

世界经济与金融概览

# 全球金融稳定报告

金融市场动荡  
起因、后果和政策

.....

2007年10月



中国金融出版社 国际货币基金组织

F831.5/14

2008

世界 经济 金融 概 览

# 全球金融稳定报告

## 金融市场动荡

### 起因、后果和政策

#### 2007年10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

Global Financial Stability Report (October 2007 issue)

Copyright©2007

International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2007年10月)

英文版权 ©2007

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: 赵天朗 罗邦敏

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: 金融市场动荡 起因、后果和政策. 2007年10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, 2008.1

(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-4587-7

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 196363 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

开本 215毫米×280毫米

印张 10.75

字数 286千

版次 2008年1月第1版

印次 2008年1月第1次印刷

定价 48.00元

ISBN 978-7-5049-4587-7/F.4147

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



# World Economic and Financial Surveys

This series (ISSN 0258-7440) contains biannual, annual, and periodic studies covering monetary and financial issues of importance to the global economy. The core elements of the series are the *World Economic Outlook* report, usually published in April and September, the semiannual *Global Financial Stability Report*, and the semiannual Regional Economic Outlooks published by the IMF's area departments. Occasionally, studies assess international trade policy, private market and official financing for developing countries, exchange and payments systems, export credit policies, and issues discussed in the *World Economic Outlook*. Please consult the *IMF Publications Catalog* for a complete listing of currently available World Economic and Financial Surveys.

## World Economic Outlook: A Survey by the Staff of the International Monetary Fund

The *World Economic Outlook*, published twice a year in English, French, Spanish, and Arabic, presents IMF staff economists' analyses of global economic developments during the near and medium term. Chapters give an overview of the world economy; consider issues affecting industrial countries, developing countries, and economies in transition to the market; and address topics of pressing current interest.

Annual subscription: \$94.00

Published twice yearly. Paperback.

ISSN: 0256-6877. Stock# WEOSEA

Available in English, French, Spanish, and Arabic.

## Global Financial Stability Report

The *Global Financial Stability Report*, published twice a year, examines trends and issues that influence world financial markets. It focuses on current market conditions, highlighting issues of financial imbalances, and of a structural nature, that could pose risks to financial market stability and sustained market access by emerging market borrowers. The report is designed to deepen understanding of international capital flows, which play a critical role as an engine of world economic growth.

Annual subscription: \$94.00

Published twice yearly. Paperback. Stock# GFSREA

## Regional Economic Outlooks

These in-depth studies of the Asia and Pacific, Europe, Middle East and Central Asia, sub-Saharan Africa, and Western Hemisphere regions drill down to specific regional economic and financial developments and trends—bringing the unique resources, experience, and perspective of the IMF to bear. While near-term responses to exogenous shocks, policies for growth, and the effectiveness of financial policies get center-stage examination, the reports also consider vulnerabilities and opportunities developing in the wings.

Individual copies of the Regional Economic Outlooks are available at \$31.00 (academic rate: \$26.00). Please visit [www.imfbookstore.org/REOs](http://www.imfbookstore.org/REOs) or contact [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org) for further information on all REO subscription packages.

## Emerging Local Securities and Derivatives Markets

by Donald Mathieson, Jorge E. Roldos, Ramana Ramaswamy, and Anna Ilyina

The volatility of capital flows since the mid-1990s has sparked an interest in the development of local securities and derivatives markets. This report examines the growth of these markets in emerging market countries and the key policy issues that have arisen as a result.

\$42.00 (academic rate: \$35.00); paper.

2004. ISBN 1-58906-291-4. Stock# WEOEA0202004.

## Official Financing: Recent Developments and Selected Issues

by a staff team in the Policy Development and Review Department led by Martin G. Gilman and Jian-Ye Wang

This study provides information on official financing for developing countries, with the focus on low-income countries. It updates the 2001 edition and reviews developments in direct financing by official and multilateral sources.

\$42.00 (academic rate: \$35.00); paper.

2003. ISBN 1-58906-228-0. Stock# WEOEA0132003.

2001. ISBN 1-58906-038-5. Stock# WEOEA0132001.

## Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets: Developments and Issues

by a staff team led by Shogo Ishii

This study updates developments in exchange arrangements during 1998–2001. It also discusses the evolution of exchange rate regimes based on de facto policies since 1990, reviews foreign exchange market organization and regulations in a number of countries, and examines factors affecting exchange rate volatility.

ISSN 0258-7440

\$42.00 (academic rate: \$35.00)

March 2003. ISBN 1-58906-177-2. Stock# WEOEA0192003.

Available by series subscription or single title (including back issues); academic rate available only to full-time university faculty and students. For earlier editions please inquire about prices.

The IMF Catalog of Publications is available on-line at the Internet address listed below.

Please send orders and inquiries to:

International Monetary Fund, Publication Services, 700 19th Street, N.W.  
Washington, D.C. 20431, U.S.A.

