

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

全力应对危机后遗症

.....

2011年9月



中国金融出版社 国际货币基金组织

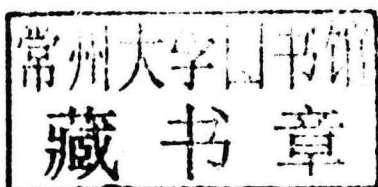
世 界 经 济 与 金 融 概 览

全球金融稳定报告

全力应对危机后遗症

2011年9月

作者 国际货币基金组织
译者 丁琰琰 伍家颖
邵 敏 延红梅



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 (September 2011 issue)

Copyright©2011

International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2011年9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: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:全力应对危机后遗症. 2011年9月/国际货币基金组织编;丁琰琰、伍家颖、邵敏、延红梅译.—北京:中国金融出版社,2012.5

(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-6319-2

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

中国版本图书馆CIP数据核字(2012)第045428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 10.5

字数 262千

版次 2012年5月第1版

印次 2012年5月第1次印刷

定价 48.00元

ISBN 978-7-5049-6319-2/F.5879

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。在经济复苏疲弱、全球金融稳定出现倒退的背景下,本期报告重点介绍风险在过去六个月中的变化,追踪金融压力的来源和传导途径,关注主权脆弱性及传导风险,指出因越来越多的投资者“寻求收益”而带来的压力,探讨全球资产配置模式变化的影响,从而为实施宏观审慎政策提供建议。

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期报告的分析工作。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 和 Chris Walker 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: Ruchir Agarwal, Sergei Antoshin, Serkan Arslanalp, Jaromír Beneš, Ken Chikada, Julian Chow, Francesco Columba, Alejo Costa, R. Sean Craig, Reinout De Bock, Morgane de Tollenaere, Alexander Demyanets, Joseph Di Censo, Michaela Erbenova, Luc Everaert, Pascal Farahmand, Vincenzo Guzzo, Kristian Hartelius, Sanjay Hazarika, Cheng Hoon Lim, Changchun Hua, Anna Ilyina, Gregorio Impavido, Silvia Iorgova, Michael Kamya, William Kerry, Peter Lindner, Estelle Xue Liu, Yinqiu Lu, Kasper Lund-Jensen, Rebecca McCaughrin, André Meier, Paul Mills, Srobona Mitra, Aditya Narain, Erlend Nier, Mohamed Norat, S. Erik Oppers, Samer Saab, Marta Sánchez Saché, Christian Schmieder, Tiago Severo, Tao Sun, Narayan Suryakumar, Takahiro Tsuda, Han van der Hoorn 和 Ann-Margret Westin。Ivailo Arsov, Martin Edmonds, Oksana Khadarina 和 Yoon Sook Kim 提供了分析支持。Gerald Gloria, Nirma-leen Jayawardane, Juan Rigat 和 Ramanjeet Singh 负责文字处理工作。对外关系部的 Joanne Blake 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 8 月 31 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 8 月 31 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。

过去几个月，金融稳定面临的风险大幅提升。黯淡的增长前景给公共和私人资产负债表带来不利影响，并使得处理沉重债务负担的挑战更加艰巨。许多先进经济体的公共资产负债表极易受到不断增加的融资成本的影响，这部分是由于私人风险转移至公共部门。公共财政吃紧，迫使政策制定者在通过财政政策对经济活动提供支持时顾虑重重，而货币政策提供额外刺激措施的空间又很有限。在这种背景下，危机（现在是第五个年头）已经进入一个新的更具政治意义的阶段（图 1.1）。欧元区为解决当前的问题采取了一些重要举措，但是，在经历调整的经济体内部以及提供支持的各经济体之间存在着政治分歧，导致长效性的解决方案迟迟未能出台。与此同时，人们对美国的政治进程是否有能力就对于全球稳定至关重要的中期财政调整达成必要共识越来越持怀疑态度。由于这些先进经济体的政治领导人未能就充分强化宏观金融稳定和实施促进增长的改革争取到广泛的政治支持，市场已开始质疑这些领导人采取必要行动的能力。这种脆弱的金融和政治环境加剧了对违约风险的担忧，因此，制定出一个处理波及效应和加强金融体系的、连贯统一的政策是一项紧迫的要求。

诚然，全球金融体系近来遭受了一系列冲击：欧元区边缘国家出现新的市场动荡，美国信用评级，全球经济有减速的迹象。在欧元区，主权压力可能重新引发银行体系与实体部门之间的负面反馈循环。自 2010 年发生主权债务危机以来，高利差国家给欧元区带来的主权信用压力估计对欧盟的银行造成了约 2,000 亿欧元的直接影
响。此估计没有衡量银行的资本需求，因为这要求对银行的资产负债表和收入状况作出全面评

