

## IMF《全球金融稳定报告》系列三：合理追求收益还是过度承担风险？

IMF 在最新发布的《全球金融稳定报告（GFSR）》第一章中指出，在金融脆弱不断积聚的背景下，风险资产的估值高企、金融杠杆的更多使用以及如 ETF 这样的被动投资工具的影响不断扩大，将加剧资产价格变动对金融系统的影响。有迹象表明信贷周期进入后期，政策制定者应该更多的使用宏观审慎工具来管控风险。

### 金融脆弱性在宽松的金融环境下持续积聚

全球金融危机以来，包括资产购买和前瞻指引在内的非常规货币政策都在鼓励着投资者追求收益。但是现今的政策环境已经发生变化，全球央行或开始提高利率或向投资人传达最终将收紧货币政策的信息。尽管全球负利率资产的规模仍然较大，但是近期占比已经开始下降。央行的政策不能再支撑

追求收益的投资策略，现在的市场行为可能更多的是对风险资产的过度投机。

我们要明确金融脆弱性自上次 GFSR 报告至今到底增加了多少？在目前的条件下资产估值是否真的过高？如果资产估值并没有过度偏离基本面，金融稳定风险较低，政策制定者可以继续缓步实施货币正常化政策、实施宏观审慎和其他监管措施。相反，

如果资产估值偏离过大，导致未来增长伴随更大风险，可能需要更有力的紧缩政策。

### 股票估值偏高

自上次报告至今，全球经济复苏、公司表现良好，仍然较低的利率支持了股票价格（图1）。美国股票总市值占GDP比从2011年的95%上升至2018年3月的155%。全球股票价格上涨支持新股发行温和复苏，尤其是新兴市场（图2）。

这不得不引起关于估值和潜在投资人过量的担忧。图3显示，大部分地区股票市盈率和市净率（price-to-book）保持在高位。

图1 全球股市估值

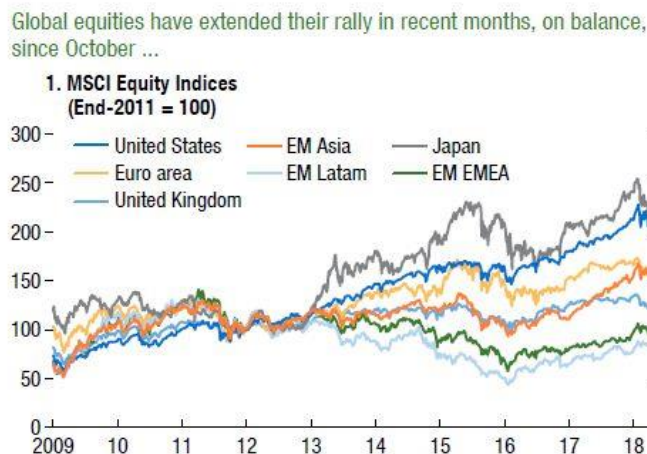


图2 各市场新股发行情况

... supporting a rebound in equity issuance, especially in emerging markets.

### 2. Gross Equity Issuance (Billions of US dollars, quarterly)

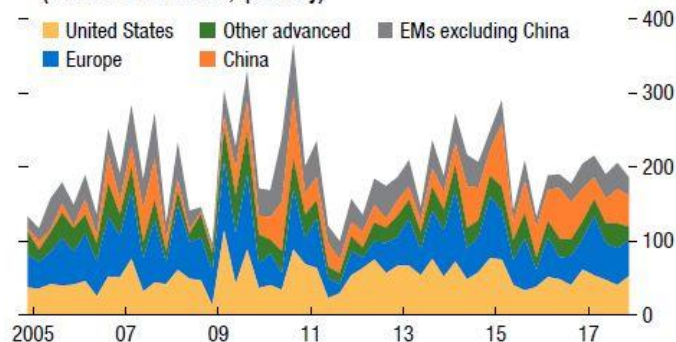


图3 美国股票估值高于其危机前均值，也高于其他国家

In the United States, valuations are high relative to their historical averages and pre-GFC peak, and to other countries.

