

## 概要

### 是实现软着陆，还是在梦中惊醒？

伴随许多发达经济体的核心通胀仍处高位且仅缓慢下降，与当前市场定价所体现的程度相比，央行可能需要在更长时间内实施更加从紧的货币政策。新兴市场经济体在降低通胀方面似已取得了更多进展，提前加息的好处正在显现。但各地区之间存在差异。通胀和经济前景分化的加剧，可能标志着全球货币政策开始不同步。

然而，自 2023 年 4 月《全球金融稳定报告》发布以来，对全球经济实现“软着陆”（即通胀下行继续加快，经济衰退得到避免）的乐观情绪推高了资产估值。在长期实际利率上升的推动下，9 月以来发达经济体的股价有所下跌，但其金融环境总体上有所宽松（图 ES.1）。从稍长远的角度来看，今年到目前为止，欧洲和美国的股价分别上涨了 10% 和 12% 左右，企业信贷利差仍接近本轮加息周期开始以来的最低水平。日本的股市表现优于其他发达经济体，部分原因是其持续实施了宽松的货币政策以及企业利润走强。智利、匈牙利、印度、墨西哥和波兰等新兴市场的股价也显著上扬，这与大多数主要新兴市场货币在今年上半年的升值是一致的。通胀前景的意外上行将给经济“软着陆”带来挑战，可能引起资产的大幅重新定价。

全球银行体系的急性压力已经消退，但一些国家的部分银行仍然十分脆弱。此外，其他部门的细小裂痕也可能变得明显，并可能发展成令人担忧的巨大断层。如果金融环境突然收紧，可能会触发负反馈循环并再次考验全球金融体系的抗风险能力。最值得注意的是，随着借款人偿债能力的下降以及信贷增速的放缓，全球信贷周期已开始出现变化。IMF 的“在险增长指标”总结了这一评估结果，其显示全球增长面临下行风险，这与 4 月的评估类似（图 ES.2）。我们设定了一个情景，其中，人们期待的“软着陆”未能实现，投资者减少了承担的风险，金融环境收紧并趋向长期平均水平。在这种情景中，在险风险增长预测表明：增长的分布将更明显地偏向下行。

### 脆弱性

在过去一年中，加息的传导效应可能已经减弱，因为企业和家庭延长了它们的债务偿还期限，或是使用了疫情期间积累的储蓄来支撑其资产负债表和支付利息。然而，这些因素可能不足以避免出现还款困难加剧的趋势。事实上，由于企业融资环境收紧，现金-利息支出之比较低的企业（即拥有缓冲较少的较脆弱企业）的占比在过去两年中有所反弹，包括在新兴市场（图 ES.3）。这种反弹在中小型企业中尤为明显。同样，按揭贷款借款人将持续面临更高的还款负担，这会导致房市活动放缓和房价进一步下跌。由于主要央行大幅收紧了货币政策，自 2022 年底以来，全球实际房价一直在下跌。2023 年第一季度，发达经济体的实际房价下跌了 8.4%，而新兴市场的跌幅较小，约为 2.4%。记录显示，在浮动利率按揭贷款占比较高且房价高于疫情前平均水平的国家，其房价跌幅已达到两位数。

鉴于商业房地产的规模和集中度，及其与更广泛的金融体系和实体经济的紧密联系，该部门面临的压力可能会对金融稳定产生重大影响。在欧洲和美国，商业房地产相关的债务已分别接近 GDP 的 12% 和 18%。由于银行收紧了贷款标准、私募股权融资活动急剧放缓（图 ES.4）以及商业按揭贷款支持证券的发行萎靡不振，有再融资需求的商业房地产借款人可获得的资金已越来越少，各方开始担心资金缺口可能会扩大。利率在更长时间保持更高水平的前景，加上不断下降的房地产估值，将导致商业房地产的再融资环境持续收紧。

