

世界经济与金融概览

# 全球金融稳定报告

市场发展问题

2007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

Global Financial Stability Report (April 2007 issue)  
Copyright © 2007  
International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2007年4月)  
英文版本 © 2007  
国际货币基金组织

# 全球金融稳定报告

## 市场发展与问题

### 2007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

世界金融发展报告

Global Financial Stability Report (April 2007 issue)

Copyright©2007

International Monetary Fund

《全球金融稳定报告 (2007年4月)》

英文版权 ©2007

国际货币基金组织

中文简体字版专有版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

责任编辑：古文君

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：市场发展与问题. 2007年4月 / 国际货币基金组织著；国际货币基金组织语言服务部译. —北京：中国金融出版社，2007.6

(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-4421-4

I. 全… II. ①国…②国… III. 金融市场—研究报告—世界—2007 IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 082886 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 北京卡乐富印刷有限公司

开本 215毫米×280毫米

印张 11.5

字数 317千

版次 2007年7月第1版

印次 2007年7月第1次印刷

定价 48.00元

ISBN 978-7-5049-4421-4/F.3981

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国际货币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。货币与资本市场部副主任 Hung Q. Tran，货币与资本市场部的处长：Peter Dattels、Daniel Hardy、Ceyla Pazarbasioglu 和 Mark Swinburne 对项目提供了指导。货币与资本市场部处长 Laura Kodres 和副主任 Christopher Towe 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：Brian Bell、Elie Canetti、Jorge A. Chan-Lau、Martin Čihák、Mangal Goswami、Andreas A. Jobst、Andrea M. Maechler、Rebecca McCaughrin、Paul Mills、Christopher Morris、Jack Ree、Mustafa Saiyid、Christopher Walker 和 Mark Walsh。Martin Edmonds、Patricia Gillett、Ivan Guerra、Silvia Iorgova、Oksana Khadarina、Yoon Sook Kim、Ned Rumpeltin、Kiran Sastry、Kalin Tintchev 和 Peter Tran 为分析工作提供了协助。Caroline Bagworth、Norma Cayo、Elsa Portaro-Cracel 和 Melissa Wills-Dudich 负责文字处理工作。其他撰稿人包括：Jochen Andritzky、Nicolas Blancher、Charles R. Blitzer、Sean Craig、Kristian Flyvholm、Todd Groome、David Hoelscher、John Kiff、Lucie Laliberté、William Lee、Srobona Mitra、John Motala、Christian Mulder、Shinobu Nakagawa、Paul Ross 和 André Santos、Dilek Aykut 和 Neeltje van Horen (世界银行) 以及 Joseph Battat 和 Thomas Davenport (国际金融公司)。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重要金融中心和各国的商业银行、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、学术界人士和监管当局的非正式讨论。特别感谢 Craig Martin 和 Kevin Roth (金融专业人士协会) 对调查工作所作的贡献。本报告反映 2007 年 2 月 6 日前的信息。

本报告还得益于国际货币基金组织其他部门工作人员提出的意见和建议，以及各位执董在 2007 年 3 月 19 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，不代表执董及其国家当局，或国际货币基金组织的观点。



# 概要

由于有利的全球经济前景，特别是欧元区以及由中国和印度带动的新兴市场经济体特别强劲的增长势头，全球金融稳定的基础依然稳固。然而，自2006年9月期《全球金融稳定报告》发表以来，主要的金融风险 and 条件已发生变化，因此，市场中的某些事态发展值得注意。

本书第一章运用一个新的全球金融稳定分布图，说明了近期的主要风险。在第二章和第三章里探讨了以下两个较长期的趋势对金融稳定的影响：作为全球资本流动来源的投资者基础发生的变化；金融机构，尤其是银行的全球化。

第二章指出了资产构成、来源国和跨界投资者类型正在发生的变化，这些变化在大部分时候应有助于稳定全球市场。但是，低利率和低波动性加强了很多成熟市场中的长期趋势，使得投资者在某些新兴市场和其他成熟市场寻求收益较高的资产。第一章探讨了这种投资者战略，即套利交易，同时指出，在各国的基本要素有所改善，其主权外债的风险有所降低的同时，为了满足投资者的需求，公司债券和股票的国际发行量已迅速增加。

第三章的主题之一是，银行的全球化可以有助于降低具体银行的风险，但不一定加强整个金融体系的承受力。第一章也提到这一主题，探讨了美国次级房屋抵押贷款市场中信用质量的恶化可能产生的溢出效应。

第一章指出了若干短期风险。第一，美国住房市场中的次级抵押贷款市场正显示出信用质量恶化的迹象。其影响虽然迄今仍然有限，但有可能深化和扩展到其他市场，也许是扩展到各种全球投资者持有的结构化房屋抵押贷款信用产品。幸运的是，住房市场降温所产生的经济影响仍然有限，某些市场指标已开始稳定，显示金融影响可能也受到遏制。

第二，低利率和良好的公司资产负债状况促使非上市股权收购活动的增加。这大幅度提高了被收购公司的杠杆程度，有可能增加这些公司在经济冲击面前的脆弱性。由于融资中更多地使用杠杆贷款，某些为杠杆收购交易提供过渡融资的中间机构也面临着风险。这种情况值得密切注意，在某项引人注目的交易遇到困难时尤其如此，因为这会促使人们对所涉风险进行更广泛的重新评估。

