

全球金融稳定报告

高通胀和高利率考验下的金融体系

自 2022 年 10 月《全球金融稳定报告》发布以来，全球金融体系的抗风险能力面临了一系列严峻考验，金融稳定风险迅速上升。全球金融危机后，利率处于极低水平，波动性受到抑制，流动性也十分充足。在这种环境下，市场参与者增加了其对流动性风险、久期风险和信用风险的敞口，且往往会利用资金杠杆来提高回报率。正如先前几期《全球金融稳定报告》指出的，这些脆弱性使得金融稳定风险居高不下。

美国硅谷银行和签名银行的突然倒闭，以及市场对瑞士瑞信银行——一家位于欧洲的全球系统重要性银行（GSIB）——的信心丧失，都强烈提醒各方关注货币、金融环境收紧与脆弱性积累相互作用所带来的挑战。在新技术和社交媒体快速传播信息的放大作用下，起初看起来是美国银行业的孤立事件迅速蔓延到了世界各地的银行和金融市场，引发了风险资产的抛售（图 ES.1）。它还导致货币政策利率预期的大幅重新定价，其幅度和规模与 1987 年的“黑色星期一”相当（图 ES.2）。

政策制定者为遏制系统性风险采取了有力响应，这减轻了市场的焦虑情绪。美国的银行监管部门采取措施，为两家倒闭机构的无保险存款提供了担保，并通过新的“银行定期融资计划”提供了额外的流动性。瑞士国家银行向瑞信银行提供了紧急流动性支持，随后，瑞信银行在一项由国家支持的收购中被瑞士联合银行接管。但随着投资者重新评估金融体系的基本健康状况，市场情绪依然脆弱，众多机构和市场依然明显承压。

市场参与者和政策制定者所面临的根本问题在于：最近的这些事件是否预示着将出现更多的系统性压力，给全球金融体系的抗风险能力带来考验（其就如同煤矿中的金丝雀）？还是说，这仅仅是在十多年的流动性充裕之后，货币和金融环境收紧所引发挑战的一种孤立表现？虽然全球金融危机以来的监管改革（特别是针对最大型银行实施的改革）毫无疑问地提升了金融体系的总体抗风险能力，但各方仍然担忧银行和非银行金融中介机构（NBFIs）中可能隐藏着的脆弱性。

在美国，投资者担忧利率敏感型资产会遭受损失，从而引发了银行股的抛售，这对于存款来源较为集中且按盯市法计算损失较大的银行而言尤为如此（图 ES.3）。在欧洲，交易价格比其账面价值低得多的银行受此影响最大，人们对其长期盈利能力和筹集资本金的能力存在担忧。

到目前为止，新兴市场银行的证券投资组合似乎并未遭受重大损失，且其存款融资一直保持稳定。IMF 工作人员估计，在欧洲、日本和新兴市场中，银行拥有的持有至到期（HMT）投资组合中的未实现损失的监管比率所受影响很可能较小，但对其他一些银行而言，这种影响可能很大（图 ES.4）。尽管如此，许多国家的存款保险覆盖率较低，并且新兴市场银行的资产信用质量普遍低于发达经济体。此外，新兴市场银行在其金融体系中发挥的作用总体上比发达经济体更大，因此在新兴市场中，银行业的薄弱可能会造成更为严重的后果。

这些事件提醒我们，在市场普遍丧失信心的情况下，融资可能会迅速枯竭。不同机构之间存款模式的转变可能会增加银行的融资成本，从而限制它们向经济提供信贷的能力。这些担忧与美国的地区性银行尤为相关。随着近期银行股票价格下跌，美国银行的贷款能力在未来一年可能会下降近 1%，在其他条件相同的情况下，这将使实际 GDP 将下降 44 个基点。

未来的挑战

当前，通胀压力被证明比预期更加持久，在这种情况下，金融市场压力的出现正使中央银行的使命变得更加复杂。在最近的压力事件发生之前，发达经济体的利率已经大幅上升，更加符合央行关于需要在更长时间内实施限制性货币政策的沟通内容。此后，投资者大幅下调了发达经济体货币政策的预期路径（图 ES.5）。他们现在预计各国央行开始放松货币政策的时点将远早于此前的预测。然而，通胀仍然远高于目标，令人感到不安。

在新冠疫情期间大幅增持证券后，各国央行已开始缩减其资产负债表。在流动性普遍较差、债务水平高企、额外供应的主权债务须将由私人投资者吸收的情况下，这一回归常态的过程可能会给主权债务市场带来挑战。例如，预计美国国债的净发行量将在 2023 年和 2024 年增加，而美联储的量化紧缩政策正在减少其资产负债表吸收的国债比例（图 ES.6）。

