



供发布：

美国东部时间上午 10:00

2012 年 1 月 24 日

## 2012 年 1 月市场最新情况：深深陷入危险的泥潭

自上期《全球金融稳定报告》发表以来，虽然各方为遏制欧元区的债务危机和银行业问题采取了各项政策举措，但稳定面临的风险仍有增无减。欧洲决策者就解决导致危机的中期问题规划了一系列重要的政策举措，其中一些措施也确实提振了市场情绪，但主权融资仍面临挑战，下行风险依然存在。如果融资困难导致银行发生又一轮的去杠杆化，则可能会触发对欧元区经济体的负面反馈循环。如果欧元区危机进一步激化，将给美国和其他先进经济体造成溢出影响，其中有些经济体本身还在消除金融尾部风险方面面临困境——包括消除政治障碍以推进财政整顿取得适当进展。欧元区的局势变化还威胁到欧洲新兴市场，并可能波及其他新兴市场。市场信心的恢复要求采取进一步的政策行动。为此，应为主权融资提供更多的后备支持，确保银行能获得充足的融资和资本，保证经济能持续获得足够的信贷流动，这可能需要指定一个“把关人”，负责防止银行发生无序的去杠杆。

### 欧元区的债务危机进一步加剧，需采取紧急行动，以防出现极度不稳定的结果。

边缘国家的主权债券收益率急剧上升，特别是中短期债券，这导致收益曲线在 2011 年最后一个季度发生倒挂，表明市场对融资和违约风险的担心日益增加。如 9 月期《全球金融稳定报告》所述，政策规划已经不足以遏制负面反馈循环，导致那些处在“不良均衡”的主权国家深陷困境难以脱身，因为长期外国投资者纷纷出售所持有的风险暴露。由于境内机构无法填补缺口，欧洲中央银行的证券市场计划（SMP）成为边缘主权债务的关键支持。随着危机加剧，溢出影响从边缘国家扩大到核心国家，导致收益率上升和利差扩大，包括奥地利和法国的主权债务。截至 2011 年底，三分之二以上欧元区主权债务的信用违约掉期利差超过 200 个基点（图 1）。自 9 月份以来，一大批欧元区主权遭遇评级下调和负面前景评价，这导致收益率上升。尽管最近的市场条件有所改善，但根本性的挑战仍然存在。

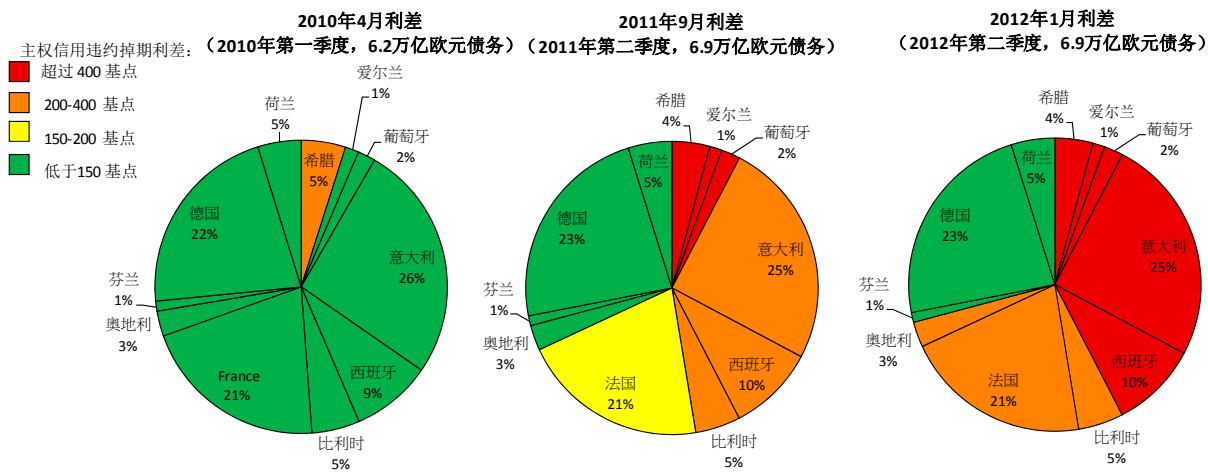


国 际 货 币 基 金 组 织

华盛顿特区 20431 · 电话 202-623-7100 · 传真 202-623-6772 · [www.imf.org](http://www.imf.org)

### 欧元区高利差政府债券市场的规模

(占欧元区所有政府债务的百分比)

