

全球金融稳定依然面临风险

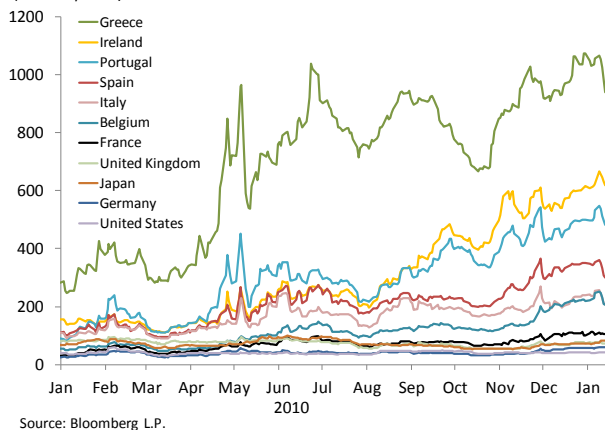
在大萧条时期以来最严重的金融危机爆发后近四年，我们仍未牢固实现全球金融稳定，并且依然面临重大的政策挑战。资产负债表重组尚未完成，进展缓慢，杠杆率依然居高不下。欧元区的银行业与主权信用风险之间的不利相互作用仍是一个危险因素，并且，财政和银行部门的脆弱性还有待出台政策予以解决。从全球层面看，仍需要推进监管改革，让金融部门更稳健地运行。同时，先进经济体的宽松政策和一些新兴市场国家相对有利的经济基本面促使资本流入新兴市场。这意味着，新兴市场的政策制定者需要密切关注资产价格泡沫和过度信贷迹象。

虽然全球经济增长有所加速（见“世界经济展望最新预测”），但全球金融稳定尚未巩固。双轨全球复苏——先进国家的增长远远慢于世界其他地方——继续带来政策挑战。先进经济体面临增长缓慢的前景，其财政状况持续疲弱，这提高了市场对债务可持续性风险的敏感性。政府和银行部门虚弱的资产负债表之间具有明显联系，使欧元区融资市场再度面临压力，并使紧张形势扩大。同时，先进国家宽松的货币政策和新兴市场经济体相对有利的经济基本面促使资本流向新兴市场经济体。这给资本接收国的资产市场造成上行压力，同时加剧了资本流入逆转的潜在风险，这给有效吸收资本流入带来了相当大的政策挑战。

尽管存在这些因素，到目前为止，2011年初的金融市场表现良好，反映出更加有利的经

济大环境、充足的流动性以及不断扩张的风险偏好。2010年10月期《全球金融稳定报告》发布以来，先进和新兴市场国家的股市升温。商品价格加速上升——石油、食品、金属和原材料的价格都在迅速上涨。然而，在许多先进国家的政府和银行体系，我们看不到这种有利的发展态势。事实上，目前有几个先进经济体的主权信用违约掉期利差超过了大型新兴市场国家（图1）。这些先进经济体的银行也具有很高的信用违约掉期利差。

Figure 1. Sovereign Credit Default Swap Spreads
(In basis points)



主权与银行部门风险之间的相互作用加强

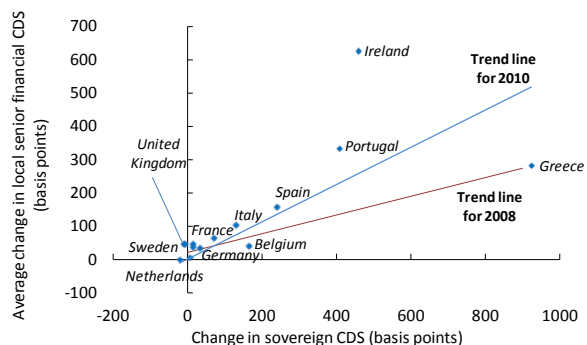
尽管 2010 年 10 月期《全球金融稳定报告》发布以来市场状况改善，但欧元区内的总体主权风险有所加剧，并溢出到更多国家。一些国家的政府债券利差甚至远远高于去年 5 月动荡期间的水平。爱尔兰面临的压力尤其大，最终该国实施了欧盟-欧央行-基金组织规划。希腊和爱尔兰平均主权收益率与葡萄牙收益率之间的相关性依然很高，而近几个月随着紧张形势的扩散，与西班牙（也包括意大利，但程度较小）收益率之间的相关性也急剧增大（图 2）。

