

通往经济复苏的桥梁

2020年10月《全球金融稳定报告》概览

- **短期全球金融稳定风险**暂且得到控制。空前且及时的政策应对帮助维持信贷持续流向实体经济，避免了不利的宏观金融反馈循环，构筑了通往经济复苏的桥梁。
- 然而，**脆弱性**正在上升，这使部分国家金融稳定问题有所加剧。企业为应对现金流短缺举借了更多债务，当局则为支持经济扩大了财政赤字，这使非金融企业部门和主权部门的脆弱性有所上升。
- 随着危机发展，**企业的流动性压力可能演变为偿付问题**，这在经济复苏被推迟的情况下尤其如此。与可进入资本市场融资的大企业相比，中小企业更为脆弱。未来债务违约的情况将最终取决于当局维持政策支持的程度以及经济复苏的速度，而各部门和各国的复苏情况预计将有所不同。
- 虽然**全球银行体系**资本充足，但处于尾部的银行比较脆弱；在2020年10月《世界经济展望》假设的不利情景下，即使考虑到当前已采取的政策措施，一些国家的银行体系仍可能面临本金的总体短缺。
- 一些**新兴和前沿市场经济体**面临融资挑战，这可能使部分经济体陷入债务困境或引发金融不稳定，可能需要官方提供支持。
- 随着经济重启，宽松的政策对于稳定复苏势头、实现可持续复苏至关重要——详见下文的“政策路线图”。**疫情后的金融改革**计划应该聚焦于加强非银行金融部门的监管框架，完善审慎监管，以抑制长期低利率环境下的过度承担风险行为。

“大封锁”之后的货币和金融政策路线图

在不确定环境下逐步重启经济

货币政策——维持宽松的货币政策，以支持经济复苏

流动性支持——继续提供支持，但调整定价，以促进逐步退出支持政策

信贷供应——鼓励银行使用资本和流动性缓冲继续放贷

非金融私人部门——仅在必要条件下允许偿债延期，以避免出现大范围资不抵债的现象。支持可持续经营的企业，包括为其实施债务重组和开展高效的庭外债务重组来减轻债务负担，并（视情）提供偿付能力支持

多边支持——为面临融资困难的新兴和前沿市场经济体提供支持

疫情得到控制

货币政策——维持宽松的货币政策，直至实现货币政策目标

流动性支持——逐步退出

信贷供应——要求银行逐步重建资本和流动性缓冲，制定可信的计划以减少问题资产，建立问题资产市场

非金融私人部门——对无法持续经营的企业开展注资、重组或处置

绿色复苏——鼓励当局更主动地管理气候相关风险和开展绿色投资

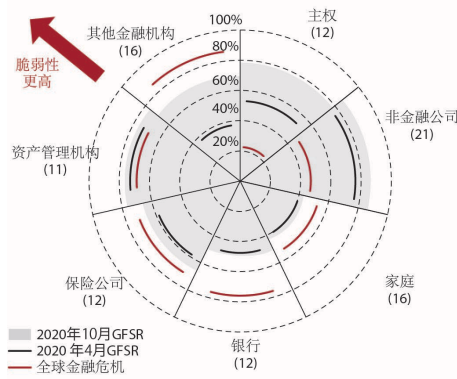
数字化——鼓励当局扩大数字投资，以提升金融部门效率和包容性

疫情后的金融改革计划

非银行金融部门——加强监管框架，以应对**新冠疫情**（COVID-19）期间暴露出的脆弱性问题

长期低利率环境——采取审慎措施，以抑制长期低利率环境下的风险承担行为

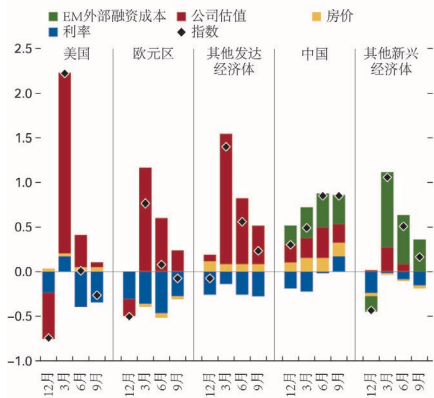
图1. 存在严重脆弱性的系统重要性国家的比重, 按部门划分
(具有高脆弱性和中高脆弱性的国家占比, 按GDP或资产划分; 括号中的数字为脆弱国家的数量)