Tel.: (202) 623-7430      Telefax: (202) 623-7201

E-mail: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)

Internet: <http://www.imf.org/external/pubind.htm>



# 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。

在国际货币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 和 Laura Kodres 以及副处长 L. Effie Psalida 对项目提供了指导。货币与资本市场部副主任 Christopher Towe 和助理主任 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：Brian Bell、Sean Craig、Udaibir S. Das、John Kiff、Ulrich Klueh、Rebecca McCaughrin、Paul Mills、Christopher Morris、Shinobu Nakagawa、Mustafa Saiyid、Olaf Unteroberdoerster 和 Christopher Walker。其他撰稿人包括：Roberto Benelli、Turgut Kisinbay、Annamaria Kokenyne、Gillian Nkhata、Seiichi Shimizu、孙涛、Leslie Teo 和 Judit Vadasz。Jon Danielsson 和 Badi Baltagi 教授提供了咨询意见。Martin Edmonds、Oksana Khadarina、Yoon Sook Kim、Ned Rumpeltin 和 Kalin Tintchev 为分析工作提供了协助。Shannon Bui、Norma Cayo 和 Christy Gray 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重要金融中心和各国的商业银行和投资银行、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。本期报告反映 2007 年 9 月 4 日前掌握的信息。

本期报告还得益于国际货币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 2007 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。报告中的分析和政策考虑由参与撰稿的工作人员完成，但是不代表执董、其国家当局或国际货币基金组织的观点。

## 概 要

2007年4月期《全球金融稳定报告》发表以来，全球金融稳定经历了一场严峻的考验。信用风险和市场风险已经上升，市场变得更加波动。各市场正意识到信贷纪律在近年来的恶化程度，其中最显著的是美国的次级房屋贷款市场和杠杆贷款市场，但也包括其他相关的信贷市场。这促使投资者退出某些风险资产和实行非杠杆化，从而在风险较高的资产类别导致信用差价的扩大，并增加了债券和股票市场中的波动性。由于某些结构性信贷产品没有价格和缺乏二级市场，并由于人们担心潜在损失的位置和规模，某些交易对手不愿向那些被视为持有质量和流动性较低的资产的机构提供信贷，从而使某些货币市场出现混乱，并使一些金融机构面临融资困难。为了应付由此产生的混乱，一些国家的中央银行应采取例外措施，注入流动性，以帮助这些市场有序地运作。

不应低估这段时期的潜在后果，调整过程很可能非常漫长，信贷环境可能不会很快正常化，结构性信贷市场中形成的某些做法将需要改变。与此同时，全球经济在进入这一动荡时期展现出稳固的增长，新兴市场国家尤其如此。在这段时期开始的时候，对全系统具有重要影响的金融机构具有充足的资本来应付信贷损失可能达到的水平。迄今为止，尽管金融市场正在发生大幅度修正，全球经济仍然稳固增长，尽管其速度预计会有所放慢。向下风险已经大大增加，即使这些风险最后没有成为现实，这段动荡时期也将产生重大和深远的影响。人们最终将需要吸取私人部门和监管领域的经验教训，以增强金融体系的活力，来抗御今后的压力。

随着提供短期融资的货币市场（特别是商业票据市场）中的不确定性变得显而易见，金融稳定所面临的威胁不断增加。这场动荡的中心是融

资失配，即用非常短期的货币市场证券，往往是资产担保商业票据，为流动性低和难以定价的中期资产，如结构性信贷资产融资。由于市场流动性低，而且作为资产持有的复杂的结构性产品难以定值，使得融资失配风险更为严重。因此，虽然结构性信贷产品有可能帮助保护金融体系，使其免于信用风险集中于银行所造成的损害，但这类产品的扩散大大增加了关于风险程度和最终是谁持有这些资产的不确定性。

这种融资失配发生于大量中介和特殊目的工具，它们以为自己能够一直持有流动性低的资产，直至到期。很多这样的中介和工具与受监管的银行挂钩，其融资战略在很大程度上依靠这些银行提供的应急流动性额度作担保。一旦人们对某些标的资产的质量感到怀疑，并认为高信用评级不那么可靠，资产价格就会下降，相关的资产担保商业票据的转期就会变得非常困难，融资开始受到挤压。因此，受监管银行的或有表外负债有可能“进入资产负债表”。融资困难首先在欧洲显露出来，随后出现在其他地区。动荡从金融体系的一个部分迅速波及其他部分，有时是通过不透明和错综复杂的渠道扩散，使市场参与者和官方部门都感到吃惊。关于银行的表外风险暴露下一次将在哪家银行变成现实，存在着不确定性，从而使银行间贷款利率分出不同的等级。银行如果被认为遭受了结构性信贷产品损失，或是需要满足其中介和特殊目的工具的或有信贷额度，银行就将面临较高的银行间利率。在某些情况下，某些大型银行希望保持流动性，以防需要为其他活动融资，如为定于本年度剩余时间进行的杠杆并购融资，从而妨碍了银行间市场的流动性。总的来说，人们心目中的交易对手风险和在手上保持更多流动性的希望都急剧上升，至少目前是如此。

2007年4月期《全球金融稳定报告》指出



了当前所进行修正的根本原因。该报告着重指出了信贷纪律的削弱和潜在的沾沾自喜，这些情况导致美国抵押贷款市场、杠杆并购市场和某些面向新兴市场的放贷活动不断积累风险。近年来良性的经济和金融环境削弱了对借款人和交易对手进行尽职调查的意愿。此外，很多金融机构对信贷产品采用“发起和推销”模式，意味着很多这样的机构可以选择不持有自己发起的信用风险，从而削弱了它们对借款人进行监测的意愿。所推销证券的投资者可能在对流动性或杠杆风险进行评估时放松了尽职调查，或是选择仅依靠信用评级机构来分析复杂金融工具中的风险。这样，美国住房市场中的压力削弱了房贷担保证券，而这些证券是全球金融体系中的一个重要组成部分。由此导致信用评级机构连续降低对这些证券的评级，使其价格受到下跌的压力，并使一段时间之前开始的重新定价过程变得更为深入。

杠杆活动在扩大动荡方面起着关键作用。某些银行和其他投资工具，包括对冲基金，由于难以定价的抵押物作担保借债能够容易地用在流动性低的市场交易中，在市场流动性蒸发的时候使情况大大恶化，导致被迫以“甩卖”价格实行非杠杆化的过程，并导致某些基金的倒闭。那些受损害最大的机构一直实行以高度的杠杆化为基础的战略，并在二级市场得到不断的流动性。