Figure 2. Ten-Year Government Bond Correlation with Average of Greece and Ireland
(3-month correlation coefficient)



一些国家主权与银行风险之间的负面相互作用虽然仍局限在欧元区，但已经加剧，导致一些融资市场受到破坏。图 3 显示，主权压力最大的国家，其金融机构的信用违约掉期利差的上升幅度也最大——相比 2008 年，这种关系目前更加明确。

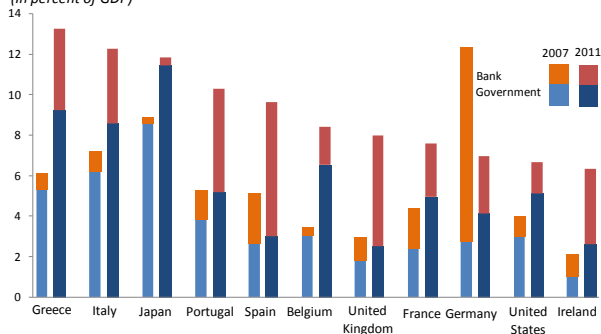
Figure 3. Sovereign and Bank Credit Default Swap Spreads¹



一些国家的规模较小、更加侧重于国内业务的银行已发现，它们获得私人批发融资的渠道在缩小。许多仍能获得融资的银行面临更高的成本，并且只能借入期限很短的资金。

一些国家及其主要的银行在 2011 年面临相当大的融资需求，因为银行和主权债务与 GDP 之比在过去几年显著上升（见基金组织“财政监测最新情况”和图 4）。融资压力和银行部门持续脆弱性的交汇使金融体系处于脆弱的境地，极易受到市场情绪恶化的影响。

Figure 4. Government and Bank Bonds Due
(In percent of GDP)

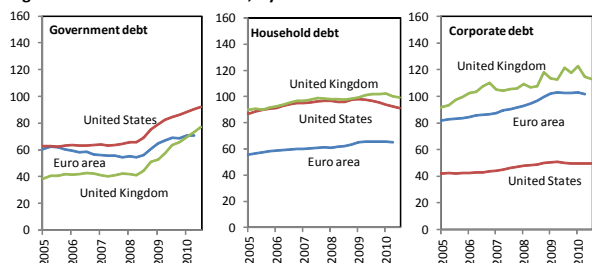


Sources: Dealogic; IMF, World Economic Outlook database; and IMF staff calculations.
Note: The first stacked bar for each country is for bonds that were due in 2007 and the second stacked bar is for bonds due in 2011. In order to compare current funding needs with the past the dataset only includes a subset of total bonds due and so does not reflect total funding needs. The chart also does not include interest payments.

去杠杆过程几乎没有进展

一些先进市场私人部门总债务的积累即使出现了逆转，在多数情况下也只是部分逆转（图 5）。

Figure 5. Debt to GDP in Percent, By Sector



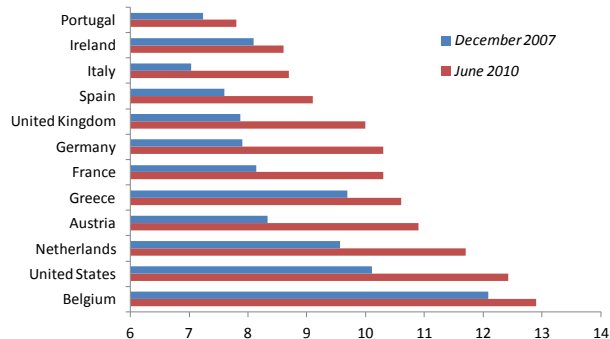
Sources: ECB; Haver; Federal Reserve; and IMF staff calculations.

随着经济回升，私人部门债务与 GDP 之比应逐渐下降，但鉴于当前债务水平很高，并且贷款损失往往滞后于经济复苏，银行体系可能仍然面临风险。

多数国家的银行体系已通过提高一级资本比率缓解了脆弱性（图 6）。然而，融资结构的改善则更为艰难。此外，一些欧元区国家的银行体系特别容易受到其持有的主权债务的信用质量恶化的影响。即使对于在这两方面处境都较好的国家，风险仍然存在。在美国，与商业和信宅房地产有关的不良贷款继

续给银行资产负债表带来下行风险，并且，政府债务与 GDP 之比依然很高。

Figure 6. Banking System Tier 1 Capital Ratios
(In percent)