第三，流入某些新兴市场的资本迅速增加，这部分归因于基本经济要素的改善，但还有一部分原因是，大多数成熟市场中的低利率促使投资者寻求较高的收益。一般来讲，私人资本的强劲流入体现了资本向效益更高的方面投资的再分配，应该受到欢迎。然而，向私人部门债务流动的转变，尤其是银行资金流入欧洲和证券投资流入其他地区，包括流入撒哈拉以南非洲地区，显示外国投资者正在冒更大风险，而且不能排除资本流动突然逆转的可能性。

最后，全球失衡可能出现的无序调整所带来的向下风险虽有所降低，但仍然令人关注。为美国经常账户逆差融资而流入的固定收入资金所发挥的作用变得更大，显示流入美国债券市场的资金可能对世界利差变化变得更为敏感。

在全球经济持续增长的背景下，各单个风险本身不会威胁金融稳定。然而，所有资产类别的波动性已接近历史最低点，而且多种信贷工具的利差也很小，因此，投资者们可能没有充分考虑到，鉴于产品 and 市场之间相互联系的增加，“波动性冲击”的影响有可能扩大。金融机构很可能是根据自己的动机行事，但他们的行为结合在一起，会使得某些市场中的投资头寸不断积累，从而会在情况发生变化时导致无序的纠正。例如，某些创新金融工具的迅速增长、金融体系中某些



部分杠杆程度的升高和套利交易的增加都显示，市场参与者们当前的预期是，低波动性环境将持续下去，而如果波动性出现持续上升，会使很多市场出现动荡。

第二章探讨了国际资产积累速度最近在加快，并对导致跨界流动不断增加的投资者们进行了研究。如上所述，跨界债权的流动和存量无论用绝对数额衡量，还是通过与国内经济活动规模的比较来衡量，都已增加。跨界资产积累在资产、来源国和投资者类型上的多样化显示，流动将更为稳定。然而，对于一些国家来说，流入资本数额的急剧增加助长了迅速的信贷增长和资产价格上升，有时使得政策的实行复杂化。此外，外国投资者为普遍良好的金融环境所鼓励，一直在冒险进入以前被视为对外人风险过大的市场。

决策者们可以利用这些长期变化，与此同时尽量减少明显暴露出来的局部脆弱性。资金流入国应该继续建立实行可信的宏观经济政策的记录。通过促进国内资本市场（包括发展本地债务市场）的效率、稳定性和有效监管，将增加这些市场对一个稳定的投资者基础的吸引力，从而可以减少脆弱性。放开国内投资者的资本外流虽然不是万能良药，但可以有助于平衡资本流入的影

响，并使国内投资者们能够更好地管理自己的风险。

第三章探讨了金融机构，尤其是银行的加速全球化给全球金融稳定带来的影响。全球化的机构和地区形态有着显著不同。对于较大的银行来说，资产和收入在地域上的更大分散化一般伴随着股价表现的改善和违约风险的降低。然而，虽然跨界分散化看来与具体机构的稳定性成正比，但由于不同市场和活动之间联动的可能性增加，整个金融体系不一定变得更加稳定。这一点对于外国银行大量深入各相关经济体地区中的国家来说尤其重要。

第三章还强调了两个明确的优先任务，以帮助抑止机构全球化引起的潜在波及风险，同时尽可能增加这种全球化带来的好处。第一，在对跨界机构进行监督方面，监督部门需要进行比以往任何时候都更密切的协作。第二，各主管部门需要继续改进同对应方（指的是与他们有着最多共同职责和利益的对应方）之间的危机管理程序。虽然监督和监管部门的管辖范围仍然主要在国内，与全球机构的活动范围不符，但上述实际步骤可在一定程度上克服机构全球化对金融稳定构成的挑战。

# 目 录

前言	viii
概要	ix
<b>第一章 评估全球金融风险</b>	<b>1</b>
全球金融稳定图	1
美国次级抵押贷款市场恶化引致的外溢风险?	3
何种因素在推动杠杆收购热潮? 此热潮是否危及稳定?	8
为全球失衡进行债务融资的影响	12
在有利的外部环境下新兴市场的风险与挑战	14
全球金融市场是否盲目自满?	19
关于减缓稳定性风险的政策	25
附录 1.1. 应用全球金融稳定图	30
附录 1.2. 成熟市场和新兴市场中的金融体系	38
附录 1.3. 信用衍生工具与结构性信用市场现状	41
附录 1.4. 对冲基金行业的发展趋势与监督	45
参考文献	50
<b>第二章 国际投资者基础的变化及其对金融稳定的影响</b>	<b>51</b>
资产积累及对跨境资本流动的影响	52
资产分配行为及其对资产价格的影响	61
对金融稳定的影响	64
结论和政策影响	75
参考文献	76
<b>第三章 金融机构的全球化及其对金融稳定的影响</b>	<b>79</b>
背景	79
机构全球化是如何影响稳定的	86
政策影响	94
跨境监管协调	95
参考文献	100