### 3. Valuation Metrics (Dotted arrows: 2008-12; solid arrows: 2012-18; squares: long-term average)

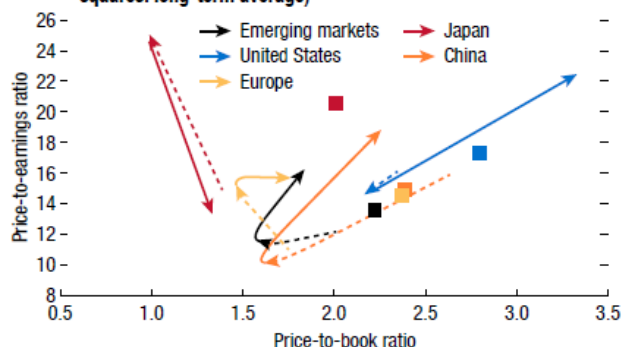
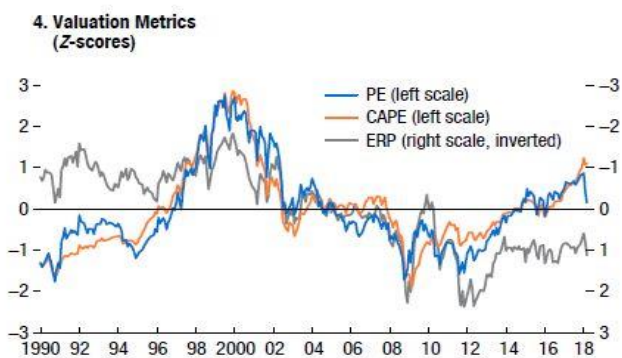


图4 周期性调整后的美国股票估值同样处于较高水平

However, US equity valuations appear low relative to US Treasuries.



The relative equity valuations are closer to their historical averages if more sustainable earnings are assumed.

来源: Bloomberg Finance L.P.; Citigroup Index LLC; ICE Bank of America Merrill Lynch; JPMorgan Chase & Co; IMF, World Economic Outlook (WEO) database; Morgan Stanley Capital International (MSCI); Standard & Poor's; Thomson Reuters IBES; and IMF staff calculations.

注: bps = basis points; CAPE = cyclically adjusted price-to-earnings ratio; EM = emerging market; EMEA = Europe, Middle East, Africa; EPS = earnings per share; ERP = equity risk premium; GFC = global financial crisis; Latam = Latin America; PE = price-to-earnings ratio.

### 企业债利差过低 高风险领域信用质量恶化

随着发达经济体持续提高政策利率，表示货币政策正常化或许已经不远了，自 2017 年 10 月以来全球负利率债券占比下降，但仍然处于较高水平（图 5）。在低违约率背景

下，各风险级别甚至是高风险级别的企业债利差均较低（图 6）。有利的金融环境鼓励了企业债发行。高风险债券发行量飙升，低评级债券占比（BBB 级债券占全部投资级债券比）提高（图 7）。

较强的经济增长和企业重组改（尤其是能源领域）改善了企业盈利，债务比率（债务占息税折旧摊销前利润）走低，尤其是在中国和其他新兴经济体（图 8）。然而，美国以外的企业部门支付的实际利率提高，因此除了美国和中国以外地区的利息覆盖率下降（图 9）。

图 5 负利率全球债券占比仍然较高

A still-high share of negative-yield assets ...

#### 1. Share of Negative Yielding Global Bonds (Percent)

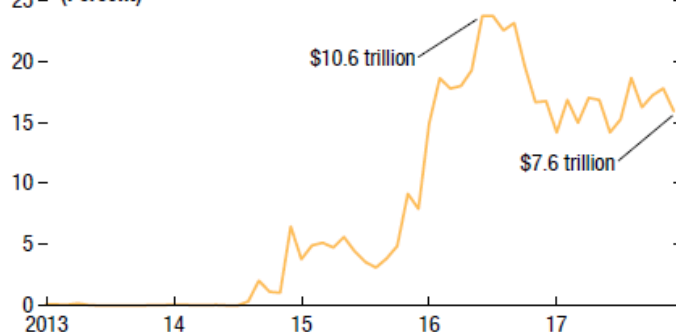


图 6 高风险债券的利差较低

... has supported demand for risky assets and compressed credit spreads.

