

《全球金融稳定报告更新》

疫苗保护了市场，但仍需政策支持

《全球金融稳定报告更新》概览

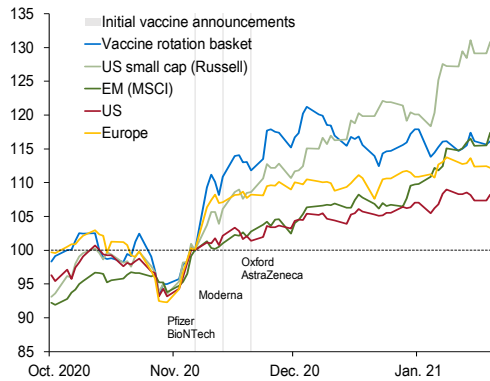
- 尽管 2020 年底新冠病例数不断增加且经济前景面临持续的不确定性，但疫苗的获批和推出改善了人们对全球经济复苏的预期，推升了风险资产价格。
- 在疫苗广泛可得之前，市场回升和经济复苏仍依赖于货币和财政政策的持续支持。疫苗的分配不均可能加剧金融脆弱性，这在前沿市场经济体尤其如此。
- 2021 年，新兴市场经济体的债务展期需求很大，当前投资组合流动的回升为其提供了更好的融资选择。
- 目前来看，政策宽松缓解了流动性压力，但偿付能力压力可能在不久的将来重新出现，尤其是在信贷市场中风险较高的部分和受疫情沉重打击的部门。在低利率环境下，盈利能力带来的挑战可能会影响银行未来的贷款能力和放贷意愿。
- 政策制定者应该继续提供支持，直到经济复苏企稳并可持续：政策力度不足可能危及全球经济复苏。然而，当投资者押注于持续的政策支持，且资产估值在市场弥漫自满情绪下进一步上升，政策制定者也应市场调整的风险做好准备。
- 货币政策预计将在未来数年内保持宽松，因此政策制定者应控制日益加剧的脆弱性问题，避免经济增长在中期内面临风险。

通向疫苗的政策桥梁

全球新冠病例数再度激增，而金融市场已放眼更远的未来。疫苗的研发和推出使人们对 2021 年全球经济复苏抱有更大希望，且进一步推高了风险资产价格。复苏的速度将主要取决于疫苗的生产、分发网络以及其可得性。正如 2021 年 1 月《世界经济展望更新》所讨论的，持续的货币和财政政策支持对降低持续存在的不确定性、构筑通往经济复苏的桥梁和维护金融稳定仍然至关重要。

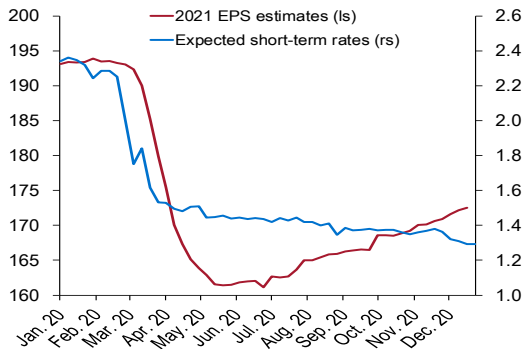
基线情景面临的**风险可能威胁到一些部门和地区的金融稳定**。若经济未能如期复苏，各国就需要在更长时间内实施宽松政策，这会进一步加剧金融脆弱性。疫苗分配不均和经济复苏不同步，可能阻碍资本流入新兴市场经济体，这一影响在发达经济体政策开始回归常态时将尤为严重，部分国家可能面临严峻的挑战。一旦投资者突然对增长前景或政策前景作出重新评估，资产价格调整可能与高企的脆弱性相互作用，对市场信心产生连锁反应，危及宏观金融稳定。

Figure 1. Equity Market Performance
(Index; November 6, 2020 = 100)



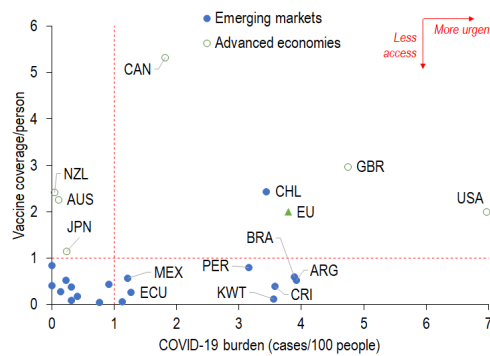
Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: Vaccine rotation basket is an equal weighted index of US hotels and real estate and world airline equities. EM = emerging markets.

