

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

主权、融资和系统流动性

.....

2010年10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

主权、融资和系统流动性

2010年10月

作者 国际货币基金组织

译者 陈晓青 杨冠一

白瑞坤 姚 骋



中国金融出版社·北 京
国际货币基金组织·华盛顿特区

Global Financial Stability Report (October 2010 issue)

Copyright©2010

International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2010年10月)

英文版权©2010

国际货币基金组织

中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有, 不得翻印。

This translation is published with the consent of the International Monetary Fund; the International Monetary Fund does not accept any responsibility for the accuracy of the translation. In case of any discrepancies, the original language shall govern.

本出版物已经国际货币基金组织同意出版, 国际货币基金组织对翻译的准确性不承担任何责任。如有不符之处, 以最初的语言版本为准。

责任编辑: 杨冠一

责任校对: 刘 明

责任印制: 裴 刚

图书在版编目(CIP)数据

全球金融稳定报告: 主权、融资和系统流动性. 2010年10月/国际货币基金组织著; 陈晓青 杨冠一 白瑞坤 姚骋译. —北京: 中国金融出版社, 2011.5

(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-5899-0

I. ①全… II. ①国…②陈…③杨…④白…⑤姚… III. ①金融市场—研究报告—世界
IV. ①F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 059723 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 215 毫米 × 280 毫米

印张 8.75

字数 226 千

版次 2011 年 5 月第 1 版

印次 2011 年 5 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978-7-5049-5899-0/F.5459

如出现印装错误本社负责调换

联系电话 (010) 63263947

本书通篇使用下述符号：

... 表示数据不可得；

— 表示数字为零、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，2008–09 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，2008/09），表示财政年度或财务年度。

“Billion”表示 10 亿；“trillion”表示万亿。

“基点”指一个百分点的百分之一（例如，25 个基点相当于四分之一个百分点）。

“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。

前言

《全球金融稳定报告》(GFSR)评估全球金融体系面临的主要风险,从而识别系统脆弱性。正常时期,通过强调缓解系统性风险的政策,该报告希望对危机防范有所裨益,进而有助于全球金融稳定和基金组织成员国经济的持续增长。尽管经济正在复苏,但全球金融体系仍处于一段不确定的时期。本期报告重点介绍风险在过去的六个月中的变化,追踪金融压力的来源和传导途径,重点关注主权风险,继而讨论尚在考虑之中的对全球金融体系进行修复的政策建议。

在金融顾问兼货币与资本市场部(MCM)主任 José Viñals 的总体指导下,货币与资本市场部协调了本报告的分析工作。该报告由货币与资本市场部 Jan Brockmeijer 和 Robert Sheehy 副主任、Peter Dattels 和 Laura Kodres 处长及 Christopher Morris 和 Matthew Jones 副处长指导,并得到了货币与资本市场部高级工作人员的意见和建议。

本期报告的主要撰稿人包括:Sergei Antoshin, Rabah Arezki, Ivailo Arsov, Giovanni Callegari, Alexandre Chailloux, Phil de Imus, Joseph Di Censo, Joshua Felman, Jeanne Gobat, Dale Gray, Simon Gray, Kristian Hartelius, Geoffrey Heenan, Allison Holland, Talib Idris, Silvia Iorgova, Hui Jin, Andreas Jobst, Sanjay Kalra, Geoffrey Keim, William Kerry, John Kiff, Michael Kisser, Andrea Maechler, Kazuhiro Masaki, Paul Mills, Ken Miyajima, Sylwia Nowak, Ceyda Oner, Nada Oulidi, Hiroko Oura, Jaume Puig, Scott Roger, Samer Saab, Christian Schmieder, Liliana Schumacher, Mark Stone, Narayan Suryakumar, Amadou Sy, Han van der Hoorn, Chris Walker, Ann-Margret Westin 和 Huanhuan Zheng。Martin Edmonds, Oksana Khadarina, Yoon Sook Kim, Marta Sánchez-Saché, Ryan Scuzzarella 和 Dmytro Sharaievskyi 提供了分析支持。Nirmaleen Jayawardane, Juan Rigat 和 Ramanjeet Singh 负责文字处理工作。对外关系部的 David Einhorn 编辑了文本并协调了出版工作。

本期报告部分内容基于与众多银行、清算组织、证券公司、资产管理公司、对冲基金、标准制定机构、财经顾问、学术研究人员的一系列讨论。本报告反映的是 2010 年 9 月 24 日之前掌握的信息。

本报告还得益于基金组织其他部门的工作人员所提出的意见和建议以及各位执董在 2010 年 9 月 20 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考虑由参与撰稿的工作人员完成,不代表执董、其国家当局或基金组织的观点。

概 要

全球金融体系正处在异常不确定的时期，而且仍旧是经济复苏中最为薄弱的环节。根据基线方案预测，目前的复苏将继续下去，资产负债表也将逐步改善，但是，自2010年4月期《全球金融稳定报告》发布以来，全球金融稳定的进程出现倒退。欧洲主权债务市场近期发生的动荡突出表明，危机增加了银行和主权资产负债表的脆弱性。由于政策制定者采取的强有力应对措施有助于稳定融资市场和减少尾部风险，金融形势随即有所改善，但市场仍存在很大的不确定性。全球产出扩张与早期预测一致，其中，新兴市场国家的增长尤为强劲。成熟经济体正在从依靠临时支持政策向可持续的私人需求过渡。然而，主权资产负债表非常容易受到增长率下降的影响，债务可持续性的不确定性因此增加。在这种情况下，政策制定者必须考虑以下关键改革以确保全球金融体系能够存续下去，并为复苏提供保障：(1) 处理银行部门的遗留问题，包括在必要时进行注资；(2) 加强主权资产负债表的基本面；(3) 在巴塞尔银行监管委员会提出的实质性改进建议的基础上，继续明确和细化监管改革。