图1.1. 危机的各个阶段



估。这个估计主要是基于银行在过去两年经历的主权信用风险上升。这些影响通过高度关联和杠杆化的金融机构网络进一步扩大；如果计入对同一国家的银行间的风险暴露，溢出效应的规模约增加一半。一些经济体的银行已经丧失进入私人融资市场的机会。除非采取足够行动处理主权风险的根源（通过实行可信的紧缩财政战略）并解决给金融体系造成的潜在影响（通过增强银行的稳健性），否则，发生更严重的去杠杆化、信用收缩和经济受拖累的风险将增加。

本期《全球金融稳定报告》警告，低利率政策尽管在目前条件下必不可少，但从更长期来看，可能会危及金融稳定。由于先进经济体的增长依然迟缓，低利率自然而然地成为对付经济活动低迷的政策手段。然而，在许多先进经济体，由于资产负债表尚未得以完全修复，一些部门依然在信用周期的修复和恢复阶段，而“寻求收益”正在推升其他部门的杠杆率，因此，这些经济体再次变得脆弱。另外，低利率正在将信用创造驱至更不透明的渠道，如影子银行体系。这些状况增加了信用周期发生更急剧、更强烈转变的可能性，而且，一旦发生新的冲击，资产质量将进一步恶化。加快修复资产负债表和适当的宏观审慎政策有助于抑制这些风险。

新兴市场经济体处在信用周期的领先阶段。更光明的增长前景和更强健的基本面，加上先进经济体的低利率，一直吸引着资本流入。这些资本流动推动了国内流动性和信用扩张，推高了资产负债表的杠杆水平和资产价格。尤其是在国内政策宽松的情况下，其结果可能是经济过热、金融失衡逐渐堆积以及信贷质量恶化，一些地区的不良贷款预计将显著增加。同时，如果出现全球增长乏力、资本骤然外流，或融资成本上升削弱国内银行，新兴市场都将面临资本流入陡然转向的风险。本期报告发现，在同时遭受多重冲击的不利情景下，新兴市场银行的资本充足率将下降，幅度可能高达6个百分点。拉丁美洲银行更容易受到贸易条件冲击的影响，而亚洲银行和新兴欧

洲的银行对融资成本的上升更为敏感。

风险已然上升，解决危及全球金融体系和当前经济复苏的脆弱性问题刻不容缓。先进经济体的当务之急是解决危机后遗症，并尽快完成金融监管改革，以提高金融体系的抵御能力。新兴市场必须遏止住金融失衡的积累，同时为更强健的金融框架打好基础。尤其是：

- 须制定连贯统一的政策解决方案，以减少先进经济体的主权风险，防止波及效应。7月21日举行的欧元区峰会和欧洲中央银行随后发布的公告是为加强欧元区的危机管理框架所采取的重要举措。然而，至关重要的是要确保商定的举措得到迅速落实，以及考虑如何进一步加强欧元区的经济和金融治理框架。美国和日本必须实施中期财政整顿战略，以解决主权风险，特别是要考虑到，美国如果不能妥善处理其财政问题，将对全球经济和金融产生诸多不良影响。
- 须作出可信的努力加强金融体系的抵御能力，防止金融过度。采取适当的财政措施，并辅之以加强银行的举措（修复资产负债表和确保充足的资本缓冲），可以帮助打破主权风险与银行之间的关联。如果一国的财政措施能成功地恢复公共财政的长期可持续性，其主权风险溢价将下降，这将减少银行的压力。然而，考虑到风险和不确定性的增大，以及需要使市场信服，一些银行，特别是那些高度依赖批发融资和对风险较高的公共债务有暴露的银行，可能需要更多的资本。此外，所需新资本的数量部分取决于旨在从根源上化解主权风险的宏观经济政策的可信性。须对薄弱银行进行重组或清理。任何资本需求应尽可能通过私人来源得以满足，但在某些情况下，公共部门注资对于可存续银行而言可能是必要和适宜的。还须采取更有力的宏观审慎措施，抑制与长期低利率和信用周期风险有关的风险。
- 新兴市场政策制定者需采取适当的宏观经济和金融政策，防止经济过热和金融失衡的累

积。压力测试表明，许多新兴市场有必要进一步加强银行的资产负债表。

- 金融改革议程须尽快完成，并在国际范围内得到一致实施。其中包括最终完成巴塞尔协议 III、处理具有系统重要性的金融机构，以及解决影子银行部门带来的挑战。

本期报告第二章“长期投资者及其资产配置：他们目前身在何处？”考察了那些驱动长期现实货币机构投资者进行全球资产配置的力量，以及危机对这些投资者投资行为可能产生的持久影响。公共和私人养老基金、保险公司以及协助上述机构的资产管理者在危机发生期间改变了行为方式，他们摒弃了有风险的和缺乏流动性的资产。本章警告指出，普遍转向更安全和更具流动性的证券，可能会限制长期投资者在全球市场中发挥稳定作用。

本章的研究发现转向新兴市场资产的长期趋势正在加速。主要决定因素是这些国家强劲的国内经济增长前景以及市场认为这些国家的风险较低（而不是利差较低）。如果推动这些资金流动的基本因素发生变化，新兴市场的债务和股权基金外流的规模可能很大，在有些国家可能比危机时期更大。就这些经济体而言，这种威胁凸显了