Figure 2. US Earnings Revisions and Rate Expectations
(US dollars a share, left scale; percent, right scale)



Source: IMF staff calculations.
Note: Earnings per share (EPS) based on Thomson Reuters Datastream IBES for the S&P 500; average expected short-term rates derived from Treasury bonds and Adrian, Crump, and Moench model.

Figure 3. COVID-19 Infections and Vaccine Preorders



Source: Duke Global Health Innovation Center.
Note: Vaccine preorders refers to confirmed doses as of January 19, 2021. EU = European Union. Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

迟迟而来的好消息

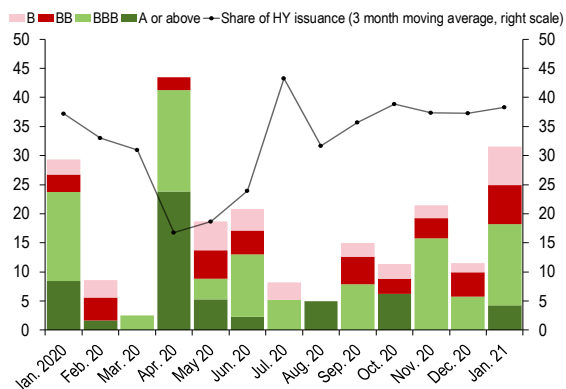
有效的新冠疫苗早于预期问世，这提振了市场信心，为全球经济复苏铺平了道路。2020年底，投资者纷纷转向航空、酒店和消费者服务等行业追逐价值，使这些此前遭受重创的行业出现反弹（图 1）。小企业（包括清洁能源企业）股价也从中获益。在发达经济体，投资级和高收益企业债利差急剧收窄（接近或者甚至低于 2020 年 2 月之前的水平），但随着投资者继续追逐高收益，利率已创下历史新低。新兴市场的主权债利差也呈现类似的收窄态势。

金融市场已经摆脱了最近经济活动低迷的影响。自 2020 年底以来，新冠病例数的激增以及为此采取的严格防疫措施对很多国家的经济活动造成了不利影响，意味着 2020 年四季度的经济增速可能放缓（见 2021 年 1 月《世界经济展望更新》）。然而，尽管经济前景面临持续的不确定性，投资者似乎仍对 2021 年的增长前景抱有信心，认为持续的政策支持将抵消近期可能出现的任何负面消息。人们讨论已久的金融市场与实体经济脱节的现象仍在延续。尽管最近美国长期利率上行，但市场参与者认为利率在未来数年中仍将处于极低水平，且在疫苗问世以来上调了企业盈利预期，证明了市场反弹的合理性（图 2）。

各国获得疫苗的情况很可能存在不均，实现公平分配可能需要时间。很多发达经济体（如加拿大、一些欧盟国家、英国和美国）已经预购了疫苗，疫苗的人均覆盖水平很高。相比之下，新兴市场和发展中经济体通过直接谈判或多边的“新冠疫苗全球获取机制”（COVAX）进行疫苗采购的进度严重滞后。¹ 对于近期新增病例数攀升或病例总数很高的国

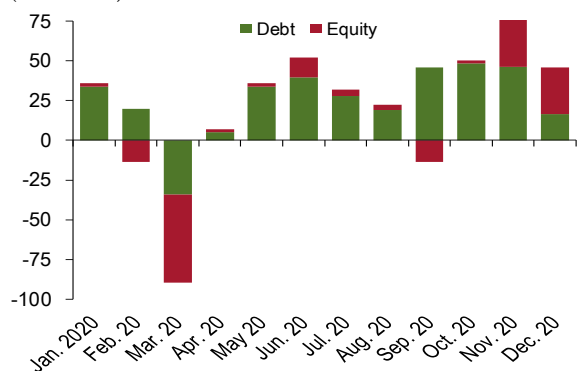
¹ COVAX（以疫苗为重心的“获取新冠工具加速计划”支柱，由世界卫生组织、欧盟和法国共同建立的伙伴关系）旨在为所有参与国开发并提供创新、公平的新冠疫苗获取渠道。为应对疫情，该机制于 2020 年 4 月启动，目标是在 2021 年底前提供 20 亿剂疫苗。

