

全球金融稳定报告

概要

世界经济正在经历顽固的高通胀，这是几十年来从未面临过的挑战。在全球金融危机之后，随着通胀压力减弱，利率多年来一直维持在极低水平，投资者也习惯于较低的市场波动性。由此导致的金融环境宽松支持了经济增长，但也助长了金融脆弱性的积累。现在，伴随通胀达到数十年来的高位，发达经济体的货币当局正在加快政策回归常态的步伐。在通胀和汇率压力不断上升的背景下，新兴市场的政策制定者已在持续收紧政策，然而不同地区的政策收紧情况存在显著差异。今年，全球金融环境明显收紧，引发了许多宏观经济基本面较弱的新兴和前沿市场经济体发生资本外流。在经济和地缘政治不确定性加剧的情况下，投资者于9月大量撤出风险承担活动。近几周来，环境不断恶化，主要系统性风险指标上升（如美元融资成本增加、对手方信用利差扩大）。各方面面临着金融环境无序收紧的风险，且这些风险可能会被多年来积累的脆弱性放大。本期报告将关注当前宏观金融环境中影响全球金融稳定的风险——而当前的环境对许多政策制定者和市场参与者来说都是未曾经历过的。

自2022年4月《全球金融稳定报告》（GFSR）发布以来，全球经济前景严重恶化。许多下行风险已经显现，包括通胀压力超出预期，中国在数轮疫情和防疫封锁措施的背景下经济放缓超预期，以及俄罗斯入侵乌克兰带来了更多的溢出效应。结果导致全球经济加速放缓。

在前景极为不确定和通胀居高不下的背景下，各国央行继续推动政策回归常态，以恢复价格稳定。自2022年4月《全球金融稳定报告》发布（图1）以来，全球大多数地区的金融环境已经收紧，这一部分是货币政策收紧的预期结果，另一部分则是因为自4月以来经济前景的不确定性持续上升。相比之下，中国的金融环境有所放宽，因为政策制定者提供了额外的支持，以抵消经济前景的恶化和房地产行业的压力。

自2022年4月《全球金融稳定报告》发布以来，全球金融稳定风险有所增加，风险明显偏向下行。从未来GDP增长的概率分布来看，不利GDP增长结果的范围已处于过去40年来最差的第20百分位（图2）。主权部门和非银行金融机构部门的金融脆弱性加剧，而一些关键资产类别的市场流动性已经恶化。

自4月以来，利率和风险资产的价格一直极不稳定，反映出经济和政策前景的巨大不确定性。截至6月，风险资产出现大规模抛售，因为人们担忧各国央行将不得不加快加息步伐以对抗高通胀。新兴市场资产遭受了巨大损失，高收益的新兴市场主权债券利差几乎已上升至2020年3月的水平（图3）。加密资产市场也经历了极大的波动，导致了一些最具风险的细分市场的崩溃和一些加密资产基金的平仓。

在今年年中，随着对经济衰退的担忧加剧，市场认为货币政策回归常态的周期有望较先前预期更早结束，从而推动风险资产出现反弹。但这轮上涨已经回落且风险资产遭受了更多损失，因为主要央行再次强烈表达了它们对抗击通胀和履行稳定物价职责的决心。

在未来最可能出现的通胀结果方面，投资者们的分歧似乎变得更加明显。在欧元区，出现低通胀和高通胀结果的几率都很大，这很可能反映了对总体增长放缓的高度担忧（图4）。但存在这样一种风险，即未来几个月市场对风险进行快速、无序的重新定价，这可能与先前本已存在的脆弱性和市场的流动性不足相互作用，并被其放大。

各类资产的市场流动性指标均有所恶化，包括一般情况下市场具有高流动性的资产，以及在交易所交易的标准化产品。美国国债的买卖价差显著扩大，市场深度急剧下降，流动性溢价已经上升（图5）。