市场波动性在长时期内异常之低，很可能加剧了这次动荡。越来越多的投资者的决策依据是，良性和低波动的环境将继续下去，使得很多市场的风险溢价下降到历史上的最低水平。投资回报变得更加相互关联。随着市场下跌，风险溢价迅速扩大。相似的风险管理技巧、共同的投资者和相似的头寸可能使情况更加恶化。随着许许多多市场参与者试图同时撤出相似的头寸，损失规模被扩大。

本报告在第一章采用2007年4月期《全球金融稳定报告》提出的全球金融稳定分布图，概述了对稳定状况的整体评估。该章发展了上期报告的工作，集中讨论美国次级房贷市场和杠杆并购市场中信贷纪律的削弱所产生的影响（包括2007年8月的市场动荡，这次动荡导致货币市

场当中定期贷款的枯竭），并详细介绍了各个市场之间的联系。第一章解释了高度的杠杆状态如何扩大了波动性，并说明风险是如何在机构之间传播的。这一章提出了各种证据来说明，现在的风险存在于何处，并说明银行、公司和住户在损失显现时将受到何种影响。

这一章还探讨了缺乏信贷纪律问题的全球因素。总的来讲，新兴市场风险仍然相当平衡，很多国家获益于得到改善的宏观经济基本要素和更好的决策框架。主权外债已经减少，债务结构得到更好的管理。然而，一些新兴市场中的信贷迅速增长，某些银行（包括本国银行和外国银行）在国外借取外币债务，将其用于国内放贷，从而通过其以外币计价的贷款间接承担了信用风险，这种情况抵消了上述有利因素。此外，由于成熟市场中的低收益率和高风险意愿，使得新兴市场的公司能够轻易获得外国资本，包括通过合成产品和结构性产品来产生更高的收益。

第一章还讨论了外国投资者为了进入某些实行资本账户限制的新兴市场所使用的一些途径。这一章警告说，某些新兴市场易于在资本供应下降的时候受到损害，即使在成熟市场的融资困难减退时，这种下降仍会继续下去。为了更深入地理解外国在当地新兴市场中的参与对稳定性造成的影响，这一章提供了关于进入若干不同新兴市场的外国资本流动的实验研究结果，用以区分机构投资者和其他投资者。最后，这一章讨论了新兴市场中对冲基金活动的增长情况。

第一章还包括一个附件，该附件从某些方面探讨了主权财富基金（SWF）。可以把这些实体的增长视为官方部门的外国资产大量积累的后果，这种积累部分归因于高涨的自然资源价格，或者归因于庞大的国际收支盈余和资本流入。主权财富基金正成为一个重要的投资者集团，已经有人就其跨界资产分配所造成的影响提出问题。该附件试图理清围绕这些基金的结构和目标开展的某些讨论，为此对主权财富基金及其资产分配框架进行了分类。

虽然近期的这一段动荡时期还在继续，作出明确的结论仍然为时过早，但从第一章的分析中

已经可以清楚地看出，有几个方面的问题需要得到更多注意。第一，不确定性和缺乏信息所起的重要作用。在市场区分风险并正确地给风险定价的能力中，关键组成部分之一是准确和及时的关于标的风险的信息。这种信息包括关于风险管理、定值和核算方式的定性和定量信息，特别是风险转让方面的这类信息。全系统具有重要意义的金融机构与这些机构的某些表外工具之间的联系也需要更为透明。只有充分披露这些机构与资产经理、中介和特殊目的实体之间的相互关系，才会使投资者们能够评估他们与之打交道的金融机构的真正信誉。然而，考虑到可能提供的信息数量庞大和非常复杂，并考虑到提供信息的成本，有必要仔细考虑为了减轻在这段时期暴露出来的问题，需要披露多大数量和什么类型的信息。

第二，虽然证券化乃至更多的金融创新通过改善风险分布，提高了市场效率，但有必要理解它们如何促成了当前的局面。特别重要的是，应考虑在非常良性发展的时期，奖惩结构在何种程度上淡化了贷款发起人监测风险的动机。在美国抵押贷款市场中，如果考虑由于某些房屋抵押贷款发起人没有受到足够监管而使公共部门付出的代价，将需要平衡兼顾，也考虑到某些住户因而较易得到信贷。总的来讲，可能需要反省一下整个结构性产品供应链上的各种制衡机制之间的关系。

第三，有必要检查对信用衍生工具和结构性产品进行的风险分析以及信用评级机构的作用。信用评级和评级机构将继续是金融市场运作中的一个基本构成部分。然而，对复杂产品的评级方法引起了某些关切，当结构、假设和流动性特点非常不同的证券得到同样评级的时候尤其如此。对复杂的结构性产品进行评级与协助发债之间的联系可能变得过于密切。在动荡时期，迅速的降级使人们质疑这些评级的可靠性及其对投资者的用处。我们重复 2006 年 4 月期《全球金融稳定报告》中的呼吁，即应该对结构性产品实行更细分的评级等级。投资者也有义务和责任了解与自己所购买的产品有关的动态和流动性风险，而他们此前错误地以为，低违约概率意味着由于市

场变化而遭受损失的可能性很低。对于复杂的结构性信贷产品，投资者需要了解评级背后的因素，不应以为评级机构提供的简单的字母评级所显示的风险与其他资产类别的风险完全相同。对基本假设和不同结构的构造加以区分并使其透明，将有助于投资者们妥善地进行尽职调查。

第四，在流动性不足以提供可靠市场价格的市场中，需要更多地考虑复杂产品的定值问题。在购买复杂产品时，投资者将需要考虑相关的流动性因素，包括在价格中纳入适当的流动性风险“溢价”。持有这些证券，以之作为抵押物的金融机构将需要实行把流动性特点考虑在内的“扣减”。重要的是，金融机构需要确保实行可靠的并适合本机构业务模式的融资战略，因为这样的融资战略可以应付高压环境。更为普遍地讲，某些低流动性金融工具的迅速增长使人们提出这样的问题：这些证券的发起人是否应该提供二级市场，以便帮助定值过程。

