

全球金融稳定报告

概要

由于俄罗斯在乌克兰发动战争，全球融资环境已经大幅收紧，经济前景面临的下行风险已经增大（图 1）。在与俄罗斯联系紧密的东欧和中东国家，融资环境的收紧尤为显著，反映了股票估值的下跌和融资成本的上升。这一情况发生在大多数国家正缓慢控制住疫情、全球经济正从疫情中恢复之时。

若干领域的金融稳定风险已经增大，尽管到目前为止，还没有实际出现影响金融机构或市场的全球系统性事件。如果战争激化和相应制裁升级导致风险突然重新定价，那么这会使疫情期间积累的部分脆弱性暴露出来并与之相互作用，从而导致资产价格急剧下跌。

大宗商品价格大幅上涨预计将加剧现有的通胀压力，这使各国央行面临权衡取舍的难题：一方面它们要遏制已达创纪录水平的高通胀，另一方面又要在全球经济前景面临巨大不确定性的环境下维护疫情后的经济复苏（图 2）。为了使通胀降到目标水平并防止通胀预期脱锚，央行需要谨慎撤销货币宽松政策，同时防止融资环境无序收紧，避免其与金融脆弱性相互作用并阻碍经济增长。最新通胀数据显示，许多国家需要更加果断地收紧货币政策。

由于担心通胀前景，发达经济体的名义债券收益率在今年年初有所上升；在俄乌战争爆发后，伴随利率波动加剧，发达经济体的名义债券收益率进一步攀升（图 3）。伴随大宗商品价格急剧上涨，盈亏平衡通胀率大幅上升（该指标为市场隐含的未来通胀代理指标）。

俄罗斯入侵乌克兰以及由此引发的对俄制裁措施产生的影响持续波及全球，其通过各种潜在的放大渠道，即将对金融体系的抗风险能力构成考验。这些渠道包括：银行和非银行机构拥有的直接和间接风险敞口；大宗商品市场的扰动和对手方风险的上升；市场流动性不足和资金紧张；新兴市场的加密资产化进程加快；以及可能发生的各种网络安全事件。

这场战争已经对与俄罗斯和乌克兰具有直接或间接敞口的金融中介机构、非金融公司和市场产生了影响。欧洲比其他地区面临更高的风险，这是因为其在地理上与两国接近，在能源需求上依赖俄罗斯，且一些银行和其他金融机构对俄罗斯资产和市场的风险敞口不可忽视。

除一些非系统性欧洲银行外，其他银行对俄罗斯的直接风险敞口相对较小（图 4）。相比之下，银行的间接风险敞口较难确定和评估，因为这些敞口不太为人所知（特别是其相互联系的程度）。在缺乏按国家或具体业务类型划分的、详细一致的披露信息时，很难对这些间接风险敞口进行定量分析。风险在于：间接敞口可能不小，一旦它们被披露出来，可能出乎投资者意料，这会导致对手方风险和风险溢价大幅上升。外国非银行金融中介机构对俄罗斯资产的投资规模庞大，其中美国和欧洲投资基金占绝大部分。但若按其在总资产中的比重衡量，则它们对俄罗斯的风险敞口较小。

自 2014 年俄罗斯占领克里米亚以来，专门投向新兴市场的基金对俄罗斯债务保持了谨慎态度，将其俄罗斯债务的比重从 2014 年之前的超过 10% 削减至 2022 年的略高于 4%。与全球指数挂钩的基金对俄罗斯的风险敞口要小得多，2022 年，其资产平均有 0.2% 投资于俄罗斯债务。

全球大宗商品市场和供应链的严重扰动导致大宗商品价格出现极端波动，而大宗商品贸易融资和衍生产品市场的压力则使之被放大（图 5）。交易商银行在这些市场中发挥着重要的作用且具有显著的风险敞口，包括向少数大型能源贸易公司提供流动性和信贷。这些能源贸易公司在全球范围内运营，基本游离于监管之外，并且大多为私人

拥有。大宗商品市场的压力（其往往因流动性不足而被放大）导致风险偏好下降、对手方风险担忧加剧，从而对融资环境产生影响。

新兴和前沿市场目前面对融资形势收紧、资本外流风险增大的局面。自乌克兰战争爆发以来，新兴市场的硬通货债券收益率迅速上升——这类似于早先新兴市场面临压力时出现的情况——并于3月中旬部分回落（图6）。交易价格承压的发行人在全部发行人中的占比大幅上升接近25%（图7），超过了疫情前的峰值水平。利差恶化，加之美国债券收益率上升，导致许多借款人的融资成本大大超出疫情前水平。以这种更高融资成本发行债券的市场机会依然存在。本币债券和股票流动承压，每周赎回规模创2020年3月以来新高。随着美国货币政策回归常态和地缘政治不确定性加剧，外部融资环境有所趋紧，这很可能导致证券投资流动面临更大的下行风险（图8）。