## 2. Credit Spreads per Rating Bucket, 1999–2018 (Basis points)

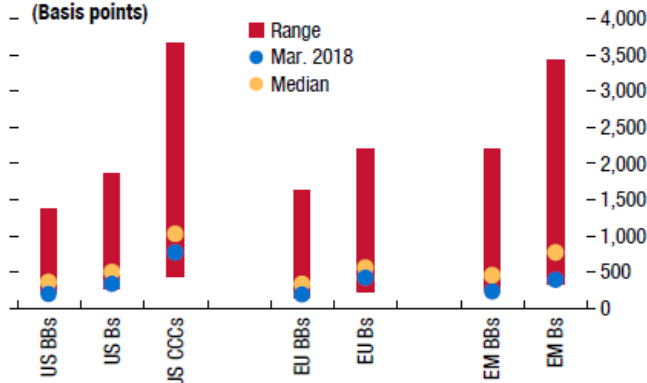


图7 低评级债券占比提高

This has spurred the new issuance of risky bonds in lower-credit-quality buckets.

## 3. Share of the Lowest Credit Bucket (Percent)

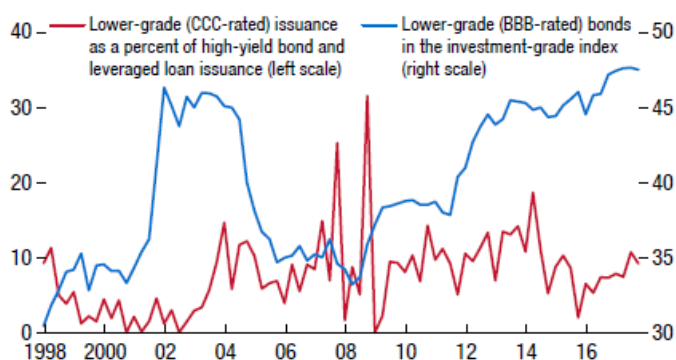


图8 盈利改善促使债务比率下降

Profitability has helped reduce debt ratios.

## 4. Debt Ratios (Net debt to EBITDA, percent)

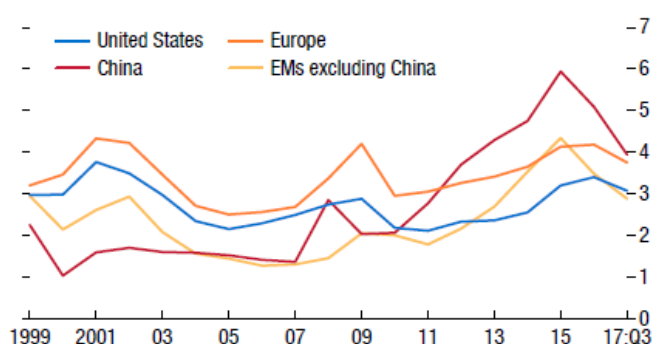
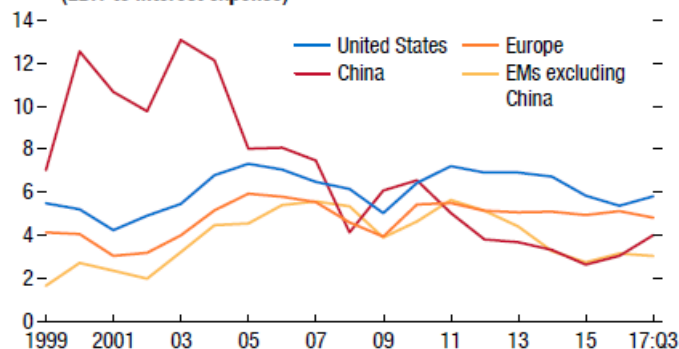


图9 美国和中国以外地区的利息覆盖

率下降

As a result, interest coverage ratios have dipped, except for the United States and China.

## 5. Interest Coverage Ratios (EBIT to interest expense)



来源: Bloomberg Finance L.P.; ICE Bank

of America Merrill Lynch; JPMorgan Chase & Co; Standard & Poor's; and IMF staff calculations.

注: In panel 2, the full sample is from 1999 to 2018. In panels 4 and 5, the full sample from 1999 to 2005 from the source is limited. In panel 6, high leveraged is defined as firms with net debt divided by EBITDA > four times. Real estate and utilities sectors are not included. EBIT = earnings before interest and taxes; EBITDA = earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization; EM = emerging market.

