

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

重铸信心 推进改革

.....

2012年10月



中国金融出版社 国际货币基金组织

013058088

F831.5

30

V2 2012

世界经济与金融

全球金融稳定报告



重铸信心 推进改革

2012年10月

作者 国际货币基金组织

译者 杨巧 许晓野

郭芮言 张菁

审校 王慧荣



北航

C1669421

中国金融出版社·北京
国际货币基金组织·华盛顿特区

880820810
Global Financial Stability Report (October 2012 issue)

Copyright©2012

International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2012年10月)

英文版权©2012

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: 王慧荣

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: 重铸信心 推进改革. 2012年10月/国际货币基金组织编; 杨巧 许晓野 郭芮言 张蕾译. —北京: 中国金融出版社, 2013.6

(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-6961-3

I. ①全… II. ①国… III. ①金融市场—研究报告—世界—2012 IV. ①F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 094908 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 13.5

字数 352 千

版次 2013 年 6 月第 1 版

印次 2013 年 6 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978-7-5049-6961-3/F. 6521

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

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。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国际货币基金组织成员国经济的持续增长。自2012年4月期《全球金融稳定报告》(GFSR)发布以来,金融稳定风险增加,对全球金融体系的信心已经变得很脆弱。尽管欧洲政策制定者已作出了显著和持续的努力,主要的风险仍然是欧元区危机。本期报告重点介绍风险在过去六个月中的变化,以银行去杠杆化和欧元区市场割裂为焦点追踪金融压力的来源和传导途径,检验改革议程的进展以及探讨改革是否有利于更安全的金融体系的形成,分析金融结构和经济效果的关系以确定某种金融体系是否与更高或更稳定的经济增长相关。

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期报告的分析工作。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, Nicholas Arregui, Serkan Arslanalp, Sophia Avramova, Adolfo Barajas, Ana Carvajal, Eugenio Cerutti, Su Hoong Chang, Ken Chikada, Nehad Chowdhury, Kay Chung, Sean Craig, Era Dabla-Norris, Reinout De Bock, Martin Edmonds, Jennifer Elliott, Michaela Erbenova, Ellen Gaston, Jeanne Gobat, Tom Gole, Kristian Hartelius, Sanjay Hazarika, Changchun Hua, Anna Ilyina, Patrick Imam, Marcel Kasumovich, William Kerry, John Kiff, Oksana Khadarina, Michael Kleeman, Alexandre Kohlhas, Peter Lindner, Rebecca McCaughrin, Tommaso Mancini Griffoli, André Meier, Fabiana Melo, Paul Mills, Sroboña Mitra, Gianni de Nicolò, S. Erik Oppers, Nada Oulidi, Evan Papageorgiou, Jaume Puig, Lev Ratnovski, André Santos, Jochen Schmittmann, Katharine Seal, Stephen Smith, Tao Sun, Jay Surti, Narayan Suryakumar, Takahiro Tsuda, Nico Valckx, Constant Verkoren, Chris Walker, Rodolfo Wehrhahn, Christopher Wilson, Xiaoyong Wu, Mamoru Yanase, Lei Ye, Luisa Zanforlin 和 Jianping Zhou。

Ivailo Arsov, Martin Edmonds, Mehmet Gorpe, Mustafa Jamal, Oksana Khadarina 和 Yoon Sook Kim 提供了分析支持。Gerald Gloria, Nirmaleen Jayawardane, Juan Rigat 和 Ramanjeet Singh 负责文字处理工作。对外关系部的 Joanne Johnson 和 Gregg Forte 编辑了文本,协调了出版工作。

本期报告部分内容基于与众多银行、清算机构、证券公司、资产管理公司、对冲基金、标准制定机构、财经顾问、养老金基金、中央银行、财政部以及学术研究人员的一系列讨论。本报告反映的是2012年9月14日之前掌握的信息。

本报告还得益于国际货币基金组织其他部门的工作人员所提出的意见和建议,以及各位执行董事在2012年9月14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系参与撰稿的工作人员完成,其观点不代表执行董事、其国家当局或国际货币基金组织的观点。

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。

地图上显示的边界、颜色、名称和其他信息并不意味着国际货币基金组织对任何地区的法律地位的判断或对任何这些疆界的认可或接受。

本期《全球金融稳定报告》中的分析显示，自2012年4月期报告发布以来，尽管金融市场取得了可喜的改善，但由于人们对全球金融体系的信心变得十分脆弱，金融稳定的下行风险已然加剧。欧洲决策者采取了新的重大举措，减缓了投资者最主要的担心，但欧元区危机仍然是全球金融稳定最主要的不安根源。由于意识到存在货币重新定值的尾部风险，市场纷纷减少对欧元区边缘国家的私人金融风险暴露。由此导致的资本外逃和市场割裂破坏了货币联盟的重要根基——一体化的市场和有效的共同货币政策。

