

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

市场发展与问题



2006年4月

中国金融出版社

国际货币基金组织

世 界 经 济 与 金 融 概 览

全球金融稳定报告

市场发展与问题

2006年4月

国际货币基金组织语言服务部 译



中国金融出版社·北 京
国际货币基金组织·华盛顿特区

责任编辑：古文君
责任校对：孙 蕊
责任印制：裴 刚

图书在版编目(CIP)数据

全球金融稳定报告. 2006年4月 / 国际货币基金组织著. —北京：中国金融出版社，2006. 8
书名原文：Global Financial Stability Report
ISBN 7-5049-4142-5

I. 全…

II. 国…

III. 金融市场—研究报告—世界—2006

IV. F831.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第090201号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里3号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京佳信达印刷有限公司

开本 889毫米×1194毫米 1/16

印张 12.25

字数 306千

版次 2006年9月第1版

印次 2006年9月第1次印刷

定价 48.00元

如出现印装错误本社负责调换

前 言

《全球金融稳定报告》评估全球金融市场动态，以辨别潜在的系统性弱点。报告通过引起人们对全球金融体系中潜在问题的关注，试图在危机防范方面发挥作用，从而对全球金融稳定以及基金组织成员国的持续经济增长做出贡献。

本报告在基金组织高级顾问兼国际资本市场部主任 Gerd Häusler 的指导下，由国际资本市场部撰写。管理工作由一个编辑委员会承担，该委员会的成员有：Hung Q. Tran（主席）、Peter Dattels、Todd Groome 和 Ceyla Pazarbasioglu。Axel Bertuch-Samuels 和 Charles R. Blitzer 对报告提出了有益的意见和建议。参与本期工作的国际资本市场部的其他工作人员有：Geoffrey Bannister、Brian Bell、Nicolas Blancher、Elie Canetti、Marcelo Carvalho、Dale Gray、François Haas、Kristian Hartelius、Anna Ilyina、Andreas Jobst、Herman Kamil、John Kiff、William Lee、Cheng Hoon Lim、Pipat Luengnaruemitchai、Carlos Medeiros、Chris Morris、Shinobu Nakagawa、Michael Papaioannou、Lars Pedersen、Magdalena Polan、Bozena Radzewicz-Bak、Parmeshwar Ramlogan、Paul Ross、Mustafa Saiyid、Hemant Shah、G. Edwin Smith III、Laura Valderrama、Christopher Walker、Mark Walsh 和 Luisa Zanforlin。David Marston 和 Kal Wajid 领导下的货币与金融体系部的工作人员小组协助撰写了新兴市场银行部门发展专题，Udaibir S. Das 和 Allison Holland（货币与金融体系部）协助撰写了第三章中债务管理专题。Martin Edmonds、Patricia Gillett、Ivan Guerra、Silvia Iorgova、Oksana Khadarina、Yoon Sook Kim、Ned Rumpelton 和 Peter Tran（均来自国际资本市场部）以及 Kalin Tintchev（货币与金融体系部）为分析工作提供了协助。Caroline Bagworth、Norma Cayo、Rosemarie Edwards、Vera Jasenovec、Elsa Portaro-Cracel 和 Ramanjeet Singh 提供了出色的文字处理服务。对外关系部的 Archana Kumar 编辑了文本并协调了出版工作。

本期部分内容源于一系列非正式讨论，包括与许多主要金融中心和国家的商业银行、投资银行、证券公司、资产管理公司、对冲基金、保险公司、养老基金、股票与期货交易所、信用评级机构、监管当局和学术研究人员进行的讨论。本报告反映 2006 年 2 月 10 日前所掌握的信息。

本报告还得益于基金组织其他部门的工作人员提出的意见和建议以及各位执董在 2006 年 3 月 27 日对《全球金融稳定报告》进行讨论后提出的意见和建议。但是，报告中的分析和政策思考均来自参与撰稿的工作人员，不代表执董、其国家当局或基金组织的观点。

目 录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 前言 | vii |
| 第一章 全球金融体系对周期性挑战的抵御能力 | 1 |
| 金融市场可能面临的周期性挑战 | 3 |
| 金融稳定性和政策影响评估 | 36 |
| 附录：新兴市场资金流动 | 40 |
| 参考文献 | 47 |
| 第二章 信用衍生工具和结构性信用市场对金融稳定的影响 | 49 |
| 市场增长与发展 | 50 |
| 金融稳定与潜在的经济影响 | 60 |
| 结论和所涉及的政策问题 | 73 |
| 参考文献 | 78 |
| 第三章 新兴市场主权债务的结构性变化及其对金融稳定的影响 | 81 |
| 新兴市场主权债务结构和投资者群体的改善 | 82 |
| 新兴市场主权债务结构、金融脆弱性和波及效应 | 107 |
| 结论及政策建议 | 114 |
| 附件一 新兴市场主权体进行的若干操作 | 118 |
| 附件二 数据描述 | 119 |
| 参考文献 | 120 |
| 词汇表 | 122 |
| 附件 主席的总结发言 | 126 |
| 统计附录 | 129 |
| 专栏 | |
| 1.1. 成熟和新兴市场的金融体系 | 5 |
| 1.2. 市场对风险的定价是否过低 | 10 |
| 1.3. 收益曲线的平直和反转：影响及前景 | 13 |
| 1.4. 新兴市场国家的外国直接投资 | 23 |

