

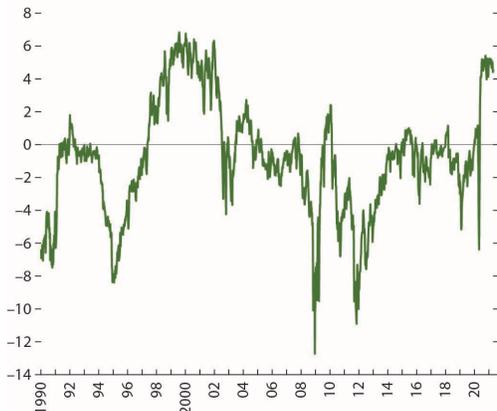
## 2021年4月《全球金融稳定报告》：避免脆弱性成为危机后的遗留问题

图1. 融资环境指数  
(偏离均值的标准差)



Source: IMF staff calculations.  
Note: GFSR = Global Financial Stability Report.

图2. 美国股市的价格失调  
(每单位风险与公允价值的偏离程度)



Source: IMF staff calculations.

图3. 美国十年期名义和实际利率  
(百分比)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.  
Note: Inflation breakevens are measures of expected inflation derived from inflation-linked bonds.

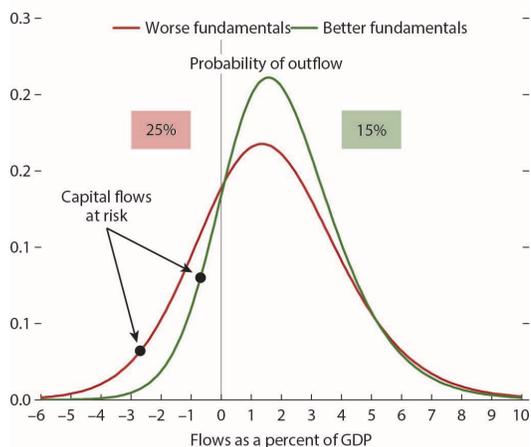
超常规政策措施创造了宽松的融资环境，为实体经济提供了支持，帮助抑制了金融稳定风险。但疫情期间采取的措施可能会产生意想不到的后果，如估值过高和金融脆弱性上升。发达和新兴市场经济体的复苏进程预计将不同步且出现分化。新兴市场存在大规模对外融资需求，因此面临着艰巨的挑战；如果美国利率持续上升导致风险重新定价和融资环境收紧，则更是如此。在疫情之后，很多国家的企业部门将会债台高筑，而不同规模、不同部门的企业之间存在显著差异。在复苏期间，对遭受重创的借款人信用质量和盈利前景的担忧，可能对银行的风险偏好产生不利影响。目前迫切需要采取行动，避免脆弱性成为遗留问题。政策制定者应尽早采取行动，收紧部分宏观审慎政策工具，同时避免普遍收紧融资环境。他们也应修复资产负债表提供支持，进而促进可持续和包容性的经济复苏。

在大规模的政策支持下，全球金融体系在新冠疫情期间表现稳健，融资环境显著放松（图1）。这帮助维持了家庭和企业的信贷流动，促进了经济复苏，抑制了金融风险。经济前景的改善明显减轻了不利后果，但未来的GDP增长仍面临显著的下行风险。

两大主要问题正在显现。第一，空前的政策支持可能产生意料之外的后果：市场中的过度风险承担行为正导致估值过高；不断上升的金融脆弱性如果得不到解决，可能会成为结构性的遗留问题。自2020年第三季度以来，在经济快速复苏和政策支持延续的预期下，多国股市大幅上涨，当前市值远高于基本面模型所显示的水平（图2）。虽然盈利预期有所改善，但截至目前，处于历史低位的实际无风险利率（尽管近期有所回升）也为估值提供了强有力的支持。在企业债市场，利差持续处于历史低点附近。

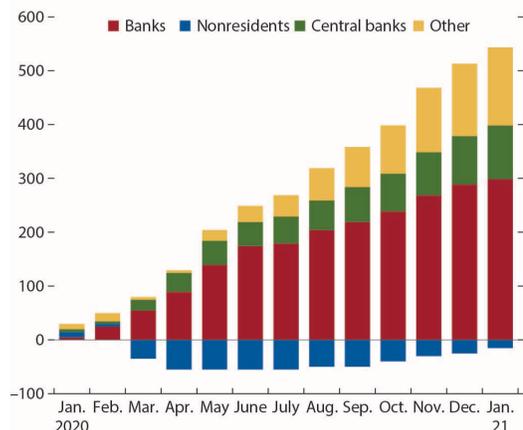
长期利率大幅上升（尤其是在美国）在一定程度上反映了投资者对前景的信心增强（图3）。在基本面持续改善的背景下，尽管利率的逐步上升可能令人欢迎，但若

