

融资环境改善，但偿付问题开始显现

《全球金融稳定报告更新》一览

- 风险资产价格在年初暴跌后已有所反弹，同时基准利率下降，使总体融资环境改善。
- 为应对严重的市场压力，多国央行迅速采取了大刀阔斧的行动，这提振了包括新兴市场在内的市场信心。许多新兴市场国家都首次实施了资产购买，帮助改善了融资环境。
- 在巨大不确定性下，金融市场表现与实体经济形势之间出现了脱节。如果投资者的风险偏好减弱，这种脆弱性可能威胁经济复苏。
- 新型冠状病毒（COVID-19）疫情可能使其他的金融体系脆弱性问题暴露出来。对于一些借款人而言，高企的债务可能变得难以控制；借款人资不抵债会给银行带来损失，可能会考验一些国家银行的抗风险能力。
- 部分新兴和前沿市场经济体正面临着再融资风险，一些国家已难以进入市场融资。
- 当局在继续支持实体经济的同时，需密切关注金融脆弱性并维护金融稳定。

央行推出空前举措后，风险资产价格出现上涨。

2020年4月《全球金融稳定报告》发布后的两个月中，全球融资环境已在年初急剧收紧后大为改善。利率明显下行，风险资产的市场估值强劲反弹，共同推动了融资环境的改善（图1）。

在拥有系统重要性金融部门的经济体，股市已从3月低谷反弹。总体来看，这些经济体的股市平均已恢复至1月中旬水平的85%左右，不过仍有一些差异（图2）。¹一些经济体的股市已收复了全部损失，另一些则仍比1月中旬低25%左右。在股价回升的同时，股票市场的波动性也较3月峰值有所下降，尽管其仍高于长期平均水平。

¹ 此处所说的“具有系统重要性金融部门的经济体”是指每5年必须进行一次金融稳定评估规划的经济体（即“S29经济体”），包括澳大利亚、奥地利、比利时、巴西、加拿大、中国、丹麦、法国、芬兰、德国、香港特别行政区、印度、爱尔兰、意大利、日本、韩国、卢森堡、墨西哥、荷兰、挪威、波兰、俄罗斯、新加坡、西班牙、瑞典、瑞士、土耳其、英国和美国。

央行迅速推出空前举措，是市场复苏的主要原因。例如，美国风险资产价格的拐点出现在3月23日前后（图3），而这正发生在美联储宣布推出2.3万亿美元的危机时期信贷便利之后。更广泛的金融市场上也明显存在着类似的模式。

信贷市场利差已较先前峰值大幅收窄。平均来看，利差在早先扩大后，目前已回落70%左右（图4）。但不同评级和地区借款人的利差存在一定差异。高评级借款人的债券发行量激增，市场对投机级借款人重新开放。

投资者对新兴市场经济体的信心亦显著改善。今年早些时候，新兴市场经济体证券投资出现历史性流出；目前，其证券投资流动已经稳定下来（图5）。但在对待新兴和前沿经济体时，投资者依然对不同经济体加以区分，其中一些资本流入了部分国家和资产类别。同时，今年到目前为止，较高评级的国家已能够以硬通货发债，且发债速度达到历史新高，快于信用评级较低的经济体。这种差异也凸显出部分新兴市场经济体仍然面临的外部压力。

金融市场普遍复苏的同时，投资者对经济快速复苏前景的乐观情绪也已上升。一些经济体已重启经济，加之防疫封锁措施有所放松，均提振了市场情绪。此外，投资者明显预计空前的宽松货币政策将在相当长一段时间内继续支持全球经济。

央行的举措提高了投资者的风险偏好。许多国家都进一步下调了政策利率，投资者预计利率将在未来几年中维持在极低水平。发达经济体实施了新一轮资产购买、为银行体系提供流动性支持、美元互换安排以及其他旨在维持经济信贷流动的便利安排，这使其货币当局资产负债表大幅扩张（图6）。1月中旬以来，十国集团央行的资产总规模增加了约6万亿美元，是全球金融危机中这些央行自2007年12月起的两年内扩表规模的两倍以上，资产增幅几乎达到十国集团GDP的15%。

许多新兴市场央行首次推出了非常规政策措施。一些国家启动资产购买计划来支持货币政策。另一些的目的则是支持市场流动性（图7）。这些资产购买计划涉及购买一系列资产，包括政府债券、国家担保债券、公司债和按揭贷款支持证券。

