

概要

把舵定航：金融市场在不确定性中前行

1. 自 2024 年 4 月《全球金融稳定报告》（GFSR）发布以来，全球经济活动有所放缓，通胀已持续缓和。随着当前主要央行放松货币政策，金融环境保持宽松，新兴市场继续维持了抗风险能力，资产价格的波动性总体上相对较低。根据国际货币基金组织（IMF）的提前一年在险增长指标，近期金融稳定风险仍然可控，处于历史第 40 百分位数左右。即便如此，宽松的金融环境虽然使得近期风险可控，但也促进了脆弱性的积累，例如资产估值高企、全球私人 and 政府债务增加（图 ES.1）以及非银行金融机构（NBFIs）加大了杠杆，这增加了未来的金融稳定风险。

2. 这些不断积累的脆弱性可能会放大负面冲击——在军事冲突持续不断、各国新当选政府未来政策不明朗的背景下，经济和地缘政治的不确定性很大，出现上述放大作用的可能性已经增加。特别是，不确定性与市场波动性之间的脱节日益严重（图 ES.2），这增加了市场波动性突然大幅升高和资产大幅度重新定价的可能性，且这可能因脆弱性而被放大。如第一章所示，2024 年 8 月初市场出现动荡，日本和美国股市波动性大幅上升（图 ES.3），全球资产价格大幅下跌，这让人们得以窥见，当市场波动性大幅上升与金融机构加杠杆相互作用、从而产生非线性市场反应并引发资产抛售时，市场可能出现剧烈反应。

3. 实际上，第二章的定量研究表明，经济不确定性的进一步上升可能会增加未来经济增速、资产价格和银行贷款增速的下行风险。例如，假设全球实体经济的不确定性跳升，且其达到全球金融危机期间的升幅，那么提前一年全球平均实际 GDP 增速的下行结果（具体而言，为第 10 百分位数的结果）将恶化 1.2 个百分点（图 ES.4）。当宏观金融脆弱性较高，或市场波动性与不确定性的脱节更严重时，这种影响会更强烈。不确定性还可以通过贸易和金融联系带来跨境溢出效应。

4. 本期《全球金融稳定报告》深入探讨了威胁金融稳定的金融脆弱性与失衡问题，强调了政策制定者解决这些问题的紧迫性。

脆弱性与失衡问题

5. 高企且快速增长的主权债务仍然是一项全球性挑战，而许多辖区未能达到实现长期债务稳定所需的基本余额。在许多发达经济体，随着央行持续实施量化紧缩，政府新发行的债券中有越来越大的一部分将需要由价格敏感型买家吸纳，这可能会加剧债券市场的波动。对于财政缓冲薄弱且不断恶化的新兴市场和前沿经济体，其主权债券和信用违约掉期的利差增幅超过了其他辖区，这增加了它们的偿债难度。

6. 自 2024 年 4 月《全球金融稳定报告》发布以来，新兴市场持续展现出抗风险能力。央行在制定货币政策时持续关注了国内经济和通胀状况，依靠汇率调整来缓解外部不利因素。随着主要发达经济体计划放松货币政策，新兴市场的压力可能在短期内有所缓和。但在未来，贸易政策和地缘政治的高度不确定性，以及（作为许多新兴市场重要贸易伙伴的）中国增长前景的放缓，可能会增加新兴市场维护金融稳定的难度。证券投资流动的波动性可能会升高，获得国际融资的难度也可能增加，这对前沿经济体而言尤其如此。实际上，在过去十年中，发达经济体对新兴市场的利率溢出效应有所增强，美国 10 年期债券的期限溢价（投资者持有长期证券所要求的风险溢价）的变化对新兴市场 10 年期债券期限溢价变化的解释力不断增加（图 ES.5）。

7. 2024 年，全球可持续债务的发行量有所反弹。然而，从今年初至今的发行量看，新兴市场在其中仅占到了 13%（图 ES.6），而且新兴市场以本币计价的可持续债务比例很小。气候融资投资的不足可能会使减缓、适应气候变化的工作被推迟，并可能在未来影响金融稳定。

8. 即使全球利率正在下降，未来几年许多企业在偿债方面还是会面临挑战。尽管强劲的经济活动和健康的企业资产负债表帮助部分企业维持了稳健的利润率，但实力较弱的企业身陷困境，使企业债违约率持续上升。一些在私募信贷市场以高利率借款的中型企业的情况正日益紧张，并已经采取了实物支付方式，这实际上推迟了利息支付且积累了更多债务。此外，贸易限制措施和地缘政治事件可能推高投入品成本和削弱付息能力，从而对企业造成影响。尽管信用恶化的迹象越来越多，但按照历史标准看，企业债仍然在较窄的利差范围内交易，这导致了定价偏离，表明市场突然进行信用风险重新定价的风险增加。

