

一财智库全球观察|Global Outlook

2020年11月1日（总第18期）

第一财经研究院出品

本期主题

IMF对全球经济金融的9个新判断 和3张“政策路线图”

YRI 摘要及研判：

1. IMF 于 10 月在秋季年会期间发布了最新《世界经济展望》、《全球金融稳定报告》和《财政监测报告》，更新了对全球经济金融的预测判断。总体而言，IMF 认为全球经济复苏好于此前预期，主要得益于中国、美国和欧元区经济的超预期恢复。IMF 预计 2020 年全球经济增速为-4.4%，比 6 月预测值高 0.8 个百分点，IMF 预计 2021 年全球经济增长 5.2%（见表 1）。我们认为，由于近期全球疫情出现二次爆发，全球经济在 2020 年的表现将会弱于 IMF 的最新预测。

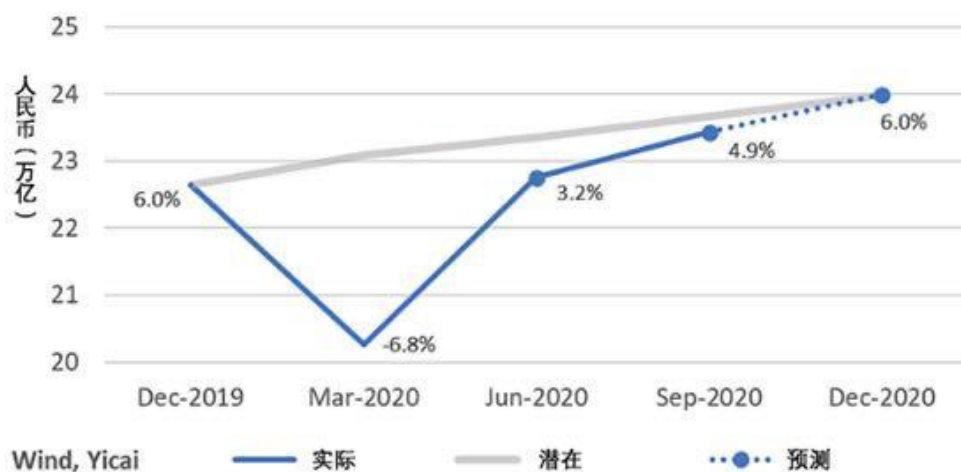
2. IMF 对中国全年 GDP 的预测从 6 月的 1%上调至 1.9%。中国国家统计局随后公布的数据显示，中国第三季度 GDP 同比增长 4.9%，这个数值低于“第一财经研究院首席经济学家调研”的中位数（5.2%）。值得指出的是，“第一财经高频经济活动指数（YHEI）”所隐含的第三

季度增长数据为 4.6%（见图 1）。展望未来，我们预计四季度 GDP 增长将达 6%（产出缺口接近于 0），全年经济增长在 2%左右。

图 1 第一财经高频经济活动指数（YHEI）



图 2 中国 GDP 增长预测



来源：第一财经研究院、Wind

3. 在和第一财经的独家对话中，IMF 中国部负责人兼亚太部助理主任海格·伯杰尔(Helge Berger)认为，即使是率先复苏的中国，政策支持至少应该持续到明年年底。考虑到债务负担和财政刺激的效率，中国可以调整财政刺激结构，重点支持家庭部门、加强社会保障网（中国只有 1/3 的城镇人口有失业保险，而只有 1/5 的农民工有失业保险），这和我们的政策建议方向高度吻合。

表 1 全球经济增速预测 (%)

	均值									预测		
	2002-11	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2025
世界	4.1	3.5	3.5	3.5	3.4	3.3	3.8	3.5	2.8	-4.4	5.2	3.5
发达经济体	1.7	1.2	1.4	2.1	2.4	1.8	2.5	2.2	1.7	-5.8	3.9	1.7
美国	1.8	2.2	1.8	2.5	3.1	1.7	2.3	3.0	2.2	-4.3	3.1	1.8
欧元区	1.1	-0.9	-0.2	1.4	2.0	1.9	2.6	1.8	1.3	-8.3	5.2	1.4
日本	0.6	1.5	2.0	0.4	1.2	0.5	2.2	0.3	0.7	-5.3	2.3	0.6
其他发达经济体	2.9	2.0	2.4	2.9	2.1	2.2	2.8	2.3	1.7	-5.5	4.3	2.1
新兴市场和发展中经济体	6.5	5.4	5.1	4.7	4.3	4.5	4.8	4.5	3.7	-3.3	6.0	4.7
地区组												
亚洲新兴和发展中经济体	8.6	7.0	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.3	5.5	-1.7	8.0	5.9
欧洲新兴和发展中经济体	4.8	3.1	3.1	1.8	1.0	1.9	4.1	3.3	2.1	-4.6	3.9	2.6
拉丁美洲和加勒比地区	3.6	2.9	2.9	1.3	0.4	-0.6	1.4	1.1	0.0	-8.1	3.6	2.5
中东和中亚	5.6	5.1	3.1	3.1	2.7	4.5	2.6	2.1	1.4	-4.1	3.0	3.3
撒哈拉以南非洲	5.9	4.8	5.1	5.2	3.2	1.5	3.1	3.3	3.2	-3.0	3.1	4.3
分析组												
按出口收入来源												
燃料	5.6	5.3	2.6	2.2	0.3	1.5	1.0	0.9	0.2	-5.4	2.8	2.1
非燃料	6.7	5.4	5.7	5.3	5.1	5.1	5.6	5.2	4.3	-2.9	6.6	5.1
其中，初级产品	4.5	2.5	4.1	2.2	2.9	1.7	2.8	1.7	1.0	-7.1	4.5	3.3
按外部融资来源												
净债务国	5.3	4.4	4.7	4.4	4.1	4.1	4.8	4.4	3.4	-5.6	5.5	4.9
净债务国按偿债情况												
2015-19年间有债务拖欠和/或重组的经济体	4.5	1.8	2.9	1.6	0.3	2.7	3.0	3.6	3.2	-2.4	2.6	4.9
其他组												
欧盟	1.5	-0.7	0.0	1.7	2.5	2.1	3.0	2.3	1.7	-7.6	5.0	1.6
低收入国家	6.3	4.8	5.9	6.2	4.7	3.9	4.9	5.1	5.3	-1.2	4.9	5.7
中东和北非	5.3	5.1	2.6	2.8	2.5	4.9	2.0	1.2	0.8	-5.0	3.2	2.9
趋势												
中期增速												
发达经济体	2.2	1.0	1.3	2.3	2.2	2.2	3.0	2.7	1.9	-6.1	4.6	1.8
新兴市场和发展中经济体	4.7	4.3	4.0	3.8	3.3	3.4	3.7	3.5	3.0	-4.8	4.0	3.5
低收入国家	5.3	5.1	5.3	5.4	3.9	4.3	4.5	4.0	4.5	-1.8	3.6	5.0

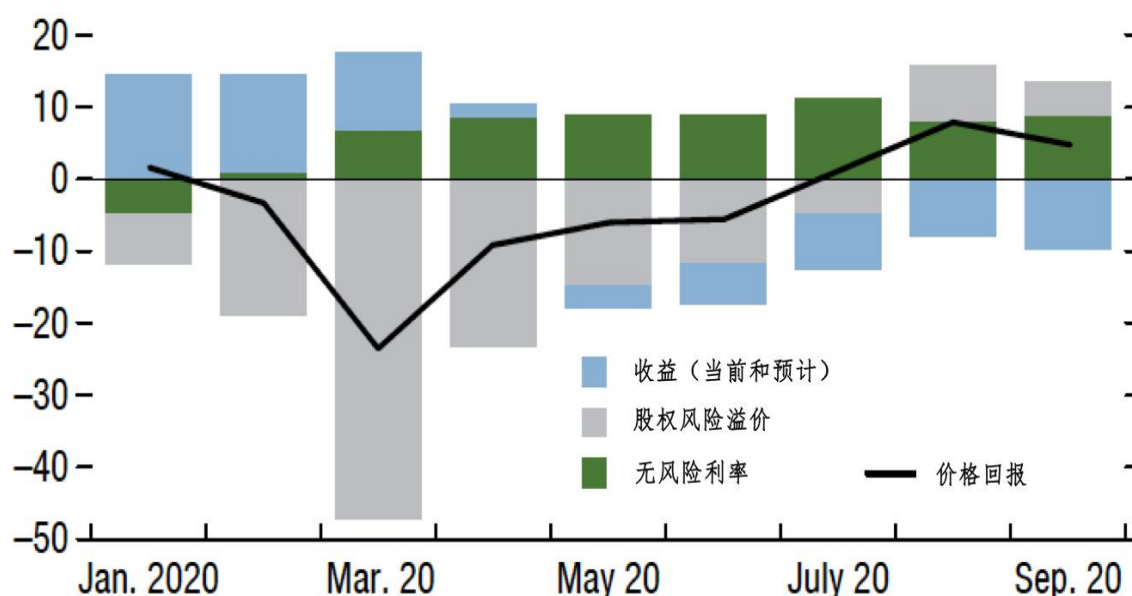
来源：IMF

4. 全球金融市场在过去一周刚刚经历了 3 月以来的最大跌幅。IMF 认为，政府和中央银行及时的政策响应令全球短期金融风险得到遏制。2020 年 3 月以来的资产价格（股票和债券）大幅上升主要受政策推动，即来自于财政和货币的刺激政策及其导致的风险偏好降低