实施旨在保持强劲和稳定增长以及维持金融体系抵御能力政策的重要性。

第三章“推进宏观审慎政策的具体操作：何时采取行动？”探究了可作为系统性事件指标的变量。本章认为，就信用变量而言，信贷与 GDP 之比年增长率超过 5 个百分点，可能是未来两年金融危机风险将会增大的信号。如果信贷计量纳入从国外金融机构直接获得的跨境贷款，这种信号作用则更为强烈。重要的是，如果结合使用其他变量，基于信用的指标效果将大大增强，因为这使得人们能够更好地理解信用增加的根本原因。这将在信用扩张支持健康的经济增长时减少因不当使用宏观审慎政策而带来的风险。

最后，第三章阐释了如何运用政策工具缓解系统性风险的积累。第三章分析逆周期资本缓冲这一重要的宏观审慎工具如何化解引起动荡的周期的发生。有趣的是，逆周期资本要求降低系统性风险的能力并不受汇率机制的影响。这就表明，这一工具对各类经济体都行之有效。总之，本章在宏观审慎框架的设计和操作方面（这是危机发生后许多国家热议的一个问题）提出了前瞻性的见解。

目 录

前言	viii
概要	ix
第一章 克服政治风险和危机后遗症	1
全球稳定评估	1
主权脆弱性和传染风险	2
寻求收益将导致信用过度?	28
政策重点	43
附录 1.1. 新兴市场的宏观金融关联以及对银行资本充足率的影响	52
参考文献	56
第二章 长期投资者及其资产配置：他们目前身在何处?	57
概要	57
全球资产配置的长期趋势	59
私人资产配置的決定因素	64
结论和政策启示	82
附录 2.1. 资产配置：理论和实践	87
附录 2.2. 基金组织对全球资产配置的调查结果	89
附录 2.3. 定义外汇储备和主权财富基金	95
附录 2.4. 回归细则的理论基础和回归结果详情	97
参考文献	101
第三章 推进宏观审慎政策的具体操作：何时采取行动?	103
概要	103
从风险源到系统性风险指标：宏观经济——金融结构模型的有益启示	105
探寻金融部门危机的先行指标	110
宏观审慎指标和政策：紧密结合在一起	122
结论与实践指引	125
附录 3.1. 对结构模型的描述	129
附录 3.2. 预测银行危机的发生概率	132
附录 3.3. 发现一组健全的接近同步指标	135
参考文献	140

词汇表	143
-----	-----

附录 代理主席的总结发言	153
--------------	-----

统计附录

[Available online at www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/02/pdf/statappx.pdf]

专栏

专栏 1.1. 市场信心在政策不确定的环境中恶化	6
专栏 1.2. 市场对于美国主权风险的忧虑有多大?	12
专栏 1.3. 欧元区高利差主权债务风险向欧盟银行业部门溢出效应的量化	19
专栏 1.4. 为什么美国货币市场基金如此大规模地持有欧洲银行债务?	25
专栏 1.5. 对中国金融稳定风险的估测	39
专栏 1.6. 宏观审慎政策能否限制房地产业的繁荣?	41
专栏 1.7. 危机管理下的欧元区动态	47
专栏 1.8. 监管改革的现状	49
专栏 2.1. 储备经理人资产配置	65
专栏 2.2. 使用风险因素的新资产配置框架	74
专栏 2.3. 低利率环境和养老基金	76
专栏 2.4. 主权资产管理和全球金融危机	83
专栏 3.1. 美国、英国和欧盟宏观审慎监管当局的监测和政策工具	106
专栏 3.2. 从信贷总量中提取信息预测金融危机	113
专栏 3.3. 风险显现：对金融体系压力的接近同步指标的研究	120
专栏 3.4. 对宏观审慎工具有效性的实证分析	126

表

表 1.1. 部分先进经济体的负债和杠杆状况	5
表 1.2. 主权债务市场和脆弱性指标	9
表 1.3. 新兴市场银行：对宏观经济冲击和融资冲击的敏感性	44
表 1.4. 部分经济体的宏观经济和金融指标	45
表 2.1. 机构投资者管理下的资产	59
表 2.2. 部分主权财富基金的资产	63
表 2.3. 资产经理人管理下的资产：资金来源	66
表 2.4. 股票和债券流动面板回归分析汇总	68
表 2.5. 模拟冲击对区域资金流的影响：新兴市场	71
表 2.6. 估计危机指标系数的经济影响	73
表 2.7. 政策利率多久后上升	75
表 2.8. 自 2006 年底以来影响跨境投资的五大因素	79
表 2.9. 地区配置	79
表 2.10. 根据资产类别进行的资产配置	81

