

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

持久的金融稳定
步步为营

.....

2011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

F831.5/14
:2011(1)

2011

全球金融稳定报告

持久的金融稳定
步步为营

2011年4月

作者 国际货币基金组织
译者 王蓓婕 路蒙佳
李伟杰 杨冠一

北方工业大学图书馆



C00288541



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 (April 2011 issue)

Copyright©2011

International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2011年4月)

英文版权©2011

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: 孙蕊

责任印制: 裴刚

图书在版编目(CIP)数据

全球金融稳定报告: 持久的金融稳定: 步步为营. 2011年4月/国际货币基金组织著; 王蓓婕、路蒙佳、李伟杰、杨冠一译. —北京: 中国金融出版社, 2011.11

(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-6172-3

I. ①全… II. ①王…②王…③路…④李…⑤杨… III. ①金融市场—研究报告—世界—2011 IV. ①F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 229814 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 北京侨友印刷有限公司

尺寸 215 毫米 × 280 毫米

印张 11.25

字数 263 千

版次 2011 年 11 月第 1 版

印次 2011 年 11 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978-7-5049-6172-3/F.5732

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,全球金融稳定状况也有所改善,但某些重要金融体系的结构性弱点和脆弱性仍存。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,指出新兴经济体资本流入产生的压力,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 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:Gohar Abajyan, Sergei Antoshin, Ivailo Arsov, Adolfo Barajas, Theodore Barnhill Jr., Reinout De Bock, Phil de Imus, Joseph Di Censo, Dawn Yi Lin Chew, Francesco Columba, Jaime Espinosa, Luc Everaert, Jeanne Gobat, Alessandro Gullo, Vincenzo Guzzo, Kristian Hartelius, Sanjay Hazarika, Geoffrey Heenan, Deniz Igan, Andreas Jobst, Geoffrey Keim, William Kerry, John Kiff, Turgut Kisinbay, Taline Koranchelian, Peter Lindner, Estelle Liu, Yinqiu Lu, Andrea Maechler, Rebecca McCaughrin, Andre Meier, Fabiana Melo, Paul Mills, Srobona Mitra, Ken Miyajima, Michael Moore, Erlend Nier, Hiroko Oura, Jaume Puig, Faezeh Raei, Marta Sánchez-Saché, Christian Schmieder, Liliana Schumacher, Gabriel Sensenbrenner, Tiago Severo, Narayan Suryakumar, Morgane de Tollenaere, Nico Valckx 和 Ann-Margret Westin。Martin Edmonds, Ivan Guerra, Oksana Khadarina, Yoon Sook Kim 和 Ryan Scuzzarella 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 David Einhorn 和 Gregg Forte 以及货币与资本市场部的 Florian Gimbel 编辑了文本,对外关系部协调了出版工作。

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 2011 年 3 月 23 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 2011 年 3 月 28 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。

六 个月来，在宏观经济业绩改善和宏观经济政策持续宽松的支持下，全球金融稳定形势有所好转（见 2011 年 4 月期《世界经济展望》），但脆弱性仍然存在。“双速”复苏（先进经济体较慢，新兴市场经济体强劲）给各国带来了不同的政策挑战。在受危机影响最严重的先进经济体，政府和住户不同程度地面临债务过高的问题，金融机构未能随总体经济的复苏而恢复健康。新兴市场经济体正面临各种新挑战，这些挑战与国内需求强劲、信贷增长迅速、宏观经济政策相对宽松以及大量资本流入等因素有关。鉴于人们担心中东和北非的石油供应减少，油价正在迅速攀升，因此地缘政治风险也可能威胁到经济和金融前景。

先进经济体政策制定者面临的主要任务是将政策重心从依赖宏观经济和流动性支持转向更多地依赖结构性政策，即减少“依赖”和增加对金融体系的“清理”。这要求降低杠杆率和恢复市场纪律，同时避免在过渡期间发生金融和经济混乱。因此，为促进当前旨在撤销政府（隐性）担保、确保债券持有人对未来损失承担责任的政策努力，首先必须迅速恢复银行资产负债表的健全，保障中期财政的可持续性，并解决私人部门债务负担过重的问题。

对新兴市场经济体的政策制定者而言，任务是限制经济过热和脆弱性的积累，以避免以后的“清理”。新兴市场经济体的增长仍旧强于先进经济体，证券资本流入量增加。这种状况给一些金融市场带来压力，使杠杆率升高，形成潜在的资产价格泡沫，并导致通货膨胀压力增大。政策制定者还须集中更多注意力来控制宏观金融风险的积累，以避免未来发生可能阻碍增长和破坏金融

稳定的问题。为此，一些新兴市场国家需要收紧宏观经济政策，并视需要采用宏观审慎工具以确保金融稳定。努力拓宽和深化本国资本市场，以提高金融部门吸收更多资本流入的能力，也会有所助益。