目 录

| | |
|--------------------------------|-----|
| 1.5. 新兴市场债券利差的主要驱动因素：基本面还是外部因素 | 26 |
| 1.6. 石油美元回流和资本流入美国 | 32 |
| 1.7. 禽流感大流行的金融影响 | 37 |
| 1.8. 集体行动条款 | 44 |
| 2.1. 信用衍生工具：基本分类和术语 | 52 |
| 2.2. 合成结构的信用风险转让与新兴市场的证券化活动 | 55 |
| 2.3. 使用合成技巧来转让保险风险 | 57 |
| 2.4. 伊斯兰金融和信用风险转让 | 58 |
| 2.5. 经德尔塔调整的风险转让衡量指标 | 62 |
| 2.6. 债券利差对信贷发放的影响 | 70 |
| 3.1. 经合组织国家债务管理的最佳做法 | 87 |
| 3.2. 新兴市场债务及风险管理能力的发展 | 96 |
| 3.3. 墨西哥权证 | 100 |
| 3.4. 国内主权债务货币构成的国家间差异 | 101 |
| 3.5. 对扩大投资者群体有利的技术因素 | 104 |
| 3.6. 主权债务结构的变化对主权信用风险的影响 | 111 |

表

| | |
|--------------------------------------|-----|
| 1.1. 部门资产负债表 | 2 |
| 1.2. 股票定值 | 9 |
| 1.3. 新兴市场和发展中国家：经常账户差额和对外融资 | 25 |
| 1.4. 新兴市场外部融资 | 41 |
| 3.1. 新兴市场：宏观经济基本面 | 82 |
| 3.2. 主权债务指标：样本描述，截至2004年末 | 86 |
| 3.3. 新兴市场国家的主权债务结构明细表 | 90 |
| 3.4. 新兴市场为2006年到期外债进行的预先融资 | 108 |
| 3.5. 新兴市场主权体进行的若干对外负债管理操作，2003-2005年 | 118 |

图

| | |
|---------------------------|----|
| 1.1. 美国和欧洲银行的财务指标 | 3 |
| 1.2. 公司利差 | 4 |
| 1.3. 隐含波动性 | 4 |
| 1.4. 10年通货膨胀预期 | 9 |
| 1.5. 短期利率预期 | 9 |
| 1.6. 公司升级行动减去公司降级行动 | 17 |
| 1.7. 通过对贷款职员进行调查得出的银行贷款标准 | 17 |
| 1.8. 非金融公司融资缺口 | 18 |
| 1.9. 美国公司部门盈利与利息比率 | 18 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1.10. 美国公司的净分红 | 19 |
| 1.11. 日本分红增长率和分配率 | 19 |
| 1.12. 宣布的股份回购 | 20 |
| 1.13. 全球并购活动 | 20 |
| 1.14. 杠杆贷款的发放 | 21 |
| 1.15. 美国资产支持利差 | 22 |
| 1.16. 新兴市场利差 | 22 |
| 1.17. 新兴市场和美国公司间的利差差异 | 30 |
| 1.18. 各类资产表现, 1990-2006年 | 35 |
| 1.19. 不同资产类别表现, 2003-2006年 | 36 |
| 1.20. 债券、贷款及股票年度累计发行总额 | 40 |
| 1.21. 债券发行总额 | 42 |
| 1.22. 季度净发行额 | 42 |
| 1.23. 银团贷款承诺额 | 43 |
| 1.24. 股票发行 | 43 |
| 1.25. 非居民持有的本地政府债券 | 45 |
| 1.26. 新兴市场股票基金的累计净资金流入额 | 45 |
| 1.27. 流入亚洲新兴市场股市的资金 | 46 |
| 1.28. 土耳其: 股市的外国投资 | 46 |
| 1.29. 墨西哥: 非居民持有的当地股权 | 47 |
| 1.30. 巴西: 股市的外国投资 | 47 |
| 2.1. 全球未结清的信用衍生工具 | 50 |
| 2.2. 担保债务证券的全球发行量: 现金结构还是合成结构 | 51 |
| 2.3. 管理下的以信用为投资方向的对冲资金资产与未结清的信用衍生工具 | 54 |
| 2.4. 担保债务证券的全球发行量, 按标的资产划分 | 60 |
| 2.5. 信用衍生工具市场与利率掉期市场之间在增长方面的比较 | 67 |
| 2.6. 信贷周期的动态 | 72 |
| 3.1. 新兴市场的公共债务、偿债负担和信用评级 | 83 |
| 3.2. 非居民持有的新兴市场私人部门债务 | 84 |
| 3.3. 外汇储备积累和外债管理操作 | 85 |
| 3.4. 新兴市场主权外债的结构和发展态势 | 88 |
| 3.5. 新兴市场可转让主权债务的货币构成和发行地区 | 89 |
| 3.6. 新兴市场主权体国际债务证券的发行总量 | 90 |
| 3.7. 国内可转让主权债务的期限结构和指数化 | 91 |
| 3.8. 若干新兴市场主权体本币固定利率可转让债务的平均剩余期限 | 92 |
| 3.9. 若干成熟市场国内债务的投资者构成 | 93 |
| 3.10. 新兴市场投资者持有的国内中央政府债务 | 93 |
| 3.11. 各类资产的风险—收益, 2001-2005年 | 94 |

| | |
|---|-----|
| 3.12. 对新兴市场债务的投资流 | 94 |
| 3.13. 新兴市场国内债务：外国投资者持有的份额 | 95 |
| 3.14. 非居民持有的政府本币债券份额 | 97 |
| 3.15. 新兴市场债券国际投资者的本币资产分配 | 97 |
| 3.16. 新兴市场国内债务的持有者 | 98 |
| 3.17. 发行国居民持有的外债 | 102 |
| 3.18. 外币债务占可转让主权债务总量的比例 | 103 |
| 3.19. 若干新兴市场主权体的外汇风险敞口 | 107 |
| 3.20. 一年内到期的主权市场外债 | 108 |
| 3.21. 短期可转让国内主权债务 | 109 |
| 3.22. 一年内到期的国内主权债务 | 110 |
| 3.23. 若干新兴市场国家EMBIG及GIBI-EM指数成分债券修正后的久期 | 113 |
| 3.24. 新兴市场债券日收益的六个月关联性 | 114 |
| 3.25. 新兴市场收益调整后及未调整的关联性 | 115 |
| 3.26. 新兴市场债权人的地理分布情况，截至2003年末 | 116 |