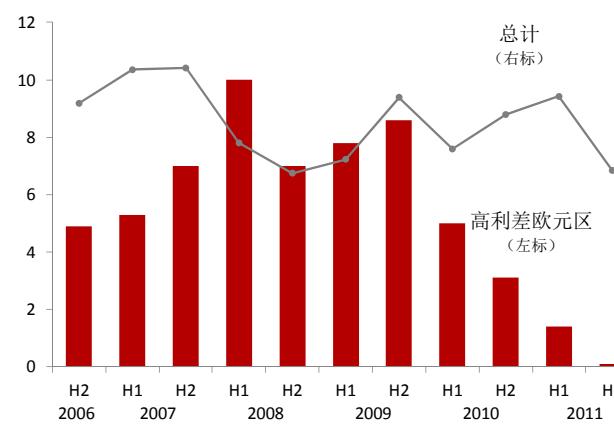


来源：国际清算银行；Bloomberg L.P.；以及基金组织工作人员的估计。

主权压力还波及到欧元区的银行系统，因为一些融资渠道已无法使用，银行同业拆借利差已经扩大。银行可获得的长期资金锐减，即使是短期资金市场也呈紧张状态，贷款期限从几个月和几个星期缩短到只有几天。美国货币市场基金大幅减少了对欧元区银行提供的信贷（图 2）。这迫使许多欧洲银行不得不出售美元资产。在许多市场，融资成本现已高于雷曼危机时期。融资紧张开始蔓延到更广泛的经济领域，中小企业和住户获得银行信贷的条件更加严格，因为银行的资产融资能力减弱，导致信用风险上升（图 3）。<sup>1</sup>

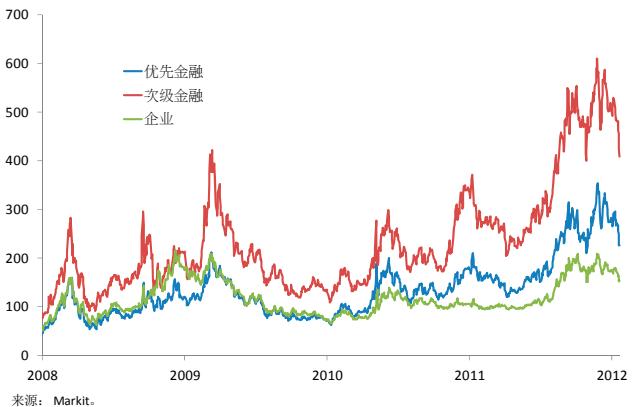
融资紧张的潜在影响已然显现。若干银行宣布了对资产负债表实行大规模去杠杆化的计划。这包括出售在欧元区、美国和其他发达市场以及新兴经济体的资产。受融资紧张影响的银行若执行这类计划，可能会对一系列经济活动（从贸易和项目融资到国际套利）造成影响。

**图2.美国主要货币市场对银行部门的暴露**  
(占总资产的百分比)



来源：Fitch.

**图3.欧洲信用违约掉期利差**  
(基点)



来源：Markit.

<sup>1</sup> 参见欧洲央行的欧洲地区银行贷款情况调查，<http://www.ecb.int/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>。

## 为遏制危机，欧洲决策者采取了重要举措...

10月和12月召开的欧盟首脑会议就稳定市场形势和恢复信心需采取的重要举措达成一致。欧盟将努力改善共同经济治理，加强对促进增长的结构性政策的重视。银行将因新的资本注入和资金支持得到加强。希腊的债务负担将通过与私人债权人进行自愿债务交换得到解决。欧洲金融稳定基金（EFSF）将得到强化，以向银行提供帮助，并为各国的调整规划提供融资。欧洲稳定机制（ESM）的启动日期将被提前到2012年7月。

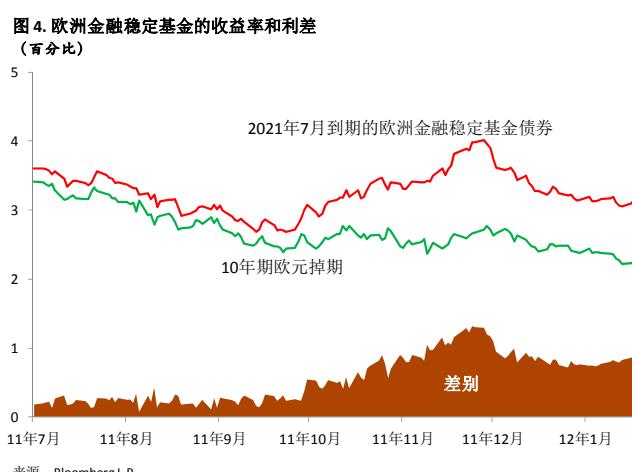
各国政府最近为改善宏观金融稳定采取了重要步骤。意大利和西班牙在政府改选之后，为了加强经济增长前景，均宣布了削减结构性预算赤字、在中期内改善债务-GDP比率以及解决长期结构性僵局的措施。