来源: 国际清算银行、Haver Analytics、国家当局、标准普尔、万得资讯以及IMF工作人员的计算。
注释: 基于29个拥有系统重要性金融部门的辖区 (详见第一章)。
“全球金融危机”反映的是2007-2008年脆弱性的最大值。
GFSR = 《全球金融稳定报告》。

在全球性的卫生和经济危机下, 政策制定者采取了超常规措施来保护民众、经济和金融体系。然而, 经济复苏的前景仍存在高度不确定性, 这将取决于新冠病毒的可靠疗法和疫苗是否可得。此外, 在很多国家, 一些部门 (资产管理、非金融企业和主权部门) 在疫情暴发前就存在严重的脆弱性。这些脆弱性正在不断加剧, 成为经济复苏的潜在阻力 (图1)。

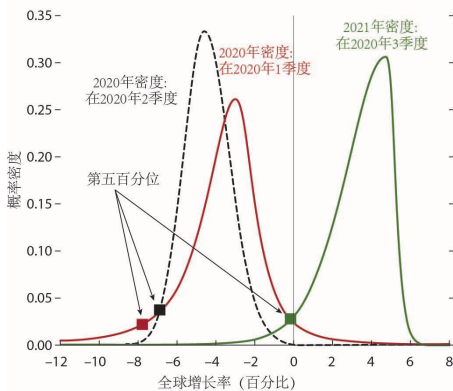
图2. 全球融资环境指数的主要驱动因素
(偏离均值的标准差)



来源: 国际清算银行、Bloomberg Finance L.P.、Haver Analytics、IMF国际金融统计数据库以及IMF工作人员的计算。
注释: 详见第一章。EM = 新兴市场。

自2020年6月《全球金融稳定报告更新》发布以来, 在当局政策的持续支持下, 全球融资环境保持宽松。在发达经济体, 低利率和风险资产市场的复苏继续支持融资环境进一步放松 (图2)。同一时期, 除中国外的新兴经济体的融资环境也普遍放松, 尽管很多国家的对外融资成本仍高于新冠疫情之前水平 (图2)。在经济活动改善、金融部门风险上升的背景下, 中国当局降低了进一步降息的预期, 融资环境总体保持稳定。

图3. 近期全球增长预测值的概率密度
(概率密度)



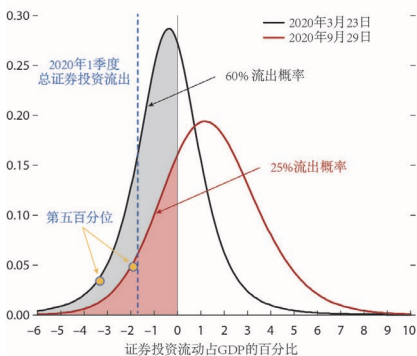
来源: 国际清算银行、Bloomberg Finance L.P.、Haver Analytics、IMF国际金融统计数据库以及IMF工作人员的计算。
注释: 预测密度的估计分别基于《世界经济展望》对2020年和2021年的预测。鉴于当前危机的空前特性, 基于模型的在险增长估计的不确定性区间难免大于往常。

3月底以来融资环境的急剧放松帮助防范了金融危机, 缓解了新冠疫情对经济的影响, 但全球各国经济前景恶化, 2020年预期增速的分布已深深跌入负区间 (图3)。展望未来, 根据2020年10月《世界经济展望》, 全球经济预计在2021年增长5.2%。预期的增速回升和宽松的融资环境意味着明年出现负增长的概率较低, 但风险仍偏向下行 (图3)。

为应对疫情采取的空前政策行动成功提振了投资者情绪, 维持了对实体经济的信贷支持。企业为缓解现金流压力增发了债券, 使用了银行的信贷额度 (美国最为明显), 并利用了政府担保贷款 (见待发布的第三章)。

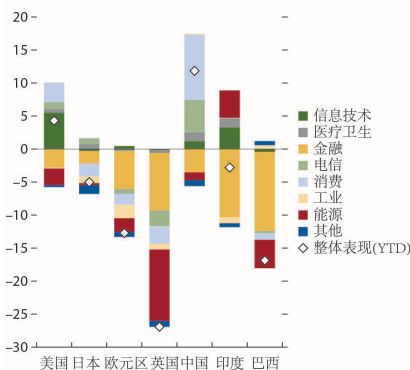
新兴市场的硬通货债券发行也十分强劲。其总体的证券投资流动已从3月的低点恢复, 尽管约半数新兴经济体在过去三个月中仍持续面临资金外流。宽松的融资环境改善了新兴市场证券投资流入的前景, 未来三个季度出现外流的概率从市场最为动荡时的60%下降至9月的25% (图4), 但其仍高于疫情之前的水平。

