



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2020.4.21(Y-Research RN118)

整理：赵健榆 黄慧红 李睿懿/第一财经研究院研究
员

zhaojianyu@yicai.com

www.cbnri.org

研究简报

宏观与央行

IMF：新冠致全球市场大调整，金融条件急剧收紧

摘要

国际货币基金组织（IMF）近日发布的《全球金融稳定报告》指出，新冠疫情给全球金融市场带来了前所未有的打击。风险资产价格暴跌，融资成本飙升。2019 和 2020 年初已经逐步宽松的全球金融条件在 3 月急剧收紧，收紧速度更甚于全球金融危机时期。IMF 在 2020 年 4 月的《世界经济展望》中表示，2020 年全球经济将萎缩 3%，这意味着经济增长和金融稳定的下行风险将大幅增加。IMF 认为，各国的当务之急是挽救生命，并为受疫情影响最严重的民众和企业提供支持。政策制定者需要在维持金融市场稳定、金融机构稳健和支持经济增长之间取得平衡。此外，多边合作对于缓解新冠疫情冲击的强度及其对全球经济和金融体系的破坏至关重要。

正文

新冠疫情的爆发迫使世界各国政府采取必要措施来抑制疫情的蔓延。这些措施干扰了经济活动的正常秩序，并导致经济前景恶化。IMF 在 2020 年 4 月的《世界经济展望》中表示，2020 年全球预期经济增速为-3%，比 2008 年全球金融危机的情况更加糟糕。未来复苏的时间和程度存在高度不确定性。

一、新冠疫情致全球金融市场大调整

今年年初，由于中美贸易紧张局势有所缓解以及各国宽松货币性政策的推出，全球经济初步显露出稳定的迹象，人们普遍对金融市场感到乐观。但随着新冠疫情的全球蔓延，投资者重新评估了疫情对经济的影响，急于寻求安全资产。风险资产和大宗商品价格急剧下降，资金流入黄金和美国国债等避险资产。

股票市场同样经历了急速下跌。标普 500 在 16 个交易日内就从近期高点下跌了 20%。不过随着近期各国推出多种应对政策措施，投资者情绪有所缓和。此外，整体石油期货价格曲线向下移动，表明投资者预期油价将长期保持在低位。

图 1 资产市场表现（截至 2020 年 4 月 9 日）

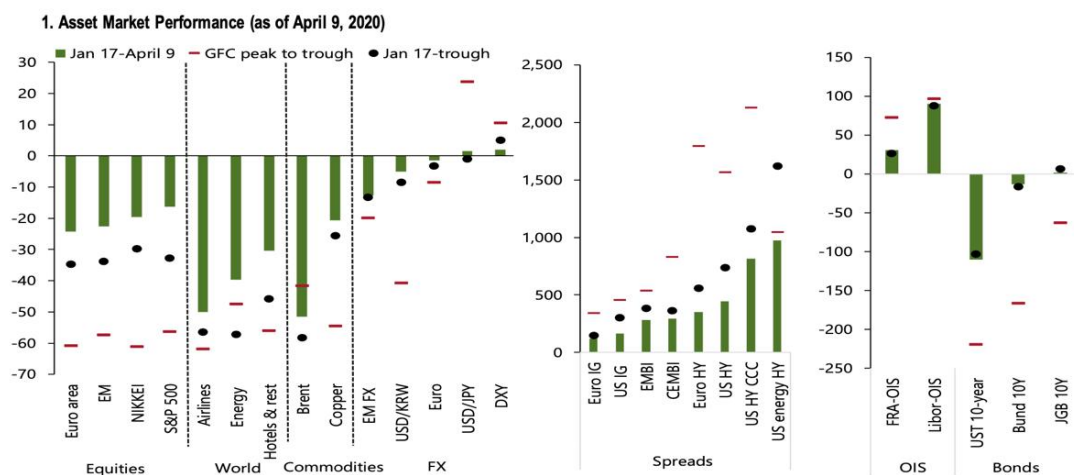
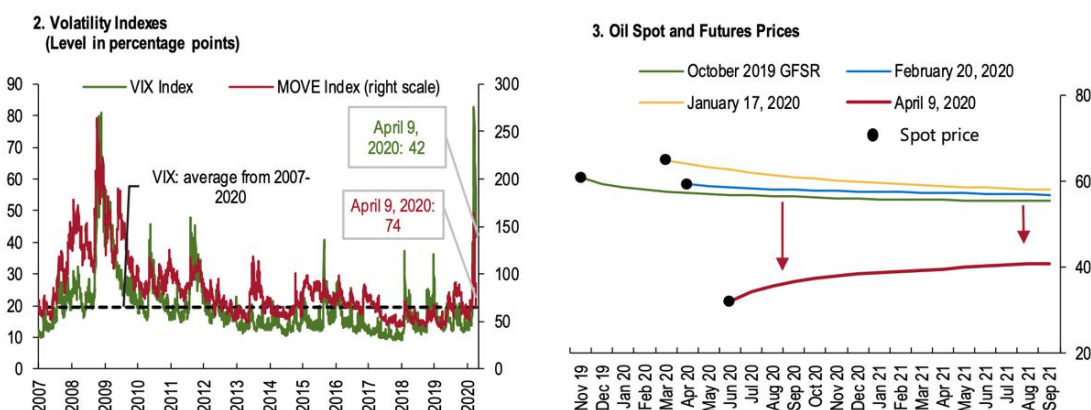


