

概要

抗击通胀“最后一里路”上的金融脆弱性

自 2023 年 10 月《全球金融稳定报告》发布以来，在全球抗击通胀进入“最后一里路”、货币政策将放松的预期下，金融市场情绪持续高涨。在全球范围内，总体而言，利率下降，股市上涨了约 20%，企业借款利差和主权借款利差明显收窄。因此，全球金融环境已经放松（图 ES.1）。

总的来说，这种逐险环境促使资本重新流入许多新兴市场（图 ES.2），一些前沿国家和低收入国家在经历了漫长的发行间断期后，也利用投资者强劲的风险偏好发行了主权债券。在所有新兴市场，预计明年出现资本外流的可能性已经下降。

在许多国家的经济数据好于预期的背景下，对全球经济实现软着陆的信心正在增强。投资者和央行认为过去两年的累计加息已经创造了足以使通胀回落至央行目标水平的限制性货币环境，因此都预期货币政策将在未来几个季度内放松。然而，全球通胀持续高于目标水平可能会对这种预期形成挑战，并可能引发不稳定。最近一些国家核心通胀数据的波动提醒我们，抗击通胀的工作尚未完成。

到目前为止，金融体系的裂缝——在货币紧缩周期中因高利率而暴露出来——没有进一步断裂。在利率上升过程中，主要新兴市场的金融部门和对外部门呈现出了韧性。2023 年 3 月瑞士和美国的银行倒闭事件并未扩散到其他地方，多数金融机构的稳健性指标表明这些机构仍具有韧性。

因此，根据 IMF 的“在险增长”框架分析，近期金融稳定风险已经消退，未来一年全球经济增长面临的下行风险也有所降低（图 ES.3）。然而，近期一些突出的金融脆弱性可能使抗击通胀“最后一里路”变得复杂。

近期存在的显著风险

由于利率上升和新冠疫情后的结构性变化，过去一年全球商业房地产价格按实际水平计算下跌了 12%，其中美国和欧洲写字楼价格的跌幅最大。尽管整体来看，银行似乎有能力吸收商业房地产的损失，但某些国家可能会面临更大的压力，因为它们的银行持有大量商业房地产贷款（图 ES.4），特别是如果这些贷款集中在需求疲软的商业地产领域。在银行体系中，某些银行可能会比其他银行遭受更大的损失；在某些情况下，融资不稳定等问题会加剧损失。

在多数国家，住宅价格继续向下调整，但总体上仍高于疫情前的水平。实际房价的下跌是由按揭贷款利率上升驱动的，发达经济体的实际房价降幅（同比-2.7%）大于新兴市场（-1.6%）。尽管如此，从全球范围看，家庭债务可持续性比率仍处于适度水平，住宅按揭贷款违约大幅增加仍然是一个尾部风险。

多数资产类别的波动性已降至多年低点，这可能反映出市场对全球加息周期接近尾声抱有更加乐观的预期。发达经济体和新兴市场的股票、债券、信贷和大宗商品指数之间的平均相关性都分别超过了历史第 90 百分位数。低波动性掩盖了这样一个事实：即与过去的加息周期相比，在本轮加息周期中，金融环境对经济数据（尤其是通胀数据）的反应更加灵敏。通胀大幅偏离预期可能会突然改变投资者情绪，引起资产价格波动性迅速回升，并导致相互关联的市场同时出现价格逆转，从而促使金融环境急剧收紧。

中期脆弱性

除了近期更为紧迫的这些问题，中期脆弱性也在“最后一里路”不断增加。发达经济体和新兴市场的公共和私人债务持续累积，这可能会加剧不利冲击，并导致未来经济增长面临的下行风险进一步恶化。

主要新兴市场继续呈现出韧性。在许多新兴市场，由于央行及早大幅收紧了货币政策，通胀明显缓解，一些国家得以启动降息周期。当前，关键问题是新兴市场的韧性是否正处于转折点。例如，有迹象表明，投资者越来越关注中期财政可持续性。在利率和赤字仍处于高位、通胀下降、增长放缓的环境下，更多的新兴市场现在面临的实际再融资成本相对于经济增速来说很高。

全球金融环境的放松已使前沿经济体和低收入国家受益。高收益主权债利差在 2023 年达到历史高位后，近几个月的表现优于投资级债券利差。这发生在一个关键时刻，因为许多国家在未来两年内将有大量硬通货债券到期。前几年，许多低收入发展中国家实际上无法进入外部市场融资，在这种情况下，本地银行机构大幅增持了主权债务，从而导致主权—银行联系带来的潜在风险增加。

中国的房地产市场下滑几乎还没有出现触底回升的迹象。尽管与其他国家的过往的住房市场调整相比，中国的新房价格的下跌幅度较小，但现有住房价格和住房市场活动指标（如开工量、销售额和房地产投资）却急剧下降。由于房地产市场的低迷，以及进一步的消胀压力和增长前景放缓，中国股市在近几个月里承受着压力（图 ES.5）。中国房地产和股票市场的下滑导致中国部分资产管理行业遭受了重大损失，并可能会蔓延到债券和融资市场。自 2023 年第三季度以来，当局为稳定市场而采取的措施尚未扭转市场情绪。