欧洲中央银行在2012年初前后采取的异乎寻常的流动性操作缓解了银行变卖资产的压力，但此种压力再度上升，同时市场日益割裂。之后，欧央行行长在2012年7月发表了声明，欧央行在2012年9月也提出增加流动性支持和确保适当的货币政策传导过程的建议，这些对于减轻投资者的最主要担心、促进另一轮的市场恢复都起到了关键作用。本期《全球金融稳定报告》对2012年4月期报告提出的分析进行了更新，评估了银行去杠杆化在三种情景下的影响：基线政策、不力政策和完全政策。我们发现，在解决危机方面的拖延增大了银行的预期资产缩水规模。我们预计，信贷供应收缩对欧元区边缘国家的不利影响最大，因为在这些国家，银行去杠杆化和主权压力一起作用，会给公司部门带来极大的阻力。

2012年4月期《全球金融稳定报告》认为，欧元区的决策者们需要在现有改进的基础上再接再厉，避免新的挫折；而本报告则得出结论认为，现在需要加快行动速度。如在第一章详细阐述的，

必须飞跃到“完全政策”情景，以恢复信心，扭转资本外逃趋势，并再次将欧元区凝聚起来。国家层面的主要行动措施应包括：不失时机地推行有利于增长的财政整顿；通过结构性改革来减少外部失衡和促进增长；完成银行部门的清理整顿，包括进一步注资，或在必要时重组有生存能力的银行和清理无生存能力的银行。

国家层面的工作还需要辅之以欧元区层面的支持，如通过欧央行的流动性框架向银行提供足够的资金。更为根本的是，应当在建立欧元区银行联盟方面取得实质性进展，这将有助于打破政府与本国银行之间的恶性关联，也有助于监督工作的改善。在较长时期内，一个成功的银行联盟将需要筹集足够的资金，从而为负责银行清理的主管机构和联合的存款保险基金提供可信的财政支持。

不断加重的欧元区危机导致避险资本逃往其他国家——主要是美国和日本。如第二章所述，虽然这些资本流动把美国和日本政府融资成本压到了历史最低水平，但这两个国家仍面临重大的财政挑战。在美国，迫在眉睫的财政悬崖、债务上限的最后期限以及相关的不确定性是眼下最主要的风险。不可持续的债务动态仍是中期内的核心关注问题。日本面临高赤字和创纪录的债务水平，银行与政府之间的相互依存关系愈加严重。这两个国家需出台为完成中期财政调整而须采取的必要措施，而且必须马上实施，不能再加拖延。过去几年最主要的教训是，需要在市场开始担心信用问题之前早早解决各种失衡。

新兴市场经济体到目前为止很好地应付了全

球冲击，但需谨防可能出现的新一轮冲击，同时需应对经济增长放慢，以防止国内金融稳定风险上升。尽管欧元区危机加剧，但仍有资本继续流入当地债券市场。总的来说，中东欧的许多国家最为脆弱，这是因为它们对欧元区有直接风险暴露，而且与欧元区边缘国家有一些相似之处。亚洲和拉丁美洲总的来看抵御能力较强，但一些主要的区域性经济体由于处于信贷周期晚期阶段，因而容易面临房地产价格和债务长期上涨等风险。与此同时，在一些经济体，提供新的政策刺激的空间受到一定限制，这突出表明，需要灵活地应对每个国家面临的具体挑战。

在这场危机的促动下，各方出台了大量监管改革措施，以使金融体系更为安全。第三章列出了一项中期报告。该报告主要讨论的问题是，在这些改革的促动下，金融部门是否正在依照一套具有理想特征的指标，朝着正确的方向行进？这里的理想特征是指，金融机构和金融市场更为透明、不那么复杂以及杠杆化程度不高。分析显示，在过去五年中，尽管取得了一些进展，但各金融体系未能在实现这些理想特征方面取得可观的改善。这些体系仍然过于复杂，国内银行间的联系仍然很强且过于集中，太重要以至于不能允许倒闭的机构这一问题仍未得到解决。迄今为止，金融全球化尚未受到严重挫折，但如果没有适当的政策，各经济体仍然容易受到有害的跨界溢出的影响。上述进展之所以有限，一部分原因是，很多监管改革措施还处于早期实施阶段，另一部分原因是，一些经济体仍在采用危机干预措施，从而拖延了为使金融体系走上安全轨道而对其进行的“重新启动”。第三章指出，虽然假以时日，当前的改革也许能使银行体系变得更安全，但仍存在一些需要注意的方面：(1) 针对为解决太重

要以至于不能允许倒闭的机构的问题而直接限制商业活动的这一做法，展开全球讨论，分析其利弊；(2) 更多地注意非银行体系中的那些可能构成系统性风险的组成部分；(3) 在大型机构，特别是在那些有跨境业务的机构的恢复和清理计划方面取得更多进展。