图 2 新冠疫情的全球蔓延导致市场波动剧烈



来源：IMF

2、3 月份动荡的金融市场促使投资者转向避险资产，风险资产价格大幅下跌。德国和美国国债收益率急速下降。由于新冠疫情对经济的负面冲击，以及油价下滑所带来的影响，市场预期欧元区和美国未来五年内通胀大概率低于 1%。

图3 德国和美国国债收益率下滑

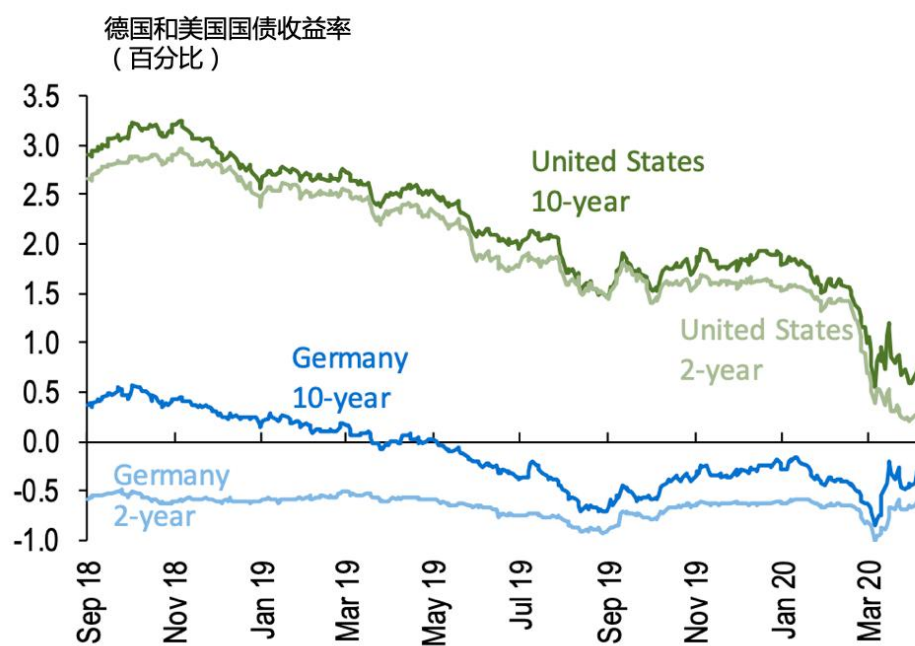
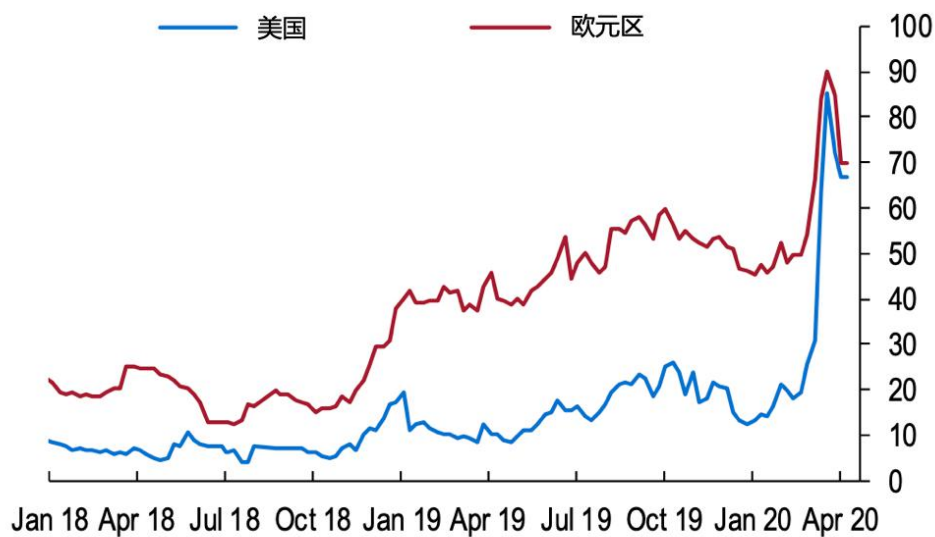