表 2.11. 调查参与者管理下的资产	90
表 2.12. 资产管理公司管理下的资产：资金来源	90
表 2.13. 根据资产类别进行的资产配置	90
表 2.14. 地区配置	91
表 2.15. 前十大投资目的地	91
表 2.16. 在国家配置中考虑的前 5 个因素	91
表 2.17. 自 2006 年底以来跨境投资考虑的前 5 大因素	92
表 2.18. 对于投资组合风险暴露和收益的经验与预期	92
表 2.19. 政策利率上升之前的时间预期	92
表 2.20. 对冲工具的使用	93
表 2.21. 使用衍生工具以提高收益	93
表 2.22. 调查参与者	94
表 2.23. 主权财富基金分类	96
表 2.24. 股票和债券流动的决定因素：面板回归结果	99
表 3.1 不同信贷指标的信噪比	117
表 3.2. 危机前 X 年各项指标的预测能力	118
表 3.3. 不同类型资本金要求下长期稳定状态的波动	124
表 3.4. 银行系统性危机的决定因素：单一指标概率模型	133
表 3.5. 银行系统性危机的决定因素：两指标的概率模型	134
表 3.6. 系统性风险的衡量与事件指标间的格兰杰因果关系	137
表 3.7. 对极端事件的预测能力：回归模型分析	138
表 3.8. 拐点：Quandt-Andrews 关于持久性和水平的断点测试	139
表 3.9. 总分	139

图

图 1.1. 危机的各个阶段	ix
图 1.2. 全球金融稳定图	2
图 1.3. 全球金融稳定图：评估风险和状况	3
图 1.4. 自 2011 年 4 月期《全球金融稳定报告》发布以来的资产价格动态	4
图 1.5. 主权脆弱性和市场压力	10
图 1.6. 美国债务上限谈判期间，1 个月期美国国库券收益率出现了历史性震荡	11
图 1.7. 主权债务评级下调前后先进经济体政府债券收益率的变化	11
图 1.8. 2011 年主权信用违约掉期的发展动态	15
图 1.9. 债务动态	16
图 1.10. 主权债务投资者基础的变化	16
图 1.11. 债券市场的波动性	16
图 1.12. 利率冲击对融资敏感性的影响	17
图 1.13. 高利差的欧元区政府债券市场规模	17
图 1.14. 欧洲的信用风险和市值	18

图 1.15. 银行 5 年期信用违约掉期利差	18
图 1.16. 2011 年银行发行债务占即将到期债务的百分比	18
图 1.17. 欧元区高利差主权债务向欧盟银行业体系的累积溢出	22
图 1.18. 欧元区高利差主权债务向各国银行体系的溢出	22
图 1.19. 欧元区高利差主权债券对欧洲银行溢出的分布	23
图 1.20. 欧元区高利差主权债券向保险业的溢出规模	23
图 1.21. 按来源划分的 2011 年第一季度先进经济体银行业融资	24
图 1.22. 美国优质货币市场基金对银行的敞口	24
图 1.23. 欧元区高利差国家的储蓄增长	27
图 1.24. 2009 年底以来银行资产负债表融资来源的变化	27
图 1.25. 去杠杆化情景：高利差欧元区对非金融业私人部门贷款的变化	28
图 1.26. 主权信用违约掉期：未清偿总额	28
图 1.27. 欧洲银行的核心一级资本率	29
图 1.28. 信用周期的各阶段	30
图 1.29. 美国住户的债务及其抵押贷款拖欠	31
图 1.30. 非金融公司获得银行贷款的条件	32
图 1.31. 美国 BBB 级公司信用利差与联邦基金实际利率的对比	32
图 1.32. 当前和以往的美国信用周期和经济周期：联邦基金名义利率、BBB 级公司利差和实际累积 GDP 增长	33
图 1.33. 全球证券和结构型产品的发行	34
图 1.34. 对冲基金管理的资产	34
图 1.35. 美国非金融公司的融资	35
图 1.36. 高收益债券和杠杆化贷款契约的总发行量	35
图 1.37. 新兴市场：资本流、信用和股票价格	36
图 1.38. 各地区的净资本流	37
图 1.39. 新兴市场公司的海外发债量	37
图 1.40. 新兴市场公司债券与美国高收益债券的对比：收益率、杠杆率和回报率	37
图 1.41. 按部门划分的新兴市场海外发债	38
图 1.42. 新兴市场：非银行部门的信用总额	38
图 1.43. 以 2010 年的数值为基础，对 2011 年和 2012 年不良贷款率的模型预测	43
图 1.44. 净资本流减少的影响	43
图 1.45. 贸易条件降低的影响	44
图 1.46. 综合宏观冲击下资本充足率的变化	44
图 1.47. 可供选择的政策措施正在缩减	46
图 1.48. 脉冲响应：模型设定 1	53
图 1.49. 脉冲响应：模型设定 2	54
图 1.50. 综合冲击下的宏观情景	55
图 2.1. 机构投资者的资产配置	60
图 2.2. 各国机构投资者资产比较	61