第五，银行的相关风险整合范围证明比通常的会计或法律范围更大。这方面有两个显著的例子：(1) 名誉风险可能迫使银行在内部承担法律上的独立实体蒙受的损失；(2) 新的金融工具或结构可能掩盖了表外负债或者或有负债。由此产生的结果是，看来已经分散的风险可能仍然以各种形式回到当初分散这些风险的银行中。相关范围并不只是监督者的问题，而且还是金融机构本身的问题，还涉及其风险管理制度、审计程序以及内部监督和治理结构。

决策者们现在需要进行微妙的平衡。他们必须建立框架，用以鼓励投资者无论是在顺利时期还是在艰难时期，都保持高信贷标准和加强风险管理制度。只有在公共政策的效益超过代价的时候才应采取行动，并注意详细彻底地检查可能产生的意外后果。总的来讲，迄今为止，现行监管制度证明具有承受能力，监管者们必须不断想到住户和公司已经从金融创新以及近年来的稳固增长和金融稳定中得到好处。

\* \* \*

第二章和第三章讨论了成熟市场在很长一段时期内的低收益率和过去几年来异常低的金融市

场波动性所产生的结果。第二章探讨了在这段相对良性发展的时期内,风险管理方法可能在何种程度上鼓励了更多的风险行为,在环境发生变化时,这些方法导致人们撤出风险资产的速度也许超过其他方法。鉴于资本迅速流入新兴市场国家,第三章探讨了各国可以采用何种方式,通过改善国内金融市场的深度、流动性和制度质量来最妥善地应付资本流动在中期内的波动。

第二章特别讨论了市场风险管理技巧,以分析这些技巧尽管看来对于单个机构是审慎的办法,但它们的共同运用是否会在市场条件受到压力的时期加剧市场波动。该章以两个方法探讨了这个问题。第一个方法使用了最常见的市场风险模型——风险价值(VaR)模型的一个程式化版本,即一家公司在某一置信水平上不大可能超过的损失估计值。例如,如果在95%的置信水平上,一家公司的每天估计风险价值为1000万美元,意味着该公司的资产组合的损失预计在100天内只有5天会超过1000万美元。第二章采用了一个程式化模型来显示风险价值如何在波动性较低的时候下降,而在波动性再次升高的时候上升。然后,对程式化组合“加压”,检查风险价值将对以前各次金融市场动荡时期的数据作出何种反应。最后,进行了模拟分析,假设存在几家公司,使用同样或稍有不同风险价值模型再次对压力期间的情况进行分析。分析结果显示,这些公司如果按照自己的模型采取行动来遏制风险,作为一个整体会加剧市场的波动性,在避险意愿很低的情况下尤其如此。模拟分析还显示,如果模型更为多样化,将有助于减少这样的潜在不稳定性。

第二章还讨论了投资银行和对冲基金的风险管理程序,以分析这些程序是否符合在实践中扩大市场波动性所必需的先决条件。尽管所有公司都坚持说,它们在压力条件下不会僵硬地奉行自己的风险价值模型,但风险价值衡量尺度或相关的风险限制可以通过若干方式来扩大市场的波动性。事实上,近期的情况显示,某些这样的技巧可能正在某种程度上助长当前的动荡。从整体来讲,风险价值模型和其他风险管理技巧将鼓励金融机构更为迅速地对风险的变化采取行动。在通

常情况下,将有助于及早发现和迅速纠正据有关机构认为是过大的风险。然而,如果各机构在压力期间使用类似的技巧,导致的价格波动幅度将超过使用不同技巧所导致的波动幅度。因此,管理者和监督者有必要认识到在执行风险管理制度时斟酌处理的好处(包括通过新的办法把信用和流动性风险考虑在内),并提倡采用“压力测试”方法,即鼓励所有公司采用某些公司已经采用的做法,在压力期间考虑它们的互动效应。投资头寸和参与者类型的多样化在帮助稳定市场方面甚至更为重要。另一个对管理者和监督者有所帮助的办法是,在单个公司自然而然地试图保护本公司的特许权价值时,应比现在更为具体地考虑如何针对扩大效应采取措施。

第三章对一个常见的观点进行了实验分析,即除了强有力的宏观经济基本要素之外,运转良好的国内金融市场是否也鼓励资本流入,并减少这种流入的中期波动。该章采用面板估计法对一个包括发达经济体和新兴市场经济体在内的样本进行分析,以检查1977年至2006年期间对年度资本流入的数量和波动性起决定作用的各种因素。这些因素包括像股票市场的深度和波动性以及金融开放性这样的金融变量,一个较小的样本还包括制度质量变量,如公司治理质量和会计标准。实验分析的结果显示,股票市场的流动性和金融开放性对资本流入水平会产生正面影响。此外,面板估计还显示,通过提高金融开放性,将降低资本流入的波动。该章在另一处显示,一套广泛的制度质量变量的改善与波动性的降低之间存在相关关系。

第三章还探讨了近期,五个新兴市场国家是通过何种方法来应付资本流入的增加的,并讨论了这些国家的某些政策选择。这五个国家的例子显示,难以找到一套通用的金融政策来帮助应付资本流入。一般来讲,鼓励金融市场中期发展的政策,包括良好的管理制度、更高的透明度、更大范围的制度质量,以及经过改进的金融机构风险管理,将很可能比短期补救办法更好地减弱资本突然外流而可能造成的破坏稳定的影响,从而保护金融体系。



