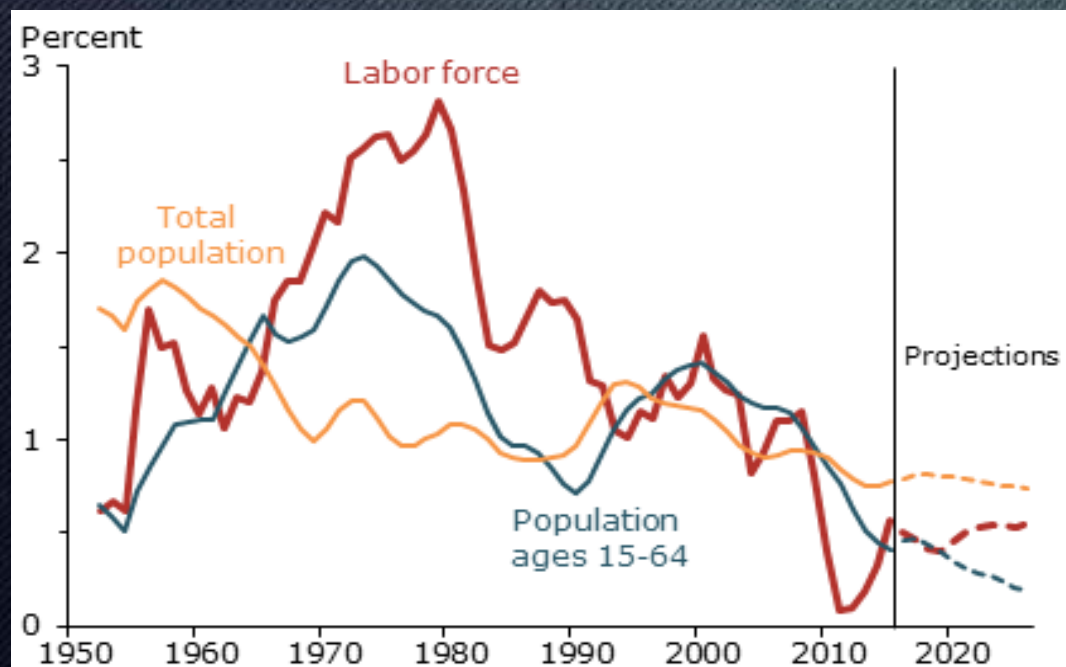


自然利率（均衡利率）：最充分调动经济资源，实现充分就业的利率水平，该利率水平下，经济既不会过度扩张，也不会过度收缩。

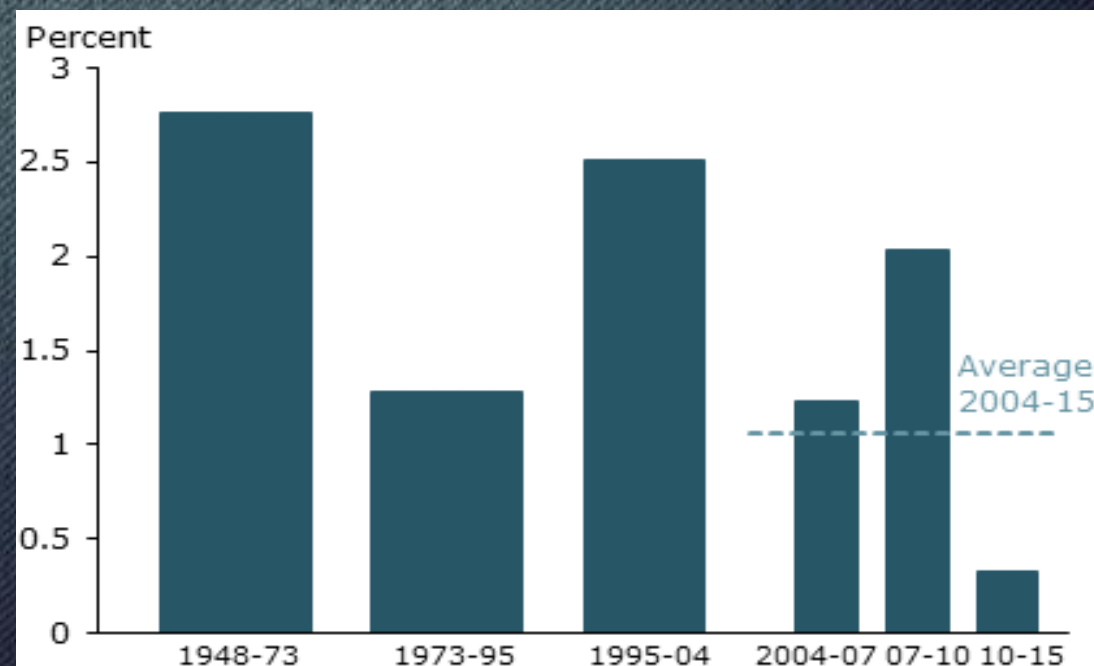
Part 1 美国大选

GDP growth = growth in worker hours + growth in GDP per hour.

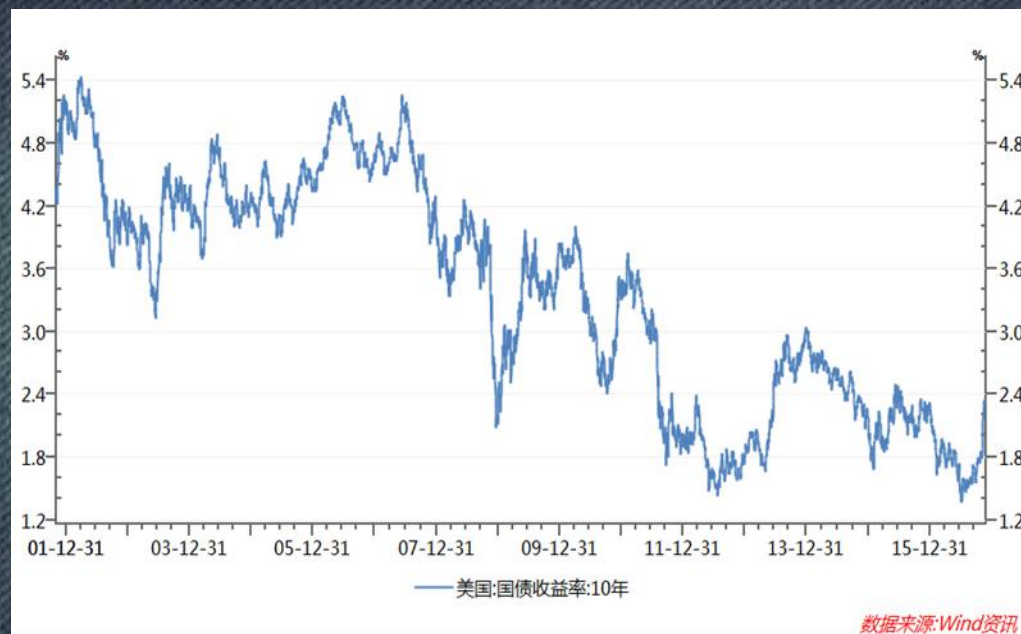
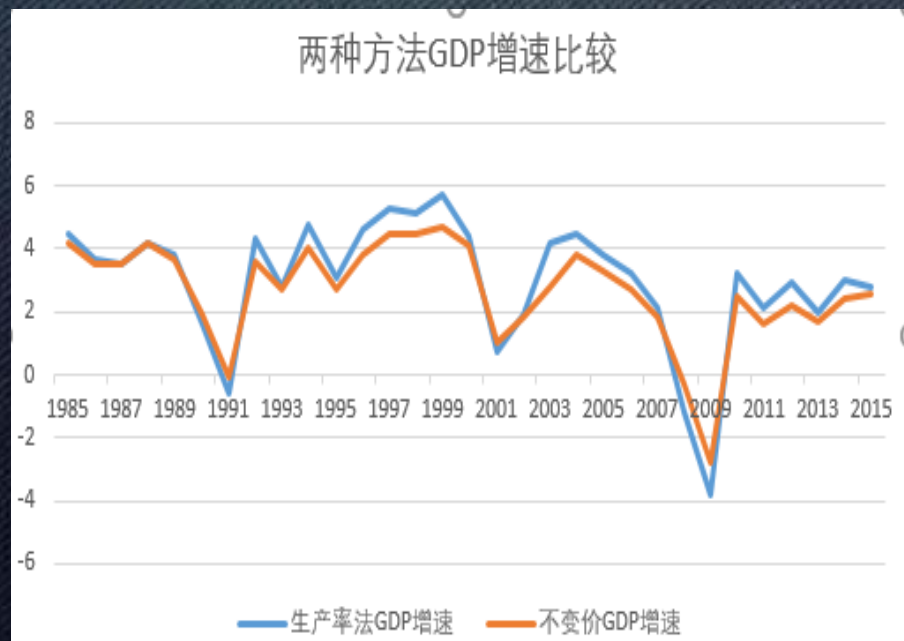
Slowing growth in working-age population and labor force



Variation in productivity growth by trend period



Part 1



当前形势下，亟需我们回答两个问题。一是“怎么看”，要精准把脉世界经济形势。二是“怎么办”，要为促进全球经济增长和就业开出良方。

一个基本判断是，国际金融危机深层次影响还在继续，世界经济仍然处在深度调整期。……

究其根本，世界经济发展到今天，**上一轮科技和产业革命所提供的动能已经接近尾声，传统经济体制和发展模式的潜能趋于消退。**同时，发展不平衡问题远未解决，现有经济治理机制和架构的缺陷逐渐显现。