词汇表	104
附件 主席的总结发言	110
统计附录	113
专栏	
专栏 1.1. 次级抵押证券化工具——资产支持证券 (ABS)、资产支持证券指数 (ABX) 和担保债务证券 (CDOs)	7
专栏 1.2. 债券的流动: 债券需求量对利率和汇率变动的反应	16
专栏 1.3. 赞比亚: 案例研究	20
专栏 1.4. 对冲基金风险是否也已加剧?	23
专栏 1.5. 2007 年 2-3 月市场调整的原因与影响	26
专栏 1.6. 固定比例债务证券	42
专栏 2.1. 外国直接投资	53
专栏 2.2. 从本国偏向转向“欧洲内部”偏向?	56
专栏 2.3. 美国股票投资的本国偏向的演变	57
专栏 2.4. 国际可比双边统计的重要性	61
专栏 2.5. 资本外流的国别、地区和全球决定因素	70
专栏 2.6. 巴西通胀指数工具的流动性	74
专栏 3.1. 银行全球化对系统稳定性影响的一些证据	88
专栏 3.2. 对世界最大银行集团溢出风险的评价	91
专栏 3.3. 操作风险和经营的连续性	97
专栏 3.4. 带跨境因素的银行破产实例	98
表	
表 1.1. 压力检验: 房价升值对于用次级抵押贷款作保的资产支持证券的影响	6
表 1.2. 外汇债券发行量与银行体系稳健性: 欧洲、中东和亚洲 (EMEA) 以及哈萨克斯坦和俄罗斯	18
表 1.3. 自 2006 年 9 月期《全球金融稳定报告》发表以来的风险和状况变化	30
表 1.4. 2005 年美国对冲基金固定收入交易量	46
表 2.1. 部分国家养老基金的资产配置	58
表 2.2. 部分国家官方外汇储备的积累	59
表 2.3. 最大的主权财富基金	60
表 2.4. 外国投资者持有的美国长期证券的分布情况	63
表 2.5. 储备积累对美国国库券收益的影响	63
表 2.6. 新兴市场外债收益率的决定因素	65
表 2.7. 资本流出的放开: 部分国家的近期情况	67



表 2.8. 部分新兴金融市场的表现, 2006 年 5 月 8 日至 6 月 23 日	69
表 3.1. 金融业的并购, 1996-2006 年	80
表 3.2. 按地区分的外国银行所有权	81
表 3.3. 90 家最大银行的跨境业务, 2005 年	81
<b>图</b>	
图 1.1. 全球金融稳定图	3
图 1.2. 住房抵押贷款相关证券市场	3
图 1.3. 抵押贷款违约率	4
图 1.4. 按发放年份排列的次级抵押贷款 60 天内违约情况	4
图 1.5. 美国抵押贷款状况	5
图 1.6. 合成 (ABX) 和现金 (ABS) 次级 BBB 抵押贷款利差	5
图 1.7. 欧元区、日本与美国的公司利润情况	9
图 1.8. 经加权的资本平均成本以及债务资本比率	9
图 1.9. 非上市股本收购与杠杆贷款发行量	10
图 1.10. 美国公司及其收购杠杆	10
图 1.11. 美国公司债券与贷款发行量	11
图 1.12. 全球投机违约率	11
图 1.13. 美国经常账户逆差的融资来源	13
图 1.14. 外资净购入美国各类固定收入证券情况	13
图 1.15. 债券投资流量占 GDP 比率对利差上升一个百分点的反应: 第二阶段 (2002-2005 年)	14
图 1.16. 新兴市场对外脆弱指标	14
图 1.17. 新兴市场外债发行量	15
图 1.18. 新兴市场信用质量指数	15
图 1.19. 新兴市场基金累积净流入量	17
图 1.20. 隐含波动性指数	19
图 1.21. 波动性与美国商业周期	21
图 1.22. 外汇套利交易的回报率与波动性	21
图 1.23. 机构投资者货币头寸	22
图 1.24. 日本国际资本流量	22
图 1.25. 银行贷款意愿与公司违约率	24
图 1.26. 外汇市场上“尾端风险”的相对价格	24
图 1.27. 各类资产与 S&P 500 和广泛市场波动的相关性	25
图 1.28. 波动性冲击对主权债券利差的影响	25
图 1.29. 美国、日本和欧元区短期实际利率	31
图 1.30. 美国、日本和欧元区住户和公司的剩余流动性	31
图 1.31. Goldman Sachs 全球金融状况指数	32
图 1.32. 存于纽约联邦储备银行的储备	32

图 1.33. Merrill Lynch 基金经理关于风险偏好问题的调查	33
图 1.34. State Street 投资者信心指数	33
图 1.35. 新兴市场债券和股票基金的资金流入情况	34
图 1.36. Goldman Sachs 风险回避指数	34
图 1.37. 美国、日本和欧元区平均经济信心指标	34
图 1.38. Dresdner Kleinwort 全球经济活动意外指数	34
图 1.39. 全球新兴市场债券利差：实际利差与基本模型估算利差	35
图 1.40. 新兴市场信用质量：信用评级净变动	35
图 1.41. 新兴市场国家通货膨胀中位波动性	36
图 1.42. JPMorgan 新兴市场外汇隐含波动性指数	36
图 1.43. Merrill Lynch 全球高收益指数利差	37
图 1.44. CCC 级或 CCC 级以下公司债券在 Merrill Lynch 全球高收益指数中所占份额	37
图 1.45. Moody's 全球投机级违约率	37
图 1.46. 一些大型复杂金融机构组合证券的多重违约概率	37
图 1.47. 对冲基金市场敏感度指标	38
图 1.48. 美国期货市场平均净投机头寸	38
图 1.49. 综合波动性指数	39
图 1.50. 一些组合证券的多重违约概率	39
图 1.51. 全球信用衍生工具总量	41
图 1.52. 全球资产支持证券、抵押支持证券和担保债务证券发行量	41
图 1.53. 全球对冲基金	45
图 1.54. 按资金来源地排列的全球对冲基金状况	45
图 1.55. 2005 年按投资者类别排列的对冲基金资金来源	46
图 2.1. 全球跨境资本流入总量	52
图 2.2. 成熟市场机构投资者管理的资产	55
图 2.3. 成熟市场持有的跨境证券组合资产	55
图 2.4. 资产管理业的全球化	58
图 2.5. 全球对冲基金，投资者基础	59
图 2.6. 经常账户、资本流动和储备积累	60
图 2.7. 外汇储备和短期政府债券市场	62
图 2.8. 主要石油出口国购买的主要资产，2002—2006 年	62
图 2.9. 长期美国国库券跨境购买净额的波动性	64
图 2.10. 主权信用违约掉期 (CDS) 利差的期限结构，2003—2006 年	64
图 2.11. 资本流入的波动性	66
图 2.12. 资本流出的波动性	66
图 2.13. 净资本流量波幅与储备比率的变化	67
图 2.14. 美元在储备中的比例	68
图 2.15. 按信用等级划分的向新兴市场公司提供的国际银团贷款	73
图 2.16. 按信用等级划分的新兴市场在国际上发行的公司债券	73
图 3.1. 国际清算银行报告行的对外贷款和存款	81