未来几个月，最迫切的挑战是为银行和主权融资，尤其是在一些较薄弱的欧元区国家。如本期《全球金融稳定报告》第一章所述，为支持这些国家整顿财政和增强银行资产负债表的政策，应作出可信的保证，表明多边担保有充分的灵活性和财力，足以促进有序地降低杠杆率，而不会进一步给财政和银行资金带来压力。其他国家的融资问题不那么严重，但仍值得担心。根据基线假设，在大多数先进经济体，资金成本上升和政府债务存量增加，将使政府支付的利息增加（另见 2011 年 4 月期《财政监测报告》）。如果削减赤字的工作能按计划进展，利息支出大体上将保持在可应付的状态，但美国和日本还需在中期财政整顿战略方面取得更长足的进展，才能避开金融稳定出现恶化的风险并保持信心。在日本，眼下财政工作的当务之急是支持震后重建工作，并适时回到实现中期整顿目标上。

总体而言，虽然危机期间已将风险从私人部门转移到公共部门，但在许多先进经济体，对银行体系的信心并未恢复，而且，信心不足与欧元区的主权风险这两者之间继续发生负面相互作用。本报告的分析表明，为了恢复市场信心，降低对央行资金的过度依赖，有必要进一步大力增强欧元区银行的资产负债表。在这方面，为了避免去杠杆化进程中的不利影响，需要提高资本充足率，而且必须重组一系列银行（大多为规模较小的银行），必要时应予以破产清算。在美国，

住房市场的不景气，遗留的抵押贷款问题，以及尚未处理完毕的抵押止赎事务继续给银行体系造成压力，限制了信贷的提供，也限制了抵押贷款市场充分恢复运转。随着各国过渡到新的和更严格的监管制度，还有必要增加银行的缓冲资本和加强资产负债表。银行体系仍处于困境的国家应提高透明度（包括进行更严格和更符合实际情况的压力测试），并对脆弱的机构进行注资和重组，必要时加以关闭。如果没有这种长期的金融部门改革，短期融资困难就可能再次升级为全系统的流动性事件。

政策制定者应将测量和减轻系统流动性风险作为首要议程。这些风险在最近这次危机中扮演了主要角色，且尚未得到解决。第二章深入探讨了这一问题，论述了《巴塞尔协议Ⅲ》流动性规定颁布执行后将发挥何种作用。该分析表明，《巴塞尔协议Ⅲ》虽然有助于增加流动性缓冲，但是无法完全解决流动性风险的系统性特征。该章举例介绍了一些系统流动性风险和机构对系统流动性风险贡献度的测量方法，并建议使用一些相应的宏观审慎工具。这些工具经过进一步修改和测试后，可用于减轻此类风险。例如，其中一个方

法根据一家公司的资产和负债及其银行间关系，测量为确保该公司的破产风险在压力期间不会导致破坏稳定性的流动性挤提而所需的较高的资本水平。采用此类工具能更有效地分担系统流动性风险给私人 and 公共部门造成的负担，并有助于减少央行在压力期间进行干预的情况。

许多国家在这次危机中面临着一个共同的问题，就是信贷增长过度而且分配不当，对住房市场的高涨起到了推波助澜的作用。第三章论述住房金融体系与金融稳定的关系，指出一些国家住房金融体系的结构导致其住房市场暴跌和金融稳定状况的恶化。该章提出了一套住房金融领域的最佳做法。对于住房市场及其融资仍存在问题的美国而言，采取最佳做法意味着要更妥善地界定政府对住房市场的参与并提高其透明度，包括削弱两家大型政府资助实体（房地美和房利美）所发挥的作用。应考虑到当前住房市场和经济复苏仍然脆弱，以循序渐进的方式追求上述目标。我们建议，那些正在努力打造健全的住房金融体系的经济体应“回归本源”，即确保贷款发放安全稳妥，并鼓励使用简单和透明的抵押贷款合约。

目 录

前言	ix
概要	xi
第一章 持久的金融稳定面临的主要风险和挑战	1
概 要	1
A. 稳定面临着怎样的主要风险和挑战?	2
B. 危险中求生存——先进经济体高债务负担的遗患	10
C. 银行体系——需要做的更多	12
D. 主权融资挑战	20
E. 减轻住户和公司的压力	27
F. 资本流入新兴市场对于宏观经济和稳定的影响	34
G. 持久的金融稳定：步步为营	47
附录 1.1. 推动美国债券收益率上升的因素是什么?	51
附录 1.2. 为广义政府债务编写投资者基础数据	54
附录 1.3. 迪拜：从债台高筑到重组，风险仍存	54
附录 1.4. 预计直到 2015 年的政府融资成本	57
附录 1.5. 美国的战略性违约和房地产价格	59
附录 1.6. 部分经济体管理资本流动的近期举措	61
附录 1.7. 交易所交易基金：机理和风险	65
参考文献	70
第二章 如何应对系统流动性风险	73
概 要	73
什么是系统流动性风险?	75
《巴塞尔第三号协议》中的流动性规定能否降低系统性风险?	75
系统流动性风险指标与减轻系统流动性风险的潜在宏观审慎工具	79
总结与政策考量	93
附录 2.1. 用于计算系统流动性风险指数的方法	97
附录 2.2. 经系统性风险调整后的流动性模型的技术描述	98
附录 2.3. 压力测试框架的重点	102
参考文献	105

