

概要

平静下的转变：金融市场变化中的金融稳定挑战

尽管贸易和地缘政治不确定性持续存在，但全球金融市场似乎比较平静（图 ES.1）。不过，本期《全球金融稳定报告》强调，有若干迹象表明金融体系正在发生变化。若相关风险得不到应对，这些变化可能会增加脆弱性。与之相应，IMF 的“在险增长”框架表明，全球金融稳定面临的风险仍然很高（图 ES.2）。政策制定者亟需保持警惕，迅速应对不断变化的环境。

形势正发生变化的第一个迹象是风险资产价格持续攀升。市场似乎淡化了关税对增长和通胀的潜在影响。IMF 内部模型显示，在美国 4 月 2 日宣布加征关税引发短暂调整之后，部分风险资产再度出现估值过高的情况。与此同时，今年迄今为止，美元已经贬值了 10%。在（美国宣布加征关税）消息公布后的几个月里，美元汇率与美国-十国集团（G10）的较大利差出现脱钩（见图 ES.3），这背后是市场对美国政策不确定性的担忧，以及投资者对美元长达十年的上涨行情进行的重新评估。这些不断变化的资产相关性可能会加剧资产价格的进一步突然调整，从而给金融市场带来压力。例如，外汇市场近年来经历了结构性变化，但美元并未出现明显疲软（见第二章）。

另一个重要迹象是，随着全球财政赤字不断扩大推动主权债券发行，债务继续向政府部门转移。在主要发达经济体，主权债券市场越来越依赖对价格敏感的投资者，这给期限溢价和长期收益率带来了上行压力。在新兴市场，政府转向国内投资者以寻求融资。尽管这减少了对外币债务的依赖，但它仍可能造成银行-主权关联上升等脆弱性问题（见第三章）。

最后，非银行金融中介机构（NBFI）规模的不断扩大以及与银行联系的不断加深，增加了这些部门间的相互关联。本期《全球金融稳定报告》讨论了非银行金融中介机构在核心主权债券市场和企业债务市场中日益扩大的作用，包括零售投资者参与私募信贷。这种联系引发了人们对金融体系中过度冒险行为和相互关联的担忧。

脆弱性和不确定性

这些变化可能会导致金融体系的脆弱性。自 4 月 2 日关税公告引发突然抛售至今，主要发达经济体的主权债券市场已经稳定下来，但收益率曲线陡峭化、掉期利差进一步深入负区间以及便利收益率受到侵蚀，均表明债券市场运行的稳定性已经下降。如果收益率突然上升，债券市场的运行或将面临考验——例如，针对债券型共同基金的一项情景分析显示，大规模资金外流和收益率骤升所引发的美国国债强制出售可能会达到近 3000 亿美元的规模（图 ES.4）。鉴于核心主权债券作为基准和抵押品的关键作用，其状况恶化将对更广泛的金融市场产生影响。

在银行部门，资本比率有所改善。IMF 的全球压力测试显示，在宏观经济形势不利的情景下，约有 18%（按资产计）的全球性银行的普通股一级资本比率（外加全球系统重要性缓冲）将跌破 7% 这一重要阈值。然而，对非银行金融中介机构的额外冲击可能会使薄弱银行的比例（按资产规模计）增至 21%，这凸显了银行与非银行金融中介机构之间的联系（图 ES.5）。

在大多数新兴市场国家，政府债务规模显著增长，但各国债务结构的差异日益扩大。经济基本面较为稳健的新兴市场已能够在很大程度上从国内居民投资者那里以本币为债务融资（见第三章）。实证研究表明，转向本地政府债券市场增强了新兴市场抵御全球冲击的抗风险能力——居民投资者占比上升与新兴市场债券对芝加哥期权交易所波动率指数（VIX）冲击的敏感度下降存在相关性（图 ES.6）。然而，本币融资的增加可能会造成其他脆弱性，例如，这会加大银行-主权联系。另一方面，就较弱的新兴市场经济体而言，偿债负担正不断加重，其长期实际利率（ r ）高于长期经济增长率（ g ）（图 ES.7）。这可能会使新兴市场面临融资风险，因为财政整顿对其而言将是一项艰巨挑战（见 2025 年 10 月《财政监测报告》）。

尽管企业部门迄今为止仍保持了韧性，但关税政策可能对部分行业的企业利润率构成压力，对其偿债能力造成不利影响，并使已处于高位的公司股票和债券估值面临调整风险。在一个额外关税逐步实施、企业面临更高再融资成本的情景中，部分国家中利息覆盖率低于 1 的企业债务占比将攀升至 55%。在当前的环境下，处于尾部的薄弱企业似乎已经在苦苦挣扎。尽管已经实施了一波债务重组，对于杠杆化贷款市场和私募信贷市场中较脆弱的借款人来说，流动性仍然紧张。这导致借款人评级下调的情况有所增加。

