

随着主权风险变为现实，金融稳定状况出现倒退

尽管经济状况总体改善，并且在雷曼公司倒闭后经历了长时间的愈合，但在全球金融稳定上取得的进展最近出现倒退。欧元区部分国家的主权风险已变为现实，并已蔓延到那些国家的金融部门，有可能扩散到其他地区，再次与经济形成负面反馈循环。对于各国和国际上已经实施的重大政策回应措施，需要进一步采取果断的后续行动，以增强对金融体系的信心，并确保经济复苏持续下去。

尽管全球经济复苏未受影响，但金融稳定方面取得的进展在4月末和5月初出现倒退。主权国家和银行体系之间的溢出效应增加了市场和流动性风险。银行再次变得不愿相互贷款，除非是期限最短的贷款。对欧元区国家银行的贷款尤其如此，这些国家被认为面临更大的政策挑战。此外，金融资产价格的波动性增大，投资者的风险偏好下降。这种金融风险可能再次形成与经济之间的负面反馈循环，尽管到目前为止还没有出现这种迹象。

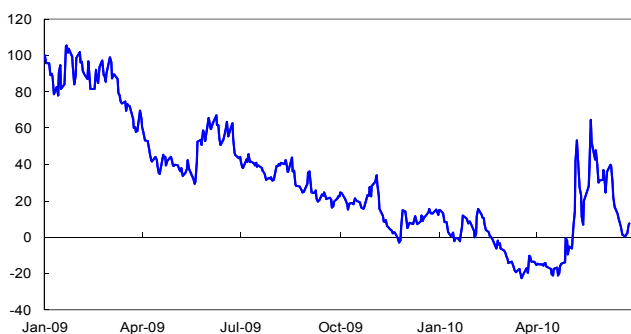
过去一个多月以来，最严重的市场紧张局面已经有了一定的改善，但市场信心仍然脆弱。美国国债、德国国债和黄金等传统保值

资产的价格上升。风险较高的资产，如成熟和新兴市场的股票，削薄了相当部分的年初盈面，目前仅出现初步的回升。商品价格跌回至去年秋季的水平。另外，尽管最近波动性已经稍稍下降，但仍高于信心跌落前的水平（图1）。

主权风险加剧

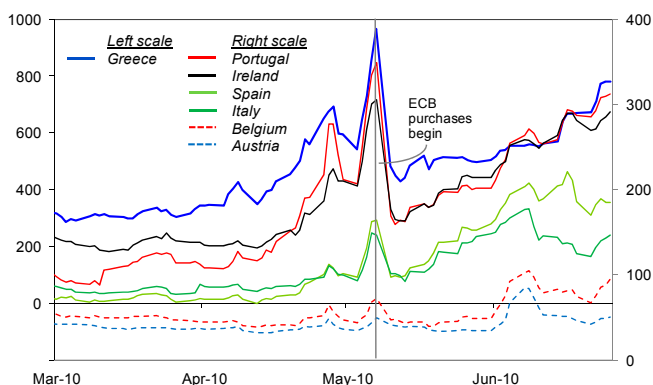
一些主权债务市场持续面临的剧烈压力造成了目前的市场动态（图2）。这些压力在一定程度上反映了目前对欧元区主权信用风险的重新评估。欧元的诞生使地区内部的汇率风险消失，并产生了成员国之间财政和宏观经济趋同的预期。这体现在地区性主权债务利差显著缩小，而最近这一趋势有所改变。面对希腊的财政困境，投资者目前正在对该地区内的这些风险进行重新定价。这突出表明，欧元区的政策制定者需要继续实施可信的财政整顿计划和加强经济治理。

Figure 1. Composite Volatility Index
(1/1/2009 = 100)



Source: IMF staff estimates.
Note: The index was constructed utilizing implied volatilities derived from options on various stock market indices, interest rates, and exchange rates.

Figure 2. Selected Euro Area Sovereign Spreads
(In basis points)



Source: Bloomberg.