财政和金融政策措施也帮助提振了投资者情绪。全世界许多国家都向个人和企业提供了大规模紧急救助贷款，截至目前总规模已达到近11万亿美元（见IMF《[财政监测报告](#)》各国应对新冠疫情财政措施[数据库](#)）。²金融主管当局还推出一系列政策措施来支持市场信心，包括政府贷款担保、支持贷款重组、鼓励银行使用可用资本和流动性缓冲来支持贷款（见《[国际货币基金组织 COVID-19 政策响应措施追踪](#)》）。³

这些空前的政策支持组合看来已成功维持了信贷流动。投资者风险偏好的上升帮助市场提高了债券发行量，大多数主要经济体的银行也已在继续投放信贷。

² 财政措施数据库参见 <http://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>。

³ 政策追踪参见：<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#top>。

金融市场的乐观情绪与全球经济形势出现了脱节。

在经济复苏的程度与速度存在巨大不确定性的情况下，投资者预计当局将实施强有力的政策支持，并基于此保持了乐观情绪。市场似乎预计经济活动将出现“V型”的迅速反弹，这体现在市场普遍预计标普500公司收益将强劲复苏上（图8）。但正如2020年6月《世界经济展望更新》所指出，近期的经济数据和高频指标显示经济衰退的深度已超出预期。这使得金融市场上的风险定价与经济前景之间出现了分歧，因为投资者显然押注于央行会持续实施空前的支持措施。这种矛盾的一个例子是，一方面近期美国股市上涨，另一方面美国消费者信心急剧下降（图9）。这种脱节引发了人们的疑问：如果没有央行支持提振市场情绪，当前股市的回升可能无法继续。

如果投资者风险偏好减弱，市场与实体经济之间的这种脱节将增加风险资产价格调整的风险，从而威胁经济复苏。例如，先前当存在巨大经济压力时，股市也曾出现过熊市反弹，但随后往往都会下跌。在公司债券市场上，投资级公司的利差目前相对较窄，这与之前重大经济冲击时期利差急剧扩大的情况相反（图10）。

实际上，许多股市和公司债市场上的估值似乎都已过高。IMF工作人员的模型显示，在大多数主要发达经济体的股市和债市中，市场价格与基本面估值的差异已接近历史最高水平。不过，一些新兴市场经济体的股市情况则正好相反（图11）。⁴

若干触发因素都可能导致风险资产重新定价，这可能在空前的经济衰退之上进一步增加融资压力。例如，经济衰退可能比投资者目前预期的更为严重、持续时间更长。疫情可能二次爆发，各国可能再度采取防控措施。市场对央行支持金融市场的力度和持续时间的预期可能过于乐观，这会导致投资者重新评估其风险偏好和风险定价。贸易紧张形势若再度升温，可能使市场情绪恶化，给经济复苏带来风险。最后，经济不平等日益增加导致全球社会动荡加剧，可能使投资者情绪逆转。

过去十年中累积的其他金融脆弱性问题，可能因疫情暴露出来。

一是在发达经济体和新兴市场经济体，对于一些借款人而言，一旦经济大幅收缩，可能使企业和家庭的债务负担变得难以控制。正如先前多期《全球金融稳定报告》所述，过去几年中企业债务总规模持续攀升，其与GDP之比已处于历史高位。家庭债务也有所增加，这在成功摆脱2007至2008年全球金融危机最严重影响的国家尤其如此。这意味着目前许多债务水平高企的经济体预计都将面临经济急剧放缓（图12）。经济基本面恶化已导致公司债违约速度达到全球金融危机以来的最快水平，而且可能对企业和家庭的偿付能力产生更广泛的影响（图13）。

⁴使用基本面估值法得出的估计值可能没有完全考虑到近几个月推出的空前金融政策措施，包括央行资产购买项目、旨在维持信贷流向经济的便利以及部分国家为信贷机构提供的贷款担保。关于模型的更多详情，请参见2019年10月《全球金融稳定报告》在线附件：<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/GFSR/2019/October/English/onlineannex11.ashx?la=en>。

二是借款人资不抵债将考验银行部门的抗风险能力。得益于危机后改革，银行业在本次危机之初拥有较高的流动性和资本缓冲，其可利用这些缓冲来支持信贷并吸收损失。一些银行已开始为预期贷款损失计提更多拨备，这在一季度的收益报告中可以看出。随着银行对借款人还贷能力开展评估，同时也考虑到政府为家庭和企业提供的支持，这种情况可能还会持续下去。⁵市场预计银行将承受更多压力，以及较低的利率水平，都已在分析人士对银行盈利能力的预测中得到了体现（图14）。

