

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

市场发展与问题



2005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

市场发展与问题

2005 年 4 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：古文君

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. 2005年4月 / 国际货币基金组织著. —北京: 中国金融出版社, 2005.9

书名原文: Global Financial Stability Report

ISBN 7-5049-3809-2

I. 全…

II. 国…

III. 金融市场—研究报告—世界—2005

IV. F831.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2005)第106009号

出版 **中国金融出版社**

发行

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 天津银博印刷有限公司

开本 889毫米×1194毫米 1/16

印张 12

字数 324千

版次 2005年11月第1版

印次 2005年11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》旨在评估全球金融市场动态，识辨潜在的系统性弱点。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基金组织成员国经济的持续增长做出贡献。

本报告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，由国际资本市场部撰写。管理工作由一个编辑委员会承担，该委员会成员有：Hung Q. Tran（主席）、W. Todd Groome、Jorge Roldos 和 David J. Ordoobadi。Axel Bertuch-Samuels 对报告提出了有益的意见和建议。参与本期工作的国际资本市场部其他工作人员有：Renzo Avesani、Geoffrey Bannister、Nicolas Blancher、Elie Canetti、Jorge Chan-Lau、Peter Dattels、Michael Gapen、Toni Gravelle、François Haas、Anna Ilyina、William Lee、Pipat Luengnaruemitchai、Chris Morris、Shinobu Nakagawa、Li Lian Ong、Hiroko Oura、Lars Pedersen、Rupert Thorne、Laura Valderrama、Christopher Walker、Mark Walsh 和 Luisa Zanforlin。其他撰稿人还有货币与金融体系部的工作人员小组，成员有 Robert Corker、S. Kal Wajid、Daniel Hardy、Alexander Tieman、Kalin Tintchev 以及其他几位国别问题撰稿人。Martin Edmonds、Ivan Guerra、Silvia Iorgova、Herman Kamil、Oksana Khadarina、Yoon Sook Kim、Ned Rumpeltin 和 Peter Tran 为分析工作提供了协助。Caroline Bagworth、Norma Cayo、Rosemarie Edwards、Vera Jasenovec、Elsa Portaro 和 Ramanjeet Singh 提供了出色的文字处理服务。对外关系部的 Archana Kumar 编辑了文本并协调了出版工作。

本期部分内容取自许多重要金融中心和国家中的商业银行、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、监管当局和学者的非正式讨论。本报告反映 2005 年 2 月 16 日前的信息。

本报告还得益于基金组织其他部门工作人员提出的意见和建议以及各位执董在 2005 年 3 月 18 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，不代表执董及其国家当局或基金组织的观点。

目 录

前言	ix
第一章 概述	1
全球金融稳定评估	1
下一阶段的风险	1
减少风险的对策	2
风险向住户部门的转移	3
新兴市场的融资前景和风险	4
第二章 全球金融市场动向	6
市场动向	6
成熟金融市场的动向和风险	7
新兴市场的发展和存在的脆弱性	23
新兴市场的融资	28
新兴市场中银行业的发展	34
成熟市场上的结构性问题	39
参考文献	52
第三章 住户部门的资产负债表	53
住户部门的资产负债表	55
住户投资和风险管理行为	63
需要沟通、教育并提供咨询	68
结论	72
参考文献	74
第四章 新兴市场中的公司融资	76
公司融资活动的最新趋势	77
结构性决定因素和障碍	82
公司融资的水平和组成引起的脆弱性	95
政策问题	103

附录	106
参考文献	108
词汇表	112
附件：主席的总结发言	117
统计附录	121
专栏	
专栏 2.1. 全球流动性形势分析	10
专栏 2.2. 养老基金最新情况	14
专栏 2.3. 保险业最新情况	16
专栏 2.4. 信用衍生市场 2004 年开始成熟	18
专栏 2.5. 集体行动条款	31
专栏 2.6. 以本币发行全球债券：免除原罪	32
专栏 2.7. 银行稳健性距违约距离的尺度	37
专栏 3.1. 长寿债券	68
专栏 4.1. 金融与经济增长：证据简介	83
专栏 4.2. 关于拉丁美洲非金融部门对冲活动的公司层面新数据	101
表	
表 2.1. 新兴市场的融资	29
表 2.2. 新兴市场国家：若干银行金融稳健指标	35
表 2.3. 近期流入，绩效和对冲基金的杠杆率	45
表 3.1. 住户部门资产负债表波动测算	57
表 3.2. 若干工业化国家抵押贷款市场：总体特征	62
表 4.1. 1993-2003 年公司杠杆程度的结构性决定因素	85
表 4.2. 每个国家的股权资本成本估计数	88
表 4.3. 2004 年破产成本和法定权利	89
表 4.4. 各国对投资者的保护	90
表 4.5. 截至 2005 年对国内上市公司实行国际财务报告准则的情况	91
表 4.6. 实行良好公司治理准则的国家	92
表 4.7. 各国通过公司控制权牟取私利的平均程度估计数	95
表 4.8. 公司债务结构	98
表 4.9. 非金融私人部门公司 2002 年的样本规模	107