抵消了经济基本面恶化的影响（图3）。我们认为，随着第二波疫情出现失控迹象（截至11月1日17时，全球最新确诊达到46118051人，美国单日新增达到9万人，全球新增确诊斜率陡峭），各国（德国、法国、英国）再次启动封锁政策，全球市场和经济、疫情脱节的局面会不再持续，金融市场会随着疫情和经济出现更大波动。

图3 标普500指数表现的分解

（占累计收益的百分比）



注：该分解基于标准的三阶段股息贴现模型。

来源：IMF

5. 新冠疫情对于全球经济的影响不仅在短期存在，还将在中期冲击潜在供给能力，限制经济增长的空间。IMF 预计 2025 年全球经济增长 3.5%，其中发达国家为 1.7%，新兴市场及发展中国家为 4.7%，这意味着金融危机之后全球经济增长缓慢的趋势仍将延续。

6. IMF 预期 2020 年全球贸易增速为-10%，并在 2021 年回升至 8%

后继续下降，直至跌至经济增速水平以下。贸易增速预期下降很大程度上因为企业将减少对于跨国供应链的依赖，这还将导致全球外国直接投资（FDI）增速下降和全球贸易不平衡程度降低。我们认为，全球价值链的趋势性变化已既成事实，中国一方面应积极调整国内产业布局，向产业链的上游延伸，并打造与制造业相联结的无形资产（如知识产权、软件等）和服务贸易“新比较优势”，构建相对完整的产业链布局；另一方面，应积极加强与其他地区的经贸关系和价值链合作，鼓励中国的企业走出去，培育中国自己的跨国企业。

7. 全球金融脆弱性仍在上升。IMF 认为，如果经济复苏迟迟未能到来，企业承受流动性压力最终可能会演变成破产潮，企业债务风险将会传导至公共部门，而后者的债务压力在疫情后已经显著上升。近日，VIX 等指数已有显著上升，企业债风险和主权债风险的互动加强，会给全球带来更大的金融波动风险。

8. 截至 2020 年 9 月 11 日，全球各国宣布的财政措施约 11.7 万亿美元，约占全球 GDP 的 12%。IMF 预测，2020 年全球公共债务很可能创下历史新高，达到全球 GDP 的近 100%。IMF 财政事务部门主任加斯帕尔（Vitor Gaspar）在和第一财经的独家对话中表示，未来

全球公共债务占 GDP 的比率将进一步攀升，直到 2025 年才会小幅降至 100%附近，之后债务率将趋稳下行。但与 10 年前开出的药方不同，IMF 此次认为，当务之急仍非重塑财政纪律，大多数能自由借款的发达经济体，将无需计划在疫情过后实施紧缩政策以恢复公共财政健康。之所以仍无需过度担忧那些有融资渠道的国家暴增的债务，是因为超低的利率降低了偿债成本，后续的经济复苏也会提升分母从而使得债务率下降。

9. IMF 将新冠危机分为三个阶段，分别为“疫情下广泛的封锁阶段”、“在不确定性下逐步开放经济阶段”以及“疫情控制后阶段”，并分别给出了“货币和金融政策路线图”和“财政政策路线图”，其核心是维持宽松的货币政策和金融环境以支持经济复苏和转型，同时让财政政策在追求经济稳定和保持债务可持续性间取得平衡。

正文：

2020年10月，国际货币基金组织（IMF）发布了年度报告《全球经济展望》、《全球金融稳定报告》以及《财政监测报告》。IMF对新冠疫情背景下全球经济的复苏前景和中长期风险给出了最新判断，对金融稳定和债务风险做了最新评估，针对未来全球经济重启提出了不同情景下的政策路线图，并对通过公共投资走出新冠衰退给出了指引。

1. 全球经济恢复短期内好于预期，但脆弱性仍存。

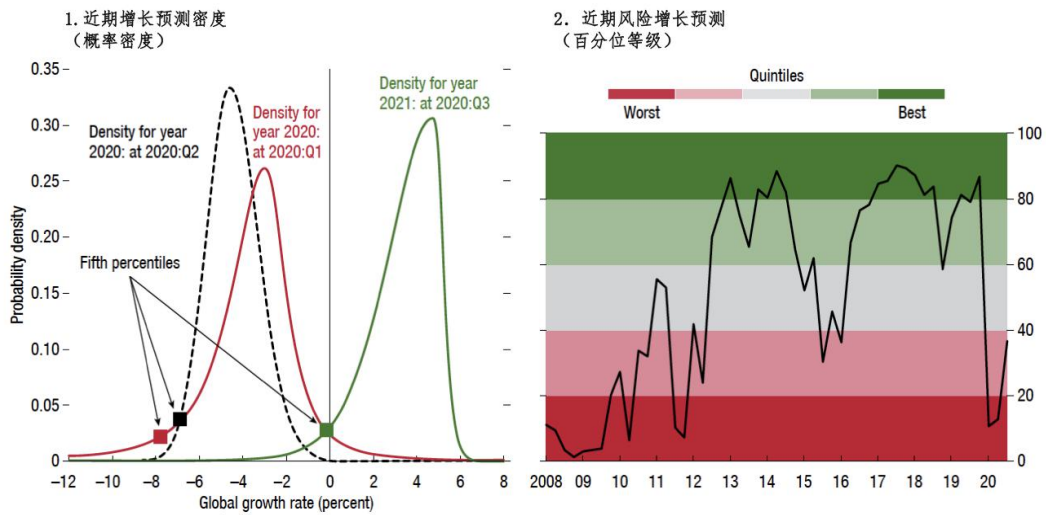
IMF预计2020年全球经济增速为-4.4%，这比6月时的预测值高0.8个百分点，对中国全年GDP的预测也从6月的1%上调至1.9%。二季度全球经济恢复好于预期，这主要得益于中国、美国和欧元区经济的超预期恢复，全球经济消费端明显恢复，而生产端复苏力度较弱。

IMF还预计全球经济2021年增长5.2%，但经济下行风险将显著高于上行风险。IMF认为明年经济大幅超预期复苏的概率微乎其微，但却有约5%的可能继续萎缩，这反映出经济复苏道路上的巨大不确定性。

疫情发展本身的不确定性使经济前景预测变得困难。IMF认为经济的上行风险包括：衰退不及预期严重、财政应对措施时间延长、生产率上升速度加快、医疗水平的进步、安全有效的疫苗问世；下行风险包括：疫情再次爆发、过早取消经济支持政策、金融条件再次收紧、流动性短缺和企业破产增加、社会动荡加剧、地缘政治紧张、贸易政