本书通篇使用下述符号：

... 表示数据无法得到；

— 表示数据为零、不足末位数的一半或有关项目不存在；

— 用于年份或月份之间（例如，1997-99年或1-6月），表示所跨的年份或月份，包括起始年份（月份）和终止年份（月份）；

/ 用于年度之间（例如，1998/99），表示财政年度或财务年度。

“Billion”表示10亿；“trillion”表示万亿。

“基点”指一个百分点的1%（例如，25个基点相当于1/4个百分点）。

“n.a.”指不适用。

由于四舍五入，分项数据与合计数据之间可能有微小差异。

在本报告中，“国家”一词并非在所有情况下都是指按照国际法和国际惯例所理解的国家领土实体。在此，国家一词还包括一些单独和独立列示统计数据的非国家领土实体。

前几期《全球金融稳定报告》(GFSR)分析和评估了全球金融体系如何从各种冲击中得以恢复,包括2000—2001年股市泡沫的破灭和几个新兴市场国家的债务危机。报告详细说明了周期性有利条件和结构变化如何使金融中介机构变得比以前更强大。2005年9月期的《全球金融稳定报告》做出了以下正面评估,“全球金融体系又一次得到加强,又一次提高了抵御能力”,这为近期的发展所证实。但是,几个周期性挑战似乎正在出现,因此,有必要对2006年余下时间及以后的金融前景有一个更细致的看法。

正如本报告早先所说的,全球化和金融创新拓宽了金融市场向经济中的各种用户提供信贷的范围。特别是,由于众多而且通常规模很大的机构投资者的崛起和信用风险转移工具的迅速增加,银行得以更积极地管理其信用风险,并将储存的信用风险外包给许多不同的投资者。信用风险更大程度的分散已经使银行部门得以“降低风险”,部分是因为银行在支付体系中的作用,银行在经济中仍然有着战略重要性。同时,人们广泛承认,多种不同的投资者承担信用风险增强了金融体系作为一个整体吸收潜在冲击的能力。这与主要由少数具有系统重要性的银行承担为不良贷款拨备负担的情形存在显著的不同。¹ 确实,如下所述,由于报告要求不那么严格,在银行体系外,谁承担什么风险以及承担多少风险等细节不是那么透明。但是,总体来看,正是风险的这种分散提高了

1. 举例来说,美国银行破产的年度数目已经下降到过去10年来的低水平,在这一时期,出现了几次大的冲击,如果是过去的话,可能会引起银行及其监管机构很大程度的不安。

金融体系吸纳冲击的能力。与再保险体系一样,风险多样化和分散化比准确地搞清楚谁是风险的最终承担者更为重要。

除了风险分散外,风险的拆解和活跃的交易(包括通过信用衍生品市场)似乎已形成了一个高效、及时和透明的信用风险价格发现过程。市场上的交易对手以及监管机构如需了解信用质量可能恶化的迹象,不必再翘首以待不经常提供的银行资产负债表中不良贷款情况的报告,而是能实时监控信用质量(见第二章)。所有这些结构性变化加在一起使得金融市场更加灵活,更有弹性。正如前美国联储主席艾伦·格林斯潘所说的:“这些越来越复杂的金融工具使得现在的金融体系比25年前的那个体系更为灵活、高效,并因此而更有弹性。”²

同时,这个现代资本市场的“勇敢的新世界”创造了其自身的一套风险和挑战。如上所述,这些风险和挑战包括:关于非银行金融机构所承担的风险及风险分配方面的信息较少,这增加了监管不充分的市场出现不良突发事件的可能性。更重要的是,新的市场型信用风险环境在很大程度上要依赖这一市场上所有关键领域的流动性。任何可能的流动性扰动都可能会放大市场的修正动作(见第二章)。此外,操作风险,如信用衍生交易确认,合约向第三方的转让,以及合约清算等,已被确认为薄弱环节,市场参与者们正在采取补救行动来解决它们。

在新兴市场债务领域,许多国家,特别是那些大的和具有系统重要性的国家,已经大大改善了它们的主权债务及其国内资本市

2. 见格林斯潘(2005)。

表 1.1. 部门资产负债表

(百分比)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 美国 | | | | | | |
| 银行业：不良贷款/总贷款 | 1.1 | 1.4 | 1.5 | 1.2 | 0.9 | 0.8 |
| 银行业：股本回报率 | 14.8 | 14.2 | 14.9 | 15.2 | 14.6 | 13.7 |
| 公司：债务/净值 | 48.6 | 51.6 | 50.8 | 49.3 | 47.1 | 45.5 |
| 住户：净值/个人可支配收入 | 583.3 | 543.4 | 497.6 | 537.9 | 555.9 | 564.9 |
| 欧洲 | | | | | | |
| 银行业：不良贷款/总贷款 | 3.0 | 2.9 | 3.0 | 3.0 | 2.3 | ... |
| 银行业：股本回报率(税后) | 18.3 | 11.2 | 9.0 | 11.3 | 14.2 | ... |
| 公司：债务/净值 | 67.3 | 71.3 | 74.2 | 72.1 | 70.3 | ... |
| 住户：净值/资产 | 85.3 | 84.6 | 84.3 | 84.4 | 84.3 | ... |
| 日本¹ | | | | | | |
| 银行业：不良贷款/总贷款 | 6.3 | 8.4 | 7.4 | 5.8 | 4.0 | 3.5 |
| 银行业：股本回报率 | -0.5 | -14.3 | -19.5 | -2.7 | 4.1 | 6.3 |
| 公司：债务/股本(账面价值) | 156.8 | 156.0 | 146.1 | 121.3 | 121.5 | 108.2 |
| 住户：净值/可支配净收入 | 767.5 | 763.9 | 753.0 | 749.0 | ... | ... |