自2022年4月《全球金融稳定报告》发布以来，欧洲金融市场已表现出紧张态势。由于欧元区出现天然气短缺且分裂风险再度出现，市场对经济衰退的担忧日益加剧，已开始低价抛售资产。然而，在欧央行宣布推出一种对抗欧元区分裂的新工具——“传导保护工具”后，南欧国家政府债券收益率相对德国政府债券收益率的利差有所收紧。在英国宣布以债务融资开展大规模减税以及实施财政措施应对能源价格升高之后，投资者对其财政和通胀前景的担忧严重影响了市场情绪。英镑急剧贬值，主权债价格大幅下跌。为了防止英国国债市场失灵对英国金融稳定造成重大风险，英格兰银行根据其维护金融稳定职责，于9月28日宣布临时性地定向购入长期英国政府债券。

新兴和前沿市场的央行也在持续收紧货币政策。但各地区的差异仍很明显，一些国家更早、更大幅度地提高了政策利率，以应对通胀压力。本币债券市场的状况严重恶化，反映出对宏观经济前景和债务水平上升的担忧。主权债券期限溢价急剧增加，这在中欧和东欧地区尤为如此。

新兴市场面临着多重风险，这些风险来自高昂的外部借款成本、居高不下的通胀、波动剧烈的大宗商品市场、高度不确定的全球经济前景以及发达经济体政策收紧带来的压力。前沿市场的压力尤其严重，金融环境收紧、基本面恶化以及对大宗商品价格波动拥有巨大敞口等因素共同作用，给前沿市场带来了诸多挑战。政府债务的利息支出持续上升，增加了当前的流动性压力。在一个基本面不佳且缺少投资者风险偏好的环境中，债务违约可能会接踵而至。然而，到目前为止，投资者继续区别对待不同的新兴市场经济体，许多规模最大的新兴市场似乎对外部脆弱性有着更强的韧性。非居民的证券投资流动在今年上半年出现了大规模流出，此后则显现了一些企稳迹象，尽管其仍然疲软（图6）。硬通货主权债的发行状况急剧恶化。

如果无法改善其入市融资状况，许多前沿市场债券发行人将不得不寻求其他的资金来源和/或调整债务安排和进行债务重组。

充满挑战的宏观经济环境也给全球企业部门带来了压力。自4月以来，各部门的信用利差大幅扩大。大型企业反映成本上升导致其利润收缩；同时，由于担忧可能出现经济衰退，各方似乎正在愈发普遍地下调全球收益增长的预测。在小型企业方面，主要发达经济体的小型企业破产数量已经开始增加，因为小型企业受借款成本上升和财政支持减少的影响更大。在经济增长充满挑战的背景下，依赖杠杆金融市场的企业正面临着更严苛的贷款条款和发放标准。这些资产的信贷质量可能会在经济衰退期间经受考验，并有可能溢出至更广泛的宏观经济。

随着各国央行大幅收紧货币政策，借款成本的大幅上升和贷款标准的收紧，再加上价格连年上涨导致的估值过高，可能对房地产市场产生不利影响。在最坏的情况下，购房者可负担能力下降带来的压力以及经济前景的恶化，可能使实际房价大幅下跌（图7）。

中国房地产行业的低迷程度已经加深，因为防疫封锁时期房屋销售量的急剧下降加剧了房地产开发商的流动性压力，引发了对更广泛偿付能力风险的担忧。房地产开发商破产可能波及银行业，影响一些脆弱的小型银行和国内系统重要性银行，这是因为其资本缓冲水平较低且与房地产相关的集中度风险较高（图8）。

全球银行业具有较高的资本充足率和充裕的流动性缓冲，这增强了其抗风险能力。然而，IMF的全球银行压力测试显示，在金融环境突然急剧收紧的情况下，全球经济将在高通胀下于2023年陷入衰退，多达29%的新兴市场银行（按其资产规模计算）将违反资本充足率要求，而大多数发达经济体银行将保持韧性。重建缓冲和填补资本缺口将需要超过2000亿美元（图9）。

如第二章所述，新兴市场和发展中经济体在未来数年将需要大量的气候融资，以推动减排并适应气候变化带来的实体影响。可持续金融发展迅速，但新兴市场和发展中经济体继续处于不利地位。坚决扩大私人气候融资面临重大挑战，包括缺乏具有支持性的气候政策（如有效的碳定价）和依然薄弱的气候信息架构（图10）。