图4 五年内通胀率低于1%的可能性



来源：IMF

部分国家的央行采取了量化宽松政策，一些发达经济体的政策利率

跌至接近零的水平，国债收益率预计将长期保持在地位。收益率不足 1% 的国债存量占比从 2019 年底的约 40% 升至 2020 年 3 月的约 80%。

图 5 发达经济体实际政策利率及其未来走势

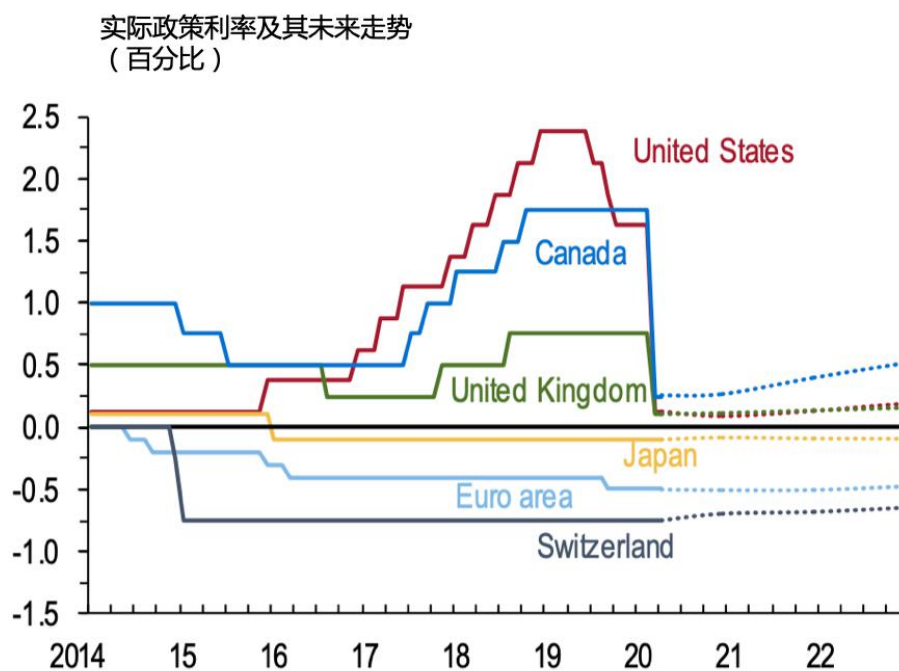
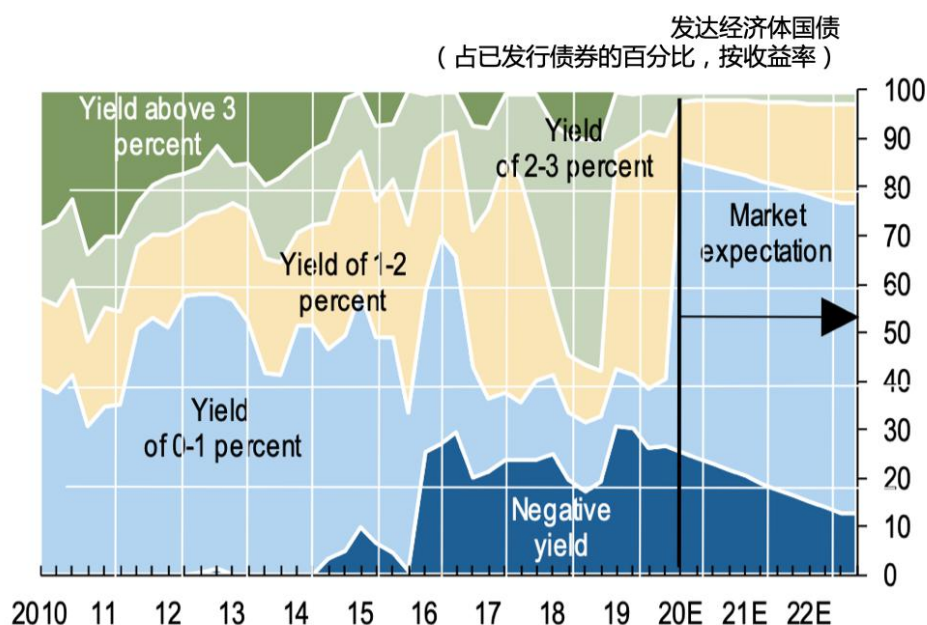


图 6 市场预期发达经济体国债收益率将长期保持较低水平



来源: IMF

3月以来,由于信贷和流动性风险上升,企业信贷市场(Corporate Credit Market)的状况急剧恶化。在一级市场上,欧洲的债券发行量下降,而美国的发行量上升,这反映出对美元现金的预防性需求,以及来自商业票据市场的压力。

为应对企业债券市场的压力,包括美联储、欧央行、日本央行在内的多家央行推出多种措施来支持企业债券和商业票据市场的流动性。

相比之下,信贷市场中风险较高的高收益债券、杠杆贷款和私人债务所带来的压力直到4月初依然明显。3月初以来,高收益债券利差已大幅扩大,尤其是能源部门和受疫情影响较大的部门,如交通运输等。杠杆贷款价格急剧下滑,下滑程度接近2008年全球金融危机期间表现的二分之一。全球高收益债券的发行陷入停滞,杠杆贷款的发行严重缩水。