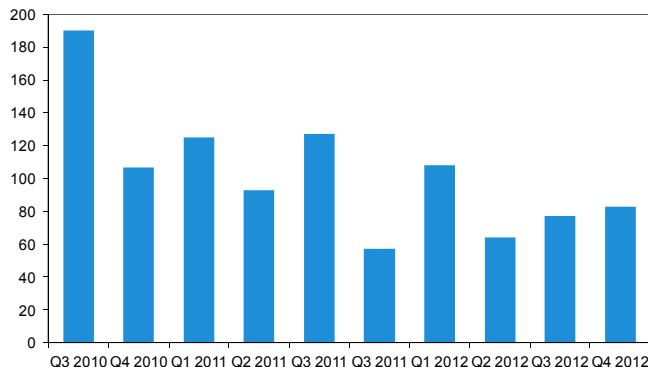
已经宣布的欧洲金融稳定机制和欧洲中央银行的证券购买计划帮助部分地缓解了欧元区债券市场较为严重的压力。在 5 月初宣布证券购买计划后，希腊、葡萄牙和爱尔兰债务与德国主权债券之间的利差缩小。然而，这种效果最近已经逐渐消失，这些债务的市场流动性依然很差。¹ 相反，西班牙和意大利债券的利差继续扩大，目前处于比年初更高的水平。最近，德国（得益于资金流向安全场所）与比利时、奥地利和法国之间的主权信用也出现了一定的利差。

公共债务市场的压力在一定程度上反映了相当大的展期需求。目前与德国国债之间利差显著扩大的那些欧元区国家需要对今年第三和第四季度到期的约 3000 亿欧元债务进行再融资（图 3）。在这一过程中，它们将面临美国、英国、日本和欧元区其他国家的巨额展期需求的竞争，这些国家在第三和第四季度到期的债务总额约为 4 万亿美元。

对银行的扩散效应

¹ 迄今为止，欧洲中央银行从二级市场购买了净额约为 590 亿欧元的政府债务。

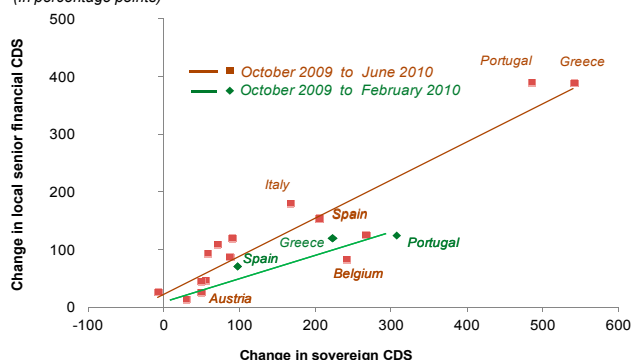
Figure 3. Selected Euro Area Sovereign Bond Rollovers, Q3 2010-Q4 2012
(In billions of euros)



Source: Bloomberg. Includes principal and interest payments on both short-term bills and longer-term bonds for Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain.

主权风险上升对金融稳定产生了重大影响，反映了欧洲银行对主权债务的现有风险暴露水平。相比我们在 2010 年 4 月期《全球金融稳定报告》中所作的估计，欧洲银行信用违约掉期利差与主权信用违约掉期利差的联动程度已经增强（图 4）。这不仅是由于银行持有大量主权债务，而且是由于主权与金融部门之间形成负面反馈循环的风险增加，以及在薄弱银行需要支持的情况下政府资产负债表可能受到的影响。

Figure 4. Sovereign Risk Spilling over to Local Financial Credit Default Swap Spreads
(In percentage points)

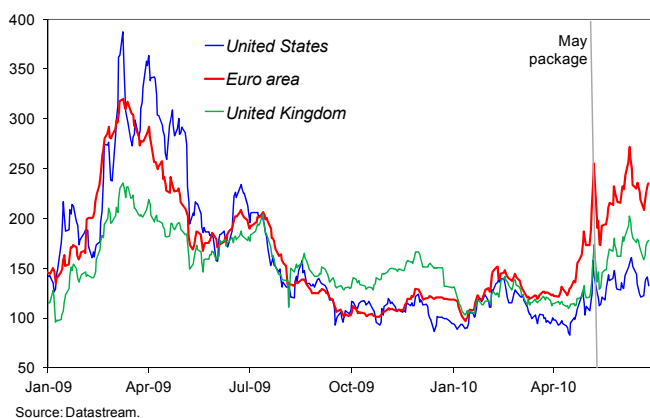


Sources: Bloomberg; Datastream; and IMF staff estimates.