开放型投资基金在金融市场中发挥着越来越重要的作用。然而，其资产和负债之间的流动性错配引发了对金融稳定的担忧。第三章探讨了持有低流动性资产同时允许同日赎回的开放型基金如何增加投资者挤兑和抛售资产的概率，从而成为引发资产价格脆弱性的一个关键驱动因素（图11）。开放型基金的脆弱性也可能产生跨境溢出效应并导致国内整体金融环境收紧，从而对宏观金融稳定带来潜在风险。

政策建议

各国央行必须采取果断行动，将通胀恢复至目标水平，防止通胀压力变得根深蒂固，避免通胀预期脱锚，使政策信誉受损。前景的高度不确定性影响了政策制定者就未来货币政策走向提供明确和精准指引的能力。但是，央行围绕其货币政策反应方程、实现其职能目标的坚定承诺以及进一步推动政策回归常态的必要性进行明确沟通，对于维护央行信誉和避免不必要的市场波动至关重要。

根据IMF的“综合政策框架”，在适当情况下，一些正在应对全球紧缩周期的新兴市场经济体可以考虑使用有针对性的外汇干预、资本流动管理措施和/或其他措施的某种组合，以帮助平滑汇率调整，降低金融稳定风险并维持适当的货币政策传导。

发展中经济体和前沿市场的主权借款人应更努力地遏制高债务脆弱性带来的风险，包括与债权人开展早期接触、进行多边合作和寻求国际社会的支持。在最近的多重冲击之后，制定可信的中期财政整顿计划可能有助于控制借款和再融资成本，缓解对债务可持续性的担忧。

政策制定者应遏制金融脆弱性的进一步积累。在考虑各国的具体情况和近期经济挑战的同时，政策制定者应根据需要调整某些宏观审慎工具，以应对具有较大脆弱性领域的问题。鉴于经济面临巨大不确定性且政策持续回归常态，当局应在遏制脆弱性积累、避免顺周期性以及防止金融环境无序收紧之间取得平衡。

实施政策缓解市场的流动性风险，对避免可能的冲击放大效应至关重要。监管机构应监测交易基础设施的稳健性，并支持提高市场透明度。此外，改善交易层面数据的可得性将有助于及时评估流动性风险。鉴于非银行金融机构变得日益重要，交易对手方应仔细监测日内活动和杠杆风险敞口，加强流动性风险管理，并提高透明度和数据可得性。

扩大私人气候融资规模将需要新的融资工具和多边开发银行的参与，以吸引私人投资者、利用私人投资以及增强风险吸收能力。多边开发银行增大股权融资比重并为气候融资提供更多资源，将有助于各国实现这些目标。IMF可帮助其成员国应对气候变化挑战，包括开展金融稳定风险评估，通过其新设立的“韧性与可持续性信托”提供贷款，以及倡导弥合数据缺口和增强信息披露。

当局有必要采取政策行动，降低与开放型投资基金相关的脆弱性和风险。基于价格的流动性管理工具（如摆动定价）可以有效降低资产价格的脆弱性，但政策制定者应该对其实施提供进一步指引。政策制定者还应考虑更密切监测基金的流动性风险管理做法，要求开放型基金增加信息披露以更好评估脆弱性，以及就改善流动性供给采取措施。

阅读相关图表，请参见概要和报告全文的英文版本：

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>

新兴市场和发展中经济体占全球温室气体排放的三分之二，且其中许多经济体极易受到气候灾害的影响。未来几年，这些经济体将需要大量的气候融资，以推动减排并适应气候变化带来的实体影响。

由于新冠疫情危机后公共预算紧张，以及新兴市场和新兴市场的主权融资环境收紧，私人融资是实现上述目标的关键所在。制定正确的气候政策（包括碳定价）对于促进私人气候融资的发展至关重要。气候政策和气候融资相辅相成——改善政策会激励私人投资的发展，这将有助于实现政策目标。

第二章研究了扩大新兴市场和发展中经济体私人气候融资的挑战和机遇，特别是那些有助于克服一些关键挑战的创新融资工具。

要果断且迅速地扩大私人气候融资规模，相关挑战包括：可投资的低碳基础设施和技术项目短缺，缺乏有效的碳定价机制，气候信息架构（分类、披露和数据）不够完善，以及资金来源与资金需求的匹配十分复杂。因此，投资新兴市场和发展中经济体资产的风险通常被认为过高，这抑制了投资者据称对可持续资产的浓厚兴趣。

