

GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT

概要¹

在不确定性中增强韧性

2024年10月《全球金融稳定报告》强调了过高的资产估值、不断上升的金融体系杠杆和在经济不确定性加剧的背景下金融市场较低的波动性（图 ES.1）。这些脆弱性会放大冲击并引发金融环境的突然收紧，从而加剧经济衰退，并可能带来巨大的额外经济成本。

美国自2月以来宣布了一系列关税措施，此后，风险资产大幅重新定价；4月2日，美国又发布了超预期的关税计划，导致资产价格的重新定价加速。股票、货币和债券市场的金融市场波动性显著上升。其他国家的回应进一步放大了不确定性。

在资产价格的剧烈波动下，本期《全球金融稳定报告》评估指出，全球金融稳定风险已经显著上升，这主要源于全球金融环境的收紧（图 ES.2）。根据IMF的“在险增长”模型，增长面临的宏观金融下行风险已显著增加。

我们对金融稳定风险上升的评估，也得到了三个关键的前瞻脆弱性问题的支持。第一，尽管近期市场出现动荡，但股市和企业债券市场的一些关键板块的估值仍然很高，这意味着如果前景恶化，估值可能会进一步调整。经济政策的不确定性仍然很高，一些宏观经济指标意外走低（见2025年4月《世界经济展望》），这使资产价格调整的可能性上升。

资产价格下行可能会对新兴市场产生重大影响。由于增长前景走弱，新兴市场的货币已经贬值，股票价格也已下跌。随着投资者愈发预期新兴市场央行将放松银根，套利交易的预期回报已经下降，这增加了资本外流的可能性。在前沿经济体，尽管市场环境有所改善，但在大量债务即将到期的情况下，高收益率可能会使国家面临再融资风险（图 ES.3）。

第二，一些金融机构、尤其是高杠杆机构，可能会在市场动荡下承压。随着对冲基金和资产管理行业的增长，它们的总体杠杆水平以及与为其提供贷款的银行部门的联系也在增加（图 ES.4），这引发了人们对管理不善的非银行金融中介机构的担忧，认为它们在面临追加保证金通知和赎回时会被迫去杠杆。近期，一些对冲基金策略的杠杆已持续上升（图 ES.5），这可能会加剧抛售，从而对更广泛的金融体系产生影响。

第三，主权债券市场可能面临进一步的动荡，这在政府债务水平很高的辖区尤其如此。例如，一些热门交易，包括核心主权债券市场上的杠杆化现货-期货基差交易以及掉期市场上的杠杆化套利交易，可能会被平仓，并给市场流动性带来挑战（图 ES.6）。新兴市场经济体的实际融资成本已达到十年来的最高水平，现在它们可能需要以更高的成本为其债务再融资并为财政支出提供资金

¹ 本期《全球金融稳定报告》中的评估和分析是根据截至2025年4月15日IMF工作人员可用的金融市场数据作出的，但可能无法在所有情况下反映截至该日期的公开数据。

（见 2025 年 4 月《财政监测报告》）。总体而言，投资者对公共债务的可持续性和金融部门的其他脆弱性的担忧可能会相互加强，进一步恶化。

巨大的政策不确定性也可能影响企业和家庭。近期，全球企业债券利差扩大，反映出投资者对未来几个季度经济放缓影响企业盈利的担忧。此外，相当一部分即将到期的企业债务使用的是固定利率，且利率低于当前的市场收益率，信用利差的扩大可能会给较弱企业的债务再融资带来挑战。股票和其他资产价格的急剧重新定价，可能会通过财富效应影响家庭的资产负债表——尤其是考虑到与疫情前相比，许多家庭如今都将更大比例的金融资产配置至股票和投资基金。最后，低于预期的商业地产价值和居高不下的利率，可能会增加贷款再融资的复杂性，这对净值为负的房产来说尤其如此。

引发进一步抛售的一个主要原因可能在于地缘政治风险。第二章分析了重大地缘政治风险事件（尤其是军事冲突）可如何导致股价暴跌、主权风险溢价上升，尤其是在财政缓冲和国际储备缓冲有限的国家。由于贸易或金融联系，地缘政治风险事件也会产生跨境溢出效应。

政策建议

缓解金融稳定风险的政策工具箱包括：确保市场运行的市场基础设施和交易所的相关政策，对金融机构的审慎监管，以及紧急流动性工具和危机处置工具。降低金融脆弱性和为危机管理做好准备，这是抑制金融部门形势对宏观经济结果的潜在不利影响的关键所在。历史一次又一次地表明，金融危机带来重大且持续的宏观下行成本。

在巨大的不确定性下，资产价格可能会进一步调整；潜在的压力可能对高杠杆金融机构造成影响；核心主权债券市场可能发生动荡——这些都增加了金融稳定风险。当局应做好准备应对金融动荡，包括确保金融机构随时可以使用央行的流动性工具，以及准备好进行干预、以应对严重的流动性压力或市场运行压力，尤其是在核心债券和融资市场。当局可以在采取适当保护措施的情况下，向非银行机构提供流动性（2023 年 4 月《全球金融稳定报告》第二章）。

为应对地缘政治风险带来的潜在金融稳定风险，金融机构及其监管当局应配置足够的资源用于情景分析和压力测试，以识别、量化和管理地缘政治风险（见第二章）。新兴市场和发展中经济体应继续努力深化金融市场，保持充足的财政政策空间和国际储备，以缓冲不利的地缘政治冲击。

鉴于金融体系的高杠杆，加之非银行金融中介机构与银行之间的相互关联日益密切，银行业维持充足的资本和流动性水平依然是维护全球金融稳定的重要基石。全面、及时、一致地实施巴塞尔协议 III 和其他国际标准仍然十分关键，且应辅以独立、强化的监管。银行与非银行金融中介机构之间的联系不断加深，也要求监管机构加强对此类联系的风险评估。

当局必须加强相关政策，降低非银行机构杠杆并缓解其他脆弱性问题。当局应加强对非银行机构的报告要求，此举可帮助监管机构把握整个系统和跨部门的风险状况，并区分治理不善和过度承担风险的机构与作出更积极金融中介贡献的机构。

上升的经济不确定性和金融市场波动性凸显了加强审慎政策框架的必要性，这些框架包括微观和宏观审慎方法。缓冲不足的国家应收紧宏观审慎工具来提高抗风险能力，同时避免金融环境的全面收紧。在经济活动下滑导致金融压力的情况下，当局可以释放宏观审慎缓冲，帮助银行吸收损失并支持向经济提供信贷。

鉴于大多数国家的债务正在高位攀升，它们亟需以可信且有利增长的方式重建缓冲。当机会出现时，各国应积极主动开展负债管理操作，以应对再融资风险并降低或平滑偿债安排。面临债务不可持续风险的国家应尽早与债权人接触，协调开展有序、高效的债务处理，恢复债务可持续性——这么做有助于避免代价高昂的违约和长期丧失入市融资能力。

鉴于加密资产可能被广泛采用，为了应对其所带来的风险，各辖区应根据 IMF 和金融稳定理事会（FSB）开展机构能力建设的路线图，维护货币主权，加强货币政策框架，防止资本流动过度波动，并明确加密资产的税收处理方式。

各辖区之间的相互关联日益加深，意味着来自特定辖区的压力可能会对全球产生影响，其他地区需要对此做好准备。这凸显出了多边监督工作和全球金融安全网在迅速、有效缓解金融风险方面的关键作用。

请参见英文报告全文：<http://IMF.org/GFSR-April2025>