

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

迎接稳定面临的新挑战
打造一个更安全的体系

.....

2010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

全球金融稳定报告

迎接稳定面临的新挑战
打造一个更安全的体系

2010年4月

国际货币基金组织

杨冠一 王蓓婕 白瑞坤



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 2010 issue)
Copyright©2010
International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2010年4月)
英文版权 ©2010
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: 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: 迎接稳定面临的新挑战 打造一个更安全的体系. 2010年4月/国际货币基金组织著; 杨冠一, 王蓓婕, 白瑞坤译. —北京: 中国金融出版社, 2010.12
(世界经济与金融概览)
ISBN 978-7-5049-5695-8

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 203674 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 14.5

字数 386 千

版次 2010 年 12 月第 1 版

印次 2010 年 12 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978-7-5049-5695-8/F.5255

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，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。

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。尽管全球金融稳定的状况有所改善,但本期报告还是强调了风险在过去六个月中的变化,并追踪了金融压力的来源和传导途径,继而讨论了尚在考虑之中的对全球金融体系进行修复的政策建议。

在货币与资本市场部主任兼金融顾问 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 副主任、Peter Dattels 和 Laura Kodres 处长及 Christopher Morris, Matthew Jones 和 Effie Psalida 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, Chikako Baba, Alberto Buffa di Perrero, Alexandre Chailloux, Phil de Imus, Joseph Di Censo, Randall Dodd, Marco Espinosa-Vega, Simon Gray, Ivan Guerra, Alessandro Gullo, Vincenzo Guzzo, Kristian Hartelius, Geoffrey Heenan, Silvia Iorgova, Hui Jin, Andreas Jobst, Charles Kahn, Elias Kazarian, Geoffrey Keim, William Kerry, John Kiff, Annamaria Kokenyne, Vanessa Le Lesle, Isaac Lustgarten, Andrea Maechler, Kazuhiro Masaki, Rebecca McCaughrin, Paul Mills, Ken Miyajima, Sylwia Nowak, Jaume Puig, Christine Sampic, Manmohan Singh, Juan Solé, Tao Sun, Narayan Suryakumar 和 Morgane de Tollenaere。Martin Edmonds, Oksana Khadarina, Yoon Sook Kim 和 Marta Sanchez Sache 提供了分析支持。Shannon Bui, Nirmaleen Jayawardane, Juan Rigat 和 Ramanjeet Singh 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。如无特别说明,本报告反映的是 2010 年 3 月之前掌握的信息。

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 2010 年 4 月 5 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。

《世界经济展望》和 《全球金融稳定报告》联合序言

全球复苏的进展好于预期，但复苏速度不同——许多先进经济体复苏乏力，但多数新兴和发展中经济体的复苏步伐坚实。目前预计世界增长率为4.25%。在先进经济体中，美国比欧洲和日本迎来更好的开端。在新兴和发展中经济体，新兴亚洲在引领复苏，而许多新兴欧洲经济体和一些独联体国家的增长落后。预计不同速度的复苏将继续下去。

随着复苏立稳脚跟，全球金融稳定面临的风险已经减轻，但尚不能确保实现了稳定。我们所估计的受重创经济体从危机爆发至2010年的银行体系减记额已从2009年10月期《全球金融稳定报告》的2.8万亿美元下调到2.3万亿美元。然而，总体情况掩盖了银行体系各部分之间的重大差异。银行体系的某些部分仍面临资本短缺，资产很可能进一步恶化，并且盈利能力长期低下。迄今为止，去杠杆化主要是由资产恶化驱动的，这类资产损害了收益和资本。然而，往今后看，随着银行降低杠杆率并增加资本和流动性缓冲，融资或银行资产负债表负债方的压力可能起到更大作用。因此，私人部门信贷的恢复可能疲弱，特别是在先进经济体。

同时，许多新兴经济体增长前景的改善以及主要经济体的低利率使流向一些新兴经济体的资本出现可喜的复苏。不过，这些资本流动也伴随着通胀压力和资产泡沫风险。到目前为止，没有迹象显示整个体系范围出现泡沫，但存在一些危险地区，并且，风险在较长期间内可能积累起来。跨境资金流动的恢复使实际有效汇率发生一些变化——美元贬值和其他先进和新兴经济体的浮动货币升值。但这些变化较为有限，预计全球经常账户失衡将再度扩大。

经济活动前景依然异常不确定，财政脆弱

性导致的下行风险已经浮现。一个主要的担心是，许多先进经济体的政策回旋余地已经基本耗尽或相当有限。此外，先进经济体的主权风险可能损害在金融稳定上取得的进展，使危机拖得更久。公共债务的迅速增加和财政资产负债表的恶化可能会传导回银行体系或跨境传导。

