

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

市场发展与问题



2003年3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

市场发展与问题

2003年3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

责任编辑：仲 垣

责任校对：孙 蕊

责任印制：尹小平

图书在版编目(CIP)数据

全球金融稳定报告 / 国际货币基金组织国际资本市场部编写；国际货币基金组织语言服务部译. —北京：中国金融出版社，2003.7

书名原文：Global Financial Stability Report

ISBN 7-5049-3090-3

I. 全…

II. ①国…②国…

III. 金融市场—研究报告—世界

IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 045129 号

出版

中国金融出版社

发行

社址 北京广安门外小红庙南里3号

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京汇元统一印刷有限公司

开本 889毫米×1194毫米 1/16

印张 8.75

字数 249千

版次 2003年7月第1版

印次 2003年7月第1次印刷

定价 48.00元

如出现印装错误本社负责调换



前 言

《全球金融稳定报告》于2002年3月首次发布，从本期开始改为每半年发布一次。《全球金融稳定报告》对全球金融市场进行定期评估，辨别可能导致危机的潜在系统性弱点。报告旨在促进对全球金融体系中潜在问题的关注，从而在危机预防方面发挥作用，对全球金融稳定性以及基金组织成员国的持续经济增长作出贡献。

本报告由国际资本市场部编写，编写工作在基金组织高级顾问兼国际资本市场部主任Gerd Häusler的指导下进行。管理工作由一个编辑委员会承担，该委员会包括Hung Q. Tran（主席）、Donald J. Mathieson、David J. Ordoobadi和Garry J. Schinasi。另外，承蒙Axel Bertuch-Samuels、Charles R. Blitzer和David Cheney提出意见和建议。参与本期工作的人士还包括Francesc Balcells、Gianni De Nicoló（基金组织货币与汇兑事务部）、Burkhard Drees、Martin Edmonds、Toni Gravelle、Janet Kong、Gabrielle Lipworth、Chris Morris、Jürgen Odenius、Li Lian Ong、Kazunari Ohashi、Lars Pedersen、Ramana Ramaswamy、Jorge Roldos、Calvin Schnure、Srikant Seshadri、Manmohan Singh、Mazen Mahmoud Soueid和S. Kal Wajid（货币与汇兑事务部）。Silvia Iorgova、Anne Jansen、Oksana Khadarina、Yoon Sook Kim、Kalin Tintchev（货币与汇兑事务部）和Peter Tran为研究工作提供了协助。Caroline Bagworth、Jane Harris、Vera Jasenovec、Ramanjeet Singh和Joan Wise提供了出色的文字处理服务。对外关系部的Jeff Hayden编辑了文本并且协调了出版工作。

本期部分内容源于一系列非正式讨论，包括与巴西、智利、中国、中国香港特别行政区、匈牙利、日本、波兰、俄罗斯、新加坡、泰国、英国和美国的商业和投资银行、证券公司、资产管理公司、保险公司、退休基金、股票与期货交易所和信用评级机构的讨论。本报告所列之大多数信息截止到2003年2月28日。

基金组织其他部门的工作人员对本报告提出了意见和建议。各位执董在2003年3月14日对《全球金融稳定报告》进行讨论后也发表了看法。但是，报告中的分析与政策思考由参与撰稿的工作人员独立完成，不代表各位执董、其国家当局或基金组织的观点。

目 录

| | |
|------------------------------|-----|
| 前言 | vii |
| 第一章 概述 | 1 |
| 主要金融中心的关键发展 | 1 |
| 新兴市场融资 | 3 |
| 增强市场信心的措施 | 4 |
| 发展本地证券市场的政策问题 | 5 |
| 第二章 主要金融中心的关键发展及金融风险的来源 | 6 |
| 成熟市场的主要发展 | 6 |
| 重要部门是被进一步削弱还是得到增强? | 12 |
| 退出风险承担和现金积累: 影响及风险 | 20 |
| 参考文献 | 26 |
| 第三章 新兴市场的发展和融资前景 | 27 |
| 新兴市场的资本流动依然不足 | 28 |
| 新兴债券市场表现强劲 | 30 |
| 2002 年新兴股票市场收低 | 36 |
| 银团贷款略有增加 | 39 |
| 新兴市场银行部门的业绩 | 41 |
| 展望 | 49 |
| 附录: “时曝时寒” 动态在新兴一级市场盛行 | 51 |
| 参考文献 | 56 |
| 第四章 新兴市场的本地证券及衍生工具市场: 若干政策问题 | 57 |
| 以本地市场作为防范资本流动波动风险的自我保险措施 | 57 |
| 证券市场作为替代性融资渠道的发展程度 | 60 |
| 新兴本地证券市场的通行做法 | 62 |
| 若干政策问题 | 66 |
| 结束语 | 74 |
| 参考文献 | 74 |
| 名词解释 | 77 |