图 3.2. 外国银行在新兴国家的参与	82
图 3.3. 发展中国家外国银行的进入, 按国家收入水平分类, 2005 年	83
图 3.4. 40 家最大的寿险集团公司世界市场份额	84
图 3.5. 按地区计算的分入和分出再保费总额, 2005 年	85
图 3.6. 跨境多元化和单个银行的稳健性, 1994-2004 年	87
图 3.7. 主要银行间的股价关联度, 1990-2006 年	90
图 3.8. 跨境风险的集中度, 2006 年 6 月底	90
图 3.9. 所选地区: 外国净资产	92
图 3.10. 外国银行相对新兴市场的净权益及对外头寸	93
图 3.11. 中、东欧国家银行的资产结构, 按主要银行集团区分, 2005 年年底	94
图 3.12. 中、东欧国家外国权益结构, 按主要债权国区分, 2006 年 3 月底	94
图 3.13. 外国银行暴露在本国 - 东道国的不对称, 2006 年 3 月	95

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 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。

自 2006 年 9 月期《全球金融稳定报告》发表以来，发展状况与强劲经济增长的基线预测大体一致，短期经济风险降低。仍需提高对一些领域基本金融风险和环境变化的警觉。本章论述了风险和环境变化，并介绍了用于评估和概述金融风险演变情况的全球金融稳定图。

该图显示一些领域的金融稳定风险略有增加。目前并未发现有任何风险领域直接威胁到金融稳定，但是，若有一个不利事件影响其中任何一个风险领域，就可能引致重估其他领域的风险。由于名义利率和实际利率较低，并由于低波动性的环境继续助长承担风险和杠杆行为，这一可能性已增大。一旦波动幅度加大，市场调整可能不会平缓。本章末尾的专栏评估了 2007 年 2 月、3 月期间调整造成的影响。

我们分若干专题考察了全球金融稳定图中显示的主要风险。例如，我们通过深入研究美国的抵押贷款市场和目前的杠杆收购浪潮及其对公司信贷的影响，审查了信用风险。然后，我们围绕依然严重的全球失衡状况，审查了可能会影响宏观经济风险和市场风险的美国经常账户融资问题。我们接着评估了新兴市场风险。本章指出，在全球经济繁荣的背景下，随着基本面的改善，新兴市场风险已有所降低，但全球金融稳定图显示风险偏好走强，这助长了资本迅速流入新兴市场，导致资本流量构成不断变化，为新兴市场国家的政府官员带来了挑战。最后，在论述低波动性问题时，我们集中探讨了图中标示的几项风险，阐述了低波动性对包括套利交易在内的各种交易战略的影响，以及无序调整的可能性。本章最后

注：本章由 Peter Dattels 主持的一个小组撰写，小组成员为：Brian Bell、Elie Canetti、Sean Craig、Rebecca McCaughrin、Christopher Morris、Mustafa Saiyid、Christopher Walker 和 Mark Walsh。

提出了对策和具体的金融监管措施。我们所面临的挑战是，如果目前有利的金融环境逆转，如何确保维持稳健的金融体系。决策者应未雨绸缪，为环境逆转做好准备。

本章共有四个附录。附录 1.1 详述了全球金融稳定图的绘制方法和分析基础。附录 1.2 评估了成熟市场和新兴市场中银行体系的信用质量。附录 1.3 论述了信用衍生工具市场和结构性信用市场的近况。附录 1.4 介绍了对冲基金行业及其监管的最新情况。

## 全球金融稳定图

新的全球金融稳定图显示与稳定相关的各项关键基础条件和风险因素，并反映自 2006 年 9 月期《全球金融稳定报告》发表以来全球金融稳定的演变情况（见图 1.1）。风险图中使用的概念很广泛，可在这些概念的基础上进一步深入分析影响全球金融稳定的各项风险因素。

图中沿轴线的点位分布情况反映了国际货币基金组织工作人员对总体风险水平的判断。该图显示目前每个因素有利或有损稳定的程度（用黄线与轴线相交点表示），并与上次发表《全球金融稳定报告》时的估算（绿线）进行了比较。

从最左侧第一条轴线来看，近期宏观经济风险有所减缓。据 2007 年 4 月《世界经济展望》中的预测，2007 年全球经济将稳健增长，同时通货膨胀率将下降（国际货币基金组织，2007 年）。经济增长仍面临下行风险，但自 2006 年 9 月以来下行风险已减缓。全球失衡仍有可能无序调整，但美国的财政赤字在减少，欧洲和新兴市场的内需回升导致各地区的增长率差距缩小，一些亚洲国家的汇率更为灵活。

