

自2011年4月《全球金融稳定报告》出版以来，金融风险已然上升，原因有三。第一，尽管全球经济以多种速度复苏仍是基线情景，但该情景的下行风险有所增加。第二，对债务可持续性以及对欧洲边缘国家调整措施所获支持的关注正在造成市场压力，引发对潜在蔓延的担忧。在少数先进国家，主要是美国和日本，政治风险也增加了对中期财政调整的质疑。第三，尽管风险偏好近期有些回调，但利率长期处于低位可能推动投资者为“追逐收益”而涉足高风险资产。这种趋势有可能在未来造成金融失衡累积，特别是在部分新兴市场经济体。除了这些紧张关系以外，深层次的挑战依然存在。金融体系稳定性虽然有所提高，但改善程度目前而言仍不充分。如果政治发展态势阻碍财政整顿、金融修复和改革的势头，市场就可能失去耐心并变得无序。鉴于这些风险，决策者们需要加速行动，在机会丧失之前，解决《全球金融稳定报告》中概述的长期存在的金融脆弱性问题。

### 市场已经考虑了周期内的增长放缓

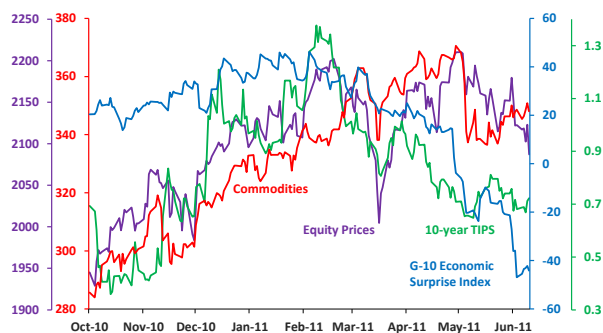
正如《世界经济展望》更新所述，经济以多种速度复苏的基线情景依然未变。全球经济复苏有助于增强私人 and 银行部门的资产负债表，成为4月期《全球金融稳定报告》中金融稳定性前景有所改善的关键因素。然而，近期经济数据的负面意外正在导致投资者重新审视复苏的速度和强度（图1）。

在美国，对经济增长下滑的担忧（一定程度上是由于住房市场再度疲软）推低了美国国债实际收益率，并开始给风险资产带来压力。更广泛地讲，随着投资者开始从股票转向债券，全球股市已从4月底的高位回落。随着商品期货市场净多头头寸不断减少，商品价格出现下跌并持续大幅波动。

### 对欧元区边缘国家的债务可持续性以及对调整措施所获支持的关注正在加剧...

市场再次质疑欧洲边缘小国的债务可持续性以及对调整计划的支持力度。在希腊，由于对实施调整和确保必要资金所需的政治决心存在顾虑，信用违约掉期利差已升至新高。

Figure 1. Mid-Cycle Slowdown



Source: Bloomberg, L.P.

这反过来又再次引发市场对主权冲击可能传导至银行体系的关注，因为欧洲核心国家的银行体系对边缘国家仍存在大量的风险暴露（图 2）。在发生严重市场事件时，冲击可能通过跨境风险暴露和风险偏好普遍收缩而影响欧元区以外地区。

...同时，少数大型经济体的主权风险前景已经恶化。

主权评级下调已经超出希腊、爱尔兰和葡萄牙，进一步蔓延至其他欧元区国家（图 3）。这表明，人们担心财政整顿和结构改革所必需的政治共识将难以达成。市场对美国财政路径的关注也不断增加，因为美国在打破如何进行必要财政整顿的政治僵局方面缺乏明显进展。在近期内，市场一直担心美国可能无法提高债务上限，据美国当局估计，如果不采取行动，债务上限将在 8 月初具有约束性。临时违约的风险已使美国短期信用违约掉期的利差超过了部分评级低于美国 AAA 等级的国家的利差。而即使对美国的这一评级也在标准普尔评级公司 4 月发布负面展望后受到质疑。在日本，由于担心政府实现削减赤字目标的能力，评级机构已经下调了主权展望。

Figure 2. Contagion Risks are Rising in the Euro Area Periphery

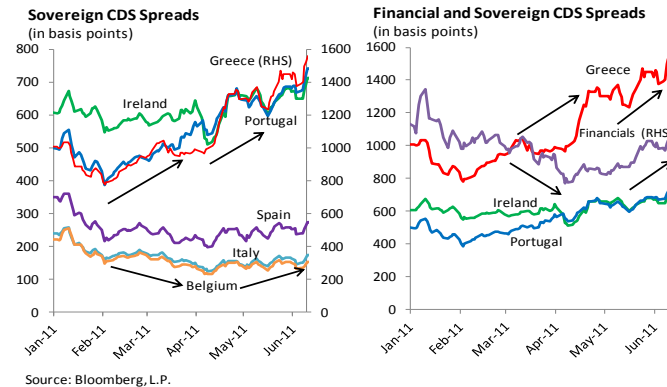
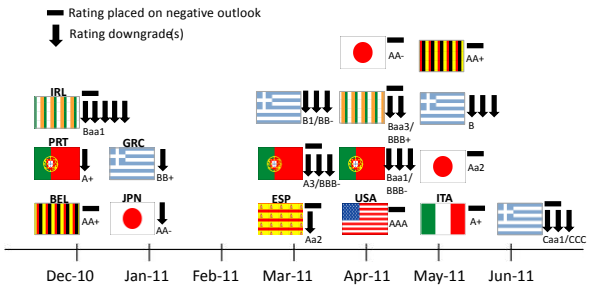