-----习近平 2015年 安塔利亚 G20 峰会上的演讲



02 新常态下全球金融稳定面临的 中期挑战



2.1 发达经济体金融机构面临的周期性和结构性挑战

2.1.1 欧美银行业面临的高成本低盈利挑战

2.1.2 信贷条件如何被改变

2.1.3 低利率环境下养老基金和寿险公司面临的资产配置挑战



2.2 新兴市场经济体面临的挑战

Part 2.1.1 欧美银行业面临的高成本低盈利挑战

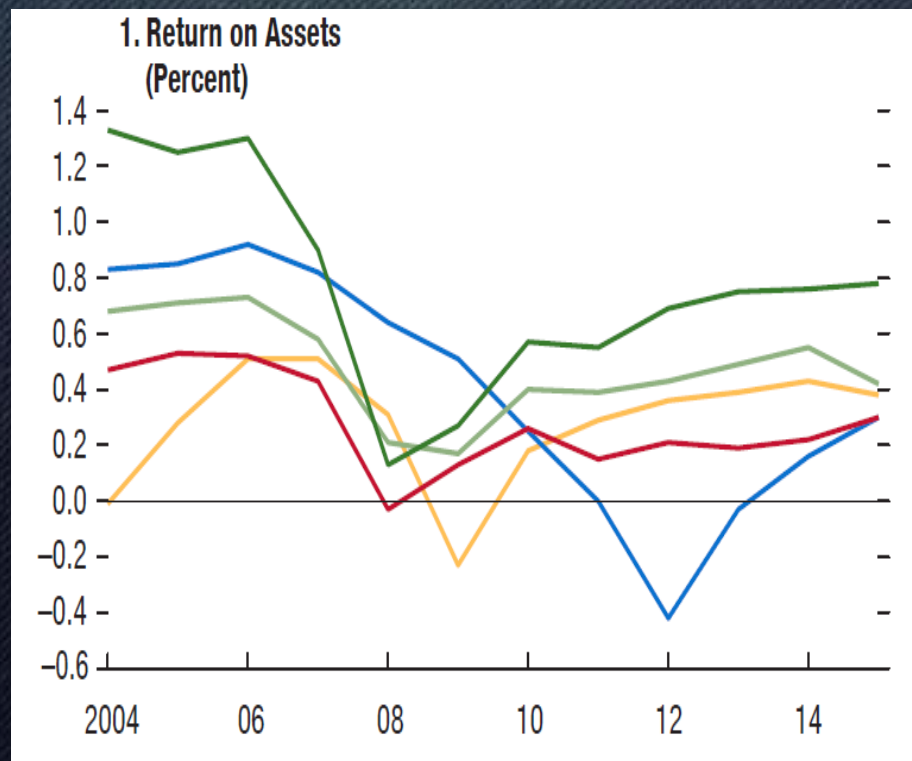


图2.1 欧美各地区银行ROA



最大的问题：
盈利能力的降低
投资者信心下降

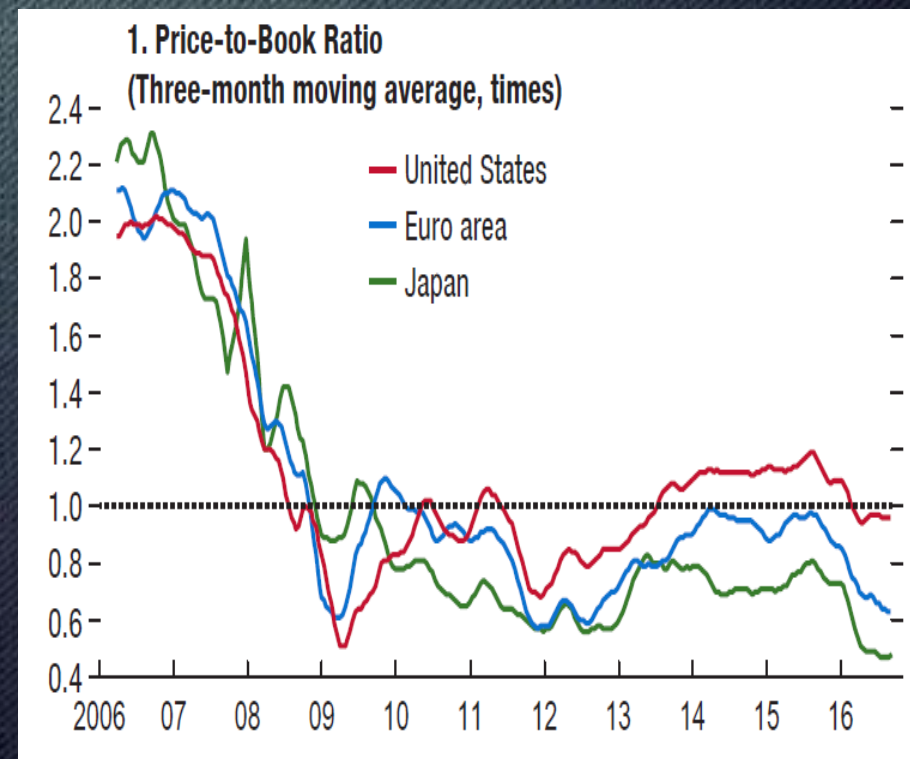


图2.2 各国银行市净率

Part 2 欧美银行业面临的高成本低盈利挑战

银行盈利能力下降究竟是一个周期性问题还是结构性问题？
首先建立“周期性回升”模型，判断是否为周期性问题。

三个假设：

1.货币政策正常化：
短期利率上升50个基点

2.超额准备金率降低：
假设贷款人信用提升

3.非利息收入上升：
手续费和佣金收入提高

“周期性回升”模型
不能解释银行盈利能力的下降。

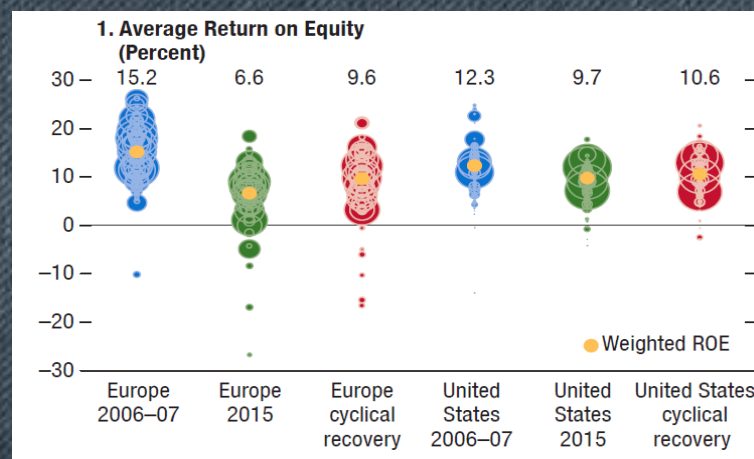


图2.3 周期性回升后ROE

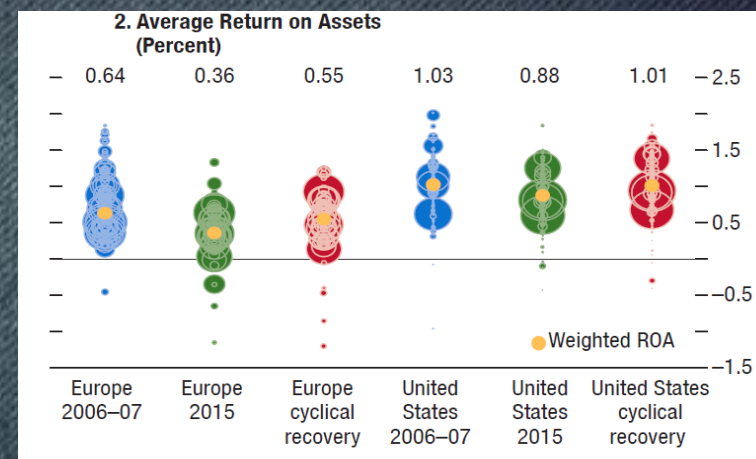


图2.4 周期性回升后ROA

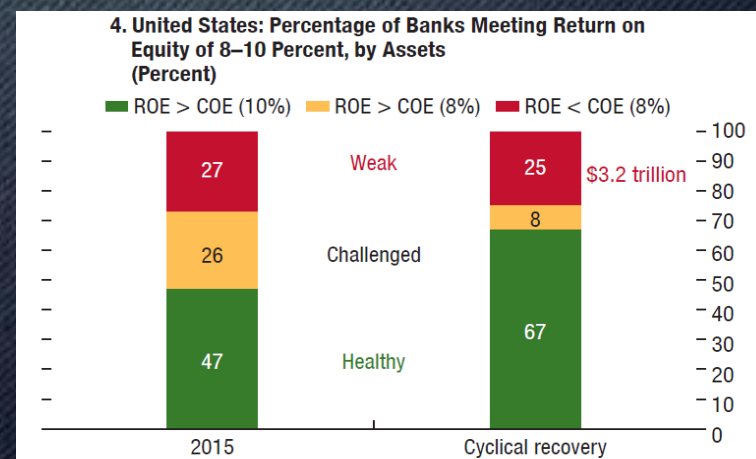
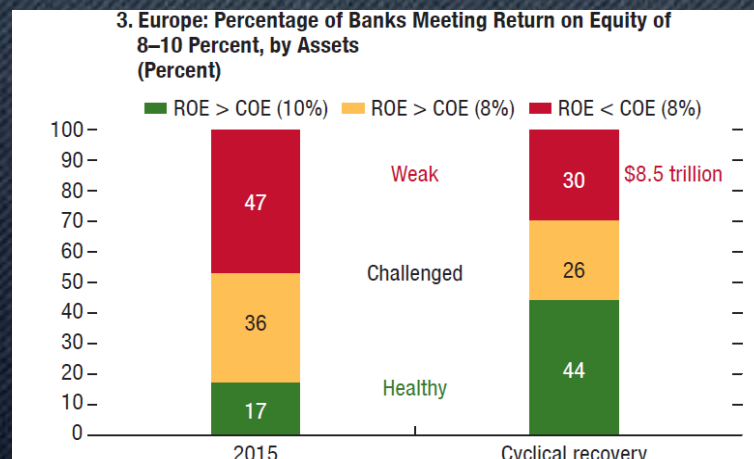