第三章 住房金融与金融稳定——从基础做起	109
概 要	109
住房价格的暴涨暴跌——理论与经验阐释	110
全球的住房金融格局	113
住房金融与金融稳定	132
结论及政策建议——从基础做起	140
附录 3.1. 最近的危机期间住房金融体系对房价及贷款损失增长的影响	143
附录 3.2. 先进经济体房价、信贷及住房金融体系特点的证据	145
参考文献	150
词汇表	157
附录 代理主席的总结发言	165
统计附录	
[Available online at www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/01/pdf/statappx.pdf]	
专栏	
专栏 1.1. 中东：金融稳定前景面临的地缘政治风险	4
专栏 1.2. 日本地震对金融稳定的影响	8
专栏 1.3. 分析美国银行吸收抵押贷款本金缩减的能力	29
专栏 1.4. 新兴市场公司部门的债务脆弱性是否在积聚？	39
专栏 1.5. 新兴市场的银行：促进增长或引发疯狂？	42
专栏 1.6. 欧元区的危机管理和防范	48
专栏 1.7. 监管改革：我们达到目标了吗？	50
专栏 2.1. 净稳定融资率对银行流动性问题的预测力如何？	80
专栏 2.2. 系统流动性风险指数对银行流动性问题的解释力如何？	86
专栏 3.1. 丹麦的抵押贷款模式——“平衡范式”	117
专栏 3.2. 住房金融体系的法律前提	122
专栏 3.3. 对居民住房抵押贷款中贷款价值比率（LTV）的限制	127
专栏 3.4. 住房金融与美国住房危机	128
专栏 3.5. 新兴市场的抵押贷款证券化	131
专栏 3.6. 对房价、信贷及住房金融特性之间关系的实证分析	135
专栏 3.7. 抵押贷款融资分类及激励失调	138
表	
表 1.1. 部分先进经济体的负债和杠杆	11
表 1.2. 银行脆弱性指标	17
表 1.3. 主权市场和脆弱性指标	21
表 1.4. 不同情景下回归“均衡”的住户债务占 GDP 的比例	30

表 1.5. 部分新兴经济体的宏观和金融指标	45
表 1.6. 亚洲经济体管理资本流动的部分措施	62
表 2.1. 计算中使用的因子	77
表 2.2. 建议方法的主要特征	82
表 2.3. (系统) 流动性风险监测指标	83
表 2.4. 系统流动性风险产生的联合预期损失	89
表 2.5. 根据个体流动性风险和单个金融机构对系统流动性风险的贡献收取的资本费用	89
表 2.6. 单个金融机构对系统流动性风险的贡献和相关保费公允价值的统计摘要	90
表 2.7. 部分流动性压力测试 (ST) 框架	91
表 2.8. 取款率假设	92
表 2.9. 银行以流动性短缺结束模拟的概率	92
表 2.10. 额外资本	94
表 2.11. 管理系统流动性风险的部分监管建议	94
表 3.1. 危机应对措施	114
表 3.2. 先进经济体住房金融的特点, 2008 年	116
表 3.3. 新兴经济体及新兴工业化经济体的住房金融体系, 2008 年	119
表 3.4. 新兴经济体及新兴工业化经济体抵押贷款市场的特点, 2008 年	121
表 3.5. 政府对住房金融市场的干预指数, 2008 年	125
表 3.6. 住房金融的何种特性有助于解释房价上涨、抵押贷款和不良贷款的增加	134
表 3.7. 实际房价上涨、抵押贷款扩张与贷款损失增长的共同决定因素	146
表 3.8. 实际房价上涨、抵押贷款扩张的共同决定因素, 危机前时期, 2004-07 年	147
表 3.9. 房价与住户的银行借贷	149
表 3.10. 房价、住户的银行借贷与宏观控制变量	149
表 3.11. 房价与住房金融体系的特点	150
表 3.12. 房价与政府干预	151
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. 金融状况的变化	7
图 1.4. 风险偏好	7
图 1.5. 银行部门的挑战	13
图 1.6. 银行体系资本和对批发融资的依赖	13
图 1.7. 全球银行的债务期限状况	14
图 1.8. 银行的展期要求, 2011-12 年	14
图 1.9. 银行债务收益率	15
图 1.10. 银行存款利率的增加	15
图 1.11. 银行净利息收入的变化, 2010 年 6 月	16
图 1.12. 银行部门所面临挑战的政策解决方案	18