目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 附件 代理主席的总结发言 | 80 |
| 主要金融中心的重大变化和金融风险来源 | 80 |
| 新兴市场融资 | 80 |
| 增强市场信心的措施 | 81 |
| 促进本地证券市场的措施 | 81 |
| 统计附录 | 83 |
| 专栏 | |
| 3.1. 战争风险和新兴市场的脆弱性 | 33 |
| 3.2. 2002 年新兴市场的蔓延 | 45 |
| 3.3. 集体行动条款: 最新发展 | 48 |
| 4.1. 对于原罪的国际解决方案 | 69 |
| 表 | |
| 1.1. 金融市场数据 | 2 |
| 2.1. 美国: 住户资产负债表 | 14 |
| 2.2. 在国际上活跃的金融机构: 股票价格 | 16 |
| 2.3. 全球性金融机构: 信用级别和资本比率 | 17 |
| 3.1. 新兴市场融资 | 28 |
| 3.2. EMBI+ 表现 | 31 |
| 3.3. 发行所用货币 | 37 |
| 3.4. 股市表现: 2002 年 | 37 |
| 3.5. 股市的定价和盈利 | 40 |
| 3.6. 新兴市场国家: 金融稳健性指标 | 43 |
| 4.1. 外汇储备: 储备水平以及占 GDP 的比例 | 59 |
| 4.2. 私营部门 | 61 |
| 4.3. 公共部门 | 63 |
| 4.4. 所有部门合计 | 64 |
| 图 | |
| 2.1. 股市表现 | 7 |
| 2.2. 市盈率 | 8 |
| 2.3. 若干利差 | 9 |
| 2.4. 政府债券短期利率和长期利率 | 11 |
| 2.5. 美国: 30 年期抵押贷款利率和政府债券收益率 | 12 |
| 2.6. 若干主要汇率 | 13 |
| 2.7. 美国: 净投资组合流入量和净总资本流量 | 14 |
| 2.8. 美国: 住户净值 | 15 |

| | |
|---|----|
| 2.9. 美国: 非金融公司部门——广义流动性资产与短期债务之比 | 15 |
| 2.10. 在国际上活跃的金融机构: 相对股价 | 18 |
| 2.11. 美国的银行: 相对股价 | 19 |
| 2.12. 大型保险公司: 相对股价 | 20 |
| 2.13. 美国: 住户投资组合分配, 总存款 | 21 |
| 2.14. 美国: 住户资产负债表, 选择列示 | 22 |
| 2.15. 欧洲: 住户投资组合分配 | 22 |
| 2.16. 日本: 个人投资组合分配, 总存款 | 23 |
| 2.17. 美国: 批发现金工具与总金融债权比率 | 23 |
| 3.1. 债券、贷款和股票的年度累计发行总额 | 30 |
| 3.2. 新兴市场融资 | 30 |
| 3.3. 主权债利差 | 32 |
| 3.4. 风险承担意愿与新兴市场债务 | 32 |
| 3.5. 新兴市场和高收益债务基金的资金流量 | 35 |
| 3.6. 债券发行 | 36 |
| 3.7. 债券发行的份额 | 36 |
| 3.8. 新兴市场股票和美国国库券 | 37 |
| 3.9. 新兴市场股票波动 | 37 |
| 3.10. S&P 500 指数与新兴市场的相关性 | 38 |
| 3.11. 亚洲新兴市场股票和半导体芯片 | 38 |
| 3.12. 2002 年第四季度的回报和总体风险 | 39 |
| 3.13. 设在美国的流向新兴市场、亚洲新兴国家和拉丁美洲股票市场的共同基金 | 39 |
| 3.14. 股票累计每年发行总额 | 40 |
| 3.15. 股本募集 | 40 |
| 3.16. S&P 500 每股盈利 | 41 |
| 3.17. 累计每年贷款发放总额 | 41 |
| 3.18. 银团贷款承诺额 | 42 |
| 3.19. 贷款加权的利差幅度 | 42 |
| 3.20. 市场定价 | 44 |
| 3.21. 主权债利差及其历史低点 | 50 |
| 3.22. 风险与回报, 1998 年 1 月-2002 年 12 月 | 51 |
| 3.23. 市场开放和关闭期间的 EMBI+ | 52 |
| 3.24. 市场关闭期间 EMBI+ 的波动 | 52 |
| 3.25. VIX 指数和一级市场关闭 (1994-1996 年) | 53 |
| 3.26. VIX 指数和一级市场关闭 (1997-2002 年) | 53 |
| 3.27. BBB-BB 级债券利差差幅和一级市场关闭 (1994-1996 年) | 54 |
| 3.28. BBB-BB 级债券利差差幅和一级市场关闭 (1997-2002 年) | 54 |
| 4.1. 智利: 私人非金融部门债券的未偿付余额 | 67 |

本报告采用了下列符号:

... 表示无可用的数据;

— 表示数字为零或不足最后一位数的一半, 或该项目不存在;

- 用于年或月之间 (例如 1997-1999 年, 或 1-6 月), 表示涵盖的年度和月份, 包括起始和终止的年度或月份;

/ 用于两个年度之间 (例如 1998 /1999 年) 表示财政或财务年度。

“十亿”指一千个百万; “万亿”指一千个十亿。

“基点”指一个百分点的百分之一 (例如 25 个基点相当于一个百分点的 1/4)。

“n.a.”指不适用。

由于四舍五入, 分项数字相加之和与合计数字之间可能有微小差异。

在本报告中, “国家”一词并非总是指按照国际法和国际惯例所理解之国家, 还包括一些非国家的领土实体, 它们单独和独立编制和报送统计数据。

资产价格泡沫破灭后的金融市场与实际经济中的调整仍在对各项发展产生影响,具体表现为全球经济增长步履蹒跚和不均衡,企业不愿增加资本支出。投资者承担风险的意愿下降,不愿意支持成熟股市的复苏,导致成熟信贷市场和新兴信贷市场的分级以及流向新兴市场借款人的资金的不均衡。但是,负面影响似乎在减弱。美国的住户资产负债表似乎已经稳定,企业资产负债表已经有所改善,初步迹象表明金融机构承担风险的意愿有所增强。

主要经济体中货币政策的支持态势以及机构投资者和个人投资者承担风险的意愿下降导致大量现金积累。对上述现金的部分使用促成了2002年第四季度的股市短期回升,使成熟市场债券和新兴市场债券的信用利差缩小,向新兴市场借款人提供的资金增加。陡峭的收益曲线(特别是在美国)也使得金融机构能够通过传统的跨期限交易和期限不匹配来改善盈利。