图

图 2.1. 全球实际利率和过多的流动性	7
图 2.2. 政策利率	7
图 2.3. 美国的紧缩周期：10 年期国库券收益率的变化	8
图 2.4. 通货膨胀指数债券的实际收益率	8
图 2.5. 美国的经济增长率和国库券的收益率	9
图 2.6. 国外持有的美国证券	9
图 2.7. 高等级公司债券的利差	12
图 2.8. 高收益率公司债券的利差	13
图 2.9. 投机级公司的违约率	13
图 2.10. 信用衍生工具市场	17
图 2.11. 价格与收益比率	18
图 2.12. 美国股票和基准政府债券的收益率	19
图 2.13. 德国股票和基准政府债券的收益率	19
图 2.14. 隐含的波动	20
图 2.15. 股票市场波动	20
图 2.16. 股票市场波动和公司债券利率	21
图 2.17. 隐含和实际波动	21
图 2.18. 美国：对外差额	21
图 2.19. 新兴亚洲的储备积累	22
图 2.20. 亚洲（不包括日本）的货币指数	22
图 2.21. 人民币 12 个月的远期汇率	22
图 2.22. 美国：10 年期债券利差和经常账户差额	23
图 2.23. 货币波动	23
图 2.24. EMBIG 主权债券利差	24
图 2.25. 风险 - 收益的交换	24
图 2.26. 新兴市场各类信用利差的差别	25
图 2.27. 2004 年 EMBI 全球指数的表现	25
图 2.28. 预测和实际的 EMBI 全球指数利差	26
图 2.29. 公司利差和新兴市场利差的差距	26
图 2.30. 外方在当地市场的参与率	27
图 2.31. 新兴市场当地工具的交易量	27
图 2.32. 内债与外债之间的相关	27
图 2.33. 新兴市场的融资	28
图 2.34. 新兴市场的季度净发行量	28
图 2.35. 新兴市场债券发行量	30
图 2.36. 新兴市场债券发行的份额	30
图 2.37. 按币种划分的新兴市场债券发行	30
图 2.38. 新兴市场股票发行	34

图 2.39. 新兴市场的银团贷款承诺	34
图 2.40. 外国直接投资	35
图 2.41. 亚洲新兴市场：市场指标	36
图 2.42. 新兴欧洲：市场指标	36
图 2.43. 拉丁美洲：市场指标	38
图 2.44. 阿拉伯轻 / 重油、布伦特和西得克萨斯中质原油的价格	40
图 2.45. 西得克萨斯中质原油期货价格的波动性	42
图 2.46. 原油期货价格隐含波动性和非商业交易商的原油头寸	43
图 2.47. 银行完整资产组合的风险值 (VaR)：总风险值和没有世界和当地市场效应的风险值 (Beta 风险值)	48
图 2.48. 银行和 LCFI 的资产组合：没有世界和当地市场效应的风险值 (Beta 风险值)	48
图 2.49. 日本银行：没有世界和当地市场效应的风险值 (Beta 风险值)	49
图 2.50. LCFIs 和商业银行总分散效应和没有市场效应的分散效应 (Beta 分散程度)	49
图 2.51. 两年期间观察到违约的概率	50
图 2.52. 保险投资组合风险值 (VaR)	51
图 3.1. 住户部门：本币净值和金融资产净额	56
图 3.2. 住户部门：资产总额构成	57
图 3.3. 日本：各住户组总资产构成	58
图 3.4. 美国：各住户组资产总额构成	59
图 3.5. 荷兰：按收入五分位统计的净值分布	60
图 3.6. 住户：不动产价值和抵押贷款债务	61
图 4.1. 新兴市场中按债务工具划分的未清偿公司债务	77
图 4.2. 新兴市场内的公司杠杆程度和外部债务	78
图 4.3. 未清偿银行信贷	79
图 4.4. 新兴市场的银行部门	80
图 4.5. 未清偿的公司债券	81
图 4.6. 未清偿公司国内债务的组成	82
图 4.7. 股票发行	84
图 4.8. 资本支出的内部融资	87
图 4.9. 未清偿的银行贷款和证券	96
图 4.10. 拉丁美洲非贸易部门的资产和负债美元化	100
图 4.11. 破产风险指数：违约概率和 Altman 的 Z 评分	103
图 4.12. 拉丁美洲非贸易部门中的外币不匹配	104

全球金融稳定评估

在过去的六个月里，全球金融体系的韧性进一步提高，这主要得益于稳固的全球经济增长、富有活力的金融市场以及许多国家的公司、金融和住户部门资产负债表的继续改善。许多新兴市场国家经济基本要素持续改善，它们还在努力提高政策框架的信誉和债务结构的质量，这一切带来了一系列主权信用评级的提高，并进而创造了良好的金融市场条件（对此以及其他市场动向的详细分析见第二章）。

尤其值得一提的是，在过去几年里，公司和金融部门的总体盈利状况极佳，这是资产负债表得到改善的一个重要因素。这些部门资产负债表上的流动资产/债务比率有所提高，而且较高的比率已经持续了一段时间。迄今为止，对流动性的偏好反映了公司管理层投资决策中的谨慎考虑，兼并和收购活动只是近来才有所回升。这种谨慎做法导致许多国家就业增长缓慢。但是，这种做法也有助于遏制过度投资的风险，从而避免触发曾发生过的急剧市场修正。

同时，金融机构的盈利状况得到改善，它们还加强了资本基础和风险管理体系。尤其突出的是，许多国家保险部门的偿付能力比率有所提高。这些发展使得金融机构可以更好地对付潜在的冲击，到2005年前几个月，金融体系的健康状况也因此大大改善。