资料来源：各国当局。

说明：NPL = 不良贷款。扩大的资产负债表和详细说明见统计附录中的表 7-9。

1. 数据是指 4 月 1 日开始的财政年度。关于住户非金融资产和可支配收入的数据只有截至 2003 年财政年度的。2005 年财政年度的数据是 2005 年上半年的数据。

场的结构。同时，它们的投资者基础（包括国际和国内两个方面）已经扩大，而且变得更加分散化。所有这些变动加在一起已经使新兴市场国家对外部冲击更加具有抵抗力（见第三章）。

与此同时，在过去几年中，周期性因素也非常有利。低利率和充裕的流动性供应支持了稳固的全球经济复苏并引发了对收益的追逐。银行和公司都实施了旨在削减成本的重组，以应对先前过高的杠杆率和更一般意义上的竞争压力。结果，公司在过去三年中很快恢复盈利，公司资产负债表的情况超过预期。自 2001 年以来，主要国家住户部门的资产负债表也有改善，这是由于房价上升和国际股票市场复苏所导致的。例如，美国住户部门的净值已经恢复到接近 1999 年达到的历史最高点（见表 1.1）。³ 得益于这些发展，

许多国家的银行，尤其是大的国际性机构，目前的财务状况非常好：资本基础强大、盈利性良好、资产质量良好（反映在不良贷款比率上）（见图 1.1 和专栏 1.1）。综合来看，金融、公司以及住户部门良好的资产负债表实际上在所有主要的金融体系中都起到了很大的金融缓冲作用。

但是，这些有利的周期性条件不会永远存在。在政策利率已经提高，而且信用质量预期有所下降的时候，就产生了几问题：周期性条件的变化程度如何，这种变化会有多快？这会如何影响资产的再配置以及价格的修正？前面所说的金融体系结构性变化将提供多少缓冲和支持？考虑到许多领域的数据贫乏，相关的结构性变化也只是近期才出现的，这些问题的答案只能是初步的而且是定性的。虽然使用广泛的金融稳定性指标这种“自下而上的方式”是可取的，但这些指标要么没有，要么有一个显著的时滞。与通常的金融市场发展一样，等待结论性的经验证据将需要很长的时间，因此，将剥夺政策制定者在合理时间期限内做出反应的机会。

3. 同时，也有必要指出，住户部门可能面临许多风险，诸如资产价格（包括住房价格）的突然变动，而这种变动又会大大影响净值。它们的偿债负担会随着利率的上升而增加。住户部门还对其未来的包括退休需要在内的财务需要，承担了越来越大的责任。

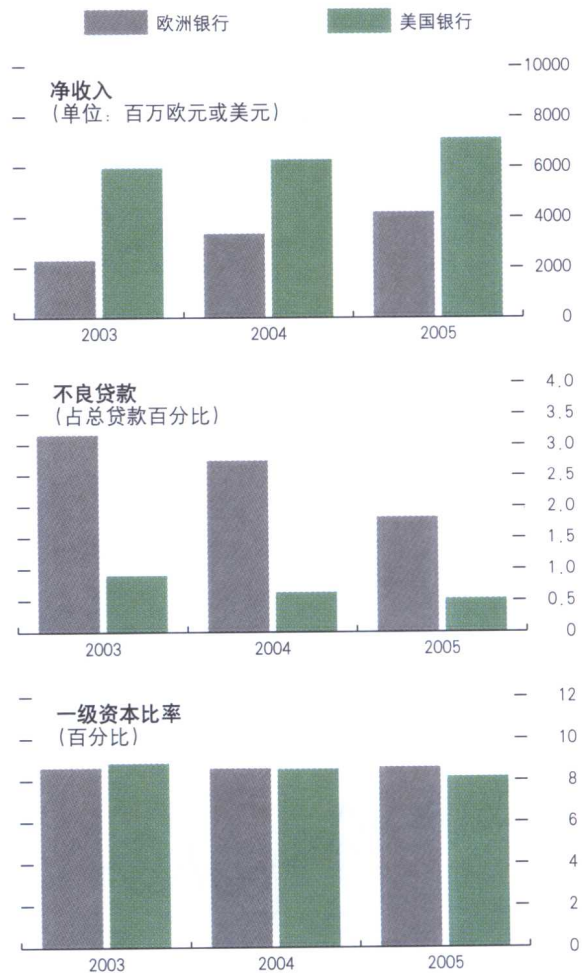
第一章分析了今后一段时期金融市场的主要周期性风险，尤其是那些源于更高利率和/或通货膨胀、各种债务人信用质量的恶化，以及突然失控的全球不平衡等的风险。此外，它还强调了几个政策结论。第二章讨论了信用衍生产品和结构性信用市场的趋势，重点放在这种趋势对金融稳定的影响以及对信贷周期动态的潜在影响方面。本章认为，虽然这些发展加强了银行及整个金融体系的抗风险能力，但它们也带来了新的挑战和脆弱性，需要更好地了解。第三章描述了新兴市场国家的主权债务和投资者基础的构成方面出现的变化，并分析了这些变化是如何影响抵御不利影响的能力的。分析表明，新兴市场的投资者基础变得越来越多元化，国内和对外债务市场上的长期投资者更多了，同时，也有更多的外国投资者愿意投资于本币新兴市场债务。几个大的新兴市场国家的积极债务管理和当地债务市场的发展为这些正面结果做出了很大的贡献。