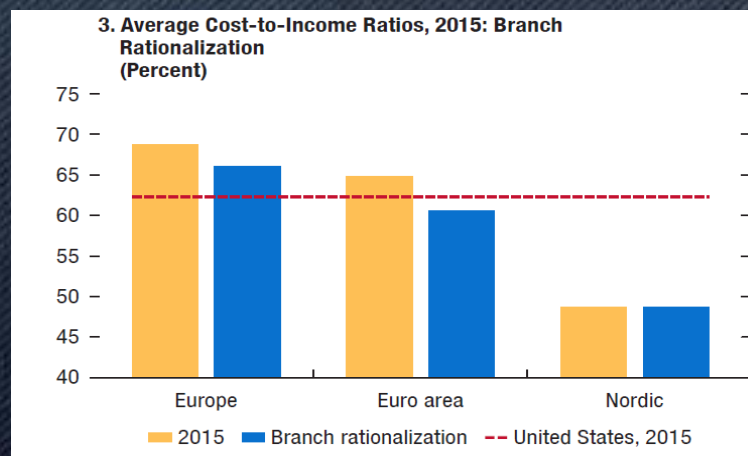
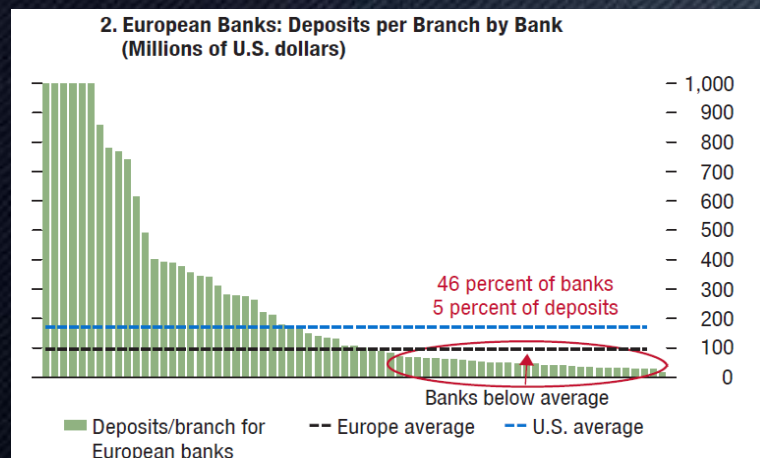
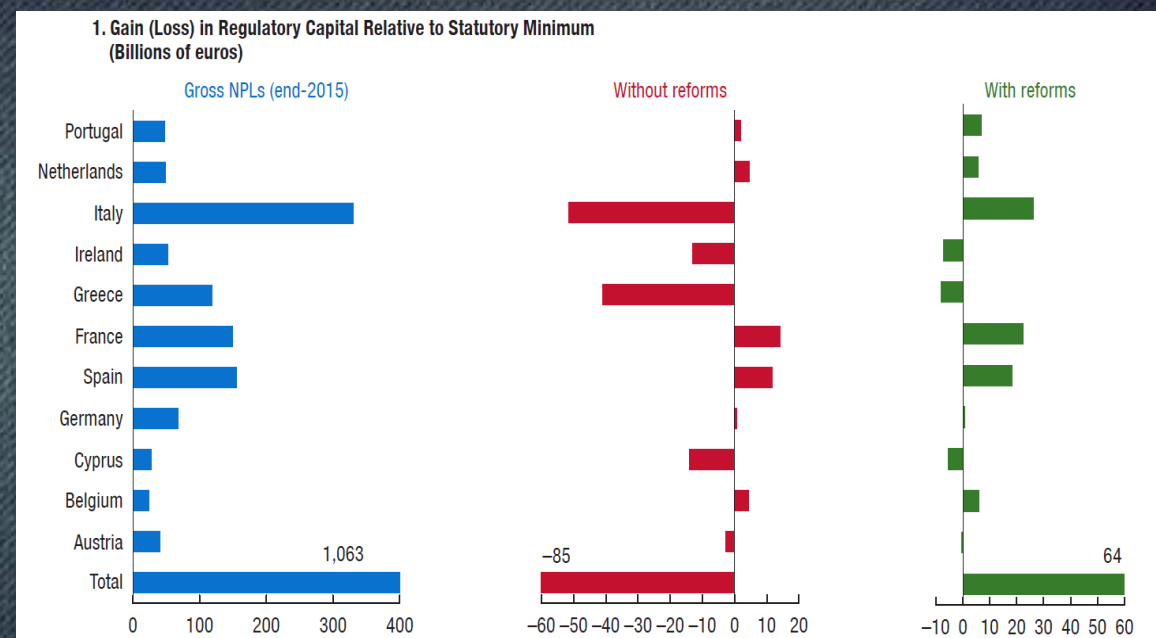
图2.4 欧洲周期性回升后符合标准的银行 图2.5 美国周期性回升后符合标准的银行

Part 2 欧美银行业面临的高成本低盈利挑战

本次盈利能力下降应是结构性问题
具体的解决方法如下：

▲ 结构改革减少不良贷款

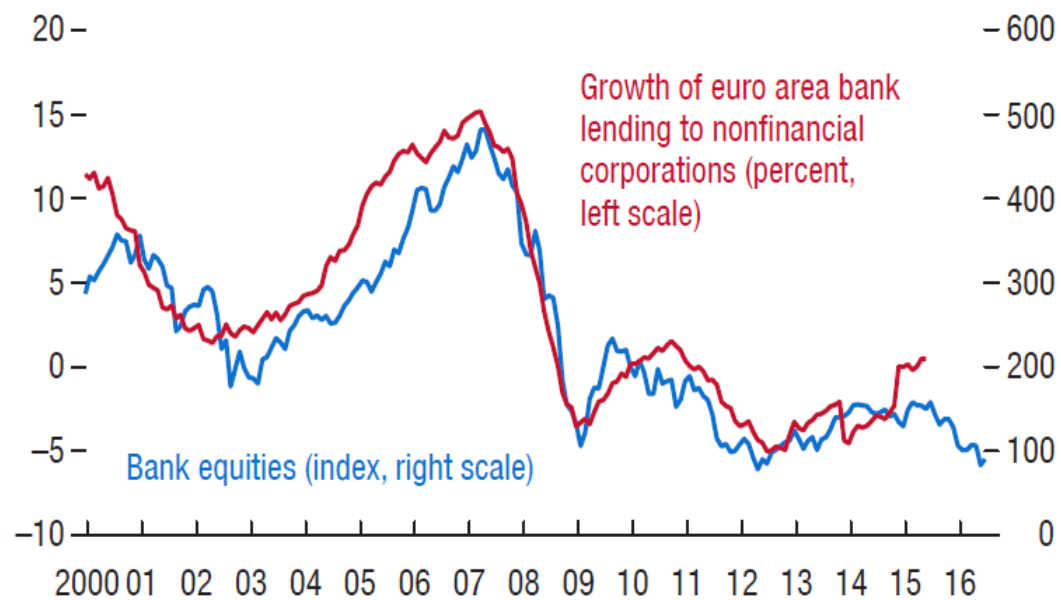
▲ 加强银行经营效率



▲ 加强行业整合，
让盈利能力差的银行退出市场。

Part 2.1.2 信贷条件是如何被改变的

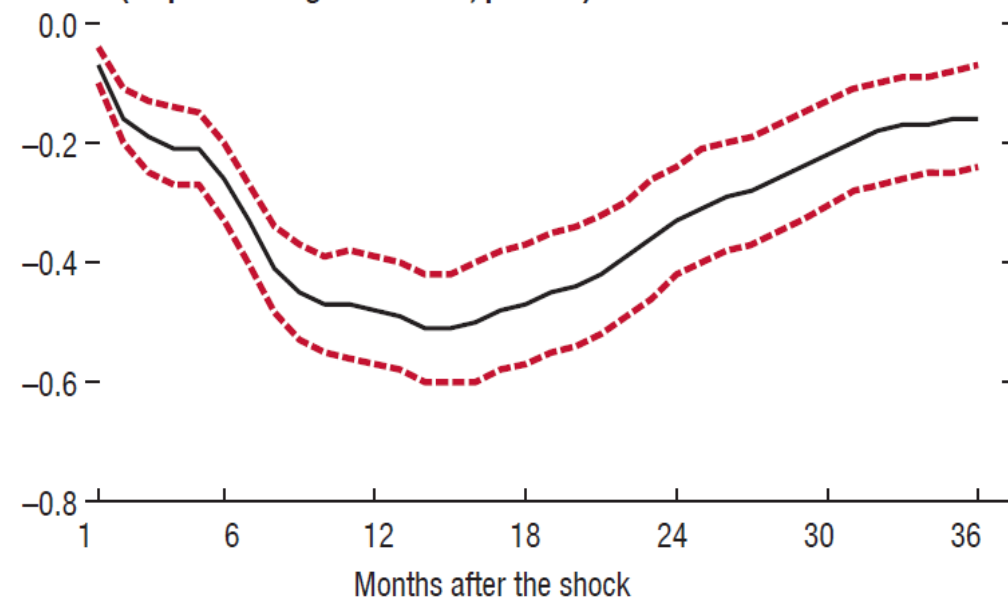
1. Euro Area Bank Equities and Lending to Nonfinancial Corporations