## 杠杆贷款市场过热迹象明显

杠杆贷款市场是向非投资级或债务水平已经很高的借款人贷款的市场,被看作观察市场风险承担意愿的晴雨表。2017年,全

球杠杆贷款发行量达到 7880 亿美元的高位，超过金融危机前 2007 年的 7620 亿美元，其中大部分由美国发行，达 5640 亿美元（图 10）。自 2007 年起，美国机构杠杆贷款余额翻倍至 1 万亿美元，而美国高收益债券余额为 1.3 万亿。在低利率环境中，杠杆贷款的用途主要是再融资，其余还包括为并购、杠杆收购、分红和股权回购融资（图 11）。

全球杠杆贷款市场强劲的发行、高估值、投资者保护等非价格条件的走弱都有可能加剧下一次违约周期对实体经济的负面影响。

在杠杆贷款市场已经出现信贷周期进入后期的迹象。低质量公司可以获得充分的信贷，且评级不断走低。在美国，评级 B 及以下的新发行贷款占比从 2007 年的 25% 上升至 2017 年的 65%，其中包含评级公司在危机后对评级调整的影响。2017 年美国低门槛杠杆贷款占机构新发行贷款比例高达 75%，且贷款条款质量下降（图 12）。

图 10 杠杆贷款发行超过危机前

Loan issuance reached record highs in 2017 ...

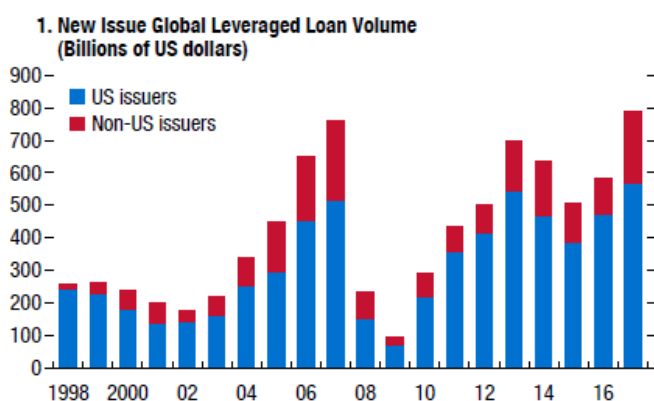


图 11 全球杠杆贷款用途

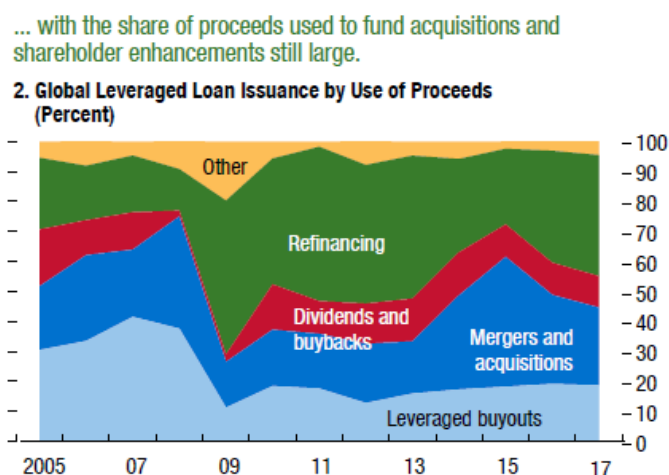
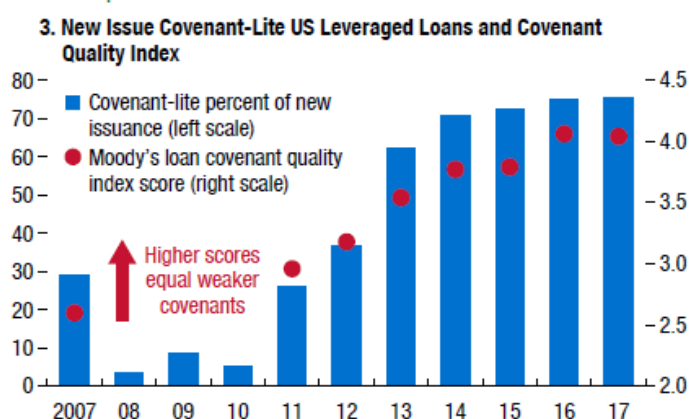


图 12 美国低门槛杠杆贷款占机构新发行贷款比例高且质量下降

Covenant protections have weakened over time ...



