

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

金融压力和去杠杆化
宏观金融影响和政策

.....

2008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

金融压力和去杠杆化

宏观金融影响和政策

2008年10月

作者 国际货币基金组织

译者 聂平俊 张晓莹 叶德武

审校 杨冠一



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 2008 issue)

Copyright©2008

International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2008年10月)

英文版权 ©2008

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。

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: 金融压力和去杠杆化 宏观金融影响和政策. 2008年10月/国际货币基金组织著; 聂平俊、张晓莹、叶德武译, 杨冠一审核. —北京: 中国金融出版社, 2009.3

(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-4934-9

I. 全… II. ①国…②聂… III. 金融市场—研究报告—世界—2008 IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 013828 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 北京松源印刷有限公司

尺寸 215 毫米 × 280 毫米

印张 13.75

字数 385 千

版次 2009 年 3 月第 1 版

印次 2009 年 3 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978-7-5049-4934-9/F.4494

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) 评估全球金融市场动态, 以辨别系统性弱点。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, 当危机无法避免时, 通过提供政策建议以减小危机的影响, 从而为全球金融稳定以及基金组织成员国的持续经济增长作出贡献。

在基金组织顾问兼货币与资本市场部主任 Jaime Caruana 的指导下, 货币与资本市场部协调了本报告的分析工作。货币与资本市场部的副主任 Jan Brockmeijer, 处长 Peter Dattels 和 Laura Kodres, 副处长 Brenda González-Hermosillo 和 L. Effie Psalida 对项目提供了指导。货币与资本市场部副主任 Jonathan Fiechter 和 Christopher Towe 及助理主任 Mahmood Pradhan 对报告提出了有益的意见和建议。

本期报告的主要撰稿人包括: Sergei Antoshin、Elie Canetti、Sean Craig、Phil de Imus、Kristian Hartelius、Heiko Hesse、Andy Jobst、John Kiff、Rebecca McCaughrin、Paul Mills、Ken Miyajima、Christopher Morris、Alicia Novoa、Mustafa Saiyid、Jodi Scarlata、Miguel Segoviano、Seiichi Shimizu、Juan Solé、Mark Stone、Tao Sun、Rupert Thorne 和 Christopher Walker。其他撰稿人包括: Ana Carvajal、Antonio Garcia-Pascual、Geoff Heenan、Xiongtao Huang、Michael Moore、Aditya Narain、Silvia Ramirez 和 André Santos。Kenneth Sullivan 提供了咨询支持, Vance Martin 在实证研究方面提供了支持。Martin Edmonds、Oksana Khadarina、Yoon Sook Kim、Alin Miresteam、Jean Salvati、Xiaobo Shao、Narayan Suryakumar 和 Kalin Tintchev 为分析工作提供了协助。Caroline Bagworth、Shannon Bui、Christy Gray 和 Aster Teklemariam 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。

本期部分内容取自与许多主要金融中心和国家的会计人员、银行、证券公司、资产管理公司、对冲基金、审计师、信用评级机构、财务顾问、学术研究人员、监管当局以及其他公共当局的非正式讨论。本报告反映的是 2008 年 9 月 25 日前掌握的信息。

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 2008 年 9 月 15 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

随着全球范围内金融市场动荡加剧,要恢复对全球金融系统的信心,国际社会需要采取协调而果断的政策措施。如不能做到这一点,随之而来的就是,现今持续的去杠杆化过程会更加混乱,实体经济为之付出的代价也会更为沉重。由于大幅度去杠杆化过程既为之所需又不可避免,所以,在任何情况下,恢复有序金融系统的过程都将充满挑战。正是在这种充满挑战而又不断演进的背景下,《全球金融稳定报告》(GFSR)对最近发生的事件进行梳理勾勒,以提出对当前局势能够有所裨益的潜在的政策措施。

人们对全球金融机构及其市场的信心已严重动摇。随着几个主要金融机构的倒闭或濒临倒闭,在2008年9月,对金融系统稳定性构成的威胁已显露无遗。2008年10月的《世界经济展望》指出,全球金融系统遭受的压力预计会加深全球经济增长的衰退,并对其复苏产生抑制作用。而且,在金融系统和广泛经济体之间形成更为严重的逆向反馈循环风险成了最为严重的威胁。攀升的损失额、下跌的资产价格和加剧的经济衰退都使人们对金融系统日益扩大的缺口的可行性产生了严重的怀疑。2008年4月的《全球金融稳定报告》(GFSR)中描述的正在进行的去杠杆化过程已经加速且变得混乱不堪——金融机构股价骤然下跌、融资和信用违约保护成本更高以及萎缩的资产价格都是这一过程的标志。如果市场不愿意(或不能)提供资本和融资或吸收资产时,机构就会突然倒闭。为解决随之而来的流动性压力和解救受困机构而进行的零碎干预并没能恢复市场的信心,因为它们没有解决根本问题的普遍本质。对交易对手风险担心的加剧已近乎把全球货币市场封锁了起来。第一章为更全面的政策取向——一些国家对此正予以考虑——提供了基础。它对去杠杆化过程发展的严重程度及其未来发展予以评估。它也提出了一套全面的措施,这一套措施可以制止现今这一破坏性的过程。