9. 尽管大多数国家住宅房地产的稳定风险似乎可控，但商业地产（CRE）部门依然承受着巨大的压力。价格和基本面的偏离预示着商业地产市场（尤其是陷入困境的办公楼宇部门）将出现进一步调整。资金可能会被撤回，这会压低价格并使更多金融机构承受压力，从而形成一种不利的反馈循环（图 ES.7）。过度集中于商业地产部门的银行以及非银行投资者（如房地产投资信托）都可能面临压力。

10. 全球银行业依然具备抗风险能力，拥有着充足的资本和流动性缓冲。尽管某些形式的贷款（如消费者信用卡贷款、汽车贷款和商业房地产贷款）的不良率有所上升，但整体资产质量并未显著恶化。然而，降息可能会对净息差和银行盈利能力带来负面影响，而 8 月初部分银行股的暂时性抛售凸显了未来的一些风险，这对于业务模式面临挑战的大量较脆弱尾部机构而言尤其如此（图 ES.8）。

11. 8 月初的市场动荡再次显示了 NBFIs 如何通过金融系统传导并放大压力，其杠杆头寸快速平仓会导致流动性失衡，从而加剧市场波动。随着开放式债券基金、对冲基金和私募信贷的增长，一些 NBFIs 部门正在加大杠杆的使用。数据缺口削弱了当局评估与 NBFIs 杠杆相关的脆弱性和识别大规模集中头寸的能力，是解决这些问题的一个关键挑战。

12. 人工智能（AI）在资本市场活动中的使用可能会进一步支持 NBFIs 的增长。第三章表明，虽然在交易投资活动中对于 AI 的采用仍处于相对早期的阶段，但其可能在未来几年加速：例如，近年来，在资产管理领域的专利申请中，与 AI 和机器学习相关的申请比例已大幅

上升（图 ES.9）。虽然采用这些新技术可能会帮助银行和 NBFIs 提升效率并节约成本，但 NBFIs 在使用 AI 时通常更灵活，受到的限制也更少。实际上，在若干适于采用电子交易的资产市场中，NBFIs 已经占据了主导地位。AI 的广泛采用还可能加剧未来的金融脆弱性，这是因为：其在压力时期可能会增加市场波动；降低透明度；当局很难监测 AI 在资本市场中的使用情况和使用者；对几家关键 AI 服务提供方的依赖会推升操作风险；以及网络风险和市场操纵风险会上升。

政策建议

13. 虽然近期金融稳定风险看似可控，但金融体系的脆弱性正在积累。现在，政策制定者是时候采取行动降低脆弱性了。对于各国央行来说，在政策沟通中明确表示货币政策路径不会对任何单一数据点作出过度反应，将帮助减少不确定性。在经济增长和通胀的势头继续保持不变的情况下，央行应逐步放松货币政策，使其立场更加中性。在通胀仍顽固高于目标水平的情况下，央行应抑制投资者对货币政策放松的过于乐观的预期。

14. 鉴于许多国家的主权债务远远超出疫情前水平，财政调整应重点关注以可信的方式重建财政缓冲、以维持合理的融资成本，帮助锚定中期通胀预期，并遏制主权评级下调的风险。对于财政空间较小的国家，财政计划的可信度对于防止出现评级悬崖效应（这种效应可能会对融资环境产生负面影响）至关重要。前沿经济体和低收入国家的主权借款人应加大力度遏制与其债务脆弱性相关的风险，包括与债权人沟通、开展多边合作以及争取国际社会支持等。

15. 随着 NBFIs（从开放式投资基金到对冲基金和私募基金）持续增长，其期限错配增加和杠杆率上升带来的风险凸显了更积极主动开展监管和监督工作的必要性。提高 NBFIs 的报告要求，加强政策来缓解 NBFIs 杠杆带来的脆弱性和放大机制，这些举措至关重要。改善 NBFIs 的流动性准备状况，实施金融稳定理事会商定的标准，加强对非银行机构的压力测试——这些措施可降低系统性风险。

16. 债务的持续积累和经济的高度不确定性凸显了加强宏观审慎政策框架的必要性，以便遏制非银行金融部门过度冒险行为，并确保银行体系拥有充足的资本和流动性缓冲，从而在压力时期支持信贷供给。政策制定者应收紧宏观审慎工具，以提高抵御一系列冲击的能力，同时避免金融环境广泛收紧。

17. 政策制定者需要保持警惕，以监测企业和商业房地产部门的脆弱性。为确保银行体系的抗风险能力并为有关资本充足率的决策提供依据，当局应开展压力测试，并在其中包含与贸易限制措施、地缘政治事件和商业房地产价格大幅下跌相关的情景。鉴于私募信贷在金融市场中的作用越来越重要，提高报告要求以改善风险的监测和管理至关重要。

18. 全球金融体系中的尾部薄弱银行以及其对健康机构的传染风险，凸显了做好准备应对金融动荡的必要性。关键在于确保监管机构具备开展早期干预的能力，以及确保银行做好准备来获得央行的流动性。在采用和实施恢复与处置框架方面取得进一步进展，对于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来说，具有重大意义。全面、及时和一致地实施国际标准，对于加强审慎框架仍然十分重要。

请参见此处的英文报告全文：<http://IMF.org/GFSR-October2024>