对金融稳定的积极评估离不开良好的世界经济前景。据基金组织2005年4月期《世界经济展望》的预测，在可预见的将来，全球经济可能会保持稳固的增长，通货膨胀仍得到控制。这种环境为金融机构和其他市场参与者进一步改善财务状况创造了条件。显然，这种评估针对的是作为整体的金融体系，不能排除单个金融中介机构或主权借款方出现严重困难的可能性。

展望未来，虽然没有特殊的理由认为这种良好的前景会立即终结，但我们看到存在的若干风险，这些风险会考验金融体系的韧性。在金融部门状况良好的情况下，风险通常是下调的。

下一阶段的风险

历史经验告诉我们，在形势良好的情况下，金融市场上最重大的风险因素是骄傲自满。如下面和第二章中更全面的讨论，目前的通货膨胀和信用风险的风险升水较低，因此在金融资产估价方面只有很小的或没有容错余量。低风险升水、自满情绪和用以对付复杂工具的风险管理体系尚未得到全面检验，这些因素加在一起，最终可能对金融市场造成危害。

除非发生2004年9月期《全球金融稳定报告》中强调的“重大地缘政治事件或恐怖主义袭击事件”，目前还不易看出哪个单独事件会触发这一积极评估的突然和急剧扭转。然而，由于我们正处在经济、利润和信贷周期的较高级阶段，出现令人失望或负面意外结果的可能性较大。最有可能的是，几件不太引人注意的事件合在一起或相互发生作用导致市场倒退，让那些习惯于低利率环境的投资者和借款人面对一个不太友善的环境。风险包括美国经常账户逆差减少的进展不如人意，初级产品和石油价格持续上涨引发通货膨胀，利率升幅高于预期以及公司盈利和信用质量发生负面的意外变化。

过去两年里，为解决日益严重的全球失衡进行了有序的汇率调整。迄今为止，没有明显的迹象表明美国的资本流入水平在持续下降。在市场参与者中间，逐渐形成这样一种观点，即汇率调整本身并不足以解决全球失衡，美国及其主要贸易伙伴还需减少增长率方面的差异。然而，市场参与者也清楚地知道，美国经常账户逆差融资在

一定程度上取决于其他国家（至少目前是如此），尤其是亚洲国家的中央银行是否愿意继续积累美元资产。不适当地延迟国内政策调整，使得全球失衡问题得不到妥善解决，或有充分的理由怀疑其他国家的中央银行不愿意积累美元都会导致私人甚至是公共投资者减少未来的美元购买，甚至减少目前的美元持有量。这会导致美元进一步大幅度贬值和美国利率上升，由此导致美国内需下降。美元急剧贬值还会对欧洲和日本增长带来负面影响。这些发展会导致世界范围内的经济增长减弱。

虽然金融市场基本考虑了银根逐渐温和收紧这一因素，但是，如果因美元急剧贬值或通货膨胀比预期糟糕而导致市场利率尤其是长期利率发生更急剧的上升，金融市场还是会措手不及。这会导致基于较低利率或利率将发生轻微上调预期而积累的许多投资头寸出清，从而导致许多资产市场的修正。

在持续强劲增长两年之后，公司盈利增长可能减慢。同样，银行也不能依赖呆账准备金的减少来虚增报告利润。与市场预期相比，盈利结果可能会让人失望，进而会导致股票市场下降和波动增加。主要股票市场的这种修正会导致弱化曾经有助于改善许多金融机构，如一些国家保险公司偿付能力的稳定因素。

另一个令人担心的因素是一些信用事件共同作用可能导致的后果，如某个主要全球性公司因与全球经济负面事件无关的原因被降到次投资级。这种信用事件会加重高收益市场投资者的负担，从而导致高收益信用利差的扩大。

在过去几年里，金融市场参与者的精细程度日益提高，这在很大程度上减少了过去几次危机中出现的“自动传染”。尽管信用利差较低，但是，在定价方面，市场还是显示出有能力将定价反应限制在对过去一年发生的特定信用事件上，未对总体信用市场产生波及影响。然而，很明显，如果因总体经济和金融形势恶化，需对较大投资者和中介机构的总体风险偏好进行再评估，会由于相对价值考虑而对相关资产等级产生影响。

以上描述的这些发展并不完全在意料之外：许多金融机构及其监管机构在一些压力测试中使用的是类似方案。然而，这些风险之间的相互作用会意外地加剧因此而发生的市场修正，从而会改变对风险的一般看法。

此外，正常的市场波动也会因流动性问题加剧。导致流动性风险的一个越来越重要的原因是复杂和杠杆式金融工具的大量增加，包括信用衍生工具和结构性产品，如抵押债务证券（CDOs）。虽然这些产品有二级交易市场，但对这些工具的相对价值评估、投资决定和定价仍依赖于一些定量模型。因此，存在这样一种风险，即结构过分类似的模型可能会导致投资者同时迅速退出，从而导致市场流动性短缺。

虽然近年来许多金融机构的风险管理得到加强，而且管理方式也越来越先进，但管理过程仍取决于市场参与者是否有能力在发生市场危机时能迅速执行交易，同时不让价格发生对其严重不利的变化。然而，近来设计的许多处理新型和复杂信用工具的风险管理模型还尚未得到实践的检验，换言之，即不知道在需要时，预期的对手方是否愿意吸纳另一方不愿意保留的市场和信用风险。近来金融部门减少了在各个市场中的大型中介的数目，在这种集中的趋势下，此问题越来越重要。