在中国，经济势头减弱、房地产行业低迷加剧以及地方政府融资压力日益加大，对市场情绪产生了严重影响。随着股价大幅下跌，人民币已面临着明显的下行压力。通胀下行压力有所增加，促使中国人民银行实施降息——这是为数不多放松货币政策的央行之一。然而，这种货币宽松和已宣布的其他刺激措施尚未使企业、消费者和（最重要的）购房者恢复信心。近几个月来，实力较强的私人房地产开发商乃至国有开发商的房屋销售量大幅下降（图 ES.5），一家大型私人开发商在 8 月未能按期支付债券利息。随着投资者日益关注地方政府融资平台的债务可持续性，房地产部门的持续压力已蔓延到了地方政府财政上。此外，一家大型资产管理机构暂停了其理财产品和信托产品的支付与赎回，这使人们担心，如果公众对投资产品失去信心，融资压力将进一步加剧。

投资者继续区别对待基本面和政策缓冲较强的新兴市场经济体与被认为韧性较差、更易受冲击影响的新兴市场经济体。尽管货币政策持续收紧、收益率上升，大多数新兴市场的主权信贷利差仍然很窄（图

ES.6)。然而，新兴市场主权债务市场的投资级和高收益主权债之间的利差仍然很大。自疫情以来，信贷评级一再下调，导致前沿经济体的主权信用评级平均走低，推高了许多新兴市场经济体的隐含利差和融资成本。

银行在全球经济中扮演着主要贷款人的角色，在利率上涨并削弱借款人还款能力的情况下，银行预计将面临更大的信贷损失。总体来说，银行体系似乎已谨慎地计提了更多准备金以应对违约的增加，而许多国家的贷款损失准备金似乎足以覆盖不良贷款。利率上涨也应能支持新增银行贷款的净息差。尽管如此，历史表明，当经济体陷入衰退时，信贷风险可能会迅速恶化，贷款需求也可能急剧下降，从而影响银行的盈利能力。在第二章中，IMF 使用两种新方法，评估了易受通胀和利率上涨影响的银行数量。该评估开展了经强化的 IMF 全球压力测试，并得到了一个全新前瞻性监测框架的补充——该框架纳入了分析人士对关键风险指标（银行资产负债表、估值和盈利能力指标）的预测。这两种方法得出的结果都表明，存在一部分明显较弱的银行。全球压力测试显示，在不利的滞胀情景下，许多银行将遭受资本损失，包括中国、欧洲和美国的几家系统重要性机构（图 ES.7）。这一发现与关键风险指标是一致的，后者预测显示，由于预期收益下降以及中国银行的市净率均较低，中国和美国的一些银行很可能会持续面临压力。

在高利率环境下，一些非银行金融中介机构很可能会从中受益，而其他同类机构的抗风险能力可能会受到挑战。对于负有较长期债务的机构（比如保险公司和养老基金）来说，利率上升降低了其负债的现值，提高了资金比率。这些机构的关键风险源于它们在利率长期维持在极低水平的时期将投资转向私人信贷等流动性较低、风险较高的资产。另一方面，融资期限结构较短的投资基金，尤其是提供日间流动性的投资基金，可能面临投资者赎回的压力，这是因为利率上升会导致其固定收益资产的价值下降。如果通胀持续居高不下，采用杠杆投资策略并假定通胀将快速下行的投资基金可能会被迫平仓。

第三章显示，到 2030 年，新兴市场和发展中经济体减缓气候变化的投资需求估计将达到每年约 2 万亿美元。在有限的财政空间和充满挑战的市场环境下，私人部门是这些经济体为减缓气候变化的投资提供资金的关键所在。到 2030 年，私人融资必须增加到能满足新兴市场和发展中经济体减缓气候变化投资需求的 80% 左右；若不计入中国，这一比例甚至会更大（图 ES.8）。

## 政策建议

最终，经济的可持续增长需要同时实现物价稳定和金融稳定。虽然一国的货币政策立场应反映其特有的经济复苏步伐和降通胀进程，但在有切实证据表明通胀正在可持续地回归目标水平前，央行必须保持定力坚决对抗通胀。政策沟通对于传达决策者的决心仍然至关重要。