Figure 4. Emerging Market Sovereign Bond Issuance
(Billions of US dollars; share in percent)



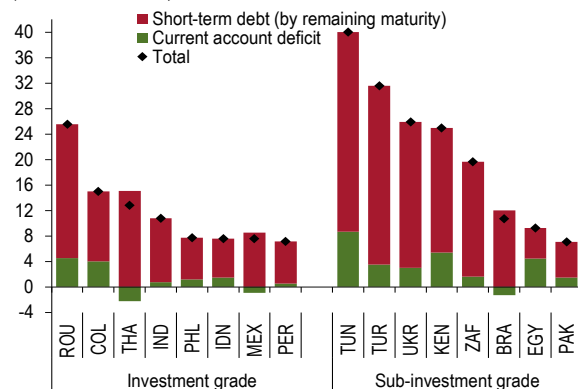
Sources: Bondradar; and IMF staff calculations.
Note: Refers to international hard currency bond issuance. January 2021 is partial data through January 20. HY = high yield.

Figure 5. Portfolio Flows to Emerging Markets
(US billions)



Sources: Institute of International Finance; and IMF staff calculations.

Figure 6. 2021 Gross External Financing Needs
(Percent of GDP)



Sources: National authorities; and IMF staff calculations.
Note: Brazil, Romania, South Africa, Thailand, and Ukraine report intercompany lending in their gross external financing needs.

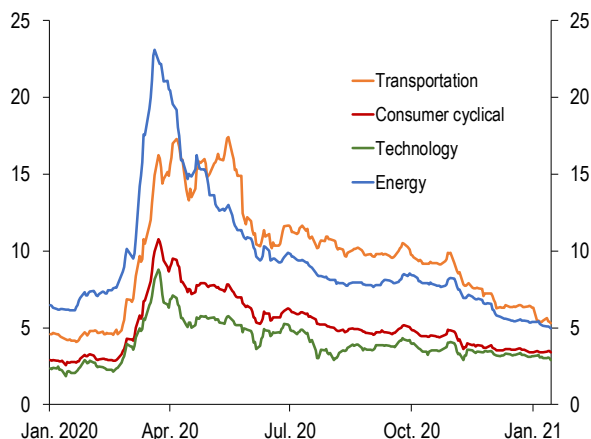
家而言，它们对疫苗的需求尤为迫切（图3）。

全球金融危机目前还未爆发：应尽力避免其发生！

如果有关国家迟迟无法获得全面的医疗解决方案，这将意味着全球经济难以实现完全复苏，且将危及全球金融体系。新兴市场经济体 2017-2019 年间在全球经济增长中的贡献达到 65%左右（剔除中国后为 40%左右），若这些国家的疫情应对出现迟滞，恐对全球经济造成不利影响。供应链扰动可能影响企业的盈利能力，即使在疫情得到控制的地区也是如此。经济增长是金融稳定的一个关键要素，不均衡、不完整的经济复苏可能削弱金融体系的稳健性。

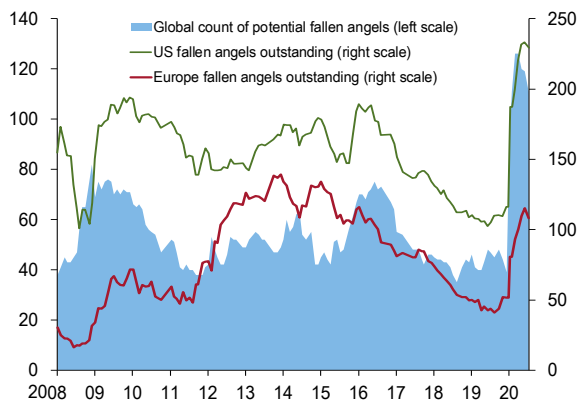
新兴市场存在巨大的融资需求。在 2021 年，大多数新兴和前沿市场经济体很可能继续维持长期大规模的财政赤字，尽管赤字规模小于 2020 年。在《世界经济展望》“融资环境持续宽松”的基线情景中，市场融资仍是一个重要的融资来源，而近几个月的情况正是这样（图 4）。投资组合流动的恢复对于很多新兴市场经济体的稳定至关重要（图 5）；维持市场融资渠道也非常关键。由于医疗和疫苗解决方案的推迟导致全球复苏不均衡，可能给新兴和前沿市场经济体带来巨大挑战。鉴于一些国家已受到有限政策空间的制约（尤其是资本市场融资渠道尚未完全恢复的国家），随着未来发达经济体央行政策回归常态、长期利率上升，这些国家大规模的外债展期需求可能无法得到满足（图 6）。

Figure 7. US High-Yield Spreads
(Percent)



Sources: S&P Global; and IMF staff calculations.