第四章讨论了这样一个重要问题：金融结构的某些方面是否改善了经济成果。当前正在改变金融结构的各种动因，包括监管改革，所导致的金融结构是否会带来更快、波动更小的经济增长和更为稳定的金融体系？该章认为，某些结构性特点确实与较好的经济成果相关，而其他一些特点则与较低的增长率和较大的波动相关。具体而言，金融缓冲（资本和流动性缓冲）一般与较好的经济表现相关，而某些类型的非传统银行中介业务则与不那么好的结果相关。分析还显示，某些好的特点有时可能变成坏的特点。例如，一定程度的跨境联系在大部分时间是有利的，但如果管理不当，在危机期间可能传播那些会破坏稳定的冲击。总的来讲，需要谨慎地解释分析结果，因为这些结果受到严重的数据缺口和较短的样本期间（包括全球金融危机）的限制。因此，政策结论只是初步的。尽管如此，需要指出的两个分析结论是：(1) 由高质量的资本和真正具有流动性的资产组成的金融缓冲一般能带来较好的经济表现；(2) 银行的全球相互关联性需要得到妥善的管理，以便在收获跨境活动效益的同时，限制危机期间的有害溢出影响。

第三章和第四章还强调，旨在使金融体系更为安全的步骤成功与否，取决于有效的实施和强有力的监督。如果没有这些要素，监管改革有可能无法带来更好的金融稳定。

目 录

前言	ix
概要	xi
第一章 全球金融稳定评估	1
稳定指标情况	1
欧元区	4
美国	17
日本	18
新兴市场和其他经济体	18
金融监管改革	19
参考文献	22
第二章 恢复信心并遏制全球溢出效应	23
全球债务积压和稳定挑战	23
欧元区危机——扭转金融割裂	30
美国：稳定或自满？	47
日本：安全港有多安全？	59
新兴市场及其他经济体：平稳渡过国内和全球风险	62
附录 2.1. 欧盟银行业去杠杆化操作的最新进展	77
参考文献	82
第三章 改革议程：通向更安全金融体系进程的期中报告	83
概要	83
危机相关的结构性特征	85
改革的目标——金融中介机构的理想模式	88
新监管措施的目标及含义	90
危机干预措施的结构含义	100
过去五年的改变：金融体系结构上是否更安全？	103
分析改革对结构的影响——初步判断	117
改革议程的含义	119
附录 3.1. 金融结构指数	123
附录 3.2. 监管措施：提案以及实施情况	126

附录 3.3. 探寻监管和危机干预政策对金融结构的影响	142
附录 3.4. 巴塞尔资本金和流动性标准的进步指数	146
参考文献	148
第四章 改变全球金融结构：能否改善经济效果？	153
概要	153
金融结构和经济效果之间的关系	155
简单相关性	158
国家案例研究	162
多元回归分析	166
政策含义	172
附录 4.1. 文献是如何描述金融结构和经济效果之间的关系的？	176
附录 4.2. 对金融结构和经济效果的计量研究：数据、方法和具体结果	178
附录 4.3. 金融结构变量和银行危机的可能性：数据、方法和详细结果	185
参考文献	187
词汇表	190
附录 代理主席的总结发言	199
统计附录	
[查阅网址： www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/02/pdf/statappx.pdf]	
专栏	
专栏 1.1. 信心动摇，风险和自满情绪上升	7
专栏 1.2. 近期欧元区的政策措施、形势发展和挑战	11
专栏 1.3. 欧元的韧性，抑或是脆弱的均衡？	15
专栏 1.4. 金融监管改革：从规则制定到执行	20
专栏 2.1. 国际美元信贷的系统风险	27
专栏 2.2. 欧元区边缘国家的主权利差为何如此之高？	29
专栏 2.3. 欧洲银行去杠杆化：最新情况	34
专栏 2.4. 公司部门基本面、融资条件及信贷风险	41
专栏 2.5. 美国银行自营商交易的主要挑战	48
专栏 2.6. 美国公司债券交易市场中的流动性受到了多大损害？	54
专栏 2.7. 避免中国金融自由化陷阱——非银行中介的信贷风险、流动性错配和道德风险	70
专栏 3.1. 与新型金融中介形式相关的风险	86
专栏 3.2. 全球去杠杆化景观：经济和银行层面的视角	96
专栏 3.3. 信托优先证券以及《巴塞尔协议Ⅲ》对美国银行的影响	98
专栏 3.4. 低政策利率的副作用	104
专栏 3.5. 某些银行系统是否因其全球参与程度较低而较好地抵御了国际金融危机的传染？	114

专栏 4.1. 金融深化和经济效果	156
专栏 4.2. 计量结果在多大程度上有力?	160
专栏 4.3. 澳大利亚	165
专栏 4.4. 美国	167
专栏 4.5. 德国	168
专栏 4.6. 日本	169
专栏 4.7. 中国	171