金融市场可能面临的周期性挑战

利率的上升以及信贷周期的转折等周期性动向，很可能给金融市场和机构带来很多挑战。迄今为止，良好的金融环境（如上所述）已经降低了信用风险升水和金融波动性（见图 1.2 和图 1.3）。主要国家的期限风险升水（指长期政府债券）一直处于低位。风险升水低的原因可有不同的解释，或者是金融工具中包含的实际风险已经下降，或者是投资者的风险承担意愿已经增强，导致他们将风险升水报价压低。在前一种情况下，美国和全球经济自 20 世纪 80 年代以来更加稳定的宏观经济环境可以解释风险升水的某些下降。⁴ 在后一种情况下，这种投资者行为

4. 见 Ferguson (2005) 和 Bernanke (2006)。

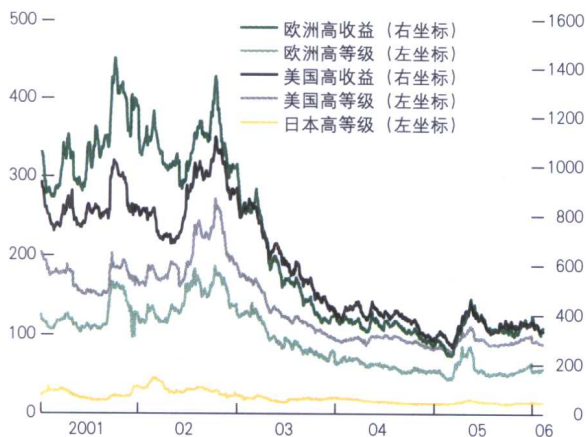
图1.1. 美国和欧洲银行的财务指标



资料来源：国际货币基金组织工作人员估计。

图1.2. 公司利差

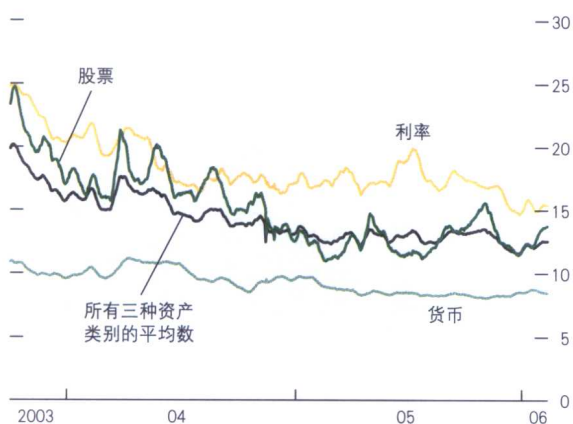
(以基点表示)



资料来源：美林公司。

图1.3. 隐含波动性

(百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.，以及国际货币基金组织工作人员估计。

能够导致风险定价不当或过低，而这又可能会导致突然的修正。专栏1.2中的分析表明，并没有稳定的证据表明由于投资者的风险偏好变化而出现了系统性的风险定价过低的情况。但是，随着周期性条件变得越来越不利，波动性以及最终风险升水将会增加。

利率和通货膨胀风险

短期利率最近的上升造成美国以及在较低程度上其他主要货币区域的收益曲线平直，有时则轻度反转。人们有些担心，这种平直的曲线环境可能会成为今后一年经济增长放缓的预兆。过去，美国反转的收益曲线一直是一个能较好但并不总能准确反映将出现衰退的前瞻性指标。这一次，几个因素表明，平直收益曲线并不一定是衰退先兆，特别是仍然低的实际利率水平和很稳定的通货膨胀预期减少了进行大幅度货币紧缩的必要性（见专栏1.3，关于收益曲线平直化以及可能反转所产生的影响的详细讨论）。

正如名义政府债券收益和与通货膨胀挂钩的政府债券收益之间的微小差异所反映出的，金融市场的通货膨胀预期目前仍然相当稳定（见图1.4）。同样，市场参与者目前预期今后一年的短期利率只会出现微小的变动，而且方向不一。利率期货市场目前表明，英国短期利率预计会继续缓慢下降，美国利率预计先缓慢上升，然后今年晚些时候再下降，而欧元和日本利率预计会缓慢上升（见图1.5）。⁵ 因此，大部分收益曲线预计仍然保持基本平直，而不会有任何较大程度的反转，也不会持续任何一段时间。到目前为止，平直收益曲线尚未给美国的金融中介机构带来什么困难。2005年的财务成果报告表明，

5. 日本政策利率预计保持在现有的水平，同时，由于日本银行决定不执行其数量型宽松政策，今年，再过很长一段时间后，日本的政策利率会缓慢上升。

专栏 1.1. 成熟和新兴市场的金融体系

成熟市场金融体系的市场和信用风险指标

本期《全球金融稳定报告》继续使用市场风险指标和信用风险指标来回顾成熟金融体系中风险的演变，并将信用风险指标的适用范围扩大到包括保险公司。¹ 在过去一年中，银行体系的风险以市场风险指标和信用风险指标来衡量，一直保持在