图7 全球投资级债券的发行

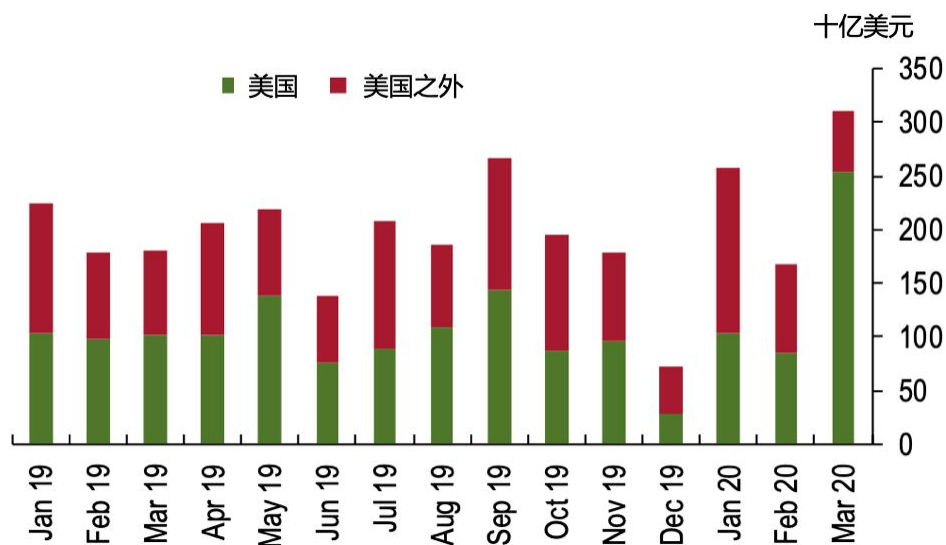


图8 高收益债券利差大幅扩大

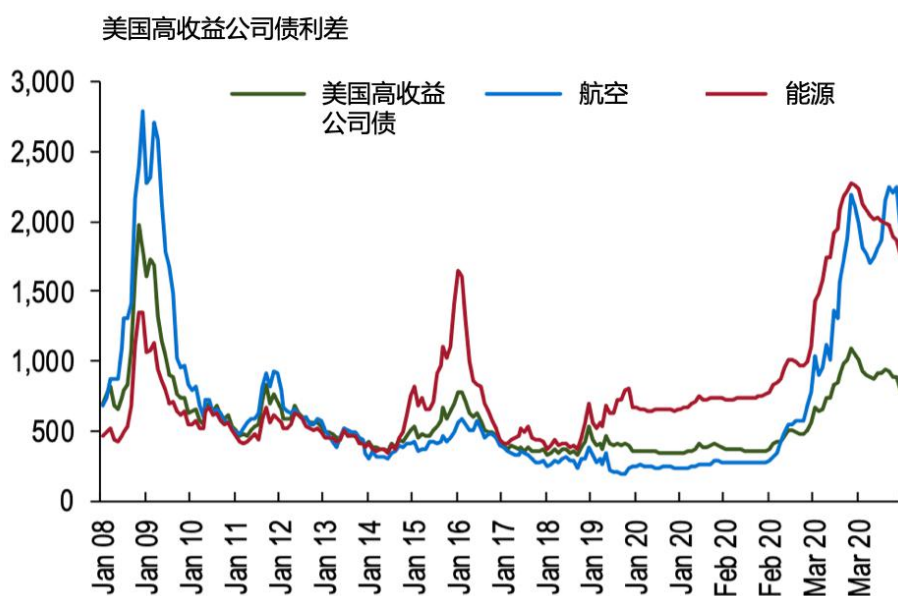


图9 杠杆贷款价格下滑幅度接近全球金融危机时期表现的二分之一

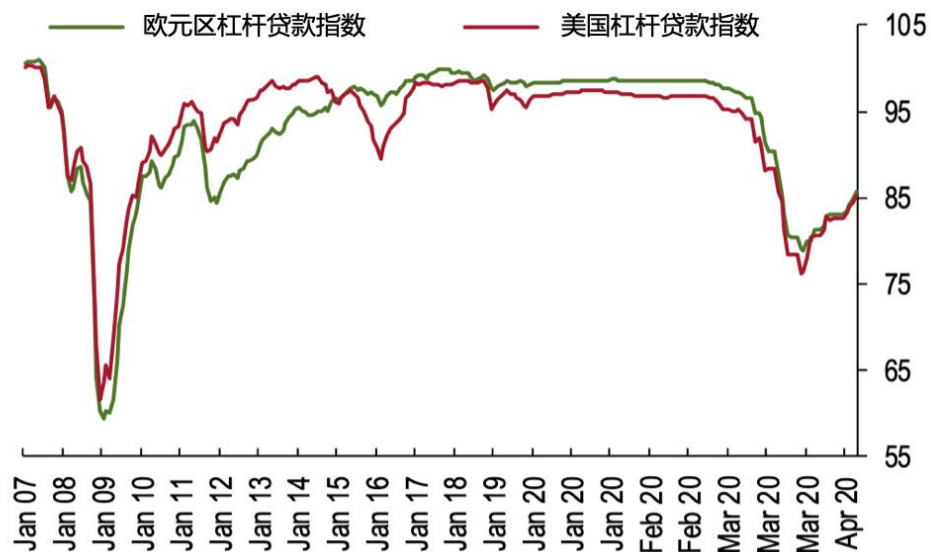


图 10 评级机构将投机级评级的违约率调至经济衰退水平

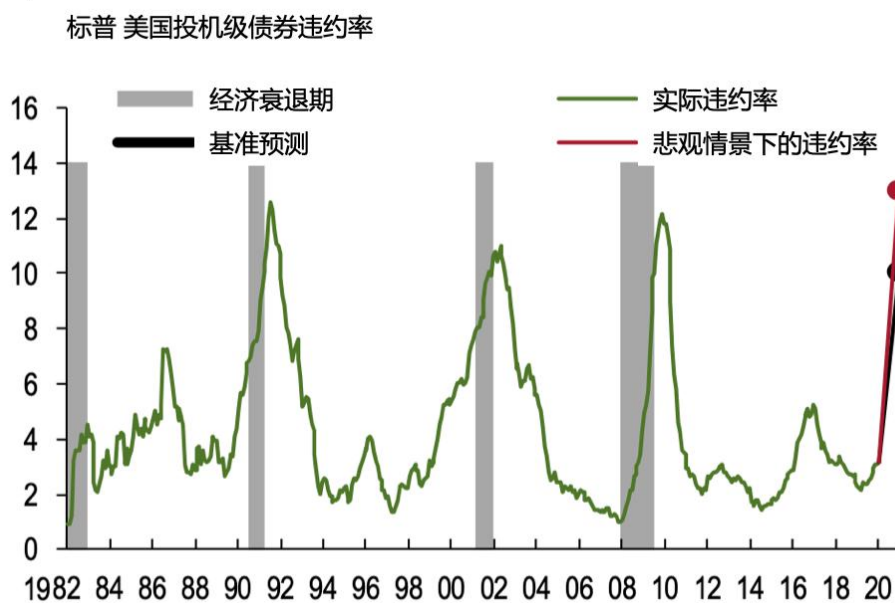
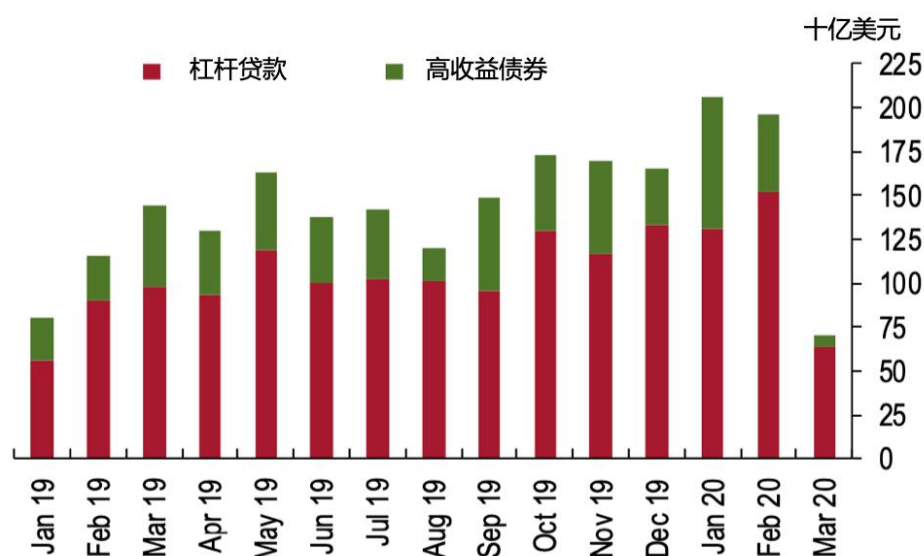


图 11 全球高收益债券和杠杆贷款的新发行量



来源：IMF

金融去杠杆化和市场流动性紧张加剧了抛售压力。3月份，金融条件的急剧收紧迫使杠杆投资者（leveraged investors）平仓一些头寸，以满足追加保证金的要求，或者重新调整他们的投资组合。