图 1.13. 欧盟银行的一级核心资本比率, 2010 年	19
图 1.14. 主权信用违约掉期利差	22
图 1.15. 欧元区国债与德国债券的利差以及波动性	22
图 1.16. 以欧元计价的债券经风险调整后的收益率	23
图 1.17. 广义政府债务持有的变化	24
图 1.18. 政府融资的平均和边际成本	24
图 1.19. 主权融资需求	25
图 1.20. 2015 年的政府融资成本	25
图 1.21. 融资成本门槛、债务和收入	26
图 1.22. 杠杆率：住户债务占 GDP 的比率	28
图 1.23. 美国住户杠杆率的各种衡量尺度	28
图 1.24. 潜在可销售住房的影子库存	31
图 1.25. 住户资产负债表	31
图 1.26. 美联储资产和美国风险资产的资金流入	32
图 1.27. 非金融公司信用违约掉期利差	32
图 1.28. 非金融公司的债务股权比率	33
图 1.29. 中小企业贷款条件	33
图 1.30. 商业房地产部门的债务期限状况	34
图 1.31. 新兴市场的净资本流入	35
图 1.32. 美国对外国证券的投资流动	36
图 1.33. 投资组合债务流入和经风险调整的地方政府债收益率	36
图 1.34. 新兴市场债务和股票共同基金的月度平均零售流入	37
图 1.35. 资本流入、实际信贷和实际股票价格	37
图 1.36. 新兴市场股票：2010 年的外资流入、发行和收益	38
图 1.37. 新兴市场外部企业发行债券的评级	41
图 1.38. 通胀、货币和资本流动波动性的中值	44
图 1.39. 2011 年 2 月的实际政策利率	46
图 1.40. 10 年期政府债券收益率	52
图 1.41. 宏观经济惊喜指数	52
图 1.42. 10 年平准率	52
图 1.43. 美国国库券的期限溢价	53
图 1.44. 10 年期国债名义收益率的组成	53
图 1.45. 迪拜：外国借款潮和展期风险	55
图 1.46. CPI 平减后的城市房地产价格	55
图 1.47. 迪拜政府相关企业 (GREs) 和债务期限状况	55
图 1.48. 迪拜：债务组成	56
图 1.49. 信用违约掉期利差	56
图 1.50. 阿联酋：当地银行的最新动态	56
图 1.51. 不良贷款 (NPLs) 和房地产	56

图 1.52. 政府融资成本和债务可负担性	58
图 1.53. 考虑了当地失业率后, 仍在履约中的初级抵押贷款拖欠 60 天及以上的年度变化概率	59
图 1.54. 美国抵押贷款拖欠概率和房屋权益分布	60
图 1.55. 房屋权益, 拖欠率和住房价格的下滑	60
图 1.56. 印度尼西亚: 外资持有政府债券和印尼央行证券 (SBIs)	61
图 1.57. 泰国: 每周的外国投资组合流入和储备	63
图 1.58. 亚洲住宅地产价格	63
图 1.59. 韩国: 短期外部借款	64
图 1.60. 按敞口类型划分的交易所交易基金资产 (1.2 万亿美元)	66
图 1.61. 交易所交易基金: 基于总回报掉期的合成复制	67
图 1.62. 交易所基金的交易对手风险	67
图 1.63. 闪电崩盘: 日间价格, 2010 年 5 月 6 日	68
图 1.64. 黄金交易所交易基金	69
图 2.1. 不同地区的净稳定融资率	78
图 2.2. 按商业模式划分的净稳定融资率	78
图 2.3. 不同银行的净稳定融资率, 2009 年	79
图 2.4. 系统流动性风险指数	84
图 2.5. 银行股票收益率波动性对系统流动性风险指数的平均敏感度	84
图 2.6. 基于市值的银行股票收益率波动性对系统流动性风险指数的敏感度	85
图 2.7. 基于净稳定融资率 (NSFR) 的银行股票收益率波动性对系统流动性风险指数的敏感度	85
图 2.8. 流动性风险产生的个体预期损失示例	88
图 2.9. 系统流动性风险产生的联合预期流动性短缺与总预期流动性短缺示例	88
图 2.10. 总贷款减少额	93
图 2.11. 主要因素分析: 由每个因素解释的总变化	96
图 2.12. 根据经系统性风险调整的流动性模型计算系统流动性的方法	99
图 2.13. 市场价格下的净稳定融资率与流动性风险产生的预期损失之间的概念关系	100
图 2.14. 流动性风险产生的联合预期流动性短缺概率分布的概念架构: 两家企业 (双变量) 的例子	101
图 2.15. 系统流动性风险的 ST 框架	103
图 3.1. 住房价格指数	111
图 3.2. 政府对住房融资的参与	124
图 3.3. 政府对住房融资的参与: 新兴经济体和新兴工业化经济体	124
图 3.4. 住房自有率及政府对住房金融的参与	126
图 3.5. 住房自有率	126
图 3.6. 居民住房抵押贷款的债务占 GDP 比率: 先进经济体	132
图 3.7. 居民住房抵押贷款的债务占 GDP 比率: 欧洲新兴经济体	132
图 3.8. 不良居民住房抵押贷款	133
图 3.9. 英美两国的房屋止赎状况	137