图4. 在险资本流动：证券投资流动的近期预测
(概率密度函数)



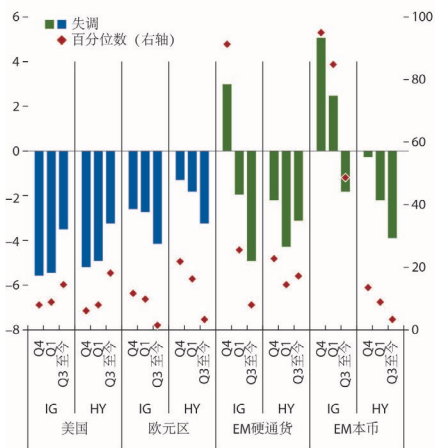
来源：Bloomberg Finance L.P.、Haver Analytics、IMF《世界经济展望》数据库、摩根大通估计、国别数据来源以及IMF工作人员的估计。
注释：基于19个最大新兴市场的债券和股权投资流动。近期=未来三个季度。详见第一章。

图5. 2020年股市表现：各部门贡献
(百分比，年初至今)



来源：Bloomberg Finance L.P.、MSCI以及IMF工作人员的计算。
注释：所有国家的指数均为MSCI本币分类指数。整体表现是基于各部门指数的加总情况。“消费”是非必需消费品和必需消费品部门的总和，而“其他”是公用事业、材料和房地产部门的总和。YTD=年初至今。

图6. 债券利差失调
(每单位风险偏离公允价值，左轴；基于1995-2020年数据计算的百分位数，右轴)



来源：Bloomberg Finance L.P.、Consensus Economics、Haver Analytics、Refinitiv I/B/E/S以及IMF工作人员的计算。
注释：失调是市场价值和模型值之间的差异，由利差月度变化的标准差进行缩放。左轴的负值表示估值过高。详见第一章。EM=新兴市场；HY=高收益；IG=投资级。

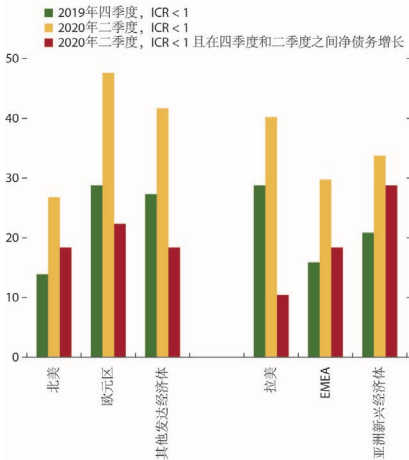
全球股市已从疫情期间的低点强劲反弹，但各国存在显著差异，这取决于其疫情形势、政策支持的范围以及部门构成。中国和美国股市的表现优于其他市场，由科技股（图5的深色和淡绿色条形）驱动，尽管其在9月经历了市场调整。人与人接触更密集的部门（酒店、餐馆、休闲）因封锁措施和社交距离而遭受冲击。能源和金融部门低迷表现（图5的红色和黄色条形），反映出投资者评估认为增长前景更为疲弱。

市场估值上升与经济形势脱节的现象仍然存在（2020年6月《全球金融稳定报告更新》讨论过这一问题）。例如，对年初至今美国股市表现的分析表明，无风险利率下行和股权风险溢价收窄抵消并超过了企业盈利前景急剧恶化的影响，这反映了央行降息等措施，它们在经济不确定性加剧下提振了投资者情绪（见第一章）。同理，无风险利率下行和信用利差收窄带动企业债收益率下降——在很多经济体，其已跌破与经济基本面相符的估值（图6）。利差收窄在一定程度上可归因于政策支持，对于新兴市场而言，原因还包括发达经济体央行的政策放松。如果市场认为政策支持将会延续，或者在经济前景恶化时会进一步扩大，当前的风险资产估值可能维持一段时间。然而，如果投资者对政策支持的范围进行重估或者经济复苏推迟，急剧调整的概率可能上升。

新冠疫情暴发后，非金融企业承受了严重的流动性压力。在疫情初期，较脆弱的企业——包括偿付能力和流动性头寸较弱的企业，以及较小型的企业——比同行面临更严峻的财务压力（见待发布的第三章）。为缓解现金短缺，很多企业，特别是盈利不够支付利息费用的企业增加了借款规模（图7），这进一步推升了若干经济体原本高企的企业债务（图8）。违约率也持续上升。随着疫情继续发展，尤其是如果可持续的经济复苏被推迟，流动性压力可能演变为偿付问题。