在中国，最近的股票抛售（特别是科技部门股票），以及新冠病例的增加，引发了人们对经济增长放缓的担忧，可能给新兴市场带来溢出效应。房地产部门受挫且持续承压，增大了金融稳定风险并加剧经济增长压力。为缓解疫情带来的资产负债表压力，可能需要采取超常规的金融支持措施，但这会进一步加剧中期的债务脆弱性。

过去两年里，新兴市场主权部门与国内银行之间的相互联系有所增强，这是因为，缓解疫情影响所需的额外政府融资需求基本上是由银行来满足的（见第二章）。结果是，银行持有的国内主权债务在2021年大幅上升至历史高点（图9）。新兴市场的压力可能引发主权部门与银行之间的负面反馈循环，即所谓的“主权-银行联系”，这可能会导致银行稳健性受损、向经济提供的信贷减少。

乌克兰战争凸显出了政策制定者需要在今后若干年内应对的一系列中期结构性问题，包括：能源安全方面的地缘政治问题可能影响气候转型；资本市场可能出现分割状态，并可能对美元的作用产生影响；支付系统可能面临分割风险，若干央行数字货币也将出现；加密资产在新兴市场使用得更为普遍；为应对可能的制裁措施而预先采取的更为复杂的特殊资产配置。

这场战争表明，迫切需要降低对高碳排放能源的依赖，并加快向可再生能源转型。然而，由于对能源安全和能源供应问题的担忧日益增加（图10），能源转型战略在一段时间内可能面临挫折。当前的能源危机可能影响新兴市场和发展中经济体分阶段取消化石燃料补贴的步伐，而不断上升的通胀压力也可能促使当局向家庭或企业提供补贴或其他形式的财政支持。

在国际社会对俄罗斯实施制裁、俄乌两国采取资本限制措施之后，加密资产相对某些新兴市场货币的交易量大幅增加。这是在较长时期以来这种跨境交易持续扩大的背景下发生的，其突显出了资本流动管理措施和制裁措施面临的挑战。

尽管金融活动中的技术创新（金融科技）能够加强竞争、推动金融发展和促进普惠金融，从而支持包容性的经济增长（第三章），但当金融科技企业的监管不够严格时，高风险业务活动的快速扩张可能带来金融稳定问题（图11）。

政策建议

各国央行应采取果断行动，防止通胀压力长期持续下去，并避免通胀预期脱锚。为了避免金融市场出现不必要的波动，发达经济体央行必须提供关于政策回归常态过程的明确指引，同时继续以数据为依据开展行动。

新兴市场在全球融资环境无序收紧下仍然十分脆弱。许多央行已经大幅收紧了货币政策。各国应根据本国的通胀形势和经济前景，视情况需要继续加息或回归政策常态（即退出疫情期间采取的其他措施，如资产购买），以锚定通胀预期并维护政策信誉。

政策制定者应收紧部分宏观审慎工具，以应对一些领域的严峻脆弱性问题，同时避免融资环境无序收紧。鉴于经济前景不确定、货币政策正在回归常态、疫情后财政空间有限等因素，各国应妥善平衡两方面工作：既要控制脆弱性的累积，又要避免实施顺周期性的政策。

在采取措施解决能源安全问题的同时，政策制定者应加大力度实施 2021 年第 26 届联合国气候变化大会（COP26）实现净零排放目标的路线图。各国应在以下方面采取措施：增加化石燃料替代能源和可再生能源的供应并降低其成本，同时提高能源效率；扩大向绿色经济转型过程中的私人投资；以及继续加强气候融资信息架构。

政策制定者应针对加密资产的各项业务和不同风险，制定出全面的全球性标准。需要加强对金融科技企业和去中心化金融（DeFi）平台的监管，以利用其好处并降低其风险。在加密资产的使用不断增加的环境下，为了保持资本流动管理措施的有效性，政策制定者需要采取“多管齐下”的政策战略。最近，面对大宗商品价格的剧烈波动，有关市场和交易所采取了若干措施。这些措施突出表明，监管机构需要在更广的范围内研究其影响，包括交易所的治理机制、交易系统的抗风险能力、风险的集中程度、保证金的设定，以及交易所和场外市场的交易透明度问题。

相关图表，请参见此处的英文概要及报告全文：

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/04/19/global-financial-stability-report-april-2022>