一些新兴市场经济体在降低通胀方面进展显著，但其央行应谨慎行事，不要过于激进地放松政策利率。各国应整合各自政策，包括在适当情况下将这些政策纳入“综合政策框架”——该框架是 IMF 的一个宏观金融框架，其旨在让各国能在全球货币政策和外汇环境充满不确定性的情况下，管理资本流动波动带来的风险。各国的最优政策组合各有不同，取决于冲击的性质和具体国情。各国应将应对措施整合到一项计划中，该计划应既能应对基本的宏观经济失衡问题，又允许开展必要的调整。

新兴市场经济体、前沿市场和低收入国家的主权借款人应加大力度遏制与其高债务脆弱性相关的风险，包括与债权人进行接触，开展多边合作，以及争取国际社会支持。在适当情况下，应使用二十国集团的“共同框架”（其在改革后已变得更快速、更有效），包括以此开展预防性重组。双边和私人部门债权人应寻找方案来协调开展预防性的有序重组，防止发生代价高昂的硬违约，避免长期失去市场准入权。在可行的情况下，应通过再融资或债务管理操作来重建缓冲。

对中国而言，恢复对房地产行业信心的稳健政策极为重要，其将降低对金融部门、企业和地方政府的负面溢出风险。应优先推动住房项目完工，从而提振购房者的低迷情绪，并使陷入困境的房地产开发商得到及时的处置和重组。进一步放松货币政策以及将财政支持转向家庭，是推动经济增长的必要举措。为解决地方政府融资平台的债务问题，需要制定一项综合战略，以恢复平台的偿债能力，实现地方政府债务的可持续性。虽然当局近年来已采取措施来减轻资产管理部门产生的系统性风险，但仍需取得进一步进展，以解决对房地产和地方政府融资平台的高风险敞口，以及资产负债之间的流动性错配问题。对于银行而言，应使其维持足够的损失吸收缓冲，逐步撤销可能延迟贷款损失识别的监管宽容政策，脆弱银行也应加快重组——这些对于降低金融稳定风险至关重要。

全球金融体系存在大量的脆弱银行，且存在向健康银行传染的风险。这凸显出我们迫切需要在各个辖区以一致方式实施国际标准，评估这些标准的具体内容在最近的动荡中是否按预期发挥了成效，并在必要

时加强监管。必须针对大型机构和小型机构设置充分的最低资本和流动性要求，以遏制金融稳定风险。当局应做好更充分的准备，尽早采取干预措施，以弥补银行的薄弱之处，包括确保本国银行已做好准备获取央行贷款，并在需要时加强其银行处置制度和使用该制度的准备工作。

各国当局应开展严格的压力测试，以估计借款人还款能力下降和住宅房地产价格大幅下跌对家庭资产负债表以及最终对金融机构的潜在影响。需要继续警惕监测商业房地产行业的脆弱性，包括审查银行的商业房地产估值，并确保银行拥有充足的准备金。应建立缓冲，帮助防范未来的可能损失，并在压力时期为持续提供信贷予以支持。例如，在情况允许时，当局可以增加逆周期资本缓冲或部门系统性风险缓冲。为避免出现顺周期效应，应在不存在信贷受到银行资本充足性制约的迹象的前提下增加缓冲。

当局需要广泛的结构性政策和金融政策组合，为私人资本创造有吸引力的投资环境，以满足新兴市场和发展中经济体的气候融资需求。建立一个更强有力的气候信息架构——数据、披露和一致性方法（包括分类法）——是吸引私人投资者的必要条件。金融部门政策应重点关注气候影响。新兴市场和发展中经济体的转型分类法有助于识别出能够逐步大幅减少温室气体排放的活动，包括在碳密集程度最高的部门中做到这一点。可持续投资基金的披露和标识应能提高市场透明度、改善市场诚信，并使之能更好符合产生积极气候影响的目标。通过发挥其召集力，IMF 在动员私人气候资本方面（尤其是在低收入国家）发挥着关键作用。“韧性可持续性贷款”可以通过其贷款政策条件成为带动私人资本的催化剂，支持有助于吸引私人资本的改革。

相关图表请参见概要和报告全文的英文版本：

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/10/10/global-financial-stability-report-october-2023>