这彰显了采取政策行动维护全球经济复苏和金融体系的必要性。政策议程应包括几项重要内容。

今后的关键任务是降低主权脆弱性。许多先进经济体迫切需要设计和传达可信的中期财政整顿战略。这应包括在中期内降低总债务与GDP之比的明确时间表，以及在公共财政恶化程度超过预期的情况下采取的应急措施。如果宏观经济取得预期发展，多数先进经济体应在2011年开始财政整顿。同时，鉴于复苏依然脆弱，计划在2010年实行的财政刺激应得到充分实施，但风险溢价大幅上升的国家除外，这些国家形势更加紧迫，现在就需开始财政整顿。应当刻不容缓地实施在短期内不会降低需求的福利改革，如提高法定退休年龄或降低医疗成本。

其他政策挑战涉及在全球范围内撤销宽松的货币政策以及管理流向新兴经济体的资本。在主要先进经济体，随着财政整顿向前推进，只要通胀预期仍得到很好的锚定，货币政策就可以继续保持宽松，即使是在中央银行开始撤销对金融部门的紧急支持时。主要新兴经济体和一些先进经济体将继续引领紧缩政策周期，因为它们正在经历更快的复苏和资本流动的恢复。虽然仅存在有限的通胀压力和资产价格泡沫迹象，但目前状况表明需要密切监控和提早采取行动。在外部头寸相对平衡的新兴经济体，为防止汇率过度升值，应联合运用宏观经济和审慎政策，《世界经

济展望》和《全球金融稳定报告》对此进行了详细讨论。

应对失业则是另一项政策挑战。在先进经济体失业率居高不下的情况下，一个主要的担心是暂时性失业可能转为长期失业。除了实施支持近期复苏的宏观经济政策以及恢复银行部门健康（并恢复对劳动力密集部门的信贷供给）的金融部门政策外，特定的劳动力市场政策也有助于限制对劳动力市场的破坏。具体而言，充分的失业福利对于支撑住户信心和避免贫困大幅增加至关重要，教育和培训能够帮助失业者重返劳动力大军。

政策还需支持长期金融稳定，从而使下一阶段的去杠杆化过程能够平稳进行，形成更加安全、有竞争力、充满活力的金融体系。关键是要迅速清理无存续能力的机构并对具有商业前景的机构进行重组。需要小心确保所有辖区内的“太重要而不能倒闭”的机构不会利用其系统重要性赋予的融资优势进一步巩固其地位。在更安全的基础上启动证券化对于支持信贷、特别是对住户和中小企业的信贷也非常重要。

Olivier Blanchard
经济顾问

展望更远的未来，我们必须就监管改革议程达成一致。改革的方向是明确的，即增加资本数量、提高资本质量以及改善流动性风险管理，但量化指标并不明确。另外，解决“太重要而不能倒闭”的机构、管理系统性风险等方面的改革存在不确定性，使得金融机构难以作出计划。政策制定者必须在促进金融体系安全性与保持其创新性和高效率之间取得适当的平衡。《全球金融稳定报告》讨论了提高金融体系安全性和加强其基础设施（如在场外衍生工具市场）的具体建议。

最后，世界在中期内能否维持高增长取决于全球需求的再平衡。这意味着，为了使全球经济维持高增长，危机前外部逆差过高的经济体需要整顿公共财政，并尽量减少这类整顿对潜在增长和需求的损害。同时，随着经常账户逆差过高的经济体降低需求，顺差过高的经济体需要进一步增加国内需求以维持增长。随着逆差过高的经济体的货币贬值，顺差经济体的货币从逻辑上讲必须升值。在再平衡的同时，顺差和逆差经济体都需实行金融部门改革和促进增长的结构政策。

José Viñals
金融顾问

随着经济复苏日益加快，全球金融稳定面临的风险已经减弱，但发达国家主权风险问题有可能削弱在稳定方面取得的进展，延长信用崩溃的局面。如果不能充分恢复金融业和住户资产负债表的健康，则公共债务可持续性的恶化可能传回银行体系或产生跨境影响。对此，需要执行以下政策：(1) 减少主权脆弱性，包括宣布可信的中期财政整顿计划；(2) 确保目前的去杠杆化过程顺利进行；以及 (3) 采取果断行动完成监管改革方案，建立更加安全、恢复能力强、有活力的全球金融体系。对新兴市场国家而言，由于资本流入急剧增加，这些国家对通货膨胀和资产价格泡沫忧虑重重，因而有必要采取务实的方法加以解决，包括综合运用宏观经济政策措施和审慎金融政策措施。