# 目 录

## 前言

vii

## 概要

ix

## 第一章 评估全球金融稳定面临的风险

### 全球金融稳定图

1

### 成熟市场信用纪律松弛

6

### 需要针对信用纪律和市场纪律松弛现象加大对新兴市场的监督力度

20

### 投资流入新兴市场是否会破坏当地市场的稳定?

24

### 政策挑战

31

### 附录 1.1. 全球金融稳定图

34

### 附录 1.2. 主权财富基金

39

### 参考文献

44

## 第二章 市场风险管理技术是否放大了系统性风险?

45

### 风险价值和其他风险管理技术

47

### 在程式化市场风险管理框架下评估放大影响

48

### 银行和对冲基金市场风险管理做法的发展

55

### 评论

58

### 政策含义

61

### 结论

62

### 参考文献

63

## 第三章 国内金融市场的质量与资本流入

66

### 国内金融发展是否是资本流入的决定因素?

67

### 资本流入带来的挑战和相关对策: 案例分析

73

### 主要结果和结论

78

### 附录 3.1. 估算设定和结果

79

### 附录 3.2. 近来资本流入取得的经验: 巴西、印度、罗马尼亚、南非和越南

86

### 附录 3.3. 近来资本流入取得的经验: 部分国家

89

### 参考文献

91

|                                                   |     |
|---------------------------------------------------|-----|
| 词汇表                                               | 92  |
| 附件 代理主席的总结发言                                      | 97  |
| 统计附录                                              | 101 |
| 专栏                                                |     |
| 专栏 1.1. 估算次级抵押贷款的损失                               | 10  |
| 专栏 1.2. 对资产支持商业票据市场的担忧                            | 16  |
| 专栏 1.3. 流入新兴市场的股权投资                               | 26  |
| 专栏 1.4. 对冲基金在亚洲新兴市场的作用                            | 30  |
| 专栏 1.5. 主权财富基金的统计                                 | 40  |
| 专栏 2.1. 对基于风险价值的风险管理模型的批评和替代方法                    | 48  |
| 专栏 2.2. 构建风险价值指标的基本原理                             | 49  |
| 专栏 2.3. 金融机构的风险测量和披露                              | 56  |
| 专栏 2.4. Amaranth 对冲基金的破产和流动性风险                    | 59  |
| 专栏 3.1. 亚洲和拉丁美洲新兴市场资本流动近来发生的变化                    | 69  |
| 专栏 3.2. 与进入新兴市场的投资者进行讨论：“微观”金融因素是否有助于吸引国际资本？      | 72  |
| 专栏 3.3. 在存在资本控制的情况下投资者如何进入新兴市场：印度的例子              | 77  |
| 表                                                 |     |
| 表 1.1. 杠杆收购状况反映次级贷款纪律日益松弛                         | 12  |
| 表 1.2. 私人股权交易情况                                   | 15  |
| 表 1.3. 杠杆头寸强制平仓示例                                 | 19  |
| 表 1.4. 债券、杠杆贷款以及资产支持证券和担保债务证券的通常垫头                | 20  |
| 表 1.5. 外部融资结构以及银行体系稳健性和所有权状况                      | 22  |
| 表 1.6. 2007 年 4 月期《全球金融稳定报告》发表以来的风险和状况变化          | 35  |
| 表 1.7. 主要主权财富基金的规模和结构                             | 41  |
| 表 2.1. 交互模型中部分资产类别之间的相关系数                         | 54  |
| 表 3.1. 资本总流入决定因素的面板最小二乘估算                         | 71  |
| 表 3.2. 五年期间（1998–2006 年）资本总流入标准差决定因素的一般化动差估算      | 73  |
| 表 3.3. 部分国家的指标，2001 年和 2006 年                     | 74  |
| 表 3.4. 面板回归中使用变量的描述性统计量，1975–2006 年               | 81  |
| 表 3.5. 资本流入决定因素的固定效应面板最小二乘估算（所有国家，完整抽样）           | 82  |
| 表 3.6. 资本流入决定因素的固定效应面板最小二乘估算（新兴市场经济体，完整抽样）        | 83  |
| 表 3.7. 资本流入决定因素的固定效应面板最小二乘估算（所有国家，1998–2006 年）    | 84  |
| 表 3.8. 资本流入决定因素的固定效应面板最小二乘估算（新兴市场经济体，1998–2006 年） | 85  |