随着美国国债收益率急剧下滑以及日内波动性上升，在美国国债市场从事“基差交易”（basis trades）的杠杆投资者被迫平仓。这导致做市商持有的美国国债大幅增加。由于波动性加剧，做市商的风险管理举措可能会限制他们作为市场调节者的作用。结果导致美国国债市场的流动性状况急剧恶化。

为此，美联储采取了多种措施来改善流动性，防止市场混乱。比如，扩大资产购买规模；增设流动性便利工具；与外国央行达成回购协议，允许它们可以用其持有的美国国债从美联储换取美元。

但市场流动性持续恶化的情况依然在多个市场发生。根据IMF的研究，2月底以来，流动性状况已显著恶化。不过据报道，最近几周受市场

情绪影响，流动性状况有所改善。

二、全球金融条件急剧收紧显著增加金融稳定风险

2019 年和 2020 年初已经逐步宽松的全球金融条件在 3 月急剧收紧，其速度即使与全球金融危机相比也是前所未有的。大部分发达和新兴市场经济体的利率下降仅部分对冲了股价的下跌和企业债券价差的扩大。其他新兴市场（不包括中国）也由于外部融资成本急剧增加而显著收紧了金融条件。中国是第一个经历新冠疫情爆发的国家，但与其他国家相比，其金融条件相对稳定。