成熟市场的金融状况逐步改善,减轻了人们对风险的忧虑,可能也减轻了实际风险,与市场下跌至最低点的2002年9月相比,目前全球金融体系相对稳定。通常这意味着经济和金融市场会出现复苏,因为投资者的信心增强会导致闲置的大量风险资本被再度用于承担风险。但是,目前伊拉克战争的前景及其对增长和稳定的影响充满变数,给这种潜力蒙上了一层阴影。

当前股市价格已经反映了战争会迅速取得决定性结果的预期,但如果事实并非如此,投资者信心可能进一步降低。另外,市场尚未关注不确定的局面可能持续一段时间的可能性。事实上,伊拉克冲突的不确定因素目前还在增大,即使战争迅速取得决定性结果,由于可能出现持续的地缘政治不稳定和确实存在的恐怖主义的威胁,不确定局面仍然有可能存在下去。即使那些对地缘政治事件持乐观态度的投资者,也希望在看到不确定性

消失后再从事风险较大的投资;投资者由于无法对不确定性定价,从而采取观望态度。因此,旷日持久的不确定性可能导致人们极力回避风险,打击金融市场,增加妨碍全球经济复苏的阻力。

2002年第四季度股市回升,但2003年1月中旬至3月又出现逆转(表1.1),这突出表明了投资者情绪的持续脆弱,以及迫切需要有增强市场信心的政策,并急需化解地缘政治方面的紧张形势。

主要金融中心的关键发展

全球金融体系中的各主要部门在纠正过去的过度方面已经取得一些进展(见第二章)。但是,无法确保会有更多进展,由于对地缘政治事件的担忧加大,市场信心仍然可能出现逆转。

- 虽然股票和债券市场波动一直在继续,但美国住户部门的资产负债表似乎已经趋于稳定。
- 美国企业的资产负债表似乎在缓慢改善,这从广义流动性资产对短期债务的比率迅速上升中可以看出。
- 在国际上活跃的大型银行在资本充足性和流动性方面情况尚可。尽管大笔资产注销使其盈利下降,目前此类银行仍不致造成系统性风险。但是,如果全球经济恶化,或者被隐瞒的企业损失被进一步曝光,则可能造成问题。由于在本地市场的基本盈利能力良好,大多数欧洲银行的财务状况尚佳。但是,由于国内市场的分割,德国批发银行目前的盈利能力有限,其财务状况需要改善。在持续通货紧缩和企业重组有限的环境中,尽管日本银行近期努力集资,但银行体系状况继续恶化,迫切需要以企业和金融部门重组为内容的改革。
- 一些欧洲保险公司由于股票和公司债券价格下跌而被显著削弱。问题最突出的国家包括英国、德国、荷兰和瑞士,这些国家的人寿保

第一章 概述

表 1.1. 金融市场数据

(除非另外说明, 均为百分比变化)

| | 由以下日期至 2003 年 2 月 28 日之间的变化 | | | | |
|-----------------------------------|-----------------------------|----------|-----------|----------|-----------|
| | 高峰 (2000 年 3 月 24 日) | 2001 年 | | 2002 年 | |
| | | 9 月 11 日 | 12 月 31 日 | 9 月 30 日 | 12 月 31 日 |
| 股票市场 | | | | | |
| 主要股票指数 ¹ | | | | | |
| S&P500 | -44.9 | -23.0 | -26.7 | 3.2 | -4.4 |
| Nasdaq | -73.1 | -21.1 | -31.4 | 14.1 | 0.2 |
| FTSE Eurotop 300 | -53.7 | -30.5 | -39.1 | -6.2 | -10.4 |
| 东证 | -50.1 | -22.6 | -20.7 | -11.1 | -2.9 |
| 银行指数 | | | | | |
| S&P500 银行指数 | 3.3 | -3.5 | -5.9 | 0.5 | -2.1 |
| FTSE Eurotop300 银行指数 | -32.9 | -25.0 | -35.0 | -1.4 | -9.3 |
| 东证银行指数 | -64.8 | -50.2 | -31.5 | -34.5 | -8.8 |
| 债券市场 | | | | | |
| 美国公司债券 | | | | | |
| 收益率 (水平变化; 基点) | | | | | |
| AAA 级 | -180 | -111 | -78 | -26 | -26 |
| BAA 级 | -141 | -87 | -100 | -47 | -39 |
| 高收益率债券 | -49 | -112 | -126 | -214 | -71 |
| 利益 (水平变化; 基点) ² | | | | | |
| AAA 级 | 70 | -3 | 58 | -36 | -14 |
| BAA 级 | 109 | 21 | 36 | -57 | -27 |
| 高收益率债券 | 201 | -4 | 10 | -224 | -59 |
| 美国公司债券价格指数 ³ | | | | | |
| AAA | ... | 6.6 | 7.3 | 1.4 | 1.1 |
| A | ... | 6.0 | 7.1 | 2.0 | 1.3 |
| BBB | ... | -0.5 | 1.4 | 4.3 | 1.7 |
| 欧洲公司债券利差 ⁴ | | | | | |
| AA | 3 | -1 | 0 | -10 | -4 |
| A | 10 | -20 | -2 | -13 | 3 |
| BBB | 87 | -19 | 18 | -62 | -2 |
| 日本公司债券利差 ⁴ | | | | | |
| AA | -10 | -2 | -5 | -1 | 0 |
| A | 5 | 1 | -22 | -4 | -5 |
| BBB | -9 | 17 | -20 | -30 | -9 |
| 政府债券收益 (水平变化; 基点) ⁵ | | | | | |
| 美国 | -250 | -108 | -136 | 10 | -12 |
| 德国 | -133 | -89 | -108 | -35 | -29 |
| 日本 | -108 | -63 | -58 | -40 | -12 |
| 政府债券价格指数 ⁶ | | | | | |
| 美国 | 17.8 | 8.3 | 11.8 | 0.2 | 1.7 |
| 德国 | 12.2 | 11.0 | 9.6 | 2.5 | 1.8 |
| 日本 | 14.6 | 10.8 | 9.7 | 6.9 | 2.7 |
| 汇率 | | | | | |
| 欧元 / 美元 | -9.5 | -15.5 | -17.7 | -8.7 | -2.9 |
| 日元 / 美元 | 10.5 | -1.1 | -10.3 | -3.0 | -0.6 |
| 美元贸易加权名义 | -0.4 | -8.6 | -12.2 | -5.6 | -2.8 |