## 图

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图 1.1. 全球金融稳定图                              | 2  |
| 图 1.2. 各类资产回报                               | 2  |
| 图 1.3. 美国高收益公司债券利差指数                        | 3  |
| 图 1.4. 一些投资组合的多重违约概率                        | 4  |
| 图 1.5. 按部门排列的债务发行总量                         | 5  |
| 图 1.6. 按发放年份排列的次级抵押贷款 60 天内违约率              | 6  |
| 图 1.7. 抵押贷款利率月度调整量                          | 7  |
| 图 1.8. 抵押贷款相关产品评级下调数目日益增多                   | 7  |
| 图 1.9. 抵押贷款资产支持证券和以资产支持证券作保的担保债务证券的代表性利差    | 9  |
| 图 1.10. 抵押贷款市场流量与风险暴露程度                     | 12 |
| 图 1.11. 以资产支持证券作保的担保债务证券的买方                 | 13 |
| 图 1.12. 美国现有担保债务证券量                         | 14 |
| 图 1.13. 低门槛贷款量占机构定期贷款总量的百分比                 | 14 |
| 图 1.14. 美国和欧洲杠杆贷款的买方平均报价                    | 15 |
| 图 1.15. 私人股权的利息保障比率数据                       | 15 |
| 图 1.16. 2007 年美国货币市场利率                      | 18 |
| 图 1.17. 新兴市场私募贷款                            | 21 |
| 图 1.18. 2006 年银行外部融资与私人部门信贷增长情况             | 21 |
| 图 1.19. 2004—2006 年信贷增长与银行外部融资增长的相关率        | 22 |
| 图 1.20. 亚洲新兴市场：以外币计值的短期债务                   | 23 |
| 图 1.21. 韩国：商业银行、专业银行和外国银行的外汇贷款              | 23 |
| 图 1.22. 市盈率                                 | 24 |
| 图 1.23. 新兴市场与成熟市场股票的相关率                     | 25 |
| 图 1.24. 2006 年 5—6 月新兴市场股权投资净流入量            | 29 |
| 图 1.25. 对冲基金对新兴市场的投资配置                      | 29 |
| 图 1.26. 全球金融稳定图：货币与金融状况                     | 36 |
| 图 1.27. 全球金融稳定图：风险偏好                        | 36 |
| 图 1.28. 全球金融稳定图：宏观经济风险                      | 36 |
| 图 1.29. 全球金融稳定图：新兴市场风险                      | 37 |
| 图 1.30. 全球金融稳定图：信用风险                        | 38 |
| 图 1.31. 全球金融稳定图：市场风险与流动性风险                  | 39 |
| 图 2.1. 隐含波动性指数                              | 46 |
| 图 2.2. 回测结果：广义资产组合，1997 年 10 月至 1998 年 10 月 | 50 |
| 图 2.3. 回测结果：广义资产组合，2006 年 6 月至 2007 年 6 月   | 50 |
| 图 2.4. 波动性下降期间的风险价值                         | 51 |
| 图 2.5. 风险价值：历史模拟与 EWMA                      | 52 |
| 图 2.6. 亚洲危机：99% 置信水平上的受压风险价值估计              | 52 |
| 图 2.7. 1998 年 8 月：99% 置信水平上的风险价值估计          | 53 |



|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 2.8. 长期资本管理公司的情景：EWMA 与历史模拟，2007 年 3 月 | 53 |
| 图 2.9. 不同模型设定下的资产价格走势                    | 55 |
| 图 2.10. 交互模型下的部分资产波动性                    | 55 |
| 图 3.1. 资本流入总量                            | 67 |
| 图 3.2. 资本流入的构成                           | 68 |
| 图 3.3. 市场基础设施和资本流入总额的波动                  | 73 |

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。

# 第一章 评估全球金融稳定面临的风险

2007年4月期《全球金融稳定报告》发表以来，金融风险加剧，基本环境恶化。这一时期可能会再度出现震荡，调整将持续一段时间，下一阶段也许会相当困难。短期而言，由于无法确知损失的最终规模以及损失发生的时间和地点，市场情绪和环境仍将动荡不安。本章概述了近期动荡的一些起因和后果，并就私人部门和公共部门为协助增强全球金融抵抗力而考虑应当采取的对策发表了一些初步看法。

**金**融市场环境在过去相当长的一段时期内是极为有利的，而现在，国际金融市场已进入困难时期。目前的动荡使得用于广泛分散风险的几种创新金融工具首次面临严峻考验。虽然市场动荡（尤其是短期融资市场动荡）幅度较大，有些动荡甚至完全出乎人们的意料，但幸好本期动荡是在全球经济增长率超过平均水平的时期发生的。迄今遇到的信用重新定价和流动性紧张问题可能会使全球经济增长放缓。具有系统重要性的金融机构在进入本期时，拥有雄厚的资本，足以消除可能发生的信贷损失。公司大多能获得继续开展业务所需的资金。但调整期尚未结束，如果中介程序受阻和金融环境进一步恶化，全球金融部门和实体经济可能会受到更严重影响。

本章首先概述了我们应用2007年4月期《全球金融稳定报告》（国际货币基金组织，2007a）中首次采用的全球金融稳定图对金融稳定作出的总体评估。尽管为便于正式分析，稳定图将各种风险因素与基本状况分开处理，但近期的动荡凸显了实际上各因素之间的关系，其中首当其冲的是市场流动性风险和资金流动性风险。首先，信用质量的下降改变了一些结构性信用产品的流动

性。其次，缺乏市场流动性造成了这些产品的不确定性，扰乱了相关融资市场，进而影响了这些市场的流动性。结果，货币状况与金融状况以及市场参与者的风险偏好受到不利影响。

本章较详细地论述了一些有关问题，首先，审查了美国抵押贷款市场尤其是次级抵押贷款市场信用纪律松弛和杠杆收购市场过速发展并延伸至更广泛的结构性产品融资领域的情况。其次，审查了短期融资市场随后出现的动荡。在论述全球联系时重点阐述了向新兴市场的投资对金融稳定的影响。最后，我们在分析后得出了一些结论。

## 全球金融稳定图

全球金融稳定图（见图1.1）概述了基本状况和风险因素的变化预计在下一阶段将对全球金融稳定产生的影响。<sup>1</sup>

信用风险显著上升。

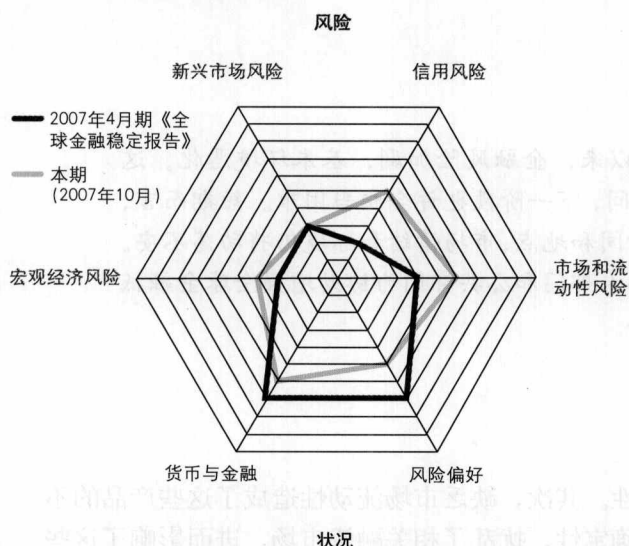
据我们估计，信用风险恶化程度最为严重。<sup>2</sup>

1. 附录1.1详述了如何衡量和解释图中所示各项指标。该图以图解方式描述了全球金融稳定状况，其中涉及一定程度的判断，可作为进一步分析的起点。关于这些指标及其在图中位置的较全面论述，见2007年4月期《全球金融稳定报告》。