如果金融动荡波及到的国家当局一致公开承诺,以一种协调、统一的方式来解决,恢复金融稳定的努力将从中受益。尽管恰当措施的采取无疑会因国而异,但是以前危机的经验表明,以下五条原则可以对要采取措施的范围和构想进行指导,而这些措施将形成在这特殊情势下恢复信心的基础。

(1) 要采取全面、及时和准确沟通的措施。这些措施应解决由去杠杆化压力所造成的主要挑战:提升融资的可利用性、降低融资成本和缩短融资期限以稳定资产负债表;注资以支持那些不能提供足够的贷款但基础稳健而有望成功的机构,运用公共部门的资产负债表来支撑不良资产,以促进去杠杆化过程有序进行。在执行现有或新的规定时,当局应避免使同向循环效应加剧。这些措施的目标应是明确的,操作程序应是透明的。

(2) 不同国家采取协调而统一的整套政策的目的是稳定全球金融体系,以便使其政策效果最大化而不会给其他国家带来负面效应。

(3) 在及早发现金融压力基础上要确保迅速作出反应。这需要每个国家内部的高度协调,甚至许多情况下需要跨境的高度协调。也需要一个容许潜在的一组当局采取果断行动的框架。

(4) 要保证政府的紧急干预是暂时的,纳税人的利益要得到保护。政府对其行为负有责任,

这一点对所有利益相关者都很重要，各方支持的条件应包括私人参与下行风险和纳税人享受上行福利。在承认局势的紧迫性和需要公众支持的必要性的同时，干预机制应把道德风险降至最低。

(5) 追求中期目标：一个更加稳健、更具有竞争力和更加高效的金融体系。实现这一目标不仅需要有序清理好不能自生的金融机构的问题，而且需要加强国际宏观金融稳定框架，以改善国内和全球层面上的监管和规范，也需要建立改善市场约束有效性的机制。对定价和调节信贷来说非常关键的融资和证券化市场应得到加强，包括通过集中清算组织来减少交易对手的风险。

满足这些指导原则的同时，需要采取具体行动来处理与去杠杆化相关的三个相互联系的领域：资本短缺、资产估值下降和不确定性以及融资市场功能失调。如想要有一个更为有序的去杠杆化过程，抑制这三者之间的螺旋式互动就尤为关键。

资本。保持私人部门信贷增长，即便是温和增长，同时加强银行资本率，《全球金融稳定报告》估计，在随后几年全球主要银行将需要大约 6,750 亿美元的资本。可以考虑下列措施：

- 许多金融机构发现，现阶段筹集私人资本愈发困难，当局或许需要向能够生存的机构注资。尽管完成注资有许多方法，更可取的方案是在给提供新资本的现有和新的私人股东以激励的同时，也给纳税人提供些许上涨福利。
- 尽管政治上做起来很困难，对不能生存的银行的有序清理将表明致力于塑造一个有竞争力的、资本充足的银行体系的决心。

资产。随着私人部门资产负债表剥离资产以降低杠杆率，公共部门的资产负债表的使用有助于防止“减价出售”清盘发生，因为这些做法有减少银行资本的危险。

- 其银行对证券化资产或问题资产有巨大敞口风险的国家可以考虑由政府来收购这样的资产或为这样的资产提供长期融资。这将会为财务报表的稳健带来更大的确定性。设立资产管理公司也会为这一过程提供一个合法清偿和负责任的框架。

- 如在应用以市价计值的规则上容许更大程度的判断，就可以减轻以低廉的“减价出售”价格对证券估值的压力，从而避免资本需求的加速。这样的判断需要密切的监督，并辅以适当信息披露，以避免对现有机构资产负债表信心的动摇。

融资。依赖批发性融资的金融机构，尤其是在跨境市场上融资的，已经面临着严峻的、与日俱增的金融风险。中央银行因而在探索更多的方式来延长融资期限以便满足机构的融资要求。旨在加强资本和支撑资产估值的上述措施，以及为了提供流动性已经采取的措施应该会为市场的正常运行和信心的重铸提供关键支持。降低交易对手风险的进程，包括集中清理和结算安排也会起到作用。但是，过去危机的经验表明，在某些情况下，或许需要额外的措施。在极端情况下：

- 个人零售账户的存款保险可以扩大至超出正常限制的范围。然而，存款保险限制的扩大，或者，如果情况进一步恶化，全面存款保证的运用只能作为暂时的、紧急的措施，并且最好在不同国家以协调的方式进行。
- 保证可以在一段时间内暂时抵补优先和次级债务。理想的做法是，这些保证应该包含接受保证抵补机构应付的某些成本，例如，使用费、匹配测试或其他标准。

尽管这些措施构成了范围广泛的处理方式，但是这其中一些已经被不同当局付诸实践；有令人鼓舞的迹象表明它们会考虑更多的此类措施。其他积极的发展动态包括当局采取果断行动的决心和意志、资产负债表的重大调整已经展开和对重新考虑设立全球规范框架所持有的开放态度。这都为在中期将规范与激励与各种评判标准更好地结合提供了机遇。然而，当前的焦点将仍是对现行破坏力量进行抑制。

第一章

在此背景下，《全球金融稳定报告》的第一章对全球机构面临更大损失的可能性予以评估。它对金融系统中需要降低的杠杆率进行了测算，对

需要剥离的资产数额予以估算，并计算了需要筹集的资本数目。该分析总结道，为了保证恢复金融稳定和一个更加有序的去杠杆化过程，需要动用公共资源。而有序的去杠杆化过程可以避免严重信贷紧缩的局面出现。最严峻的风险仍是金融系统和实体经济之间形成的严重逆向反馈循环风险的加强。