欧洲主权债务市场动荡导致金融稳定的进程出现倒退，其主权和银行资产负债表脆弱性的增加成为市场关注的重心。现有主权债务国家的财政可持续性面临挑战，加上集中的短期债务展期和单一的投资者基础，一些欧元区主权国家很容易面临融资压力。这些压力溢出到银行部门，使得出现信贷收缩、增长减速和资产负债表弱化这种严重情景的可能性增加。为应对主权风险并增强对金融体系的信心，各国和跨国协调机构采取了有力的应对措施（其中一项突出的措施是提供关于银行资产负债表的详细信息），有助于稳定融资市场并缓和风险，但形势依然脆弱。

本报告第一章分析了发达国家在应对复苏放缓、债务水平上升和展期，以及金融部门仍未复元等多种状况时所面临的挑战。报告以这样的假设开篇：随着经济环境的逐步改善，私人部门和主权国家的资产负债表将继续改善，同时，解决关键银行体系的遗留问题的政策措施会与重要的稳定政策一道实施。尽管如此，宏观经济下行风险增大、主权融资压力以及不断加剧的融资困难会导致一种困难的局面，要求用娴熟的政策技巧来应对。

在欧洲，协调的支持计划及面临最大融资困难的国家宣布进行了雄心勃勃的财政改革，这有助于遏制5月后欧元区快速升级的动荡。然而，由于市场仍继续专注于高企的公共债务负担、不利的增长态势、升高的展期风险以及与银行体系的关联，主权风险依然居高不下。在主权债券利差仍然较高的国家，二线机构和银行进入融资市场的机会仍然有限，而且融资成本提高。尽管各国政府采取了国内和跨国措施以确保市场保持开放，但为了不偏离打造牢固金融体系的路线，还需推行持续有力的政策措施。

在美国，金融稳定有所改善，但银行体系仍存在许多薄弱环节。虽然银行能够筹集大量资金，而且对资本金的预期需求似乎可控，但是，为扭转近期的去杠杆化趋势，并尽可能遵从美国的监管改革措施，也许还需要筹措更多的资本。美国疲软的房地产部门也带来额外的挑战。美国银行的资本需求明显较小，在很大程度上反映了政府资助企业和其他政府干预的庞大规模，如果没有这些干预，它们的资本需求可能会高得多。这突出表明，风险已经从私人转移到公共资产负债表，以及需要减轻公共机构的负担。

在日本，近期出现政府债券市场混乱的可能性仍然不大。到目前为止，稳定的国内储蓄基础和良好

的经常账户顺差降低了吸引外部融资来源的必要性。随着时间的推移，当前支持日本债券市场的因素（很高的私人储蓄、本土偏好、缺乏日元计值资产的替代品）将随着人口老龄化和劳动人口的减少而弱化。

新兴市场总体上对先进经济体的主权和银行压力具有很强的抗冲击能力，并且大多数经济体能继续从国际资本市场获得资金。跨境溢出效应大部分局限于与欧元区有较多经济和金融联系的地区。总体而言，由于发达国家目前增长放缓，新兴市场相对健全的基本面和更强劲的增长潜力使其对投资者更有吸引力。全球资产配置的变化很可能会随着这一相对差异的持续存在而增加。但是，对于在目前的资产重新配置过程中处于接收一方的国家来说，强劲资本流入导致的潜在宏观金融风险的积聚（包括本地市场的需求过剩以及可能的波动性增加）仍然是一个令人担忧的问题。

风险应对之策

许多发达国家的政策制定者都需要正视缓慢的增长、攀升的主权债务以及仍然脆弱的金融机构之间的相互作用。此外，需要建立支撑新的金融监管制度的基础。

解决银行体系中的遗留问题。人们对金融部门的信心尚未完全恢复。从好的一面来说，银行的监管资本比率已经改善，同时全球资产减记和贷款拨备已经下降。我们估计的 2007 年至 2010 年与危机有关的银行减记额已经从 2010 年 4 月期《全球金融稳定报告》发布时的 2.3 万亿美元略降至现在的 2.2 万亿美元，这主要是由于证券损失下降的缘故。此外，银行在确认这些减记方面取得了进展，超过四分之三的减记已经列入报表，尚余 5,500 亿美元左右。但是，在解决迫在眉睫的银行融资压力方面却没有取得这样的进展：在今后 24 个月内，有近 4 万亿美元债务需要展期。因此，退出对金融体系的特别支持（包括取消政府对银行债务的担保）必须要仔细排序和筹划。要使融资市场回归正常、金融业更为健康，需优先考虑通过关闭、注资或兼并等举措对较薄弱的金融机构进行清偿和/或重组。各国和跨国协调机构应随时待命，视需要提供支持。

加强主权资产负债表的基本面。短期来说，跨国协调机构可能需向那些面临迫切压力国家的主权资产负债表提供充分的支持。中期看，主权国家资产负债表需要遵循一个可信的路线以确保财政可持续性（见 2010 年 10 月期《世界经济展望》和 2010 年 11 月期《财政监测报告》）。在市场状况允许时，应通过延长平均期限结构的债务管理政策来应对主权再融资风险。使用基于价格的机制来管理和减少公共或有负债也应成为这一计划的一部分。

明确和细化监管改革。提议的金融改革议程仍有许多内容没有完成。在甄别危机爆发之前全球金融体系最严重的缺陷方面，国际规则制定机构已经取得了进展，但是，其成员国尚未就改革的诸多细则达成一致。解决“太重要而不能倒”的问题机构、加强监管动机和资源以及建立宏观审慎框架等问题仍在讨论过程中。要取得更大的进展，需要有意愿牺牲本国利益，从而建立一个更稳定和运行更好的全球金融体系。改革明确得越早，金融机构也就能越早制定战略优先事项和业务模式。如不能取得上述进展，则监管缺陷将会继续存在一段时日，从而会增加金融不稳定再次发生的可能性。