随着全球经济状况好转(见 2010 年 4 月期《世界经济展望》)，金融稳定面临的风险已经减弱。然而，财政收支差额的恶化以及公共债务的快速积累已使全球风险状况发生改变。当前，脆弱性更多地源于政府资产负债表的可持续性问题。在某些国家，对长期偿付能力的担忧可能会转化为资金市场的短期压力，因为投资者要求获得较高的收益率来抵消未来的潜在风险。这种压力可能会加剧发达国家银行在短期贷款上面临的挑战，亦可能对私人信贷的恢复产生不利影响。本报告第一章将论述这些互动关系。

随着经济复苏、杠杆率不断降低和市场日益正常化，银行体系的健康状况总体有所改善。从危机开始到 2010 年，估计银行资产减记已从 2009 年 10 月期《全球金融稳定报告》中公布的 2.8 万亿美元降至 2.3 万亿美元。其结果是银行的资本需求大幅度减少(但某些国家银行体系的一些机构仍然资本不足，主要原因是与商业房地产相关的损失)。尽管资本需求下降，但银行仍面临着相当严峻的挑战：今明两年有大笔短期贷款需要再融资；为消除投资者对监管力度加大的预期的担忧，很可能需要更多和更高质量的资本；而且迄今为止并非所有损失均已体现在资产减记上。除了这些挑战之外，新的监管规则还要求银

行反思其经营战略。这些因素都可能给利润率带来下行压力。

在此环境下，私人部门信贷的恢复很可能会减慢，因为信贷需求疲弱而供应受限。住户和公司需要减少债务，修整资产负债表。即使信贷需求低落，主权融资需求的日益膨胀仍可能受到有限信贷供应的限制，因而有可能对利率造成上行压力(见第一章 D 部分)并使银行的融资能力受到压制。中小企业受信贷减少的影响最为严重。因此，有些经济体可能仍需采取政策措施解决信贷供给方面的限制因素。

与此不同，一些新兴市场经济体出现了资本流量再次上升的情况。由于经济复苏强劲、货币升值预期加上流动性充裕以及主要发达国家利率较低，亚洲(日本除外)和拉丁美洲的证券投资资本流入有所增加(见第一章 E 部分和第四章)。虽然对资本流量恢复上升表示欢迎，但有些国家也担心这会导致通货膨胀压力和资产价格泡沫，从而可能破坏货币和金融稳定。然而，除了某些地方的产权市场，就目前而言，实际出现这种情况的证据有限。

尽管如此，目前的状况值得密切关注，并应该尽早采取政策行动避免其破坏金融稳定。第四章认为，全球流动性扩张与“流动性接收经济体”

的资产价格之间具有密切的联系。研究表明，如果汇率具有灵活性，同时放开资本流出，接收经济体的资本流入就不会成问题。此外，为应对流入激增，这些经济体的政策制定者应利用各种政策方案，如宏观经济政策和审慎监管。如果这些政策不够充分，且资本流动可能是暂时的，可考虑巧妙地采用资本管制。

主要的政策信息

为了应对主权风险，有必要制订可信的、获得公众支持的中期财政整顿计划。这是近期内各国政府面临的最艰巨挑战。应确保整顿计划透明，并制定好在公共财政恶化程度超过预期时应采取的应急措施。改进财政框架，进行促进增长的结构性改革，将有助于增强公众的信心，使之相信财政整顿工作与长期增长是相辅相成的。

在近期内，一些国家的银行体系仍需加以监督，让一批健康而可存续的核心银行恢复实力，以使私人信贷业务恢复运转。政策的重点需要放在使金融体系具有“适当的规模”，从而具有活力和稳健性。虽然降低杠杆率大多发生于银行资产负债表资产方，但融资和负债方的压力正日益突出。目前仍需进一步解决一些虚弱银行的问题，以确保中央银行能够平稳地退出所提供的非常规的融资和流动性支持。政策制定者的关键任务在于，要确保促进公平竞争与维护银行体系正常运转和安全可靠并行不悖。某些国家的中央银行和政府可能需要继续提供一些支持，另一些国家的中央银行和政府则应做好准备，在必要时恢复支持，以避免融资市场再度崩溃。

展望未来，在进行了适当的调整后，应继续迅速推进监管改革，在实施改革措施时应当考虑到当前的经济和金融状况。显而易见，要通过改革使金融体系更安全，就必须增加资本和提高资本质量，同时改善流动性管理和缓冲机制。这些微观审慎措施将有助于消除过剩产能和限制杠杆率的上升。尽管改革的方向是清楚的，但对改革的力度尚不明确。另外仍有疑问的是：政策制定