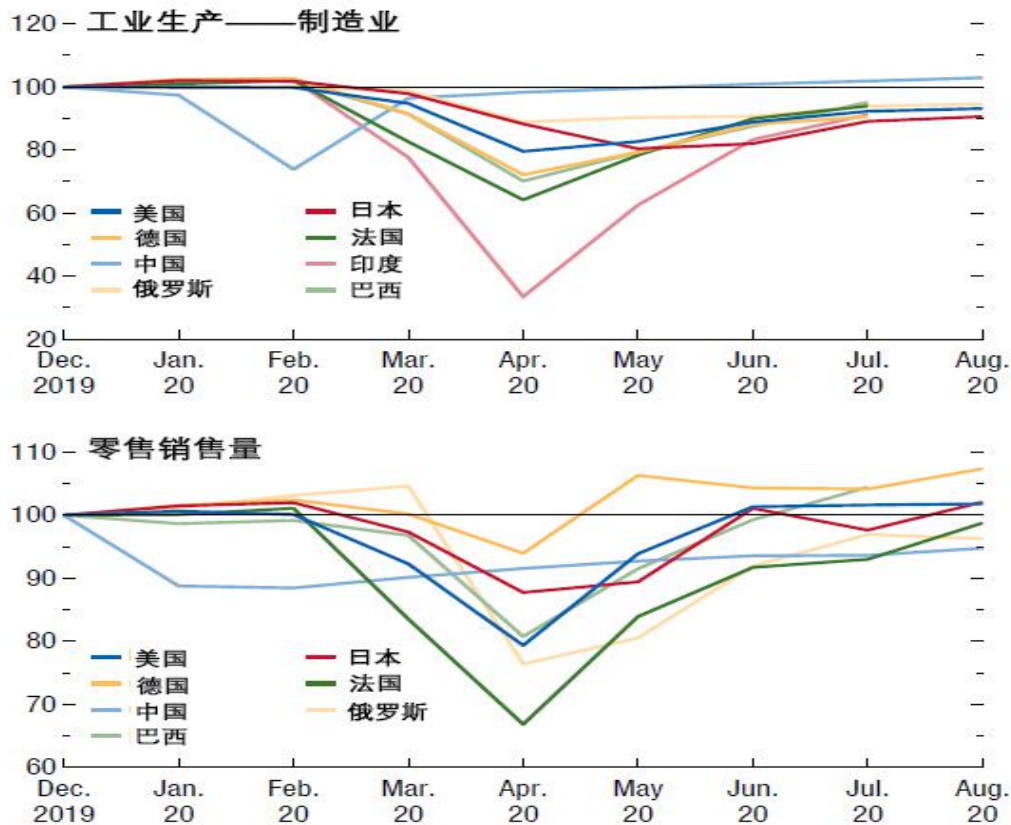
策不确定性和技术摩擦、与气候相关的自然灾害。

图 4 全球增长面临巨大下行风险



注：黑线跟踪了近期增长预测密度的第 5 个百分位阈值（风险增长）的演变。阴影的颜色描述了从 1991 年起的风险增长指标的百分位等级。

图 5 主要国家工业生产和零售消费指数（2019=100）



来源：IMF

2. 新冠疫情冲击中期经济增长潜力

低于趋势水平的经济增长意味着今明两年全球经济将存在较大的产出缺口，而新冠疫情的影响将不仅只在短期存在。IMF认为，疫情将在中期冲击潜在供给能力，从而限制未来经济增长的空间。IMF预计2025年全球经济增长3.5%，其中发达国家为1.7%，新兴市场及发展中国家为4.7%，这意味着金融危机之后全球经济增长缓慢的趋势仍将延续。

表2 全球经济增速预测（%）

	均值										预测		
	2002-11	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2025	
世界	4.1	3.5	3.5	3.5	3.4	3.3	3.8	3.5	2.8	-4.4	5.2	3.5	
发达经济体	1.7	1.2	1.4	2.1	2.4	1.8	2.5	2.2	1.7	-5.8	3.9	1.7	
美国	1.8	2.2	1.8	2.5	3.1	1.7	2.3	3.0	2.2	-4.3	3.1	1.8	
欧元区	1.1	-0.9	-0.2	1.4	2.0	1.9	2.6	1.8	1.3	-8.3	5.2	1.4	
日本	0.6	1.5	2.0	0.4	1.2	0.5	2.2	0.3	0.7	-5.3	2.3	0.6	
其他发达经济体	2.9	2.0	2.4	2.9	2.1	2.2	2.8	2.3	1.7	-5.5	4.3	2.1	
新兴市场和发展中经济体	6.5	5.4	5.1	4.7	4.3	4.5	4.8	4.5	3.7	-3.3	6.0	4.7	
地区组													
亚洲新兴和发展中经济体	8.6	7.0	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.3	5.5	-1.7	8.0	5.9	
欧洲新兴和发展中经济体	4.8	3.1	3.1	1.8	1.0	1.9	4.1	3.3	2.1	-4.6	3.9	2.6	
拉丁美洲和加勒比地区	3.6	2.9	2.9	1.3	0.4	-0.6	1.4	1.1	0.0	-8.1	3.6	2.5	
中东和中亚	5.6	5.1	3.1	3.1	2.7	4.5	2.6	2.1	1.4	-4.1	3.0	3.3	
撒哈拉以南非洲	5.9	4.8	5.1	5.2	3.2	1.5	3.1	3.3	3.2	-3.0	3.1	4.3	
分析组													
按出口收入来源													
燃料	5.6	5.3	2.6	2.2	0.3	1.5	1.0	0.9	0.2	-5.4	2.8	2.1	
非燃料	6.7	5.4	5.7	5.3	5.1	5.1	5.6	5.2	4.3	-2.9	6.6	5.1	
其中，初级产品	4.5	2.5	4.1	2.2	2.9	1.7	2.8	1.7	1.0	-7.1	4.5	3.3	
按外部融资来源													
净债务国	5.3	4.4	4.7	4.4	4.1	4.1	4.8	4.4	3.4	-5.6	5.5	4.9	
净债务国按偿债情况													
2015-19年间有债务拖欠和/或重组的经济体	4.5	1.8	2.9	1.6	0.3	2.7	3.0	3.6	3.2	-2.4	2.6	4.9	
其他组													
欧盟	1.5	-0.7	0.0	1.7	2.5	2.1	3.0	2.3	1.7	-7.6	5.0	1.6	
低收入国家	6.3	4.8	5.9	6.2	4.7	3.9	4.9	5.1	5.3	-1.2	4.9	5.7	
中东和北非	5.3	5.1	2.6	2.8	2.5	4.9	2.0	1.2	0.8	-5.0	3.2	2.9	
趋势													
中期增速													
发达经济体	2.2	1.0	1.3	2.3	2.2	2.2	3.0	2.7	1.9	-6.1	4.6	1.8	
新兴市场和发展中经济体	4.7	4.3	4.0	3.8	3.3	3.4	3.7	3.5	3.0	-4.8	4.0	3.5	
低收入国家	5.3	5.1	5.3	5.4	3.9	4.3	4.5	4.0	4.5	-1.8	3.6	5.0	

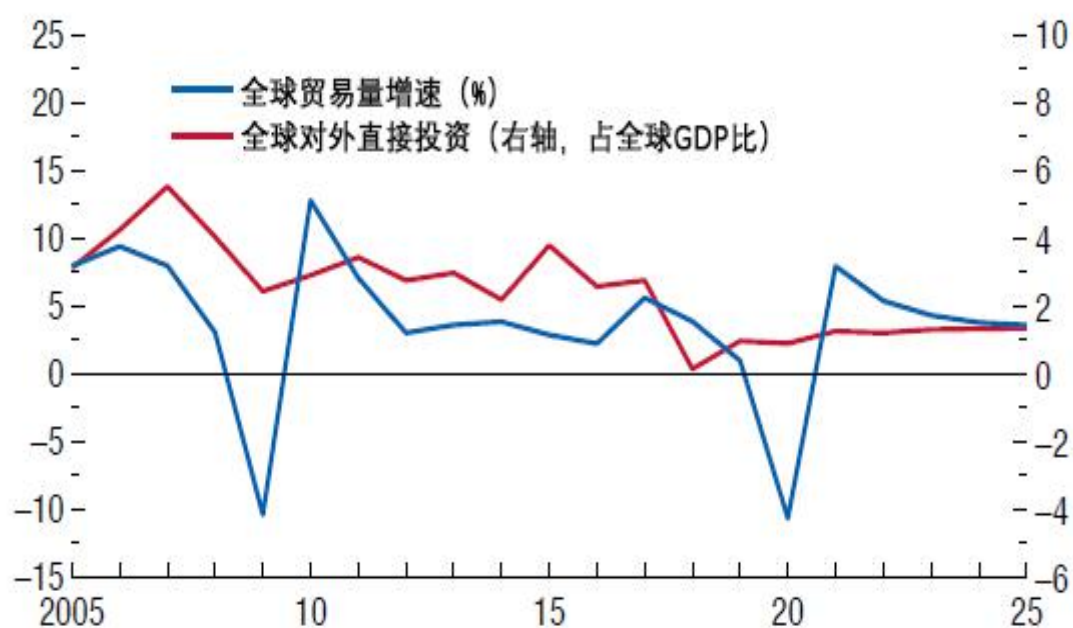
来源：IMF

3. 贸易增速将趋势性放缓，全球价值链重塑拖累FDI

全球贸易从6月开始恢复，但IMF预计2020年全球贸易量较2019年下跌10%。在IMF看来，2020年贸易量预期下降主要是因为全球终端需求的同步疲软，贸易限制和供应链中断的影响有限。

2009 年全球贸易量也曾出现近 10%幅度的下跌，当年经济增速虽然也大幅下跌，但仍维持 0.8%的增长，显著高于 2020 年预期的-4.4%。如此看来，2020 年全球贸易跌幅相对于经济表现来说“并不那么严重”。IMF 认为，造成这种局面的主要原因是此次新冠衰退中接触密集型部门的受到了更大的冲击，这些部门主要为贸易强度较低的服务