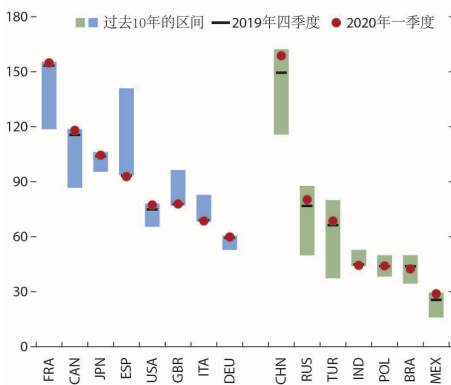
除非融资环境大幅收紧，否则能够入市融资的大企业可能不会面临严重的偿付压力。然而，

图7. 上市公司：在险债务
(占样本公司债务的百分比)



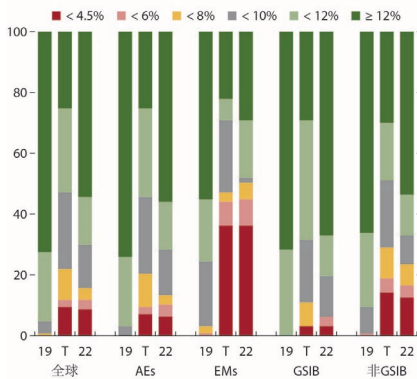
来源：国际清算银行、Bloomberg Finance L.P.、Haver Analytics、国际金融协会、标普全球评级、标普杠杆评论和数据以及IMF工作人员的计算。
注释：样本包括具有季度财报的公司。条形显示了ICR<1且样本中净债务占总债务比例上升的企业的债务占比。EMEA=欧洲、中东和非洲；ICR=利息覆盖率。

图8. 非金融企业总债务
(占GDP的百分比)



来源：国际清算银行、Haver Analytics以及IMF工作人员的计算。
注释：对于法国，企业债务是在非并表基础上报告的。数据标签使用了国际标准化组织的国家代码。

图9. 在2020年10月《世界经济展望》不利情景下实施风险缓释政策后银行的资产分布，按资本充足率划分
(CET1比率，百分比)



来源：Bloomberg Finance L.P.、Fitch、IMF《世界经济展望》数据库以及IMF工作人员的计算。
注释：情景考虑了实施风险缓释政策的影响（详见第四章）。AEs=发达经济体；CET1=普通股一级资本；EMs=新兴市场；GSIB=全球系统重要性银行；T=低谷年。

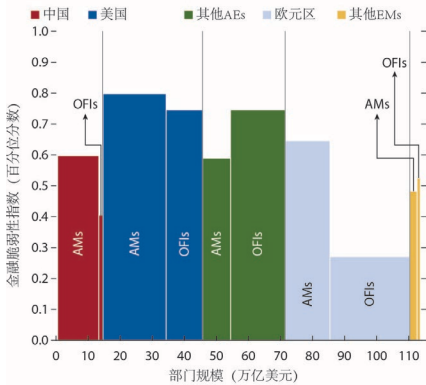
在受疫情影响最严重的部门中，企业增长前景更加暗淡，流动性压力也更加严峻，因此其违约和资不抵债的风险也更高。中小企业通常更加脆弱，可能成为经济冲击的重要传导渠道。此外，中小企业往往在一些人与人接触最为密集的行业（酒店、餐馆、娱乐行业）中占据主导地位，而这些部门在新冠疫情中遭受了重创。

新冠疫情暴发前，银行的资本金和流动性缓冲远高于2008-2009年水平。因此，它们有能力继续为实体经济提供信贷。旨在支持借款人和鼓励银行利用监管框架固有灵活性的政策可能支持了银行的贷款意愿和能力。然而，部分银行已开始收紧贷款标准，可能对经济复苏产生不利影响。对29个国家（不包括中国）银行偿付能力的前瞻性分析显示，在2020年10月《世界经济展望》的基线情景中，大多数银行有能力吸收损失，并将资本缓冲维持在最低资本要求以上（见待发布的第四章）。而在《世界经济展望》衰退程度更深、经济复苏更疲弱的不利情景中，大量处于尾部的脆弱银行的资本缓冲可能遭到损耗，其程度可能抑制这些银行的贷款能力（图9）。即使考虑到针对借款人和银行的风险缓释政策，广义监管要求（包括逆周期资本缓冲、资本留存缓冲和系统性缓冲）下的总体资本缺口可能也会达到2200亿美元（见待发布的第四章）。