者应如何解决“太重要而不能倒闭”的机构可能损害金融体系以及给公共部门及其纳税人造成损失的问题。具体而言，有必要通过某种方式综合运用事前防范措施和经过改进的事后解决机制。消除目前监管上的不确定性，将有助于金融机构规划和调整其经营战略。

在通过监管改革解决系统性风险时，必须注意确保综合措施能够在金融系统安全性和金融系统创新性及效率两者之间达到适当的平衡。目前正在探讨一种提高系统安全性的方式，即根据机构引致的系统性风险的大小来收取资本费用。本报告虽不一定赞同其使用，但在第二章提出了一种根据金融机构的相互关联程度确定资本附加费的方法，即根据具有系统重要性的机构对系统造成的外部效应（该机构如果倒闭将对其他机构产生的影响）来收费。这一方法采用的是监督机构和私人部门目前已用于风险管理的技术。当然，还可能采取其他监管措施（例如第一章F部分所论述的措施），这些措施值得进一步分析研究。

虽然建立何种监管制度具有重要性，但同样重要的是由何人来实施监管。第二章还提出一个问题：最近提出的要求现有监管机构承担监督系统性风险的责任的改革建议是否有助于减轻系统性风险？本章的结论是：监管机构的统一（同时监督流动性和偿付能力问题）可以消除机构不统一造成的某些相互冲突的动机，但是，即便这种机构被授权监督系统性风险，相比其他受监管机构，它仍会对那些具有系统重要性的机构采取更为宽松的态度。原因是，相比其他受监管机构，这些机构中的一个如果倒闭了，则会对金融体系造成超出自身比例的、更大的破坏，而监管机构非常不愿意看到连锁倒闭的情况发生。要真正解决系统性风险，监管机构还需要被赋予与其使命明确关联的其他工具来监督系统性风险——仅靠监管机构的结构性调整还不够。这类工具可以包括基于系统性风险的资本附加费、向机构征收与其造成的系统性风险成比例的税收，或者，甚至限制某些经营活动的规模。

另一个增进金融稳定的方式是加强金融市场

的基础设施建设，提高其对单个金融机构陷入困境所造成影响的抵抗力。主要措施之一是将场外交易衍生品合约移交给中央交易对手（CCP）进行清算和结算。第三章论述了这一措施如何能够减轻系统性的交易对手信用风险，但同时指出：合约移交中央交易对手后，必须执行严格的风险管理标准，并制订良好的应急计划以防止中央交易对手本身倒闭。在全球范围，应当进行严格的监管，包括实行一套国际准则。这套准则目前正在由国际证监会组织（IOSCO）和国际支付结算体系委员会（CPSS）共同起草。

本章还指出：虽然将场外衍生品合约移交给中央交易对手能通过减少与此类合约交易相关联的交易对手风险，起到降低系统性风险的作用，但采取这种措施时有必要在中央交易对手建立巨额的追加担保品，因此将付出过渡性成本。这就

需要渐进过渡。然而，鉴于有此成本，因此经销商自愿将合约移交到较安全的中央交易对手环境的动机不会很强，可能需要监管部门更多的推促，其中一个办法是，按照经销商衍生品的风险敞口提高资本费用或征税，作为经销商在自身倒闭后应向其他交易对手支付的金额——换言之，它们的倒闭所引致的系统性风险会给其他经销商的交易对手带来损失。

总之，未来金融监管改革方案仍在改进之中，但有必要尽快着手执行，至少是执行其主要内容。由于解决“太重要而不能倒闭”的机构问题的机会稍纵即逝，更因为有些此类机构已经变得比危机爆发前规模更大、影响力也更深远，因此，这一时机不容错过。政策制定者必须严肃认真地思考这些机构具有系统重要性的原因，以及如何才能减缓这些机构给金融体系带来的风险。