概 要

自 2010年10月期《全球金融稳定报告》发布以来，全球金融稳定面临的风险有所减缓，这部分应归功于宏观经济状况的改善。然而，许多先进经济体的主权资产负债表仍面临压力，欧元区的结构性弱点和脆弱性给银行的资产负债表带来了巨大的风险，信用风险依旧高企，资本流入使新兴市场吸收流入资本的能力备受压力。

许多先进经济体正疲于应对债台高筑和杠杆率过高的遗留问题。债务水平居高不下已成为全球经济中显而易见的普遍现象，住户的权益为负，银行资本缓冲薄弱，资产质量不确定，主权国家面临着债务可持续性的挑战。

许多先进经济体的主权资产负债表正处于压力之下。只要主权融资担忧继续存在，投资者对风险更高的信贷产品的偏好就有可能下降，这反过来又推高了融资成本，并带来了展期风险。最为脆弱的是那些边际融资成本更高以及短期融资需求更大的经济体。

不完整的政策行动和改革使全球银行体系的各个部门在进一步的冲击面前脆弱不堪。尽管资产负债表有所改善，政策倡议也有所加强，但银行仍旧深陷资本短缺的泥沼，在不断攀升的融资成本前不堪重负。对那些处于竞争链末端的虚弱银行，应予以重组或清偿，对其余的机构，则应注入充足的资本。

美国居高不下的住户杠杆率给住房市场带来了下行风险。要降低这一债务负担，就需要出台更多的结构性政策。就公司资产负债表而言，大多数经济体已有所改善，但有些地区仍旧脆弱，包括中小企业、商业房地产部门以及那些处于欧元区边缘的、重点面向国内的公司。更大的公司则要承担更多潜在的风险。

新兴市场的资本流入有所恢复但仍旧处于波动之中。多数市场的资本流入尚未达到过剩的水平，缩小的产出缺口和攀升的通货膨胀率加大了政策应对的难度。众多公司的杠杆率都在升高，弱小的公司也在进入资本市场，这就使公司的资产负债表在外部冲击面前显得脆弱不堪。

要将复苏引入可持续的道路，政策制定者还面临着三项关键的挑战。他们需要：(1) 解决先进经济体高额债务负担的遗留问题，加强其资产负债表；(2) 打造一个更强劲、更具活力、市场纪律更加严明的金融体系；(3) 抵御新兴市场经济过热和金融失衡累计的风险。对先进经济体而言，需要将政策重心从依赖宏观经济和流动性支持转移到实施更多的结构性金融政策上来。与此相对，新兴市场则要更多地依赖宏观经济措施，在某些情况下，宏观审慎的资本管制举措能够有所助益。短期内，需要不断地支持资产负债表以确保一个有序的去杠杆化进程；中期内，则需要撤销公共支持并重建有效的市场纪律。

A. 稳定面临着怎样的主要风险和挑 战？

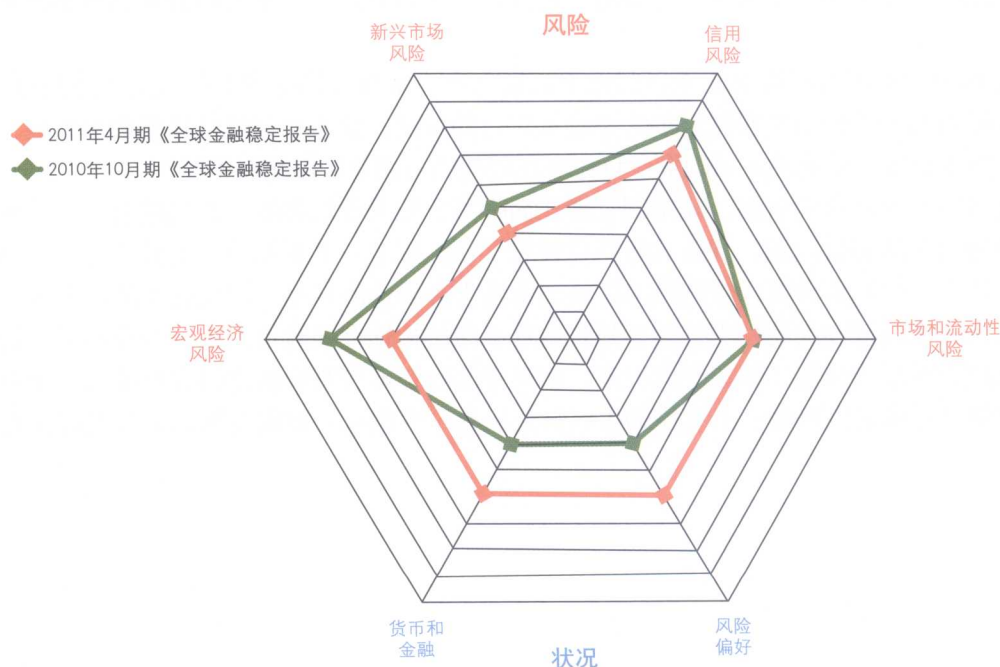
自2010年10月期《全球金融稳定报告》发布以来，全球金融稳定面临的风险已有所下降（图1.1和1.2）。先进经济体的宏观经济表现所有改善，新兴市场良好的前景也支持了全面的金融稳定。然而，主权和银行体系