说明：本专栏的主要作者是 John Kiff 和 Yoon Sook Kim。

1. 市场风险指标以三组机构股票组成的证券组合的风险价值为基础来衡量特定机构的风险：大型复杂金融机构、商业银行和保险公司。风险价值衡量市值在股权证券组合 95% 的置信水平上 10 天内的加权潜在损失。计算中使用的方差和相关系数在每个时点上都是 75 天滚动时期的每日估计数，它们是使用一种指数修匀技术获得的，这种技术对最新的观察值赋予更多的权重。为了单列出相关的具体机构的风险，我们继续使用 Hawkesby、Marsh 和 Stevens (2005) 建议的方法来消除全球和国内证券市场的波动性（风险价值贝塔值）的影响。信用风险指标衡量的是上述三组机构内多个违约的概率，这一概率是信用违约互换的市场价格隐含的。大型复杂金融机构的定义与 Hawkesby、Marsh 和 Stevens (2005) 建议的一样，同时我们的资产组合包括：ABN Amro, Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC Holdings, JPMorgan Chase & Co., Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Société Générale 以及 UBS。市场风险指标中纳入的商业银行有：Australia and New Zealand Banking Group, Banca Intesa, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Bank of East Asia, Bank of Nova Scotia, CIBC, Commerzbank, Fortis Bank, HVB Group, ING Bank, KBC Bank, Mitsubishi Tokyo Financial, Mizuho Financial, National Australia Bank, Nordea, Royal Bank of Canada, Royal Bank of Scotland, SanPaolo IMI, Santander Hispano Group, Skandinaviska Enskilda Banken, Sumitomo Mitsui Financial, Svenska Handelsbanken, Toronto Dominion, UFJ Holdings, UniCredito, Wachovia 和 Westpac Banking Corp。信用风险指标以能够获得信用违约互换报价的更小一组银行为重点。

低水平，并且没有显示出任何特定的金融稳定问题，金融市场的信号已经表明了这一点。同样，保险公司的市场风险指标和信用风险指标似乎显示，财产和灾害保险公司以及再保险公司的资本足够多，也足够分散化，能够承受 2005 年与飓风灾难相关的损失。

成熟市场的市场风险指标

整个 2005 年，金融机构资产组合的风险价值贝塔值在相当窄的幅度内波动，表明这些金融机构的总体风险状况没有发生什么重大变化（见第 1 个图）。风险价值的贝塔值在 2005 年底的确出现过急剧上升，但这与股票价格的急剧上升有关，并非与任何明显的金融稳定性关注相关。²

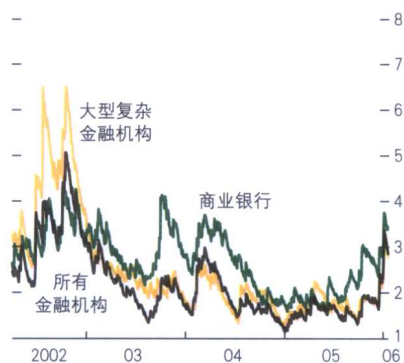
2005 年期间，保险公司的风险价值贝塔值继续在相当窄的范围内波动（见第 2 个图）。³ 但是，9 月和 10 月，再保险和财产及灾害保险公司的风险价值贝塔值由于卡特里娜和丽塔飓风而骤升。尽管财产和灾害保险公司的风险价值贝塔值到 10 月已经稳定下来，但再保险公司的风险价值贝

2. 正如 2005 年 9 月期《全球金融稳定报告》指出的，市场风险指标的一个潜在缺陷是参数型风险价值的风险度量方法倾向于随着基本资产的波动而增加，不论波动是与价格上升相联系还是与价格下降相联系。这个缺陷和其他一些市场风险指标的缺陷随着我们在将来各期《全球金融稳定报告》中继续发展我们的指标而得到进一步处理。

3. 市场风险指标中包括的保险公司有：Aegon, AIG, Allianz Group, Allstate, Aviva, AXA, Chubb, Friends Provident, Gruppo Generali, Hartford Financial Services Group, MetLife, Millea, Mitsui Sumitomo, Munich Re, Prudential Financial, Prudential PLC, Sampo, Skandia, St Paul, Swiss Re 以及 Zurich Re。信用风险指标以能够得到信用违约互换报价的 15 个保险公司为重点。

专栏1.1 (续)

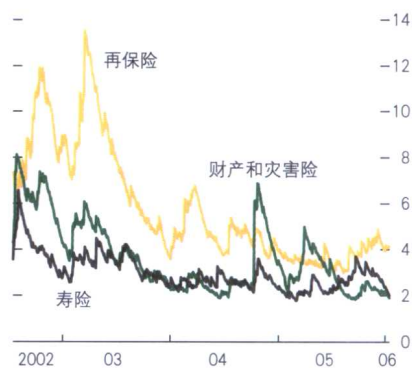
金融机构全部资产组合的风险价值
贝塔值
(百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.；以及国际货币基金组织工作人员估计。

说明：LCFI 是指大型复杂金融机构。

保险业风险价值贝塔值
(百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.；以及国际货币基金组织工作人员估计。

塔值继续上升。全球财产及灾害险和再保险业因卡特里娜飓风而面临重大损失⁴。但是，大保险公司的资本状况良好，业务也多元化，因此，被认为能够承受与卡特里娜相关的损失。事实上，一些分析人士指出，再保险公司可能会受益于因2005年下半年较大的飓风活动而导致的继续强劲或上升的定价环境，而且，其股票价格到2005年底时总体上保持强劲势头。