作为当前努力的一部分，我们欢迎巴塞尔委员会的最新提议，与危机前的情形相比，这些提议大大提高了资本质量和数量。特别是，普通股在资本中的比例将提高，从而能够吸收更多的损失。此外，可纳入资本的无形资产和合格资产的数量有限（不超过 15%）。这些资产包括递延税项资产、抵押贷款服务权、对金融机构普通股的重大投资，以及其他无形资产。已制定出分阶段安排，以便让银行可以主要通过留存收益的办法来达到更高的标准。随着全球金融体系日趋稳定 and 世界经济复苏逐渐稳固，应考虑逐步地完全剔除无形资产和缩短过渡期。这将提高银行业吸收将来可能发生冲击的能力。此外，

在推进总体改革议程方面取得进展至关重要。仅仅制定稳健的宏观审慎监管规定是不够的，还需通过宏观审慎方法，制定适当的法规来抑制顺周期性和限制金融机构（其中一些不是银行）的系统性影响。

总而言之，在减少再融资风险、加强资产负债表并改革监管框架方面，政策制定者不能放松努力。正如过去三年数次表明的那样，现在的全球金融体系能够非常迅速地从良性状态直接跳转至危机状态。在这种情况下，政策制定者应利用一切机会，加强银行体系并向其注资、解决“太重要而不能倒”的问题机构、减少或有负债，并使主权财政走上可信的轨道。由于形势仍然脆弱，近年来向银行提供的某些公共支持将不得不继续下去。在形势明显改善之前，可能需推迟实施既定的退出非传统货币和财政政策的战略。与此同时，须确保特殊支持措施只是暂时的，因为它不能替代修复和改革金融部门，而且需重新调整激励措施，以建立更为强劲的资产负债表和减少过度的冒险行为。

新兴市场的政策挑战有所不同，对它们来说，金融体系主要面临上行风险。许多新兴经济体需要应对“相对成功效应”，能否保持稳定将取决于它们应对证券投资流入剧增的能力。在某些情况下，传统的宏观经济政策可能需要辅之以宏观审慎措施，因为传统政策可能无法充分应对国内特定形势下的宏观金融挑战（如通胀压力或资产泡沫）。解决高企而波动的资本流动的政策已为人熟知（见 2010 年 4 月期《全球金融稳定报告》第四章和“工作人员立场说明”第 10/04 号）。此外，新兴市场应继续奉行旨在促进本国金融体系发展的政策，以便有能力吸收更多的资本流动，并安全和有效地为这些资本流动充当中介。

第二章：系统流动性风险

主要融资市场面临的系统流动性中断的深度之大和持续时间之长是此次危机的一个显著特征，也就是说，金融机构在很长时间内都不能展期或者跨市场和跨境获得新的短期融资。第二章考察了这种情形，并告诉我们银行更易出现融资问题的几个原因：新的批发资金供应者，它们作为提供者的稳定性要差一些；对抵押贷款市场（回购协议）的更多使用，这种使用是建立在周期性的抵押品高估（特别是对结构性信贷产品）基础上和不完善的保证金缴纳程序；越来越多地将跨境短期外币融资用于较长资产；关联市场的基础设施薄弱；以及关于交易对手风险信息的缺乏。重要的是，许多人当时并未意识到银行和非银行机构在利用短期融资市场方面相互影响的程度。因此，当央行被迫出面干预以稳定市场时，它们不得不向非银行发放流动性，接受更多类型的抵押品作为对贷款的保护，设立跨境外币互换额度，并参与其他活动，所有这些都带来了一直尚未解决的道德风险问题。

在缓解系统流动性风险方面取得进展是困难的，且进展不易衡量，因为融资市场由一些在多个市场上相互影响的不同机构所组成，而每个市场基础设施的特征也各不相同。第二章针对机构和市场考察了这一问题。当前建议的重点是微观审慎措施，这些措施旨在提高流动性缓冲并减少单个银行的资产/负债错配，其中巴塞尔银行监管委员会的建议最为重要。虽然通过提高机构的资本缓冲有助于解决系统流动性问题，但不能防止出现系统层面的流动性短缺。在这些情况下，央行很可能需要作为最后流动性提供者进行干预以支持市场和机构。为避免央行贷款的过度使用并尽可能降低道德风险，流动性风险框架的重点应该是：确保被认为对流动性和期限转换具有重要影响的银行和其他机构在情况好的时候以某种形式缴纳流动性风险保险金。为有效地做到这一点，需要制定一个有效衡量系统流动性风险的尺度。但是，要正确地衡量和监测系统流动性风险，还需要解决显著的数据缺陷问题。

虽然减缓机构层面的系统流动性风险肯定是解决方案的一部分，但是，还需关注融资市场。使抵押融资（如回购）市场更有效发挥作用的政策能够帮助降低系统性风险，并防止流动性不足转变为对

清偿能力的担忧。具体来说，更好的抵押品估值规则、保证金政策以及中央交易对手的使用都有助于降低脆弱性。防止投资者从货币市场共同基金迅速撤资也是一个必要的政策目标。本章建议，在对这种基金的投资中，不要使用稳定的资产净值，以确保基金投资者能够更好地理解其投资的价值会随着市场状况而出现波动这一道理。还有，上述建议的推行需要谨慎而且应在融资状况稳定时启动，以确保这样一种变动不致引起它本不想造成的撤资。其他补救措施，如针对银行而建议的那些措施（更多的缓冲和更少的期限转换）也能用来应对这些基金的流动性风险。在未实施灵活的资产净值的情况下，这类基金必须受到与存款吸收机构一样的约束。