资料来源: Bloomberg L.P. and Datastream.

1. 以当地货币计算。
2. 相对于 10 年期美国国债的利益。
3. 美林公司债券指数。
4. 美林公司债券利益; 水平变化, 以基点为单位。
5. 10 年期政府债券。
6. 美林政府债券指数, 10 年期以上。

险公司被迫在下跌的股市中出售其持有的股权投资。英国于2003年1月提出了一些定期的监管调整措施,以消除上述卖压。日本的人寿保险公司在相当一段时间内也一直承受很大压力。

- 现有数据表明,美国、英国、荷兰和日本的企业确定给付退休基金出现数额很大的资金缺口。欧洲其他国家也可能存在此类资金缺口,虽然准确的数据尚无法广泛地得到。除非股票和债券市场迅速反弹,预期以上资金缺口会对企业盈利造成压力,增加市场评估企业未来盈利时面临的不确定性。
- 在本报告所回顾的阶段内,美元相对主要货币明显贬值。但是,历史表明,如果美元币值的大幅波动是对于基本面的不平衡的调整的反应,市场有能力承受。但是,美元急剧下跌也可能产生不稳定后果,因为长期以来外国投资者已经积累了大量美国金融资产。这些资产的构成和资本流量已经发生了变化,从股票和外国直接投资转向固定收益证券,特别是美国国债和政府机构债券。当投资者重点从事股票投资时,他们最关心的是增长潜力和相对的生产率增长,而美国在这方面曾受益匪浅。但是,由于投资者对股市感到失望,将投资重点再度转移至固定收益证券,利差就成为最重要的因素。因此,美国收益率降至低于欧洲的水平,就使得美国固定收益市场的吸引力减弱,助长美元下跌。

比较有利的一点是,各主要经济体放松货币政策,住户和机构积累现金余额,有助于强化资产负债表改善,随着不确定因素减少和投资者信心增强,积累的现金可能被有效地使用。但即使出现该有利情况,仍然需要谨慎。在增长前景改善,投资者转向风险较高的资产时,短期和长期利率有可能上升。目前,该利率风险仍然明显,因为金融机构大量投资于长期国债和政府机构债券,并通过发行短期债务为购买上述债券融资,以利用陡峭的收益曲线获利。市场人士指出,许多此类投资并未进行对冲,因为对冲的费用会减少利用利率差异获取的收益。由于有抵押担保的证券具有

负凸性特征,美国有抵押担保的证券市场的投资者承担着更大的利率风险(详细分析见第二章)。因此,有些市场参与者可能会遭受较大损失,而在此之前由于股市泡沫破灭和资金逃离企业证券,它们已经遭受损失。

新兴市场融资

就新兴市场融资而言,2002年再度出现“时曝时寒”的变化无常现象(见第三章),信用级别较低的国家,特别是一些拉丁美洲国家,在利用资本市场方面面临困难,并且需要承担很高的融资成本。2002年第四季度全球金融市场状况改善——其特征是股市回升,公司债券信用利差显著降低,以及市场实际和预期波动幅度缩小——导致资本市场对许多(但并非全部)发行人重新开放。

2002年,投资者在作出投资决策时特别注重政策的可持续性,导致市场按照信用质量明显分级。由于巴西当时存在政策不连续的可能性,使投资者越来越忧虑,大选期间的信用利差上升;这种状况随着新政府任命第一批内阁官员和宣布政策而缓解。虽然第四季度投资者对巴西的信心显著增强(信用利差大幅度缩小,雷亚尔明显回升),国内借款成本仍然很高,外国债券利差尚未回跌至政府可重新利用一级市场的水平。

市场继续基于对信用质量的感受区分借款人,某些拉丁美洲国家继续面临很高的收益利差,而亚洲和东欧的借款人则从接近历史最低水平的信用利差中受益。除菲律宾外,亚洲市场由于增长强劲、宏观经济条件良好、区域内的流动性和坚实的投资者基础而受到支持。类似地,部分由于在加入欧盟方面取得的进展,人们认为东欧国家的信用级别将被提升,也使之吸引了投资者的注意力。由于油价上涨,俄罗斯的财政状况和增长表现良好,投资者对俄罗斯的信心继续增强。

近年来,主要新兴市场中的银行部门的表现也是好坏不一。在欧洲新兴市场国家,由于大量进行银行重组,外国银行进入若干新兴市场国家,金融市场健康指标显著改善。亚洲也经历了类似的明显改善,但在某些国家中进展较慢,金融市场仍

然疲软,主要是银行和企业重组滞后。与上述地区的情况相反,某些拉丁美洲国家的银行仍然处于困境,长期的虚弱由于近期的经济和金融混乱更加严重。在该地区的另一些国家,银行实现了较好的经营成果,反映了这些国家中初始条件和经济状况较为有利。