来源：Barclay's; Moody's Default and

Recovery database; Standard & Poor's

Leveraged Commentary and Data; and IMF

staff calculations.

注：In panel 3, the Moody's Loan Covenant Quality Index score is a yearly average; data are unavailable from 2008 to 2010 due to lack of rated leveraged loan

issuance. A higher Covenant Quality Index score represents weaker covenant protections.

### 波动性风险估值保持在较低水平 资产相关性上升

股票期权价格不仅反映了投资者对股票波动性的预期，也反映了投资者承担波动性风险所需的溢价。在实际波动率和期权隐含波动率都提高的当下，股票期权价格与波动性预期基本一致，说明投资人对承担波动性风险所需的溢价与长期以来宽松货币政策环境中的溢价保持一致，并没有提高。同样的现象也出现在诸如美元掉期期权等其他资产类型中。

同类资产间和不同资产类型间的相关性也可以反映金融条件。近期相关性出现上升（图 13、14、15）。值得注意的是，实际的相关性数据可能低估传染性风险的影响。因为资产价格间的相关性和波动性在金融危机时会大幅上升。除了波动性低以外，市场的换手率也相对较低，高收益债券市场表现尤为明显（图 16），这可能加剧价格发现过程中的扭曲和未来的低流动性风险。

除了资产价格相关性和波动性外，投资管理行业持续的结构变化也会影响市场间的互联关系和潜在的市场间溢出。

图 13 美国资产相关性提高

In the United States, correlations between individual stocks and across sectors have picked up.

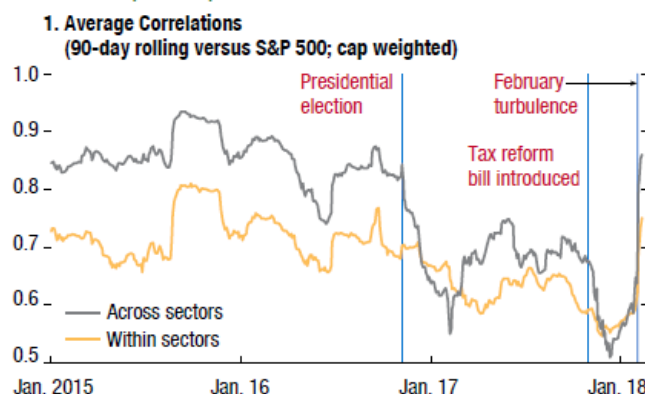


图 14 全球股票市场间相关性提高

Within the global equity market, cross-country correlations have rebounded somewhat.

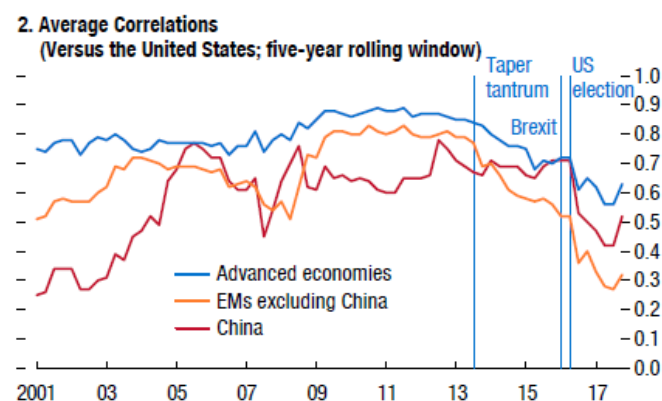


图 15 不同资产间相关性处于较高水平

The average correlations across major asset classes have remained relatively high ...