第三章：信用评级

近来主权信用风险的升级和过去几年来结构性信贷工具评级的下降，凸显了信用评级机构对金融稳定的影响。究竟是评级所提供的信息内容对金融稳定具有不利影响，还是使用这种方法会造成不利影响？第三章以主权债务评级为重点阐明了这一问题。

评级的使用在几种监管环境下是强制性的，特别是在巴塞尔新资本协议标准方法中的银行资本要求上。许多私人部门实体——养老基金、保险公司和共同基金——使用评级或基于评级的指数来作投资决策。央行也在其抵押品政策中使用评级。基于评级下调（如低于投资级的评级）所作的资产配置变动会有不稳定影响，导致被迫出售和此类证券定价中所谓的“陡壁效应”。本章发现，评级确实对主权债务评级有影响，同时，当评级下降至投资级以下之后，这种“陡壁效应”最为突出。事实上，甚至是在实际评级下调前，通过一个负面“展望”或“观察”建议所作出的示警比评级下调本身传达的信息甚至更多，而且对市场价格有更大的影响。

至于准确性，人们发现主权评级的表现总体来说是不错的。自1975年以来出现过违约的主权国家在其违约的前一年都曾被评为低于投资级，这说明机构使用的排序是严肃认真的。尽管如此，近期主权国家所承担的风险类别的变化（如银行部门的或有负债）意味着，有关主权风险的更准确的公开信息对评级机构和投资者会有帮助。

信用评级机构一直试图用较稳定的“整个周期”评级来满足客户的要求，因为依照评级频繁地改变交易决策的成本过高。本章表明，与准确反映“某一时刻”当前信息的方法相比，由至少一个评级机构采用的典型平滑技巧很可能会助长评级的顺周期性。这是因为，“整个周期”法是强调在查明评级下调是长久的还是暂时的，以及这种下调是否要大于一个级别之后再公布。但是，这常常意味着，信用调降公布时间的滞后会加剧本已存在的信贷质量波动。

综合各种因素，本章认为以下政策可以降低评级和评级机构可能对金融稳定造成的一些负面影响。

- 首先，当评级很可能会引起“陡壁效应”时，监管机构应该在其监管活动中取消对评级的参考，而鼓励投资者更多地依赖自己的“尽职调查”。同样，如果央行接受带有相关信用风险的抵押品，那么央行还应该建立自己的信用分析部门。
- 其次，在巴塞尔新资本协议标准方法继续使用评级的情况下，对信用评级机构的监督应像对使用内部评级法的银行一样严格——报告信用尺度；回检评级模型；进行事后的准确性检验。
- 再次，监管机构应该要求向投资者提供更多的信息，从而限制“评级选购”和“发行人付费”等商业模式导致的利益冲突。由于无法限制对评级的获取，加上它们在汇总难以获得的私人信息方面具有公共物品特性，一个以用户付费为基础的商业模式是难以维系的。因此，应通过披露初步评级结果和评级付费方式来缓解发行人付费方式中的利益冲突。

目 录

前言	viii
概要	ix
第一章 经济不确定性、主权风险和金融脆弱性	1
A. 全球金融稳定面临着怎样的前景?	1
B. 主权风险和金融脆弱性	4
C. 主权国家和银行体系的溢出	13
D. 管理新兴市场的风险	25
E. 政策重点	30
附录 1.1. 不利的增长冲击对先进经济体债务比率的影响	40
附录 1.2. 对银行和主权风险的系统性或有债权分析	41
附录 1.3. 新兴和部分发达市场的证券资本流入分析	45
附录 1.4. 亚洲的本币公司债券市场——一只新的“备胎”	49
附录 1.5. 房利美和房地美该何去何从?	51
参考文献	53
第二章 系统流动性风险：增强金融机构和市场的弹性	55
概要	55
通过不同短期融资市场回顾系统流动性冲击	56
融资市场作为系统流动性风险的传播渠道	62
增强融资市场弹性的政策	69
加强机构审慎流动性监管的政策	73
解决系统流动性风险的显著政策问题	75
结论及政策考虑	77
参考文献	78
第三章 主权信用评级的正常使用和滥用	81
概要	81
基本评级定义和原则	84
信用评级和信用评级机构的角色演变及管理规定	87
基本主权信用风险分析	93
主权评级的准确性及信息价值	98
结论及政策启示	106

附录 3.1. 全世界的信用评级机构	113
参考文献	115
词汇表	119
附录 代理主席的总结发言	125
统计附录	
[Available online at www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/statappx.pdf]	
专栏	
专栏 1.1. 日本：主权利率冲击的风险	11
专栏 1.2. 欧洲主权国家和银行之间的风险传导	12
专栏 1.3. 美国房地产市场二次探底的风险	21
专栏 1.4. 中国的银行体系：应对信贷扩张后的各种挑战	31
专栏 1.5. 巴西对流入的资本征税，2009–10 年	33
专栏 1.6. 美国金融部门评估规划的主要发现	37
专栏 1.7. 监管措施的宏观经济成本	38
专栏 1.8. 校准经风险调整的或有债权分析（CCA）的主权资产负债表	45
专栏 2.1. 货币市场的作用	58
专栏 2.2. 跨境融资和外汇掉期的中断	60
专栏 2.3. 回购市场：简介	67
专栏 2.4. 金融公司流动性风险管理实践出了什么问题？	68
专栏 2.5. 回购基础设施：交易、清算和结算	70
专栏 3.1. 全球信用评级机构概况	83
专栏 3.2. 主权评级降级的溢出效应	84
专栏 3.3. 信用评级机构监管的发展	90
专栏 3.4. 影响主权信用评级的因素概览	94
专栏 3.5. 评级决定因素的实证研究	97
专栏 3.6. 希腊：评级行为演变分析	100
专栏 3.7. 评级信息值的实证检验	108
专栏 3.8. 时间点信用评级对整个周期信用评级	111
表	
表 1.1. 主权市场和脆弱性指标	6
表 1.2. 低增长冲击：对分析和评级的影响	41
表 2.1. 定期证券融资交易的典型估值折扣	62
表 3.1. 长期优先债务评级符号	86
表 3.2. 评级机构关于它们评级测量设计内容的陈述	87
表 3.3. 主权信用评级评估的关键因素	96
表 3.4. 1997–98 年亚洲危机期间主权评级的“失灵”	107