表

表 2.1. 部分先进经济体的债务和杠杆	24
表 2.2. 银行金融稳定性指标	25
表 2.3. 主权市场和脆弱性指标	26
表 2.4. 主权融资和银行去杠杆化情景的关键特征	38
表 2.5. 各部门国债持有情况	52
表 2.6. 假设将进入国内债券市场的外国资本流逆转对国内银行资产负债表的影响	66
表 2.7. 部分新兴市场和其他经济体近期宏观审慎和资本流动措施概况	73
表 2.8. 脆弱性指标和新兴市场及其他经济体的政策空间	74
表 2.9. 去杠杆化操作最新进展综述	78
表 2.10. 对主要宏观金融变量的假设	78
表 2.11. 平均融资展期率	79
表 2.12. 国内投资者的其他融资数量要求	80
表 2.13. 部分欧盟银行业务计划实施进展	81
表 3.1. 危机前的金融结构和危机期间的金融压力	89
表 3.2. 新监管措施简介	92
表 3.3. 金融结构监管改革的可能效应	94
表 3.4. 政府与中央银行的危机措施, 2007-2010 年	102
表 3.5. 巴塞尔资本规则的进步对中介结构的影响	113
表 3.6. 指数, 次级指数以及资料来源	124
表 3.7. 全球监管新措施概要: 全球系统重要性银行的处置	131
表 3.8. 部分经济体改革措施的实施情况	132
表 3.9. 巴塞尔流动性规则进程产生的效应	144
表 3.10. 金融政策对金融中介结构的影响: 危机干预政策	145
表 3.11. 巴塞尔资本金和流动性进步指数	147
表 4.1. 本期《全球金融稳定报告》中的金融结构的衡量方法	159
表 4.2. 金融部门规模、结构和被研究的案例国家的经济效果	166
表 4.3. 对经济效果固定效应面板估计结果, 1998-2010 年	173
表 4.4. 用于回归分析的变量列表	179
表 4.5. 含互动项的固定效应面板数据估计, 1998-2010 年	180

表 4.6. 含二次项的固定效应面板数据估计, 1998–2010 年	183
表 4.7. 系统性银行危机和金融结构变量: 概率模型	186

图

图 1.1. 全球金融稳定图	2
图 1.2. 全球金融稳定图: 评估风险和状况	3
图 1.3. 2012 年 4 月期《全球金融稳定报告》发布以来资产价格的绩效表现	4
图 1.4. 流入全球共同基金的资金总量	4
图 1.5. 央行资产以外的欧元区投资组合和其他投资资本流动	5
图 1.6. 西班牙和意大利主权债券的外国投资者持比和收益率变化	5
图 1.7. 欧元区国家对希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙主权债务的敞口	6
图 1.8. 边缘国家与核心国家的信用违约掉期的利差	6
图 1.9. 样本银行的去杠杆化总量	10
图 1.10. 其他政策情景下欧元区信贷供应总量的缩减	13
图 1.11. 欧盟各国银行去杠杆化对投资的影响	13
图 1.12. 欧盟各国银行去杠杆化对就业的影响	13
图 1.13. 欧盟各国银行去杠杆化对 GDP 的影响	13
图 1.14. 银行资产的减少: 对边缘国家主权债券利差的敏感度	14
图 2.1. 政府债券收益率和波动性	30
图 2.2. 西班牙和意大利银行持有的政府债券	30
图 2.3. 意大利和西班牙的主权—银行关系	31
图 2.4. 意大利和西班牙的投资组合外流	31
图 2.5. 边缘国家减去核心国家的银行信用违约掉期利差	32
图 2.6. 欧元区银行债务发行	32
图 2.7. 欧元区的银行存款流动	32
图 2.8. 银行客户存款变化趋势	32
图 2.9. 主权债务投资者基础的变化	33
图 2.10. 银行对国内政府、私营部门和部分欧元区国家的信贷	33
图 2.11. 欧洲银行跨境敞口变化	36
图 2.12. 银行新贷款的利率变化	37
图 2.13. 欧元区银行面临的压力	37
图 2.14. 样本银行去杠杆化总量	39
图 2.15. 部分单独因素引起的去杠杆化总量	39
图 2.16. 欧元区信贷供应缩减情况: 核心国家与边缘国家	40
图 2.17. 信贷供应减少: 全球溢出	40
图 2.18. 欧盟银行去杠杆化对 GDP 的影响, 2013 年的预测	40
图 2.19. 对欧元区信贷供应的减少: 其他政策情景下对边缘国家主权利差的敏感性	40
图 2.20. 意大利和西班牙银行对非金融公司的信贷	43