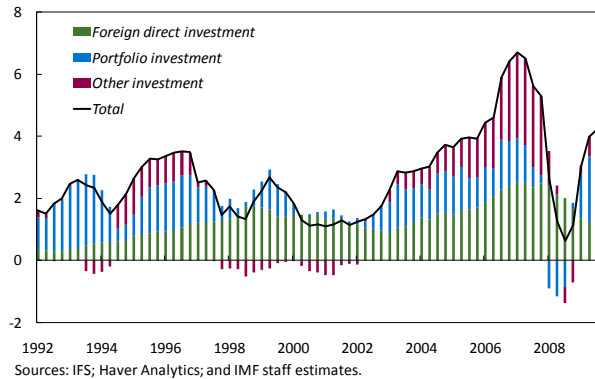
Sources: EU Consolidated Banking Data; and Federal Deposit Insurance Corporation.

在一些国家，私人债务依然居高不下，这可能会同时损害私人部门对信贷的需求以及银行的贷款意愿，从而阻碍经济复苏。尽管通过宽松的货币政策促进复苏是适当的，但低利率和定量宽松政策的运用可能对金融稳定造成不利影响，例如这些政策会鼓励风险较高的投资。低利率还会给那些依靠较高收益资产来匹配其长期固定负债的固定收益投资者（如养老基金和保险公司）带来困难。

资本重新涌入新兴市场经济体

一些主要新兴市场的经济基本面增强，加上先进国家的低利率，促使资本流动在金融危机最严重时期出现显著下滑之后又开始反弹。流入新兴市场国家的净资本目前总共约相当于 GDP 的 4%（图 7）。相比之下，危机前的资本流入相当于 GDP 的 6% 以上。资本流入伴随着股票和债券发行量的显著增加，这可能会部分缓解其对资产价格的影响。

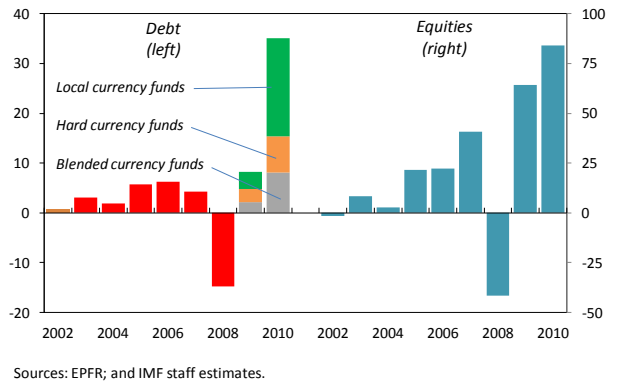
Figure 7. Capital Flow to Emerging Markets
(Net liabilities, percent of aggregate GDP, 4-quarter moving average)



这些资本流动在一定程度上可能是由某些结构性因素驱动的，这些因素促使机构投资者改变资产配置决定，更加看好新兴市场资产。然而，套利交易也是导致资本流动的原因，因为投资者期望从利率差异和汇率升值预期中获利。这种预期往往伴随着旨在限制汇率升值的政策。远期利率显示，目前新兴市场与先进国家政策利率的差异将扩大，从而将进一步增强这种套利交易的动机。这表明，如果出现先进国家的利率意外上升、新兴市场国家的经济增长前景发生变化，或风险回避倾向增大等情况，那么资本流动可能发生逆转。

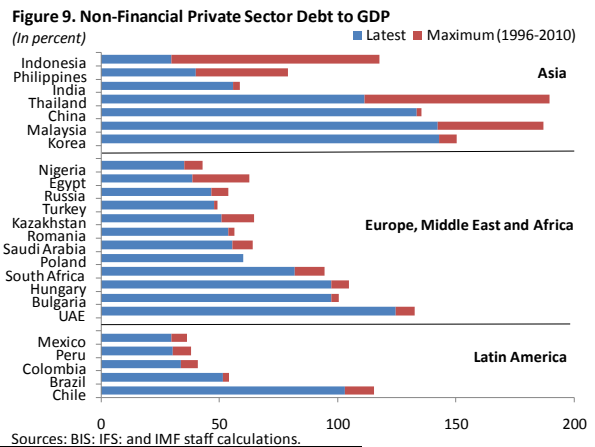
资本流动对接受国通常是有益的，但持续的资本流入可能给当地金融体系的吸收能力带来压力。流入债务和股权共同基金的零售资金很强劲，特别是股权基金，如果本地资产供给有限，可能导致资产泡沫的形成（图 8）。

