

供发布：

美国东部标准时间 2012 年 7 月 16 日上午 9 时，华盛顿

严重的金融风险：此刻需要行动

2012 年 4 月期《全球金融稳定报告》发表以来，金融稳定面临的风险已经上升。随着投资者基础进一步侵蚀，南欧的主权债务收益率急剧上升。融资压力和市场压力的增大带来进一步削减欧元区外围经济体信贷的风险。欧洲联盟（欧盟）领导人在最近峰会上商定的措施为应付眼下的危机采取了重大步骤。除了支持性的货币和流动性政策之外，必须把及时落实最近商定的措施并同时银行和财政联盟问题上取得更多进展作为当务之急。必须迅速消除关于银行资产负债表上的资产质量的不确定性，在必要时注入资本和进行重组。其他先进国家和新兴市场的增长前景也已转弱，降低了它们应付来自欧元区的溢出影响，或应付本身财政和金融脆弱性的能力。美国财政前景和联邦债务上限的不确定性对金融稳定构成潜在风险。

重新抬头的 sovereign 融资压力打断了市场复苏

欧洲决策者在 2011 年底采取了大胆的政策行动，为修复银行和主权资产负债状况赢得了宝贵时间。欧洲中央银行（欧洲央行）为期三年的长期再融资行动（LTRO）减轻了融资紧张，导致各资产市场的广泛复苏。然而，由于人们对全球经济的健康日益感到不安，这次复苏时间短暂（见同时发表的《全球经济展望更新》）。5 月初的希腊选举之后，政策的不确定性继续存在，增加了压力（图 1）。对希腊可能退出欧元区的担心与日俱增，西班牙银行系统的健全性引起越来越大的担心，在这个环境下，避险情绪急剧增大。

市场状况在 5 月和 6 月大幅度恶化，各种金融市场压力衡量指标回到去年 11 月最糟糕期间的水平，某些情况下还不如当时的水平。各主要股票和外汇市场的波动性激升到 2012 年的最高点，多数股票市场 2012 年初时实现的增幅已荡然无存。

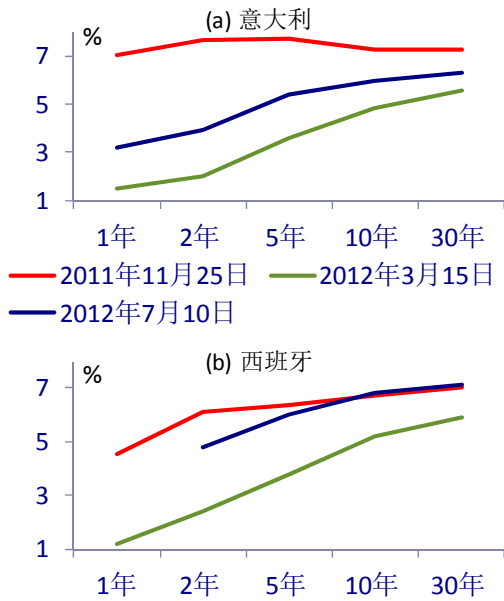
经济增长和银行的健全性再次引起担心，减少了进入市场融资的机会，从而使各外围经济体主权债务的收益率大幅度上升（图 2）。为时 3 年的长期再融资行动帮助支持了对外围经济体主权债务的需求，但是，这一有益的影响已经减弱。私人资本外流继续侵蚀意大利和西班牙的外国投资者基础（图 3）。

图 1. 动荡周期不断升级



资料来源：彭博资讯公司和基金组织工作人员得出的估计数。

图 2. 意大利和西班牙的主权债务收益曲线



资料来源：彭博资讯公司和基金组织工作人员得出的估计数。

先地位。由于市场参与者们集中注意执行风险以及需要采取更广泛的步骤，以实现全欧洲风险分摊，西班牙和意大利的债券收益率经过短暂的好转之后，在动荡的交易状况下再度恶化。