成熟市场的信用风险指标

大型复杂金融机构和商业银行的信用风险指标表明：多个违约的概率在5月急剧升高，因为市场消化了福特和通用降级，

4. 使与卡特里娜飓风相关的一些损失有所减轻的事实是，很大一部分损害是与洪水相关的，而这种损害在联邦洪水保险计划的覆盖范围内，不在大部分住房所有人的保险单之内。

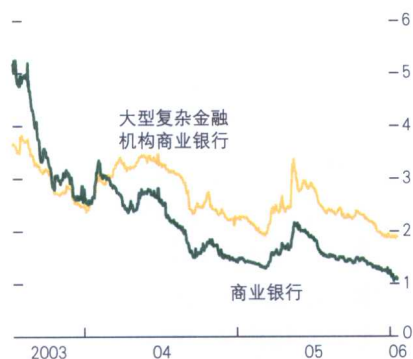
以及结构信用市场上的相关波动性（见第3个图）。⁵ 但是，从此以后，违约概率稳步下降，对几个重大的违约事件以及美国汽车部门健康状况的持续恶化没有出现明显的反应（Refco、Delphi和Calpine）。

过去，人们预期这类事件会对纳入市场风险指标和信用风险指标的金融机构产生实质性影响。但是，现在看来，市场认为，这些机构对这类事件的风险暴露没有那么多，可能是因为有了更好的风险管理技巧和使用了更好的工具（见第二章）。

5. 见2005年9月期《全球金融稳定报告》的第二章关于信用风险指标方法的更多细节。基本上说，它反映的是两年时间跨度内多个违约的概率，是从信用违约互换（参照三个篮子中的15个机构）的五年期资产组合推算出来的。这一方法基于一个“结构”模型，除了单个机构风险中性违约概率（由信用违约互换价格隐含）外，它还要求两个关键输入值：违约损失（45%）以及机构间收益的相关水平（大型复杂金融机构是50%，而商业银行和保险公司是30%）。

金融机构中超过一个违约的概率

(百分比)

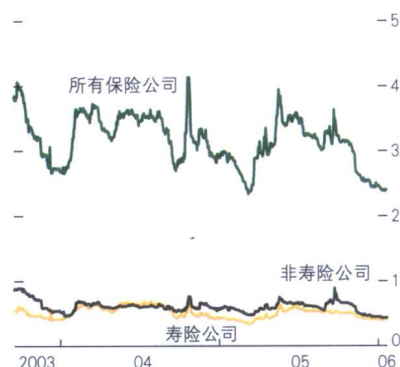


资料来源：Bloomberg L.P.；以及国际货币基金组织工作人员估计。

说明：LCFI是指大型复杂金融机构。

保险公司中超过一个违约的概率¹

(百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.；以及国际货币基金组织工作人员估计。

1. 寿险和非寿险公司的信用风险指标各基于5个保险公司，而所有保险公司的信用风险指标是基于15个保险公司，这就是为什么所有保险公司的信用风险指标更高的原因。

新的保险公司的信用风险指标自2005年8月以来也延续了同样的变化轨迹（下降）（见第4个图），尽管9月份非寿险（再保险、财产和灾害险）信用风险指标由于遭受卡特里娜飓风而骤升。

新兴市场银行体系的发展

新兴市场的银行体系由于经济复苏和改革而总体上得到了加强。但是，由于迅速的信贷增长和房地产价格的上升，一些国家的金融稳定面临的风险可能在增加。大规模中介机构主要银行的流入加剧了信用扩张，成了另一个风险源。但是，这一状况在不同地区和国家组别之间差异很大。

在亚洲，金融体系似乎随着银行部门改革和监管的加强而得到了增强，但是，在银行体系仍然存在结构性薄弱环节的几个国家中，问题仍然存在。金融服务增长

的重心继续向印度和中国这类大的迅速增长的经济体倾斜。今后的主要风险如下：

- 几个东南亚国家对住户信贷特别是抵押贷款迅速增长，以及向零售顾客销售的对冲可能性有限的复杂的结构性产品迅速增长；
- 印度和中国国有银行的主导地位，其中后者的银行资产负债表在高比例的不良贷款情况下扩张；以及
- 在治理薄弱和透明度下降的情况下，公司部门的贷款继续增加。

在新兴欧洲，许多国家特别是东欧国家，受外国大银行争夺市场份额的驱使而出现迅速的信贷增长是主要风险。此外，随着这些银行实施同样的信用扩张策略并面临相同的风险因素，区域内的风险蔓延

专栏 1.1 (续完)

也在增加。国家当局已经实施了诸如更高的准备金要求和更严格的审慎限制来减缓信贷增长，但到目前为止效果不一。

在拉丁美洲，金融体系的绩效指标已经改善，包括那些正从金融危机中恢复以及受政策动荡影响的国家。有利的趋势包括较高的资本充足率，持续的贷款活动扩张，利润率上升，以及更好的资产质量。金融市场运营良好，这表现在股票价格表现强劲，主权债务利差缩小以及主权信用评级提高方面。

在中东、中亚和非洲，高企的商品价格是决定发展的主要因素。在产油国，高油价正支撑着强劲的经济活动和资产价格

的上涨。主要风险来自迅速的信贷增长，伴随着一些国家资产价格的上升、低透明度以及政治不确定性。油价的急剧逆转对其中一些国家的金融体系会产生不利的影响。在强劲的经济增长和监管框架强化的支持下，撒哈拉以南非洲国家的金融体系大部分继续得以加强，但脆弱因素仍然存在。社会政策不稳定，加上审慎框架实施中的薄弱环节，是部分“西非经济和货币联盟”及“中非经济和货币共同体”地区的银行体系恶化的一大原因。更一般地说，目前高水平的超额流动性加上大部分撒哈拉以南非洲国家的高额不良资产是脆弱性产生的根源。