自 2023 年 10 月《全球金融稳定报告》发布以来，企业信用利差已经收窄，尽管多数国家企业盈利的上升势头似乎正在减弱。此外，越来越多的证据表明，由于全球利率居高不下，发达经济体和新兴市场企业的现金流动性缓冲在 2023 年进一步受到侵蚀。截至 2023 年第三季度，在发达经济体，现金与利息支出之比低于 1 的小企业所占比例约为三分之一，在新兴市场则超过一半。各国将有大量企业债务在未来一年内到期，到期时的市场利率将显著高于现有息票利率，这可能会给再融资带来挑战（图 ES.6）。

尽管违约率正在上升，但相比以往的加息周期，本轮加息周期中全球企业借贷增长恢复得更快。私募信贷帮助推动了这一趋势。私募信贷是一个快速增长的市场，在商业银行部门和公开债务市场之外为中型企业提供贷款（图 ES.7）。第二章分析了私募信贷市场的潜在脆弱性，其中包括：相比高收益和杠杆融资市场，借款人相对脆弱；半流动性投资工具所占比重不断增大；具有多层杠杆；估值过时且可能主观；以及金融市场各部分和参与者之间存在相互关联性。

一些发达经济体可能需要大量发行政府债券来填补财政赤字。英格兰银行、欧央行和美联储正在分别以每年 1000 亿英镑、2120 亿欧元和 7800 亿美元的规模进行量化紧缩，其他央行也在实施各自的量化紧缩计划，在这种情况下，政府债券的买家基础已经发生了变化。大多数政府债券的新增买家，如对冲基金——它们购买债券的部分原因是实施其杠杆交易策略，以获取债券和期货之间的价格差异——可以说对价格更敏感，更关注债务的可持续性。这表明债券市场在中期内将出现更大的波动。一些国家可能会发现，偿还主权债务变得越来越困难，从而陷入“债务产生更多债务”的困境。

多数银行在 2023 年 3 月的市场动荡中表现出韧性。自那以来，强劲的资本和流动性缓冲以及盈利能力的提高，推高了各国的银行股价。然而，展望未来，IMF 工作人员的关键风险指标表明，一部分银行仍处于脆弱状态。五项关键风险指标中至少有三项未达标的银行的总资产达到 33 万亿美元，占全球银行业资产的 19%（图 ES.8）。这其中，中国和美国的银行居多。对于中国的一些银行来说，未达标是由资本比率下降以及资产质量恶化方面的问题造成的，而美国的一些大型地区性银行则面临多重压力。

在非银行机构中，开放式债券基金（包括专注于低流动性资产的基金）近年来获得了大量资金流入。过度的流动性转换是引发全球金融危机的一个因素，其在 2020 年 3 月新冠疫情暴发之初也非常明显。这一问题可能会再度出现。

数字化发展、技术进步、地缘政治紧张局势加剧的背景下，网络安全事件（尤其是恶意事件）日益影响宏观金融稳定。第三章表明，尽管多数网络攻击造成的损失不大，但发生极端损失的风险在增加（图 ES.9）。金融部门尤其容易受到网络风险的影响，尽管网络安全事件迄今尚不具有系统性，但由于金融体系接触敏感数据、高度集中以及技术和金融相互关联，这些事件对金融体系造成严重威胁。完善网络立法以及加强企业的网络相关治理安排有助于减轻这些风险，但网络政策框架往往仍不健全，尤其是在新兴市场和发展中经济体。

政策建议

各国央行应避免过早放松货币政策，并适当抵制市场对政策利率下调过于乐观的预期，因为这种预期可能导致金融环境进一步放松，使得抗击通胀的“最后一里路”变得更加复杂。如果降低通胀的进展足以表明通胀正在可持续地向目标靠近，那么央行应逐步转向更为中性的政策立场。

当局应加大力度控制债务脆弱性，包括在新兴市场和前沿经济体。在中国，采取强有力的政策来恢复对房地产行业信心至关重要。

监管当局应使用恰当的工具，包括压力测试和早期纠正措施，以确保银行和非银金融机构能够经受住商业和住宅房地产市场的压力以及信贷周期下行的影响。必须在建立处置框架方面取得进一步进展，并做好实施准备，以便在不破坏金融稳定或危及公共资金的情况下解决薄弱或濒临破产银行的问题。

量化紧缩和缩表工作需要谨慎进行。各国央行应密切关注市场运作问题并积极应对潜在的市场压力。确保银行做好准备使用央行流动性，并及早干预以解决金融部门的流动性压力，这些措施可以缓解金融不稳定。

鉴于快速增长的私募信贷市场存在潜在风险，当局应考虑采取更积极主动的监管措施。关键是要弥合数据缺口，提高报告要求，以全面评估风险。当局还应加强跨部门和跨境监管合作，并保持对各金融部门风险评估的一致性。

实施网络安全战略，同时建立有效的监管能力，并改善网络安全事件的信息报告，这些措施可以加强金融部门的网络韧性。提供关键服务应对系统中断对于限制金融体系受到的潜在损害至关重要。金融企业应制定和测试响应与恢复程序，以便在发生网络安全事件时继续运营。鉴于网络攻击的全球性和系统性影响，跨境协调至关重要。

相关图表请参见概要和报告全文的英文版本：<http://IMF.org/GFSR-April2024>。