在发表 2006 年 9 月《全球金融稳定报告》



时面临的另一项严重的宏观经济风险是，美国房市疲弱及其潜在的对其他国家的外溢影响（国际货币基金组织，2006年b）。美国房市看来在趋稳，但不能排除进一步恶化的可能。总体上，美国抵押贷款市场仍较稳固，不过，在目前房市下滑阶段，次级抵押贷款市场的恶化速度略高于原先的估计。迄今只有少量贷款机构受到影响，但可能会波及结构性信用市场。本章评估了房市走弱可能会加剧抵押贷款市场尤其是次级抵押贷款以及相关领域信贷压力的程度，并论述了美国抵押贷款市场结构的变化（例如证券化和向全球投资者分散风险等）可能已改变了潜在的外溢风险。

总体而言，企业利润相当可观，资产负债状况良好，信用利差进一步缩小，违约率仍较低。但随着杠杆收购活动的蓬勃发展，企业在非上市市场上的杠杆率已从原先的低点回升。目前的杠杆收购热潮与20世纪80年代和90年代末的情况不同，交易规模大得多，杠杆程度较高，与此同时，交易的融资方式（杠杆贷款较多，但高收益债券较少）改变了风险的分布状况。迄今为止，收购标的公司大多举债水平不高且有充裕的现金流，另外，收购方轻易可得各种各样贷款，其中包含大量结构性信用产品。但有迹象表明，信用风险已增大，同时，宽松的融资环境加上风险偏好增强，抬高了价格，而尽责调查工作松懈。另外，贷款条件普遍宽松，信贷纪律可能也有所松弛。被杠杆收购的公司负债累累，可能较为脆弱，一旦经济滑坡，就可能陷入窘境。鉴于这些状况以及房市动态，我们的总体估计是，自2006年9月以来，信用风险已从原来低水平的基础上增高。

总体宏观经济风险减弱，全球失衡的根源性问题得到缓解，但美国经常账户逆差的融资风险依然存在。本章考察了流入的固定收入投资在经常账户逆差融资方面越来越大的作用及其影响。研究分析显示，流入美国固定收入市场的国外资金变得较易受全球利差的变化影响，因此可能会对市场情绪的逆转更为敏感。

新兴市场国家继续普遍实行稳健的宏观经济政策，在提高汇率灵活性和改善审慎债务管理上

取得了进一步进展，结果，自2006年9月以来，新兴市场风险看来已减弱。对外头寸总体上保持了良好态势，强劲的增长改善了许多国家的财政状况。初级产品价格虽然最近下跌，但仍发挥了基本上积极的作用。在国际资本市场上发行的主权债务量减少，但私人企业债券发行量填补了空缺。宽松的外部环境以及由其引致的风险偏好增强（一些新兴市场国家的资本流入量迅速增加即为明证）对这些国家的当局构成挑战，可能危及金融和经济稳定，一旦资本流动发生逆转，问题将尤其严重。在欧洲新兴市场国家，私人资本流入量大增，银行在国际市场上发行了大量以外汇计值的债务。在一些国家，政府总体上良好的对外头寸可能掩盖了公司和银行越来越大的脆弱性。由于非洲撒哈拉以南地区国家的市场规模仍较小，流入该地区的证券投资可能会影响当地的货币市场和汇兑市场环境，使这些国家面临资本流动逆转的风险。

无论与历史水平相比，还是与以前商业周期的类似时点相比，金融市场上大量资产的波动性仍相当低，且风险利差不大。在普遍有利的经济环境中，投资者可能轻视了下行风险，误认为低风险溢价是金融市场较持久的特点。膨胀的套利交易也显示，市场参与者认为，导致低波动环境的周期性因素，例如低成本流动性充盈、企业部门杠杆率较低以及过强的风险偏好等，短期内可能不会逆转。此外，竞争压力和风险模型可能也助长了承担风险行为。从单个机构的角度，这种行为是顺势而为，是顺应目前环境的理性做法，但从总体来看，这样的一窝蜂做法可能会带来系统性风险。一旦波动加剧引发市场调整，由于大量杠杆头寸以及不断涌现和花样翻新的复杂产品（其中一些产品二级市场的流动性相当有限）引致的风险过于集中现象的不确定性，市场调整幅度可能会被放大。鉴于上述因素，我们认为市场风险已增大。<sup>1</sup>

1. 这表明该图的各部分内容彼此相关。套利交易的风行源于较宽松的货币和金融环境以及日益强烈的风险偏好。但套利交易头寸的积累构成市场风险。如果这些环境发生变化，而且如果套利交易以及那些使用杠杆和出售保险（信用违约掉期）的其他战略不再时兴，大量市场很可能就会发生震荡。



以下各节将阐述全球金融稳定图显示的各风险领域中的各项具体问题。

## 美国次级抵押贷款市场恶化引致的外溢风险？

本节探讨美国房市降温 and 随之产生的信用风险上升在何种程度上可能危及金融稳定，其中将论述可能由此造成的对全球投资者的外溢影响。与美国住房抵押贷款相关的证券位居全球最大规模的固定收入证券之列，截至 2007 年 1 月，高达约 5.8 万亿美元。<sup>2</sup> 截至 2006 年年中，在外国人持有的美国证券总量中，对这些证券的持有量占相当大比例，估计约有 8500 亿美元。<sup>3</sup> 由于信用风险高度集中于次级贷款人（即信用记录不良或有限的债务人），并考虑到美国抵押贷款市场是次级贷款人占市场相当大份额的、为数不多的市场之一，应该研究美国的抵押贷款市场。<sup>4</sup> 次级抵押贷款证券存量约为 8240 亿美元，占现存抵押贷款证券总量的 14% 左右（见图 1.2）。