考虑到金融杠杆的状况、资产负债存在流动性错配，以及非银行金融机构（NBFIs）部门内部以及其与传统银行机构之间的高度关联，货币和金融环境收紧的影响可能会被放大。例如，为了增加回报，寿险公司在过去十年中将其非流动性投资翻了一番，并越来越多地使用杠杆为非流动资产融资（图 ES.7）。

到目前为止，大型新兴市场相对平稳地应对了发达经济体货币政策的大幅收紧，这部分得益于全球金融环境并未紧跟全球货币政策的收紧而变化。然而，如果当前金融市场的压力不能消退，并导致全球风险承担水平下降且由此引发资本外流，那么这些大型新兴市场可能会面临重大挑战。

世界各地的主权债务可持续性指标持续恶化（特别是在前沿国家和低收入国家），许多最脆弱的国家已经面临极大的压力。现在，已经有 12 个国家主权债的交易利差已处于承压水平，另有 20 个国家的主权债交易利差超过了 700 个基点——从历史来看，在这一水平上上市融资已经十分困难（图 ES.8）。

在前沿市场，鉴于当前主权违约和宏观脆弱性带来的挑战，活跃的债券发行活动已在 2021 年消失，且可能不会恢复到同样的规模（图 ES.9）。低收入国家受到粮食和能源价格高企的严重影响，且几乎无法获得市场融资。它们持续面临着极其艰难的债务状况，其中，超过一半国家（69 国中的 37 国）已经陷入了债务困境，或是面临陷入债务困境的巨大风险。

在金融机构外，家庭在疫情期间积累了大量储蓄，这部分源于疫情期间推出的财政支持和货币宽松政策。然而，家庭正面临更加沉重的偿债负担，这侵蚀了它们的储蓄，使其更容易出现违约。按揭抵押贷款利率急剧上升，使全球住房需求降温。2022 年下半年，60% 的新兴市场经济体的平均房价下跌，而发达经济体的房价涨幅也有所放缓。在可变利率的按揭抵押贷款比例较大的经济体，实际住房价格的跌幅最大。许多国家的估值仍然过高，如果利率迅速上升，价格大幅调整的风险会增加（图 ES.10）。

人们对商业房地产（CRE）市场状况的担忧已不断加剧，该市场一直面临基本面恶化和融资成本收紧的压力。在美国，CRE 银行贷款的约四分之三由总资产低于 2500 亿美元的银行所持有，因此，其资产质量恶化将对这些银行的盈利能力和放贷意愿产生重大影响。此外，非银行金融机构在房地产投资信托（REIT）部门和商业抵押贷款支持证券（CMBS）市场中发挥着重要作用，因此，CRE 市场的压力会对金融稳定和经济增长产生更为广泛的影响。全球交易活动较上一年下降了 17%，REIT 的价格调整幅度高达 20%。办公楼宇部门的损失尤其严重，因为在新冠疫情后的环境下，市场对办公楼宇的需求疲软，入住率也更低。

企业的违约率则仍然很低，因为企业部门在疫情期间建立了大量现金缓冲，这提供了财务缓冲（图 ES.11）。然而，企业盈利下降和融资环境收紧已经开始侵蚀这些缓冲，并可能导致企业在未来出现还款困难，使之面临违约风险。小型企业和新兴市场企业很可能会受到更大的不利影响，因为它们缺乏银行贷款以外的其他融资来源，而银行发放贷款的标准已经开始收紧。

中国经济已重新开放，但其房地产市场仍然低迷。一些房地产开发商的融资环境有所改善，但购房者仍然避免从资金实力较弱的私人开发商手里购买住房，这突显出中国在恢复民众对更广泛的住房市场的信心方面进展有限。2022 年，各方对深度参与房地产市场的地方政府融资平台（LGFV）债务可持续性的担忧加剧，LGFV 债务总额估计约为中国 GDP 的 50%。地方政府融资平台的债务困境一旦扩大，可能会给部分银行带来重大损失，特别是在地方政府债务较高且未完工住房存量较大的低收入地区（图 ES.12）。

第二章重点关注了非银行金融机构——它们与全球金融体系中的银行和其他金融机构的联系正变得日益密切（图 ES.13）。案例研究表明，非银行金融中介机构的压力往往是在杠杆率高企、流动性低下和系统高度关联的情况下出现的，且这种压力会蔓延到其他辖区，包括新兴市场和发展中经济体。在当前的高通胀环境中，上述脆弱性可能会加剧，因为出于金融稳定目的而提供流动性的做法已变得更加困难，且从央行政策沟通角度来看这也变得更具挑战性。

第三章讨论了主要经济体之间不断紧张的地缘政治局势会如何通过加剧全球经济和金融割裂而增加金融稳定风险，并对资本的跨境配置产生不利影响（图 ES.14）。这可能导致资本流动的突然逆转，并可能增加银行的融资成本，从而威胁宏观金融稳定。对于新兴市场和本地充足率较低的银行来说，这些影响可能更为明显。全球割裂还可能降低跨境分散风险的水平，从而加剧宏观金融波动——这对外部缓冲较少的国家而言尤为明显。