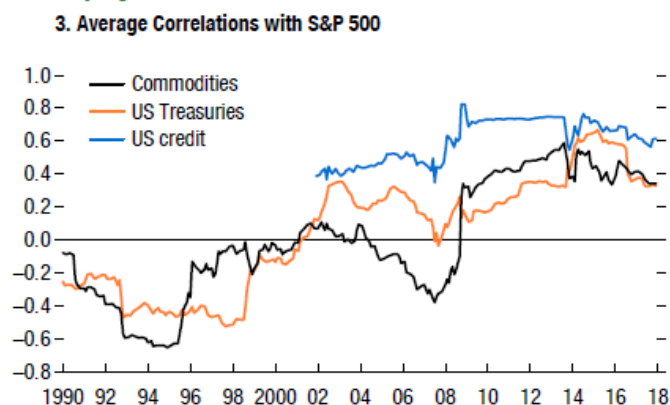
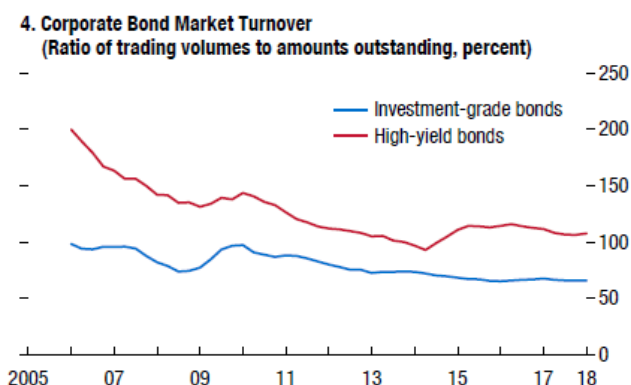


图 16 企业债换手率

... while market turnover has been relatively low.



来源: Bloomberg Finance L.P.; Haver

Analytics; Market Axess; and IMF staff estimates.

注: In panel 4, data are as of

end-February 2018. EM = emerging market.

S&P = Standard & Poor's.

### 更多地使用金融杠杆将扩大风险

金融危机已经证实了杠杆会扩大负面冲击的影响。价格大幅下跌会导致投资人逃离和对高流动性安全资产的抛售以满足赎回和保证金要求。

金融危机以来出现了一些值得关注的变化。比如，低回购规模似乎显示金融杠杆较低。危机前，投资者大量使用回购和杠杆来增加收益。但是随着监管收紧和银行业务模式的转变，回购活动大幅降低。然而，其他形式的金融杠杆正逐渐增加。比如，合成型担保债权凭证（CDOs）、保证金债务

(margin debt)、使用杠杆的投资基金（图

17、18、19、20）。

图 17 合成型担保债权凭证发行规模正

逐步恢复

Although well below precrisis levels, synthetic CDO issuance is coming back ...

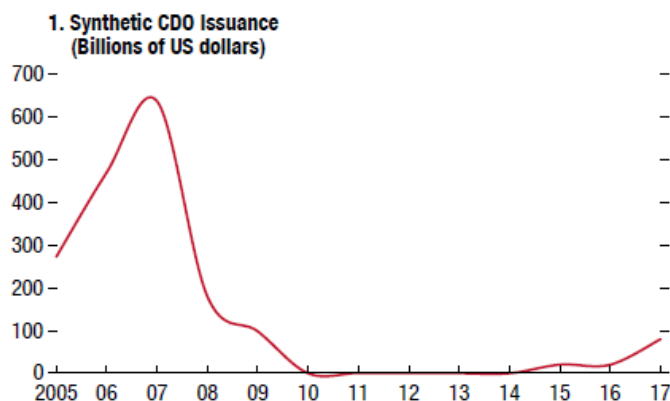


图 18 保证金债务规模增加显示美国股

票市场杠杆风险上升

... with elevated stock borrowing by margin indicating greater leverage risk in US equity markets ...

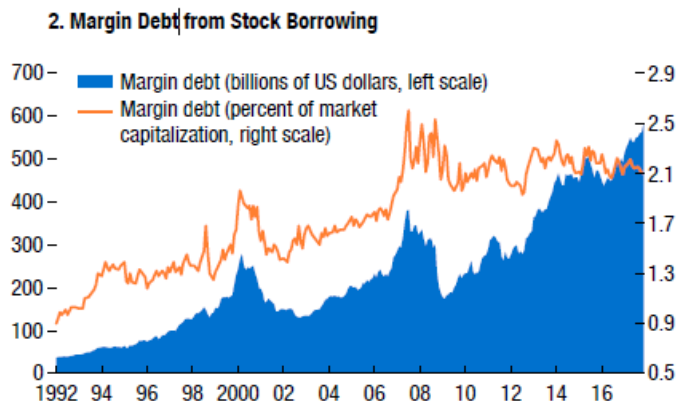


图 19 投资者保证金债务超过自由资金

和信贷余额占市值比达到 25 年来高点

... and net exposures in margin accounting for stock borrowing reaching record negative levels.