银行盈利继续保持强势。由于具有更加多元化的业务组合，银行能够保持非常好的盈利性。相比之下，过去，平直的收益曲线使盈利能力降低，并对业务模式在很大程度上依靠到期日不匹配的许多银行造成了威胁。

但是，不管是什么原因（包括油价的进一步上涨），如果通货膨胀预期在一段时间内持续出现较大幅度上升，则会通过几个渠道对金融市场产生负面影响。

- 短期和长期利率的普遍上升极有可能导致经济放缓，对公司盈利和信用质量产生不良的影响，同时，信用利差也会大大增加。
- 国内和国际投资者的债券组合都会发生很大的价值损失。机构投资者，如养老金和寿险公司近期内也可能遭受按市价调整损失。但是，随着它们的负债现值下降，并将新的养老金缴款或保费收入投资于更高收益的固定收入工具，它们

的资产负债表状况会在中期开始改善。

- 股票市场会承受压力，特别是由于许多市场上的盈利增长率已经预期要下降，当然，是从过去几年的强劲增长和双位数增长率的基础上降下来的。但是，鉴于市场价值（以市盈率来衡量）目前在部分国家都处于其长期平均水平，任何市场修正都不可能会很大（见表 1.2），也就是说，它们不像 2000 年那样拉得过紧，因此，对“泡沫的破灭”不那么脆弱。⁶在这种情况下，金融中介机构将感受到

6. 上述评估中的例外是中东股票市场。这些市场在过去两年中急剧上升。海湾地区 6 个股票交易所的整个市值在过去一年已经翻了一倍多，已经略微超过 1 万亿美元。这些交易所的平均市盈率已经达到了 30-40 倍。这些市场的迅速上升是由大量的油价意外收获所带动的，其中一部分已经投资于该地区。当地银行一直积极地向这些股票市场上的个体投资者提供经纪服务。由于是基于相对较少的上市公司，这些市场的迅速上升蕴涵着很大的修正风险，其潜在的不利影响会使该地区的整个银行体系都感受到。

表 1.2. 股票定值

| | 价格/盈利比 | | |
|------|-------------|------------------|------------------|
| | 2006年 1月 | 1996-2005年 平均 | 1970-2005年 平均 |
| 德国 | 17.5 | 25.6 | 18.2 |
| 日本 | 23.6 | 27.2 | 31.1 |
| 英国 | 13.9 | 17.8 | 13.4 |
| 美国 | 18.6 | 24.1 | 16.6 |
| 发达欧洲 | 15.3 | 20.3 | ... |
| 新兴市场 | 15.0 | 16.6 | ... |

资料来源：摩根斯坦利国际投资公司。

这些亏损的压力，而其目前良好的资产负债表将会经受考验。目前，市场参与者预期这一点是一个相当小的风险，但这值得进一步观察，因为对金融市场来说，其后果可能会是严重的。

信贷周期的转折：对公司信用市场的影响

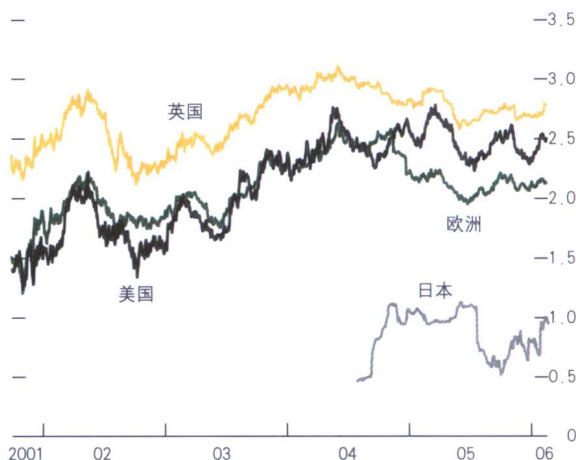
信贷周期是指影响信用获取和信用成本的公司部门的良好财务状况或资产负债表质量的波动。

公司信用质量平均水平的变动使得银行和其他信用风险持有者有必要主动对信用利差产品减值并调整风险准备金。这些说法也适用于住户部门或任何资本市场的借款人。从历史上讲，在低风险升水的情况下，信贷周期的转折是一种正常的周期动向。虽然信贷周期不能直接观察，但有不同的尺度来衡量它，如：(1) 公司债券和信用衍生品市场上信用利差的变化；(2) 信用升级和降级的数量之间的差异以及违约率的变动；⁷ (3) 商业信贷人员使用的信用标准的变化；(4) 流向公司部门的信贷数量的变化；(5) 公司资产负债表质量的变化。

7. 违约债券价值与所有未偿还债券价值的比率。

图1.4. 10年通货膨胀预期

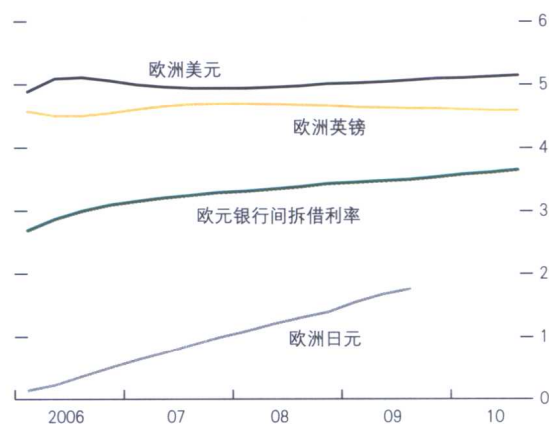
(百分比，名义收益减去通货膨胀指数化收益)



资料来源：Bloomberg L.P.。

图1.5. 短期利率预期

(百分比，截至2006年2月10日的3月期伦敦同业拆借利率的期限结构)



资料来源：Bloomberg L.P.。