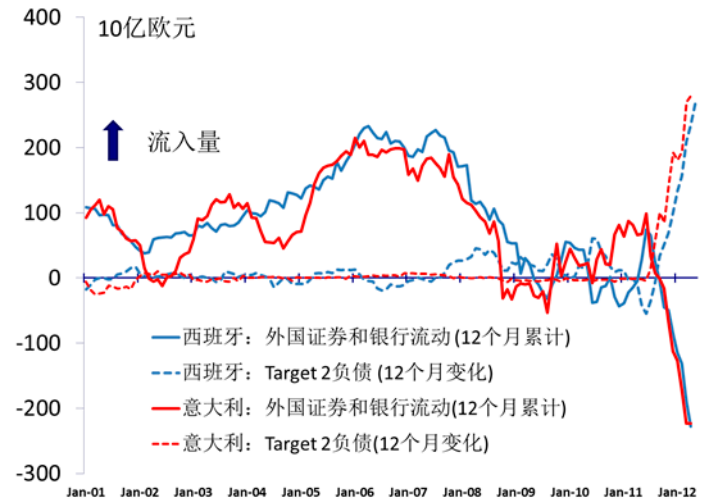
欧盟融资市场中的紧张状态已经加剧，去杠杆化的压力仍然很高

尽管欧洲央行的再融资行动注入了充裕的流动性，但很多外围银行和公司的融资条件出现恶化。银行间融资条件仍然紧张，无担保市场中的活动非常有限，各欧元区核心银行则大量囤积流动性。银行债券的发行量一落千丈，即使利率较高的债券，投资者需求也极小。随着跨界批发融资枯竭，而且存款继续外流，欧元区外围经济体的银行不得不求助于欧洲央行，让后者取代所失去的资金支持。

向安全资产的逃逸导致美国、德国和瑞士政府债券收益率大幅度下降，使美元对主要货币的汇率上升到20个月来的最高水平。寻求安全港的资金流入使得日本政府债券的收益率下降到接近历史最低水平，日元升值给经济复苏带来阻力。在欧盟内部，瑞典和丹麦成为新的安全港。由于人们担心新兴市场应付其本身脆弱性的能力，特别是考虑到它们的政策空间正在消失，而且全球前景更为暗淡，日益加重的避险情绪助长了对这些市场的缺乏信心。

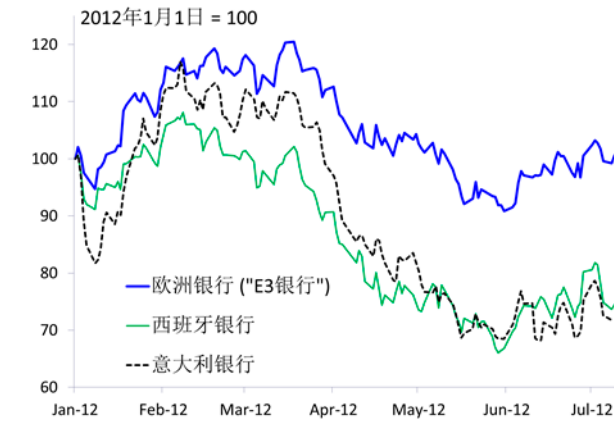
欧洲领导人们在6月底商定了重大的积极步骤，以消除眼下的危机。达成的协议如果全部得到落实，将有助于打破主权实体与银行之间的有害联系和建立一个银行联盟。特别重要的是，一旦为欧元区的银行建立起单一的监督机制（将在2012年底之前就此作出关键决定），欧洲稳定机制便有可能直接对银行重新注资。此外，欧洲稳定机制的援助将不给予西班牙优

图 3. 欧元体系负债当中外资的外流和变化



资料来源：彭博资讯公司、各国当局和基金组织工作人员得出的估计数。

图 4. 欧洲银行股票的表现参差不齐



资料来源：彭博资讯公司和基金组织工作人员得出的估计数。

有一个风险是，信用评级下调和投资者胃口缩小会提高借债成本，即使对高信用质量发行人来说也是如此。

银行信用评级的下调可能提高很多银行的融资成本。穆迪公司的信用评级机构最近下调了 15 家大规模开展资本市场业务的欧洲和美国银行的评级。这次下调反映出，由于这些公司的资本市场活动的内在风险、困难的融资条件和更加严格的监管规定，人们对它们的较长期利润率的降低感到担心。这次评级行动还反映了下列因素：非资本市场活动的收益规模及其稳定性、对欧洲的风险暴露、美国住房抵押贷款、商业房地产或遗留下来的资产组合以及所记录到的任何风险管理问题。标准普尔公司于 2011 年 11 月采取了类似的行动。