目 录

前言	ix
《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》联合序言	xi
概要	xiii
第一章 解决危机遗留问题，迎接金融稳定面临的新挑战	1
A. 全球金融稳定起了怎样的变化？	1
B. 主权风险会加大全球信用风险吗？	3
C. 银行体系：遗留问题和新的挑战	10
D. 信贷复苏的风险	22
E. 评估危机后环境中的资本流动和泡沫风险	27
F. 政策启示	36
附录 1.1. 全球金融稳定图：构建和方法	40
附录 1.2. 评估在主权信用违约掉期中禁止“裸空头”的建议	43
附录 1.3. 对西班牙银行体系的评估	47
附录 1.4. 对德国银行体系的评估	51
附录 1.5. 美国：“太重要而不能倒闭”的美国银行控股公司（BHCs）有多么不同？	56
参考文献	58
[第一章的补充附录可通过链接 http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/index.htm] 获得	
附录 1.6. 根据新兴市场的历史经验分析中东欧的不良贷款	
附录 1.7. 美国、欧元区和英国的信贷需求和产能估计	
附录 1.8. 大规模资产购买计划的影响	
附录 1.9. 分析泡沫风险的方法	
附录 1.10. 欧元区的主权利差：全球风险规避、溢出效应还是基本面因素？	
第二章 系统性风险和金融监管的再次构建	61
概要	61
执行基于系统性风险的附加资本	62
改革金融监管架构，重视系统性关联	73
政策反思	78
附录 2.1. 特定模型的要点	82
参考文献	83

第三章 使场外交易衍生品更加安全：中央交易对手的角色	85
概要	85
关于交易对手风险和中央交易对手的基础知识	88
采用场外交易衍生品集中清算的理由	90
鼓励中央交易对手参与以及终端用户的角色	93
构建和管理稳健的中央交易对手的标准	97
如何监管中央交易对手？	103
一个中央交易对手对多个中央交易对手？	103
结论和政策建议	105
参考文献	108
第四章 全球流动性扩张：对“接收”经济体的影响及政策应对的选择	111
概要	111
2007–09 年全球流动性扩张概览	113
全球流动性扩张对流动性接收经济体的影响	114
流动性接收经济体的政策应对选项	116
资本管制的有效性	121
结论	126
附录 4.1. 流动性扩张的计量经济研究：数据、方法和具体结果	128
附录 4.2a. 全球流动性扩张——应用在部分流动性接收经济体的资本账户相关措施	133
附录 4.2b. 全球流动性扩张——影响部分流动性接收经济体资本账户的政策应对	134
附录 4.3. 国别案例研究	135
参考文献	140
词汇表	143
附录 代理主席的总结发言	147
统计附录	149
专栏	
专栏 1.1. 对欧元区主权国家之间掉期利差的解释和风险传导的测量	7
专栏 1.2. 中东欧的不良贷款：这次会有所不同吗？	17
专栏 1.3. 亚洲的居民房地产市场：饱受泡沫困扰？	32
专栏 1.4. 新兴市场的状况正在吹大泡沫吗？	35
专栏 1.5. 对“太重要而不能倒闭”的金融机构的处理建议	39
专栏 1.6. 估计西班牙不良贷款的潜在损失	49
专栏 1.7. 对德国贷款损失的估计	53
专栏 2.1. 系统性风险审慎监管的建议	64
专栏 2.2. 评估金融机构、市场和工具的系统重要性	69
专栏 2.3. 计算总体损失分布	71

专栏 2.4. 监管架构建议	74
专栏 2.5. 或有资本——系统性风险解决方案的一部分?	80
专栏 3.1. 场外交易衍生品清算方法	88
专栏 3.2. 约务更替和多边净额结算基础知识	91
专栏 3.3. 雷曼兄弟的破产和 AIG 的近乎破产	92
专栏 3.4. 中央交易对手客户头寸可调动性和抵押隔分	98
专栏 3.5. 中央交易对手破产和近乎破产的历史	101
专栏 3.6. 欧洲和美国监管前景	104
专栏 3.7. 中央交易对手互通和交叉保证金制度的法律视角	106
专栏 4.1. 全球流动性扩张和流动性传导	115
专栏 4.2. 资本管制与审慎性措施	118
专栏 4.3. 资本流出管制与资本流入管制	119
专栏 4.4. 法定存款准备金和无息存款准备金	120
专栏 4.5. 资本账户措施——事件研究结果	124
专栏 4.6. 市场参与者关于资本管制有效性的观点	126