图 6 全球贸易量增速和对外投资规模趋势

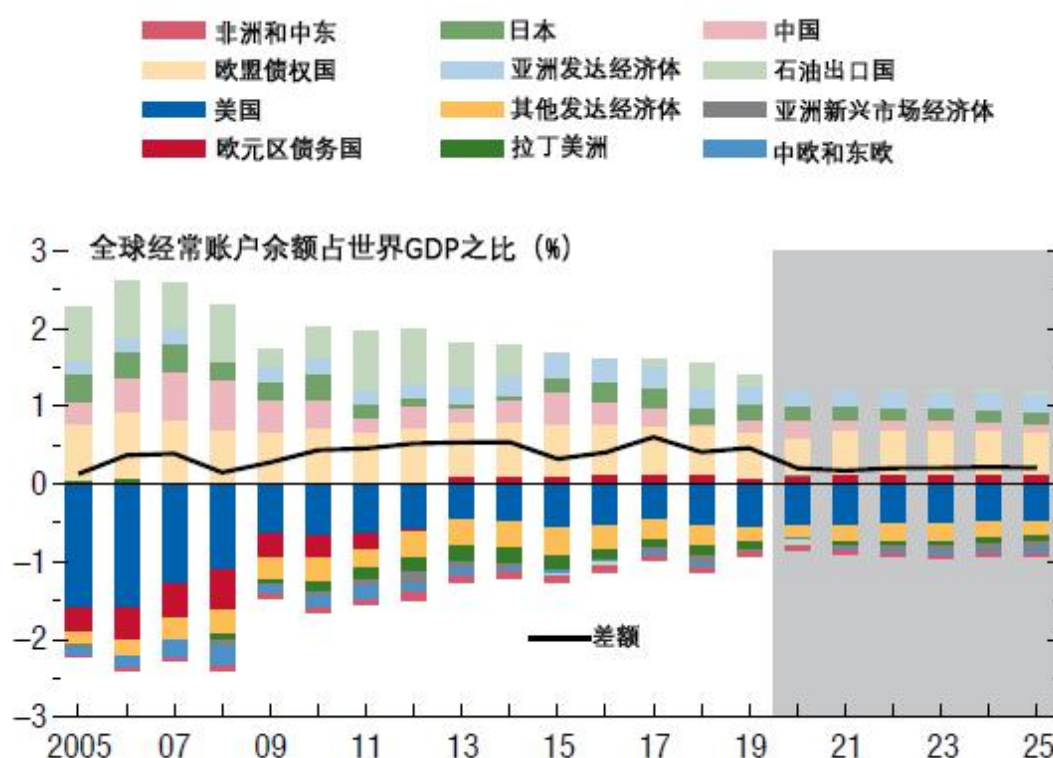


来源：IMF

贸易增速预期的下降很大程度上是因为企业将减少对于跨国供应链的依赖，该还将导致外国直接投资（FDI）增速同步下行。IMF 预计 FDI 占全球 GDP 的比重将在未来很长时间低于新冠疫情前十年的

水平。由于相同的原因，IMF 预计全球贸易不平衡的程度也将降低，并在未来保持在低位。对于未来，IMF 预计 2021 年全球贸易量将回升 8%，但增速在之后的几年将逐步下降，在 2025 年，全球贸易增速将低于 GDP 增速。

图 7 全球经常账户余额占 GDP 趋势



来源：IMF

4. 财政刺激政策大幅提升政府债务率

截至 2020 年 9 月 11 日，全球各国宣布的财政措施约 11.7 万亿美元，约占全球 GDP 的 12%，在这些措施中，大约有一半来自于增加政府支出或减免税费，另一半来自于公共部门的流动性支持安排，

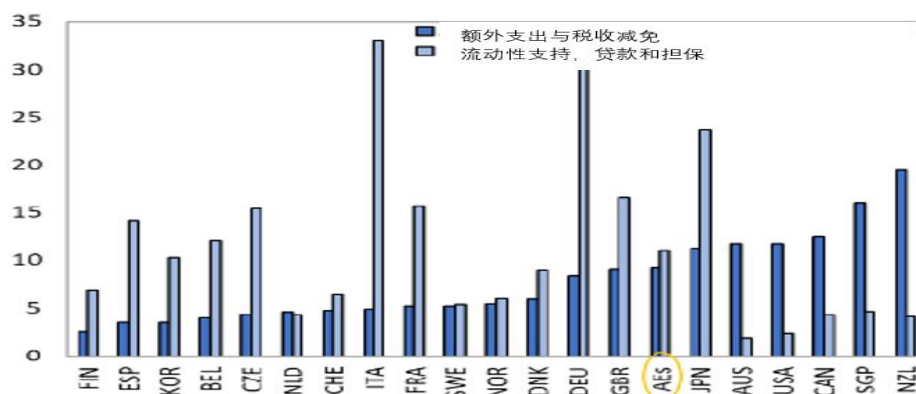
包括贷款、担保和向机构注资。

IMF 认为，财政政策总体上减轻了新冠疫情对居民健康及经济的负面影响，而越早实施控制措施的国家，后期所需财政政策规模越小。因财政政策空间不同，各国在财政支持的规模和结构存在差异。从规模上，发达经济体和大型新兴市场占据很大比重，主要因为新冠疫情在这些国家更早发现且传播更广；这些国家央行能够提供大规模货币刺激，并购买政府或企业证券，同时在实现低通胀方面具备公信力；这些国家的政府能以较低的利率发行国债。

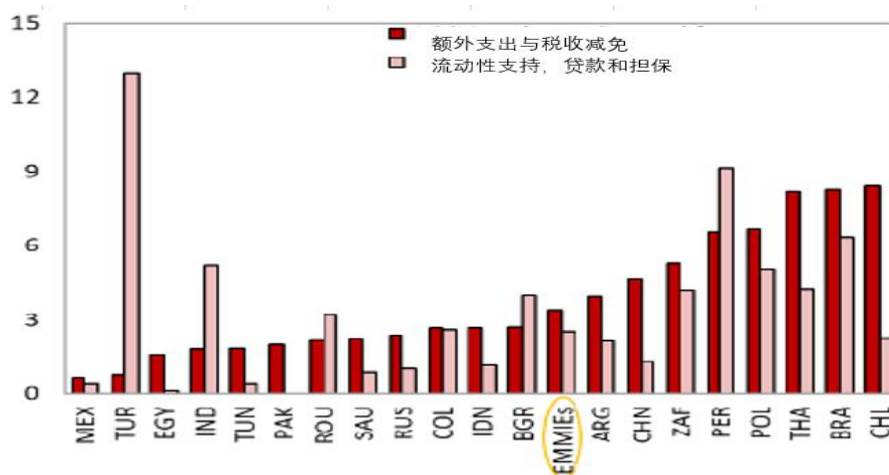
从结构上来看，发达国家的财政政策占据主导地位；新兴市场和中等收入经济体更多采取预算外支持和准财政措施。低收入国家受融资能力限制，赤字水平上升幅度不大。

IMF 预计 2020 年发达经济体总赤字率将比 2019 年高出 4 倍以上，有三分之一的发达经济体赤字占 GDP 的比重到达两位数。疫情对债务规模攀升的影响不仅体现在财政支出的增加，经济增速下滑导致的税收减少和失业救济金的增加也使得债务率被动上升。2020 年，发达国家政府平均一般政府债务率预计达到 125.5%，意大利、日本和西班牙年内一般政府债务率预计上升 30 个百分点，美国一般政府债务率预计上升 20 个百分点。新兴市场和中等收入经济体一般政府债务率均值预计从 2019 年的 53% 上升到 2020 年的 62% 以上。

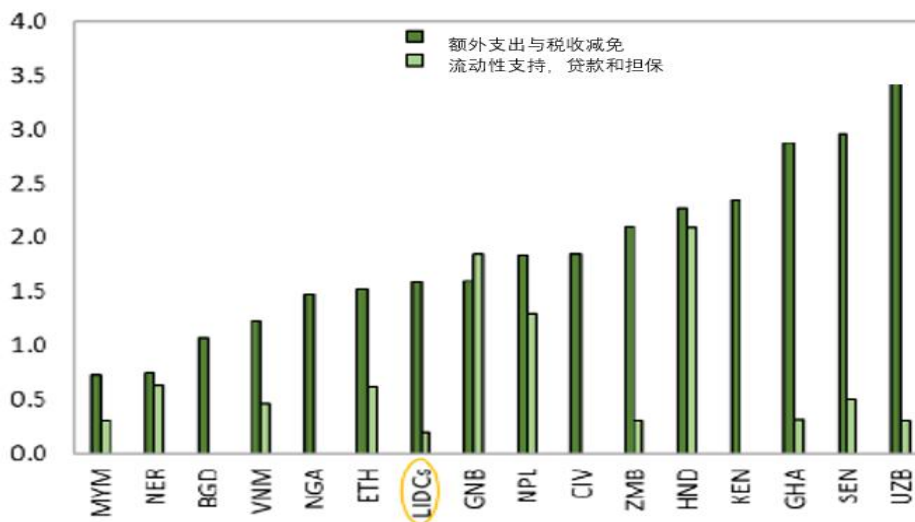
图 8 部分经济体应对疫情出台的财政政策占 GDP 比重 (%)
发达国家



新兴市场和中等收入国家



低收入国家



来源: IMF

表 3 2012-25 年一般政府债务水平(占 GDP 的百分比)