因为美国仍处于这次金融危机的核心，第一章较详细地考察了美国的前景。美国房市的持续走弱和更大范围的经济减速导致了贷款出现了新的恶化——优质抵押贷款、商业房地产贷款、公司贷款和消费贷款拖欠率都在上升。由于违约率的高峰还未到以及加剧的市场困境，美国贷款和证券化资产的公开损失有可能增至大约 1.4 万亿美元，远远高于 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》所作的估计。随着经济减缓的蔓延，金融机构会在非美国资产上面面临越来越多的损失。在一些欧洲国家，这样的困难也同样由于疲软的当地住房市场而进一步加剧。

金融机构已经开始筹集资本来充实其资产负债表，这样的做法起初很成功，但是目前进一步发行债券筹资的前景更为有限，代价也更为高昂，这反映了人们对这些机构内在自生能力的信心不足。因此，第一章建议，银行业的去杠杆化过程应该从多维角度进行：需要出售资产、新资产实现趋缓增长和银行商业模式的彻底转变，因为以前的许多收入来源已经几乎消失殆尽。对许多非银行金融机构来说，类似去杠杆化的过程也在进行中，例如对冲基金，它们运用保证金融资和私人回购市场获得杠杆头寸的能力已被大大削弱。融资市场上的压力已使货币市场共同基金的赎回开始增加，进而加剧了借款公司的展期风险。这些事件影响深远的本质正逐步展现，这一点由以下事实所例证：在短短一星期之内，一个个大型、独立的投资银行纷纷从美国金融版图上消失。尽管其长期影响仍难以确定，但是金融部门有可能因此而得以巩固，新的商业模式将会出现，在可预见的未来，金融公司将以较低的杠杆率运作。

对曾经被认为是低风险的资产进行估值，由此产生的当前的不确定性已给人们判断资本是否

充足造成了困难。第一章评述道，多数市场参与者、评级机构和监管者一致认为资本缓冲资本比以前想象的高，而且，它们应建立在对风险前瞻性分析基础之上，而非对监管比率的机械执行。在某种程度上，永久性的调高资本金比率是必须的，但应分阶段实施，以免加剧目前的周期性放缓。尽管要达到更高的水平将进一步延缓正常信用状况的恢复，但这一过程仍将持续，直到 2009 年年末，金融机构的境况有所改善，能够支持金融业的复兴。

起初，尽管新兴市场总体上在全球金融动荡面前表现得相当具有弹性，但是它们近来受到的压力与日俱增。融资的成本更高、融资更难获得、股市已出现明显的修正，尽管是从偏高的水平开始修正的。资本外流加剧，导致国际和国内（某些情况下）流动性状况趋紧。新兴市场中的借款人和金融机构会面临更为严峻的宏观经济环境。随着全球经济增长放缓和国内通胀压力的滞后传递效应继续，新兴市场的决策者们也面临挑战——这一切都是在市场信心低迷和先期流入新兴市场的资金回吐的背景下发生的。上述情景的交织可能加快某些新兴市场经济体中国内信贷周期的下行风险，这是一个很重要的风险。

在本章的分析和前几期《全球金融稳定报告》基础之上，第一章也列出了一些对公共当局来说比以上更具体的政策影响。尽管焦点落在公共部门的职责上，但私人部门的金融机构仍旧在确定和矫正缺陷方面发挥着关键作用，以便在更加稳健的基础上进行金融干预。需要经由监管者的支持予以加强的主要因素是，

- 保持一个有序的去杠杆化过程。金融机构首先应该集中精力加强其资产负债表——吸收新的资本要比出售资产更可取。其次，确保与其商业模式相一致的充足融资来源。
- 加强风险管理系统。作为全面风险管理改善的一部分，公司应该努力在风险调整的基础上针对报酬盈利调整补偿方案，实施更强健的风险管理，更加强调补偿中的长期部分。
- 改善评估技术和汇报。实施新的《金融稳定论坛》(FSF) 披露指导方针，经常进行资产评

估和及时对外披露信息会减少不确定性，也有助于提供交易对手是否稳健的信息。

- 为场外交易产品开发出更好的清算和结算机制。私人部门建设清算和结算设施以降低交易对手风险的做法应迅速向前推进，对信用违约掉期市场尤其应如此，因为结算事宜需要及时解决。对交易对手的风险暴露要收取更高的资本费用，各监管当局正对此予以考虑。

第二章

流动性风险和清偿风险共同导致了一段时期短期利差偏高，进而交易量大幅度降低，融资市场压力在空前的长时期内依然存在。第二章探讨了银行融资市场当前在银行和准银行之间分散流动性上能力不足及其对货币政策传导的利率渠道造成的影响。

本章首先指出短期利率设定程序，包括伦敦同业拆借利率 (LIBOR) 和欧元同业拆借利率，虽没有被破坏，但是加以改进是有必要的，因为据估计，伦敦同业拆借利率支撑着约 400 万亿美元的金融衍生品合同。尽管本章多数分析是在伦敦同业拆借利率最近陡然攀升之前，但是所提出的基本建议仍完全适用。在考察伦敦同业拆借利率与隔夜指数掉期 (OIS) 市场之间利差偏高的原因时，本章证实，自 2008 年年初开始，违约担忧已成为美元 LIBOR-OIS 利差的主要原因。另外，外国货币掉期利差可以解释 Euribor-OIS 和英镑 LIBOR-OIS 利差，表明美元流动性压力开始向这些货币外溢。