流动性短缺问题可能成为市场价格冲击的“扩大器”，但在金融市场，这仍是一个“盲区”。流动性风险和市场冲击的其他潜在扩大器与全球资本流动之间的相互作用应成为进一步改善全球金融构架努力的一项重要内容。

减少风险的对策

主要的国际性私人金融机构具有雄厚的财务实力是抵御金融风险的第一道防线。如前所述，强劲的资金状况和资产负债表可使主要金融机构更好地对付和吸纳上述风险。尽管如此，这些机构的高级管理层及其监管机构应确保严格贯彻风险管理做法，不应因竞争压力而放松审慎的对手标准。尤其是，市场参与者和监督机构都应重视

并制定流动性风险和预防性措施，以便解决潜在的流动性短缺问题。

当局可以通过多种方式在减少上述风险中发挥作用。在宏观领域，当局需实施可信的政策，促进全球失衡的有序解决，以此来维护市场信心。根据基金组织近期发表的《世界经济展望》，这类措施包括美国增加国内储蓄、欧元区和日本实施结构性改革和促进更强劲的增长，以及许多亚洲国家提高汇率的灵活性。

同样，中央银行应继续逐渐将政策利率提高到中性水平。这将减少金融中介和投资者进行套利交易和各种杠杆活动的压力。虽然管理风险的主要责任在于各家公司和投资者，但是，很显然它们将慷慨的流动性供应视为“集体行动问题”：廉价的流动性不用白不用，尤其是在别人也在用的情况下。避免金融中介和投资者风险偏好突然逆转符合公共利益，因为历史证明这种逆转的后果是导致不稳定。逐步提高政策利率，并让市场在某种程度上能预计到这种变化有助于避免出现波动和不稳定的变化。

在微观领域，监管机构须特别警惕金融中介的风险特点——尤其是风险集中问题——以及它们对突然发生的市场价格冲击的脆弱性。

总而言之，应公开提醒投资者他们所面临的风险及后果，不让他们有会被拯救的预期。

风险向住户部门的转移

风险管理至关重要，这促使我们分析风险在金融体系各部门中的转移、风险特点的变化及其管理风险的能力。2004年4月和9月期《全球金融稳定报告》考察了风险从银行部门流向保险和养老金部门。本期《全球金融稳定报告》考察风险如何转向住户部门，此系列研究到此告一段落。研究分析了住户部门资产负债表和风险特点的变化以及住户部门管理风险的能力。本章考察因金融机构行为和养老金改革导致的市场风险转向住户部门，不评估各国现行的养老金体系或正在进行的养老金改革。

作为金融体系中的利益方，住户部门总是面

临许多金融风险，但通常是间接的。过去，住户部门将金融资产存放在像银行一类的中介机构中，这些机构通过简单的产品，如银行存款和储蓄账户吸收投资风险并向住户提供固定的名义收益。住户面对的是银行的信用风险，但这种风险因存款保险计划以及政府可能提供的支持而减少。住户部门拥有人寿保险合同，这类合同的各类收益大多是有保证的，投资风险由保险公司承担。退休金主要通过固定给付的养老金计划提供，投资和长寿风险由退休金计划的提供者承担。换言之，住户部门基本上绝缘于金融市场风险、投资风险和长寿风险。当公共资源被用于救助失败的金融机构或提供养老金福利时，作为纳税人的住户可能最终还是为获得此保护付出了代价；但是，税收是在全体人口——现在和/或未来人口中分摊的，并不直接针对那些面临金融风险的人口。

随着主要工业国家人口老龄化和寿命延长，提供固定给付养老金的成本越来越难以维持。这促使公司和政府养老金提供者开始从固定给付养老金计划转向固定缴款计划，并从现收现付制转向设有基金的养老金计划（转变步伐因国而异）。这些变化带来了好处，减少了风险，包括计划提供者的信用风险。同时，住户部门在以下方面承担了更多的责任，即确保向固定缴款计划提供充足的缴款、确保这些计划能获得充分的投资收益，以及应付长寿风险以及医疗和长期护理费用提高带来的风险。

同时，对风险管理的重视促使银行将许多市场风险和信用风险转嫁到其他市场参与者身上。人寿保险公司和养老基金也已经开始向其零售客户提供一些产品，将市场风险转移给客户或与其共同分担市场风险，以此减少其资产组合中的风险。最后，零售投资者越来越多地拥有共同基金和直接持有股票和债券，这使得住户部门暴露于日常市场波动，月度账目透明化。这种透明度使得住户部门对其所面临的投资风险很敏感，最终对其行为产生影响。简言之，住户部门越来越多和更直接地成为金融体系中的“最后冲击吸纳人”。

鉴于住户部门在金融稳定评估中的意义越来越重大，而且目前能获得的有关此部门资产负债表的数据不全面和较零星，各国当局和金融服务业应尽力改善此类数据的收集和公布。国际组织，如基金组织或经合组织，也可在支持这些工作的努力中发挥作用。