图 2.21. 在其他去杠杆化情景下截至 2013 年年底的公司债券发行需求	43
图 2.22. 未偿还主权债务的预计平均利率	44
图 2.23. 主权利息支出占收入的比重预测	44
图 2.24. 欧元区边缘国家主权及公司信用评级	45
图 2.25. TARGET2 预测	45
图 2.26. 来自央行的借款	46
图 2.27. 美国 5 年期掉期率以及隐含的概率分布	47
图 2.28. 10 年期国库券名义收益率变化的动因	51
图 2.29. 与金融危机爆发前的一年相比, 部分先进经济体私营部门的金融余额	51
图 2.30. 最近经济周期中 10 年期美国国库券收益率的变化	52
图 2.31. 过去和当前信贷周期中的银行信贷	52
图 2.32. 市场反应: 不确定性和政策增强	52
图 2.33. 美国政府债券以及利息支付	52
图 2.34. 外国投资者持有的主权债务余额比例, 截至 2011 年底	53
图 2.35. 展期风险: 主权债券加权的平均期限	53
图 2.36. 主要自营商持有美国国债的头寸	57
图 2.37. 部分先进经济体中银行持有的政府债务	58
图 2.38. 日本银行对 100 个基点的利率冲击的敏感性	59
图 2.39. 自 2007 年起日本国债累计购买量	59
图 2.40. 当前趋势下, 日本银行到 2017 年持有的政府债务	60
图 2.41. 日本银行的国外债务	60
图 2.42. 外国持有的日本政府证券	61
图 2.43. 新兴市场管理下的债券资金资产, 按地理区域划分	62
图 2.44. 尽管欧元区面临重压, 流入新兴市场的当地货币债券基金资金的稳健性	62
图 2.45. 新兴市场股票和债券的绩效与经济惊喜指数	63
图 2.46. 部分国家和地区主权信用违约掉期对欧元区边缘国家信用违约掉期的敏感性, 2011-2012 年	63
图 2.47. 国际投资头寸净值与外部债务总额, 部分经济体, 2011 年	64
图 2.48. 以外国货币计价的银行贷款占总贷款的份额	64
图 2.49. 不良贷款占总贷款的比率	65
图 2.50. 当地债券回报率波动性相对于外国参与者和国内投资者基础的变化情况	65
图 2.51. 非住户持有的政府债务和市场流动性	67
图 2.52. 银行持有的当地货币的政府债务以及在资本外流情景下的其他购买	67
图 2.53. 部分经济体在信贷周期中所处的位置: 2006 年和 2011 年	68
图 2.54. 私营部门信贷周期变化, 2006-2011 年	68
图 2.55. 住房实际价格变化, 2006-2011 年	69
图 2.56. 部分经济体的不良贷款, 2008 年、2010 年和 2011 年	69
图 2.57. 部分经济体银行市净率, 2010-2012 年	72

图 3.1. 全球金融体系规模	90
图 3.2. 以市场为基础的金融中介	106
图 3.3. 以市场为基础的金融中介：新型金融产品	107
图 3.4. 规模与范围：内部关联性，融资，集中度	108
图 3.5. 全球化	110
图 3.6. 倍差分方法演示	143
图 4.1. 时期变动的相关性：金融全球化指标	162
图 4.2. 时期变动的相关性：金融缓冲器	163
图 4.3. 金融结构和经济增长，1998–2010 年	164

第一章 全球金融稳定评估

自 2012 年 4 月期《全球金融稳定报告》发布以来，金融稳定风险升高，人们对全球金融系统的信心变得非常脆弱（图 1.1 和图 1.2）。尽管欧洲各国的政策制定者持续作出巨大努力，为避免出现投资者最为担忧的可能性事件发挥了至关重要的作用，但欧元区危机仍然是全球金融稳定的最大风险。尽管 7 月底以来，市场压力有所缓解，但渐进性的政策措施并不足以完全消除市场的紧张情绪。美国和日本的经济失衡在中期可以得到调整；为提振市场信心和防止市场再次动荡，必须尽快明确必要的中期政策措施。新兴市场经济体较为顺利地渡过了全球金融风险高企的阶段，但如果其他地区的风险溢出效应继续加剧，随着其国内脆弱因素的进一步凸显和政策空间的继续减缩，这些国家将面临更大挑战。

稳定指标情况

自 2012 年 4 月期《全球金融稳定报告》发布以来，金融市场持续动荡，投资者情绪大起大落，在失望和乐观两极之间不断摇摆（图 1.3）。

注：本章由 Peter Dattels and Matthew Jones (team leaders), Sergei Antoshin, Serkan Arslanalp, Eugenio Cerutti, Julian Chow, Nehad Chowdhury, Kay Chung, Sean Craig, Reinout De Bock, Martin Edmonds, Michaela Erbenova, Jeanne Gobat, Mehmet Gorpe, Kristian Hartelius, Sanjay Hazarika, Changchun Hua, Anna Ilyina, Patrick Imam, Marcel Kasumovich, William Kerry, Alexandre Kohlhas, Rebecca McCaughrin, Tommaso Mancini Griffoli, Peter Lindner, André Meier, Paul Mills, Nada Oulidi, Evan Papageorgiou, Jaume Puig, Jochen Schmittmann, Katharine Seal, Stephen Smith, Narayan Suryakumar, Takahiro Tsuda, Constant Verkoren, Chris Walker, Christopher Wilson, Lei Ye, 和 Jianping Zhou 撰写。