表 3.5. 2007–10 年危机期间主权评级的“失灵”

107

图

图 1.1. 全球金融稳定图	1
图 1.2. 全球金融稳定图：评估风险和状况	2
图 1.3. 市场热度图	3
图 1.4. 不确定性在短期内已有所下降，但在中期内依旧高企	4
图 1.5. 从主权国家到银行以及从银行到主权国家的溢出	4
图 1.6. 10 年期主权掉期利差	5
图 1.7. 占《世界经济展望》基线预测 1% 的增长冲击的影响	7
图 1.8. 总的主权融资要求	8
图 1.9. 托管债券流动，2007 年–2010 年 6 月	9
图 1.10. 出口和财政余额	10
图 1.11. 主权信用违约掉期利差的动态	10
图 1.12. 按地区划分的银行减记或损失拨备	13
图 1.13. 银行筹集的资本和一级资本比率	14
图 1.14. 银行部门的信用违约掉期	14
图 1.15. 美元 3 个月远期隔夜指数掉期利差和基准掉期	14
图 1.16. 银行的债务期限状况	15
图 1.17. 银行到期债务占未清偿总额的百分比	15
图 1.18. 欧元区：银行累计的净发行额	15
图 1.19. 对批发融资的依赖	16
图 1.20. 欧洲中央银行对欧元区货币金融机构的贷款	16
图 1.21. 成熟市场的信用违约掉期利差	17
图 1.22a. 贷款条件	18
图 1.22b. 银行向私人部门的贷款	18
图 1.23. 国际清算银行按地区划分的跨境银行资本流动	19
图 1.24. 国际清算银行按国家划分的累计的跨境银行资本流动	19
图 1.25. 跨境银行资本流动和当地信贷	20
图 1.26. 新兴经济体和先进经济体的股票收益	26
图 1.27a. 主权评级	26
图 1.27b. 政府债务和增长的差异	27
图 1.28. 新兴市场债券和股票基金的累计外资净流入	27
图 1.29a. 新兴市场的股票市值和投资者分配	28
图 1.29b. 流向新兴市场和发展中国家的证券资本	28
图 1.30. 股票和债务证券资本的流入	29
图 1.31. 名义有效汇率的表现	29
图 1.32. 官方储备的变化	30
图 1.33. 货币供给对中央银行外国资产的敏感性	30

图 1.34. 公共债务、先进经济体：不利增长冲击的影响	40
图 1.35. 巴西和韩国的证券流动	46
图 1.36. 纽约梅隆银行的 iFlow SM 和国际收支流动之间的相关性	47
图 1.37. 纽约梅隆银行 iFlow SM 数据显示的先进经济体、新兴和其他经济体的累积资本流入	47
图 1.38. 纽约梅隆银行 iFlow SM 按地区划分的新兴和其他经济体的累积资本流入	48
图 1.39. 部分市场股票资本流入的方差比率	48
图 1.40. 脉冲响应函数	49
图 1.41. 未清偿的本币公司债券	50
图 1.42. 本币政府债券和公司债券的发行	50
图 1.43. 优惠利率和公司债券收益率指数之间的利差	51
图 2.1. 美国不同类型的定期私人证券化发行	57
图 2.2. 美国：商业票据未清偿余额	57
图 2.3. 银行债券发行	59
图 2.4. 累计银行信用违约掉期率和部分利差	59
图 2.5. 3 个月期外汇掉期合约隐含的美元货币利差	59
图 2.6. 短期融资率部分指标	61
图 2.7. 欧元区银行担保和无担保借贷平均日营业额占比	61
图 2.8. 私人市场回购操作的未清偿余额	63
图 2.9. 中央银行临时储备供应操作	63
图 2.10. 商业银行的融资结构	64
图 2.11. 美国：部分最大商业银行和投资银行的融资结构	65
图 2.12. 银行存款对货币市场共同基金	66
图 3.1. AAA—级美国抵押贷款相关证券的评级	85
图 3.2. 主权评级变化和预警	98
图 3.3. 部分地区穆迪主权评级变化和预警，2007 年 5 月—2010 年 6 月	98
图 3.4. 影响评级的因素，2007 年 5 月—2010 年 6 月	99
图 3.5. 2005—10 年穆迪评定的信用违约掉期平均利差和国家评级	102
图 3.6. 主权评级和信用预警变化对信用违约掉期利差的影响	103
图 3.7. 主权违约一年前的评级，1975—2009 年	103
图 3.8. 标准普尔的主权评级表现	104
图 3.9. 标准普尔主权评级一年内保持不变的平均比例	105
图 3.10. 标准普尔主权评级一年内调降两级以上的平均比例	105
图 3.11. 亚洲危机：穆迪评定的 1997 年 7 月 31 日—1998 年 12 月 31 日的主权评级	106
图 3.12. 当前危机：穆迪评定的 2007 年 7 月 31 日—2010 年 6 月 30 日的主权评级	106