表

表 1.1. 主权市场和脆弱性指标	5
表 1.2. 按注册地划分的全球银行减记估计, 2007–10 年	11
表 1.3. 银行减记和资本总额	14
表 1.4. 美国: 银行减记和资本	14
表 1.5. 西班牙: 银行减记和资本	15
表 1.6. 德国: 银行减记和资本	16
表 1.7. 非金融部门的信贷能力和信贷需求预测	26
表 1.8. 资产类别估值	31
表 1.9. 全球金融稳定图指标	40
表 1.10. 10 个最大的信用违约掉期 (CDS) 参考国	43
表 1.11. 西班牙: 基线情景和条件不利的情景	50
表 1.12. 西班牙: 对资本流失银行最低预期资本回收率的计算	51
表 1.13. 按部门划分的对德国银行减记的估计, 2007–10 年	52
表 1.14. 德国: 银行资本、收益和减记	55
表 2.1. 各种计算基于系统性风险资本费用的方法比较	63
表 2.2. 各机构在信贷周期不同时间所引发的系统性资本损失以及相应的系统性风险评级	67
表 2.3. 根据标准方法制定的附加资本	68
表 2.4. 整个周期基于系统性风险的附加资本	70
表 2.5. 各国基于系统性风险周期性平滑附加资本	73
表 2.6. 系统性风险报告样本	73
表 3.1. 当前经营的场外交易衍生品中央交易对手	87
表 3.2. 递增的初始保证金以及与双边场外衍生品合约流向中央交易对手相关的担保基金缴纳	94
表 4.1. 选择性汇率机制下股权收益、官方外汇储备积累和流动性的关系	116

表 4.2. 2003 年 1 月–2009 年 12 月 41 个经济体资产收益决定因素的固定效果面板最小二乘法估计	128
表 4.3. 2003 年 1 月–2009 年 12 月 34 个经济体资产收益决定因素的固定效果面板最小二乘法估计	129
表 4.4. 2003 年 1 月–2009 年 12 月股权收益决定因素的固定效果面板最小二乘法估计——区域性离散	130
表 4.5. 2003 年 1 月–2009 年 12 月 34 个经济体资本流动决定因素的固定效果面板最小二乘法估计	131
表 4.6. 全球流动性和国内流动性之间的格兰杰因果关系	131
表 4.7. 2003 年 1 月–2009 年 11 月股权收益决定因素，EGARCH (1,1) 规格	132

图

图 1.1. 全球金融稳定图	1
图 1.2. 全球金融稳定图中的宏观经济风险	2
图 1.3. 某些市场风险仍存，某些市场则恢复稳定	3
图 1.4. 七国集团主权债务占 GDP 的比重	4
图 1.5. 主权风险和溢出渠道	4
图 1.6. 对 5 年期主权信用违约掉期利差的贡献	6
图 1.7. 危机的四个阶段	6
图 1.8. 主权信用违约掉期曲线的斜率	9
图 1.9. 主权风险正溢出到当地的金融信用违约掉期，2009 年 10 月–2010 年 2 月	9
图 1.10. 从西欧到新兴市场主权信用违约掉期的地区间的溢出效应	10
图 1.11. 按地区划分的已实现的和预期的减记或损失拨备	10
图 1.12. 美国的银行的贷款注销率	12
图 1.13. 全球证券价格	13
图 1.14. 美国的抵押贷款市场	15
图 1.15. 银行的定价权——实际的和预测的	19
图 1.16. 到期日之前的银行债务展期	19
图 1.17. 政府担保的银行债务和留存的证券化	20
图 1.18. 欧元区银行的盈利	20
图 1.19. 欧洲中央银行（ECB）净流动性拨备和信用违约掉期（CDS）利差	21
图 1.20. 私人部门的银行信贷	21
图 1.21. 银行的股权收益和非盈利银行的百分比，2008 年	22
图 1.22. 银行体系的盈利能力指标	22
图 1.23. 美国非金融私人部门的实际信贷增长	23
图 1.24. 欧元区、英国和美国的平均贷款条件和信贷增长	23
图 1.25. 非金融私人部门信贷增长的贡献	24
图 1.26. 非金融私人部门的信贷增长	24
图 1.27. 主权部门的净借款总需求	25
图 1.28. 信贷占 GDP 的比重	26