增强市场信心的措施

随着金融市场和实际经济进一步消除泡沫年代产生的过热,政策必须继续支持消费者、企业和投资者的信心。市场信心增强能够逐步改善金融状况,支持投资活动,从而促进金融市场和经济复苏。在不断升温的地缘政治事件的干扰之下,增强信心的最佳方法是继续执行稳健的宏观经济政策,灵活应对重新出现的经济滑坡迹象。另外还需要继续采取步骤解决公司治理、金融市场做法和会计标准方面的问题,这些问题在资产价格泡沫破灭时明显地暴露出来。

首先,在宏观经济方面,各主要经济体的货币政策目前保持宽容态势,该政策态势虽然导致现金积累,但仍然是适当的做法。为了防止消费者和企业信心滑落,使金融市场获得喘息的机会,必须采取支持性态势。更一般地说,支持性货币政策态势促进了重要经济部门财务状况的改善,以及住户和金融中介机构的流动性的显著增加。在欧洲尤为明显,收益曲线变陡会极大地促使金融中介机构的获利能力增强,从而能够消化其在其他业务部分的亏损。日本当局需要采取果断措施,以扭转多年的经济滑坡和物价下降趋势。

其次,日本亟需重新努力,实施企业和金融部门改革。为改善其财务状况,许多日本金融机构需要在解决贷款损失准备金问题方面采取更果断的措施,更一般地,还要解决成本基础较高的问题。它们还需要增强其资本基础。通过成功的重组重新获得活力的公司部门对日本金融机构改善盈利至关重要。

在德国,中小企业资本充足状况改善将有助于减少金融机构资产负债表中的大笔贷款损失准备金。但更重要的是,一些金融机构需要通过整

合,显著增强其获利能力,降低膨胀的成本基础。

在日本,总体法规框架需要支持上述重组努力,德国在较小程度上也存在类似必要。这些方面若能取得进展,将有助于增强市场信心,改善增长前景。

第三,泡沫破灭后的资产价格调整暴露出了保险业中和企业退休金筹资中存在的一些具体弱点。

- 鉴于保险部门经济实力被削弱,保险监管机构必须加强努力,鼓励在微观层面采取更有效的资产风险管理措施,并调整动力机制(包括偿还能力和流动性方面的监管规则),使之有助于促进市场稳定性。英国当局最近采取了一些措施,例如放松“监管最低保证金”要求,在这方面发挥了良好的作用,其他国家也应当考虑采取主动措施。
- 股价下跌暴露了企业退休金资金在筹集方面的弱点,因此有必要解决退休基金资产(通常多投资于股票)和退休基金负债(其动态变化通常与债券类似)之间长期存在的不匹配的问题。另外,美国许多大公司的退休基金资产与其市值之间的比率超过2:1,说明美国公司部门负债率仍然很高,因为企业最终要履行提供退休金的义务。退休金会计准则方面需要审视的问题之一,是必须作出现实的精算假设,这对正确衡量资金的充足性至关重要。但是,必须避免在近期大量动用企业盈利弥补退休基金,这会导致自我加强的股市下跌。

第四,美国和其他一些国家必须继续其目前改善公司治理、会计、审计及其他投资银行做法的努力。这将有助于恢复投资者的信心,使之相信其在金融市场中享有公平的竞争条件,并相信其能够全面、准确地了解上市公司的财务状况。

第五,最近的现金余额积累要求私营部门市场参与者进行警惕的风险管理。这对于确保有序地利用现金余额和消解由陡峭的收益曲线造成的头寸状况十分重要。如果市场信心和承担风险的意愿迅速回升,可能导致没有采取对冲措施的大量长期政府债券投资面临风险,有可能造成很大亏损。因此,各国监管机构应当确保其管辖地区的

金融机构及其对冲交易的对手方（无论其所处地方和企业部门）的此类风险头寸均得到适当管理。

最后，新兴市场融资方面存在的时曝时寒变化反复的现象以及持续的信用分级状况，说明有必要坚持实施可持续政策，从而能以合理成本进入市场融资。这一点在目前特别重要，因为许多主权借款人仍然面临不友好的外部金融条件。此外，开发本地证券市场的持续努力最终可以建立替代资金来源，在全球金融条件变化时发挥缓冲作用。

发展本地证券市场的政策问题

制定健全和可持续的宏观经济政策是强化国内经济基本面和建立良好信誉之必要条件，许多新兴市场还采取了进一步措施，以针对波动较大的资本流动和资产价格提供“自保”。在这些措施中，最突出的是建立本地证券和衍生工具市场的努力（见第四章）。

过去五年中，本地证券和衍生工具市场发展很快。但是，尽管本地市场——特别是本地债券市场——扩展迅速，仍不足以对银行倒闭或国际市场波动提供充分的保险。不过，进一步发展这类市场可以在未来发生银行倒闭时最终提供重要的缓冲。具体而言，此类措施应当注重继续增强市场基础结构，开发参照基准，发展本地机构投资者，以及改进公司治理和透明度。

另外，虽然关于建立本地证券和衍生工具市场的一些政策存在不尽明了之处，仍然可以采取某些措施，同时继续监控这些措施潜在的副作用。例如，健全的衍生工具市场能够提供高效的风险管理工具。经验表明，良好的宏观经济政策和监管政策能够在很大程度上减少衍生工具市场可能对金融稳定产生的负面影响。同样，与通货膨胀挂钩的指数化工具能够延长固定收益证券市场的期限，但与汇率挂钩过于密切的工具可导致资产负债表不匹配以及债务动态的不稳定，因此不宜提倡。