总而言之，风险从银行部门转向非银行部门，包括住户部门，在很大程度上分散了金融风险，包括在住户部门中间，这似乎提高了金融体系的韧性和稳定性。逻辑上说，政策制定者下一步的任务是帮助住户加强金融教育、为管理其金融事务获得高质量的咨询意见和产品。事实上，公共部门和金融服务业日益认识到加强对住户部门金融教育的重要性。当然，住户仍将对其投资决策负责。

具体地说，住户需理解他们须承担的金融责任并能随时获得信息——包括客观和高质量的金融咨询意见，以了解各种投资和储蓄产品选择以及可获得哪些产品来管理风险。提高住户部门的金融意识发达程度是一项长期工作，鼓励和协调此领域中的活动可能将成为公共政策问题。

假如住户部门管理复杂的投资风险大量失败，或者住户部门的养老金投资由于持续的市场下降而遭受全面的严重损失，可能会导致政治上的反作用力，要求政府以“最后保险人”的身份提供支持。还可能产生对金融业进行重新管制的要求，或至少会发生更多的诉讼。因此，金融服务业将面临更多的法律和名誉风险。

除了促进对住户部门的金融教育之外，政府可以考虑采用税收和其他管理上的激励措施，如美国的个人退休金账户和401(k)计划来鼓励住户部门为退休进行储蓄和长期投资。政府还可以促进推出合适的金融产品，用以满足住户管理风险包括长期风险的需要。例如，一些政府正在研究发行长期或与通货膨胀挂钩的债券和长寿债券，以帮助金融部门更好地管理因提供一些零售产品如年金而面临的风险。

《全球金融稳定报告》关于风险在金融体系不同部门之间流动的一系列章节表明，须更加彻底和全面地了解推动全球资产分配过程的所有因

素。其中一些重要的因素包括监管和会计准则方面发生的变化，以及各类机构，如养老基金和保险公司为更好地匹配资产和负债所做的努力。在全球资产分配过程中，风险将继续在金融体系的不同部门之间转移，这种转移不仅限于经济体的各部门之间，还跨越国界。全球资产分配过程还将触发全球性的资本流动，并最终对金融稳定产生重要影响。未来各期《全球金融稳定报告》将对这些问题进行更加深入的探讨。

新兴市场的融资前景和风险

在过去两年里，新兴市场主权借款人的融资条件大大改善。这一有利的环境归功于新兴市场经济基本要素改善、对外借款要求减少、充裕的全球流动性使得主权借款人得以提前为2005年的对外融资需要获得资金以及对国内资本市场的更多依赖。国际投资者接受在国际发行（哥伦比亚）或国内发行的本币债券，¹ 这是在帮助新兴市场国家更好地管理债务方面出现的一项重要和积极的发展。除一些国家仍肩负着沉重的债务包袱外，主权借款国较之过去能更好地面对上述潜在的市场波动。尽管如此，它们不应骄傲自满，应利用目前有利的金融形势实行强劲的经济政策并深化改革，以此提高其对未来可能发生的冲击的抵御能力。

2000年以来，公司部门的总体信用质量提高了，但许多新兴市场国家公司部门的资产负债表仍继续存在严重的期限和币种不匹配问题。第四章采用新的综合数据库描述了此趋势，此数据库将新兴市场公司的资产负债表数据与融资流量数据合并起来。在利率和外汇风险面前，新兴市场公司仍是脆弱的，迄今为止，这两种风险经常同时发生：当汇率面临压力时，当地利率也会急剧上升。

另一个突出的事实是，2004年，公司借款人

1. 新兴市场一些投资级国家（智利、捷克共和国、匈牙利、墨西哥、波兰、斯洛文尼亚和南非）发行的本币债券目前被纳入 Lehman Global Aggregate 指数。

占新兴市场借款人发行国际债券的60%——公司债务发行量连续三年超过主权债务发行量。此现象表明了新兴市场中公司的资产负债表得到加强，他们希望以较低利率（与国内利率相比）借款，以及国际投资人在追逐高收益。

综合来说，这些发展表明，需密切地监督新兴市场公司部门的脆弱性，以便更详实地评估金融市场的总体稳定性。只有采取综合的方法才能取得有效的监督结果，即需综合分析利率、汇率和信用风险之间的相互作用。虽然国际债券投资者近来承担了更多的信用风险，可能因本币大幅度贬值而触发的公司倒闭仍会产生巨大的信用风险并给国内银行部门带来成本。刚刚进入新兴市场公司部门的一些国际投资者也可能会扩大这种潜在抛售的波动性。

新兴市场国家当局可以通过以下方式解决公司部门的这种脆弱性，并帮助以更均衡和更有效的方式为其公司部门融资：

- 它们应继续改革和完善法律和管理框架，重视公司治理和风险管理。尤其应提高披露要求，并加以严格实施。这些使得监管机构能

够更好地监督公司部门的风险和脆弱性。

同样重要的是，通过改善披露做法提高透明度后，市场参与者，主要是（国内和国际）机构投资者可以适当地分析公司的信用风险，从而更好地施加市场纪律。一些国家似乎在这方面取得了一些成效，但仍有待进一步改进。