欧元区银行在私人融资市场面临沉重的压力（原因包括回购操作缺乏合格抵押品），有鉴于此，为了稳定融资环境，欧洲中央银行采取了特别措施。措施包括降低准备金要求、扩大符合资格的抵押品范围，以及提供较长的三年期长期再融资操作（LTRO），以此缓解融资压力对私人部门信贷的影响，同时为银行提供另外一条融资出路而不必被迫降价出售资产。为了减缓美元筹资压力，美国联邦储备委员会和其他五家中央银行还降低了目前美元互换额度的成本。虽然市场功能远未达到正常水平，一些举措——尤其是三年期长期再融资操作——对于改善市场情绪和融资条件已经起到了积极的作用。

...但是，稳定风险仍然居高不下，因为主权融资将继续面临挑战，后备支持远未达到充分水平...

让主权在可持续收益率的基础上重新获得融资是一个关键的挑战，因为许多国家仍然容易受到市场情绪变化的影响。然而，恢复市场信心可能需要时日，在此期间，如果私人市场给予的支持不够，国内改革可能还需要辅之以对一级或二级市场提供短期的外部支持。尽管三年期再融资操作在很大程度上减轻了对银行融资的关注，但迄今为止，它对边缘主权收益率的影响甚微——后者尽管在收益曲线短端出现下降，但在长端并未有多少变化。

目前，欧洲金融稳定基金可以在一级和二级公共债务市场上操作，但其能力仍然有限。考虑到已经承诺为规划融资提供的资金数额，该机制只有约3000亿欧元可以动用。虽然关于充分利用欧洲金融稳定基金的一些建议有可取之处，但是在压力情景下，即使考虑到杠杆化，可动用的资金总额仍可能不足以控制主权利差的上升。此外，最近欧洲金融稳定基金利差上升（图4）和标准普尔1月中旬决定降低该基金的AAA评级说明，该基金要保持目前的融资模式也存在压力。



## ...而且，银行的去杠杆化可能会引发对欧元区经济体的负面反馈循环...

欧洲银行面临的压力近来升级，原因在于主权压力上升及许多私人筹资渠道不复存在。为了避免银行受到负面冲击的影响，需采取措施以便在全球范围内提高金融体系的安全性。为此，欧洲银行业管理局（EBA）已经发起一项行动议程，要求银行达到较高的资本比率。<sup>2</sup>根据管理局的判断，要使核心一级资本比率达到9%，并提供充足的主权资本缓冲，将需要850亿欧元的额外资本（不包括计划为希腊提供的300亿欧元）（图5）。

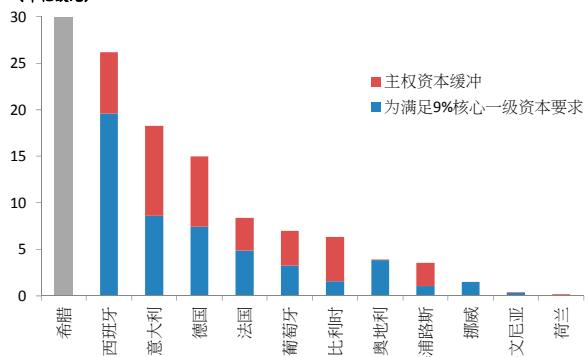
如2012年1月《世界经济展望更新》下行情景方案所述，欧元区信贷市场与实体经济发生负面反馈循环乃至蔓延到其他地区的可能性仍然存在。欧洲央行最近采取的行动可能阻止了迫近发生的危机——欧元区银行今年有大批债务需展期，而且许多将在第一季度到期。但是，即使有这样的融资及2月份将进行的较长期再融资操作，去杠杆化的规模可能仍然很大。

虽然一些去杠杆化可能不可避免，但不同方式会带来不同结果，去杠杆化有“好”、“坏”之分。有些类型的资产负债表去杠杆化不一定会造成对实体经济信贷的减少。例如，有些银行（特别是在德国、爱尔兰和英国）正在寻求出售信贷危机遗留的仍在资产负债表上的一些资产，以此削减资产负债表规模。还有一些银行可能出售非核心业务（如资产管理部门、保险业务或海外业务），甚至出售贷款组合。如果出售的结果是资产转移到强手方，则不会导致对经济体信贷的减少，当然，资产出售会导致资产价格下降，其负面影响不止限于卖方，并会给资本造成进一步压力。但是，如果银行决定让信贷额度和贷款萎缩殆尽，并严控新的贷款发放，则会对实体经济的信贷提供造成更大的影响。

