

徐奇渊

xuqiy@163.com

全球金融危机会悄然而至吗？*

在 2021 年年初疫情强势反弹之下，全球企业债务、政府债务和银行不良贷款均面临更为严峻的考验，全球金融市场的脆弱性也在上升。

2020 年 3 月，新冠疫情开始在欧美蔓延，全球金融市场一度动荡，美股发生多次熔断。当时的主流观点是，此次冲击的性质是经济危机，而非金融危机。

较多提到的原因是，当时家庭、企业部门的杠杆率都处于比较健康的状态（尤其是美国），金融市场只是受到信心和疫情的暂时性冲击，这和 2008 年次贷危机之前的情况完全不同。

而且，各国政府都从过去的危机中汲取了经验和教训，在疫情冲击一开始就不遗余力地采取了极其宽松的财政和货币政策，包括一向以严谨著称的德国政府，其刺激力度之大也是前所未有的。因此，疫情冲击不会导致全球金融危机。

事实证明这种判断是正确的。虽然疫情对全球金融市场造成了一定的冲击，但是金融恐慌情绪很快消散，随后资产价格出现反弹，甚至很多大类资产价格都超越了疫情之前的顶点。

* 文章作者徐奇渊，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员。本文发表于《中国外汇》2021 年第 3-4 期合刊。

此后，尽管疫情出现反弹，也没有改变金融市场的乐观情绪。在充裕的流动性支撑下，资本市场的盛宴似乎也是兴致正浓。

时间转眼到了 2021 年年初，如果再使用 2020 年年初的论据来否定金融危机发生的可能性，显然已经不太适宜。

与 2020 年 3 到 4 月相比，疫情不但在全世界更大范围、以更快的速度在蔓延，而且家庭、企业、金融机构、政府资产负债表的健康程度，也都大不如一年之前，各部门资产负债表的“病情”可能需要相当长的时间才能修复。全球金融风险至少不会像 2020 年 3 月那时看起来那样遥远。

一、疫情仍然是最大的不确定性

目前，全球 50 多个经济体已出现英国报告的变异新冠病毒，20 个经济体出现了南非发现的变异病毒。日本在 2021 年 1 月上旬还向世卫组织报告了一种来自巴西的新型变异病毒。病毒变异后的传播速度加快，从全球范围来看，每日新增确诊病例仍在屡创新高。

2021 年 1 月上旬，全球当日新增确诊病例数一度达到近 86 万人、日死亡病例数最高时接近 1.7 万人，分别是 2020 年 4 月局部峰值的 10.6 倍和 2.4 倍。

2021 年 1 月 13 日，世卫组织卫生紧急项目负责人迈克尔·瑞安表示，此前一周全球新增病例近 500 万例；考虑到病毒传播的动态趋势，疫情形势可能会比 2020 年更加严峻。目前，英国、德国、意大利、葡萄牙等国家均实施了不同程度的紧急状态和封锁措施，并且持续时间还可能有所延长。

另一方面，世界多国已开始接种新冠疫苗，但是疫苗的普及仍然面临诸多障碍：发达国家民众对疫苗存在信任问题，贫穷国家疫苗资源有限，疫苗在生产、运输、成本等环节面临问题。

2020 年 12 月 17 日至 12 月 20 日，易普索(Ipsos)与世界经济论坛(World Economic Forum)合作对 15 个经济体的 1.35 万名成年人进行了一项民调。

结果发现，中国、韩国等 7 国的接种意愿比例高于 70%，符合群体免

疫的要求，其中中国的比例最高，达到了 80%。美国的比例为 69%，勉强达到群体免疫 70%的接种率要求；而其他国家的接种意愿普遍较低：德国 65%、意大利 62%、西班牙 62%、日本 60%、南非 53%、俄罗斯 43%、法国 40%。

不愿意接种疫苗的原因很多，部分人是因为担心副作用，也有相当多的人和拒绝戴口罩的人群重叠。总体而言，欧洲国家、尤其是南欧国家疫情较为严重，并且民调显示，其接种意愿也较低。

在此背景下，2021 年年初，欧洲经济较大概率会出现双底衰退；后续情况则取决于疫苗的普及、推广进度。更广泛的发展中国家没有进入民调的视线范围，实际上其疫苗资源更为有限，经济承受力也更为脆弱，例如拉美、非洲以及南亚国家，等等。

二、全球企业、银行和政府“负重”前行

受到疫情这个最大不确定性的影响，近期世界银行对 2021 年全球经济增长的预测下调了 0.2 个百分点至 4%。与此同时，国际货币基金组织(IMF)和经合组织(OECD)也都下调了对 2021 年全球经济增速的预期。其中，OECD 甚至较大幅度调降了全球增速预期 0.8 个百分点。

如果全球经济下行的风险成为现实，则要用更长的时间才能恢复到 2019 年疫情之前的水平，这对于家庭、企业、政府的资产负债表的修复，都将产生负面影响，甚至使这些部门的债务问题更加突出。