在对一些银行的健康状况的不确定性加剧的情况下，英国、美国和欧元区银行的信用违约掉期的平均利差正在扩大（图 5）。这部分地是因为，过去三年里，银行资产负债表

的清理（欧元区的清理过程要慢于英国和美国）没有完成，导致继续存在脆弱性、产能过剩和盈利不佳（至少对于某些类型的银行），加剧了银行面临的压力。此外，在即将实行的银行监管或征费的类型和实施时间表上缺少细节，增加了投资者对此的不确定性。

Figure 5. Bank Credit Default Swap Spreads
(In basis points)

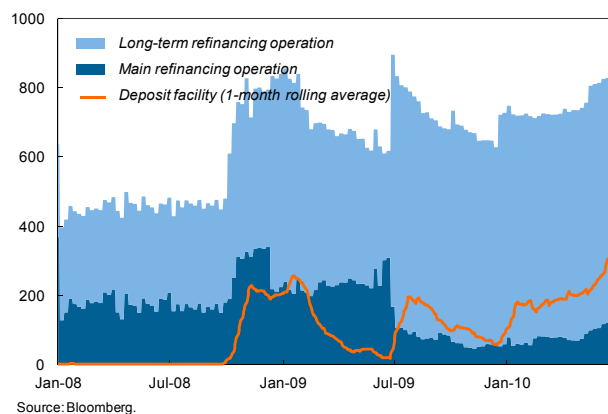


跨境银行风险暴露是主权风险蔓延到银行并进一步扩散到本地区内外的其他银行体系的渠道。尽管在经济状况良好时期这种关系具有多元化的好处，但在面临压力时这便成了一条扩散渠道。

银行对面临政策挑战国家的主权债务的风险暴露存在不确定性，产生了显著的银行同业融资压力。对交易对手方的担心增加，使较长期限的 LIBOR 隔夜指数掉期 (OIS) 利差再次扩大。为了缓解这些融资压力，欧央行和美联储在其流动性操作中再次引入了一定的灵活性。欧央行暂停了对希腊主权债务的抵押品要求，并重新启动了某些长期操作，而美联储再度启用了外汇互换额度。尽管采取了这些努力改善银行同业市场的运作，欧

元区的银行却仍在积蓄流动性并将这些资金放入欧央行的存款机制（图 6）。²

Figure 6. ECB Liquidity Operations
(In billions of euros)



在银行同业市场上，短期美元融资需求很大。例如，美国的货币市场基金减少了对欧洲金融机构的风险暴露，使欧洲机构的美元融资来源下降。为了支持市场，中央银行外汇互换额度被重新启用，也确实有利于信心的巩固，但却很少被实际使用。

银行还面临来自即将到期债券的显著融资压力。如我们在 2010 年 4 月期《全球金融稳定报告》中强调的，银行在今后几年内面临债券大量到期的情况，特别是在欧元区。最近的动荡至少暂时已经压抑了金融机构发行债券的一级市场（图 7）。

对经济复苏的威胁

² 预见到一年期的长期再融资在 6 月 30 日到期，是欧央行存款增加的部分原因，之后存款的保有略有下降。

尽管当前主权风险的传导在本质上主要是金融性的，但与经济之间形成负面反馈循环的可能性已增大。如 2010 年 7 月“世界经济展望最新预测”中所指出的，经济复苏的下行风险已经显著上升。银行融资压力可能加速目前的去杠杆过程。欧元区的实际银行贷款年同比增长最近稳定在略高于零的水平上，现在判断贷款增长是否会恶化还为时过早。初步迹象表明，欧元区的银行贷款标准在一定程度上逆转了下行趋势，再次收紧（图 8）。