的风险依旧高企，成为经济全面复苏的羁绊。量化宽松的货币和金融状况帮助减缓了资产负债表的压力并支持了风险偏好的上升。尽管如此，欧元区仍旧存在的结构性弱点和脆弱性若得不到全面解决，就会带来大量的下行风险。新兴市场的资本流入约束了其吸收资本的能力，对宏观金融风险逐步累计的担忧所有加剧。

自2010年10月期《全球金融稳定报告》发布以来，全球复苏进程虽有所加快，却仍不均衡：先进经济体沉重的债务负担和高企的失业率继续拖累经济增长，而新兴市场经济体却继续强劲增长。受经济活动改善和通货膨胀率风险降低的推动，总体的宏观经济风险已经下降（见2011年4月期《世界经济展望》）。然而，本章的B部分表明，即使距金融危机爆发之时已近4年，资产负债表的脆弱性仍旧是全球金融稳定和经济复苏

注：本章由Peter Dattels牵头的小组撰写，小组成员包括Sergei Antoshin, Ivailo Arsov, Reinout de Bock, Phil de Imus, Joseph Di Censo, Martin Edmonds, Luc Everaert, Vincenzo Guzzo, Kristian Hartelius, Geoffrey Heenan, Matthew Jones, Geoffrey Keim, William Kerry, Taline Koranchelian, Peter Lindner, Estelle Liu, Yinqiu Lu, Andrea Maechler, Rebecca McCaughrin, Andre Meier, Fabiana Melo, Paul Mills, Ken Miyajima, Michael Moore, Jaume Puig, Faezeh Raei, Marta Sánchez-Saché, Christian Schmieder, Gabriel Sensenbrenner, Narayan Suryakumar, Morgane de Tollenaere 和 Nico Valckx。

图1.1. 全球金融稳定图

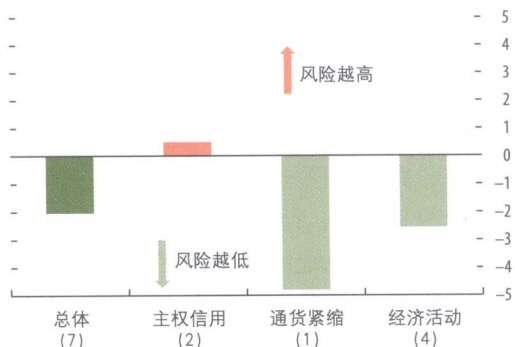


注：离中心越远，表示风险越高、货币和金融状况越宽松、风险偏好越强。

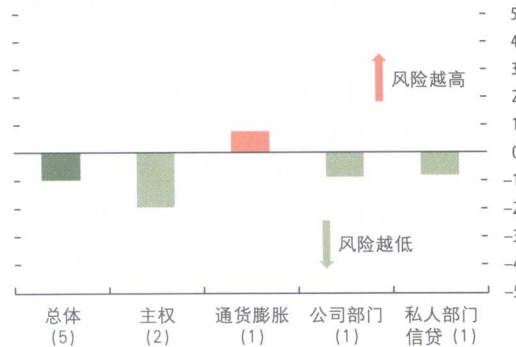
图1.2. 全球金融稳定图：评估风险和状况

(自2010年10月期《全球金融稳定报告》发布以来的级别变化)

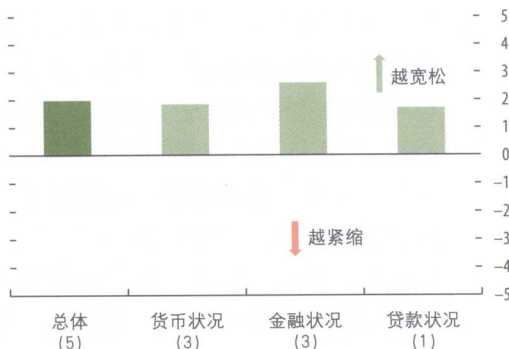
随着复苏的持续和通货紧缩风险的减缓，尽管主权资产负债表仍旧面临压力，但宏观经济风险已有所下降。