为稳定西班牙银行系统所采取的措施尚未恢复市场信心

由于西班牙银行系统所需要的再资本化引起担心，股票市场急剧下跌（图4）。为西班牙银行提供批发融资的成本也回到了2011年晚期的高水平，无论有担保还是无担保债务都是如此。

西班牙于6月10日请求外部援助，以支持其本国银行，使投资者们感到不安。虽然请求外部支持的做法确实为银行部门的部分重组提供了令人欢迎的支持，但开始时的市场反应不好，反映出没有一个全面的计划来改组银行系统，并缺乏关于所请求的贷款的细节。一些市场参与者还表示担心，这一支持由于采取向主权实体提供贷款的形式，其债权可能优先于当前的西班牙政府债务持有人。6月底的欧盟领导人峰会决定，这一财政支持可以采取直接对银行实行再资本化的形式，不享有优先债权人地位，从而帮助缓和了一些这样的担心。

提供一个全欧解决办法的整套政策仍在酝酿之中

为了解决眼下的危机，欧洲领导人峰会在 6 月宣布的措施是朝着正确方向迈出的一步。在短期内巩固这一进展的更多步骤包括：

- 决策者们必须消除银行资产质量的不确定性，并帮助加强银行的资产负债状况。很多机构的银行资本或融资结构仍然薄弱，不足以恢复市场信心。在某些情况下，需要进行银行的再资本化和重组，包括一旦建立起欧洲稳定机制，即由这个单一监督机制向那些虽然薄弱、但是有生存能力的银行直接注入股本。

- 各国还必须兑现以前商定的政策承诺，以加强公共财政和颁布广泛的结构改革措施。

最近的各项举措是朝着正确方向迈出的一步。需要按照设想，通过在建立一个全面银行联盟和深化财政一体化方面取得更多进展来补充这些措施。欧洲峰会通过启动统一监督框架的创建进程，建立了银行联盟的第一个组成部分。但是，还需要增加其他必要部分，包括一个全欧存款保险担保制度和共同提供支持的银行重组机制。在更短期内，必须及时开始落实工作，包括让所有成员国批准欧洲稳定机制。此外，如果按照提交本次峰会的“四首脑”报告的设想，制定财政一体化计划，将为这些步骤提供有益的补充。

支持性的货币和流动性政策同样必不可少。欧洲央行最近削减利率的做法令人欢迎，但仍有余地进一步放宽货币政策。长期再融资行动帮助降低了许多欧洲银行的有担保和无担保银行贷款的成本，但仅靠这项政策仍不足以恢复投资者信心，也不足以提供长期的解决办法。如果经济状况继续恶化，可以采用打破常规的措施。这意味着考虑采取非标准措施，例如重新启动证券市场计划（SMP），采取更多的附带适当的抵押物规定的长期再融资行动，或实行某种形式的量化宽松。欧洲央行新的抵押物规则在放宽流动性限制方面发挥了重要作用，应该避免任何新的收紧抵押品规则的做法。

美国也存在全球金融稳定所面临的风险

在欧洲以外，由于年底时减税措施将到期结束和削减支出的措施将自动生效的双重影响，美国会出现财政悬崖，这一情况最近几个星期越发引人注目。如果不采取任何政策行动，财政悬崖会导致财政收紧，其幅度相当于GDP的4%以上（见同时发表的《财政监测报告更新》）。