Figure 7. Financial Bond Issuance
(In billions of U.S. dollars)

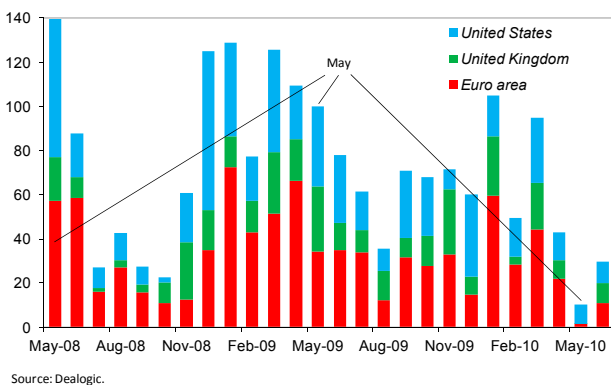
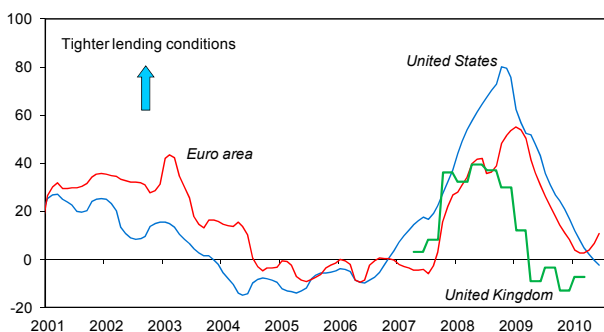


Figure 8. Lending Conditions
(Net percentage of domestic respondents tightening standards for loans)



除了对银行贷款的潜在影响外，在最近市场出现动荡和信用利差扩大的同时，非金融公司债券的发行量在 5 月骤降。尽管 6 月的发行量反弹，但欧洲公司的发行尤为疲软，少于雷曼破产那段期间的发行量。如果这种紧

张状况继续下去，可能开始对公司的信贷获取产生显著影响。

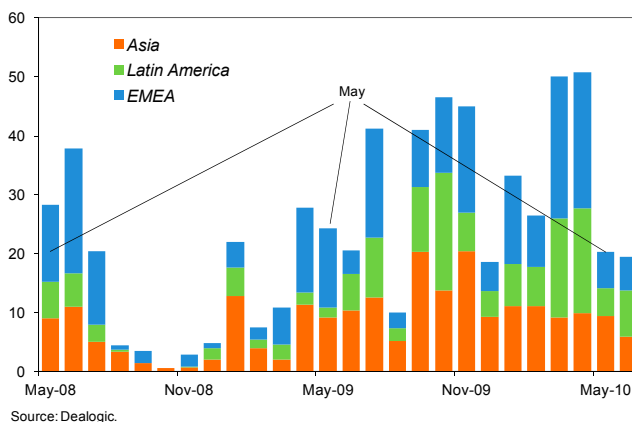
一些国家推迟退出临时特别政策

潜在的下行经济风险以及银行同业和主权市场的压力增加了退出几个月前开始实行的财政、货币和金融临时特别政策的难度。对于主要中央银行，特别是欧央行，市场目前预期“长时间”的高度宽松的货币政策的期间将被延长。事实上，欧央行不仅重新启动了一些特别的提供流动性的操作，而且还宣布了购买主权债务的计划。