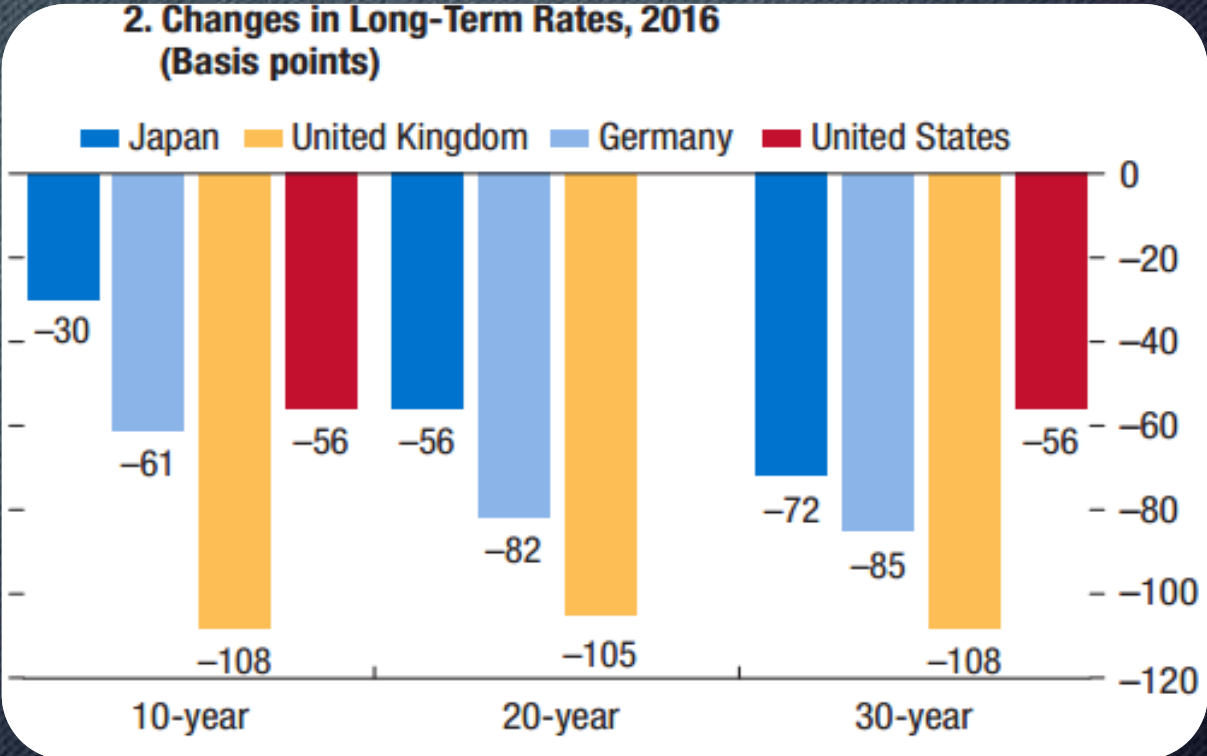
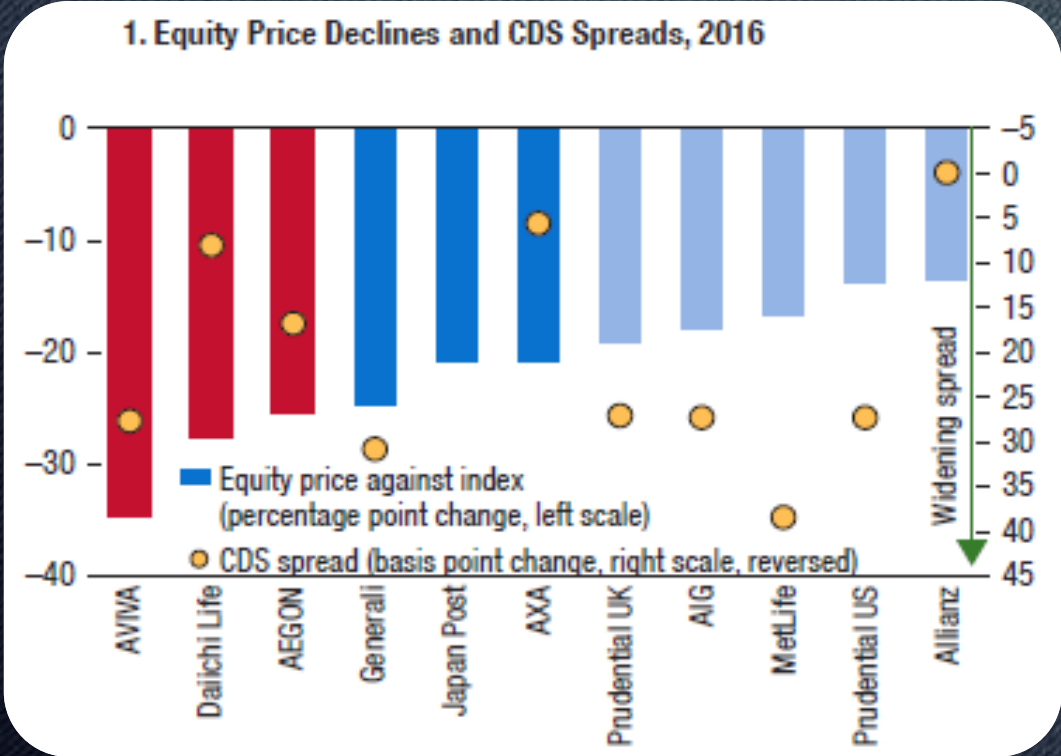
银行的股价与银行对非金融企业的信贷规模增长率呈现明显的相关性

对欧元区信贷增长率和欧元区银行股价构建脉冲响应函数 (Pesaran and Shin 1997), 我们假设银行股价出现20%的下跌, 可以发现对信贷规模产生了长达36个月的影响, 其中在第18个月影响达到顶峰。