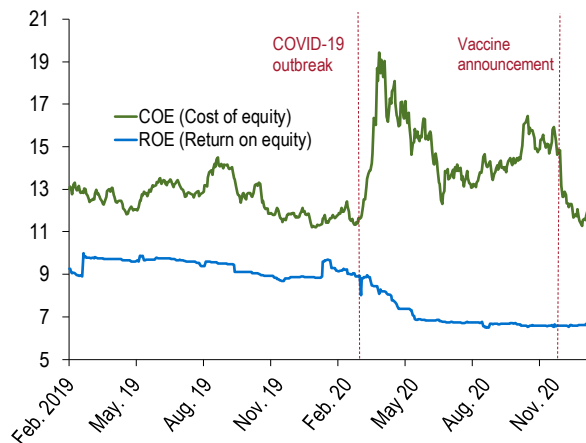
Figure 8. Evolution of Potential “Fallen Angels”
(Count, left scale; US billions, right scale)



Sources: ICE BAML; S&P Global; and IMF staff calculations.

Note: See text for definition of “fallen angel” companies.

Figure 9. European Bank Performance Metrics
(Percent)



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

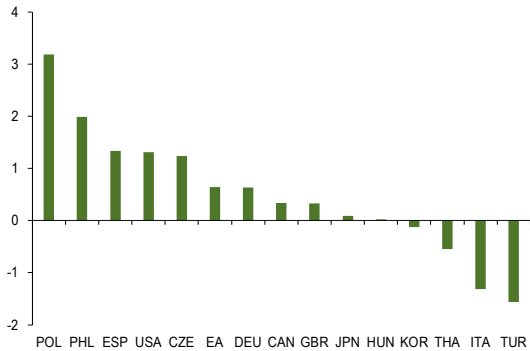
Note: 2022 consensus EPS forecasts are used for the market-implied cost of equity, with consensus expectations used for ROE.

尽管迄今为止偿付能力压力不大，但非金融企业部门依然存在风险。在空前的政策支持下，利差几乎已完全恢复，即使是在次级-投资级部分也是如此，但各行业之间依然存在差异（图 7）。大企业的违约率一直远低于此前峰值，小企业破产也保持在较低水平，在一些国家甚至有所减少。然而，挑战依然存在。例如，自疫情暴发以来，全球范围内潜在“坠落天使”企业（即评级为 BBB-且展望为负面的企业）数量已增长了两倍；在一些地区（如欧盟和美国），这些公司评级进一步下调的可能性加大（图 8）。在中国，2020 年四季度的国企违约事件表明，应对金融脆弱性仍是一项优先工作。全球企业部门的健康与否，最终在很大程度上取决于疫情的演变情况，以及政策支持的幅度和持续时间。一旦投资者对经济增长前景以及货币和财政政策展望进行重新评估，流动性压力和其演变为破产的风险可能再次出现。

在宽松的融资环境下，家庭债务规模可能上升。截至目前，大规模政府支持和救助计划以及利率下行（减轻了偿债负担）缓解了家庭部门的压力。但与其他家庭相比，更加贫穷和边缘化的家庭受到的影响严重得多。这表明脆弱性的分布并不均衡，如果过早退出政策支持或出现不全面的经济复苏，部分家庭的财务压力可能加剧。