在与美元挂钩的稳定币的带领下，稳定币正迅速扩张，并在金融中介活动中扮演着愈发重要的作用（图 ES.8）。稳定币的持续扩张可能会对金融稳定产生三大影响：（1）较弱的经济体可能面临货币替代和政策工具效力下降的问

题；（2）债券市场结构可能发生改变，可能造成信贷脱媒等影响；（3）稳定币投资者大规模赎回可能引发储备资产的强制出售。潜在的系统性影响是否显现，取决于稳定币是否将持续扩张。

尽管全球外汇市场具有很深的流动性，但其仍易受宏观金融不确定性增加的影响。正如第二章所示，在宏观金融不确定性上升的时期，资金逃向优质资产和对冲需求增加会推高外币融资成本，并损害外汇市场流动性——具体表现为买卖价差扩大和汇率收益波动加剧（图 ES.9）。外汇市场的结构脆弱性，包括大规模币种错配、交易商活动集中以及非银行金融中介机构参与度上升，可能会加重这些压力。外汇市场状况恶化可能会波及其他资产类别，导致整体金融环境收紧，并可能对宏观金融稳定构成风险。此外，外汇交易规模的扩大还推高了结算风险——即一方交付货币后却未能收到相应对价的可能性。外汇市场基础设施存在运营风险，例如技术故障和网络攻击，这进一步威胁着市场的正常运行。

政策建议

宏观经济稳定对金融稳定至关重要。对于需求疲软的被征关税辖区而言，逐步下调政策利率可能是适宜之举。对于通胀仍高于目标水平的国家，央行在实施货币宽松时需要谨慎行事，并坚守对价格稳定的承诺。这种审慎做法也将有助于缓和风险资产面临的进一步估值压力。央行的操作独立性对于锚定通胀预期和让央行能够履行其职能仍然至关重要。

为保护主权债券市场的抗风险能力，当局亟需开展财政调整以缩减赤字。在许多国家，高企的债务和财政调整的延迟可能进一步推高政府借贷成本，这凸显出有必要采取更富雄心的财政举措以降低主权风险。市场结构的改善——例如，实现现券和回购交易的集中清算以降低对手方风险，提高资产负债表效率，以及增加透明度——也将增强债券市场的抗风险能力。常备流动性工具对于为这些市场提供保障支持至关重要。

尽管美元走软缓解了新兴市场近几个月面临的外部不利因素，但这些市场仍易受投资者情绪变化的影响。当观察到通胀预期上升、汇率飙升以及资本流动波动性加剧等脆弱性迹象时，新兴市场应在不阻碍必要财政和货币调整进展的前提下，根据 IMF 的“综合政策框架”，运用外汇干预、宏观审慎措施和资本流动管理措施。通过改善宏观经济基本面来进一步发展本国债券市场，例如增加国内的金融储蓄和增强财政与货币政策的信誉，对于提升债务承载能力至关重要。深化新兴市场债券市场的其他政策举措还包括：提高债券发行的可预见性和透明度，发展高效的回购市场和货币市场，加强一级交易商框架，以及实现投资者基础的多元化。

IMF 的全球压力测试强调，提高银行资本充足率对于化解薄弱银行风险至关重要。在经济高度不确定时期，实施确保充足资本与流动性的国际公认标准（尤其是巴塞尔协议 III）至关重要。在不损害银行业整体抗风险能力或不违背国际最低标准的前提下，应通过对不必要的监管复杂性开展评估来确保监管效率。国家当局应加强金融部门安全网，以防薄弱银行可能引发的金融稳定风险，保护银行业稳健运行。这包括建立紧急流动性支持框架，确保银行能够快速获得央行资金支持，以及推进恢复和处置框架建设，以便在冲击发生时能够有效应对，避免引发系统性扰动或给纳税人造成损失。

对非银行金融中介机构和稳定币等数字资产开展有效监管，需要改进数据的收集、协调和分析，包括跨境相关工作。要应对投资基金存在的流动性错配问题，关键在于进一步改进和扩大流动性管理工具的可达性与可用性。为了应对稳定币等加密资产可能对宏观经济和金融稳定构成的风险，政策制定者应实施金融稳定理事会提出的高级别建议，包括建立有效的风险管理框架、保障反洗钱/反恐融资措施，以及确保相关机构具备必要权力并能够有效合作。

为应对外汇市场压力给金融稳定带来的风险，政策制定者应加强监督，包括系统地开展外汇流动性压力测试，以捕捉外汇市场与底层脆弱性的相互影响。必须弥合外汇数据缺口，确保金融机构具备充足的资本和流动性缓冲，并以稳健的危机管理框架作为支撑。加强全球金融安全网——包括积累充足的国际储备缓冲和扩大央行货币互换安排网络——可帮助缓解外汇市场的波动。这一努力也将受益于与 IMF “综合政策框架”相一致的宏观经济政策组合。增强主要外汇市场参与者的运营抗风险能力（包括抵御网络风险的能力），并推动同步交付安排的更广泛应用，可进一步降低结算风险。

请参见此处的英文报告全文：<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2025/10/14/global-financial-stability-report-october-2025>