- 它们还应继续努力建立国内资本市场，包括利率和汇率对冲工具市场。这将使得新兴市场公司获得更均衡的融资来源，因此有能力对冲其资产负债表中的不匹配。近年来，主要通过进一步发展当地机构投资者，如养老基金、保险公司和对冲基金，一些国家已在此领域取得可喜的进展。这些国家还采纳和实施了作为机构运作基础的许多国际最佳做法，这些是改善资本市场运作所不可或缺的。这包括采纳国际会计准则和采用现代市场基础设施，如清算和结算平台。近来取得的一些经验为新兴市场国家提供了丰富的经验教训，未来几期《全球金融稳定报告》将就这些经验进行更详细的分析。

本章考察了金融市场的现状和风险，尤其是全球流动性的持续过度和信用质量的改善对成熟和新兴金融市场的影响，本章还分析了通胀和信用风险升水的收缩及低波动性等问题，这些一直是主要市场的显著特征。新兴市场的外部经济和金融环境一直非常有利。新兴市场国家的国内银行和金融体系的活力也正在出现提高的迹象。许多新兴市场国家都妥善地利用这种环境来解决其债务水平和结构带来的脆弱性。尽管金融市场和金融机构仍然充满活力，但是，随着全球宏观经济失衡的扩大以及强有力的杠杆冒险动力的继续存在，可能会出现新的风险。

本章还将分析金融市场一些关键的结构性和问题。鉴于能源市场的重要性和较高的波动性，本章对早些时候能源交易方面的研究做了更新，对能源相关产品投资者基础的扩大做了考察；随着2004年油价的大幅度上扬，能源交易问题越来越突出了。本章考察了迅速发展的对冲基金行业的发展情况，并使用市场化的指标，对成熟市场上银行和寿险公司的市场和信用风险做了评估。本章在结论中指出会计准则出现了统一趋势。

市场动向

金融市场的条件仍然有利。有利的基本面，包括对全球经济和收益稳步（尽管正在放慢）增长的预期、有限的通胀压力、一直健康的成熟市场公司的资产负债表，以及新兴市场借款人信用质量的不断改善，均支持着金融市场的稳步运行。在此背景下，市场波动性、成熟市场政府债券的收益率以及全球信用利差一直处在低位上，甚至有点太低了。

低短期利率和低波动性正在鼓励投资者在其寻求相对价值过程中沿着风险梯度向外转移。使

用杠杆提高回报的动力仍然很强劲。通胀和信用风险升水似乎已经缩小。如果对有利基本因素会继续存在的预期发生改变，消化资产定价方面坏消息的空间就会很小。

风险包括美国利率的上升，这种上升来自意外的通胀压力，或是异常庞大的流入美国固定收入市场的外国证券投资的下降。到目前为止，美国的货币政策将会逐步收紧的预期为金融市场提供了一个坚实的支撑。继续有序地收回刺激措施是妥当的，这样做有利于持续的稳定。但是，对于受到低利率和低波动性鼓励的集中风险暴露或杠杆头寸保持警惕是十分重要的。上述这些情况的存在构成了潜在不稳定因素的来源。

持续的全球失衡反映了种种基本脆弱性的存在，这些脆弱性如果不加以解决，会增加汇率大幅度变动和外溢到其他资产市场的风险。越来越多地源于官方部门并且最终大都进入美国债券市场的证券投资的流入推动了美元有序（尽管是不平衡的）下跌。对这种资金流入不能无限期地依赖。美元的贬值也不应是惟一的调整方式。需要采取政策性措施来减少可能引发市场波动或阻碍全球增长的全球性失衡的风险，包括美国提高其国内储蓄，欧洲实行结构性改革以促进其内需增长，以及亚洲扩大汇率的灵活性。¹

受到持续充裕流动性鼓励的金融风险承担可能带来了不可持续的资产价位，并将各个市场的波动性推向人为的低水平。随着追逐收益刺激措施的撤消，过去的紧缩周期中隐蔽的薄弱环节暴露了出来。这些薄弱环节的症结只是在问题暴露之后才会被看清。在过去的一些紧缩周期内，在收紧银根之后，一些新兴市场都经历了震荡。在

1. 2005年4月期《世界经济展望》（基金组织）考察了有序减少全球失衡所需的国际合作。

本周期期间，对收益的追逐造成了通胀和信用风险升水的下降，同时鼓励了结构性产品的迅速成长，包括信用衍生产品。风险升水下降，加之缺少透明度并会增加在信用市场上提高杠杆头寸可能性的工具的迅速成长，是值得关注的潜在薄弱环节的温床。

在整个2004年和2005年初这段期间里，新兴市场面临的经济和金融环境都异乎寻常的好。稳步的全球增长支持了出口需求和初级产品价格。利率和信用利差仍然处在低位。由于流动性很充分，投资者对新兴市场借款人发行债券的偏好一直都很健康，从而可以低成本得到高水平的发行。然而，像成熟经济体信用市场一样，导致低利率和低利差的因素可能处于强弩之末，往后的融资条件可能就没那么好了。基础利率已处于上升之势，信用利差也更有可能会加大。