图4. 在险证券投资流动：基本面较好与较差国家的比较  
(概率密度函数)



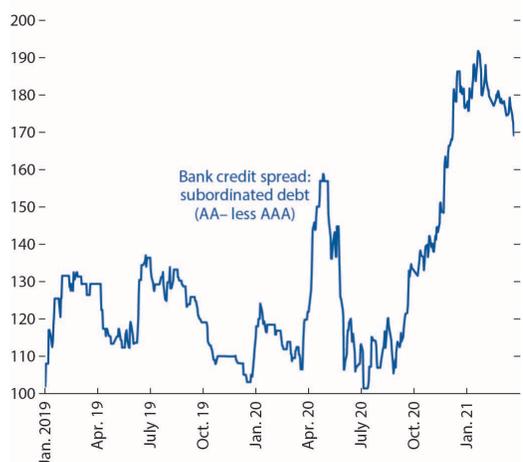
Source: IMF staff calculations.

图5. 新兴市场国内主权债券持有的变化情况  
(十亿美元；累计变化)



Sources: Haver Analytics; national sources; and IMF staff calculations.  
Note: Based on a sample of 12 major emerging markets. Domestic bonds are primarily denominated in local currency. Figures are converted to US dollars at end-of-month exchange rates.

图6. 中国的银行：债务利差  
(基点；次级债)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; ChinaBond; and IMF staff calculations.

利率（尤其是实际利率）持续快速上升，可能会导致市场风险的重新定价以及融资环境的突然收紧。这种收紧可能与高企的金融脆弱性相互作用，进而影响市场信心并危及宏观金融稳定（新兴市场尤其如此）。

第二，各经济体的经济复苏进程预计将不同步且出现分化（见2021年4月《世界经济展望》）。新兴市场经济体的融资环境存在显著收紧的风险，这在发达经济体政策制定者着手推动政策回归常态的情况下更是如此。如果融资环境变得不那么有利，可能引发大规模的证券投资资本外流；这也将对部分新兴和前沿市场经济体构成重大挑战，因为今年其存在巨大的融资需求。IMF工作人员分析指出，证券投资流动的前景将持续改善，这主要反映了更宽松的全球融资环境（图4）。然而，那些基本面较为薄弱、获取新冠疫苗渠道有限的国家则比较脆弱。在新兴市场，由于国内银行吸收了大部分新增国内债务，主权-银行的联动有所恶化（图5）。许多前沿市场经济体仍难以入市融资。

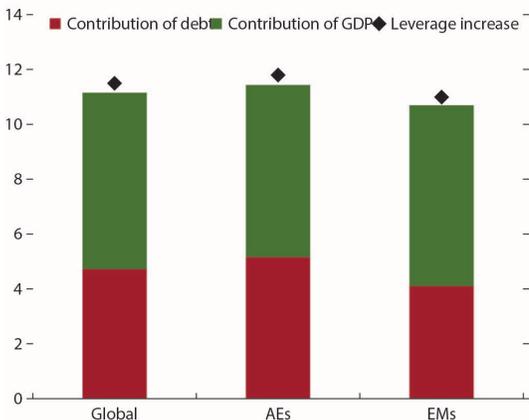
相比其他国家，中国更快实现了经济复苏，但代价是脆弱性进一步累积（尤其是高风险企业债务有所增加）。市场预计政策将收紧，且认为当局将出台新措施对银行、地方政府和房地产开发商进行约束，加之隐性担保的不确定性上升，都导致融资环境可能变得不那么有利。对于实力较弱、规模较小的银行，其使用资本工具进行融资的环境有所收紧（图6）。在消除隐性担保方面，中国当局面临着微妙而紧迫的挑战——考虑到可能出现无序的重新定价，这一问题必须予以谨慎处理。

全球企业部门在疫情中遭受重创。超常规的政策支持帮助缓解了疫情的影响。具有入市融资能力的大企业利用有利的环境发行债券来应对流动性压力（图7和图8）。然而，宽松的融资环境导致企业杠杆累积，这使政策制定者面临两难选择：一方面，他们需要在短期内刺激经济活动；另一方面，他们需要应对脆弱性的上升和未来经济增长的下行风险（参见第二章）。