政策建议

许多辖区的通胀水平持续高于央行目标，令人不安。在这种情况下，金融体系正在经受通胀上升和利率走高的考验。金融市场压力的出现使中央银行的工作变得更加复杂。用于应对金融稳定风险的工具应有助于央行实现货币政策目标而不受金融稳定目标的影响。这些工具使央行能够继续收紧货币政策来应对通胀压力。

在高通胀的情况下，如果金融压力显著上升并威胁到金融体系的健康，那么就可能需要通胀目标和金融稳定目标之间进行权衡取舍。就央行的目标和政策职能开展明确的沟通，对于避免不必要的不确定性至关重要。政策制定者应迅速采取行动，防止出现任何可能影响市场对全球金融体系抗风险能力信心的系统性事件。如果政策制定者需要调整货币政策立场以支持金融稳定，他们应该清楚地传达其将在金融压力减轻后尽快将通胀拉回目标水平的坚定决心。

最近银行业的动荡凸显了银行在利率风险和流动性风险方面的内部风险管理实践的失败，也暴露出了监管的失误。监管者应确保银行拥有与其风险特征相匹配的公司治理和风险管理，包括由银行董事会进行风险监测，以及确保有能力开展资本和流动性压力测试并保证测试的充分性。对于非银行金融机构，政策制定者应弥合数据缺口，激励这些机构采取适当的风险管理实践，制定适当的监管规则，加大监管力度。

建立充分的最低资本要求和流动性要求（包括针对不被视为具有系统性的单个小型机构提出此类要求），对于遏制金融稳定风险至关重要。审慎规则应确保银行持有能够应对利率风险的资本金，防范在出现流动性冲击时可能突然出现的隐性损失。在当前高通胀持续、利率居高不下的环境下，当局应特别关注银行的资产分类和拨备状况，关注银行对利率风险和流动性风险的敞口。

央行的流动性支持措施应旨在解决流动性问题，而不是偿付能力问题。后者应由相关的财政部门（或处置部门）予以解决。一些对手方由于受到监管而被迫将流动性风险内化（“大棒”），央行应该对其提供流动性支持，这样，央行可能只需要在应对系统性流动性风险时才进行干预（“胡萝卜”）。应该将很大一部分风险保留在市场上（“部分保险”），以最大限度地减少道德风险；同时，应该为干预措施设定一个明确的结束日期，以便让市场在紧迫压力消退后重新发挥作用。

政策制定者最近的一些回应表明，需要就处置改革议程开展进一步工作，以增加系统性银行在不危及公共资金的情况下得到处置的可能性。股东和其他资本工具的持有人遭受了损失，这是一个积极的进展；但要在公共资金面临风险之前在整个债权人层级中更多分配损失，则被证明是较难实现的。国际社会需要总结这些经验，并对全球金融危机后处置改革的有效性给出政策结论。

根据 IMF 的“综合政策框架”，在外汇市场流动性不足、资产负债错配和通胀预期未得到良好锚定的情况下，只要外汇储备充足且干预不会损害宏观经济政策的可信度或取代其必要调整，那么外汇干预可能是一种合适的做法。在危机迫在眉睫的情况下，资本流出管理措施可能是减轻资本外流压力的一种选择，尽管其应成为解决底层宏观经济失衡问题的一揽子综合政策的一部分，并应在危机缓解后予以撤销。

发展中经济体和前沿市场的主权借款人应更加努力地遏制高债务脆弱性带来的风险，包括尽早与债权人开展接触、进行多边合作，以及寻求国际社会的支持。制定可信的中期财政整顿计划可能有助于控制借款成本，并缓解对债务可持续性的担忧。对于濒临债务困境的国家，双边和私人部门债权人应酌情利用二十国集团的债务处理“共同框架”，就预防性的债务重组开展协调。

在市场承压期间，央行直接向非银行金融中介机构提供流动性被证明可能是必要的，但最重要的是应实施适当的保障机制。作为第一道防线，对非银行金融机构进行强有力的监督和监管至关重要。如果金融稳定受到威胁，可以考虑为非银行金融机构提供在现有形势下适当的央行流动性支持——包括开展针对整个市场的相机决策式的操作，提供常备贷款工具，或是行使最终贷款人职能——但这种支持措施需要精心设计，以避免道德风险。

政策制定者应投入资源来评估、管理和缓释地缘政治紧张加剧造成的金融稳定风险。金融机构可能需要拥有足够的资本和流动性缓冲，以缓释此类地缘政治风险。政策制定者还应确保全球金融安全网的充分性。鉴于全球宏观金融稳定面临重大风险，各方应加强多边合作，缓和地缘政治紧张局势，并减少经济金融的割裂现象。

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/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023>