												预测			
2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025		

全球总债务	79.6	78.3	78.6	79.7	82.7	81.4	81.7	83	98.7	99.8	100.3	100.5	100.4	100.1
发达经济体	106.8	105.3	104.8	104.2	106.8	104.5	104	105.3	125.5	125.6	125.6	125.8	125.7	125.5
美国	103.3	104.9	104.5	104.6	106.6	105.7	106.9	108.7	131.2	133.6	134.5	135.2	136	136.9
欧元区	90.7	92.6	92.8	90.9	90	87.6	85.7	84	101.1	100	98.4	97	95.6	94.3
日本	228.7	232.2	235.8	231.3	236.4	234.5	236.6	238	266.2	264	263	262.8	263	264
新兴市场和中等收入经济体	37	38.2	40.3	43.7	46.5	48.1	50.1	52.6	62.2	65	67.5	69.2	70.4	71.1
不包括 MENAP 的石油生产国	39.4	40.7	43.1	45.7	48.1	49.7	51.8	54.1	63.7	66.7	69.2	71	72.1	72.7
亚洲	39.6	41.3	43.4	44.9	47.1	49	50.6	53.8	63.7	67.8	71.4	74	75.7	76.6
中国	34.4	37	40	41.5	44.3	46.4	48.8	52.6	61.7	66.5	71.2	74.6	76.8	78.1
欧洲	25.3	26.2	28.2	30.5	31.4	29.6	29.3	29	37.8	38.8	39.2	39.5	40.1	40.7
拉丁美洲	47.1	47.8	50.1	53.9	57.4	62.3	69.7	70.8	81.6	81	80.9	80.6	80.3	80
MENAP	23.3	23.6	23.4	33.2	40.4	40.1	40	44.7	53.4	53.8	53.5	53.2	53.4	53.2
低收入发展中国家	29.4	30.9	31.5	35.3	37.9	42.4	42.9	43.3	48.8	49.7	49.1	48.4	47.7	46.8
尼日利亚	17.6	18.3	17.5	20.3	23.4	25.3	27.7	29.1	35	35.5	36.2	36.5	37	37.4
石油生产国	30.9	30.9	31.4	37.6	41.4	42.3	44.2	45.6	57.6	58	58	57.6	57.2	56.5
全球净债务	65.9	65.1	65.4	66.8	69.5	68.2	68.7	69.5	87.4	88.1	88.9	89	89	89.3
发达经济体	76.9	76	75.9	75.9	77.6	76	76.1	76.7	96.1	96.4	97.3	97.5	97.7	98.3
美国 ¹	80.8	81.5	81.2	80.8	81.8	81.9	83.2	84	106.8	107.3	109.5	110.2	111.4	113.8
欧元区	73.2	75.7	75.9	74.7	74.3	72.1	70.4	69.2	85.1	84.7	83.7	82.8	81.8	80.9
日本	145.3	144.7	146.6	146.4	152	149.8	153.5	154.9	177.1	178.9	178.6	178.5	178.7	179.7
新兴市场和中等收入经济体	22.7	22.9	24.3	28.7	34.5	35.7	36.8	38.8	48.9	51.5	52.8	53.6	54.1	54.3
亚洲	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
欧洲	32	31.6	29.7	28.7	31	30	30.5	29.7	39.9	42.8	44	44.9	46.1	47.3
拉丁美洲	29.6	29.7	32.3	35.7	41.1	43.3	44	45.3	56.7	59.3	60.8	61.8	62.7	63.2
MENAP	-2.5	-3.4	-0.1	15.5	28.9	28.8	31.5	37.8	48.3	49.9	50.5	51.5	51.3	50.4

来源：IMF

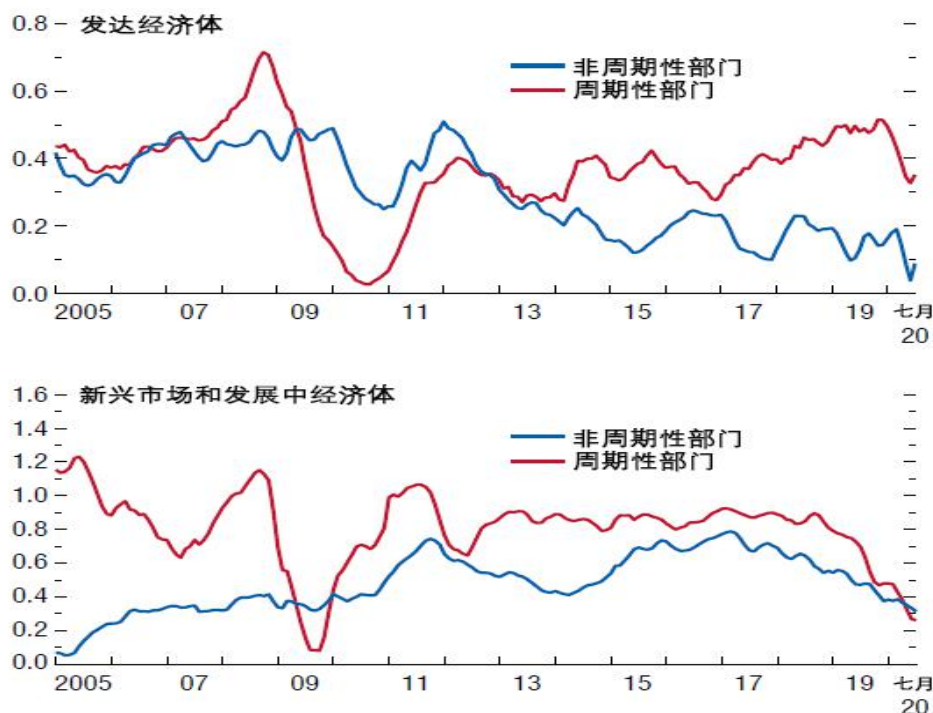
5. 近期通胀压力较小，但不排除通胀预期迅速上升的可能

政府大规模举债和央行资产负债表规模大幅扩张往往意味着通

胀压力上升，但 IMF 认为这种情况并不一定会出现。

IMF 认为由于总需求疲软，2022 年前全球通胀压力都较小，其中非周期性部门的通胀水平仍处于长期下行趋势中。IMF 预期发达经济体 2020 年的通胀水平为 0.8%，2021 年升至 1.6%，并在此后趋稳至 1.9%；新兴市场和发展中经济体 2020 年的通胀预期为 5%，2021 年降至 4.7%，中期逐步降至 4%。但 IMF 提醒，如果央行的货币政策被财政主导，在央行信誉受损情况下，随着政府开始出现大额财政赤字，通胀预期可能会迅速上升。

图 9 不同部门的通胀表现



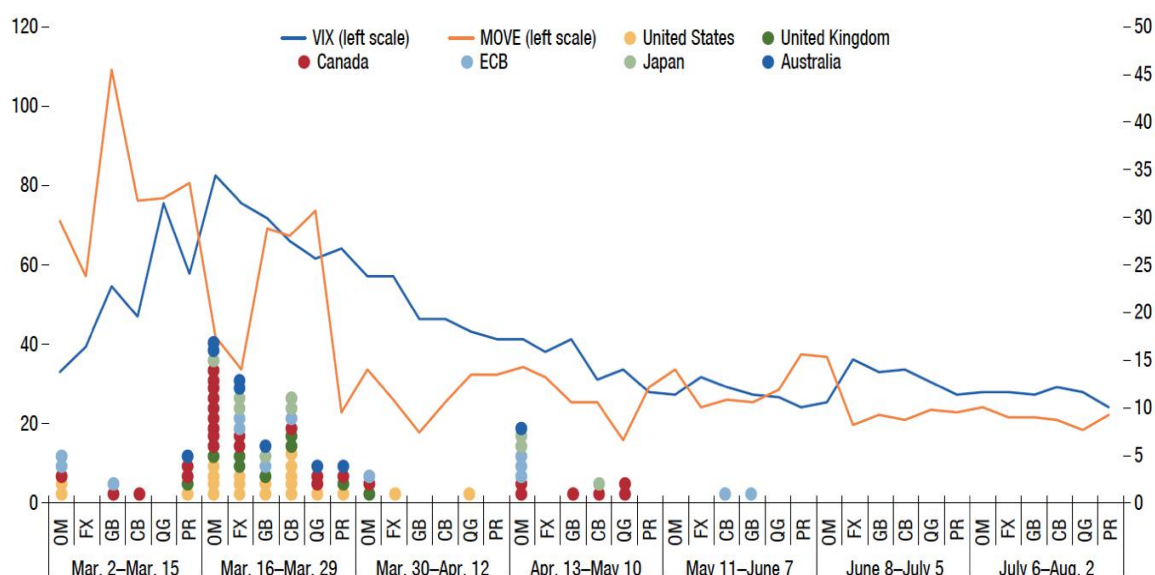
来源：IMF

6. 及时的政策响应令短期金融风险得到遏制

IMF 认为，影响全球金融稳定的短期风险目前得到遏制，原因是

及时的政策响应避免了宏观经济负面循环的出现。比如央行的干预措施增加了央行对风险资产的需求，并提高了投资者的风险偏好，这稳定了关键的金融市场。许多新兴市场央行在疫情中首次推出了资产购买计划，这些史无前例的政策支持改变了游戏规则，在降低了金融风险的同时也为各国政府争取了时间。