本章也考察了货币政策传导的利率渠道如何被本次危机所影响；考察依据三个更为长期的趋势：准银行活动的增多、批发融资市场的更广泛应用以及通过短期融资券获得更大部分融资，而非从稳定的存款中获得。尽管这些趋势大体上已使利率传导趋于稳定，但去年以来在政策利率和贷款利率建立的顺畅关系已发生了很大的变化，对美国来说尤为如此。从 2007 年中期到 2008 年 6 月，对美国和欧元区贷款利率预测的可靠性都有所下降，但是对美国来说更是有过之而无不及。

本章建议：

- 改善融资市场的基础设施。具体而言，有关 LIBOR 的计算，包括非担保定期融资的非银行来源在内的报价和更大范围的银行样本，以及发行总量数据会使人们对这些基准利率产生更强的信心。
- 当局要更加注意信用风险和流动性风险。由于大的同业利差主要是由银行压力风险驱动造成的（包括信用风险和流动性风险），轻而易举地利用中央银行的紧急流动性不太可能缓解同业融资的既有压力。公共当局需要继续解决交易对手风险，因为私人机构发现做到这一点愈发困难。
- 对货币市场予以有限的间接支持。为了恢复银行间同业市场的功效，以传导货币政策，中央银行借贷工具需要精心设计。它们应该给市场参与者提供激励以使市场参与者在它们之间开始交易，因此容许中央银行在极端压力有所缓解时有序退出。欧洲中央银行明年年初对其担保政策的改动将是朝着这个方向迈出的一步。
- 鼓励中央银行之间进行合作和交流。最近的经验凸显了除了当地货币市场之外外汇掉期市场正常运行的重要性。尤其是，最近一轮流动性压力受到了主要中央银行的合作狙击，以解决外币融资需求。中央银行就其行动及采取行动的原因进行的经常性交流能减少不确定性。它们操作程序的持续趋同也有助于实现该目标。

第三章

自本次危机蔓延以来，公允价值会计 (FVA) 做法已经受到详细审查。第三章考察了在当前信用周期的发展和结局中，应用公允价值会计方法发挥的潜在的顺周期性的作用。

运用 5 种有代表性的金融机构的实际会计数据，本章模拟了与近来金融事件匹配的几次金融冲击的资产负债表。分析证实，凭借资产负债表上的各类资产和债务，这些金融冲击放大了估值的

周期性波动。这些模拟也对围绕公允价值会计方法作出的潜在调整予以考察,表明此类调整行为起初有望消除周期性差异,但是这样做却不能使指定的估值代表公允价值。然而,在某些案例中,例如,在流动性很差的市场上或在上涨或危机情形中,公允价值会计估值也不能反映长期基本面、现金流和风险考虑。

总的来说,本章总结道,公允价值会计的应用仍属先进,但是,需要对公允价值会计方法作出进一步改善,以减轻一些估值技术的夸大效应。主要的挑战将是充实公允价值会计框架,以使它有助于加强市场约束和金融稳定。估值的各种会计、审慎的和风险管理方法应该相互协调,以便它们共同起作用来促进金融系统的更加稳定。重要的是,这将需要在所有三个领域作出调整以保证协调一致。

政策建议如下:

- 选择性地增加估值信息。会计估值本身需要补充额外信息,例如,公允价值估值的预期差异、模型技巧和假设,这样用户就可以恰当地评估机构的风险。
- 提高资本缓冲和资本拨备。更多的资本缓冲和前瞻性资本拨备的运用将有助于不受经济周期下行风险的影响。如要防止经济周期下行的大范围冲击,模拟显示,要经得起最严重的冲击,需要设立高于市场稳定时正常水平约 30% ~ 40% 的资本缓冲。
- 提供有针对性的风险披露。公司可以考虑提供更加有针对性的报告,以满足客户的不同需求。根据预期听众的不同,高频率发布篇幅较短的报告比低频率发布篇幅较长的报告效果要好。

第四章

新兴市场(EM)国家虽然不在危机的前沿,但是它们在冲击效应面前表现出的脆弱性不应被低估。第四章考察了新兴市场国家的股票市场,以评估外部/全球和国内/基本因素在多大程度

上推动股票市场估值的变化。该章证实了全球因素在解释新兴市场国家股票市场估值变化中的重要性,正如国内经济基本面一样。借助不同的关联措施,第四章发现向新兴股票市场的外溢规模已经扩大,表明对股价变动的传导渠道愈发起作用。这一点反过来又影响了新兴市场的消费和投资,尽管这些宏观金融联系不是很强,但它们可能会逐渐起作用。然而,它表明政策制订需要长期致力于增强当地金融市场的抗冲击能力。

具体而言,使市场在中期变得更加稳健的标准政策已为人们所知晓,通常包括:

- 培养更广泛和更多元化的投资者群体。鼓励多元化投资者群体的形成,包括机构投资者,例如养老基金和保险公司,这些机构会有长远的投资视野。
- 援助价格发现。通过对揭示价格或限制价格运动中的人为延误加以避免,剔除价格发现的障碍。
- 支持基础设施发展。采纳与国际最佳惯例相吻合的法律、监管和审慎规则。
- 确保股票交易所良好运营。为股票交易和新金融工具的开发配置稳健的交易环境和配套基础设施有助于资本市场的发展,尽管在改善和创新时需要适当把握轻重缓急。

* * *

从此次危机中吸取的一些政策教训正开始得以贯彻执行,更多的政策教训在付诸实施之前需要加以系统的阐述和评估。基金组织也积极参与一些相关政策的辩论,其中一些我们在上一期《全球金融稳定报告》已予以论述。我们不会将所有 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》中的政策建议都在此一一赘述,但它们仍与本期的政策建议紧密相关。基金组织将继续与金融稳定论坛合作、监督进程、帮助其成员国实施双边监督,包括实施金融部门评估规划和提供技术支持以使得它们的金融体系更健康,在全球金融风险面前表现得更稳健。

目 录

前言

ix

概要

xi

第一章 评估全球金融稳定风险

1

全球金融稳定图

2

违约周期

9

金融系统去杠杆化

15

系统性影响

27

新兴市场的抗冲击性正受到考验

38

金融稳定政策

43

附录 1.1. 全球金融稳定图：构建和方法

49

附录 1.2. 商品市场中的金融投资

54

附录 1.3. 美国信贷工具的损失估计

57

附录 1.4. 影响银行资本重建速度和水平的因素

58

参考文献

61

第二章 银行融资市场的压力和货币政策的影响

63

银行融资市场的微观结构

64

银行间同业利差高企的原因

65

货币政策对利率传导机制的影响

72

政策建议

82

结论

85

附录 2.1. 实证分析框架：银行间同业利差高企的原因

85

附录 2.2. 实证分析框架：货币传导

88

参考文献

89

第三章 公允价值会计和顺周期性

93

商业周期中的公允价值会计

94

以模拟方式构建商业周期中的公允价值会计模型

100

结论和政策建议	108
附录 3.1. 数据和模型假设	112
参考文献	113
第四章 新兴股票市场面临的溢出效应	115
新兴市场股票市场的表现	116
国家间股票价格的关联性	118
新兴市场股票价格的决定因素	119
溢出效应及其影响	122
当地机构投资者的作用	124
主要结果和结论	124
附录 4.1. 样本估计描述和结果	130
附录 4.2. 向量自回归模型结果	133
参考文献	133
词汇表	135
附录 代理主席的总结发言	139
统计附录	143
专栏	
1.1. 近期金融市场的动态	5
1.2. 衡量资本充足率	17
1.3. 全球银行减记和资本筹集	19
1.4. 美国政府资助企业和住房改革的发展	29
1.5. 信贷市场动荡对冲基金的影响	36
1.6. 预测贷款注销率	59
2.1. 银行间同业与储蓄相关衍生品的定价和对冲作用	65
2.2. LIBOR 定盘崩盘了吗?	67
2.3. 美联储的定期拍卖工具	70
2.4. 金融部门货币传导分析的明细	75
3.1. 表外实体和顺周期性	95
3.2. 金融稳定论坛推荐的披露方式	96
3.3. 新巴塞尔协议框架对顺周期性的处理	99
3.4. 围绕应用公允价值会计以减轻顺周期性的选择	101

4.1. 新兴市场是否存在股市财富效应?	125
4.2. 新兴市场机构投资者在新兴市场股市中的作用	127

表

1.1. 对金融部门潜在减记的估计	13
1.2. 对潜在贷款损失的估计	14
1.3. 欧洲和美国的公共证券	25
1.4. 公共部门支持对去杠杆化的敏感性	27
1.5. 部分新兴市场国家的宏观和金融指标	40
1.6. 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》发布以来风险和状况的变化	49
1.7. 资产类别特征	55
1.8. 商品价格和金融头寸之间的因果关系检验	57
1.9. 金融部门损失估计比较, 2008 年 10 月	58
1.10. 去杠杆化详解: 主要假设	61
2.1. 每个 LIBOR 和 Euribor 利差的结构向量自回归的限定条件表	71
2.2. 静态向量误差修正机制 (2, 3) 变量控制估计: 美国	78
2.3. 静态向量误差修正机制 (2, 3) 变量控制估计: 欧元区	79
2.4. 在向量自回归中使用的变量列表	87
3.1. 有代表性的美国和欧洲金融机构的资产负债表	100
3.2. 每次模拟的参数值	102
3.3. 整个商业周期的权益资产比率	104
3.4. 2007 年美国 and 欧洲银行对公允价值的应用	105
4.1. 新兴股票市场的高峰和低谷: 当前和之前的时期	119
4.2. 对新兴市场股价决定因素的固定效应样本分析的最小二乘法估计——对 30 个国家的 每月观察 (2001 年 1 月至 2008 年 5 月), 第一种描述	122
4.3. 对新兴市场股价决定因素的固定效应样本分析的最小二乘法估计——对 30 个国家的 每月观察 (2001 年 1 月至 2008 年 5 月), 第二种描述	123
4.4. 单位根检验	131
4.5. Pedroni 异质面板协整检验	131