2. Corporate Credit Growth—Impulse Response to Negative Equity Shock
(20 percent negative shock; percent)



Part 2.1.3 低利率环境下保险公司和养老基金的挑战

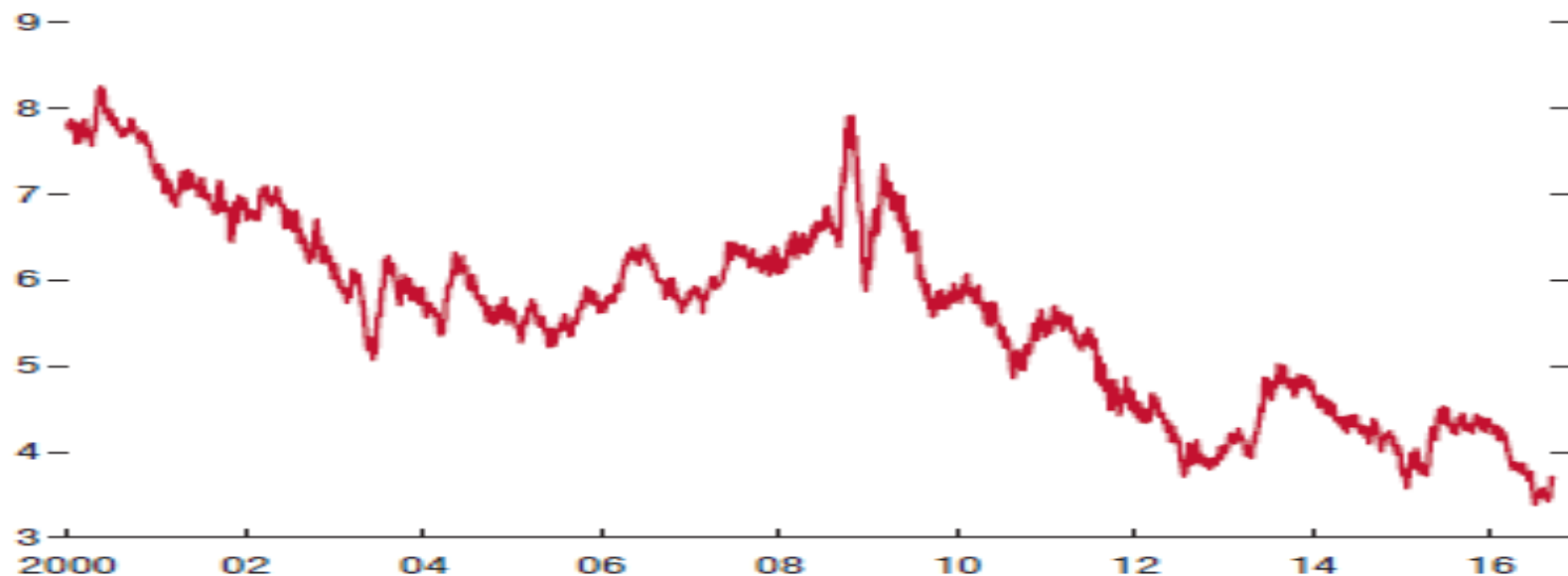


受风险事件影响，主要发达国家长端利率大幅下滑，导致全球具有系统重要性的保险公司股价大幅下滑，CDS息差飙升。

Part 2.1.3 低利率环境下养老基金和保险公司的挑战

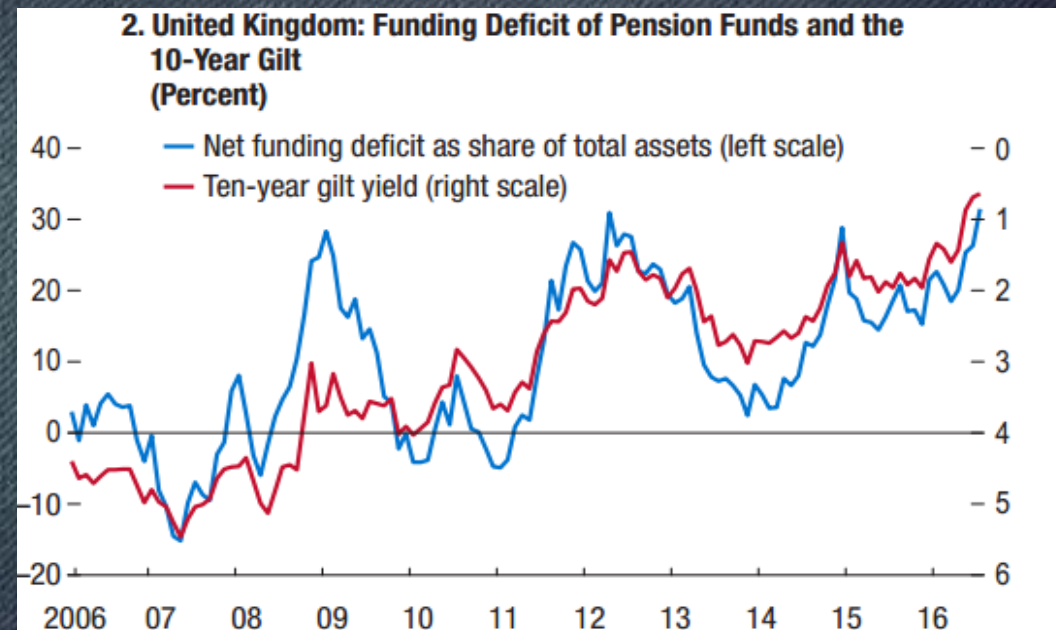
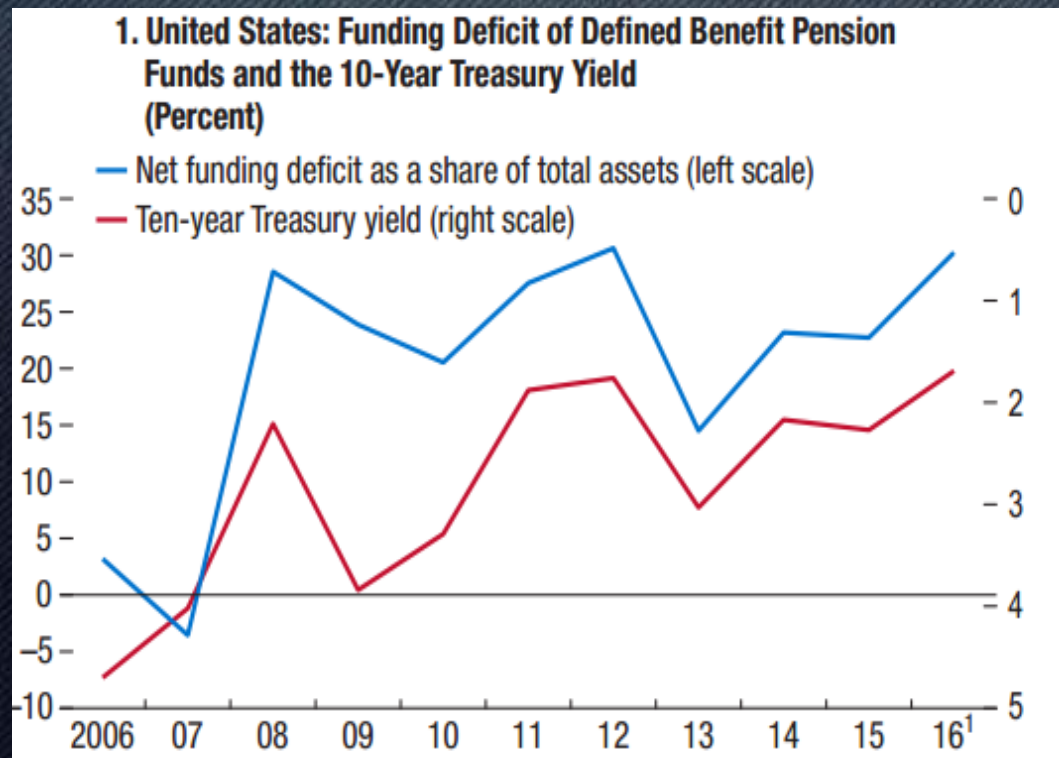
**Figure 1.20. U.S. Pension Fund Discount Rate
(Percent)**

The U.S. pension fund discount rate has plummeted in the low-interest-rate environment.



低利率加剧养老基金的融资缺口（利率敏感资产与利率敏感负债之间的差额），迫使养老基金公司去配置长久期固收资产如企业债，新兴市场政府债，发达国家国债，甚至垃圾债以保持资产端和负债端久期匹配。

Part 2.1.3 低利率环境下养老基金和保险公司的挑战

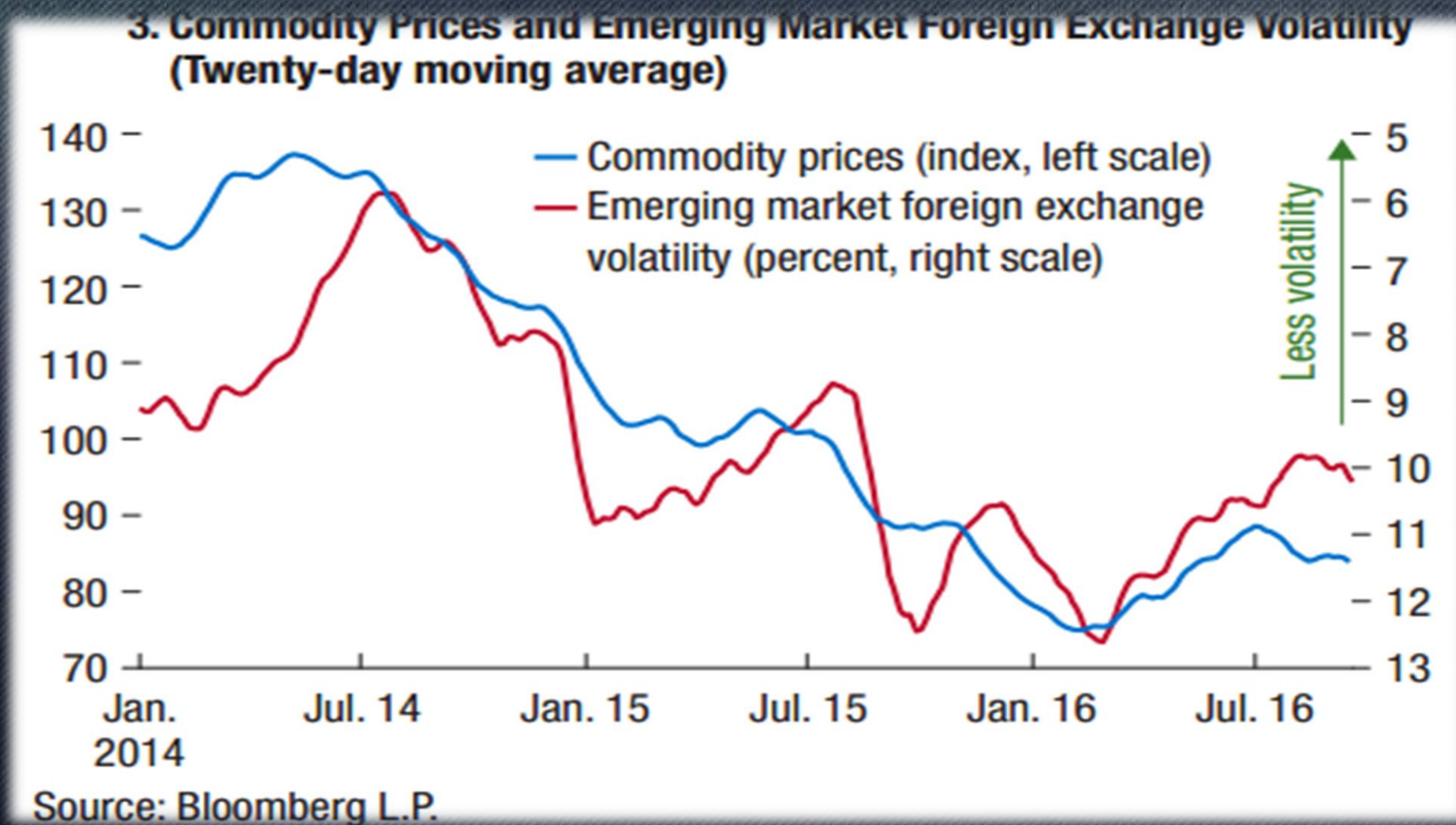


Sources: Bloomberg L.P.; Pension Protection Fund; and IMF staff calculations.
Note: The positive values are below the zero line for the right scale.

Note: The positive values are below the zero line for the right scale.
Sources: Bloomberg L.P.; Pension Protection Fund; and IMF staff calculations.