三是非银行金融企业和市场可能面对更多压力。今年3月，非银行金融中介机构从大规模政策支持中获益，表明其极易遭受外部冲击下顺周期性调整的影响。如2020年4月《全球金融稳定报告》所述，非银行金融企业在金融体系中的作用已较先前有所增加。该部门规模有所扩大，但其在经济深度衰退时表现如何，还未得到过检验。如果出现大范围破产，非银行金融企业可能也会遭到冲击，并可能放大这些压力。例如，若资产价格遭受严重冲击，投资基金的资金可能进一步流出，这反过来可能导致基金经理抛售资产，进而加剧市场压力。

四是一些新兴市场和前沿市场面临巨大的外部融资需求。在当前环境下，具有较大再融资需求的经济体面临着更大风险，因为其在为债务再融资时，可能不得不承担更高的展期成本。一些再融资需求较大的国家储备也相对不足（图15）。如果这些经济体出现更多的证券投资外流，特别是当这些经济体缺乏弹性汇率时，其当局将更难应对。此外，信用评级下调可能给融资成本和资本流动带来更多压力。今年截至目前，在主要评级机构跟踪的石油出口经济体中，有超过三分之一的评级遭到下调，而其他经济体被下调评级的比例则约为四分之一（图16）。

当局需要在应对疫情的政策措施中实现适当的平衡。

在面临艰难政策取舍的环境中，当局需要持续支持经济复苏，同时确保金融机构稳健并维护金融稳定，如下文“危机应对中的金融政策优先事项”专栏中所强调。当局需要关注相关支持政策带来的跨期风险。空前的非常规工具无疑减轻了疫情对全球经济的影响，降低了全球金融体系面临的直接危险。但是，也需注意避免宽松融资环境下脆弱性的进一步累积。一旦复苏企稳，政策制定者应立即解决那些可能在未来引发问题并在中期威胁增长的金融脆弱性问题。

相关图表请参见[英文版本](#)：⁶

⁵ 这种支持可以以不同方式提供，包括通过国家贷款、公共贷款担保、贷款条款重组、暂停还款等。

⁶ 英文版本请参见：<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/06/25/global-financial-stability-report-june-2020-update>

危机应对中的金融政策优先事项

只要有支持家庭和企业信贷的需要，**央行**就应通过常规和非常规工具维持宽松的货币政策立场，以履行其通货膨胀和金融稳定职能。央行还应继续提供流动性，防止融资环境恶化和主要货币市场、外汇市场、证券市场运行出现困难。同时，央行应仔细评估哪些市场对维护金融稳定至关重要，并设计相关支持计划以最大程度降低道德风险和其自身面临的风险。

新兴市场和发展中经济体的当局应在可行情况下使用弹性汇率吸收外部压力。对于拥有充足储备的国家，汇率干预可以应对市场流动性不足，并在抑制货币市场过度波动中发挥作用。当危机迫近时，资本流出管理措施可成为广泛的一揽子政策的一部分，不过这些措施在实施中应维持透明，且应是临时性的，一旦危机缓解就应予以撤销。主权债务管理机构应制定应急计划，以应对在较长时间内无法进入外部融资市场开展融资的情况。

银行应使用其资本、流动性和宏观审慎缓冲来吸收损失并管理流动性压力，帮助为经济提供信贷支持。在危机持续期间，银行应停止派息和股权回购，以帮助积累资本缓冲。如果银行面临巨大且持久的冲击，且其影响到了银行的资本充足率，则监管机构应采取有针对性的措施，包括要求银行提交可信的资本恢复计划。在整个过程中，透明的风险披露和监管机构的明确指导十分重要。

在出现极端市场压力的国家，**保险监管机构**可能需要利用法规的灵活性，例如，允许受困保险公司在更长时间内恢复。监管机构不应降低标准，而是应要求保险公司制定出可信的计划，确保其恢复偿付能力，同时继续为保单持有人提供必要的保护。

资产管理机构应继续确保其流动性风险管理框架得到稳健有效的执行。监管机构应支持提供广泛的各类流动性管理工具，并鼓励基金经理在符合基金份额持有人利益的情况下充分利用现有工具。标准制定机构应重新讨论资产管理机构的宏观审慎框架。

各方需要开展**多边合作**来维护全球金融体系。可能需要为更多国家提供双边/多边货币互换安排，以减轻外币融资压力。此外，各国应避免国际金融体系监管出现倒退，防止损害国际标准的国内措施造成市场分割。