图 2.3. 各类机构投资者管理下的资产比较	61
图 2.4. 各国机构投资者的全球资产配置比较	62
图 2.5. 2009 年部分国家机构投资者管理下的资产比较	63
图 2.6. 非黄金外汇储备	63
图 2.7. 部分主权财富基金：2010 年 12 月各类基金的资产配置	64
图 2.8. 模拟冲击对区域资金流的影响：新兴市场	72
图 2.9. 股票和债券共同基金投资的地区分布	80
图 2.10. 最小方差边界	87
图 3.1. 本章概览图	105
图 3.2. 四个指标在三种冲击情景下的表现	109
图 3.3. 事件研究结果：从危机前三年到危机后两年的总体指标	112
图 3.4. 系统性银行危机的发生概率	119
图 3.5. 对美国系统性银行危机发生概率的估计：信贷变化效应	119
图 3.6. 宏观审慎政策效果：资产价格冲击下随时间变化的资本金要求	124
图 3.7. 生产率冲击和随时间变化的资本金要求对实体经济的作用	124
图 3.8. 信贷与 GDP 比率变化对危机发生概率的边际效应	133

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。

全球稳定评估

自2008年10月期《全球金融稳定报告》发布以来,全球金融稳定风险首次上升(图1.2和1.3),反映出过去三年所取得的进步出现了部分倒退。经济复苏的步伐放缓,阻碍了许多先进经济体修补资产负债表的进展。欧元区主权压力溢出到银行体系,推高了信用风险和市场风险。随着当前信用周期在“寻求收益”的驱动下进一步加剧,低利率可能导致金融过度,在新兴市场尤为如此。最近的市场动荡反映出,投资者对缺乏强劲势头的金融修复和改革逐渐失去耐心(专栏1.1)。政策制定者必须加快行动应对长期的金融脆弱性以确保稳定。

总体宏观经济风险有所增加,反映为先进经济体的主权脆弱性显著上升。自2011年4月以来,复苏显得更加脆弱,《世界经济展望》(WEO)的基线随之下调。增长前景黯淡,下行风险增大,引起了市场对债务可持续性的担忧,特别是对欧元区边缘国家。主权评级被下调的国家已经从希腊、爱尔兰和葡萄牙扩展到欧洲边缘的较大国家。在其他地区,一些先进经济体实现中期财政调整的政治风险上升,特别是美国和日本。许多主权

国家在各方面都存在脆弱性,导致市场对债务可持续性的关切上升。

市场风险和流动性风险有所上升,部分原因在于宏观经济风险和主权风险增大。欧元区边缘国家市场持续动荡,政府债券收益率上升,危及投资者信心,削弱了投资者基础,并进一步推高了融资成本。因此,公共债务融资变得更为困难,同时,主权风险溢价高企导致银行间融资市场动荡。这些问题正在削弱外围市场的信心(图1.4),反映为2011年4月期《全球金融稳定报告》发布以来,风险偏好收缩了2个级别。

随着欧元区的主权压力溢出到银行体系,信用风险上升。本期《全球金融稳定报告》对主权信用风险上升对金融体系的影响,及其对融资市场和实体经济信贷流动的负面影响进行了评估。

自2011年4月期《全球金融稳定报告》以来,货币和金融条件没有发生变化。本期《全球金融稳定报告》警告,低利率政策尽管在目前条件下必不可少,但可能带来长期的金融稳定风险。一方面,许多先进经济体的资产负债表修复并不完善;另一方面,尽管风险偏好普遍下降,但“寻求收益”导致一些细分市场变得脆弱且过度杠杆化,加剧了未来的风险。

新兴市场风险有所上升。国内信贷迅速扩张、资产负债表再次杠杆化、资产价格上涨等各种因素相结合,可能随着信用周期的成熟,共同导致新兴市场的银行资本质量出现恶化。同时,新兴市场应对外来冲击的能力仍然脆弱。本报告分析指出,如果资本流动突然停止,在融资成本上升的同时全球增长下降,可能给新兴市场银行的注资带来困难。

深层次的挑战依然存在,金融体系的稳健性亟待加强。整顿财政状况和降低银行风险所面临的经济金融形势非常严峻。首先,大多数先进

注:本章由Peter Dattels 牵头的小组撰写,小组成员包括:Sergei Antoshin, Serkan Arslanalp, Julian Chow, Sean Craig, Reinout De Bock, Alexander Demyanets, Morgane de Tollenaere, Joseph Di Censo, Martin Edmonds, Michaela Erbenova, Luc Everaert Vincenzo Guzzo, Kristian Hartelius, Sanjay Hazarika, Changchun Hua, Anna Ilyina, Matthew Jones, William Kerry, Peter Lindner, Estelle Liu, Rebecca McCaughrin, André Meier, Paul Mills, Aditya Narain, Mohamed Norat, Samer Saab, Marta Sánchez Saché, Christian Schmieder, Narayan Suryakumar, Takahiro Tsuda 和 Chris Walker。