图

1.1. 全球金融稳定图	2
1.2. 热图: 系统性资产类别的发展	3
1.3. 系统性银行违约风险	3
1.4. 资产价格波动和融资以及市场流动性	4
1.5. 全球和新兴市场风险资产配置	4
1.6. 美国贷款的注销率	9
1.7. 美国家庭资产负债表: 净值	9

1.8. 美国按发放年份划分的抵押贷款拖欠率	10
1.9. 美国与抵押贷款相关证券的价格	11
1.10. 美国居民房地产贷款注销率	11
1.11. 美国消费贷款的注销率	12
1.12. 宏观经济和公司指标与违约率	12
1.13. 金融危机的比较	13
1.14. 金融部门损失	14
1.15. 家庭债务占可支配总收入的比率	15
1.16. 英国取消抵押贷款赎回权情况	15
1.17. 美国金融公司净收购的金融资产	16
1.18. 银行比率	18
1.19. 美国银行的市价与账面价值比率和风险暴露	22
1.20. 欧洲银行的市价与账面价值比率和欧洲房地产价格	23
1.21. 英国银行的市价与账面价值比率	24
1.22. 相对于政府债券的 AA 级银行债券指数利差	24
1.23. 欧洲银行的跨境负债, 2007 年年末	25
1.24. 欧洲银行的净跨境美元债权	25
1.25. 美元跨币种掉期	26
1.26. 私人部门信贷增长	26
1.27. 欧元区金融机构用于购置房屋的借贷	27
1.28. 部分金融机构的市值及其股票账面价值	28
1.29. 股票期权价格的违约概率	33
1.30. 美国股票指数走势	34
1.31. 美联储资产负债表的总资产	38
1.32. 美国政府的潜在承诺和抵押贷款市场	38
1.33. 主权信用违约掉期利差	39
1.34. 新兴经济体的外国股本净投资额	39
1.35. 新兴市场对外利差和美国高等级公司债券利差	41
1.36. 新兴市场境内美元利率	41
1.37. 部分新兴市场银行的信用违约掉期利差, 2007 年 1 月至 2008 年 10 月初	42
1.38. 实际政策利率: 最近水平和 2006 年年末以来的变化	42
1.39. 平准通胀率	43
1.40. 波罗的海国家: 非金融私人部门实际银行贷款增长	43
1.41. 全球金融稳定图: 货币和财政状况	50
1.42. 全球金融稳定图: 风险偏好	50
1.43. 全球金融稳定图: 宏观经济风险	51
1.44. 全球金融稳定图: 新兴市场风险	52
1.45. 全球金融稳定图: 信用风险	53
1.46. 全球金融稳定图: 市场和流动性风险	54

1.47. 商品期货价格和金融头寸	56
2.1. 无担保欧洲银行拆借量	66
2.2. 三个月期无担保同业利率和隔夜指数掉期之间的利差	66
2.3. 压力的联合概率：部分参与银行间同业市场的金融机构	69
2.4. 三个月期外汇掉期利差	69
2.5. 结构化的 VAR 模型：LIBOR/Euribor 减去隔夜指数掉期 (OIS) 利差的方差分解	72
2.6. 部分国家：金融资产的规模	74
2.7. 美国：金融部门负债的结构变化	74
2.8. 美国：部分利率的利差	76
2.9. 欧元区：部分利率的利差	77
2.10. 美国联邦基金利率和市场利率的动态向量误差纠正机制 (VECM) (2, 3) 估计—美国	80
2.11. EONIA 利率和市场利率的动态向量误差纠正机制 (VECM) (2, 3) 估计—欧元区	81
2.12. 总结图：预测的精确度—美国模型, 1996—2008 年	82
2.13. 总结图：预测的精确度—美国模型, 2006—2008 年	83
2.14. 总结图：预测的精确度—欧元区模型, 2006—2008 年	84
2.15. 3 个月期美元 LIBOR 和隔夜指数掉期的利差分解	86
3.1. 部分总部设在美国的金融机构：1 级、2 级、3 级资产的变化	97
3.2. 公允价值层级总和, 2007 年年末	98
3.3. 完全公允价值模拟	103
3.4. 完全公允价值模拟：融资状况的变化及金融市场危机	105
3.5. 完全公允价值模拟：跨国银行与侧重零售业务银行的对比	106
3.6. 部分公允价值模拟	107
3.7. 平滑技术的模拟	108
3.8. 收益率曲线和商业周期	109
3.9. 正斜率收益曲线的完全公允价值模拟	110
4.1. 部分股票市场指数	116
4.2. 新兴市场经济体：资本流入的构成	116
4.3. 经常账户余额和全球视角下的资本流动	117
4.4. 股票市场资本总额	117
4.5. 股票市场总收益	117
4.6. 市盈率, 2008 年 7 月 31 日	117
4.7. 外国持有股票总额	118
4.8. 新兴市场股票指数和外国投资者参与水平	118
4.9. 动态条件相关 GARCH 模型说明中隐含的相关性	120
4.10. 新兴市场国家：动态条件相关 GARCH 模型说明中隐含的相关性	121
4.11. 股价对全球流动性过剩增强反应	132
4.12. 股价对信用风险溢价增长反应	132
4.13. 股价对市场风险溢价增长反应	132