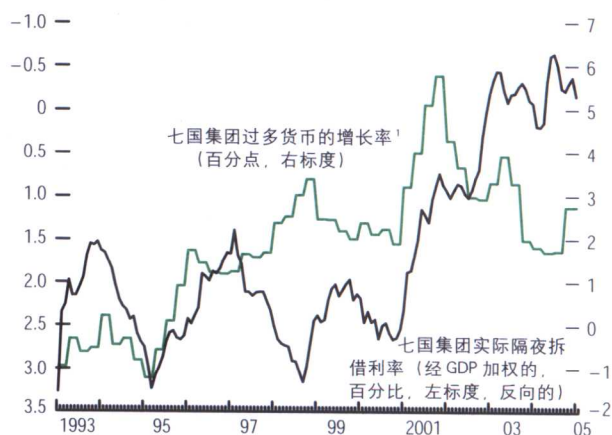
因此，对于新兴市场借款人而言，继续利用这一有利的环境来改善其抗风险能力仍然是十分重要的。为了继续确保投资者的信心，这些借款人须继续采取措施，消除非通胀型增长的结构性障碍，提高公共融资水平。从金融市场的角度看，降低公共债务水平、改善公债的结构可以从根本上解决存在的薄弱环节。在此方面，延长债务的平均期限、减少与短期利率或外币挂钩的公债比重等措施尤其重要。所幸的是，相当一些国家已采取措施改善其债务结构，深化本国的资本市场，以促进固定利息债券和长期债券的发行。对于外部金融市场，一些国家已妥善利用有利的环境，通过负债管理，改善了其债务的到期结构。此外，国际资本市场上本币计价债券的发行已出现了进步，尽管进步并不大。

成熟金融市场的动向和风险

市场的变动抵消了货币紧缩的影响

充足的全球流动性是影响金融市场动向的关键因素（见图2.1和专栏2.1）。低利率，尤其是美国的低利率，造成了对收益的追逐，这种追逐

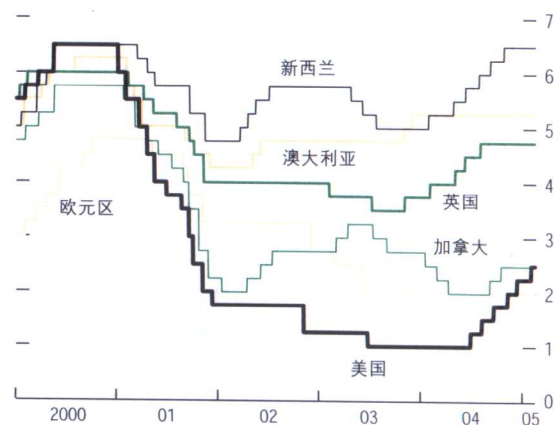
图 2.1. 全球实际利率和过多的流动性



资料来源：经济合作与发展组织；基金组织工作人员的估计。

1. 七国集团过多货币的增长率定义为集团内各国经GDP加权的广义货币增长率与货币需求估计之间的差额。

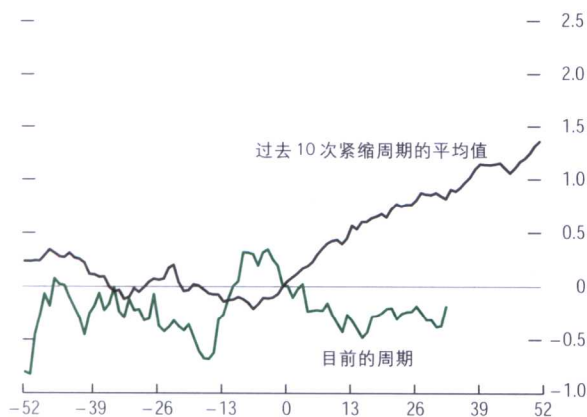
图 2.2. 政策利率
(百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.。

图 2.3. 美国的紧缩周期：10 年期国库券收益率的变化

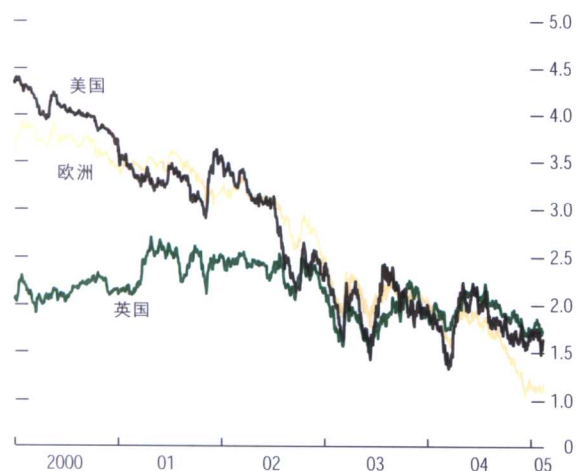
(联储第一次升息前后几个星期的变化, 百分点)



资料来源: J.P. Morgan Chase & Co.; 基金组织工作人员估计。

图 2.4. 通货膨胀指数债券的实际收益率

(百分比)



资料来源: Bloomberg L.P.。

已使得较长的收益率和信用利差处于低位。

从2004年6月中旬到2005年2月这段时间里, 美国货币当局从1%的极低水平(实行低利率是为了抑制通缩威胁)先后6次提高了联邦基金利率(见图2.2)。在同一时期,(紧缩周期开始较早的)澳大利亚以及(利率有待提高的)欧元区和日本的政策利率一直未变,但加拿大、新西兰以及英国的利率都提高了。² 预计联储基金资金利率今年将会继续提高,回到更正常的水平。目前对联储基金利率的一致预期为:到2005年底时将会上升到3%~4%。