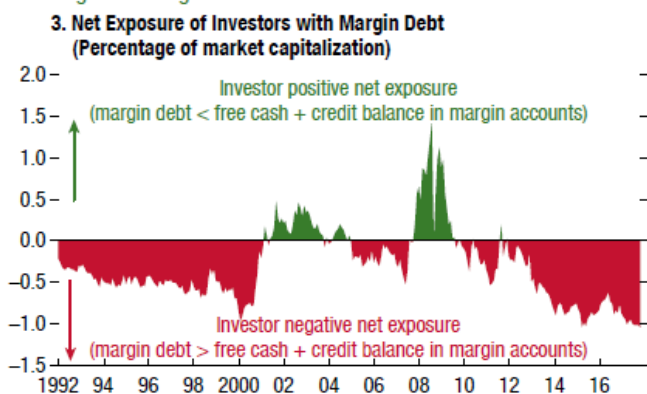
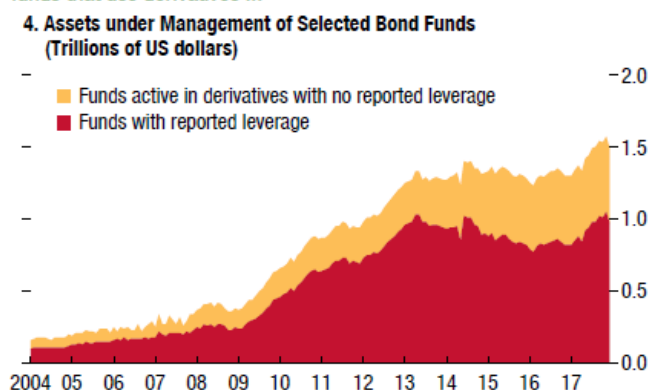


图 20 积极利用衍生品的大型债券类投资基金规模超过 1.5 万亿美元

There is strong growth in the AUM of selected large regulated bond funds that use derivatives ...



来源: Annual reports of selected regulated investment funds; Bloomberg Finance L.P.; Federal Reserve; Financial Industry Regulatory Authority; ICE Bank of America Merrill Lynch; and IMF staff estimates.

流动性较低的债券型 ETF 增长将推升金融稳定性担忧

投资于银行贷款、高收益债和新兴市场债券等低流动性资产的交易所交易基金

(ETF) 规模快速增长, 已超过 1400 亿美元 (图 21)。尽管高收益债券和新兴市场债券 ETF 资产规模仍然较小, 不足底层债券市场市值的 5%, 但增速很快, 从 2010 年到 2017 年翻了三倍 (图 22)。

EFT 换手率高 (图 23) 和对风险资产价格变动敏感 (图 24) 的特性可能增加传染性风险, 因此对快速增长的 ETF 采取监视是有必要的。

图 21 投资于低流动性资产的 ETF 规模快速增长

ETFs invested in less liquid bond markets are receiving strong inflows ...

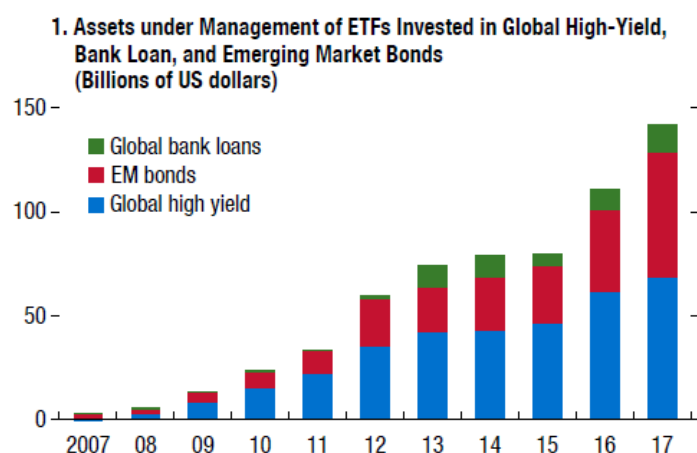


图 22 债券型 ETFs 占底层资产市值的比例快速增长

... and ETFs are owning a growing share of the underlying markets.