Figure 3. The Ratings Outlooks in Some Advanced Economies Have Been Downgraded

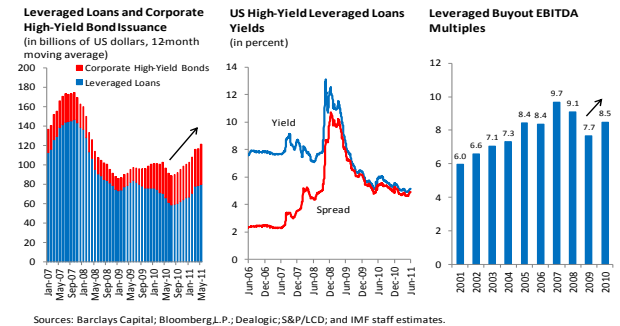


Sources: Fitch, Moody's, and Standard & Poor's. Notes: When there were downgrades by both Standard & Poor's and Fitch, the rating shown is S&P's. Number of arrows correspond to the number of notches downgraded and, whenever there were downgrades from more than one agency, the biggest downgrade is shown.

### 利率长期为零可能促使投资者冒险，包括“追逐收益”

先进经济体的低利率正在通过降低借款企业债务资本的“总体”成本促进一些再杠杆化工具。此举鼓励投资者利用金融杠杆来获得具有足够吸引力的股本回报。尽管信贷利差仍然高于危机前水平，但超低短期利率意味着，无论是浮动利率债务，还是固定利率债务，目前的借贷成本更低。这种较低的借贷成本产生了有利的债偿比率，即使是更高的债务负担，从而使公司运作得以利用更多的金融杠杆（图 4）。

Figure 4. High-Yield Debt Issuance Has Surged, Spreads Have Dropped and Leverage Has Increased

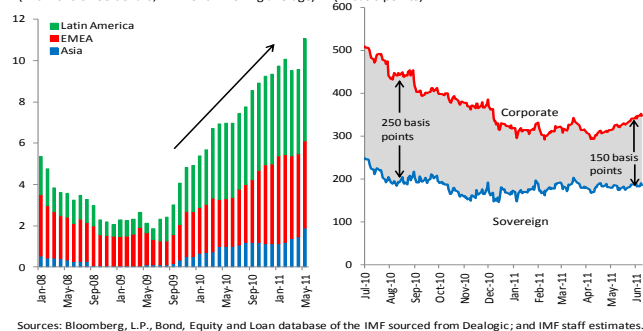


随着杠杆贷款价格回升（在 2008-2009 年大幅折价后）和收益下降，投资者正越来越多地转向金融工程，以期实现两位数的回报。新的和再融资的私募股权交易表明，相关的

企业资产负债表正在迅速接近危机前的杠杆倍数。虽然提供的金融杠杆总额仍然远低于危机前水平，但高收益企业债券和杠杆贷款的投资者最近正以较高的收益倍数进行借贷，该倍数与 2007 年的水平相比也不太过逊色。

尽管近期市场出现紧张，“追逐收益”仍在刺激资金流入新兴市场，特别是公司债券市场。虽然这些资金流动并不稳定，但常常放大已经充裕的国内流动性。如果这些条件持续下去，就有可能带来估值过高的问题，并使公众担心部分国家再杠杆过程可能过快。流入投资于新兴市场债务的共同基金的资金持续强劲（以占总余额的百分比计，仅次于高收益和商品基金）。甚至于，尽管新兴市场公司债券发行量创下记录，但仍无法满足需求，而且投资者的尽职调查工作正在削弱。2011 年第一季度新兴市场公司债券对外发行量接近 650 亿美元，是三年来最高值，而且，市场预计全年发行将达到创记录水平（图 5）。新兴市场公司债券越来越被视作美国公司高收益债券的替代品——相似的市值、较低的杠杆率和在同一信用评级下具有更高的回报，从而使得这种债券对更大的投资者基础具有吸引力。尽管这可能反映了健康的发展态势（说明部分曾经受到信贷约束的公司现在拥有了获得资本的途径），但风险是，如果这种趋势继续下去，太多资金可能过快地流入新兴市场。如果不良事件导致风险偏好迅速收缩，这将会增大信用错误定价和/或资本突然逆转的风险。

**Figure 5. The Search for Yield Has Spilled Over into EM Corporate Debt**  
Emerging Market External Bond Issuance  
(in billions of US dollars, 12-month moving average)



Sources: Bloomberg, L.P., Bond, Equity and Loan database of the IMF sourced from Dealogic; and IMF staff estimates.