2. 信用风险反映信用质量的变化可能会造成损失，进而可能对具有系统重要性的金融机构造成压力。

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

图1.1. 全球金融稳定图

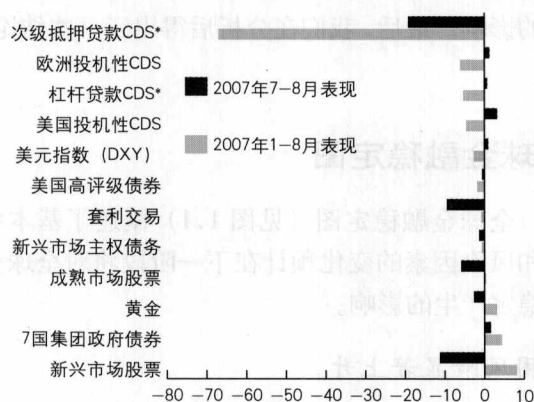


资料来源：国际货币基金组织工作人员的估算。

注：离中心越近说明风险越低或状况越紧。

图1.2. 各类资产回报

(百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.、JPMorgan Chase & Co.、Merrill Lynch的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：DXY是美元对全球六种主要货币的加权平均汇率。CDS=信用违约掉期；投机性CDS指数主要由投机级证券和一些高收益投资级证券构成。

\*自指数构建之日起。

2007年4月期《全球金融稳定报告》主要阐述了美国抵押贷款相关证券日益加剧的信用风险、一些市场中越来越松的信用标准以及向其他信用市场的溢出风险。此后，这些信用风险已成为现实，且日益严重，各信用评级机构纷纷调低了大量抵押贷款相关证券的评级，抵押贷款相关证券的利差扩大（见图1.2）。杠杆收购部门类似的信用纪律松弛迹象恶化了这些风险。到2007年中期，低门槛贷款、信用较差的交易、杠杆率以及收购价格倍数明显上升。此外，随着评信机构纷纷调整对结构性抵押担保产品的模型设定，在对更广泛的结构性信用市场的评级上，包括在对向机构提供杠杆贷款融资的担保贷款证券的评级方面，不确定性越来越大。由于信用风险较普遍地重新定价，高收益企业债券利差已不像今年早些时候那么紧窄，利差有所扩大（见图1.3）。企业总杠杆率仍然较低，但过去一年来已有所上升，被购企业的总杠杆率升幅尤其显著，致使脆弱性加剧，特别容易受到金融环境和经济环境恶化的影响。

与此同时，从大型复杂金融机构的信用衍生工具来看，成熟市场金融体系的违约风险大幅上升（见图1.4）。<sup>3</sup>造成风险加剧的主要因素是，美国大型投资银行对次级抵押贷款和杠杆贷款市场的风险暴露程度特别高。利率掉期与一些投资银行信用违约掉期之间的价差的扩大，使市场担心金融机构将承受更大压力。虽然潜在损失看来尚可应付，而且银行资金充足，能够经受更大的压力，但目前关于信用市场调整引致的损失的规模和分布以及可能对更广泛的金融稳定造成的影响，仍存在相当大的不确定性。

3. 本期《全球金融稳定报告》继续使用基于信用衍生工具的信用风险指标，审查成熟市场金融体系违约风险的市场认识演变情况。成熟市场信用风险指标根据信用违约掉期价格情况，衡量三组共11个金融机构多重违约概率（基金组织，2005，第二章）。这三组金融机构分别是大型复杂金融机构、商业银行和保险公司。



总体损失和风险暴露程度的不确定性加剧了市场风险和流动性风险，可能会对金融机构造成较广泛的影响。

考虑到具有系统重要性的金融机构对信用市场的风险暴露程度以及市场可能会蒙受更多损失，我们提高了所估算的市场风险和流动性风险水平。<sup>4</sup> 不仅结构性信用产品面临市场风险，最终损失的不确定性还加剧了大量资产的市场风险。面对这种不确定性和波动加剧现象，贷款机构提高了保证金限额，甚至提高了信用好的借款人的保证金，并降低了抵押担保品的市值。其他一些指标也显示了市场风险已加剧。例如，各类资产的回报相关性越来越高，侵蚀了组合投资多样化的优势，同时，期货市场的投机头寸日益集中。另外，一系列指标显示市场流动性减少。例如，买卖差价扩大，交易量减少，一些通常具有良好流动性的市场上融资成本提高等。

风险酬金近期上升在某种程度上缓解了市场风险和流动性风险总体恶化状况。固定收入和股票的实际波动和隐含波动已加剧。在2007年2月底调整期间，只有短期隐含波动加剧，而这一次，整个波动曲线上移，显示风险酬金的上升可能会持续较长时间。