随着房屋销售疲弱和积压量剧增，2006 年美国房市大幅降温。迄今为止，信贷恶化主要限于次级抵押贷款，但问题已开始蔓延至 Alt-A 抵押贷款。<sup>5</sup> 次级抵押贷款违约率仍大大低于上次周期高峰（2002 年）的水平，但高于 2005 年的周期低点（见图 1.3）。<sup>6</sup> 许多市场参与者估计次级抵押贷款违约率最终将超过以前的高点。事实上，近几年（尤其是 2006 年）提供的次级抵押贷款的违约增长率曲线比以前最陡峭的 2000

2. 此项估算仅涵盖具有第一留置权的有代理或无代理的抵押贷款证券。抵押贷款债务总额约为 13 万亿美元以上。

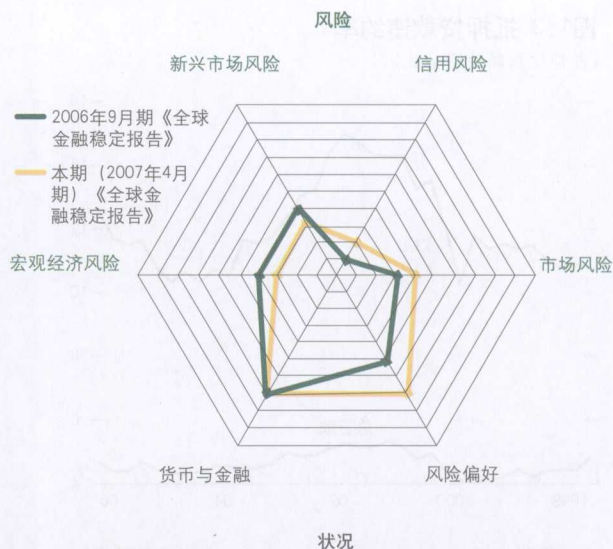
3. 截至 2005 年年底，外国人持有的抵押贷款证券估计占外国人持有的美国证券总量的 10% 至 12% 之间。

4. 见国际清算银行全球金融体系委员会（2006 年）。国际清算银行认为，其他国家缺乏次级抵押贷款市场的一个原因是，一些国家的消费者保护法律规定了抵押贷款利率的上限，使得抵押贷款机构向高风险借债人贷款不太盈利。

5. Alt-A 抵押贷款的质量虽高于次级抵押贷款，但由于这类贷款的债务人、财产或贷款的一项或多项非标准化特点，其信贷质量低于优惠信贷的质量。

6. 抵押贷款信用状况恶化的其他指标，如被取消抵押品赎回权的贷款和初期付款违约贷款（指在抵押贷款生效 6 个月内违约 30 天以上的抵押贷款），也显示了类似趋势。

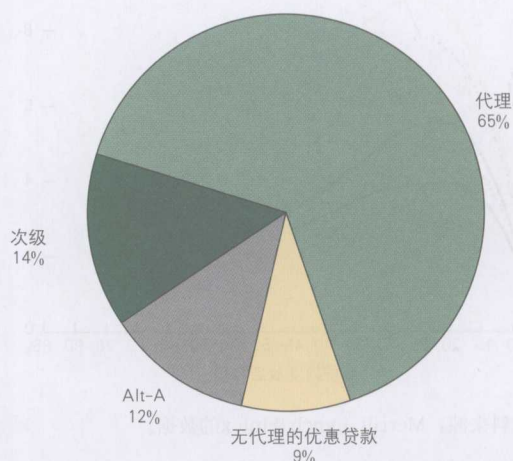
图 1.1. 全球金融稳定图



资料来源：国际货币基金组织工作人员的估算。  
注：离中心越近说明风险越低或状况越紧。

图 1.2. 住房抵押贷款相关证券市场

（截至 2007 年 1 月为 5.8 万亿美元）



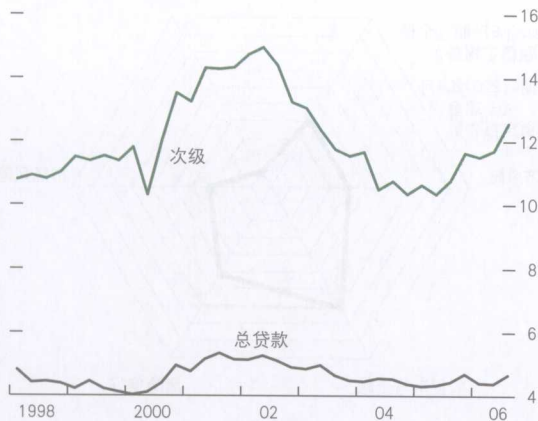
资料来源：Credit Suisse, LoanPerformance 的数据。

注：只包括第一留置权担保抵押贷款。按 75% 的证券化比率估算。



图1.3. 抵押贷款违约率

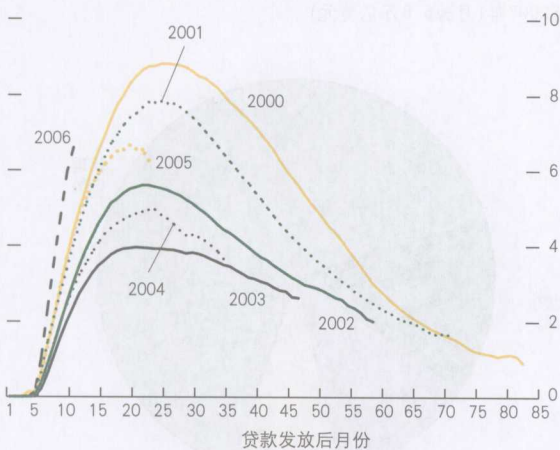
(占贷款总额的百分比)