第一章 经济不确定性、主权风险和金融脆弱性

A. 全球金融稳定面临着怎样的前景？

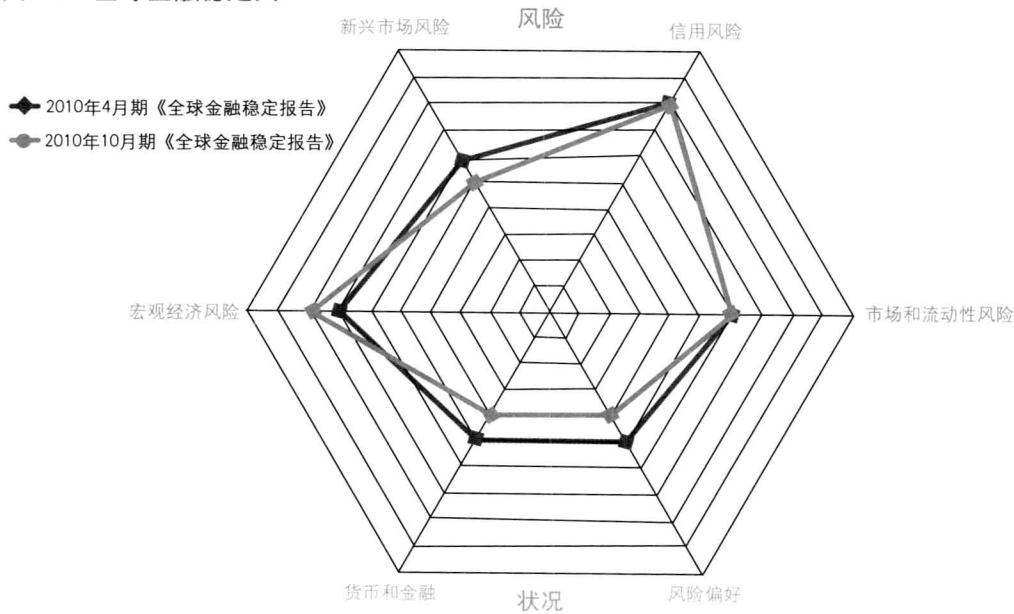
尽管经济正在复苏，全球金融体系仍处在一段极为不确定的时期。基线方案预测，随着经济复苏的持续，资产负债表将会逐步得到加强，在处理主要银行体系的遗留问题方面也会取得重大进展。然而，仍存在巨大的下行风险。成熟市场的政府面临着艰巨的挑战，要管理好向可自我持续增长的平稳过渡，并

注：本章由 Peter Dattels 牵头的小组撰写，小组成员包括 Sergei Antoshin, Giovanni Callegari, Joseph Di Censo, Phil de Imus, Martin Edmonds, Kristian Hartelius, Geoffrey Heenan, Talib Idris, Silvia Iorgova, Hui Jin, Matthew Jones, William Kerry, Paul Mills, Ken Miyajima, Christopher Morris, Nada Oulidi, Jaume Puig, Marta Sánchez-Saché, Christian Schmieder, Narayan Suryakumar 和 Huanhuan Zheng。

在经济前景暗淡和不确定的情况下稳定债务负担。如果未能进一步加强资产负债表，银行体系仍会受到融资冲击的影响，而这些冲击会加剧去杠杆化的压力并进一步拖累公共财政和经济复苏。事实证明，新兴市场经济体能够抵御近期的动荡，却难以逃脱成熟市场经济体下滑的影响，且面临着管理具有潜在波动性的巨额资本流入的风险。因此，需要加强政策行动来抑制先进经济体和新兴经济体的风险、减轻主权债务负担、应对银行体系在危机中遗留下来的挑战，实施新的监管和制度性框架以确保金融稳定。

如我们的全球金融稳定图（图 1.1）以及对风险和状况的相关评估（图 1.2）所示，自 2010 年 4 月期《全球金融稳定报告》发布以来，全球

图 1.1. 全球金融稳定图

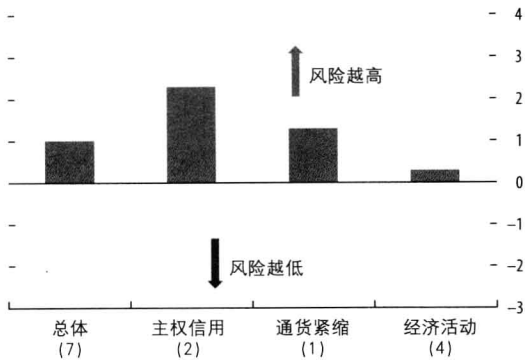


注：离中心越远，表示风险越高、货币和金融状况越宽松、风险偏好越强。

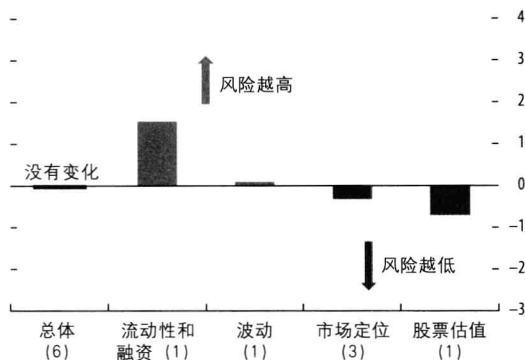
图1.2. 全球金融稳定图：评估风险和状况

(自2010年4月期《全球金融稳定报告》发布以来的级别变化)