在此期间，尽管欧洲政策制定者作出了巨大努力，但未能巩固市场对政策制定的信心。此外，欧洲之外其他地区的政治风险上升，迟滞了必要的中期调整。这些风险对全球经济形势造成了溢出影响。

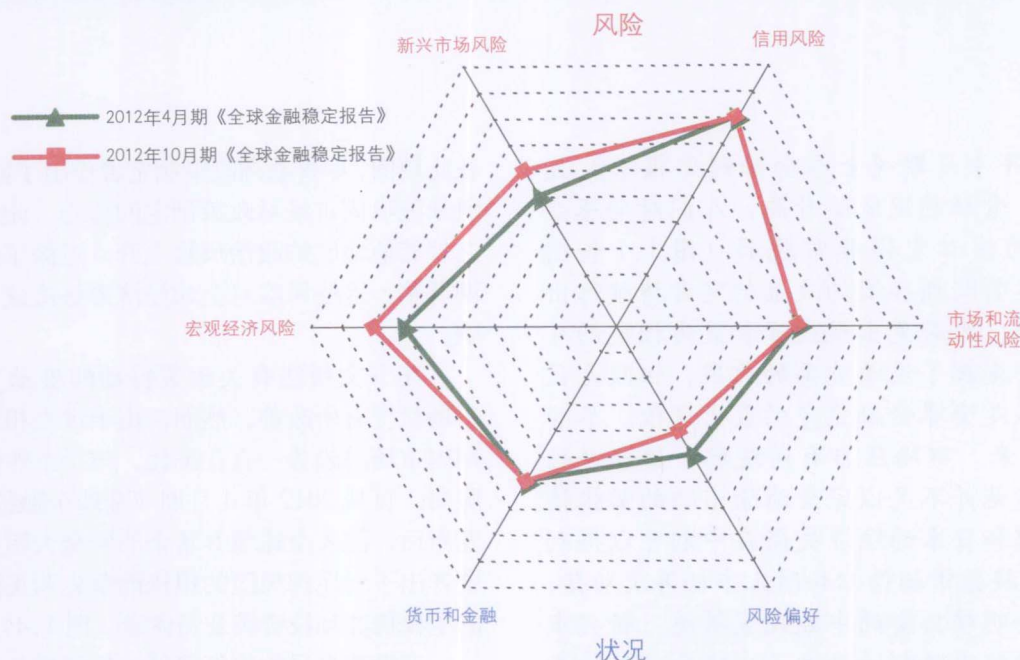
在下文所述有关政策行动的推动下，近期市场状况有所改善。然而，由于过去相当一段时期内市场总趋势一直在恶化，市场条件仍然相对脆弱。自从 2012 年 4 月期《全球金融稳定报告》发布后，流入全球债券基金的资金大幅上升，投资者出于对尾部风险的担忧而争先购买能够避险的主权债券和投资级公司债券（图 1.4）。

在投资者风险偏好降低、经济增长前景暗淡（参见 2012 年 10 月期《世界经济展望》）、欧元区边缘国家市场持续波动且国债收益利差等因素相互叠加下，宏观经济风险上升。同时，新兴市场经济体的增长前景日趋与全球经济周期挂钩，抬高了新兴市场风险。在近几年全球金融风险高企的大环境中，新兴市场经济体表现出了显著的韧性，导致国际投资资本持续流入相对安全的新兴市场固定收益资产部门。然而，如果欧元区市场压力继续抬高，将给中东欧国家带来突出风险。一些新兴市场国家的逆周期经济刺激措施和防御外来冲击的政策空间相当有限，而经济活动放缓进一步扩大了上述风险。

信贷风险在高位水平基本保持不变。欧元区边缘国家的银行业形势再次恶化，去杠杆化进程加速，信贷压力提高，但这些负面因素在一定程度上被先进经济体公司部门和家庭资产负债表的改善所抵消。在欧元区内部，由于维护金融一体化的官方措施不足以抵消私营部门推动金融市场割裂的势头，资本持续从边缘国家流出，转而流入核心国家或欧元区外国家。

欧元区危机进一步恶化是全球金融稳定的最

图1.1. 全球金融稳定图



大风险。然而，其他地区的失衡状况的不断加剧也值得担忧。尽管日本的主权债务形势严峻，且主权债务与银行之间的联系日益密切，但避险资金的流入将日本政府债券的收益率压低至历史低点水平。

虽然大部分失衡因素属于中期财政调整范畴，但是衍生品市场价格已经反映出当前利率上行和货币波动的风险（专栏1.1）。

对于美国而言，避险资本流入、央行的购入资产以及资产负债表的去杠杆化同样将信用风险溢价和收益率压至史无前例的低点。日益逼近的债务上限、财政悬崖及其相关的不确定性仍然是近期最突出的风险，而政府债务不可持续的动态仍然是最关键的中期风险。