资料来源: Mortgage Bankers Association的数据。

图1.4. 按发放年份排列的次级抵押贷款60天内违约情况

(占到期付款额的百分比)



资料来源: Merrill Lynch及Intex的数据。

年违约增长率曲线还要陡 (见图 1.4)。

这一恶化现象反映了过去几年期间地区性经济因素和美国抵押贷款市场结构的变动。具体而言, 房贷抵押要求放松在某种程度上是美国某些州的就业和收入不利趋势造成的结果, 而不是房市上涨过猛所致。<sup>7</sup>

此外, 随着房价持续走高和承销标准放宽, 信用较差的借款人比例上升, 杠杆率较高的贷款量增加, 抵押贷款结构风险加剧 (见图 1.5)。<sup>8</sup> 一些曾风行一时的、旨在尽量降低借款人最初月度还款额的促销产品造成了问题, 随着浮动利率贷款调高、初期低利率到期或抵押贷款开始摊还, 借款人还款困难, 或月度还款额大幅增加。<sup>9</sup> 大量次级抵押贷款为浮动利率贷款, 所以尤其容易遭受这样的还款冲击。<sup>10</sup> 在还款冲击下, 累积房屋权益有限的借款人因无法从房贷中抽出权益资本来凑足每月付款额, 可能难逃违约的厄运。另外, 尤其在房价疲软的环境下, 他们可能无法售房还债。不管是哪种情况, 次级抵押贷款总违约率都会上升。

同时, 最近美国监管部门收紧了对非正统抵押贷款的承销标准, 这进一步减少了次级债务人在其抵押贷款利率上调时可采用的再融资办法。一些市场参与者发现承销商已在自行收紧标准。长远而言, 修订监管规定最终将增强承销标准, 但对以前提供的抵押贷款并无作用。

随着次级抵押贷款信用质量的恶化, 这类贷

7. 在问题贷款最集中的 10 个州中, 9 个州的房价增长率低于全国平均水平。其中, 由于汽车业滑坡或其他因素, 有几个州流失了大量制造业工作机会。

8. 这类抵押贷款包括仅付息贷款和备选浮动利率贷款等。备选浮动利率贷款向借款人提供一系列还款方案, 如负摊还 (即还款额低于利息总额) 等。

9. 正统的浮动利率贷款从一开始就充分摊还, 如果基本利率上升, 还款额即上升。为吸引人们举借浮动利率贷款, 一开始往往许诺“诱惑性利率”或低利率, 然后在每次利率调整阶段调高利率。按照仅付息贷款和备选浮动利率抵押贷款方案的设计结构, 在摊还时也将造成这样的还款冲击。据市场参与者估计, 2007 年共有 1.1 万亿至 1.5 万亿美元的浮动利率贷款将重新调整。

10. 约有 85% 的次级抵押贷款为浮动利率贷款, 而只有 55% 至 60% 的优惠贷款和 Alt-A 贷款以及不到 20% 的代理贷款是浮动利率贷款。

款的担保证券利差扩大了。自2006年8月以来，以次级抵押贷款作保的BBB级资产担保房屋权益贷款（HEL）证券的利差扩大了175个基点。这些证券（尤其是以最近抵押贷款作保的证券）的信用违约掉期（CDS）变化幅度更大。与现金市场不同的是，投资者可以直接通过卖空来表示对次级抵押贷款的悲观情绪。自2006年11月以来，BBB级ABX指数（次级抵押贷款证券的信用违约掉期指数）的利差激增（见图1.6和专栏1.1）。

这一疲弱现象局限在次级市场以及Alt-A市场的某些部分，因此不太可能会构成严重的系统性威胁。投资银行的压力测试显示，即使全国房价空前下跌，多数通过担保结构涉足次级抵押贷款的投资者也不会蒙受损失。这些压力测试模拟了房价走弱将对用次级抵押贷款作保的资产支持证券（ABS）造成的损失。表1.1中的压力测试结果显示，除非房价连续五年年均跌幅超过4%，否则A级或A级以上的抵押贷款不会遭受损失。<sup>11</sup> 这是因为A级以下的抵押贷款先承担违约风险，而近90%的次级资产支持证券交易通常涉及A级或A级以上的抵押贷款，这显示次级抵押贷款的潜在信贷损失可能相当有限。事实上，只有在房价年均下跌幅度超过4%的情况下，风险较高的BBB级信贷档才会开始遭受损失。<sup>12</sup>

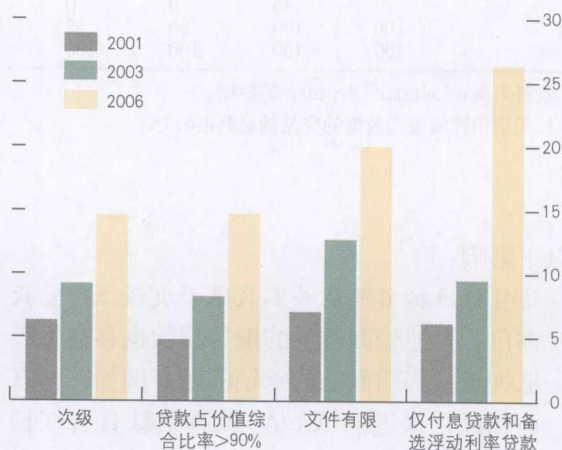
### 对信贷市场和参与者可能造成的外溢影响

尽管房市降温的影响主要限于次级抵押贷款和次级抵押贷款证券，但随着次级抵押贷款市场的增长以及与各类证券的联系更为紧密，次级抵押贷款市场的冲击可能会对更广泛的资产市场造

