

## 2019年10月《全球金融稳定报告》一瞥

### 全球金融体系的关键脆弱性

- 企业债务负担加剧
- 机构投资者增持风险更高、流动性更差的资产
- 新兴和前沿市场经济体更加依赖外部借款

### 政策制定者应采取哪些措施？

- 通过更严格的监管和宏观审慎监督解决企业脆弱性问题
- 通过加强监督和披露应对与机构投资者相关的风险
- 实施审慎的主权债管理做法和框架

金融市场一直受到贸易紧张局势起起伏伏和人们对全球经济前景日益担忧的冲击。经济活动减弱和下行风险加剧推动全球货币政策转向更加鸽派的立场，与此同时，市场收益率急剧下降。因此，负收益率债券的规模已增加至约 15 万亿美元。投资者目前预计利率维持在极低水平的将长于年初的预期。第一章讨论了，自 2019 年 4 月《全球金融稳定报告》发布以来，投资者追逐收益的行为如何过度推升部分市场的资产价格，并导致金融条件进一步放松。

宽松的货币政策在近期内为经济提供了支撑，但宽松的金融条件鼓励了金融冒险行为，导致部分部门和国家的脆弱性进一步积累。第二章显示，若干系统重要性经济体的企业部门脆弱性已处于较高水平，原因是债务负担增加和偿债能力减弱。在经济大幅放缓（严重程度相当于全球金融危机的一半）的情景中，企业在险债务（企业持有的无法用盈利支付利息支出的债务）可能增加至 19 万亿美元——或者接近主要经济体企业债务总额的 40%，超过危机时期水平。

正如第三章所讨论，极低的利率促使投资者追逐收益，配置风险更高且流动性更差的资产来实现目标收益。在金融部门具有系统重要性的经济体中（按 GDP 衡量），有 80% 经济体的非银行金融机构的脆弱性处于较高水平。该比重与全球金融危机时期的高点非常接近。保险部门脆弱性也持续处于较高水平。机构投资者追逐收益的行为可能产生风险敞口，在市场承压时期放大冲击的影响：投资基金资产组合的相似性可能放大市场抛售，养老基金的非流动投资可能制约其像过去那样发挥稳定市场的作用，寿险公司的跨境投资可能助推溢出效应的跨市场传导。

发达经济体的低利率促使资本流入新兴市场（见第四章）。这些资本流入为额外的借款提供了支撑：新兴市场经济体的外部债务中位数与出口的比重已从 2008 年的 100% 上升至 160%。在部分国家，该比率已升至 300% 以上。在全球金融条件急剧收紧的情况下，增加借款可能加剧债务展期和可持续性风险。例如，部分债务高企的国有企业在没有主权支持下更难维持市场准入和偿还债务。部分前沿市场经济体对外部借款的依赖性增强，可能也会加剧未来陷入债务困境的风险。

全球金融危机后引入的监管改善了银行部门的整体韧性，但一批机构仍然较为薄弱。负利率和收益率曲线趋于平坦——加上更加黯淡的增长前景——降低了银行的盈利预期，部分银行的市值已降至较低水平。银行的贷款活动也使其对脆弱性较高的部门产生敞口，更易遭受潜在损失。在中国，当局已经对三家地区性银行实施干预。正如第五章所讨论的，非美国银行的美元融资的脆弱性——全球金融危机时期市场紧张的主要来源——在部分国家仍然存在。美元融资的脆弱性可能放大融资条件收紧的影响，对从非美国银行借入美元的国家产生溢出效应。

环境、社会和治理原则对借款方和投资者的的重要性日益提升。环境、社会和治理因素可能对企业业绩产生显著影响，也可能诱发金融稳定风险，尤其是通过气候相关的损失。当局在制定环境、社会和治理投资标准中需要发挥重要作用。第六章探讨了这种作用，并讨论了弥合数据缺口和鼓励加强报告一致性的需要。

在金融条件宽松的背景下，部分市场估值过高，脆弱性处于较高水平，全球经济增长和金融稳定的中期风险继续偏向下行。宏观经济和宏观审慎政策应进行调整，以适应每个经济体的具体情况。在一些国家，经济活动仍然强劲，但在金融条件宽松的背景下，脆弱性较强且不断加剧，政策制定者应立即收紧宏观审慎政策，包括广泛的宏观审慎工具（如逆周期资本缓冲）。在部分经济体，当局放松宏观经济政策以应对经济前景恶化，但特定部门的脆弱性仍令人担忧，因此政策制定者可能须使用更具针对性的方式来应对特定领域的脆弱性。对于面临经济显著放缓的经济体，当局应着眼于更加宽松的政策，考虑可用的政策空间。

政策制定者迫切需要采取行动，应对可能加剧下一次经济下滑的金融脆弱性。

- **企业债务负担加剧：**当局应该对银行的信用风险评估和贷款做法保持严格监管。应努力改善非银行金融市场的披露和透明度，以确保更全面地评估风险。在那些整体企业债务可能引发系统稳定风险的经济体，除了运用针对银行特定部门的审慎工具，当局可考虑制定针对高杠杆公司的审慎工具。降低税收系统对债务融资（而非股权融资）的偏好，也有助于减少对过度借款的激励。
- **机构投资者增持风险更高且流动性更差的证券：**应强化对非银行金融实体的监督。可通过合理的激励措施（例如，减少发行保证回报的产品）、最低偿付和流动性标准以及强化的披露要求，应对机构投资者的脆弱性问题。
- **新兴和前沿市场经济体对外部融资的依赖性增强：**债务高企的新兴市场和前沿经济体应通过审慎的债务管理做法和强有力的债务管理框架来缓解债务可持续性风险。

全球政策协调仍然非常关键。正如 2019 年 4 月《世界经济展望》所讨论的，各方有必要解决贸易紧张局势。政策制定者也应敲定并全面落实全球监管改革议程，避免监管标准倒退。各方须继续开展国际协调和合作，确保在 2021 年底前，全球一系列广泛的金融合约从伦敦同业市场拆放利率（LIBOR）平稳过渡到新的参考利率。