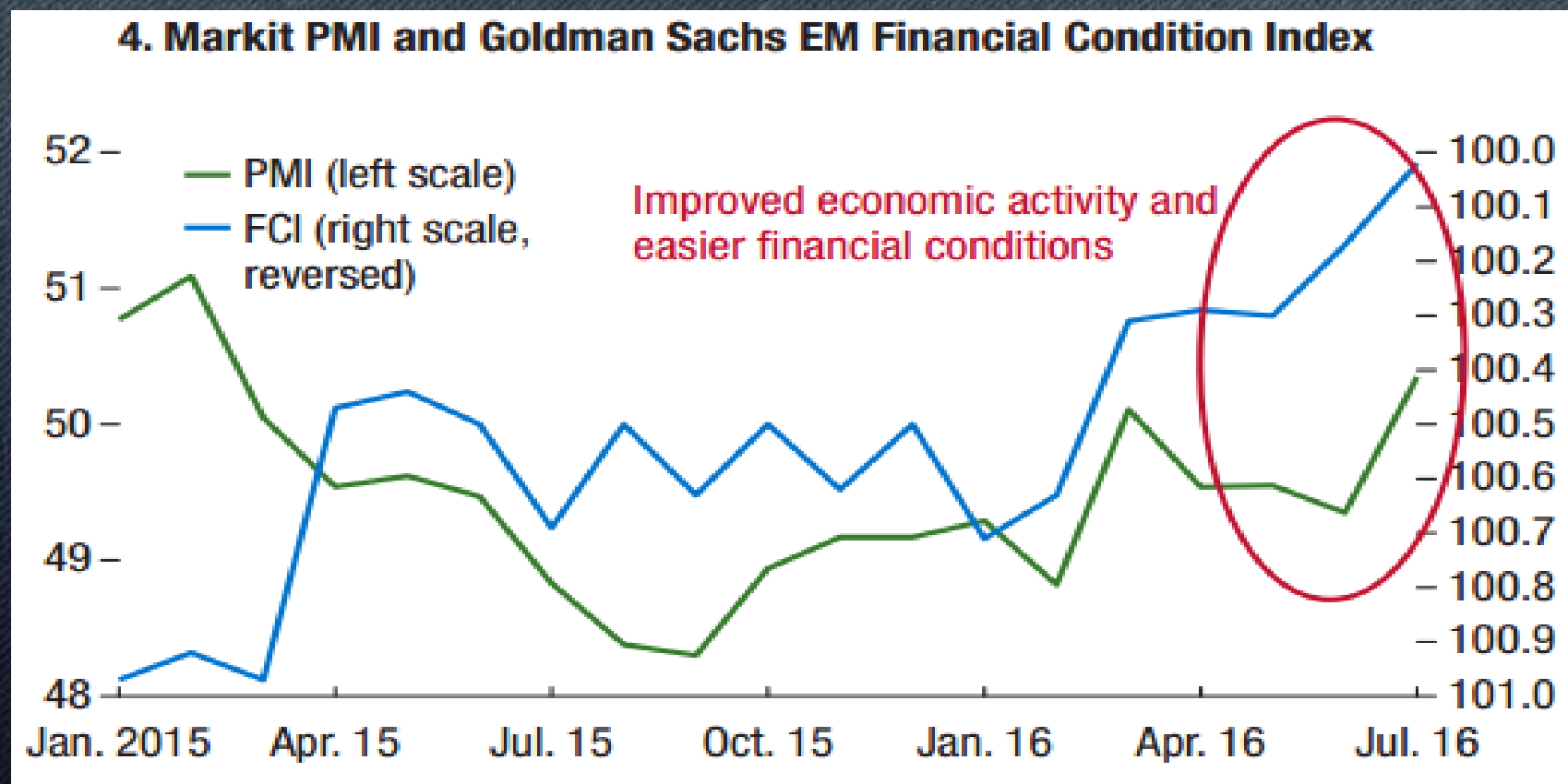
英美等国养老金缺口占总资产比例走势与10年期国债利率走势高度相关，资金缺口与长端国债收益率形成负循环。