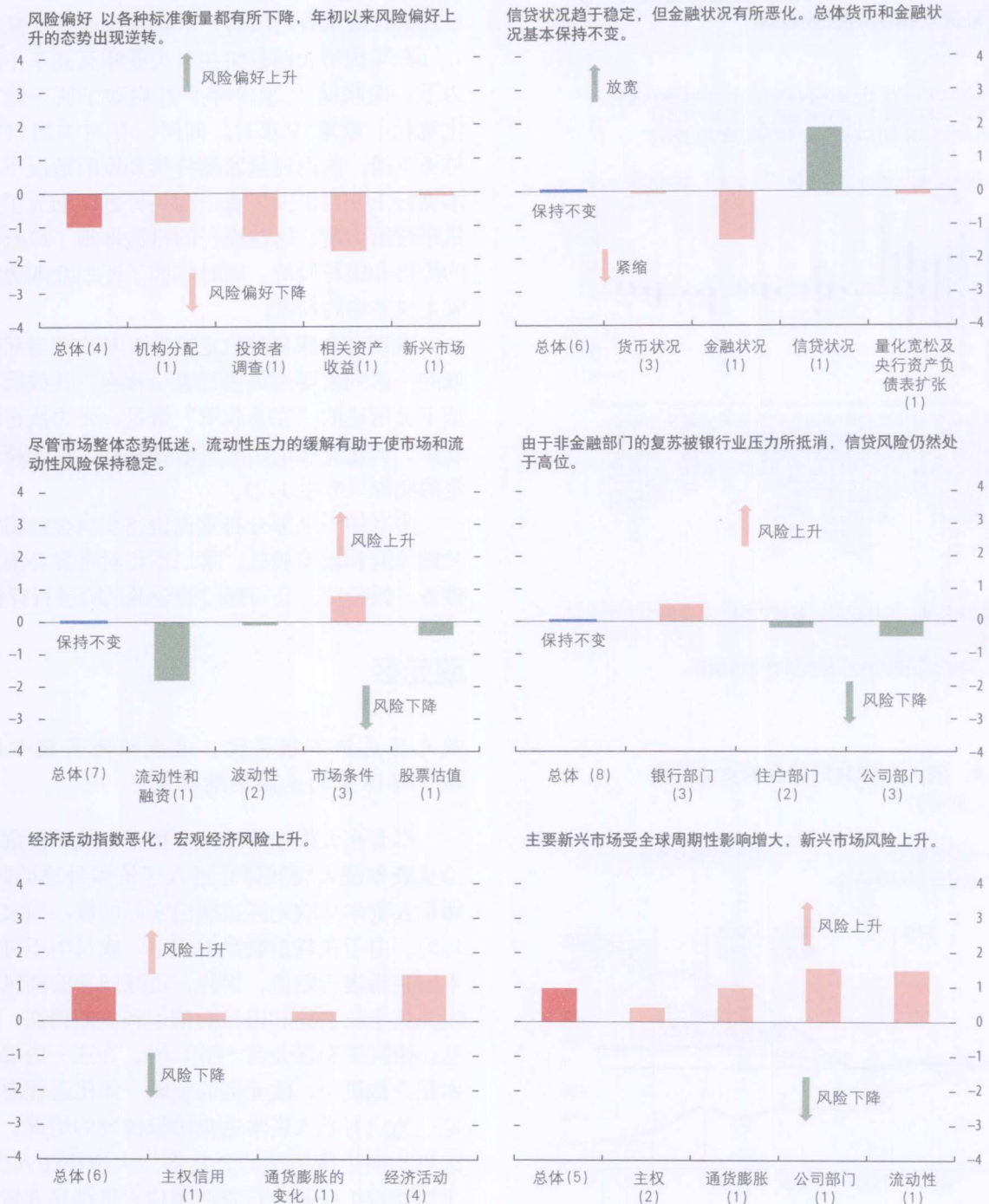
如果被显著压低的信贷利差出现迅速或无序上升，那么长期财政风险将给美国以及全球金融体系带来严峻的稳定性挑战。目前市场定价尚未

体现这种可能性（专栏1.1），反映出一定程度上的自满情绪。在接近于零的政策利率水平下，各类投资者普遍延长对美国国债的多头仓位，导致利率风险出现单边上行压力。同时，在商业模式转变的背景下，美国银行业面临着结构调整的挑战。

在金融稳定风险和信贷紧缩压力上升的情况下，各国货币政策当局采取了应对措施，包括继续为金融市场提供政策支持，将整体的货币和金融条件维持在较为宽松的状态。欧央行实施了为期三年的长期再融资操作（LTRO），放松了银行融资约束；欧元区的去杠杆化进程在2012年第一季度有所放缓，信贷条件趋于稳定。但是到2012年第二季度末，由于欧元区核心国家和边缘国家的差异继续扩大，信贷条件再次出现恶化。所幸的是，得益于欧央行的全面承诺和政策支持，始于2012年7月底欧央行行长马里奥·德拉吉