新兴市场融资条件趋紧

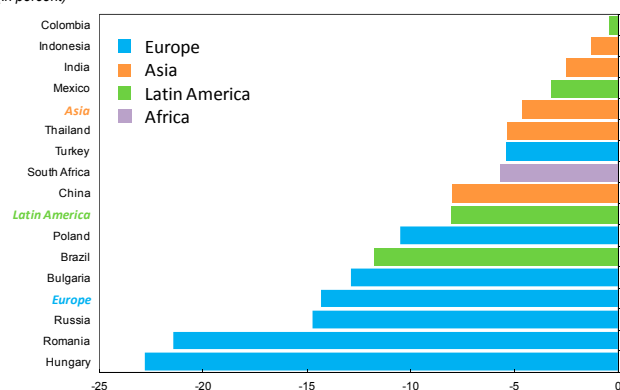
新兴市场受到欧元区风险加剧的影响，总体风险偏好的下降导致融资状况收紧。流向新兴市场的证券投资在 2009 年 3 月至 2010 年 4 月期间显著增加后，其趋势现已部分逆转，资产价格下跌。此外，新兴市场的主权和公司债券以及股票的发行在 5 月也停滞，但一些地区所受影响小于其他地区，并且这种情况可能基本上是暂时的（图 9）。例如，亚洲的发行没有显著恶化。

Figure 9. Emerging Market External Bond and Equity Issuance
(In billions of U.S. dollars)



不奇怪的是，成熟欧洲对新兴欧洲的影响最大，因为它们之间存在最强的直接联系。相比其他新兴市场国家和地区，罗马尼亚和匈牙利的股市以及作为一个整体的新兴欧洲股市受到最严重冲击（图 10）。成熟欧洲银行对新兴欧洲的暴露程度很大。这表明，如果融资压力促使一些欧洲银行收回跨境信贷资金，一些新兴市场可能再次经历信贷紧缩。

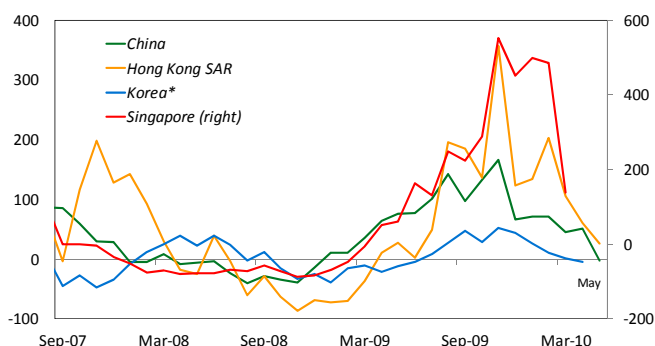
Figure 10. Emerging Economies: Stock Price Performance, April Peak - June 28
(In percent)



Source: Bloomberg.

随着审慎措施看来在发挥作用，早些时候对亚洲房地产市场的担忧在减退。房地产交易额的增长下降，房地产贷款在银行新增贷款中所占比例也在下降（图 11），但应进一步监测其走势。

Figure 11. Growth of Real Estate Market Transaction Values
(Percent, year-on-year)



Source: National authorities; CEIC; IMF staff estimates.
* Data for Korea represent units of transactions.

汇率风险增大

欧元贬值的好处是能够部分抵消主权和银行风险加剧对欧元区增长的影响。但主权信用、银行部门和宏观经济风险的共同作用也增加了汇率无序调整的可能性。欧元面临显著的下行压力，目前正接近中期经济基本面分析所显示的合理的多边水平。同时，市场波动性增大。

政策重点

为了提升信心并继续稳定金融市场，需要在几个领域采取政策行动。

必须解决问题的根源，即主权风险。面临严峻市场压力的欧元区国家尤为如此。它们必须在削减财政赤字上进一步取得可信的进展，同时实施更好的公共债务管理战略。鉴于存在融资压力，这些国家已不得不立即开始财政整顿，并已朝着这个方向取得了重大进展。更广泛而言，财政调整应当是中期整顿计划的一部分。这些计划需要具有可信性，以避免在不利的市场反应面前被迫实施进一步的前倾式财政调整。市场参与者认为，已宣布的财政整顿计划是实现债务可持续性的必要但非充分条件，因为他们仍担心政府可能难以在消胀环境下实现充分的名义增长。因此，在宣布可信的财政整顿计划的同时，还需采取旨在支持潜在增长的结构性措施。一些欧元区国家已经在讨论沿此方向采取的切实行动。