26	1.4.2 金融发展指数
66	2.1 贸易开放度
66	2.2 贸易开放度与贸易自由化
69	2.3 贸易开放度与贸易自由化
69	2.4 贸易开放度与贸易自由化
72	2.5 贸易开放度与贸易自由化
74	2.6 贸易开放度与贸易自由化
74	2.7 贸易开放度与贸易自由化
76	2.8 贸易开放度与贸易自由化
77	2.9 贸易开放度与贸易自由化
80	2.10 贸易开放度与贸易自由化
81	2.11 贸易开放度与贸易自由化
83	2.12 贸易开放度与贸易自由化
83	2.13 贸易开放度与贸易自由化
84	2.14 贸易开放度与贸易自由化
86	2.15 贸易开放度与贸易自由化
93	2.16 贸易开放度与贸易自由化
94	2.17 贸易开放度与贸易自由化
103	2.18 贸易开放度与贸易自由化
102	2.19 贸易开放度与贸易自由化
106	2.20 贸易开放度与贸易自由化
107	2.21 贸易开放度与贸易自由化
108	2.22 贸易开放度与贸易自由化
109	2.23 贸易开放度与贸易自由化
110	2.24 贸易开放度与贸易自由化
116	2.25 贸易开放度与贸易自由化
116	2.26 贸易开放度与贸易自由化
117	2.27 贸易开放度与贸易自由化
117	2.28 贸易开放度与贸易自由化
117	2.29 贸易开放度与贸易自由化
118	2.30 贸易开放度与贸易自由化
118	2.31 贸易开放度与贸易自由化
120	2.32 贸易开放度与贸易自由化
131	2.33 贸易开放度与贸易自由化
132	2.34 贸易开放度与贸易自由化
132	2.35 贸易开放度与贸易自由化
132	2.36 贸易开放度与贸易自由化
132	2.37 贸易开放度与贸易自由化
132	2.38 贸易开放度与贸易自由化
132	2.39 贸易开放度与贸易自由化
132	2.40 贸易开放度与贸易自由化

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。

第一章 评估全球金融稳定风险

全球金融系统已经历了一段前所未有的动荡。市场信心严重受挫，现今仍很脆弱，导致大的金融机构倒闭或濒临倒闭，有些是具有系统重要性的金融机构。这就要求以数十年所未有之规模对金融系统进行公共干预。受损和缺乏流动性的资产遭受的损失有增无减，使金融系统元气大伤；随着全球经济增长放缓，融资可得性及其成本充满变数，贷款组合持续恶化。单单依靠私人部门来缓解金融市场压力已变得愈发艰难，而当局实施的逐项干预也未能舒缓市场的忧虑。因此，为了使去杠杆化过程更加有序，以打破金融体系和全球经济之间的逆向反馈循环，更加全面的应对措施正在考虑和贯彻之中。这样全面的应对措施——如果国家间协调有度——应该足以使市场信心和市场的正常运行得以恢复，进而避免全球经济出现漫长的衰退期。

正如 2008 年 4 月的《全球金融稳定报告》所预期的那样，对信贷质量的担忧正在蔓延开来。在美国，随着经济放缓，信用恶化已延伸到质量更高的住宅抵押、消费和公司贷款。在欧洲，随着一些国家房价下跌、经济增长停步不前和贷款条件趋紧，压力也逐步浮现。尽管金融公司已经确认了多数与次级抵押贷款相关的损失，而潜在的、与信贷相关的更多减记却给资产负债表造成额外压力。

重组和降低杠杆率最终会造就一个更富弹性的金融体系，但是市场力量与此同时却导致混乱、过快调整进程的出现，这需要运用公共资产负债

表以恢复秩序。在这种环境下，金融公司在筹集资本以弥补损失方面面临巨大挑战，而剥离资产的努力又给价格带来下行压力。此外，人们对一些银行稳健性及其商业模式的质疑已经给金融市场造成了严重损伤，也给金融部门带来了突如其来的、偶尔与惯例不符的合并。政府主动采取的措施旨在支持一个更为有序的降低杠杆率的过程，但是该过程注定艰难、漫长，因此，可能会造成信贷缩减，从而进一步拖经济复苏的后腿。最显著的风险仍是金融系统和实体经济之间逆向反馈循环的恶化。