随着年底接近和不确定性日增，如果像2011年8月讨论美国财务上限时那样，出现另一轮的政治走险，会促使市场波动加剧。一个使情况更趋复杂的因素是，有可能在出现财政悬崖的前后触及债务上限。在上次债务上限事件中，近期货币市场工具的利率上升，回购交易量下降，国库券收益曲线变陡，主权信用违约掉期（CDS）的利差倒挂。虽然最终提高了债务上限，但标准普尔公司把美国主权信用评级从AAA降至AA+。信用评级公司继续持负面的展望，提出的理由是美国财政前景不断恶化和缺乏如何解决这一问题的政治共识。然而，多数市场尚未把更大的财政风险考虑在价格之内。美国主权信用违约掉期的利差已经扩大，但仍保持在低水平。

市场的共识是，大部分财政紧缩将推迟到以后实行，并将及时提高债务上限，以避免违约。但是，如果市场参与者们重新评估出现财政悬崖的可能性，鉴于这一情况对美国经济的潜在严重影响，市场显然有可能做出剧烈的不利反应。还应该比最后期限（最大的可能是于2013年初到来）提前很多时间提高联邦债务上限，以减轻金融市场发生混乱以及消费者和企业丧失信心的风险。与此同时，由于在制定一项可信的整顿计划方面缺乏进展，有可能促使联邦信用评级进一步下调。进一步下调会扩大期限利差，导致流动性损失，而且考虑到国库券在其他资产的定价和抵押方面发挥着广泛作用，会对更广泛的市场和全球市场心态产生破坏稳定的影响。

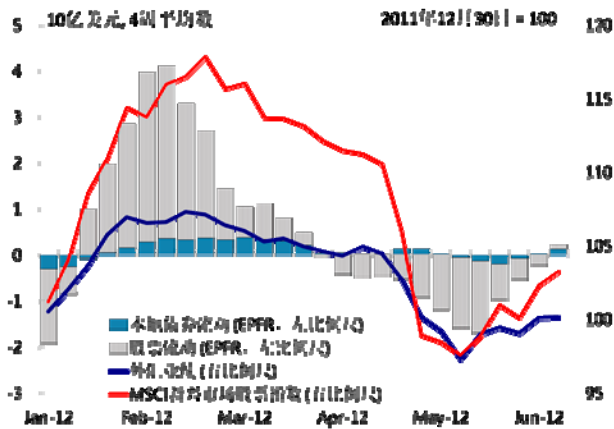
新兴市场尚未逃脱感染效应，而且还在应付其自身具有的脆弱性

关于对其经济业绩产生影响的外部条件，各新兴市场正面临着不同寻常的不确定性。今年早些时候，若干新兴市场经济体的决策者们仍在担心大规模的资本流入和本国货币的过度升值。

这样的担心已经让位于货币迅速贬值和波动性增加所引起的不安，巴西雷亚尔和印度卢比等货币在不到一个季度的时间内贬值了 15%至 25%。

各新兴市场的股票市场在 2012 年的头两个月强劲回升，但从那时以来，这些成绩已有很大一部分消失（图 5）。与股票流动相比，流出本地市场的债券数量很少。事实上，很多外国债券投资者宁愿有选择性地对冲货币风险，而不是撤出市场。这一动态在全球避险意愿高度上升期间帮助支撑了债权价格的底部。然而，如果出现大规模的债券外流，债券收益率会激增，国内市场的稳定会受到破坏。一旦出现这样的情况，各国可能不得不更多地依靠汇率灵活性，更为大量地提取外汇储备，或采取其他政策措施来应付无序的市场状况。

图 5. 新兴市场：资本流入和价格



资料来源：彭博资讯公司和基金组织工作人员得出的估计数。

的屏障，这归因于直接金融联系有限和外汇缓冲雄厚。尽管如此，自 3 月中旬以来，该地区美元融资市场已经紧缩，而且不断增加的全球不确定性和更加虚弱的外部需求正在给大韩民国这样的依赖出口的经济体带来阻力。中国的经济增长速度也已放慢，对整个亚洲的市场和全球商品价格带来压力。印度日益令人不安，卢比的汇率最近下跌到新的最低点，而尽管金融限制措施有助于为财政赤字融资，为庞大的赤字和经常账户逆差融资的需要仍给市场带来压力。在巴西，中央银行把政策利率削减到创纪录的最低水平，以克服实体经济的急剧减速。2011 年为减缓资本流入和消费者信贷增长速度所采取的某些监管措施已被扭转。