图 10 主要发达经济体中央银行的行动



注：左轴为 VIX 与 MOVE 指数值；右轴为政策发布的数量。

来源：IMF

7. 资产价格的良好表现主要由政策推动

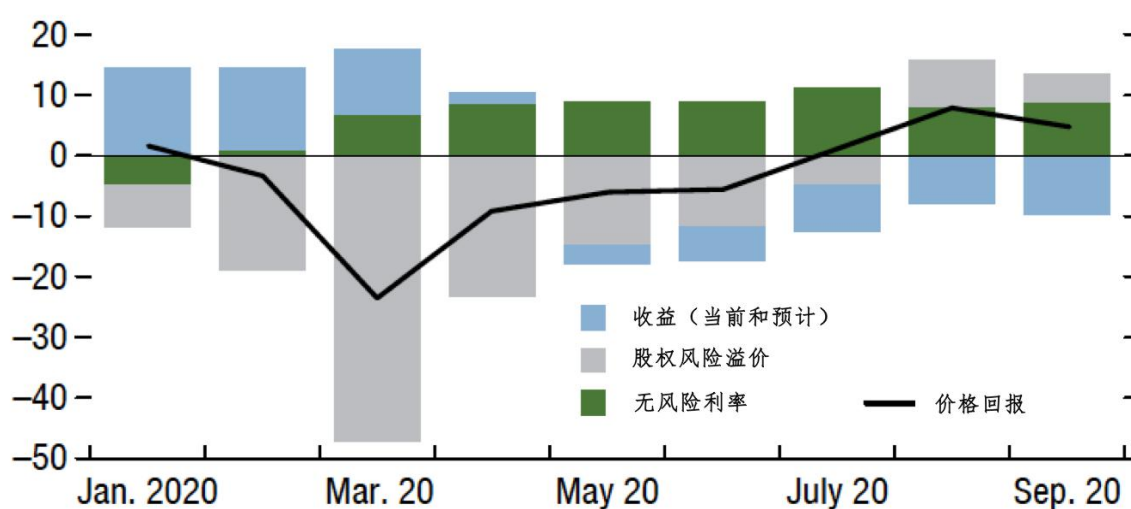
虽然经济活动持续低迷，疫情仍在蔓延，但全球股市从 3 月份的低点快速反弹。IMF 认为，股市的复苏主要由政策推动，即无风险利率降低和风险溢价水平的回落抵消了企业盈利前景极具恶化的影响。

IMF 将标普 500 指数迄今为止的表现分解为三个影响因素：收益

(当前和预计)、无风险利率和股权风险溢价，支撑近期股市回升的为无风险利率和股权风险溢价，虽然收益对于股市回报的负面拖累仍在不断放大。

图 11 标普 500 指数表现的分解

(占累计收益的百分比)



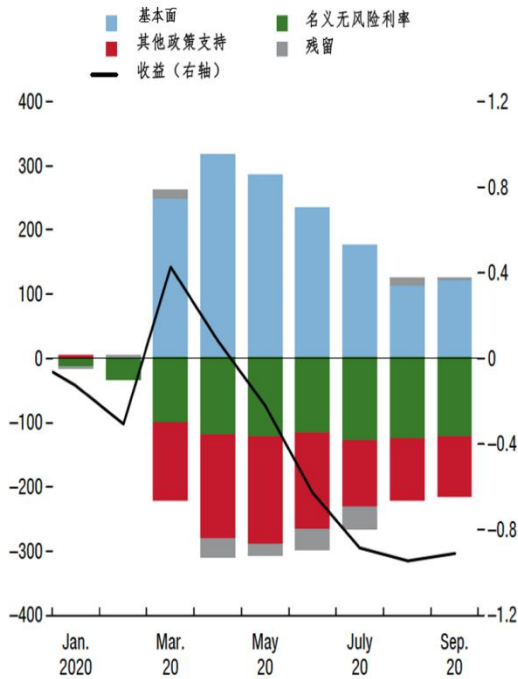
注：该分解基于标准的三阶段股息贴现模型。

来源：IMF

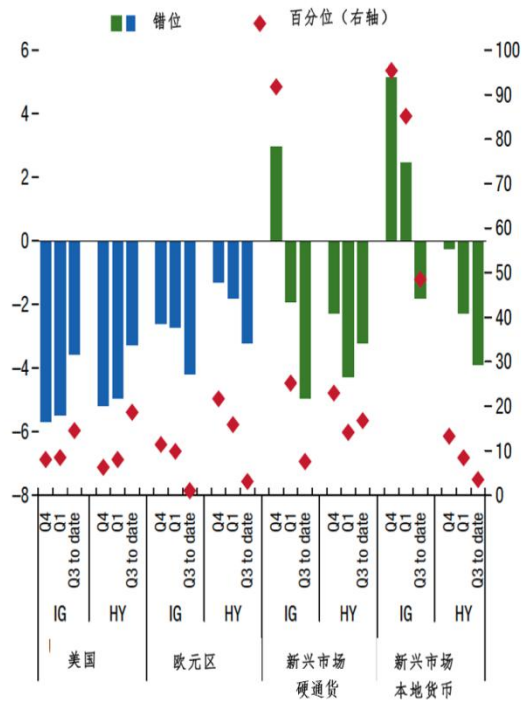
固定收益市场的情况与股权市场类似。IMF 对美国投资级债券的估值模型显示，央行的降息和其他政策支持（如资产购买计划）抵消了经济基本面恶化的影响，从而推动收益率下降。IMF 还指出，相对于发达市场和新兴市场的经济基本面，其信贷利差的收缩似乎已经过度。

图 12 信贷市场估值

1. 美国投资级公司债券收益变化分解
(左轴: 基点; 右轴: 百分点)



2. 债券价差错位
(左轴: 每单位风险的偏离值; 右轴: 基于 1995-2020 年的百分位)



注: HY=高收益; IG=投资等级。债券价差错位为市场收益率与 IMF 模型估算收益率之差经标准化调整后数据。

来源: IMF

8. 金融脆弱性风险仍在上升, 私人部门和公共部门风险可能形成共振

如果经济复苏迟迟未能到来, 企业承受流动性压力最终可能会演变成破产潮, 其中中小企业更容易受到伤害。

全球非金融企业和家庭债务 2019 年已接近 GDP 的 150%, 在大多数 G20 国家中大幅超过公共债务。IMF 指出, 许多国家的公司债务质量在疫情前就已经恶化。在中国和美国, 企业投机级债务占企业总债务比例接近 50%, 在意大利和英国甚至更高。

图 13 不断增加的企业债务

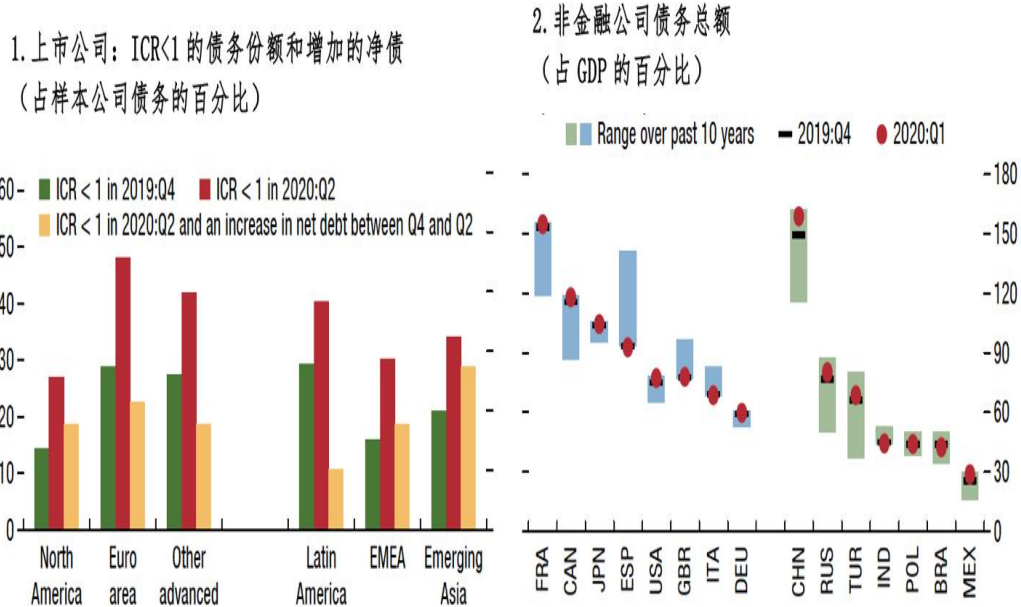
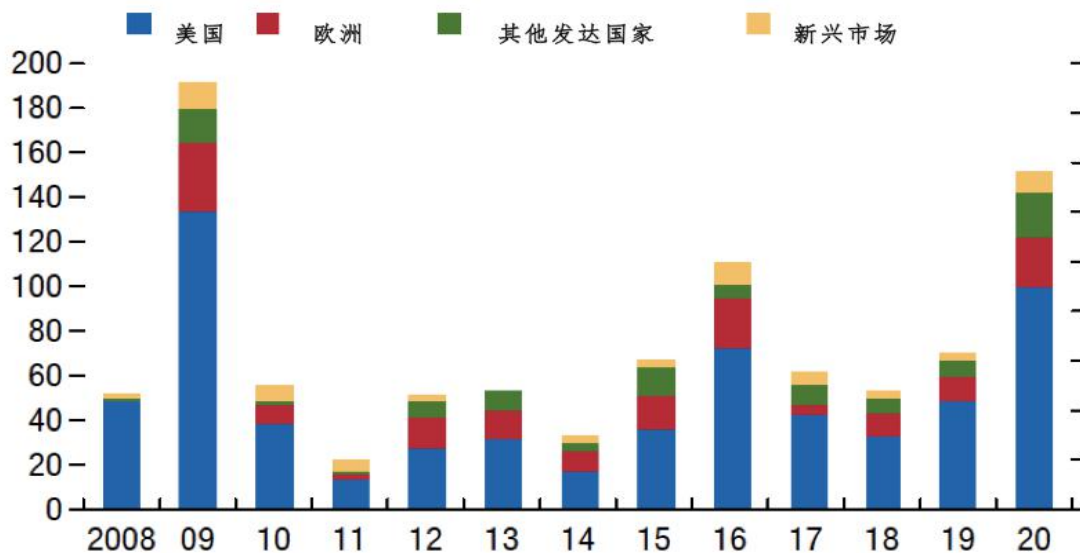