图 1.29. 短期低利率使投资者不再关注现金资产	28
图 1.30. 新兴市场经济波动调整的收益有所提高	28
图 1.31. 股票和债务基金累计的净资本流入	29
图 1.32. 新兴市场和其他先进经济体仍然有大量的再融资需求	29
图 1.33. 新兴市场的实际股票价格：历史修正	30
图 1.34. 外币套利交易的动力正在恢复	34
图 1.35. 国内实际信贷增长和股票估值	34
图 1.36. 全球金融稳定面临的所有风险，其基本状况已有所改善	41
图 1.37. 全球金融稳定图的演进，2007–09 年	42
图 1.38. 信用违约掉期净名义余额占政府债务总额的比重	44
图 1.39. 5 年期希腊信用违约掉期（CDS）和债券收益利差每日变动的相关性	44
图 1.40. 主权信用违约掉期成交量	46
图 1.41. 西班牙：不良贷款	48
图 1.42. 西班牙：实际资产收回	48
图 1.43. 德国：贷款损失率	54
图 1.44. 德国：贷款损失	55
图 2.1. 银行间风险敞口的跨境网络结构	65
图 2.2. 模拟步骤 1：银行资产负债表在周期不同时的变化	65
图 2.3. 模拟步骤 2：信贷周期不同时的传染效应	66
图 2.4. 计算银行 1 递增的在险价值	68
图 2.5. 模拟系统性风险的附加资本	70
图 2.6. 多个监管机构安排下的监管宽容	77
图 2.7. 具有系统性监管任务的多个监管机构设置下的监管宽容	78
图 2.8. 具有监管系统性机构任务的多个及单一监管机构设置下的监管宽容	79
图 3.1. 全球场外交易衍生品市场	86
图 3.2. 存托和清算公司的未偿还信用违约掉期数据库	90
图 3.3. 衍生品支付加过户现金抵押	95
图 3.4. 典型中央交易对手（CCP）应对清算成员违约的防线	100
图 4.1. 全球流动性	112
图 4.2. 中央银行政策利率的变化	113
图 4.3. 流动性接收经济体：资本流入的组成	113
图 4.4. 新兴市场股权指数	114
图 4.5. 巴西	135
图 4.6. 哥伦比亚	136
图 4.7. 泰国	137
图 4.8. 克罗地亚	138
图 4.9. 韩国	140

第一章

解决危机遗留问题，
迎接金融稳定面临的新挑战

A. 全球金融稳定起了怎样的变化？

如全球金融稳定图（图 1.1）所示，自 2009 年 10 月期《全球金融稳定报告》（GFSR）发布以来，全球金融体系的健康状况有所改善。¹ 然而，由于复苏的基础依旧脆弱，且资产负债表尚在修复之中，风险依旧高企。随着各国公共部门对金融体系和实体经济的救助开始达到极限，对主权风险的担忧会削弱已有的稳定成果，并将信用风险推至一个新的阶段。

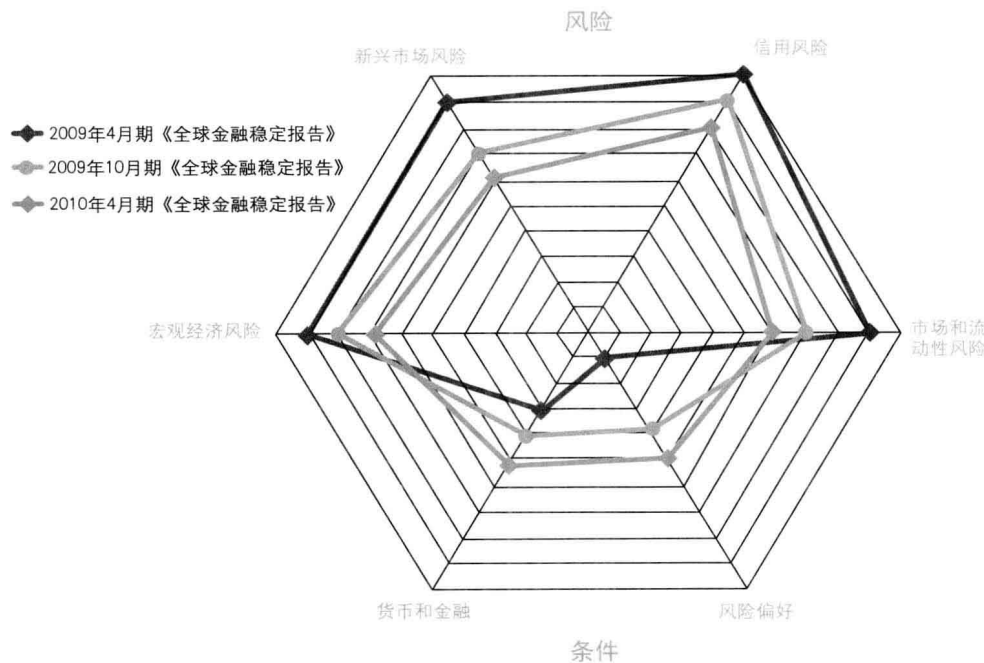
注：本章由 Peter Dattels 牵头的小组撰写，小组成员包括 Sergei Antoshin, Alberto Buffa di Perrero, Phil de Imus, Joseph Di Censo, Alexandre Chailloux, Martin Edmonds, Simon Gray, Ivan Guerra, Vincenzo Guzzo, Kristian Hartelius, Geoffrey Heenan, Silvia Iorgova, Hui Jin,