Figure 8. Annual Retail Flows to Emerging Market Debt and Equity Mutual Funds
(In billions of U.S. dollars)



尽管多数股价指标都处于历史范围内，但哥伦比亚和墨西哥的股市似乎正在形成“热点”，香港特区、印度和秘鲁也是如此，但程度较轻。

资本流入还可能导致接受国的私人部门负债快速增加。如图 9 所示，在亚洲和拉丁美洲的一些经济体，非金融私人部门的债务正在接近 1996-2010 年期间达到的最高比率（例如，巴西、智利、中国、印度和韩国）。¹ 这些变化在一些国家可能代表了金融深化和健康的市场发展，但在另一些国家则可能表示风险增加，有关国家当局必须保持警惕。



¹ 私人部门债务包括国内和跨境银行信贷，以及国内和国际公司债务。

资本大量流入带来的进一步问题是，评级较低的实体能更容易地进入市场发行债务，从而降低了投资者持有的资产的平均质量。过去两年，信用评级较低的实体发行的债务的比例在增大。

政策重点

需要采取政策行动，确保实施必要的重组和资产负债表修复（对于银行和政府都是如此），并推进监管改革。

过去几年采取特别支持措施所赢得的时间正在逝去。随时间推移，接近零界的低政策利率的效果可能会逐渐减退。财政刺激和政府金融部门的进一步支持从政治上看也变得越来越不受欢迎。显然，货币和财政政策支持在短期内可能是有益的，但这种支持在解决长期问题方面并不能代替结构性措施。要想整体和全面地解决主权风险和金融脆弱性问题，结构性措施是必要的。

打破主权-金融恶性循环

对于许多遭受危机打击的国家，问题的根源在于主权与金融部门风险之间的不利相互作用，这一问题必须得到解决。欧元区国家尤其如此——尽管在整个欧元区范围内设立了有关工具，但市场仍担心，缺乏一个足够全面和一致的战略来修复财政资产负债表和金融体系。

所有债务水平特别高的国家（包括欧元区内外和欧元区外的国家）都必须在财政整顿战略上取得大踏步的、可信的中期进展，并根据

斯德哥尔摩原则更好地管理公共债务。² 具体而言，在面临融资压力的国家，当局需持续地让市场确信它们能够并愿意减少对债务展期的依赖，延长债务的期限结构。这一过程将不可避免地涉及其他政策，特别是旨在支持潜在增长的结构性的措施。一些欧元区国家已经朝着这个方向取得了坚实的进展，但仍需坚持下去。在美国，如果拖延实施可信的中期财政整顿战略，利率最终会上升，给其他经济体的借款成本带来间接影响。财政稳定实现得越晚，国库券利率就越有可能更急剧地上升，这可能对全球金融市场和世界经济造成破坏性影响。日本是另一个债务水平很高的国家，它也需要继续努力降低债务水平，在面对人口老龄化的情况下确保财政可持续性。

与此同时，必须修复金融体系——通过针对性强的补救措施加强银行体系，消除尾部风险，并建立一个更好的监管体系。

欧盟需要采取以下步骤，以减轻脆弱性，并帮助恢复市场信心。

- 需要进一步开展严格和可信的银行压力测试，并制定限期完成的后续计划，对能够存活但资本金不足的机构进行注资和重组，并关闭不能存活的机构。
- 需要增加欧洲金融稳定机制的有效规模，并需赋予其更灵活的责权。对于银行体系在经济中占很大比例的国家，现在尤其重要的是确保能够获得足够的资金，在必要时不止限于国家支持。

²这套原则的完整内容请见

www.imf.org/external/np/mcm/Stockholm/principles.htm。

- 需要部署和加强整个欧元区范围内的破产解决机制。建立一个泛欧银行破产解决框架，以及一个整个欧盟范围的财政支持机制，将有助于减轻主权和银行风险。
- 欧洲中央银行应继续向需要流动性的银行提供流动性，并保证其证券市场计划的有效运作，同时也应认识到这是一套临时措施，不能解决根本问题。