2. Bond ETF Holdings as a Share of Total Market Value (Percent)

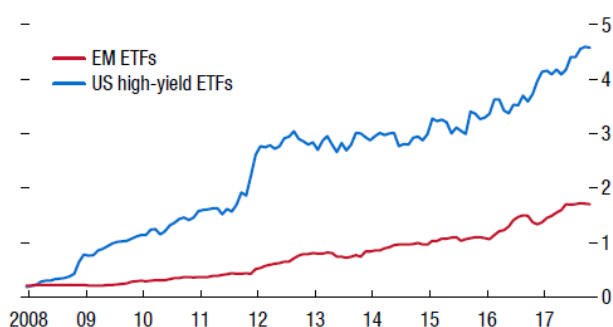


图 23 ETF 比其他投资基金换手率高

... their investor base is significantly more flight prone ...

4. Flows as a Percentage of Net Asset Values for High-Yield Bond ETFs and Regulated Investment Funds (Percent)

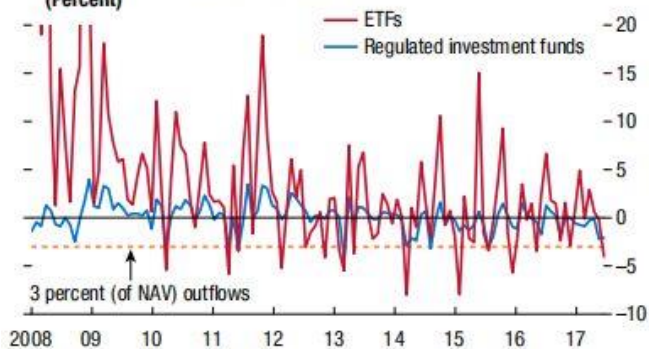
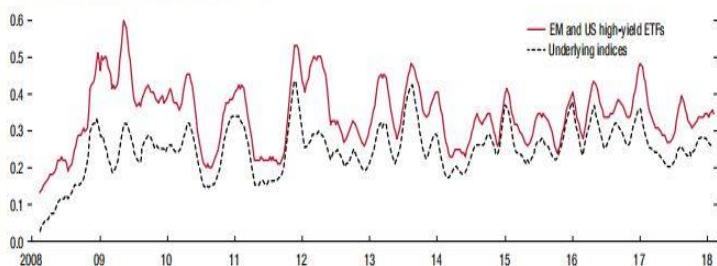


图 24 对 S&P500 收益率的敏感度，新兴市场和美国高收益债券 ETF 超过其底层资产

... and their greater sensitivity to major liquid markets increases contagion risks.

5. Average Dynamic Conditional Betas with S&P 500



来源：Bloomberg Finance L.P.; EPFR

Global; Haver Analytics; ICE Bank of America Merrill Lynch; and IMF staff estimates.

注：The market value of underlying bonds in panel 2 is calculated using ICE Bank of America Merrill Lynch indices. EM = emerging market; ETF = exchange-traded fund; NAV = net asset value. S&P = Standard & Poor's.

### 金融脆弱性带来的风险增加应被管控

监管者和金融市场参与者应该警惕突如其来的资产价格大幅波动。尽管金融市场在二月份的动荡中运转良好，但是那个小插曲只局限在全球股票市场。资产价格维持在高位，利率上升可能伴随风险资产的价值重估和波动性的进一步加剧。因此，监管者需确保金融机构保持严格的风险管理标准，包括对被高估资产类型敞口的密切监测和评估。金融市场参与者应能适应利率上升和货币政策正常化带来的风险。

有迹象表明信贷周期进入后期，政策制定者应该更多的使用宏观审慎工具来管控风险。除了标准的基于资本和借贷人的宏观审慎工具，监管者应该改善信用风险监测、关注非价格条件的恶化和投资人保护。此外，监管者还需警惕监管措施可能导致的意外

结果，比如金融活动在系统中向不透明的部门转移。

最后，宏观审慎工具箱需要向管控非银金融部门的风险扩大。具体可以包括以下几方面：

明确投资基金中金融杠杆的定义。这将有助于改善透明度，尤其对衍生品而言。制定覆盖衍生品运用的监管规定的进展缓慢也很值得关注。

持续加强对投资基金流动性风险管理框架的监督。尽管国际证券委员在最新的对

集合投资基金流动性风险管理报告中

（IOSCO，2018）提供了很好的指导，但是各国当局仍然有对基金经理使用的流动性风险管理工具有效性进行监管的空间。重要的是，各国当局应就协调一致的宏观审慎方法达成统一看法，包括实施压力测试的可能性。