风险偏好从原先高点普遍减弱。

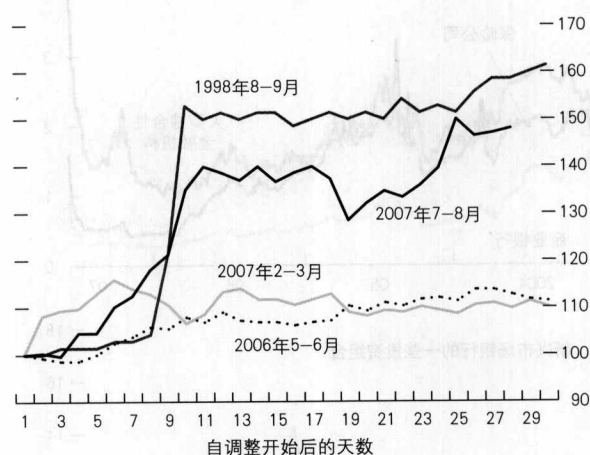
投资者普遍对各种信贷比较挑剔，因此，其冒险性降低。2007年4月期《全球金融稳定报告》发表时，风险偏好较强，我们认为现在风险偏好总体水平为中性。尽管在近期动荡中，市场波动加剧，建立在低波动环境基础上的头寸被抛售，但全球一些广泛指标仍显示投资者愿意购入或增购高风险资产。我们预计全球经济持续扩张的前景将决定投资者对风险的态度。

新兴市场风险持平。

关于新兴市场风险，我们的总体评估是，一方面，在有利的经济背景下主权风险略为降低，

4. 市场风险和流动性风险指标衡量在风险定价上造成不稳定，且引致较广泛的外溢效应和（或）按市价计价值损失的可能性。

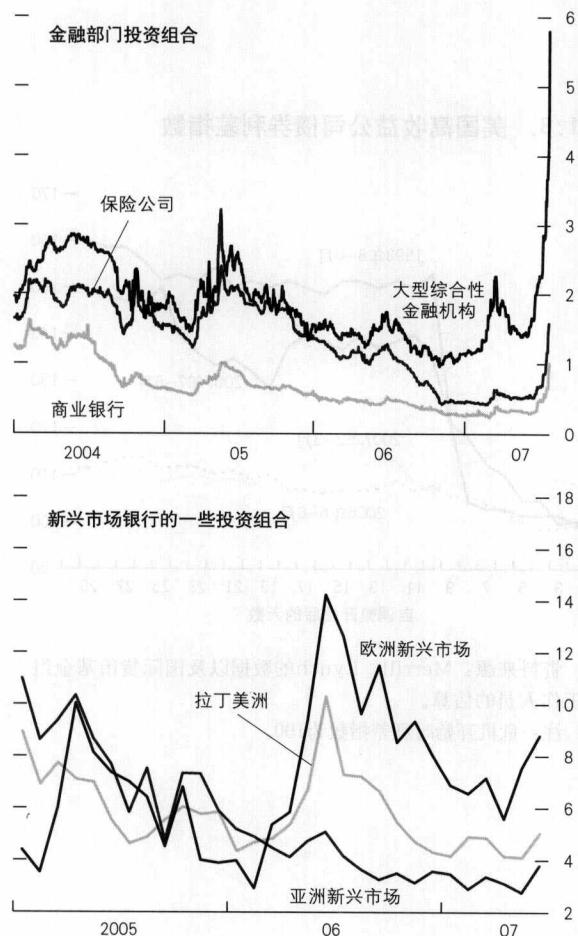
图1.3. 美国高收益公司债券利差指数



资料来源：Merrill Lynch的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：危机开始时利差指数为100。

图1.4. 一些投资组合的多重违约概率  
(百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

Note: LCFIs = large complex financial institutions.

另一方面，在一些经济体中，由于信贷急剧增加且越来越依赖国际资本市场上的资金，风险持续上升，这两个方面保持着微妙平衡，总体上相互抵消了压力。随着信贷的增加，信用纪律日益松弛，一些新兴市场私人部门借款人采取较为冒险的融资战略，他们往往面临汇率风险或汇率期权风险，因此，一旦波动加剧，就会受到较大影响。尤其令人关注的是，在一些东欧和中亚国家，银行日益依赖资本市场融资来协助增加信贷。新兴市场银行体系普遍较为温和的违约风险指标显示，市场依然认为资本和利润状况良好，收入来源多种多样，资产质量稳健（见图1.4）。<sup>5</sup> 由于各国的具体情况相差很大，需要进一步跟踪这些趋势。一些新兴市场国家的当局需要确保脆弱性不会积累到进一步影响整个系统的程度。考虑到全球市场环境可能会持续波动一段时间，各新兴市场国家不妨采取适当政策，继续保持抗冲击能力。

#### 金融和货币环境收紧……

2007年4月期《全球金融稳定报告》发表以来，一些国家提高了政策利率，与此同时，随着对目前信用市场的重新定价，美国收紧了对信用状况较差的申请房贷者和高杠杆借贷公司等一些借款人的融资环境。鉴于目前以及今后的事态发展情况，我们调整了对货币与金融状况的评估，以反映略紧的环境。

……宏观经济可能面临下行风险。

货币和信用环境收紧可能会通过以下几个渠道影响经济活动。首先，收紧对信用状况较差住户的信贷供应可能会加剧美国住房市场下滑。其次，股价下跌通过减弱财富效应和影响消费者情绪，可能会抑制消费。再次，企业部门资本成本升高可能会抑制资本支出。最后，也许是最重要

5. 本期《全球金融稳定报告》引入一套股市信用风险指标，审查了市场对新兴市场金融体系违约风险认识的变化情况。新兴市场信用风险指标衡量三组银行（每组五家银行）的多重违约概率，采用了Moody's KMV预期违约率（EDFs<sup>TM</sup>）。EDFs<sup>TM</sup>使用Merton违约概率估算结构模型，并使用了资产负债数据和股价数据（Kealhofer, 2003）。所涵盖的三个地理区域为亚洲新兴市场、欧洲新兴市场和拉丁美洲。