图 14 全球垃圾级企业债券违约



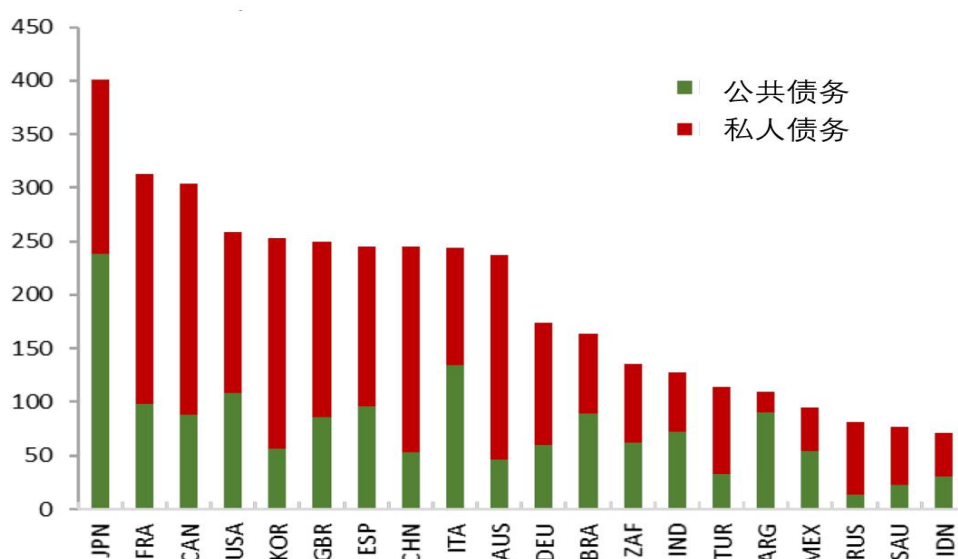
未来企业违约和破产的情况将主要取决于疫情的演变、宽松融资

条件维持的程度和时间，以及公共部门继续向有生存能力的公司提供财政支持的能力。

私人部门的债务问题还将对公共部门造成影响。IMF 指出，过多的私人债务可能通过三个渠道让公共部门承担压力：公共部门直接公开支持企业或其债权人；呼吁公共担保私人债务；反周期的财政政策以应对企业去杠杆化。

在全球金融危机后，37 个国家对金融机构的累计支持总额为 3.5 万亿美元。而为了应对疫情，各国政府宣布了 3.8 万亿美元担保计划，加上财政支出的增加、税收减免政策执行和经济下行带来的政府收入减少，政府债务负担将快速上升。IMF 认为，一些新兴市场经济体将可能面临融资挑战，出现债务危机或金融动荡，需要 IMF 正式支持。

图 15 G20 国家债务总额（占 GDP 的百分比，2019 年）



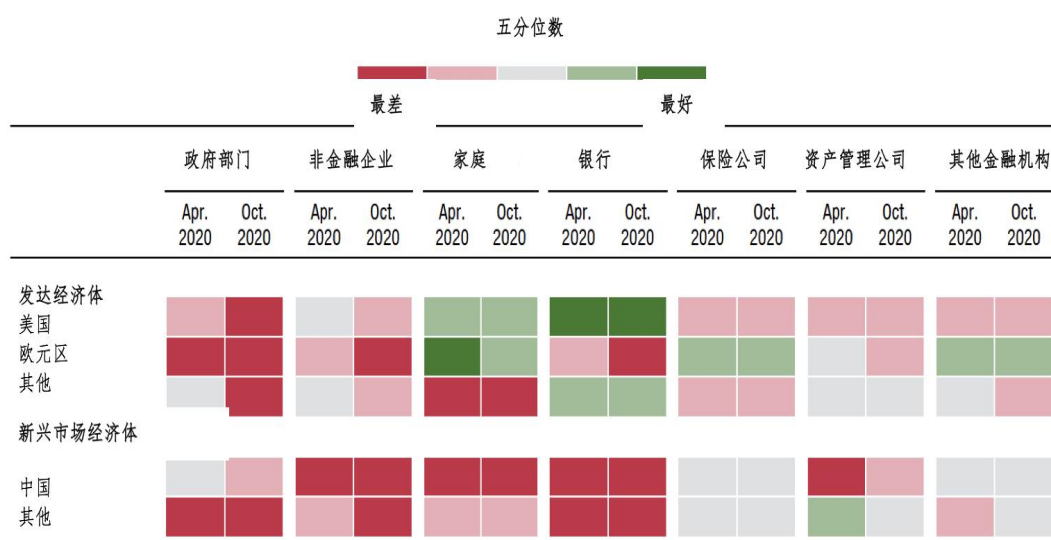
来源：IMF

由于来自私人债务的高风险可能最终需要财政行动来帮助修复，

IMF 认为政府在未来需要审视那些可能会鼓励债务积累的公共政策，比如将利息支出作为税前扣除。这些措施往往让企业更愿意用债权而非股权进行融资，从而降低税收负担。

9. 银行体系稳固性强于金融危机时期，但在最不利情境下银行业仍需要补充大量资本。

图 16 按部门和地区划分的金融脆弱性



注：金融脆弱性的五分位数根据 2000 年至 2020 年的数据所划分。

来源：IMF

IMF 认为，由于此前的监管改革，银行业进入新冠危机时的资本充足率和流动性缓冲水平都明显强于全球金融危机爆发的时候。未来银行业的弹性将取决于经济衰退的深度和持续时间、各国政府继续支持私营部门的能力以及确认损失的速度。在 IMF 基准情景假设下，大

多数银行能够吸收损失（全球系统性的主要银行表现更好，新兴市场银行恢复能力弱于发达经济体银行），但在不利情景假设下，银行业平均资本缺口可能达到全球 GDP 的 1%。

IMF 还指出，后疫情时代的金融改革应侧重于解决新冠疫情所掩盖的金融脆弱性问题，遏制在长期低利率环境下的过度风险承担。

10. 货币与金融政策路线图

IMF 认为，随着经济重启，维持宽松的货币政策和金融环境，提高信贷资源可得性，以及有针对性的偿付能力支持是维持经济复苏，推动经济结构转型和向绿色经济过渡的必要条件。

IMF 将新冠危机分为三个阶段，分别为“疫情下广泛的封锁阶段”、“在不确定性下逐步开放经济阶段”以及“疫情控制后阶段”，并为不同阶段的货币和金融部门政策路线图。在不同阶段中，货币政策、流动性措施及信贷政策的力度和覆盖度都有所不同，政策的目标也有所差异。

表 4 疫情不同阶段的货币和金融政策路线图

政策领域	第一阶段： 广泛的封锁	第二阶段： 不确定性下逐步开放经济	第三阶段： 疫情控制后
货币政策	放松货币政策，包括使用非常规货币政策工具。	维持宽松的货币政策。	保持宽松的货币政策，直到政策目标（例如通胀目标）实现。