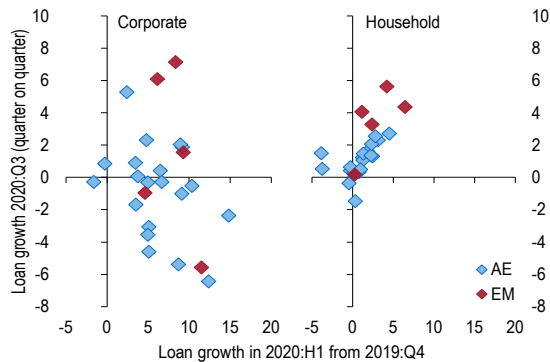
迄今为止，银行还未出现问题。在疫情暴发时，银行持有大量资本和充足的流动性缓冲，至今为止显现出较强的韧性，且空前的政策支持有助于信贷流向家庭和企业。然而，由于低利率环境给盈利能力带来挑战，人们已开始质疑银行在未来几个季度继续放贷的能力或意愿。尤其是在经济复苏可能出现迟滞或不全面的情况下，一旦政策支持措施退出，银行可能对信用敞口的扩大和不良贷款的增长感到担

Figure 10. Bank Lending Standards, Nonfinancial Firms
(Standard deviations from mean; higher is tighter; Q3 2020)



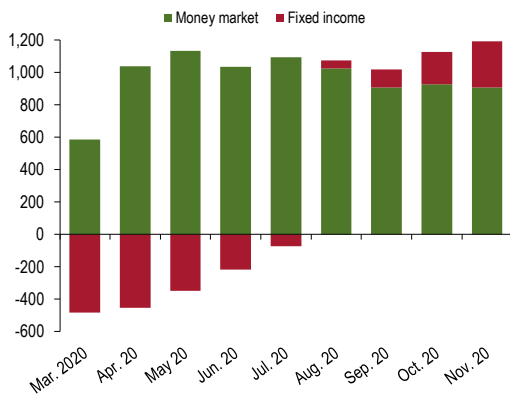
Sources: CEIC; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

Figure 11. Bank Loan Growth
(Percent)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.
Note: AE = advanced economy; EM = emerging market.

Figure 12. Flows into Global Investment Funds
(Billions of US dollars, cumulative since March 2020)



Source: Morningstar.

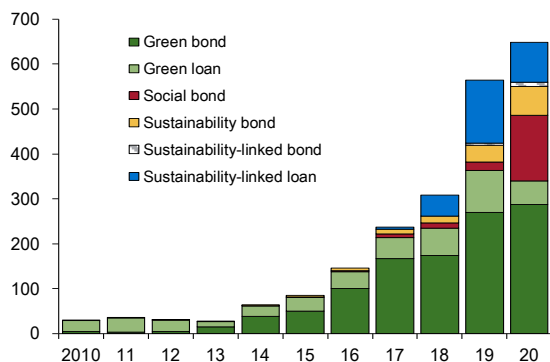
忧。此外，由于净息差持续收窄，银行可能面临利润难以覆盖权益成本的挑战——长期以来，这一问题在日本和欧洲早已显现（图9）。一些国家的非金融企业贷款发放标准已经收紧（图10），很多国家的银行贷款增速持续低迷，或是在近几个月有所放缓（图11）。

随着市场情绪改善，资金开始重新流入投资基金。在繁荣的市场环境中对现金进行投资的迫切需要，促使投资者追逐高收益。2020年3月至11月，固定收益基金的累计资金流入约为2800亿美元，其中9月初以来流入了2300亿美元（图12）。然而，投资基金的脆弱性仍然值得担忧：资产估值过高使得投资基金面临价格调整的风险，流动性和期限错配问题很大程度上仍未得到解决。²

作为应对气候变化和实现社会目标的一个融资来源，资本市场的重要性与日俱增，并且能够在促进绿色复苏中发挥关键作用。随着人们日益认识到社会性支出的重要性（这很可能与抗击疫情有关），2020年社会债券发行规模大幅增加。债务人已开始利用可持续融资来源，2020年可持续债券的发行规模料将超过2019年的记录，达到6500亿美元以上（图13）。

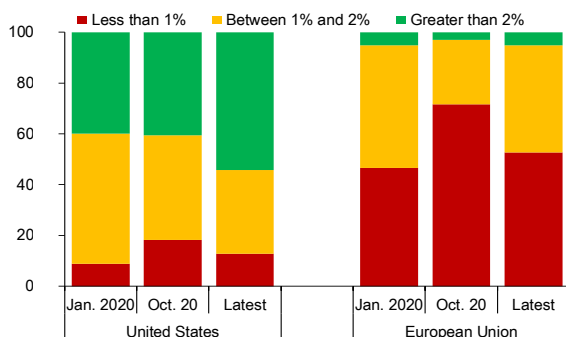
² 参见2020年10月《全球金融稳定报告》第一章和[金融稳定委员会全面检查](#)。