总而言之，新冠爆发以来全球金融条件急剧收紧，全球经济增速预测从 1 月的 3.3% 下调至 4 月的 -3%，这意味着增长和金融稳定的下行风险将大幅增加。

图 12 2020 年一季度全球金融条件大幅收紧

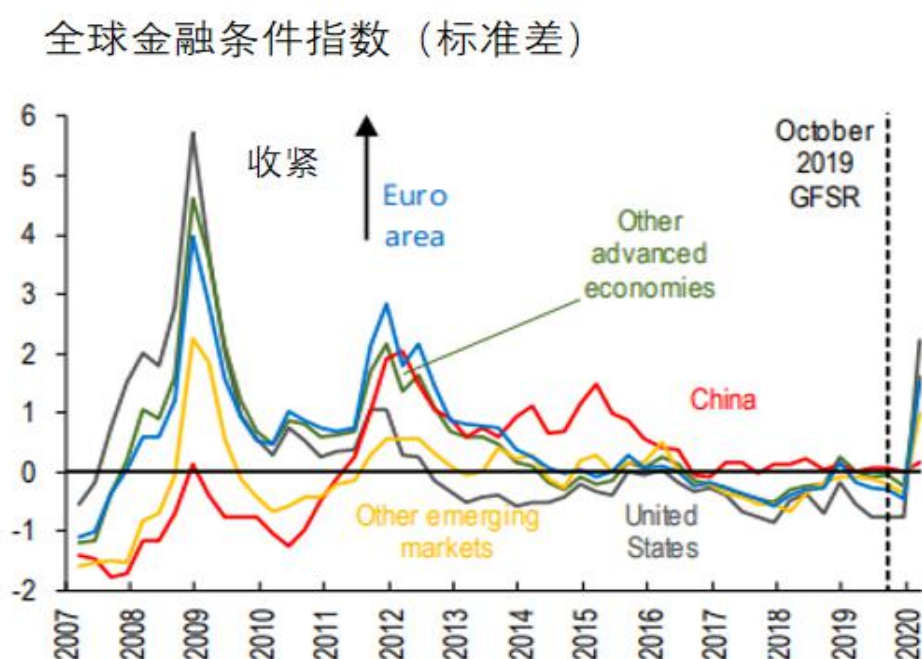
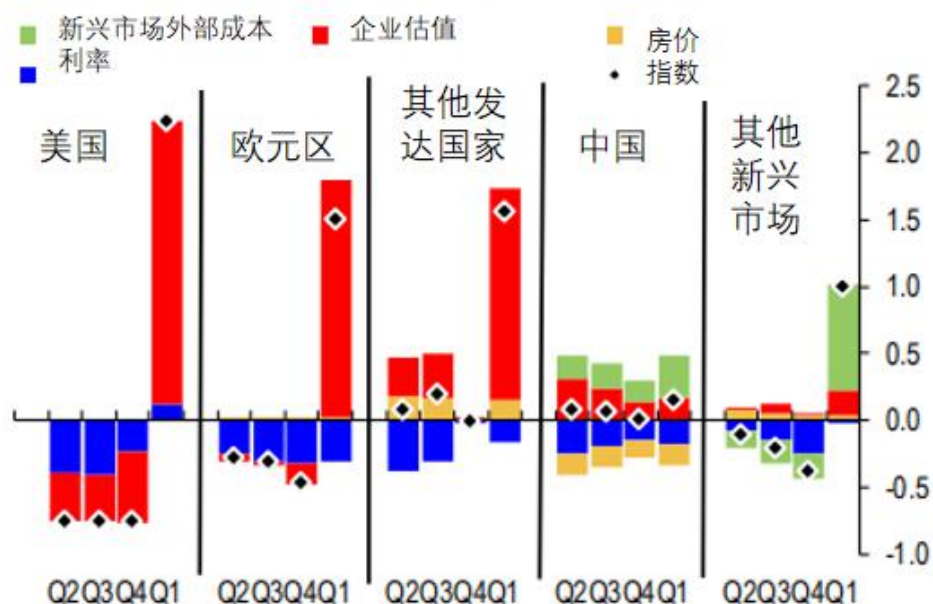


图 13 企业估值显著恶化是主要因素

全球金融条件指数主要驱动因素（标准差）



来源：IMF

在疫情之前，一些具有系统重要性的经济体的金融脆弱性已经有所上升，而金融条件的进一步收紧可能暴露出全球金融体系中更多的“裂缝”。非金融企业部门目前的脆弱性明显高于 2008-09 年，这意味着长期的负增长和较高的融资成本可能会导致企业大规模陷入困境；资产管理公司的脆弱性仍然很高，接近于全球金融危机时期。中国和美国等国在疫情前的杠杆率、久期和流动性错配就很高，欧元区和发达经济体总体的脆弱性要低一些；银行的总体脆弱性适度。中国的脆弱性仍然很高，其他新兴市场经济体和欧元区的脆弱性有所增加；全球保险业总体脆弱性比其他部门要低，但在一些国家和地区仍然较高，如美国。中国的保险公司的流动性错配程度较高。

● 压力或导致资产管理公司贱卖资产

资产管理公司可能被迫出售资产，从而加剧资产价格下跌。自疫情爆发后，投资基金面临着巨大的损失，资金流出的持续或加剧将耗尽现金缓冲。据估计，开放式固定收益基金的现金缓冲约为 7%，有的基金则更低。这将迫使资产管理公司出售高质量的流动资产甚至流动性较低的资产，而后者将加剧多个市场的价格下跌。投资基金的流动性管理机制或者央行购买企业债或使用流动性便利工具可以部分缓释这种风险。

● 如果危机进一步加深，银行可能会起到“放大器”的作用

自全球金融危机以来，银行建立了更高水平的缓冲资本，这将有助于银行吸收损失。各经济体大型金融系统的平均一级资本比率比 2007 年底高出 400 个基点。银行监管也得到了加强，银行拥有比过去更多的流动资产。此外，中央银行通过回购和货币互换为许多经济体的银行提供流动性，降低了批发融资成本。

尽管现在银行的状况较 08 年更好，它们可能仍将面临经济活动急剧放缓而导致的信用损失：资产价格下降将导致银行风险资产组合的损失；经济活动停滞的时间越长，银行向家庭和公司提供的贷款越有可能遭受损失。

三、政策应对

对于新冠疫情这一历史性挑战势必需要强有力的应对政策。当务之急是挽救生命并实施恰当的防控措施以避免卫生体系不堪重负。正如 2020 年 4 月《世界经济展望》中所讨论的，各国当局需为受疫情影响最