一个不寻常的发展是,美国政府长期债券的收益率已随着短期利率的上调而出现下降,造成美国的收益曲线明显趋于平缓。自美国于6月首次调高利率之后,市场出现了一些变化——美国长期国库券的收益率、公司信用利差、抵押贷款利率以及美元都出现了下跌——使利率上升造成的影响得以缓解(见图2.3)。因此,金融环境仍然是支持性的(见专栏2.1)。

2005年初,联储资金利率仍然低于综合消费物价通胀率,并且与核心消费物价通胀率大体一致。美国的利率仍然低于消费物价通胀率,而且持续的时间也比基于以往紧缩周期所预计的时间要长。美国的实际利率是刺激性的,在欧元区,刺激程度只是略低一些。

尽管全球经济活动有所回升,美国的生产率也出现了强有力的增长,但是,由于关键短期利率接近或低于通胀率,美国和其他成熟市场的通胀挂钩债券的实际收益率仍然很低(见图2.4)。日本是个特殊情况,当局已将名义利率降到了零,并且强调:他们打算维持此利率,直到核心价格通胀和通胀预期再次变为正值。从目前情况看,由于长期通缩,日本的实际短期利率略显正值。

2. 在本出版物的数据截止日期(2005年2月16日)之后,澳大利亚储备银行于3月2日将隔夜基准现金利率提高了25个基本点,提高到5.5%。此外,新西兰储备银行于3月10日将其基准官方现金利率又提高了25个基本点,提高到6.75%。美联储于3月22日将联储资金利率提高了25个基本点,提高到2.75%。

鉴于其名义经济增长的步伐，美国长期债券的收益率似乎处于低位（见图2.5）。导致美国和其他国家收益率水平低的因素有几个。³ 其中某个或某几个因素如果发生突如其来的变化，将会导致政府债券收益率的上升及其他市场价格的重新修正。

其一，美联储的可信度和透明度是长期收益率的关键支撑。从市场角度看，货币政策的可信度越高，债券市场反应程度就会越低。美国的通胀风险升水因此原因已跌至低水平。因此，长期利率并没有步政策利率的后尘而走高，实际上是随着紧缩周期的开始出现了下跌。

其二，宏观经济走向——主要是有限的通胀压力以及温和但仍然稳步的全球经济增长——已经印证了市场的看法，即通胀并没有形成什么威胁。基于调查数据和普通政府债券和通胀指数债券间的利差的通胀预期仍然处于控制之中。长时间（尽管是下降的）的产出缺口、持续强劲的生产率增长以及竞争压力，都有助于抑制通胀预期。

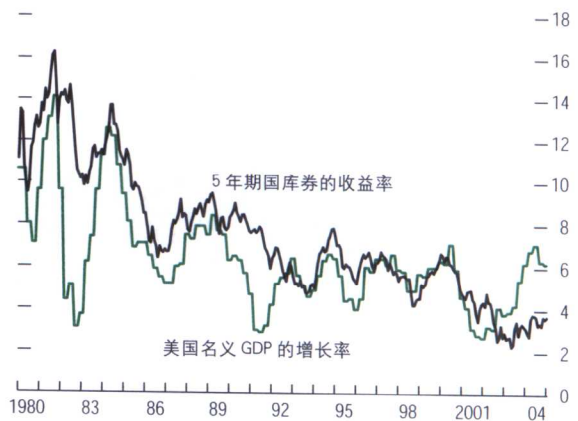
其三，对于增长前景，市场上仍然存在一些不稳定因素。金融市场将去年能源和初级产品价格的上涨解释为一种增长税，而非是一种通胀性刺激。此外，一些市场分析师还提出，可能存在一些结构性问题——处于低位的国内储蓄率和处于高位的对外经常账户逆差，这些问题今后可能会拖增长的后腿。

其四，流入美国政府和其他债券的外国资金，尤其是来自亚洲国家央行的资金，十分庞大。这些资金对于将收益率和信用利差保持在低水平起着重要的作用。2004年，外国购买的美国政府债券大体上相当于美国新发行国库券的净总额。外国持有美国固定收入资产的存量余额有了大幅度提高（见图2.6）。

其五，外国对美国固定收入资产的大量需求与美国公司部门有限的供应正好巧合，因为高等

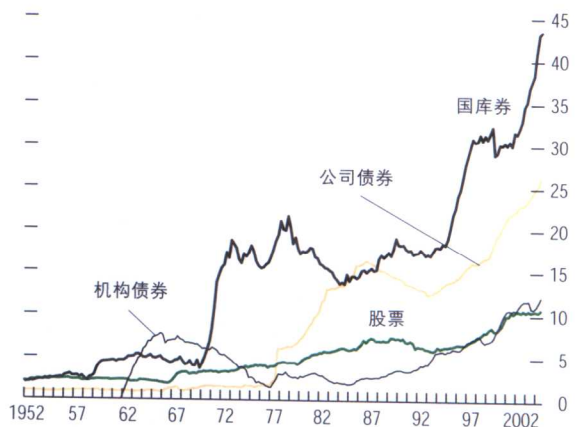
3. 基金组织2005年4月期《世界经济展望》在此方面做了进一步的观察，尤其可参看专栏1.2：“美国较低的长期利率有哪些”。

图 2.5. 美国的经济增长率和国库券的收益率（百分比）



资料来源：Bloomberg L.P.。

图 2.6. 国外持有的美国证券（占总发行余额的百分比）



资料来源：美国联邦储备体系理事会的美国资金流量表和基金组织工作人员的估计。