经济体面临着通货膨胀相对较低、实体经济增长乏力的双重境地。通过加快经济增长降低债务占GDP比率的空间有限，从而突出了结构性措施对提高潜在增长率的重要性。第二，在许多国家，主权债务负担的高峰期与私人部门债务负担的高峰期重合（表1.1），可能出现长期、全面的去杠杆化进程。第三，银行的资产负债表大幅扩张。尽管进行了一些修补，但杠杆化程度仍然很高，在经济冲击和资金冲击面前仍然脆弱。第四，跨境联系加剧了全球金融稳定对于冲击的脆弱性，使得金融体系更加脆弱，更易受风险传染。第五，可能也是最关键的一点，大多数先进经济体的政策工具都是针对暂时性的流动性冲击，而不是解决偿付能力的问题。因此，资产负债表并没有“痊愈”，金融体系对主权风险的冲击仍然高度脆弱。正如本章最后一节提到的，要实现金融稳定，必须解决这些潜在的脆弱性，纾解风险传染和溢出，

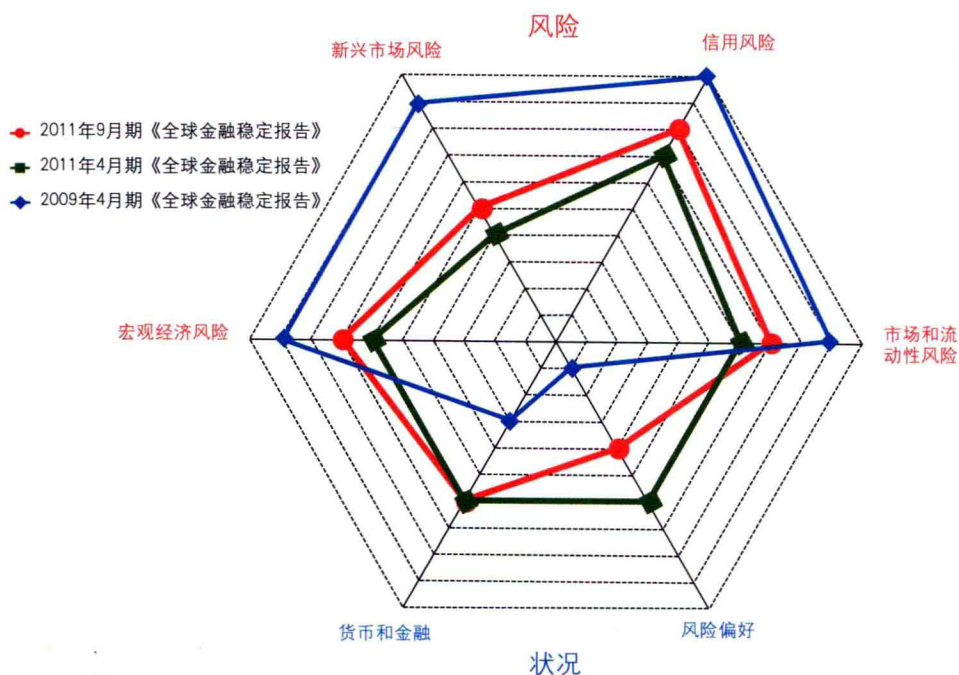
提高银行的缓冲资本，并完成金融改革进程。

主权脆弱性和传染风险

一些先进经济体尽管采取了财政整顿措施，但其主权资产负债表仍然很脆弱。由于进行中期财政调整和实施促进增长的改革缺乏足够的政治支持，主权融资压力加剧，增长前景黯淡。在这些压力之下，如果缺乏一致的政策框架和充足的支持以遏制风险传染的扩散，脆弱的主权债务急剧持续恶化的风险将进一步加剧。

主权风险溢出到银行业，对欧元区的许多银行造成融资困难，并压低了其市值。有分析对欧元区高利差主权债对欧洲银行体系的实质性影响做了量化评估，有助于说明当前市

图1.2. 全球金融稳定图



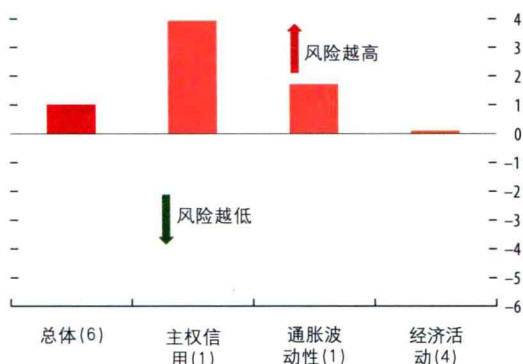
资料来源：基金组织工作人员的估计。

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。

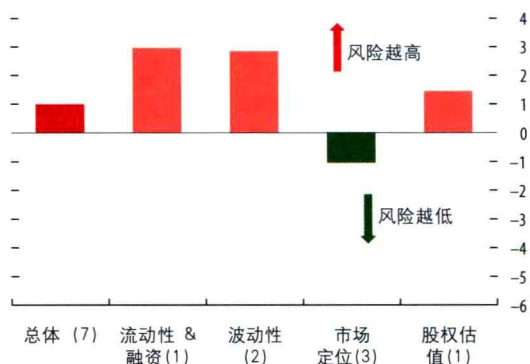
图1.3. 全球金融稳定图：评估风险和状况

(自2011年4月期《全球金融稳定报告》发布以来的级别变化)