严重的民众和企业提供支持。

为此，全球各国当局已出台一系列的政策。2020 年 4 月《财政监测报告》描述了全球各国政府已宣布的一揽子财政支持。全球各国有必要采取大规模、及时、临时和有针对性的财政措施，以确保经济活动的暂时停滞不会给经济的生产能力和整个社会带来持久性破坏。

为了维护全球金融系统的稳定，中央银行一直是第一道防线，全球多家央行在三个主要领域已采取果断的行动（表 1）：

首先，全球多家央行下调了其政策利率，并提供前瞻性政策指导及扩大资产购买计划，积极的使用货币政策来减轻金融机构压力，缓解家庭和企业的长期借贷成本。

其次，大多数中央银行都向银行系统提供了额外的流动性，包括降低银行准备金率、放宽抵押品要求、增加回购操作等。一些国家启动或加强了向银行提供资金支持的计划。

第三，多家央行已同意通过互换额度增加美元流动性，以缓解全球美元融资市场的紧张状况。

表 1 应对新冠疫情的货币和金融政策
（全球 29 个具有系统重要性金融部门的国家）

	发达经济体																新兴市场经济体												
	欧元区							其他欧洲地区					北美		亚太地区														
	奥地利	比利时	法国	芬兰	德国	爱尔兰	意大利	荷兰	西班牙	丹麦	挪威	瑞典	瑞士	英国	加拿大	美国	澳大利亚	中国香港	日本	韩国	新加坡	中国	巴西	印度	墨西哥	波兰	俄罗斯	土耳其	
货币政策																													
1、政策利率调降	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	125	—	—	65	150	150	50	114	—	50	—	30	50	75	50	50	—	100	
2、央行流动性支持	—	—	—	—	—	Y	—	—	—	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	
3、央行互换额度	—	—	—	—	—	Y	—	—	—	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	—	Y	Y	Y	—	Y	—	Y	—	—	—	
4、央行资产购买计划	—	—	—	—	—	Y	—	—	—	—	—	Y	—	Y	Y	Y	Y	—	Y	—	—	—	—	—	—	Y	—	—	
外部政策																													
1、外汇干预	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	Y	Y	Y	—	Y	Y	
2、资本流动指标	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
银行金融政策																													
1、放宽逆周期资本缓冲	—	Y	Y	—	Y	Y	—	—	—	Y	Y	Y	Y	Y	—	—	—	Y	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2、减轻系统性风险或国内资本缓冲	—	—	—	Y	—	—	—	—	Y	—	—	—	—	—	Y	—	—	Y	—	—	—	—	—	—	—	Y	Y	—	
3、使用资本缓冲	—	—	—	—	—	Y	—	—	—	—	Y	Y	Y	Y	—	Y	Y	—	Y	—	—	—	Y	Y	—	Y	Y	Y	
4、使用流动性缓冲	—	—	—	—	—	Y	—	—	—	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	—	—	Y	—	—	Y	—	—	—	Y	Y	Y	
5、调整配置要求	—	—	—	—	—	Y	—	—	—	Y	Y	Y	—	Y	—	Y	Y	—	—	—	—	Y	Y	—	Y	Y	Y	Y	
借款人的财务政策																													
1、国家贷款或信用担保	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	—	Y	Y	Y	Y	Y	—	Y	Y	Y	Y	Y	Y	—	—	—	—	Y	—	
2、重组贷款期限或延期付款	—	Y	Y	Y	—	Y	Y	Y	Y	—	Y	Y	—	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	—	—	—	Y	Y	Y	

来源：IMF

为了增强短期融资市场的流动性和功能，以及维持信贷向整体经济的流动，数家央行针对多个市场的贷款推出了各种工具，包括商业票据、市政债券、定期资产担保证券贷款以及公司债。央行通过在这些市场中充当“最后买家”，并设定信贷成本上限，旨在确保家庭和企业继续以可承受的价格获得贷款（表2）。

表2 多家央行支持融资市场的工具

	货币市场和政府债券	公司债券市场	其他市场
加拿大央行	➤ 银行承兑汇票购买计划（Bankers' Acceptance Purchase Facility）：用以维持中小企业信贷。 ➤ 省级货币市场购买计划（Provincial Money Market Purchase Program）：在一级市场上购买省级货币市场证券。		

	➤ 商业票据购买计划 (Commercial Paper Purchase Program)：在一级和二级市场购买合格的商业票据，以保持公司信贷的顺畅流动。		
英国央行	➤ 资产购买计划 (Asset Purchase Facility)：将央行持有的英国政府债券和英国非金融投资级公司债券总额增加 2000 亿英镑，至 6450 亿英镑。 ➤ 新冠疫情企业融资工具 (COVID-19 Corporate Financing Facility)：英国央行将会购买对英国经济有重大贡献的企业所发行的期限不超过一年的企业债券。		
日本央行	➤ 直接购买商业票据和公司债券 (Outright purchases of commercial paper and corporate bonds)：暂时增持公司债券和商业票据直到 2020 年 9 月底，到期资产从再投资转为净购买。 ➤ 增强短期资金市场流动性和功能的政策 (Policy actions to enhance the liquidity and functioning of short-term funding markets)：将针对集合抵押品提供资金，并通过回购协议购买日本政府债券。此外，还将不定期的直接购买日本政府债券，并扩大了其证券借贷工具。	➤ 购买 ETF、日本房地产信托基金 (Purchase of Exchange Traded Funds and Real Estate Investment Trusts)	
欧洲央行	➤ 大流行紧急采购计划 (Pandemic Emergency Purchase Program)：启动临时资产购买计划，该计划涵盖私人 and 公共部门证券，总规模为 7500 亿欧元，并持续到 2020 年底。还将增加 1200 亿欧元的资产购买，以缓解抵押品限制。		
美联储	➤ 一级交易商贷款工具 (Primary Dealer Credit Facility)：提供期限不超过 90 天的隔夜和定期融资，持续至少 6 个月。 ➤ 商业票据融资便利 (Commercial Paper Funding Facility)：通过特殊目的工具 (SPV) 从合格发行人处购买三个月美元计价商业票据。 ➤ 货币市场流动性工具	➤ 一级市场公司信贷便利 (Primary Market Corporate Credit Facility)：通过 SPV 从合格发行方处购买投资级债券和一些最近从投资级降级的债券，并向合格借款人贷款。 ➤ 二级市场公司信贷便利 (Secondary	➤ 定期资产担保证券贷款便利 (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)：向某些 AAA 级资产的持有人提供贷款，包括抵押