Part 2.2 新兴市场面临的挑战



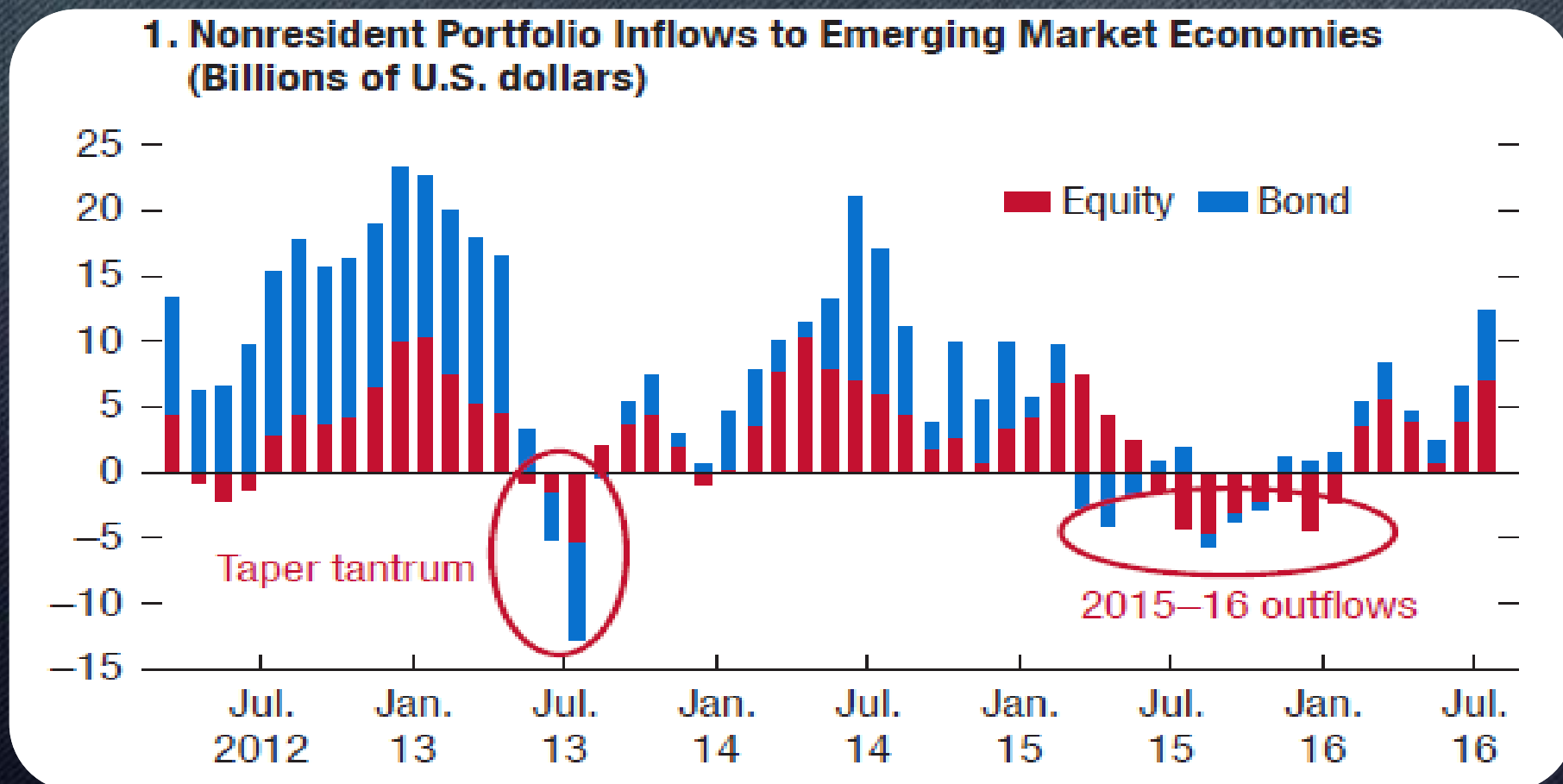
新兴市场国家货币波动率与大宗商品价格走势高度相关

Part 2.2 新兴市场面临的挑战



2016年下半年来新兴市场国家经济活动改善 金融条件更宽松

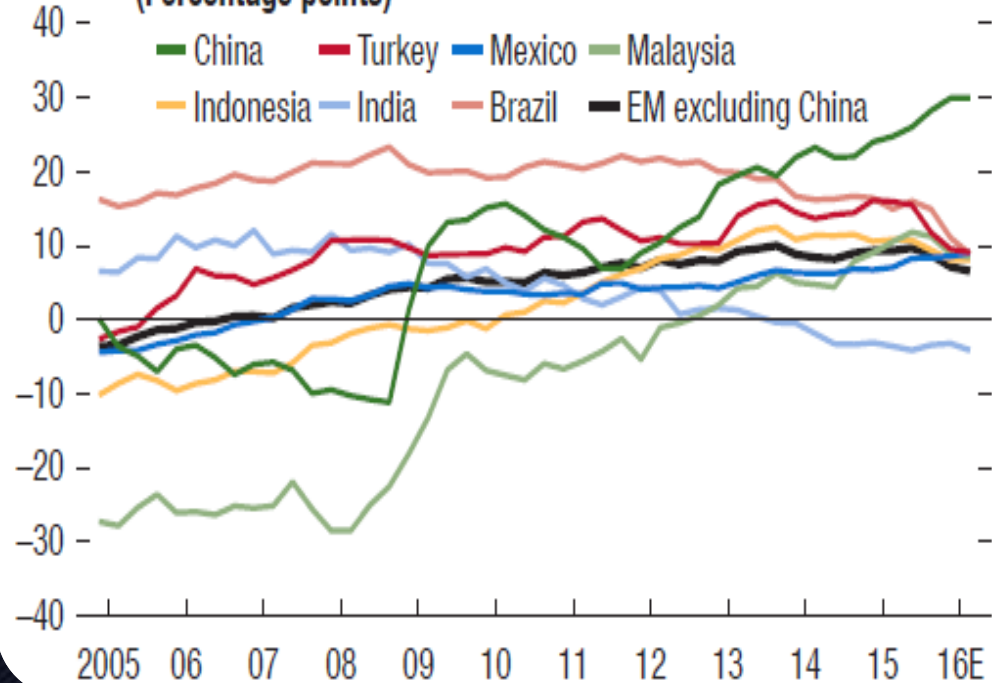
Part 2.2 新兴市场面临的挑战



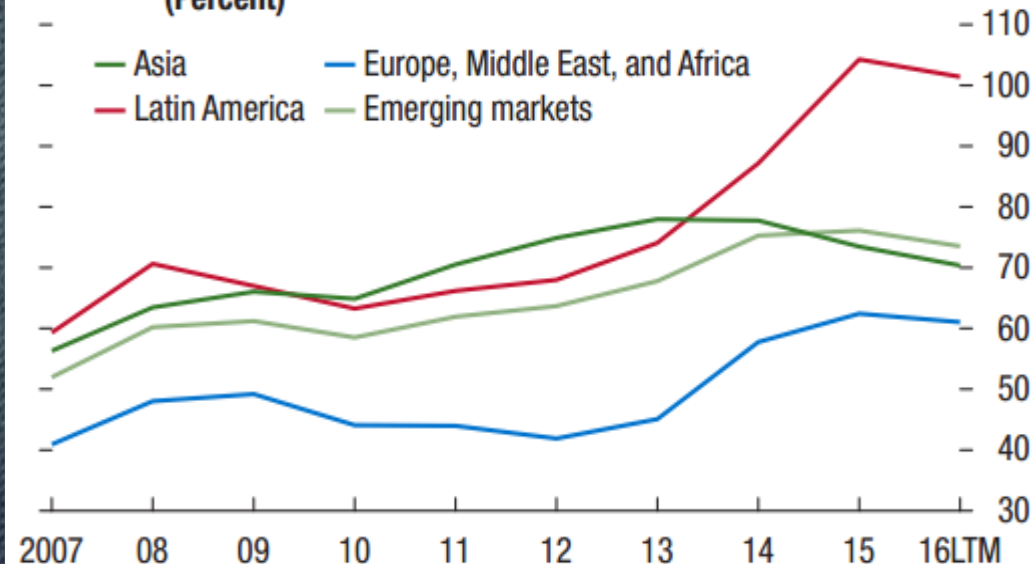
中国资本外流减轻，资本流入新兴市场，短期风险在消退

Part 2.2 新兴市场面临的挑战

1. Credit Overhang: Credit to GDP over Long-Term Trend
(Percentage points)



2. Debt as a Share of Equity
(Percent)

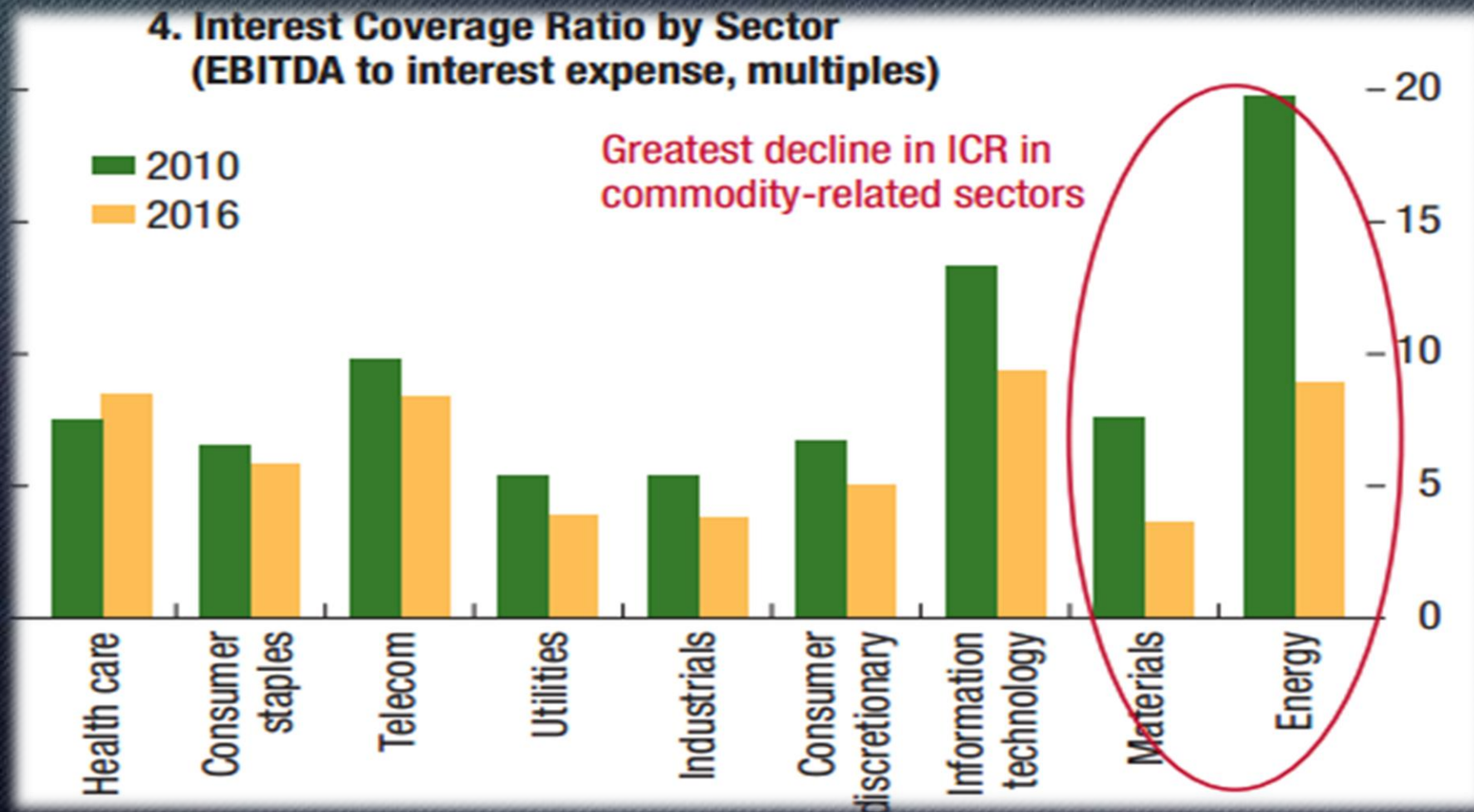


Sources: S&P Capital IQ; and IMF staff calculations.

Note: LTM = last 12 months.

大宗商品价格下跌导致企业扩张速度放缓，超额信贷增速增速平稳，但杠杆率仍处于高位，EM经济体面临着如何利用低利率环境去杠杆的挑战

Part 2.2 新兴市场面临的挑战



分行业的分行业的利息保障倍数，原材料和能源行业利息保障倍数大幅下滑

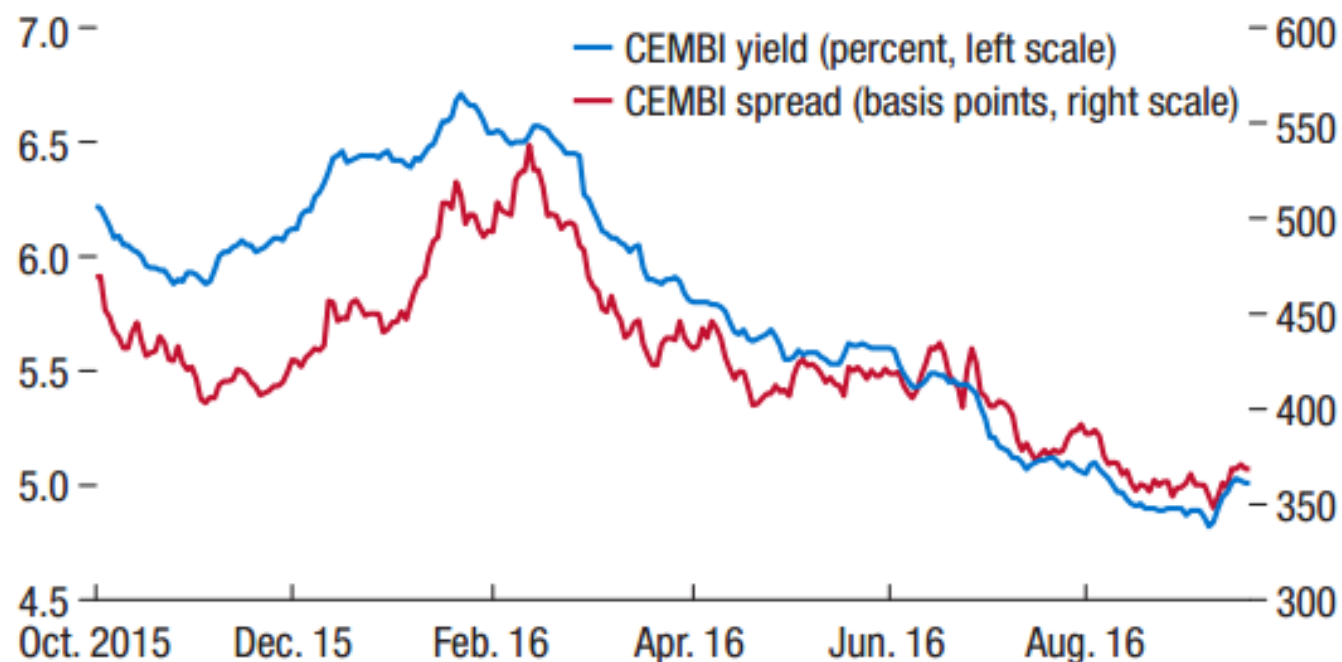
Part 2.2 新兴市场面临的挑战

在当前低利率环境下，新兴市场国家可以进行存量债务置换，减轻债务压力。

情景假设：

- 1.经济和金融条件更加宽松有利；
- 2.企业盈利逐渐恢复到正常水平，未来五年净利润每年增加EBITDA的0.5标准差；
- 3.以2016年初以来企业债利率水平偿还或展期存量债务。

5. Emerging Market Corporate U.S. Dollar Bond



Sources: Bloomberg L.P.; JPMorgan & Chase Co; and IMF staff calculations.