企业层面的更细节评估发现，不同部门、不同规模的企业业绩存在显著差异。IMF工作人员的分析显示，在各国

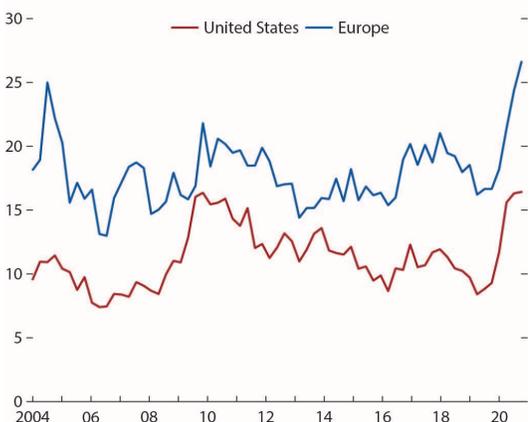
## 全球金融稳定报告

图7. 非金融企业债的变化情况  
(占GDP的百分比, 2019年四季度至2020年三季度)



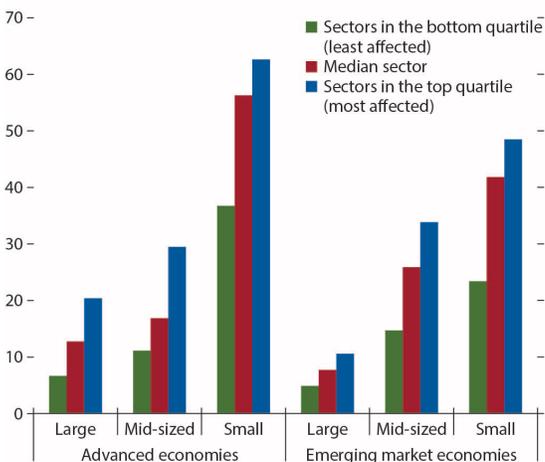
Source: Institute of International Finance (IIF); and IMF staff calculations.  
Note: AEs = advanced economies; EMs = emerging markets.

图8. 美国和欧洲高收益债券发行人持有的现金中位数  
(占债务的百分比)



Sources: Morgan Stanley; and IMF staff.

图9. 偿付压力指标  
(各行业中面临严重偿付压力企业的债务与所有企业总债务的百分比)



Sources: S&P Capital IQ; and IMF staff.

Note: Large, mid-sized, and small firms are defined by total assets.

的大多数部门中，小企业都面临着巨大的流动性压力，而在受影响严重的部门中，不仅小企业面临巨大的偿付压力，中型、甚至大企业也面临着显著的偿付压力（图9）。第一章提出了一个框架，用来评估企业应依赖市场融资、寻求政府支持，还是进行重组或清算。

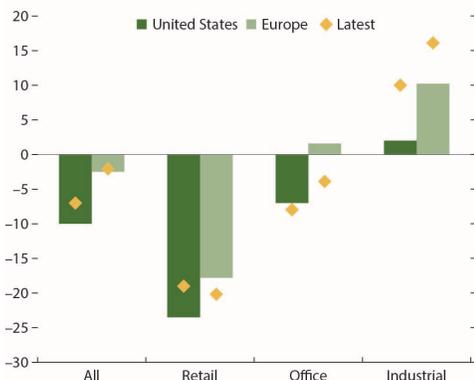
本次危机对商业房地产部门带来了沉重打击（参见第三章）。2020年，商业房地产的交易规模和价格均出现暴跌（图10）。危机对零售地产、写字楼和酒店行业的部分不利影响可能是结构性的，因为部分经济活动日益在线上开展，或正在移出大城市。若需求出现结构性萎缩，商业房地产的公允价值可能急剧下跌：如果空置率永久性提高5个百分点，五年后公允价值预计将平均下跌15%（图11）。自疫情暴发以来，价格失调似乎有所加剧。若这一情况持续存在，可能使经济增长面临下行风险。