第二章 主要金融中心的关键发展及金融风险 风险的来源

自从2002年第四季度开始以来,成熟市场的金融状况趋于稳定,但所有改善仍属暂时。各大股市在10月稍下挫后,至12月一直趋于回升,但全年仍是下降的,并最终连续第三年走低。2002年年底的回升大部分被2003年前两个月的下跌抵消。在2002年第四季度初,公司债券市场遭受压力,但接近年底时出现反弹,利率和利差均下降。美国固定收益证券的吸引力减弱导致美元下跌,跌幅相对欧元尤其明显。商业银行业绩参差不齐,零售银行普遍获得增强,但批发业务仍然低迷。股市下跌对保险公司和退休基金造成伤害。某些重要非金融部门的资产负债表已趋于稳定,甚至开始改善。货币供应方面的宽容以及投资者的谨慎态度导致零售投资者和机构投资者的投资组合中积累大量现金头寸,对金融稳定产生了有利影响,但也造成了新的风险。

自 从2002年第三季度末以来,成熟金融市场中的金融状况逐步改善,重要部门开始重整资产负债表。由于房屋价格一路攀升,债务成本进一步降低,美国住户资产负债表在第四季度略有改善,而此前两年曾显著减弱。非金融企业的财务状况也有所好转,主要原因是发行较长期债券为以前的短期负债再融资。相反,美国和欧洲的金融机构总体财务健康状况良莠不齐。一些零售方面强大的银行为情况较好,而过度依赖批发业务的银行利润锐减。

尽管出现了上述较为有利的情况,但一些领域仍然相当疲软。受打击最沉重的是保险公司,特别是在欧洲。股市价格下跌,固定收益证券的低收益率,衍生工具头寸的潜在损失,以及对某些保单承诺的较高的固定回报率,使得保险公司继续承受巨大压力。股价下跌和利率下降造成的退休基金负债净现值升高,使许多确定给付的企业退休基金出现了严重的资金缺口。

由于各主要经济体保持宽松的货币政策态势,加之股市泡沫破灭后投资者风险承担意愿减弱,导致投资组合中积累了大量优质的短期流动性工具的头寸。目前,该“风险资本”在场外闲置,一旦地缘政治方面的忧虑解除,经济复苏步伐加快,该资本将会用于风险较高的投资。第四季度股市短期回升可能是一种先兆。但是,上述回升在2003

年1月逆转,原因是投资者的信心再度由于对地缘政治局势感到担忧而下挫。目前投资者信心脆弱,突出表明必须制定和实施加强投资者信心的政策。此类政策如果有效,可能引发大量的现金头寸中的一部分转化为风险较高的资产,以及资产市场的复苏。

本章分为三个主要部分。第一部分记述和分析了成熟市场的主要发展。第二部分评估了上述发展对重要部门财务状况的影响。本章结束时分析了股市泡沫破灭以来大量现金头寸的积累。文中把目前的现金积累阶段与以前风险承担意愿降低的阶段进行了比较,然后探讨了最可能出现的有利和不利情形。

成熟市场的主要发展

在公司风险重新定价和重新分配方面继续出现波动

在本报告阶段内,公司金融工具(股票、债券、信用衍生工具)的交易市场继续出现大幅度波动,但波幅大体没有超出此前12个月中所达到的范围。2002年第四季度的回升可能表明承受风险的意愿增强,但2003年初市场重新走弱。这种市场变化一方面反映了经济复苏和企业盈利方面的不

确定性，另一方面也反映了投资者对地缘政治局势的担忧。然而，美国和欧洲各金融中心的成熟资本市场表现出了弹性，在总体上仍然对融资需要保持了开放。

企业盈利改善的幅度小于预期水平，导致股市横盘

2002年10月初，在经济复苏方面传来一连串令人失望的消息，使成熟市场中的股价达到多年来的最低点(图2.1)。当期发布的较好的公司盈利报告，以及对2003年经济持续复苏的希望，刺激大多数股市在第四季度回升。之后，投资者信心再度减弱，加上爆发伊拉克战争的可能性越来越大，各主要指数均显著滑落。关于英国保险公司偿付能力以及其可能被迫抛售股票的忧虑导致FTSE在1月份下跌10%。在日本，股价指数跌至20年来最低点，从2002年10月初以后则基本上原地踏步。