## ...这可能加剧美国的金融稳定风险...

美国经济易受到来自欧元区的一系列冲击的影响，原因在于两者之间密切的金融和贸易一体化。潜在的外溢影响可能包括美国银行对欧元区银行的直接风险暴露，或是欧洲银行出售美国资产。例如，商业抵押贷款证券（CMBS）和资产支持证券（ABS）市场在最近几个月一直处在压力之下，深受欧洲资产大量抛售之害。融资压力可能在更广的范围内上升，并将压力传递到美国的银行系统。一个重要例证是自2011年年中以来美元的同业拆借利差持续扩大与欧元银行同业拆借利差扩大并行。

图5. 欧洲银行的资本需求  
(十亿欧元)



来源：欧洲银行管理局；以及基金组织工作人员的估计。

<sup>2</sup>2011年12月8日，欧洲银行管理局发布一项建议，指出：“银行应首先使用私人资金来源，以加强其资本状况，从而满足须达到的各项指标，包括留存收益、减少奖金发放、新发普通股和适当充足的应急资本，以及其他负债管理措施。经与欧洲银行管理局磋商之后，国家监管当局可以同意银行通过出售选定资产（不会引起对欧盟实体经济提供信贷的减少，只是合同或业务转移到第三方）实现部分目标。”

一些国内风险也依然存在。虽然美国主权融资条件普遍受益于逃出欧元区寻求安全的资本流入，但这不会是永久性的。因此，正如 2012 年 1 月《世界经济展望更新》所指出的，美国必须解决在财政状况方面存在的政治僵局。虽然美国银行体系的健康状况在危机之后得到较好的恢复，而且美联储正在进行的压力测试将继续提高透明度，但是，抵押贷款市场的遗留问题依然存在，这给消费带来不利影响，并将维持消费这个重担部分地转移到公共部门。更广泛地说，银行要保持股本的历史回报率将十分不易，特别是在这样一个新的和监管更严格的环境下。

### ...对欧洲新兴市场造成威胁，并波及到更广泛的新兴市场。

如在 2012 年 1 月《世界经济展望更新》下行情景中所假设的，由于欧元区银行在新兴欧洲经济体有大量业务，欧洲银行的去杠杆化会对这些经济体造成严重影响。2009 年新兴欧洲国家发生严重经济衰退的主要原因就是来自西欧银行的资金流动突然停止，导致了信贷繁荣突然结束。

中欧和东欧以外的新兴市场可能通过若干渠道受到欧洲债务危机外溢效应的影响。如 2012 年 1 月《世界经济展望更新》所讨论的，新兴市场的总体宏观经济前景已经恶化，并可能受到来自欧洲的下行风险的影响。虽然在过去一年里，欧洲以外的新兴市场在面对主要经济体的冲击和情况变化时有相当好的抵御能力，但它们最近的指标已经显著减弱，总体投资环境已有恶化。

首先，信贷渠道可能受损，原因是欧洲银行面临压力将导致跨境贷款减少（尤其是贸易融资活动）以及当地贷款失去母银行的支持。例如，亚洲地区贸易和项目融资中的约 30% 是由欧元区银行提供的，尽管这些银行的资产负债表只占银行资产的约 5%。影响取决于当地银行在多大程度上可以介入并填补融资缺口：即使有些银行的资产负债表状况允许它们这样做，但在贸易融资的一些领域，操作上存在很大的挑战。新进入者须在困难市场条件下筹集大量美元资金。长期融资面临的制约可能会严重制约银行在以下领域的能力：航运、航空贸易融资以及项目和基础设施融资。

第二，资本外流、流动性恶化和以及重新定价对当地的融资条件会造成连锁反应，由此，当地资本市场（外汇、固定收益和股票市场）可能遭遇新一轮的压力，特别是那些严重依赖外部证券流动的新兴市场。

在这些挑战面前，新兴市场的抵御能力如何？许多新兴市场为应对不利冲击建立了相当强的资本和流动性缓冲，其市场大多较好地经受住了雷曼危机造成的影响。之后，一些经济体为实施反周期的经济政策创造了更多（尽管有限）空间，当然实际情况因地区和国家而异。由于贷款主要来自欧洲银行以及依赖欧洲作为出口市场，新兴欧洲特别脆弱。相对于其他新兴市场，该地区的缓冲普遍薄弱，而且其金融系统还长期存在其他脆弱性，包括一些经济体存在的期限和货币错配，这可能会给资产负债表造成压力。