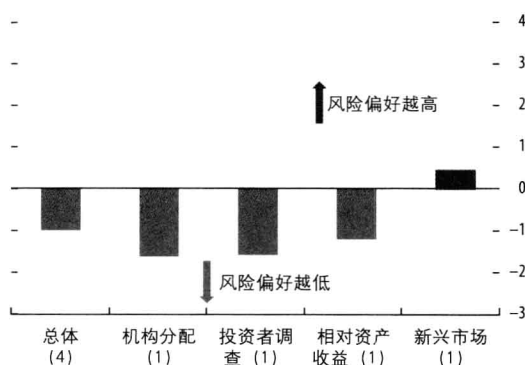
由于经济不确定性升高，主权债务和通货紧缩担忧也有所上升，宏观风险也随之增加。



旨在缓解主权和银行融资压力的政策应对有助于抑制总体市场风险和流动性风险……



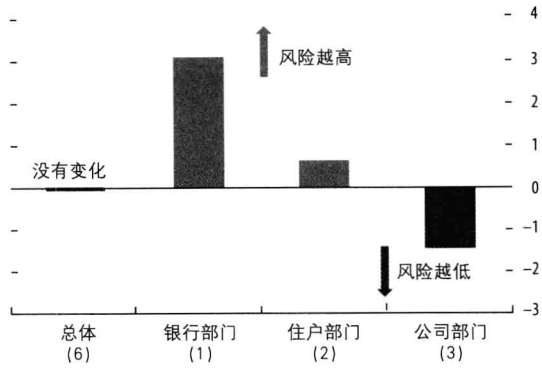
风险偏好收紧，流入新兴市场共同基金的零售资金除外……



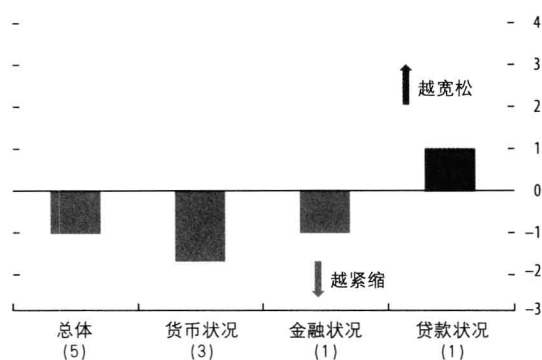
资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：风险和状况的变化基于一系列指标，并辅以基金组织工作人员判断（见2010年4月期《全球金融稳定报告》附录1.1和Dattels等人（2010年）对全球金融稳定图所使用方法的描述）。总体级别的变化是每项指标级别变化的简单平均。每幅图旁边的数字表示每一风险和状况次类中每项指标的高低。对贷款标准而言，正值表示收紧的速度减慢或放宽的速度加快。

由于银行体系增加的压力被强健的公司部门所抵消，因此信用风险没有变化。



……由于这些压力，加之政府开始退出极度宽松的支持措施，货币和金融状况依旧紧缩。



……新兴市场具有较强的经济基本面和增长前景，因此风险较低。该图符合此种状况。

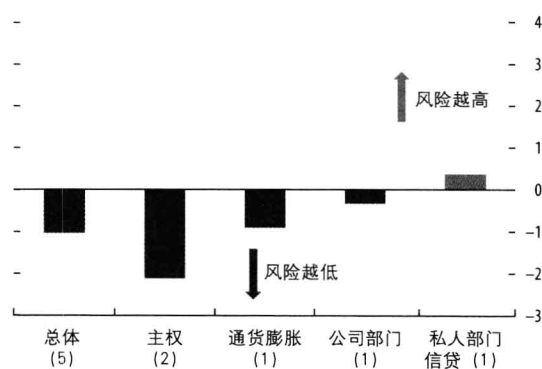
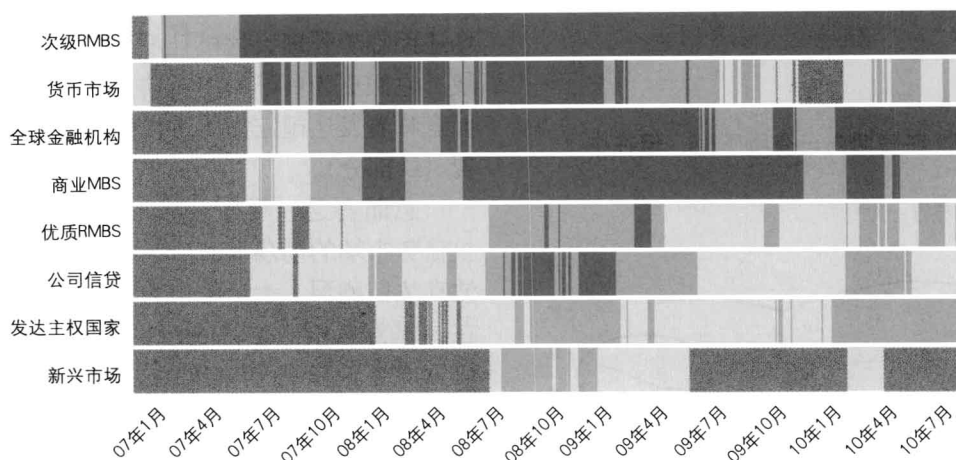


图1.3. 市场热度图



资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：该热度图衡量了利差、价格和每种资产类别相对于2003-06年平均水平的总收益水平以及一个月期的波动（例如，利差扩大、价格降低、总收益减少以及波动增强）。偏离水平用标准差表示。浅绿色表示标准差低于1，黄色表示标准差在1-4之间，橙色表示标准差在4-9之间，红色表示标准差高于9。MBS=抵押贷款支持证券；RMBS=居民住房抵押贷款支持证券。

金融稳定的总体进程遭遇挫折。欧洲主权债务市场的动荡凸显了由危机引发的银行和主权资产负债表脆弱性的增加。欧洲政策制定者的强力应对有助于稳定融资市场和减少尾部风险。欧洲银行压力测试结果的披露增强了透明度、减少了主权风险暴露的不确定性，同时也纾缓了银行和主权融资市场。然而，前景依旧饱受下行风险的困扰，尾部风险始终居高不下。