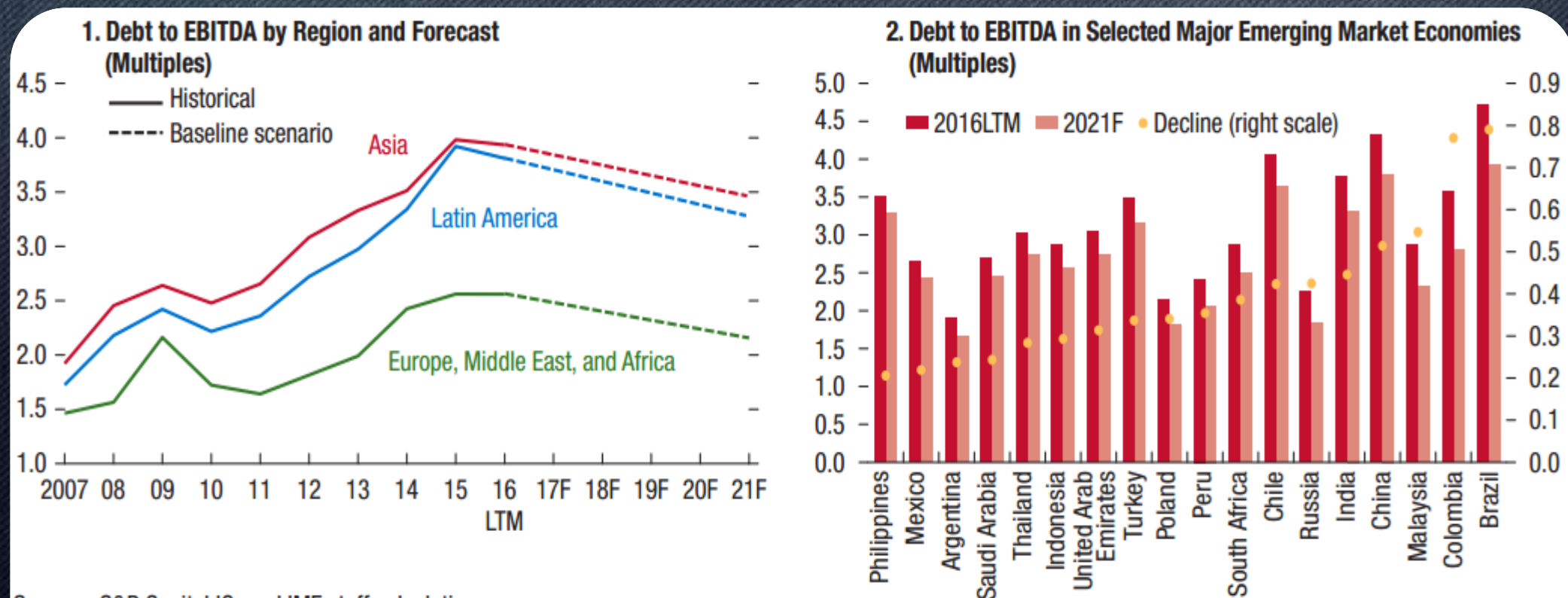
Note: CEMBI = Corporate Emerging Markets Bond Index.

Note: CEMBI = Corporate Emerging Markets Bond Index.

Sources: Bloomberg L.P.; JPMorgan & Chase Co; and IMF staff calculations.

Oct. 2015 Dec. 15 Feb. 16 Apr. 16 Jun. 16 Aug. 16

Part 2.2 新兴市场面临的挑战



Sources: S&P Capital IQ; and IMF staff calculations.

Note: EBITDA = earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization; F = forecast; LTM = last 12 months.

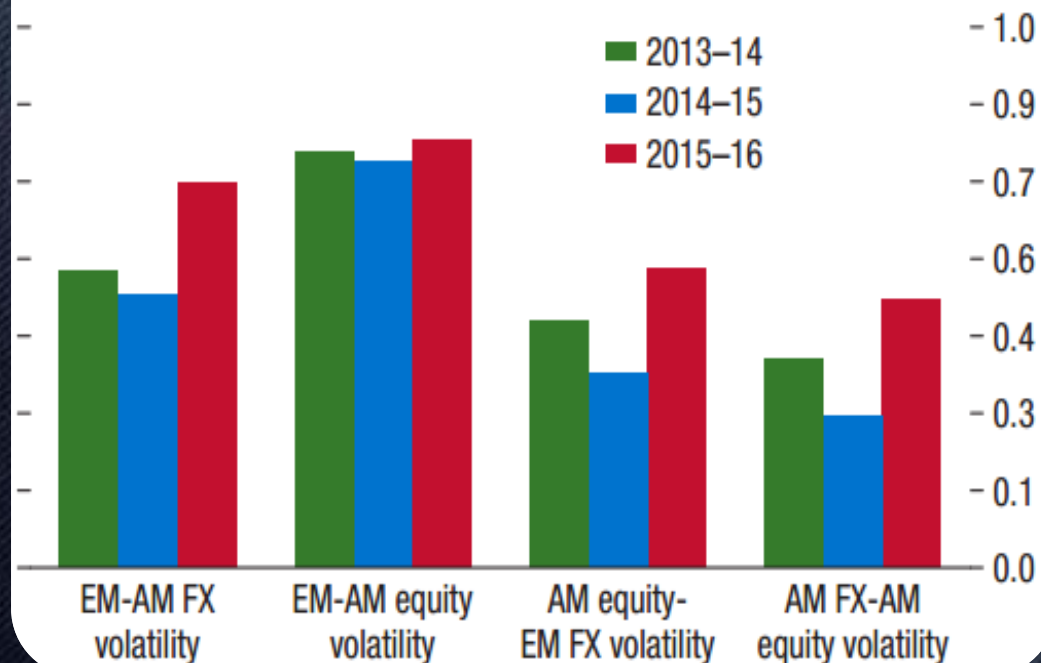
Note: EBITDA = earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization; F = forecast; LTM = last 12 months.

Sources: S&P Capital IQ; and IMF staff calculations.

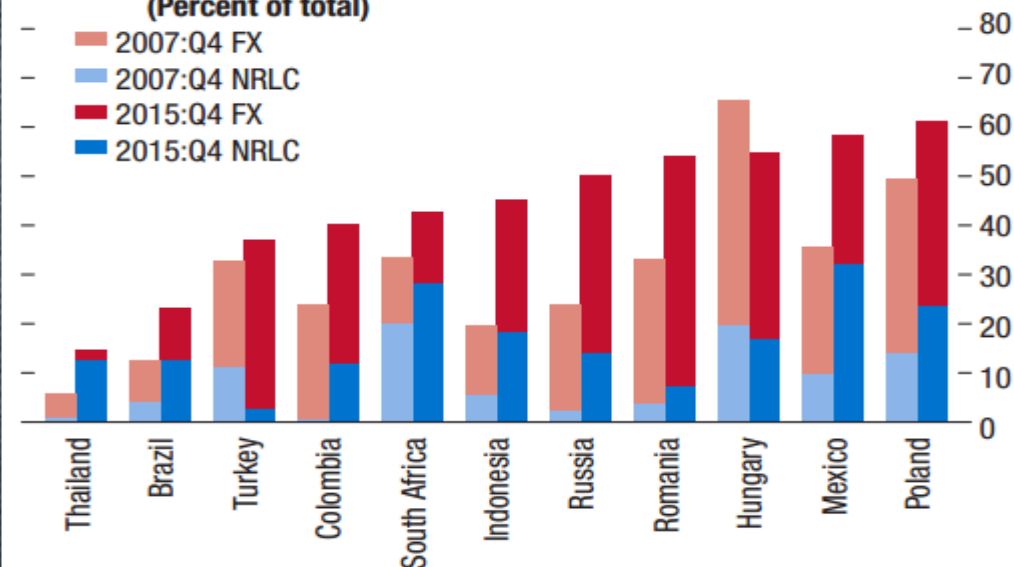
基本情景下债务负担水平在下降，但新兴经济体整体下降速度很慢

Part 2.2 新兴市场面临的挑战

2. Correlation between Emerging Market Economy and Advanced Economy Volatilities



4. Government Debt Breakdown in Foreign Currency and Nonresident Holdings of Local Currency (Percent of total)



Sources: Bank for International Settlements; Haver Analytics; national authorities; and IMF staff calculations.

Note: FX = foreign exchange; NRLC = nonresident holdings of local currency.

随着新兴经济体与发达经济体的实体和金融的联系更加紧密，
新兴市场更易受到外部政治、经济风险事件冲击



生逢大时代 拥抱新常态！

Thank you !