随着经济复苏的企稳，在政策刺激、库存周期的循环以及投资者信心提升的帮助下，宏观经济风险已有所缓和。由于生产、贸易和一系列先行指标的大幅改善，自 10 月以来，《世界经济展望》（WEO）对 2010 年全球增长的基线预测也随之显著提升。预计复苏快慢不均，且脆弱不堪，许多先进经济体正忙于应对结构性挑战，复苏的进程要慢于新兴经济体。增长前景的改观降低了通货紧缩的风险，而许多先进经济体的产出缺口

Matthew Jones, Geoffrey Keim, William Kerry, Vanessa Le Lesle, Andrea Maechler, Rebecca McCaughrin, Paul Mills, Ken Miyajima, Christopher Morris, Jaume Puig, Narayan Suryakumar 和 Morgane de Tollenaere。

1. 附录 1.1 详尽探讨了怎样测量并解读构成图 1.1 中射线的指标。该图呈现了一幅形象的画面，带有一定程度的判断，可作为进一步分析的起点。

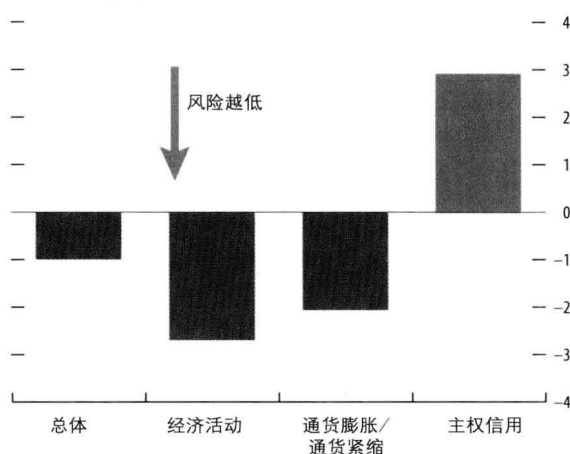
图 1.1. 全球金融稳定图



注：离中心越近表示风险越低，货币和金融条件越紧，或风险偏好降低。

图1.2. 全球金融稳定图中的宏观经济风险

(自2009年10月期《全球金融稳定报告》发布以来各风险级别的变化)



注：我们评估宏观经济风险所用的指标（见附录1.1）是基金组织《世界经济展望》的增长预测指标、三国集团的信心指数、经合组织的先行指标和隐含的全球贸易增长（经济活动）；成熟和新兴市场国家的平准通胀率（通货膨胀/通货紧缩）；发达国家的一般政府赤字和主权信用违约掉期利差（主权信用）。

依旧宽大，所以，通货膨胀预期仍在控制之中。与此相对应的是，由于要应对信用泡沫带来的后果，债务负担加剧，主权风险骤然攀升（图1.2）。

由于市场支持杠杆化的意愿不强或能力不足——体现在银行或政府的资产负债表上——在财务状况脆弱的成熟经济体中，主权信用风险溢价在近期有所扩大。在某些情况下，对更为长期的清偿能力的担忧已经转化为资金市场上的短期压力，这种压力可以传导至银行体系和其他国家。因此，对主权信用和融资风险的管理会对未来一段时期内的金融稳定产生重要影响（见B部分）。

量化和信贷放宽的政策、特别的流动性措施，以及政府担保的融资计划已经帮助增强了短期货币市场的功能，证券化市场也因此有了初步的恢复。结果，货币和金融条件得到了进一步放松，与危机初期的急剧收缩相比，基于市场的金融条件指标有了大幅反转。与之相伴的是市场和流动性风险的下降，而各种资产类别的价格则继续回升（图1.3）。

受这些更为有利的金融条件的支持，私人部门信用风险有所降低。在2009年10月期《全球金融稳定报告》中，我们估计全球银行的减记从2.8万亿美元降至2.3万亿美元，减少了银行体系的总资本需求。然而，某些国家的银行体系仍存在资本不足的问题，尤其是那些商业房地产风险较高的部门。由于稳定资金的进程缓慢，加之未来可能会实行更为严格的监管，银行会面临新的挑战，它们要对经营模式进行重新评估，进一步筹集资本以降低资产负债表的风险。对于那些仍旧依赖中央银行融资和政府担保的银行，压力会重新出现（见C部分）。

总体的信贷恢复可能会缓慢、缺乏深度且不够均衡。银行贷款标准收紧的步伐会放缓，但随着银行去杠杆化的继续，信贷供给可能仍会受到约束。私人信贷需求可能会反弹，但由于住户对其资产负债表进行重建而反弹乏力。膨胀的主权融资需求可能会与有限的贷款能力不期而遇，无形中推高了利率（见D部分）并增加了银行的融资压力。因此，许多经济体需要采取政策措施以应对供给约束。