财政整顿面临的市场压力上升，使得管理向可自我持续增长的平稳过渡变得复杂，宏观经济风险也因此上升。在经历了2010年初期好于预期的增长后，复苏开始减弱。消费者信心和其他先行指标开始趋于平稳，反映了下一个复苏阶段增加的不确定性。B部分考查了破坏金融稳定的诸多主权风险向量，以及在增长前景暗淡且不确定的情况下，许多先进经济体的政府在稳定债务负担时面临的艰巨挑战。

总体信用风险在去年得以缓解，继而又有所回升。经济复苏加强了公司的资产负债表，稳定了住户杠杆率的某些指标。然而，由于高度的经

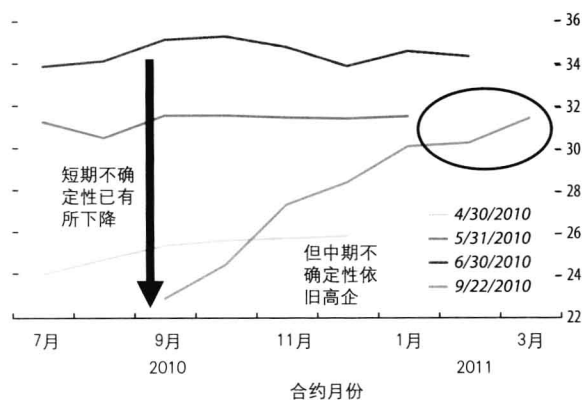
济不确定性、持续的去杠杆化进程以及主权风险的溢出，核心银行体系面对信心冲击时依旧脆弱不堪，且严重依赖政府支持。主权风险和银行风险之间的负面相互作用使欧元区风险仍存。美国和日本银行体系仍旧面临着挑战。美国住房市场的不确定性和房地产市场二次探底的风险依旧高企。总体而言，需要进一步加强银行的资产负债表以确保金融稳定免受融资冲击的影响，并防止与实体经济之间的逆向反馈循环。

欧洲有力的政策应对帮助逆转了4月和5月的市场价格骤升以及流动性风险，使二者大致保持了2010年4月期《全球金融稳定报告》发布以来的水平（图1.3）。然而，鉴于银行部门的再融资需求规模庞大，下行风险依旧高企。诚然，由于担心对主权债务的风险暴露，金融部门的权益和信用经历了危机期间最大幅度的下降。受这些压力的影响，以及中央银行开始解除为应对全球信用危机而推行的支持措施，货币和金融状况也有所收紧。

新兴市场风险也有所下降。欧洲主权债务动

图1.4. 不确定性在短期内已有所下降,但在中期内依旧高企

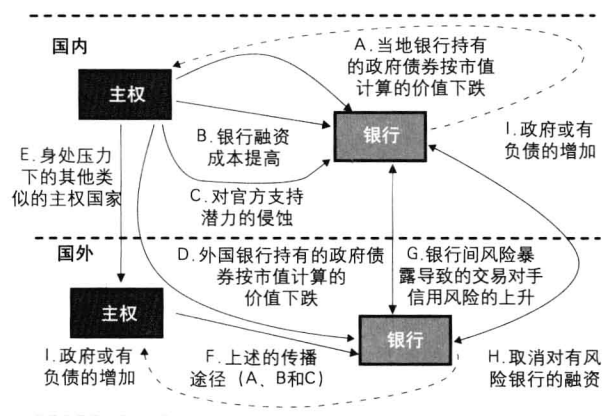
(波动性指数的期限结构, 百分比)



资料来源：彭博资讯。

注：波动性指数是指芝加哥期权交易委员会市场波动性指数。

图1.5. 从主权国家到银行以及从银行到主权国家的溢出



资料来源：基金组织工作人员。

荡的溢出效应在欧洲新兴市场国家之外仍十分有限，却与欧元区有着密切的关联。不过，新兴市场还面临着管理大规模且不稳定的资本流动的挑战。它们更为良好的增长前景和更加稳健的基本面意味着发达国家需要进行结构性的资产重新配置（D部分）。

总而言之，尽管金融形势在经历了欧洲主权债务市场的动荡后有所改善，但由于预计市场波动依旧剧烈，大量的市场不确定性仍将继续存在，尾部风险也会高企（图1.4）。因此，需采取一系列政策行动来抑制影响重大的低概率事件，这些行动包括：恰当地应对主权风险、解决银行体系的遗留问题，在新的金融监管框架下提高透明度。

B. 主权风险和金融脆弱性

在欧元区于4月和5月经历了迅速升级的动荡之后，那些面临着最严峻的主权融资困难的国家开始推行协调一致的支持计划，并宣布了雄心勃勃的财政改革，这帮助缓解了欧元区的动荡。然而，由于市场继续关注于沉重的公共债务负担、不利的增长态势、攀升的展期风险以及与银行体系的关联，主权风险依旧高企。政策制定者在继续改善财政可持续性这一艰难的进程中，还须削弱主权风险向金融体系的传导途径。这有助于减少因担心主权债务而不利于金融稳定的风险。

4月和5月席卷欧元区部分国家的金融动荡使人们充分意识到了主权风险和金融体系之间的密切关联，以及跨境溢出的可能性（图1.5）。继希腊融资困难之后，被认为面临着更为艰巨的财政和增长挑战的主权国家的利差急剧升高。同样，在欧元区的主权国家之间，以及对这些经济体有着最大风险暴露的银行之间，市场分化日渐显现。

在那些被认为市场最为脆弱的国家，出现了逆向反馈循环，主权利差的扩大加剧了对银行风险暴露的担忧。这反过来又（有时会以不加选择