在疫情暴发前，非银行金融机构就已存在较大的脆弱性（图10）。它们在政策支持下成功应对了疫情引发的市场动荡，但依然非常脆弱。例如，如果投资组合的损失更大，且赎回比3月市场抛售时持续时间更长，那么资产管理机构可能被迫抛售资产。非银行金融机构在信贷市场（包括较高风险部门）中的作用日益提升，其与银行部门的关联性增强，意味着其脆弱性可能传导至整个金融体系。

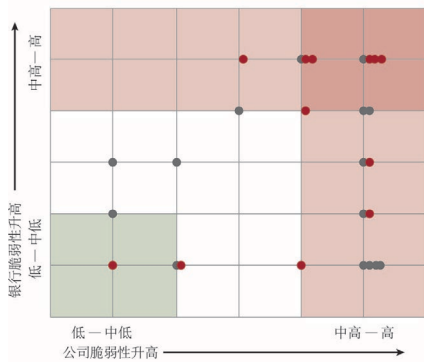
主权部门脆弱性进一步加剧，因为各国纷纷扩大了财政支持力度；同时，主权国家可能面临或有负债的激增。多个部门的脆弱性有所加剧，在拥有系统重要性金融部门的29个辖区中，有6个辖区的企业、银行和主权部门显示存在严重的脆弱性（图11）。

图10. 非银行金融机构：金融脆弱性指数和部门规模



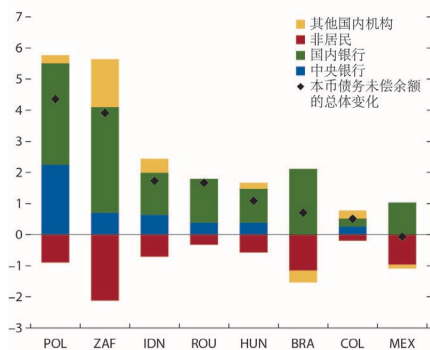
来源：墨西哥央行、欧洲中央银行、Haver Analytics、Morningstar、印度储备银行、巴西证券交易委员会、万得资讯以及IMF工作人员的计算。
 注释：详见第一章。AEs = 发达经济体；AMs = 资产管理机构；EMs = 新兴市场；OFIs = 其他金融机构。

图11. 公司、银行和主权脆弱性：29个拥有系统重要性金融部门的国家



来源：国际清算银行、Haver Analytics、国际金融协会、IMF 2020年10月《世界经济展望》以及IMF工作人员的计算。
 注释：基于图1的基础数据；红点代表主权脆弱性处于中高或高水平的国家。

图12. 本国政府债券未偿余额的变化，按持有者划分，2020年2月28日—6月（占GDP的百分比）



来源：Bloomberg Finance L.P.、Haver Analytics、IMF《世界经济展望》数据库、国别数据来源以及IMF工作人员的计算。
 注释：数据未经与通胀挂钩的债券调整。南非的总体变化与组成部分加总变化略有不同。印度尼西亚中央银行持有的政府证券，按货币操作净额报告。数据标签使用了国际标准化组织的国家代码。LC = 本币。

受疫情影响，新兴市场的融资需求急剧增加。对新债务供给和国内基本面薄弱的担忧，可能抑制境外投资者对本币债券的需求（图12），特别是当境外投资者持有很大比重的债务且国内投资者基础深度不足的情况下尤为如此。为稳定市场形势，一些新兴市场央行在二级市场购买了很大比重的债券（见待发布的第二章）。前沿市场经济体面临的融资挑战更为严峻，因为新冠疫情的冲击使借款成本上升，导致许多国家无法负担，需要国际社会提供官方支持。

随着政策制定者构筑通往复苏的桥梁，他们需要调整相关政策，这取决于疫情的发展和经济回升的速度（见本文开始部分的“政策路线图”概览）。在每个步骤中，政策制定者都应该关注跨期权衡和意外后果——在讨论动用现有缓冲的好处时，也应充分考虑将来提供更多支持的需要以及脆弱性加剧的风险。

随着各国重启经济，继续实施宽松的货币政策和定向流动性支持将对维持经济复苏至关重要。健全的债务重组框架将在减少债务积压和处置不可持续经营的企业中发挥关键作用。面临融资困难的低收入国家可能需要获得多边支持。尽管疫情影响了企业在环保方面的表现，但其也为向绿色经济转型提供了机遇（见待发布的第五章）。

当疫情完全得到控制后，政策支持可以逐步退出，政策重点应聚焦于重建银行缓冲，加强非银行金融机构监管，强化审慎监管以抑制长期低利率环境下的过度风险承担行为。