核心资本市场的流动性支持	为维持市场运作和流动性提供支持。	继续支持，但适当地调整价格并为中央银行贷款退出做准备。	如有必要，逐步撤回支持。
金融机构的流动性支持	支持缓解流动性压力，支持宽松的货币政策。	继续支持，但适当地调整价格以激励正常市场资金的回笼。	只有在宽松货币政策的时候，才需要维持流动性支持。
维持信贷流动的措施	释放宏观审慎缓冲垫，允许使用资本和流动性缓冲垫，并酌情应用监管灵活性。 暂停银行利润的分配（派息和股票回购） 向家庭和企业提供融资支持。	允许继续使用资本和流动性缓冲。 暂停银行利润的分配（派息和股票回购）。	逐步重建资本和流动性缓冲，同时确保金融机构继续扩大信贷的能力。
解决问题资产的措施	提供资产分类和拨备指导。	维持审慎的标准，以激励对问题资产的识别和处理。	要求银行制定可靠的信贷计划，在适当的时间内减少问题资产。 处理遭受严重信用损失的银行。 促进不良资产市场的发展。
企业融资支持	提供信贷担保(或其他降低风险的措施)和定期融资，以支持新的贷款。	如果需要重新采取遏制措施，则维持企业融资支持，但需要收紧资格，瞄准那些流动性差但有偿付能力的公司。	撤回不必要的支持。

来源：IMF

11. 财政政策路线图

表 5 疫情不同阶段的财政政策路线图

财政应对	第一阶段： 广泛的封锁	第二阶段： 不确定性下逐步开 放经济	第三阶段： 疫情控制后
家庭收入支持			
现金或实物补发放	最为有效，尤其是在基本必需品和公共服务方面。	能更好地向有需要的人提供帮助。	在改革中重新考虑加强社会保障制度。
失业救济	扩大覆盖范围，延长持续时间。	当失业率恢复到正常水平时，需加强福利，完善激励机制。	加强社会保障体系的关键组成部分。
就业措施			
短期工作/职位保留计划	应当启用，这有助于劳动者保住工作及维持劳资关系。	逐渐减少这些措施使用，以鼓励劳动者转移到新的工作岗位。	应减少接触长期病例。
临时雇佣补贴	还不需要。	如果此前的供应中断已得到基本缓解，则可以计划或启动。	应向积极的劳动力市场政策过渡（例如，再培训）。
积极的劳动力市场政策	还不需要。	启动提高劳动技能的项目（教育、数字化）。	此政策是为后疫情时代的经济体结构转型而量身打造的。
公共投资			
	为下一阶段制定计划。	可以促进维护和公共工程；为下一阶段制定计划，强调创造就业机会和绿色复苏。	以可持续的融资规模扩大优质投资。
税收措施			
暂时延期缴纳税款、缓缴社会保障	需要实施。目的是保护家庭/企业的	实行有针对性的延期还款，取决于纳	不启用，但可以让纳税人参与债务重组。

金	现金流。	税人、疫情发展和复苏力度。	
减免一般所得税	不启用，因为此政策实则很大程度上有利于那些并不需要帮助的人。	不启用，削减可能帮助了那些并不需要帮助的人群。	视财政空间而定，将其视为刺激计划的一部分。如果针对现金紧张的家庭，可能会带来更强的效果。
加速折旧或亏损结转	还不需要。	应当启用，帮助需要恢复经营的公司。	应当启用。
实行累进税	可纳入考虑，尤其是在资金有限的情况下。	可纳入考虑，尤其是在资金有限的情况下。	应当启用，工具的选择应符合良好的税法设计。提高税收的累进性和确保高利润企业缴纳适当的税款有助于为其他措施提供资金，并可缓解社会紧张局势。
其他流动性支持			
贷款、担保	应当启用。以部分保留工作岗位为条件，限制股息或高管薪酬。	削减政策力度。	收紧政策，及时退出，管理财政风险。
偿付能力支持（股权投资注入）	应当启用，有分红限制和股东亏损。	对系统性/战略性公司的干预；对股息、高管薪酬的限制。	及时退出。
债务重组	不启用，可能会导致延期偿还债务。	准备精简的重组框架和调解机制，以便迅速解决问题。	应启用，为了促进重新分配和及时退出破产企业。

来源：IMF

新冠疫情对全球公共财政同样形成巨大冲击。IMF 指出，为受到

全球经济衰退严重打击、资源有限的发展中国家提供财政支持和多边协调变得至关重要。此外，恢复增长和创造就业机会是财政政策的一个重要方面，这对于扭转贫困和不平等的加剧至关重要，也将有助于改善公共财政状况。政策制定者需要根据具体情况相应调整措施，以适应每个阶段不断变化的需求，促进全球向后疫情时代转型，并确保全球债务情况的可持续性。为此，IMF 给出了助力全球经济复苏的财政政策路线图。

12. 通过投资走出“新冠衰退”

面对新冠疫情，政府的当务之急是处理卫生突发事件并为脆弱的家庭和企业提供保障。之后，各国政府需要做好经济安全、成功重启的准备，促进就业和经济活动的复苏，并推动新冠疫情后经济的转型。如果采取了正确的政策，那么疫情后的经济将更有弹性、更具包容性并更加绿色。公共投资在这一过程中将起关键性的作用。IMF 对于通过公共投资走出衰退的建议如下：

● 推动及时而有效的公共投资

为了支持经济复苏，政府需要在保持项目质量的前提下及时进行公共投资。在经济复苏的不同阶段，公共投资项目所担任的角色、具体项目的优先级、项目特点、配套的财政政策等均有所不同。

表 6 经济复苏战略中的公共投资

财政应对	第一阶段： 广泛的封锁	第二阶段： 不确定性下逐步开放经	第三阶段： 疫情控制后
------	----------------	---------------------	----------------

		济	
优先级	拯救生命，维持生计。	在可能的地区安全重启。	向更有包容性、更智慧和更可持续的经济模式转型。
关键性财政政策	为个人和企业提供生存保障。	提供生存保障，更好的提供目标支持，鼓励工人从事新的工作。	取决于财政空间，考虑财政刺激，修复资产负债表。
公共投资的角色	在安全的地方继续推进项目，开始计划新的项目。	促进维护性和工作密集型项目；重新评估优先事项；准备项目推进流程。	满足基础设施需求并支持可持续发展目标的发展；增强应对危机的能力。
更好的项目特点	维护保养性项目。	维护保养性；准备实施；小型、工作密集型、具有较大的短期乘数。	具有较大的长期乘数大型转型项目。
公共投资管理措施	审查计划中和进行中的投资组合。	审查、重新确定优先级、重新开始搁置的可行项目；规划新的优先事项；准备将在24个月内实施的评估项目流程。	加强项目计划、预算和实施，提高公共投资效率。
优先领域	健康卫生。	健康卫生、疫苗和治疗药物的研发；水和公共卫生设备；数字化；安全建筑、学校和交通。	健康卫生；气候变化的适应和缓解；数字化。

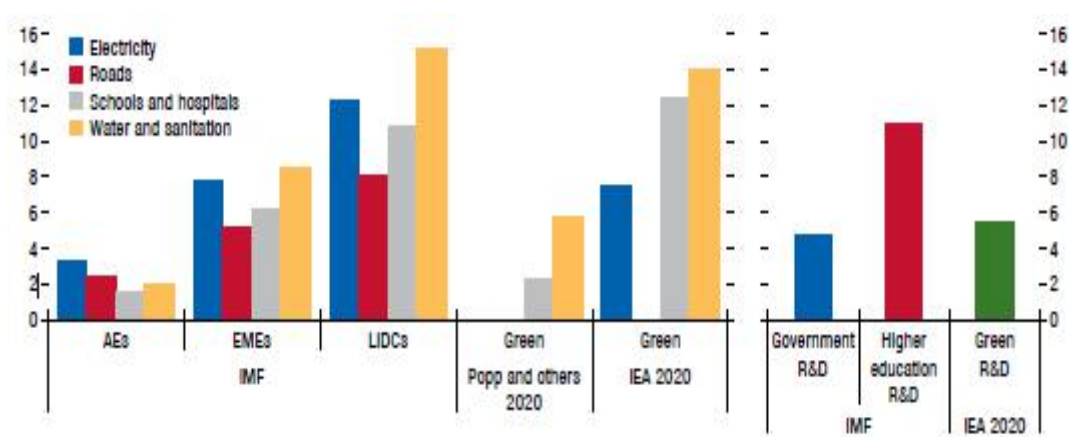
来源：IMF

在具体选择项目的过程中，政府应采取以下四个步骤：1) 专注于维护现有基础设施；2) 审查并重新确定进展中的项目优先级；3) 创建并维护可以在几年内交付的项目流程；4) 为危机带来的新的发展重点筹谋。这些步骤将有助于确定可立即启动的良好投资项目以及面向未来经济发展的项目。

● 创造就业

创造就业机会成为决定财政刺激措施规模和构成的重要标准，但在工作质量和工作数量之间仍需要权衡取舍。各国政府需要分配资源，用于数字化投资，为失业的工人提供职业培训，使他们能够满足大流行后新的工作需求。

图 17 不同行业每额外投资 1 百万美元将创造的就业数量



来源：IMF