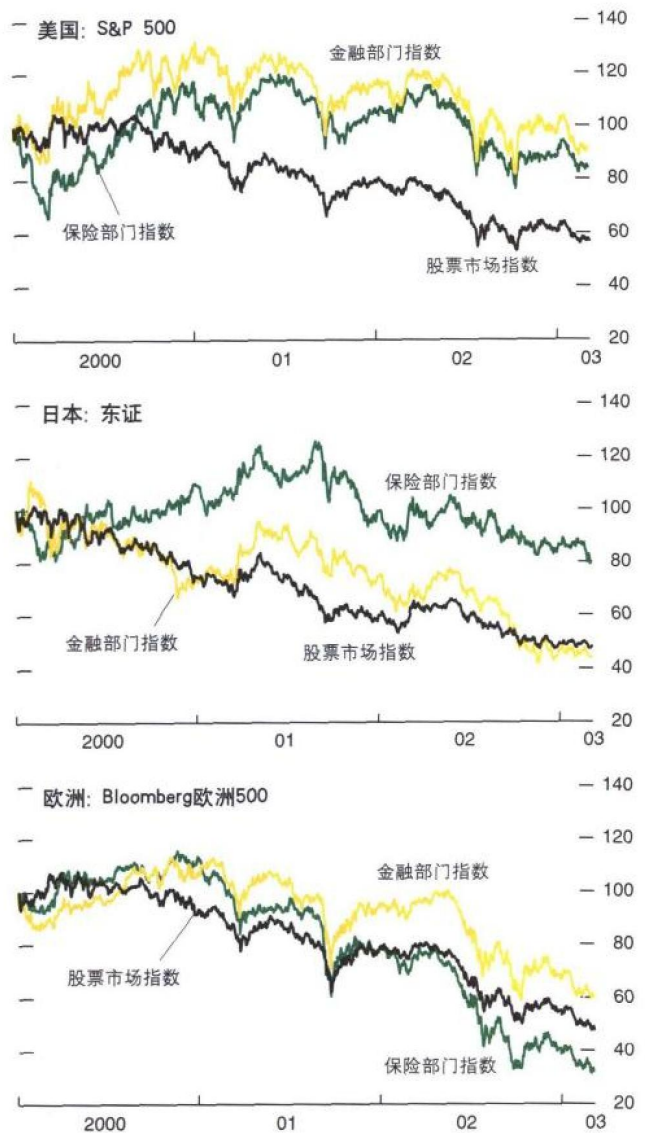
2002年第四季度的盈利报告好坏不一，据First Call估计，S&P 500公司与2001年同期相比盈利上升10%，稍有改善，而2001年第四季度比2000年同期下降21.5%。展望未来，由于经济不景气，分析师们降低了2003年上半年的预期盈利增长率，前两个季度分别降低至8%和5%，对2003年下半年的估计则为9%。总体而言，股市价格已经比较接近历史定价水平(图2.2)。但是，在今后一年中，基于分析师对盈利的预测，S&P 500股票的市盈率为16倍，仍然超出股市泡沫之前的平均水平。在德国，2002年底的股价是预期盈利的15倍，高出1988年至1996年平均值4%。在日本，股票价格大幅下跌后，目前的前瞻市盈率水平接近国外历史标准水平，约为18倍，比1988年至1996年期间的高水平下降60%。

公司债券利率降低，利差缩小

第四季度开始时，公司债券市场条件恶化，在10月初，利差——特别是高收益率债券利差——显著上升(图2.3，上)。此后市场有所改善，投资

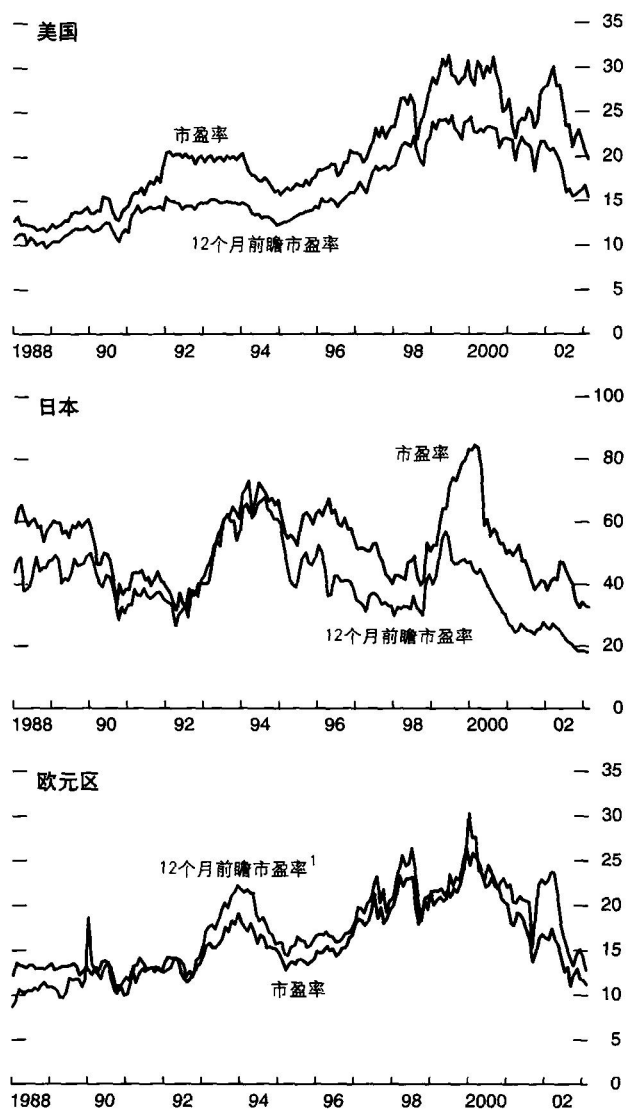
图 2.1. 股市表现

(2000年1月3日 = 100)



资料来源: Bloomberg L.P.。

图 2.2. 市盈率



资料来源: Datastream; I/B/E/S.

1. 该数据为德国数据。

级和高收益率债券的利差均显著缩小。美国高收益率债券与国债之利差从第三季度末至年底下降了约140个基点,而投资级债券之利差全年略微缩小。按照历史标准衡量,高收益率债券利差相对较大,表明信用分级状况虽然有所改善,但仍然持续。在欧洲,2002年第四季度BBB级公司债券利差缩小60个基点,A级缩小16个基点。与此同时,日本BBB级债券利差缩小20个基点,信用质量较高的债券利差基本上没有变化,而10年日本政府债券收益率则降至历史最低水平。

1月上半个月,投资者预期在新的一年里经济增长将有进一步改善,债券利差继续缩小。但从1月中至1月底,对油价上涨及伊拉克战争可能爆发的担忧增大,对信贷市场产生了很大影响。总体而言,1月份利差缩小,美国市场截止到1月底利差缩小了20至55个基点,欧洲和日本的利差在1月几乎没有变化。