图1.2. 全球金融稳定图：评估风险和状况

(自2012年4月期《全球金融稳定报告》发布以来的级别变化)

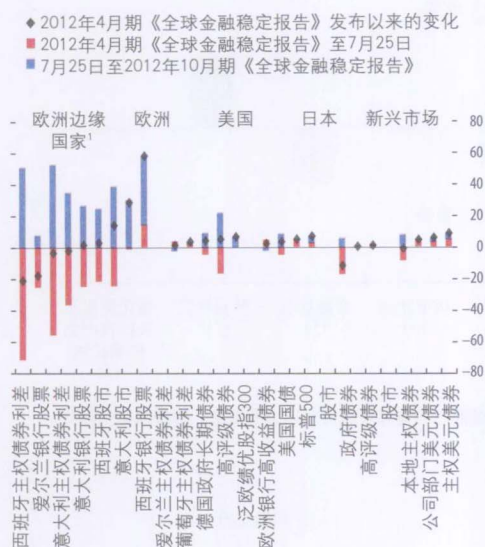


资料来源：基金组织工作人员的估计。

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。参见2010年4月期《全球金融稳定报告》，附录1.1.以及Dattles等人（2010）对全球金融稳定图所使用的方法的描述。括号中的数字表示各（分项）风险和状况的级别指标。各表中“总体”级别的数值为该面板中各分项数值的简单平均值。在货币和金融状况面板中，信贷状况为正值表示信贷收紧的速度减慢或放宽速度加快，QE表示量化宽松。

图1.3. 2012年4月期《全球金融稳定报告》发布以来资产价格的绩效表现

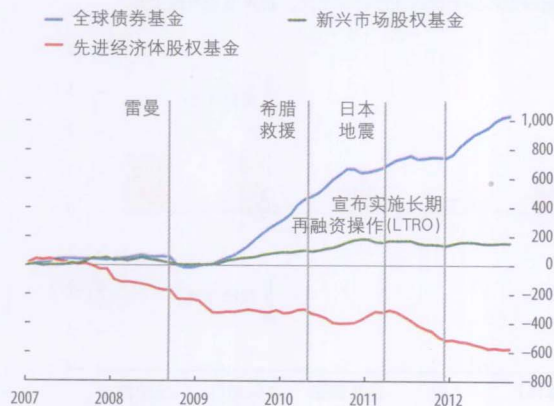
(百分比变化)



资料来源：美林银行、彭博咨询、基金组织工作人员的估计。

1. 利差与德国政府长期债券互为倒挂。

图1.4. 流入全球共同基金的资金总量
(以十亿美元计)



资料来源: EPFR Global。

注: LTRO:长期再融资操作。

公开表示将“尽一切可能”维护欧元，9月欧央行进而引入“直接货币交易”计划(OMT)等，市场紧张情绪有所缓解，市场状况逐步改善。

在美国增长前景暗淡、失业率居高不下的压力下，美联储于2012年9月启动了新一轮“量化宽松”政策（QE3）。同时，在日本出口增长势头下滑、国内通货紧缩持续加剧的情况下，日本央行于9月扩大了资产购买计划，加大了宽松货币政策力度。这些央行的措施推高了风险资产的价格和银行股价，同时压低了近期欧洲边缘国家主权债券的利差。

本期《全球金融稳定报告》对欧洲当局所采取的一系列重要政策措施表示欢迎，并鼓励其根据下文所述的“完善政策”情景，强力执行既定政策，构建克服危机的突破性拐点，推动持久稳定的实现（专栏1.2）。

本章接下来部分将重点论述全球金融稳定的关键风险和政策挑战。第二章将对世界各地主权债务、银行业、公司部门的金融风险进行评估。

欧元区

欧元区危机不断深化，造成欧元区核心国家和边缘国家的差距继续扩大。

尽管在大规模的政策干预下，欧元区危机已经从资本流入突然停止进入了资本外逃的时期，即私人资本从欧元区边缘国家汇回核心国家（图 1.5）。由于在货币联盟框架下，成员国不可能对本国货币进行贬值，因此，边缘国家的高风险体现为其主权债券和银行的信用利差的抬高，特别是在西班牙和意大利（图 1.6）。在这一内部的资本账户危机中，欧元区的金融一体化进程急剧倒退。为应对私人资本逃离边缘国家的情况，欧元区机构向边缘国家的公共部门大规模注入资金，主要通过扩张其央行资产负债表抵消私人资本的撤离（图 1.7）。

然而，尽管边缘国家的公共部门从欧盟层面接收了大量资金援助，但私营部门的投资者信心仍然萎靡不振。由于市场担心欧元区可能解体，