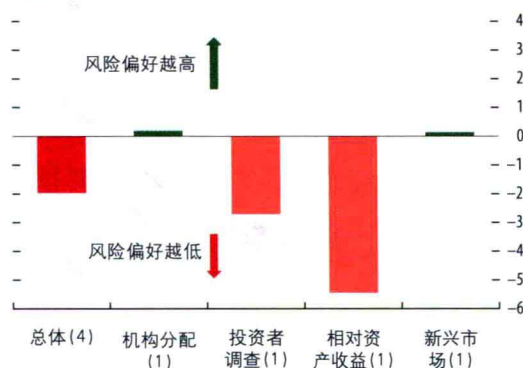
宏观经济风险上升，反映为先进经济体主权风险上升，且经济活动的疲软超乎预期。



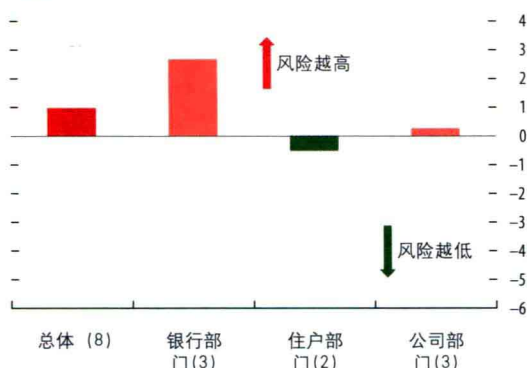
波动性加剧导致未来融资状况的不确定性增大，市场风险和流动性风险也随之上升。



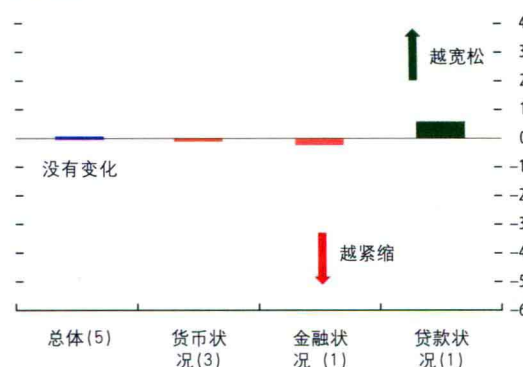
风险偏好下降，促使投资者缩小对主权风险和宏观经济风险的敞口。



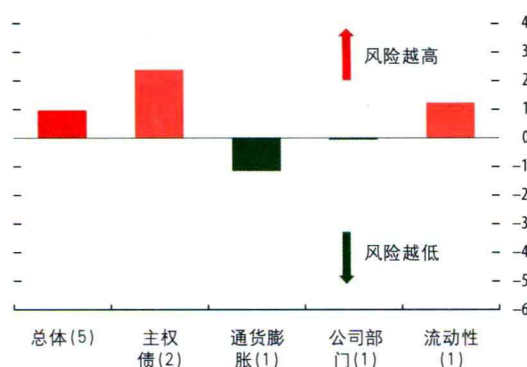
由于银行的主权风险敞口推高市场对传染风险的估计，信用风险上升。



货币和金融状况大体保持不变，先进经济体的利率水平仍处于历史低位……



……促使投资者寻求收益，导致新兴市场的大量资本流入和信贷高速增长，从而增大了新兴市场的风险。

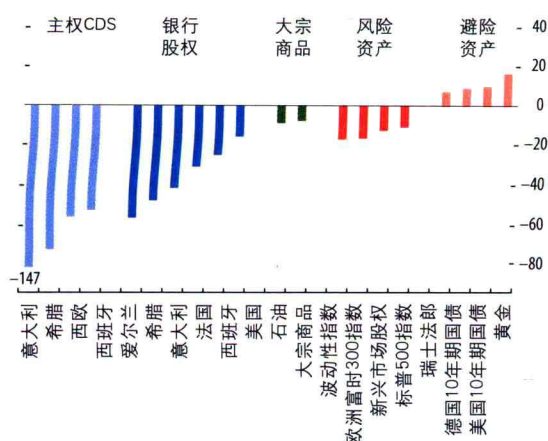


资料来源：基金组织工作人员的估计。

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》，特别是附录1.1，以及Dattels等人（2010年）对全球金融稳定图所使用的方法的描述）。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。

图1.4. 自2011年4月期《全球金融稳定报告》发布以来的资产价格动态

(百分比；波动性指数为百分点；波动性指数和主权信用违约掉期互为倒挂)



资料来源：彭博资讯和基金组织工作人员的估计。

注：CDS=信用违约掉期；VIX=标准普尔500指数期权反映的隐含波动性指数；EM=新兴市场。

场压力的水平。¹ 金融机构的高度关联和杠杆化进一步放大了有关影响。受这种溢出影响最严重的是欧元区高利差国家对主权风险敞口最大的银行。融资市场的动荡可能进一步蔓延，从而加大银行的去杠杆化压力，并压低受影响最严重的经济体的信贷增长，再次导致银行体系与实体经济之间的负面反馈循环。