	(Money Market Mutual Fund Facility)：向货币市场共同基金提供流动性。	Market Corporate Credit Facility)：购买二级市场上投资级别的企业债和投资级债券 ETF。	贷款和商业抵押支持证券。 ➤ 市政债流动性便利 (Municipal Liquidity Facility)：购买政府发行的短期票据。
--	---	---	--

来源：IMF

为了应对外汇资金压力，减轻前所未有的资本流动逆转对本国经济造成的损害，新兴市场经济体的央行已经实施了多项措施。巴西、印度尼西亚、墨西哥、俄罗斯、泰国重新启动或继续实施外汇干预计划，以缓解本国汇率过度波动的压力。印度尼西亚和土耳其降低了外汇储备要求。巴西、印度尼西亚、墨西哥和俄罗斯增加外汇掉期和回购操作。

鉴于疫情仍在发展，目前尚不可能全面评估迄今实施的政策的有效性。虽然市场情绪已有改善迹象，风险资产价格在4月初也略有回调，但是今后仍需要货币、财政和金融部门政策的多方面配合，以支持全球金融体系的稳定和保持金融机构的稳健。如果经济持续瘫痪的时间长于预期，且发展形势更为严峻，那么像在银行保持充足的资本金，以及向包括非银行金融机构在内的广泛市场参与者提供流动性支持等一些棘手的问题都应尽快得到解决。

此外，鉴于大多数发达经济体的政策利率现在都接近或低于零，资产购买和对预期政策路径的前瞻性指导可能会成为央行未来货币政策的主要工具。截至4月初，高风险信贷市场仍有一些分化的迹象，投资

级和投机级债券利差不断扩大，而高风险信贷市场的发债规模有限，如果金融状况进一步恶化，出现信用评级下调和违约大幅上升的情况，有关部门应考虑采取进一步措施，支持信贷流向更广泛的经济领域。

为了应对新冠疫情大流行的影响，政策制定者需要在维持金融市场稳定、金融机构稳健和支持经济增长之间取得平衡。

银行：首先，银行应将其现有的资本和流动性缓冲用于吸收损失和缓解融资压力。若疫情影响范围很大或持续时间更长，并且已影响到银行的资本充足率，监管当局应采取有针对性的行动，包括要求银行提交可信的资本恢复计划。当局可能还需要介入并提供财政支持，包括直接补贴或税收减免，以帮助借款者偿付贷款并获得资金维持经营。同时，也应鼓励银行与难以偿债的公司和家庭审慎地进行协商，并临时性的调整贷款的条款。

保险公司：各国当局应允许在极端市场压力情况下采取一些灵活的监管行动，包括采取措施延长受影响保险公司的恢复期。监管机构应要求保险公司制定可信的计划，以确保它们能够维持或恢复偿付能力，同时继续为投保人提供必要的保险保障。监管者还应该考虑到宏观审慎的影响，这样他们采取的行动就不会因加强流动性风险监控和管理来刺激资产的抛售。

资产管理公司：为审慎管理大规模资金外流带来的流动性风险，监管当局应鼓励基金管理公司在符合基金份额持有人利益的情况下充分利用现有的流动性工具。

金融市场：当局应采取准确、有针对性的措施，并确保政策的透明，

来加强市场韧性，例如熔断机制和做空限制。这些限制应该是暂时的，并且只能在可预测和可靠的框架内实施。

很多新兴市场经济体正面临动荡的市场条件，应在可行情况下通过汇率灵活性来管理这些压力。对于储备充足的国家，汇率干预可以缓解市场流动性短缺，从而发挥减少过度波动的作用。然而，干预不应该阻止汇率的必要调整。在面临紧急危机的情况下，资本流动管理措施可以纳入到广泛的一揽子政策中，但它们不能替代必要的宏观经济调整。主权债务管理机构应通过建立应急计划来应对外部融资渠道有限的问题，为更长期的融资中断做好准备。

此外，多边合作对于缓解新冠肺炎疫情冲击的强度及其对全球经济和金融体系的破坏至关重要。IMF 总裁和世界银行行长已呼吁官方双边债权人对低于国际开发协会业务门槛且在对抗疫情期间请求提供债务延期的国家暂停偿债要求。IMF 具备一万亿美元的可用资源，正在积极为成员国提供支持。