美国需要努力处理一蹶不振的房地产市场带来的不利影响。

- 必须找到办法，减弱待售住房大量“隐性库存”（即已经进入止赎程序或预计将要违约的住房）带来的负面宏观-金融联系，这种负面联系有可能在今后一段时间内抑制房价并加剧房产净值问题。另外，还需要采取步骤重振证券化市场，同时确保结构性信贷产品符合系统稳定目标。
- 如最近的金融部门评估规划结论所强调的，需要对美国住房融资体系进行全面改革，包括重新定位政府赞助的抵押贷款业务相关企业的作用。这些企业可以私有化，或转成具有明确担保（且有明确资金支持）的公共事业单位。

许多先进国家需要对银行资产负债表和业务进行重组，以维持金融机构的长期生存力，从而缓解这些国家主权资产负债表面临的隐性压力。对于一些国家的银行体系，问题主要不是周期性的，而是结构性的——即长期以来盈利性差，业务萎缩。在无法采取持久解决方案的情况下，必须实施有效的破产解决措施，以在日益复杂和相互关联的全球金

融体系中维护金融稳定，同时最终让损失由债权人而非纳税人来承担。各国政府需要认真考虑，如何通过改善资本结构，或者也可以通过限制业务活动的范围和风险，来减轻大型金融机构对整体金融稳定和主权资产负债表的威胁。

需要继续实施监管改革

在全球层面上，监管改革正在推进，但工作的久而不决和这一问题的极度复杂性越来越阻碍进展。已经在微观审慎银行监管方面取得了进展，其目的是确保单个机构的稳固，但这项工作依然尚待完善。宏观审慎决策旨在维护整个金融体系的稳定，这项任务在多数国家仍处于初始阶段，人们担心，在防范系统脆弱性积累的工作取得坚实进展之前，这种脆弱性可能会再次积累起来。金融体系需要作出调整，以适应一系列新的改革措施，这包括在复苏得到巩固、利率开始上升的阶段。对于日本等长期以来利率较低、债务积重难返的国家，这一任务将更加困难。

正在设立新的实体来改善系统性监督。这些实体应当抓紧时间收集和分析数据并提出政策建议，特别是要考虑到当前的低利率环境，这种环境很可能酝酿新的金融脆弱性。新成立的欧洲系统性风险委员会本月开始运作，市场将密切关注其是否会发出强有力的风险警示和建议。美国新成立的金融稳定监督委员会已经开始定期召开会议，它需要通过行动表明，已经根据从危机中吸取的教训改进了金融稳定安排和有关监管结构。

目前正在制定有关指导原则来识别具有系统重要性的金融机构并衡量其对系统性风险的贡献度，但如何减轻它们给金融体系带来的风险仍是一个有待讨论的问题。特别是，如何处理具有系统重要性的非银行机构和市场

是一个尚未解决的困难问题。此外，提高监管质量和制定完全可行的跨境破产解决计划仍是有待完成的任务。

应对资本流入

面临资本流入吸收能力约束的新兴市场经济体也需要制定宏观审慎政策。这些政策是传统宏观经济政策的补充，而不是替代。到目前为止，资产价格泡沫和信贷高涨的迹象仍然仅限于少数国家的少数部门，但股权资本流入和套利交易普遍强劲，因而需要密切关注这些资本流动，特别是在涉及杠杆运作的情况下。

当资本流入带来的压力不断积累时，政策制定者需要保持警惕并及时采取行动，因为政策在一定时间后才能发挥效用。那些面临资本强劲流入并实施顺周期性政策的国家需要转向中性的政策取向。汇率低估的国家应允许汇率这种价格机制发挥作用，以缓解资本流入压力。然而，如果货币升值确实不可行，那么应采用其他办法，如货币政策和/或财政政策。不过，在采取宏观经济政策的同时，可能需要加强宏观审慎措施（例如，提高贷款-价值比率，实行融资结构限制）来作为补充，某些情况下还可能实施资本管制。

总体而言，尽管已经取得进展，多数国家的金融部门也正在得到修复，但全球金融稳定依然面临风险。希腊、现在又加上爱尔兰的问题再度激起了人们对更多欧元区国家甚至其他国家的主权债务可持续性和银行部门健康状况的担心。需要综合地处理当前金融体系稳定与主权债务可持续性之间不利的相互作用，以打破恶性循环（这种恶怀循环效应可能扩散到欧元区小国以外的国家）。推进

机构和市场的监管改革议程仍非常重要。如果不能在这方面取得进一步进展，全球金融稳定和可持续增长仍将可望而不可即。