## 综合计划要求采取额外的政策行动。

面对上述风险，所有主要经济体的决策者必须把重点放在应对若干错综复杂的挑战上。欧洲决策者需及时落实可以促进信心恢复的综合措施。除了执行适当的宏观经济和金融政策以外，欧洲决策者需大力实施10月和12月首脑会议商定的政策措施。此外，还需建立足够高的防火墙，避免主权和银行融资成本螺旋式上升导致不稳定影响；管理银行体系的资产负债表调整过程，以防发生无序的去杠杆化，同时，促进足够的信贷流入私营部门；采了必要的额外措施，以提高对全球金融体系（新兴和先进经济体）的信心。实现此政策议程要求迅速和彻底执行最近提出的各项倡议，以及采纳新政策以推动和加强金融稳定。

具体来说：

- “**防火墙”需足够大，其构造应令人信服**。就那些仍有偿付能力、但面临融资困难的国家来说，只有在政策成功实施相当长一段时间以后，投资者才有可能回头。在此期间，从外部获得成本合理的资金很关键。在欧元区建立欧洲金融稳定基金即是为了达此目的。然而，鉴于其规模和结构，其承担此作用的能力有限。为了树立信心，应该在第一时间增大欧洲金融稳定基金/欧洲稳定机制的规模和灵活性。在更大的防火墙完全建立起来之前，至关重要的是，欧洲央行需继续提供大量的、持久的流动性支持，以稳定政府债务市场和银行融资市场。
- 需要一个“**宏观审慎把关人**”，以确保去杠杆化计划不妨害信贷流动继续支持经济活动，同时避免资产价格发生螺旋式下降。在欧盟内部，欧洲银行管理局、欧洲系统性风险委员会、各国银行监管部门和银行本身应就如何发挥此作用进行协调。各国应力求不仅监视和限制其银行在国内的去杠杆化，而且还要监视在国外的去杠杆化（通常可能需与东道国监管机构合作进行）。“维也纳倡议”正在协调各国的工作，旨在减少欧元区部分银行去杠杆化操作对新兴欧洲的不利影响，该倡议有可能会成为发挥此“把关人”作用的初期尝试。
- 根据欧洲银行管理局的建议以可信地方式增加银行的资本缓冲，这对于恢复市场信心仍然很重要。如欧洲银行管理局准则提出的，应尽可能通过增加资本，而不是减少信贷的方式实现这个目标。正在采取的步骤是，要求银行的名义资本要达到一定水平（正如美国的不良资产救助计划和西班牙的银行有序重组基金），而不是要求达到某个比率，因为比率要求可能会刺激银行收缩资产。应鼓励银行从私人来源筹集资金。然而，由于银行最近在这方面遇到困难，公共资金应提供后备支持，但需要有严格的附加条件。可通过注入与政府同额的资金、或通过应急资本工具的方式筹集银行资本。此外，还需建立一个可直接持有银行股权的泛欧元区的基金工具。为了补充欧洲央行的长期再融资操作（LTRO），应在欧元区范围内建立银行担保计划，帮助重新打开私人资金市场的大门。最后，仍存在一批资本水平低、盈利能力差，易受融资冲击影响的薄弱银行，它们会对复苏造成拖累。需对其中一些银行进行重组、重新注资或让其破产。
- 调整仍然重要，同时应考虑其对经济增长的短期影响。如决策者所知，在大多数先进经济体，至关重要的是承诺在中期内进行可信的中期财政整顿，以消除主权利差急剧上升的长期尾部

风险。然而，财政调整的节奏也需考虑其对当前经济的影响。正如 2012 年 1 《财政监测报告更新》指出的，如果增长放缓高于预期，应允许自动稳定器发挥作用，美国即将到期的支持需求的政策应予以延期。货币政策也应该足够宽松，而且在需要时，结构性政策应旨在促进经济增长，重点在于恢复私人部门的竞争力。

- **新兴市场决策者应随时准备应对资金和信贷紧张，在有回旋空间的国家，应采取反周期政策。**许多新兴市场国家已经建立充足的储备缓冲，以应对外部流动性冲击。宏观经济和金融政策措施的充分和灵活组合有助于限制外部冲击的影响，但应谨慎从事，以避免产生金融扭曲。