必须采取可信的努力，强化金融体系的风险抵御能力。适当的财政行动，结合银行资产负债表修复和充足资本，有助于打破主权风险与银行之间的关联。必须重组脆弱的银行，如有必要，还须进行清偿。如无法获得私人资本，而且政府的公共资产负债表无力提供支持，则必须通过欧盟的广大公共部门为银行提供支持。

危机后遗症造成了公共资产负债表的脆弱。

金融危机发生4年之后，公共部门的资产负债表上堆积了沉重的债务负担，同时资金需求激增（表1.2）。财政税收减少，增长前景疲软，加之举步维艰的金融机构提供大规模支持，公共财政被推到了岌岌可危的境地。一些国家在经济较为景气时超前消费而不量入为出，这种不负责任的财政行为进一步加剧了当前挑战。为应对这些挑战，许多先进经济体的政策制定者已经开始实行财政紧缩政策，并制定数年期的长期赤字削减计划。基金组织2011年9月期《财政监测报告》中提到，一些国家已经取得重大进展，特别是一些欧盟成员国。

尽管财政整顿有所进展，但政策制定者和政治领导人尚未就进行中期财政调整和实施促进增长的改革争取到广泛的政治支持。在一些国家，

1. 本报告中的欧元区高利差国家与2011年4月期《全球金融稳定报告》中的相同（比利时、希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙）。这一组涵盖广泛的非项目国家，且各国的债务负担指标差异很大，详见表1.1和1.2。这一分类反映了这些国家所面临的市场压力（反映为债券利差），但并不是对其主权风险和其他经济基本面的评估。

表1.1. 部分先进经济体的负债和杠杆状况¹
(除注明外, 均为占2011年预计GDP的百分比)

	美国	日本	英国	加拿大	欧元区	比利时	法国	德国	希腊	爱尔兰	意大利	葡萄牙	西班牙
2011年政府债务总额 ²	100	233	81	84	89	95	87	83	166	109	121	106	67
2011年政府债务净额 ^{2,3}	73	131	73	35	69	80	81	57	n.a.	99	100	102	56
2011年基本差额 ²	-8.0	-8.9	-5.6	-3.7	-1.5	-0.3	-3.4	0.4	-1.3	-6.8	0.5	-1.9	-4.4
居民债务总额 ⁴	92	77	101	n.a.	70	33	67	60	71	123	50	106	87
居民债务净额 ^{4,5}	33	26	-164	n.a.	-126	105	-137	-132	-57	-67	-138	-123	-78
非金融公司债务总额 ⁴	90	143	118	n.a.	138	175	150	80	74	245	110	149	192
非金融公司自有资金负债率 (百分比)	92	181	133	70	106	43	69	92	182	90	125	136	134
金融机构债务总额 ⁴	94	188	547	n.a.	143	112	151	98	22	689	96	91	111
银行杠杆率 ⁶	13	24	24	18	26	30	26	32	17	18	20	17	19
银行持有的公共部门债务 ⁴	8	80	7	49	n.a.	23	17	23	28	25	32	24	24
经济体外债总额 ^{4,7}	151	67	607	38	169	390	264	200	202	1,680	140	284	212
经济体外债净额 ^{4,7}	16	-54	11	12	13	40	10	31	104	98	26	106	88
境外持有的政府债务 ⁸	30	15	19	16	25	58	50	41	91	61	51	53	28

资料来源: 国际清算银行, 彭博资讯, 《欧盟银行业合并数据》, 美国联邦储蓄保险公司, 基金组织《国际金融统计》、《货币和金融统计》、《世界经济展望》数据库, 国际清算银行—基金组织—经济合作与发展组织—世界银行联合外债中心 (JEDH), 基金组织工作人员的估计。

1. 红色区块表示从 1990 年至 2009 年 (或可获得抽样数据的最长期限) 纳入所有国家的抽样数据库中前 25% 的价值。绿色区块表示后 50% 的价值, 黄色表示 50% ~ 75% 的价值。银行业杠杆化的抽样数据仅从 2008 年开始获取。

2. 《世界经济展望》对 2011 年的预测。

3. 一般政府债务净额由债务总额减去相关债务工具的金融资产计算得出。

4. 最新数据根据年度 GDP (2011 年预计值) 进行划分。非金融企业的债务总额包括企业间贷款和贸易信用, 这些项在各国之间存在很大差异。

5. 居民债务净额由该国的基金数据流的金融资产和负债计算得出。

6. 杠杆率的定义为国内银行有形资产对有形普通股股权资本的比率。

7. 通过一国国际投资头寸的资产和负债计算得出。

8. 境外持有的一般政府债务的最新数据 (来自 JEDH) 根据 2011 年预计的 GDP (来自《世界经济展望》) 进行划分。以市场价格计价时, JEDH 的债务数据与《世界经济展望》的债务数据不具有可比性。