在金融领域，除了已经采取的强有力的行动外，以下措施将对市场信心起到重要的促进作用。

- 建立 4400 亿欧元的欧洲金融稳定机制的最困难的工作已经完成，现在应让这一机制充分运作起来。
- 欧央行继续向二级债券市场提供流动性支持。市场尚不确信欧央行是否将在必要时增加债券购买量以防止市场运作继续恶化。
- 提高欧洲银行的透明度并进行可信的压力测试。当前的一个关键问题是在单个银行风险暴露方面的不确定性，包括对主权债务的风险暴露，这表明欧洲银行应改善信息披露。欧洲银行监管委员会公布目前开展的压力测试的结果，并将压力测试扩大到更多银行，是非常重要的第一步。另外，在国家层面上公布单个银行压力测试结果的同时，需制定一项计划，详细说明如何处理资本金不足的机构。银行报告和披露标准总体上需要改进，特别是对于非上市银行和不公布季度报表的银行。
- 采取可信的方案处理薄弱银行。这些银行正在加剧融资市场目前面临的压力，需要采取更加全面的金融机构处置、重组和注资机制。为此，应当刻不容缓地在国家层面上启动现有或新的公共机制。在必要时，应运用超国家安排解决银行业的问题。

必须强有力地实施上述政策措施，以支撑市场信心，减轻对主权债务和银行体系健康的担心，并支持欧元区的经济复苏。

同样重要的是，政策制定者必须避免政策失误。为停止某些市场交易而采取的未经协调的一次性措施只会将风险转移到其他市场或管辖区，并增加市场对于将采取的措施类型的不确定性。

在其他许多先进经济体，重点应当是支持中期财政整顿。如 2010 年 7 月“世界经济展望最新预测”中讨论的，以在中长期内减少财政赤字为目标的可信的战略最为重要。这些国家还需要同时实施提高潜在经济增长率的结构政策，以缓解财政整顿的压力并处理与老龄人口有关的福利支出。同样，中央银行提供的后备支持，包括定量宽松或对信贷和债券市场的明确支持从目前来看仍是必要的。

随着资本流动下降，新兴市场国家面临着不确定性：不能明确欧元区的动荡将使投资者撤出外国市场，还是随着投资者寻找机会替代更加波动的先进国家市场，流入新兴市场的资本将恢复。这些国家的资本流入可能呈上升趋势，同时波动性增大。因此，它们需要增强其宏观经济和审慎政策，以减轻对资本流动突然停止或信贷或资产价格过度上涨的脆弱性。除了健全的宏观经济政策和明确制定的审慎政策外，新兴市场国家旨在发展金融体系的结构措施也很重要。金融基础设施的改善能够增强资本流动变化不定情况下的抗冲击能力。

需要继续迅速地实施旨在提高全球金融体系安全性的监管改革。有关资本质量和数量以及增加流动性的基本改革必须敲定，并制定适当的实施时间表。目前在最终改革方面存在很大的不确定性，使银行难以就各种业务活动做出决定，其贷款意愿受到限制。因此，准备实施的监管改革的细节和时间必须

更加明确。此外，制定实施时间表时需要考虑金融机构当前的健康状况以及经济复苏在支持趋势增长和加强稳定方面的所处的形势。对监管改革起到重要补充作用的是强有力的监督。在稳定时期是这样，在变迁时期更是如此，因为在变迁时期不同管辖区对新规则的实施可能存在差异。遵守强健的监督原则有助于控制监管套利风险。

总之，由于欧元区主权和银行风险的交汇影响，最近全球稳定方面的进展受到威胁。如果不继续加以协同解决，这种风险可能蔓延到其他地区。欧元区政府当局迅速实施已作出的重要和适当的决定，将是稳定金融市场的关键步骤。需要进一步采取可信和迅速的行动稳定金融市场，巩固金融稳定对于维持经济复苏非常重要。