尽管环境、社会和治理（ESG）投资增长迅速，但其对气候的影响尚不清楚。本章表明，新兴市场和发展中经济体在此类投资中继续处于不利地位，因为其 ESG 得分整体较低，并且其在 ESG 基金投资中的分配额度也较低。

诸如新兴市场绿色债券基金等创新金融工具可以克服其中的一些挑战，并拓宽投资者基础。如果成果导向型债务工具（如与可持续性挂钩的债券）合同的关键部分设置得当，则可以使新兴市场债券发行人受益。

多边开发银行和开发性金融机构在扩大私人气候融资方面发挥着关键作用。它们可以帮助低收入国家建立气候项目，协助设计、实施能利用私人投资的全新金融工具，并通过提供吸收风险的能力来吸引更广泛的投资者。如果这些机构能提供更大比例的股权融资，同时提升风险偏好并提供更多的资源，则将有助于实现这些目标。

国际货币基金组织（IMF）也可以发挥重要作用，包括通过其新设立的“韧性可持续性信托（RST）”提供支持。IMF 可帮助完善气候信息架构，为新兴市场和发展中经济体设计、实施碳定价等支持性气候政策提供支持。RST 贷款可为符合条件的新兴市场和发展中经济体提供可负担的长期融资，帮助促进（公共和）私人融资，从而帮助它们应对气候变化带来的长期结构性挑战。RST 还可被用于促进改革措施来改善监管环境和提高应对气候变化所需的基础设施韧性，从而营造一个有利的投资环境。

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/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>.

自全球金融危机以来，开放型投资基金增长显著。2008 年以来，开放型投资基金的净资产总值翻了两番，在 2022 年一季度达到 41 万亿美元，约占非银行金融部门资产的五分之一。

开放型基金在金融市场中发挥着重要作用，但其中部分基金在持有低流动性资产的同时允许同日赎回，它们可能会增加投资者挤兑和抛售资产的可能性，从而放大不利冲击的影响，对金融稳定构成了潜在威胁。

上述问题在当前尤为重要，因为在通胀压力持续存在、经济前景高度不确定的情况下，中央银行正在推动货币政策回归常态。投资者风险厌恶情绪的急剧增加和金融环境的无序收紧可能会引发这些基金出现大量赎回，并加剧资产市场的压力。

第三章分析了开放型投资基金对资产市场波动的贡献，以及对更广泛金融市场环境的影响。本章发现，由流动性相对较低的基金所持有的资产（尤其是公司债券）的“脆弱性”更高，收益的波动率更大，在市场承压时期尤为如此。正如 2020 年 3 月市场动荡期间所见，基金的流动性大幅下降可能会使债券收益的波动率上升 20% 以上。

此外，发达经济体开放型投资基金对新兴市场经济体债券和股票的投资在过去十年中显著增加。发达经济体债券基金的流动性下降可能会产生显著的跨境溢出效应，并使新兴市场公司债券的收益波动率上升。

本章还表明，流动性较低的开放型投资基金对资产价格的不利影响可能导致国内金融环境收紧，加剧投资者挤兑和资产市场波动之间的恶性循环。

本章的研究结果表明，政策制定者应确保基金使用充足的流动性管理工具。虽然有诸多工具可被用于潜在缓解与低流动性开放型基金相关的脆弱性和系统性风险，但这些工具没有得到有效的实施。

旨在通过降低投资者挤兑风险来限制脆弱性的工具，如摆动定价或反稀释费，可能会有效缓解开放型基金资产价格的脆弱性问题。为增强这些措施的效果，政策制定者应就其实施提供指导，确保其充分反映交易的价格影响，并鼓励对这些措施的实施和调整方法进行披露。

其他流动性管理工具还可包括将赎回频率与基金投资组合的流动性挂钩，以直接解决与流动性错配相关的潜在脆弱性。监管机构也应考虑对基金的流动性风险管理实践实施更严格的监督。

此外，考虑到不利的跨境溢出效应，接受投资的经济体需要采取适当的政策应对措施，以缓解由开放型基金造成的资本流动波动所带来的潜在系统性风险。这些措施包括：继续深化国内市场；使用宏观经济、审慎和资本流动管理措施；以及与 IMF 机构观点建议一致的外汇干预措施。

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/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>.