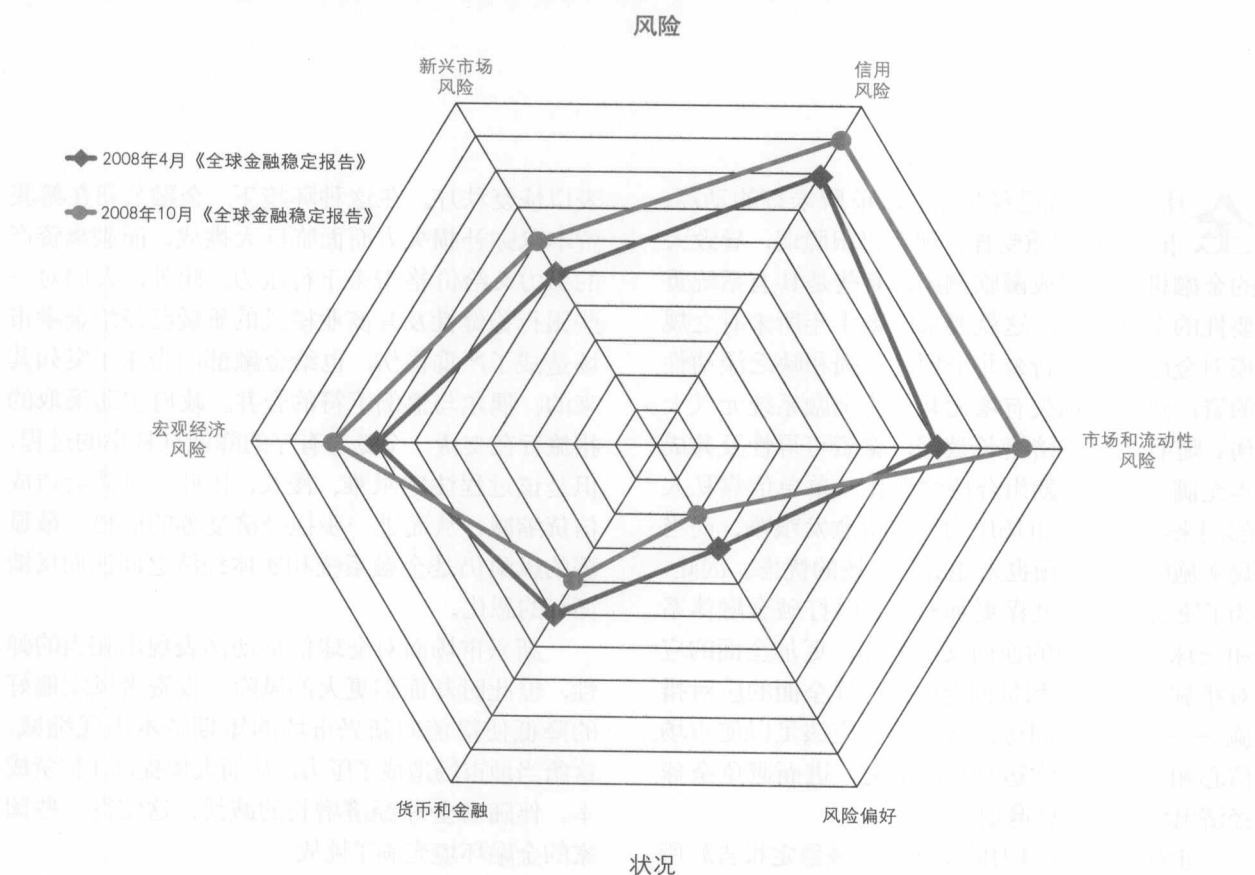
新兴市场面对全球信贷动荡表现出相当的弹性，但此时却面临更大的风险。投资者风险偏好的降低使得流向新兴市场的短期资本出现缩减，这给当地市场造成了压力，从而大幅提高了信贷成本。伴随着全球经济增长的减缓，这使得一些国家的金融环境充满了挑战。

那些仔细斟酌金融体系和广泛经济体风险平衡的政策需要继续推行，同时，可能需要采取更多措施以恢复市场信心。有效、协调的政策实施会稳定市场情绪，抑制经济下行风险，使去杠杆化过程更有序、更顺畅。这些措施能使资产价格回升，投资者给更加稳固的银行部门提供新资本的意愿也会得以恢复。这就使金融中介和信贷市场以更快的速度和更低的经济成本实现正常化。

在此背景下，第一章首先对自 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》发布以来已转化为现实的主要风险加以概述，接着又对贷款违约周期的深度和潜在损失进行了考察。第三和第四部分对成熟经济体中金融系统去杠杆化过程所带来的挑战及其更广泛的系统性影响进行了评估。第五部分对新兴市场在全球压力面前表现出的脆弱性进行了评价。最后一部分对旨在重建市场信心和完善全球市场功能的近期首选的政策进行了考量；同时也

注：本章由 Peter Dattels 领导的小组撰写，该小组包括 Sergei Antoshin、Elie Canetti、Ana Carvajal、Sean Craig、Antonio Garcia-Pascual、Kristian Hartelius、Geoff Heenan、Xiongtao Huang、Phil de Imus、Rebecca McCaughrin、Ken Miyajima、Michael Moore、Chris Morris、Silvia Ramirez、Mustafa Saiyid、Andre Santos、Narayan Suryakumar、Rupert Thorne 和 Chris Walker。

图1.1. 全球金融稳定图



资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：靠近中心表示风险较低、货币和金融状况趋紧或风险偏好降低。

考虑了加强国际金融体系和减少系统性风险的中期政策。

全球金融稳定图

自2008年4月《全球金融稳定报告》发布以来，货币和金融状况已进一步趋紧，风险偏好继续收缩。全球宏观经济风险、信用风险、市场风险和流动性风险以及新兴市场风险都有所加剧（图1.1）。

正如在上一期《全球金融稳定报告》所设想的那样，银行系统和全球经济之间逆向反馈循环

似乎有所显现，弱化的经济状况加快了信用恶化，增加了抵押贷款市场、信贷市场和融资市场的压力，而一些新兴市场的风险也增加了，而它们直到最近还表现出了相当强的抗冲击力（图1.2）。

宏观经济风险持续增加……

随着发达经济体增长减缓和新兴经济体发展势头减弱，全球经济活动正经历减速的过程。尽管今年早些时候全球经济的表现好于预期，蔓延开来的金融动荡已使国际货币基金组织调低了2008–2009年度全球经济增长的基线预测；抑制经济活动的各种力量依然存在，全球增长预期减