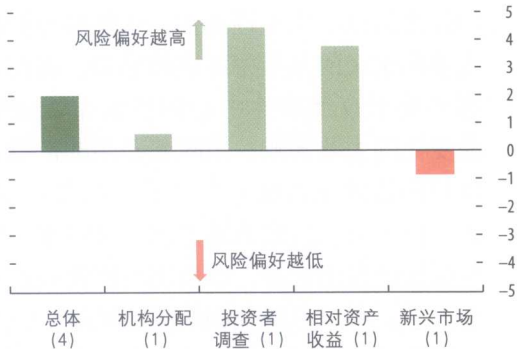
尽管通胀压力攀升，但新兴市场面临的风险仍旧较低，从不断上升的评级和有利的增长前景中就能看出这一点。



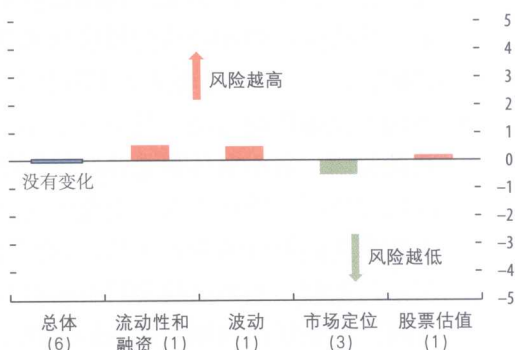
受量化宽松政策（包括第二轮量化宽松政策）的推动，货币和金融状况进一步放宽……



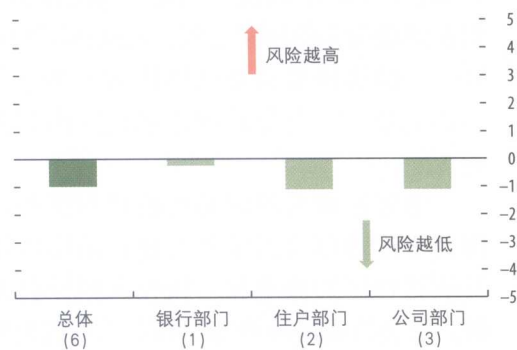
……尽管新兴市场的资本流入在近期有所减缓，但宏观经济前景的改善还是推高了风险偏好。



尽管欧元区面临着新的压力，但支持性的政策举措却有助于抑制更为广泛的市场风险和流动性风险。



然而，信贷风险的增长拖累了实体经济，而支持性的政策举措和强劲的风险偏好或许会暂时掩盖高企的潜在脆弱性。



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。

专栏 1.1. 中东：金融稳定前景面临的地缘政治风险

中东的政治危机可能会对该地区产生深远的影响。到目前为止，高企的油价对全球市场的影响已得到控制。由于该地区与世界其他地区的贸易和金融联系相对有限，因此，通过非石油渠道传播的潜在影响得以缓和。但是，如果为了应对通货膨胀而大幅提高利率，欧元区的某些脆弱经济体和一些新兴市场则可能会经受额外的压力。如果石油供给因政治危机的深化而陡然中断，就会给世界经济带来更为严重的潜在影响。

地区市场承受着巨大的压力……

最近几个月的事件代表了中东和北非政治以及治理的历史性变化，这些事件的影响可能要在未来的几年中才能被感知。起初，只是那些处于政治事件中心的国家才能感受到金融变化的主要影响，但随着动荡的扩散，石油出口国最终也未能幸免（第一幅图）。总体而言，自1月初股票市场急剧下跌以来，尽管有些市场已走出低谷，信用违约掉期利差却变得更大了。鉴于不断加剧的政治风险，以及在某些情况下实体经济活动的中断和财政的虚弱，评级机构已经对中东和北非的国家采取了诸多举措，巴林、埃及、约旦、利比亚和突尼斯均在评级调降的国家之列。地区内部的金融关联——跨境持股以及巴林作为区域银行业中心的地位——会导致冲击在地区内更为剧烈的传导。

尽管区域内的贸易关联相对疲弱，但从海湾合作理事会国家和其他石油出口国流向石油进口国的旅游和汇款收入预计会大幅下滑，这会给实体经济部门带来不利的影 响。而且，移民的回流——从历史上的移入国返回母国——也会使得该地区本已不堪重负的劳动