2002年,由于全球经济衰退,电信行业泡沫破灭的进一步影响,以及不合规章的企业会计行为,公司债券违约率达到历史最高水平。美国的违约率最高点似乎发生在2002年初,之后,由于在全年中经济略有增长,使得信用质量问题缓解,违约率开始呈下降趋势。投机级美国债券截止到2002年1月的12个月内违约率为11.4%,至2002年10月降至8.3%。但是,缺乏定价能力阻碍了企业盈利增长,而企业盈利增长是违约率取得显著改善的必要条件。在欧洲,经济周期和信用周期均滞后于美国,违约率继续上升,在中小企业部门尤为如此。总体而言,与欧洲公司相比,美国公司在改善资产负债表方面似乎比较成功(虽然改善幅度不大)。

1998年至2001年,商业票据的信用利差一度远远超出历史水平,但目前该市场已经基本走出低谷(图2.3,中)。随着被降级的企业退出市场,转向银行贷款或公司债券市场,商业票据市场的信用质量已经改善。到2002年底,低信用评级商业票据(A2P2)的未偿余额降低至650亿美元,在2000年中高峰时则超过1400亿美元。另外,由于2002年初产生的对流动性风险以及银行的备用信贷便利的充足性的担忧,借款人减少了借款额,而

向银行寻求进一步的流动性担保。2003年1月，A2P2和A1P1 票据之间的信用质量利差下降至20个基点或更低水平，基本上处于历史正常范围，低于此前两年的水平。

债券发行量增加，而银行放款保持谨慎

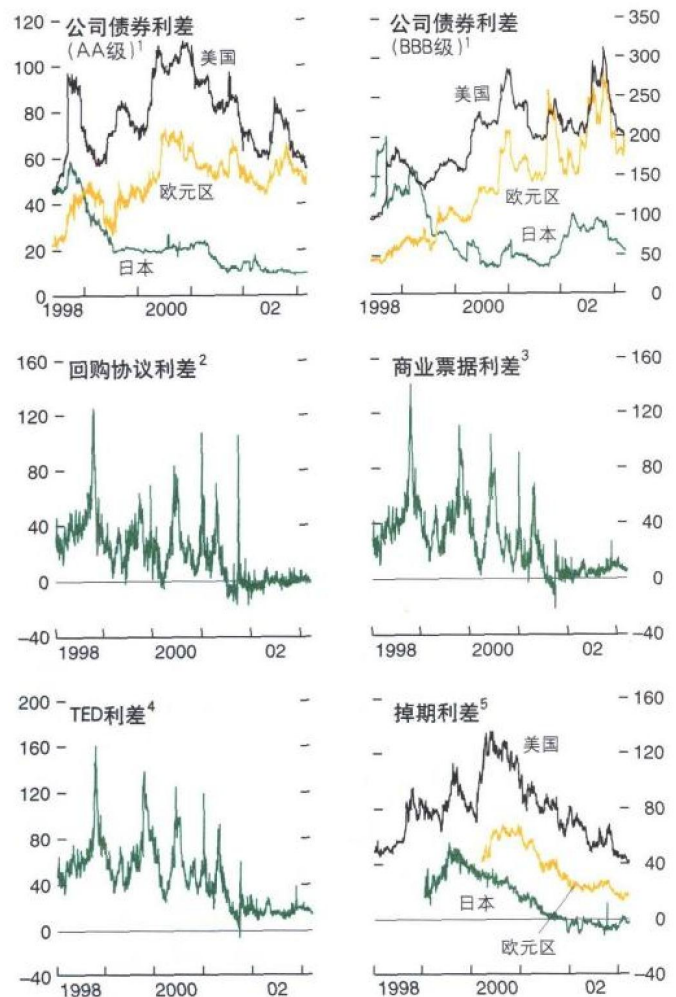
在第四季度，信贷市场对新发行债券持相对开放的态度。美国投资级债券发行量略微下降，但下降的一部分原因是企业为资本支出和库存融资的需求减少。在第四季度，一些低级别借款人成功地利用了该市场，但与往年相比高收益率债券发行量显著较低。欧洲市场中优质债券的发行量则保持在相对较高的水平。

银行放款直至年底一直疲软。美国银行提供的商业和工业贷款持续下降，在第四季度减少100亿美元。美联储的“高级贷款官员调查”表明，银行对借款人仍然采用严格的标准，另一方面，贷款需求也相对疲软。欧洲银行——特别是德国以外的银行——继续提供信贷。结构性弱点，僵化的劳动力市场，核心连锁经营的利润微薄，以及中小企业违约率上升，都使得德国的贷款供应量减少。在日本，银行继续被不良贷款困扰，经济持续低迷，使贷款数额保持在低水平。

信用衍生工具促进了企业风险的重新定价和转移

信用违约掉期合约（CDS，Credit Default Swaps）市场的发展便利了对各种不同类型的企业风险进行较为一致的定价。全球金融市场继续绕开中介：提供信贷的功能从银行系统转向市场，后者为企业提供了多种融资来源——各具特色的股票、公司债券、商业票据和银行贷款市场。过去，尽管同样受到宏观经济因素的影响，上述各个市场中的定价在很大程度上互不关联，但近期企业风险的信用衍生工具（特别是信用违约掉期合约）的使用范围扩大，促使银行贷款、公司债券和股票的定价方法从互不关联转向统一。虽然可能出现知情者滥用内部信息以及信用衍生工具市场中做

图 2.3. 若干利差
(基点)



资料来源: Bloomberg L.P. and Merrill Lynch.

1. 非金融企业信用利差。
2. 3个月期美国国库券回购协议和3个月期美国国库券之收益利差。
3. 90天期投资级商业票据和3个月期美国国库券之收益利差。
4. 3个月期美元 LIBOR 和3个月期美国国库券之收益利差。
5. 与10年期政府债券相比之收益利差。