11. Lehman Brothers进行了此项压力检验，它根据1999-2005年期间提供的次级抵押贷款数据，测算了各种房价变动情况下次级抵押物品的损失。然后，运用自有交易模型软件，将这些损失与有代表性的资产担保证券交易对照，以估算证券各档的损失。Bear Stearns和JPMorgan的压力检验也得出了类似结果。

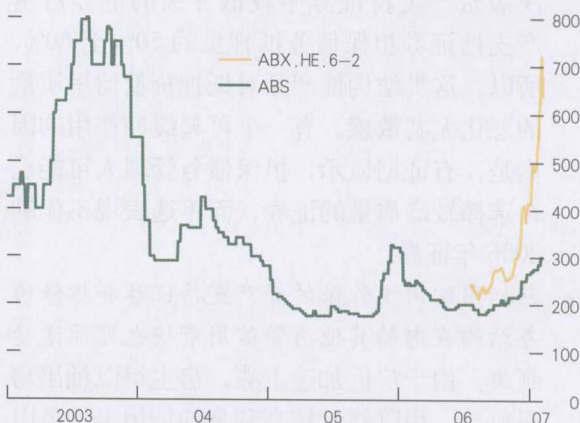
12. 联邦房屋企业监督局的最新数据显示，2006年第四季度同比涨幅为5.9%。

图1.5. 美国抵押贷款状况  
(占抵押贷款总额的百分比)



资料来源：Lehman Brothers的数据。  
注：ARM=adjustable rate mortgage。

图1.6. 合成（ABX）和现金（ABS）次级BBB抵押贷款利差  
(基点)



资料来源：JPMorgan Chase & Co.及Markit的数据。



**表1.1. 压力检验：房价升值对于用次级抵押贷款作保的资产支持证券的影响**  
(资产支持证券各档受损百分比)

分档	房价升值假设 (房价5年年均升值百分比)								备忘项： 2006年次级抵押贷款 交易所占百分比 <sup>1</sup>
	-12	-8	-4	0	4	8	12	16	
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	75.0
AA	0	0	0	0	0	0	0	0	10.1
A	79	48	0	0	0	0	0	0	4.5
BBB	100	100	96	32	0	0	0	0	2.9
BB	100	100	100	100	25	0	0	0	0.7

资料来源：Lehman Brothers的数据。

1. 无信用评级或无数据的交易额总共占6.7%。

成以下影响：

- 信贷标准松懈可能并不只限于次级抵押贷款部门。其他较高质量的抵押贷款也存在次级抵押贷款部门面临的承销问题。例如，与以前相比，最近的 Alt-A 抵押贷款具有杠杆率较高、信用评分较低、文件水平较差、保险要求较松以及其他高风险特点。与前些年抵押贷款的表现相比，近期抵押贷款已开始走下坡路。Alt-A 和次级抵押贷款部门总共占有抵押贷款相关证券的 1/4 左右，所以，相当一部分的抵押贷款市场面临下行风险。
- 更广泛的结构性产品市场，尤其是资产支持证券的担保债务 (ABS CDOs) 可能会开始恶化。次级资产支持证券中较低评级的证券占资产支持证券担保债务抵押量的 50% 至 60%，所以，这类结构性产品对抵押贷款信用质量的恶化尤其敏感。有一个可起缓冲作用的因素是，有证据显示，担保债务管理人可能已在选择较高质量的证券，而不选表现不佳的 2006 年证券。
- 包括用信用卡作保的资产支持证券和担保债务结构在内的其他消费信用市场也可能遭受损失。由于房价加速上涨，房主得以抽出房屋权益，用以偿付较高利息的信用卡债务以及其他债务。而随着房屋权益抽取速度放缓，信用卡债务注销和违约量略升。<sup>13</sup> 不过，不管怎样，只要住户收入继续增加，对其他形式住户债务的外溢影响会很有限。

13. 如果因破产或违约而无法收回债务，债务即予注销。

许多市场参与者积极参与风险较大的次级抵押贷款以及相关市场。各类参与者涉足程度不一，所面临的风险也不一样，例如：

- 抵押贷款的贷款机构、服务机构和保险机构。由于进入障碍较低，较小的、经验不足的次级抵押贷款机构纷纷涌入，而随着贷款额不断下降，信贷质量持续恶化，利润率日益减少，这些贷款机构现已陷入困境。由于所须承担的抵押贷款初期还债违约件数激增，一些贷款机构已宣布破产，或正在调整之中。预计将有更多的机构会出问题。就服务机构而言，如果抵押贷款还债额大减，或如果其购买的单项交易损失保险出问题，它们也会面临风险。<sup>14</sup> 同理，抵押贷款保险机构，尤其是涉足次级抵押贷款的保险机构可能会面临更大的赔偿责任，不过，其损失通常仅限于承保额，而且保险机构还可选择是取消抵押品赎回权，还是将风险转给原贷款机构。此外，市场调整将会淘汰较小的、不够多样化和资本不足的贷款机构、服务机构和保险机构。
- 银行。抵押贷款恶化将影响那些投资、发起、担保次级抵押贷款并将其包装成担保债务的银行的利润。由于时间序列数据有限，难以模拟非传统的抵押贷款产品的表现，另外，这类产品的风险对冲可能并不准确。约 70% 的次级抵押贷款由专业抵押贷款公司提供，

14. 服务机构负责抵押贷款每月分期付款的收款和维持付款和余额的准确记录，并经常代借款人付税和投保。