力市场雪上加霜。

……迄今，该地区对全球市场的影响是有限的。

由于该地区与世界其他地区的贸易和金融联系相对有限，因此，通过非石油渠道传播的潜在影响得以缓和：

- 贸易联系。除了石油部门，中东和北非与世界其他地区并没有广泛的贸易和金融联系。这是一个净进口的地区，非石油出口相对较少。例如，石油出口占该地区2010年商品及服务出口总额的63%，占石油出口国的71%。
- 银行部门的联系。由于西方银行对该地区的信用风险暴露有限，因此，通过国际银行体系传播的风险较为缓和。国际清算银行2010年第三季度的数据表明，美国、英国、日本和欧洲的银行对规模更大的区域经济体的风险暴露总额大约为3,300亿美元。然而，英国、美国和法国银行的风险暴露是巨大的（第二幅图）。就阿拉伯联合酋长国而言，英国银行对其风险暴露为570亿美元，美国银行为130亿美元，法国银行为120亿美元。法国银行对摩洛哥、沙特阿拉伯和埃及的风险暴露分别为220亿美元、190亿美元和170亿美元。
- 石油美元融资的流动。几十年来，欧洲（尤其是英国）货币市场都是传统的石油美元的回收场所，近几年来，资金流动已扩展至亚洲其他地区的货币市场，如新加坡和东京。然而，如果这些大型石油出口国的政府没有受到国内剧烈动荡的干扰，迄今为止，这些资金仍旧正常流动且不太可能中断。

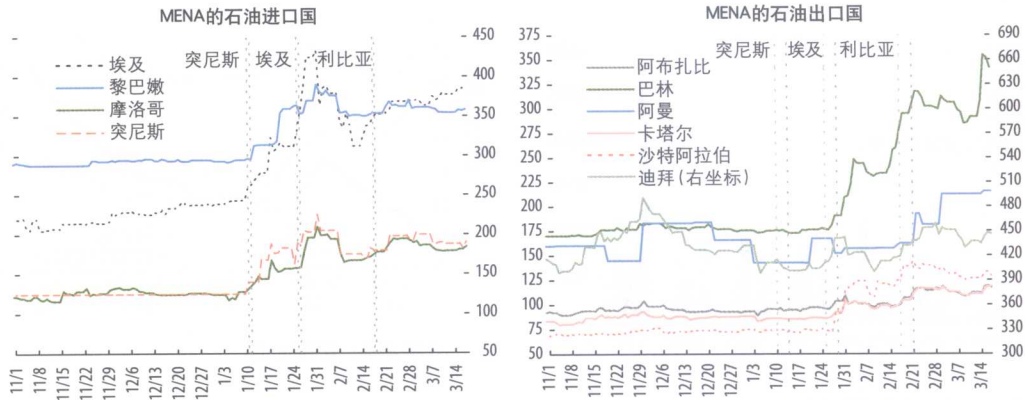
随着黄金和瑞士法郎的交易价格一路走高，很多资金都涌入该地区寻求避险，但由于

注：本专栏由Gohar Abajyan、Adolfo Barajas、Jaime Espinosa和Sanjay Hazarika撰写。

专栏 1.1 (续)

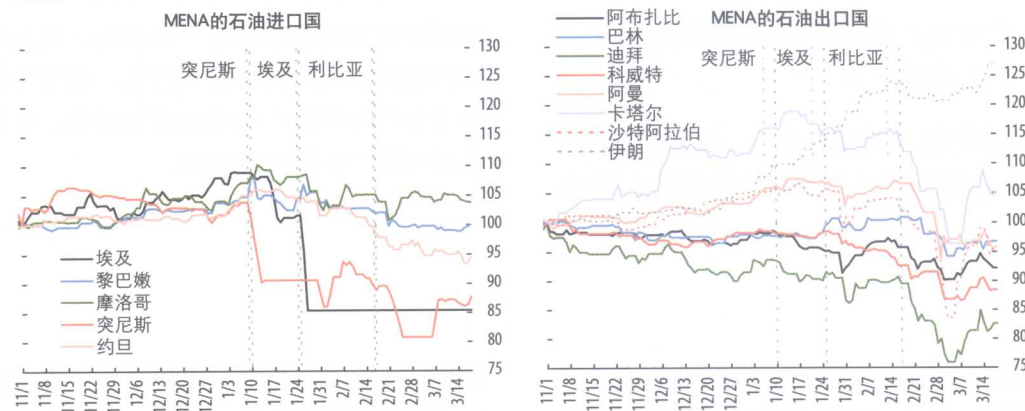
信用违约掉期利差

(基点, 2010年11月1日-2011年3月17日)



股票市场

(指数, 2010年11月1日=100, 2010年11月1日-2011年3月18日)



资料来源: 彭博资讯和Markit。
注: MENA=中东和北非。

上述种种有限的关联, 该地区对更为广阔的风险市场的溢出效应十分有限。市场波动性仍旧低于2010年欧元区危机时的水平。

然而, 若为了抑制通货膨胀而大幅提升利率, 欧元区的脆弱经济体和一些新兴市场则可能会经受额外的压力。

油价的上升给通货膨胀带来了上行压力

(第三幅图), 可能会导致加息先于预期。而这又会使欧元区的边缘经济体面临进一步的融资压力。之前, 已有大量的套利资本流入一些新兴经济体, 相比之下, 先进经济体利率的提升则会使资本从这些新兴经济体中撤出。