得益于2007-2008年全球金融危机后的监管改革，银行在疫情暴发前拥有较充裕的资本和流动性缓冲，且到目前为止表现稳健。但在经济复苏阶段，银行能在何种程度上继续提供信贷，仍有待观察。尽管一些国家的贷款增速（尤其是企业贷款）有所放缓，但一旦经济复苏势头巩固，贷款需求预计将会回升（尤其是需求最弱的部门）。不过，大多数国家的信贷工作人员并不认为贷款标准将会放宽（图12）。各国逐步退出支持性政策，可能对部分银行产生重大影响，很可能会降低其贷款意愿。此外，对大多数银行而言，贷款损失的不确定性和薄弱的盈利前景，可能阻碍其通过大量消耗资本缓冲来支持经济复苏。对于融资选择有限且更依赖银行信贷的企业来说，这些约束可能尤为令人担忧。当局应继续鼓励银行使用审慎的缓冲来支持经济复苏。

在可持续和包容性的经济复苏企稳之前，持续的政策支持仍然至关重要，其将确保信贷持续支持实体经济，防止疫情对全球金融体系构成威胁。在央行实现其职责所规定的政策目标前，仍需保持宽松的货币政策。政策制定者应迅速采取行动，防止金融脆弱性变得根深蒂固，并演变成遗留问题。考虑到宏观审慎工具从启用到见效可能存在滞后，政策制定者应该尽早采取行动。

## 全球金融稳定报告

图10. 商业房地产价格  
(百分比, 2020年二季度和最新同比数据)



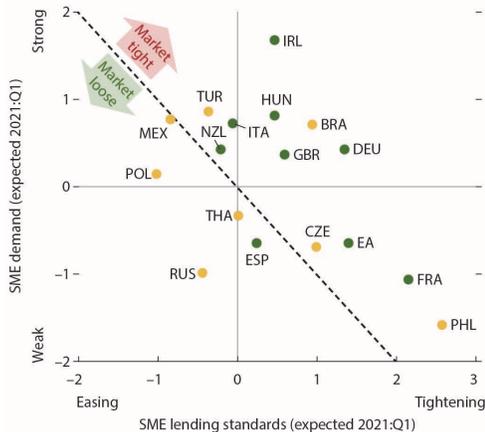
Source: Green Street Advisors.  
Note: Latest data available are for January 2021 in Europe and February 2021 in the United States.

图11. 各经济体商业房地产对永久性空置率冲击的反应  
(百分比)



Sources: Haver Analytics; MSCI Real Estate; and IMF staff calculations.  
Note: See Chapter 3 for background. T denotes quarter of shock.

图12. 中小企业贷款标准和贷款需求的预期情况  
(标准差)



Source: IMF staff calculations.  
Note: Countries are identified by three-letter International Organization for Standardization (ISO) country codes. Expected refers to next 3 months. Green dots = advanced economies; yellow dots = emerging markets; EA = euro area; SME = small and medium enterprises.

政策制定者应收紧部分宏观审慎政策工具，以应对一系列严重的脆弱性问题，同时避免融资环境普遍收紧。如果不具备这些工具（比如非银行金融中介的部分行业），政策制定者应尽快制定相关工具。考虑到在现有框架内设计和实施宏观审慎工具面临挑战，政策制定者也应考虑在其他领域构建缓冲以保护金融体系。

在新兴和前沿市场经济体中，能入市融资的国家应利用宽松的融资环境改善其债务结构。对于入市融资渠道有限的国家，可能需要得到国际社会的更多援助。其他面临沉重债务负担的国家可以从更深层次的债务重组中获益。二十国集团（G20）的“债务处置共同框架”可帮助应对债务脆弱性。在可能的情况下重建缓冲，是做好准备应对任何突发价格调整和资本流动逆转的一项重要优先工作。

修复企业资产负债表也应作为一项优先工作，以确保实现可持续和包容性的经济复苏。对于可以持续经营、但入市融资渠道有限且暂时面临流动性或偿付风险的企业，可能需针对具体企业直接提供定向政策支持。一些辖区的财政资源非常有限，政策制定者应加快改革，强化处置框架，包括发展问题债务市场和不良贷款市场。

一旦商业房地产部门的结构变化程度更加清晰，应动用有针对性的宏观审慎政策工具（如对贷款价值比或偿债覆盖比的限制），以降低经济增长的下行风险。推行此类政策措施的最佳时机应取决于各经济体具体的复苏步伐，以及其商业房地产部门金融脆弱性的程度。另一项十分重要的工作是扩大宏观审慎工具箱的范围，以覆盖活跃于部分商业房地产融资市场的非银行金融机构。

在金融部门，为了避免过度的顺周期性，提供有关预期损失拨备的监管指引仍然很重要，但这种拨备计提应受到监管审查。抗疫取得成功的国家应保持或仅逐步放宽对资本分配的限制，并开展监管压力测试，以确保银行保持充足的资本。