特别是在 2021 年年初疫情强势反弹之下，全球企业债务、政府债务和银行不良贷款都将面临更为严峻的考验。

标普评级在 2020 年 11 月中旬的《全球银行业 2021 年展望》中指出，2020 年以来企业杠杆率处于持续飙升之中，而 2021 年，企业违约率还可能进一步上升，这将给银行带来重大风险。

该报告预计，2020 年全球企业债务占 GDP 的比重将升至 103%，比 2019 年提高 14 个百分点。标普的另一份报告则预计，美国企业债违约率将从

2020年9月的6.3%升至2021年6月的12.5%，欧洲将从4.3%升至8.5%。

2020年以来，在各国财政和货币政策的有力支持下，银行通过各种方式为居民和企业提供喘息的机会，比如停止计息、对贷款提供宽限期，等等。

如果是短期冲击，这种支持政策的后遗症比较容易消化，但是本轮疫情持续时间较长、范围也遍布全球，有的国家疫情将持续一年、有的国家疫情持续时间很可能将超过两年。

在这种情况下，对于很多国家而言，不良贷款只是被延后、被低估了，最终还是充分暴露。而这些国家的金融机构或者国家财政将面临严峻的考验。对于一些脆弱国家而言，这方面的压力更是十分巨大。

另外，标普评级还预计，2020年全球政府债务占GDP比重将升至97%，比2019年上升15个百分点。根据Trading Economics在2020年12月发布的数据，2020年，全球主权信用评级的降级数量在2020年创下了1980年有数据以来的历史新高，其中最严重的一个月，就有约14%的国家，主权信用遭到降级。

疫情终将过去，人类也将逐渐被治愈，但是国家的资产负债表将陷入长期的“病态”之中。

三、疫苗资源分配失衡带来局部金融风险

一般认为，大多数发达国家将在2021年年中大范围普及疫苗，其经济也将在2021年下半年开始恢复正常。IMF近期的报告也支持这种判断。这虽然在总体上给全球经济增加了确定性，但在一定程度上也增加了局部范围的不确定性。

可以设想，2021年年中之后，大多数发达国家都普及了疫苗，而广大发展中国家的疫苗资源相对受限，全球经济复苏将在有疫苗国家、无疫苗国家之间呈现双轨复苏，直到更晚的2022年年末，才有可能实现疫苗的全面普及。

在此期间的一年多时间，发展中国家经济活动的恢复将滞后，企业经营情况、政府债务等，将继续保持不容乐观的态势。

从美国方面来看，2021年1月6日大选最终结果显示，拜登执政的民主党政府同时掌控了参众两院，预计其推出强力的财政刺激计划将较为顺利。

受此影响，美国国债收益率已经出现了显著上升。同时，美国是疫苗的主要生产国，美国经济在2021年的恢复可望表现出相对强势。

2021年1月以来，高盛也已经两次调升美国全年的增长预期。美债收益率上升、美国疫苗率先普及、美国经济恢复相对领先，这些因素都将支撑美元指数走强，并且对一些发展中国家的货币汇率、资本流动方向产生压力。

总体上，在失衡的、不同步的疫苗推广过程中，如果发达国家率先走出疫情出现经济复苏，特别是美国经济恢复较为顺利，而一部分发展中国家则仍然处于疫情的困扰之中的话，则这些发展中国家将面临进一步的资本外逃、货币贬值的风险。

而美元指数的相对强势，对于以美元负债为主的疫情严重的国家而言，将可能是沉重的一击。尤其是那些依赖于国际旅游业、侨汇收入，或是重债低收入的国家，其金融风险更值得重点关注。

另外，即使在发达经济体范围内，南欧国家的疫苗接种意愿也明显偏低，且南欧国家的主权债务问题也一直没有得到根本性的解决，欧元区和欧盟的救助机制效率也受限于其多边治理机制。因此，南欧国家的局部金融风险也值得关注。

2021年1月中旬，世界银行首席经济学家卡门·莱因哈特在世界报业辛迪加撰文警告，金融危机并不总是伴随着雷曼兄弟倒掉这样的巨大冲击，也可能是现在这样一个悄无声息的过程，并且会进一步损害到未来的全球增长潜力。

事实上，如果回顾美国的次贷危机就可以发现，虽然其全面爆发是在

2008 年 9 月的雷曼时刻，但是 2007 年年初已经有贝尔斯登、新世纪基金公司的倒闭作为开端。而这一过程中，包括从对基础资产的腐蚀开始到金融衍生品市场的崩溃，次贷危机悄无声息地酝酿了一年半时间。

而现在回顾过去的一年，全球疫情同样也在侵蚀、消耗着经济基础。如果 2021 年疫苗的接种情况不及预期，而疫情的破坏和持续时间超出预期，则部分国家金融市场的基础资产有可能继续恶化，并引发局部危机，进而影响到全球金融市场的稳定。

只不过，疫情将导致的金融危机，是莱因哈特所描述的那种“悄无声息”，还是表现为惊心动魄，则取决于疫情持续的范围和时间。

2021 年，最大的不确定性仍然是疫情本身。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。