虽然没有明显证据表明新兴市场存在着资产价格普遍高估，但快速增长的亚洲新兴经济体以及部分其他新兴市场地区的房地产行业始终是近期令人关注的领域。由于采取了积极的宏观审慎和行政措施，加上经济增长有些放缓，亚洲房地产价格上涨的速度可能放缓（香港特区或许属于例外）。但是，如果经济增长急剧下滑，就会引发房地产价格大幅调整，因为一些市场的价格水平仍然很高。

中国房地产价格是市场的关注重心。为了减缓通胀，中央银行收紧了金融政策并上调了政策利率。一旦这些措施意外导致经济出现急剧放缓，其对房地产价格的影响甚至会更大。这在一定程度上是由于近期在房地产领域的强劲投资，包括地方当局为应对全球金融危机而采取的刺激措施的组成部分进行的投资。

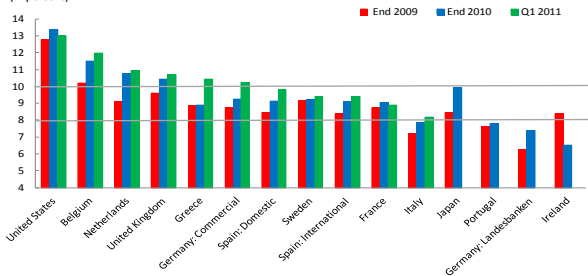
### 决策者们须努力在提高金融体系稳健性方面迅速取得进展

即使高度宽松的货币和流动性状况掩盖了脆弱性，但深层次的金融挑战依然存在。当前为防备潜在系统性冲击而完善金融和经济体系（重要的是，明确提出解决欧洲边缘国家所面临困境的欧元区全面解决方案）的机会可能随时丧失。如果避险情绪突然回升（或许由无关因素造成）导致市场参与者降低他

们对不完善政策方案的容忍度，市场发展态势可能关闭这一机会窗口。政治发展（要么是因为债务国的调整计划失去了政治支持，要么是因为债权国的民众失去了继续为这些计划出资的耐心）也可能关闭这一机会窗口。

因此，为了防范冲击，有必要建立一个更加稳健的金融体系，尤其是在欧洲。这将需要采取协调的和跨境的政策反应。虽然银行体系修复已经取得进展，但步伐太慢。首先，银行在融资方面依然存在挑战。银行债券收益率上升，欧洲边缘国家的部分银行仍然严重依赖欧央行的流动性支持。在一些国家，银行容易受到资金条件进一步收紧的影响，因此需要加快对到期资金的展期步伐。

**Figure 6. Bank Capitalization Is Improving, but Unevenly**  
Selected Bank Core Tier 1 Capital Ratios  
(in percent)



Sources: SNL Financial; and IMF staff estimates.

其次，部分银行尚未充分解除其资产负债表风险，由于持有遗留资产和大量房地产风险暴露，它们的资产质量存在着极大的不确定性。第三，需加快重新注资步伐，以便为资产损失或对流动性的冲击提供缓冲（图 6）。欧洲银行管理局即将进行的压力测试将提供重要的机会，来更新欧洲银行体系的风险评估并解决 4 月《全球金融稳定报告》中提出的银行薄弱性。至关重要的是，一旦发现哪里存在潜在的资本缺口，那里就要有切实的迅速补充计划，以及对不具生存能力银行的解决方案。

由于信贷增长强劲、通货膨胀上升，新兴市场的决策者们需要防范经济过热和金融失衡累积，在部分国家，这些问题因资本流入加剧。企业杠杆率也不断上升，实力较弱企业越来越多地进入资本市场。这可能致使企业的资产负债表更加容易受到外部冲击的影响。随着国内需求压力趋强，尤其是在新兴亚洲和拉丁美洲，需要采取宏观经济措施，以避免经济过热、金融风险积累以及政策可信性遭到破坏。宏观审慎工具以及在某些情况下采取有限资本管制，在管理资本流动及其影响中可以发挥支撑作用。但是，它们不能代替适当的宏观经济政策。

总之，决策者们必须立即采取行动，使金融体系更加稳健：

- 下行风险再次显现，包括全球经济复苏可能比原先预想更加脆弱，因此，解决现有脆弱性的时间可能不多了。
- 同时，应对冲击的回旋余地有所减少，特别是通过传统的财政和货币政策杠杆。
- 因此，至关重要的是，要使金融体系强健到足以抵御潜在重大冲击，使其可以支持当前的复苏。主要优先事项是，第一，使现行金融体系更加稳健，特别是清理先进国家的危机遗留问题。第二，必须尽快完成金融改革议程。

最后，决策者们必须规划一条路径，以便为复苏提供支持，同时不会在将来积累过度风险。这可能对于新兴市场尤其困难，因为决策者面临通胀压力上升和金融失衡不断累积。这需要收紧宏观经济政策并采取宏观审慎措施。