Figure 13. Global Sustainable Debt Issuance
(Billions of US dollars)



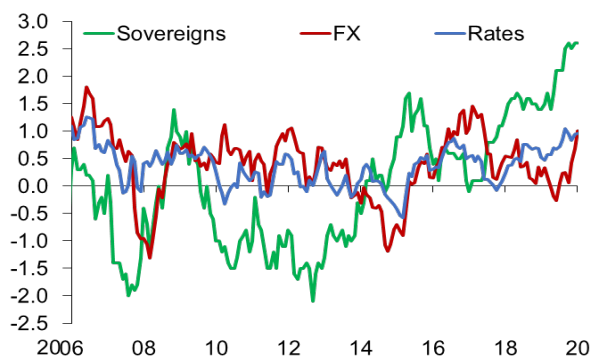
Sources: BloombergNEF; and IMF staff calculations.
Note: 2020 is partial data as of November 30.

Figure 14. Market-Implied Probability of Inflation Outcomes
(Percent, over five years)



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

Figure 15. Investor Positioning in Emerging Market Assets
(Reported investment position in excess of average in units of standard deviation)



Source: J.P. Morgan emerging markets client survey as of December 10, 2020. Note: FX = foreign exchange.

“与君携手，共赴沙场”³

在经济复苏企稳且可持续之前，仍有必要继续提供政策支持，以防止疫情危机对全球金融体系构成威胁。国际社会应致力于开展多边合作，推动全球疫苗研发和公平分配，确保实现均衡、全面的经济复苏。政策制定者应该维护迄今为止取得的成果，并在疫苗推出的基础上，促进各国恢复可持续增长。为实现疫苗的广泛可得，各国需要维持宽松的货币政策，确保为家庭和企业提供流动性支持，同时控制金融风险。⁴如果政策行动力度不足，则可能危及经济复苏；若出现进一步的下行风险，IMF和其他多边机构则随时做好准备为各国提供更多支持。

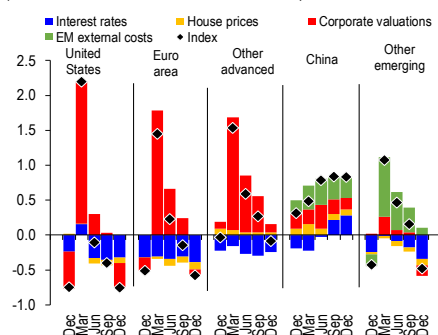
然而，政策制定者也应意识到，一旦投资者突然对增长前景或政策展望作出重新评估，市场将面临调整风险。鉴于经济刚刚开始复苏且通胀预期仍将保持低迷，货币政策预计将在未来数年中保持宽松（图 14）。若干市场的资产似乎估值过高。金融市场中弥漫着一种自满情绪，投资者似乎押注于持续的政策支持，而一致的市场观点也增加了价格调整的风险（图 15）。一旦融资环境在当前极为宽松的基础上急剧收紧（例如，由于长期利率持续上升），并与金融脆弱性相互作用，可能引发尤其严重的后果。

金融稳定风险目前依然可控，但需要采取行动来应对危机暴露出的金融脆弱性。政策制定者面临着跨时期的政策权衡：一方面，在经济增长企稳并可可持续之前，需要继续支持复苏；另一方面，又需要应对疫情前已然显著，或是在疫情暴发后出现的金融脆弱性。这些脆弱性包括：不断攀升的企业债务水平、非银行金融

³ 译注：原文来自莎士比亚《亨利五世》中的“Once more unto the breach, dear friends, once more”。

⁴ 关于支持经济复苏的货币、财政和金融政策，以及疫情得到控制后的政策重点的讨论，参见 2020 年 10 月《全球金融稳定报告》。

Figure 16. Financial Conditions Indices
(Standard deviations from mean)



Source: IMF staff calculations.

Note: Higher indicates tighter financial conditions. EM = emerging market. Series begins December 2019 and ends December 2020.

所有图表中的数据标签使用国际标准化组织的国家代码。

部门的脆弱性、主权债务规模的扩大、一些发展中经济体入市融资的挑战、一些国家银行体系盈利能力的不断下降等。为避免经济增长在中期内面临风险，运用宏观审慎政策应对这些脆弱性至关重要。