市场参与者还对国内经济增长速度的放慢感到担心，例如在巴西、中国和印度，增长的放慢会侵蚀银行利润，并对金融稳定构成一定风险。资产定值和经济增长的不确定性在最近几个月使银行股票受到压力。即使可以得到政府支持的信贷，若干国家内对信贷的需求也已下降。

各地区之间有显著不同

中欧和东欧对欧元区的风险暴露最大，如果银行资金和证券资本加速撤出，会受到格外的损害。亚洲看来在欧元区危机面前有较好的

新兴市场的决策者们也面临挑战

很多新兴市场国家仍有余地实行货币宽松，以应付国内外的大规模有害冲击，而且，如果经济增长面临重大冲击，一些国家仍可把财政刺激措施作为第二道防线（见《财政监测报告更新》）。通货膨胀率基本保持在目标范围内，显示如果确实发生大规模冲击，尚有余地进一步削减利率。考虑到强劲的商品价格和仍然有利的流动性状况，很多有政策空间来应付冲击的新兴市场国家在现阶段仍可得益于进一步重建政策性缓冲。相形之下，与 2008/2009 年期间相比，政策诱发的大规模信贷刺激措施可能不那么有效，而且无疑不那么适当。诸如巴西、中国和印度这样的大型经济体与其他新兴市场不同，近年来得益于强劲的信贷增长，并处于信贷周期的后期阶段。在当前，如果大规模扩展信贷，会加剧对资产质量的担心，并可能有损于今后几年的增长和金融稳定。

对决策者们来说，当前各种情况凑在一起，构成巨大的挑战。很多新兴市场国家由于不断担心剧烈的下行冲击，保持了迁就性的政策条件，这些条件会逐渐产生新的失衡，威胁金融稳定。低利率促使人们积累债务，同时提高了资产价格。在几个大型新兴经济体（印度、俄国、土耳其），重建财政空间的速度低于期望（见《财政监测报告更新》）。在那些处于信贷周期的后期阶段的新兴市场，金融政策相对于适当水平而言可能不够保守。如果最终发生大规模的下行冲击，这些脆弱性结合在一起，会迅速发作，给金融稳定带来严重考验。

监管改革议程现在侧重于制定和执行细则，但进展情况参差不齐

监管改革议程的重心已从制定标准转到制定细则和落实工作。二十国集团的一些成员国（印度、日本、沙特阿拉伯）已经宣布了执行巴塞尔协议三的细则定稿，但大多数成员国仍处于起草或协商阶段。欧盟已经更为接近最后敲定细则，欧洲理事会为此商定了折中的第三号资本要求指令成套措施。美国当局发表了一项细则定稿，其中将于2013年1月实行与巴塞尔2.5更加一致的资本标准，该国当局还发表了把巴塞尔协议三的资本标准纳入本国监管框架的细则，以供协商。

改革议程的其他内容仍在形成，执行情况参差不齐。关于场外（OTC）衍生金融工具，所有管辖区域和市场都需要大力争取进展，于二十国集团的领导人们所规定的2012年底最后期限之前，在尽可能多的方面充分落实市场改革。特别是需要在适用情况下把所有标准化衍生金融工具的交易转到交易所或电子交易平台，并通过中央交易对手（CCP）清算。由于人们日益担心，中央交易对手可能成为新的具有全球系统重要性的金融机构，现在更为迫切地需要制定和商定关于它们的重组安排。在更为广泛地建立重组框架方面取得进展的速度一直很慢，很多管辖区域仍然缺乏必要的法定重组工具。很多管辖区域正在进行法律改革，以使本国的破产解决制度符合金融稳定委员会的《有效破产解决制度的主要特征》。欧盟委员会最近起草了一项指令，建立信贷机构和投资公司的恢复和重组框架，从而向前迈出了重要一步。尽管如此，欧元区仍需要在建立一个一体化的监督、危机管理和重组框架方面取得更多进展。