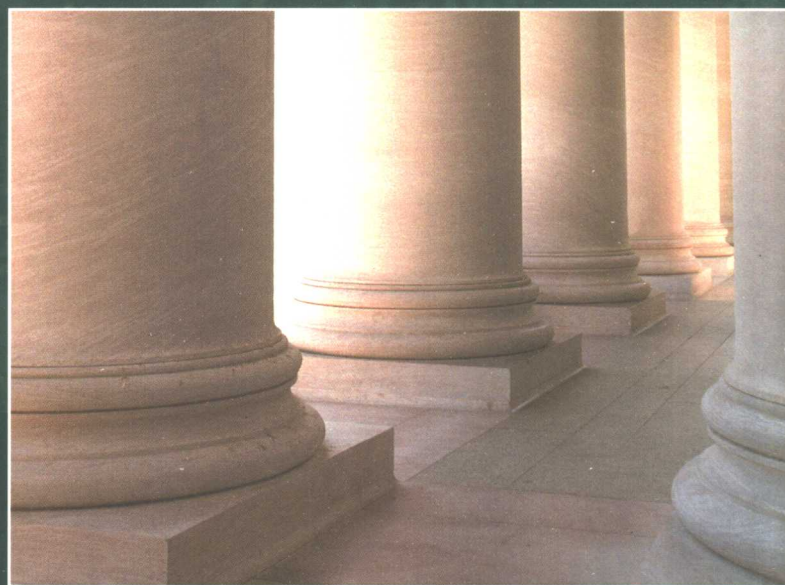


世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

市场发展与问题



2004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

2004 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：仲 垣
责任校对：李俊英
责任印制：裴 刚

图书在版编目(CIP)数据

全球金融稳定报告. 2004年4月 / 国际货币基金组织著. —北京：中国金融出版社，2004.9

ISBN 7-5049-3485-2

- I. 全…
- II. 国…
- III. 金融市场—研究报告—世界—2004
- IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 091672 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

市场开发部 (010)63286832 (010)63287107(传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63365686

读者服务部 (010)66070833 (010)82672183

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 12.75

字数 368千

版次 2004年9月第1版

印次 2004年9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》对全球金融市场的发展进行评估的目的是找出潜在的系统性弱点。本报告提起对全球金融体系中潜在问题的关注，旨在寻求在危机预防中发挥作用，并以此促进全球金融的稳定和基金组织成员国可持续的经济增长。

本报告由国际资本市场部撰写，撰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。由Hung Q. Tran（主席）、W.Todd Groome、Donald J. Mathieson和David J. Ordoobadi组成的编辑委员会承担了管理工作，并承蒙Axel Bertuch-Samuels、Peter Dattels和Eliot Kalter提出意见和建议。本期报告的其他撰稿人包括Francesc Balcells、Elie Canetti、Jorge Chan-Lau、Toni Gravelle、François Haas、Anna Ilyina、Janet Kong、Markus Krygier、William Lee、Gabrielle Lipworth、Chris Morris、Jürgen Odenius、Kazunari Ohashi、Li Lian Ong、Lars Pedersen、Magdalena Polan、Jorge Roldos、Calvin Schnure、Manmohan Singh、Rupert Thorne以及由S. Kal Wajid、Udaibir Das、Nigel Davies、Gianni De Nicoló和Kalin Tintchev组成的货币和金融体系部工作人员小组。Martin Edmonds、Ivan Guerra、Silvia Iorgova、Anne Jansen、Oksana Khadarina、Yoon Sook Kim、Ned Rumpeltin提供了研究助理。Caroline Bagworth、Jane Harris、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Jeff Hayden编辑了文本，并协调了出版事宜。

本期部分内容源于一系列非正式讨论，包括和巴西、智利、中国、哥伦比亚、法国、德国、中国香港特别行政区、匈牙利、日本、韩国、墨西哥、波兰、俄罗斯、新加坡、南非、瑞士、泰国、英国和美国的商业银行、投资银行、证券公司、资产管理公司、保险公司、退休基金、股票和期货交易所和信用评级机构进行的讨论。报告中的信息截止到2004年3月8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，各位执董于2004年3月26日讨论《全球金融稳定报告》并提出了评论。报告中的分析和政策思考完全由参与撰稿的工作人员独立完成，不代表执董、其国家当局或者基金组织的观点。

目 录

前言	vii
第一章 概述	1
风险	1
需要更加注意主要金融中心的结构性问题	2
信用风险转向保险业：对于金融稳定的影响	3
机构投资者在新兴证券市场中的作用	3
政策结论	4
第二章 全球金融市场出现的各种发展	6
成熟市场中的各项发展和脆弱性	7
基本要素的改善和寻求收益的行为使新兴市场债券得到支持	17
新兴市场债券发行量的激增满足了投资者的旺盛需求	22
新兴市场的银行业发展	32
各成熟市场应把结构性问题作为注意焦点	36
附录一：导致新兴债券市场回升的决定因素：流动性和基本要素	53
附录二：各亚洲债券市场和有关举措的现状	60
参考文献	65
第三章 风险转移与保险业	67
市场结构与监管框架	68
对比各国机制在市场低迷时期的表现	79
财务会计与评信机构	86
政策结论	88
附录：监管资本机制	90
参考文献	93
第四章 新兴市场的机构投资者	95
成熟市场机构投资者	95
本地机构投资者	108
政策结论	121
附录：对冲基金和最近的新兴市场货币危机	123
参考文献	125
词汇表	129
附件 代理主席的总结发言	134
统计附录	137

专栏

专栏 2.1. 转向紧缩:1994 年和 2004 年的相似之处	11
专栏 2.2. 各欧盟加入国债券市场的趋同:最近的挫折和今后的前景	20
专栏 2.3. 新兴市场借款人改善债务结构的努力:案例介绍	26
专栏 2.4. 集体行动条款:关于市场做法的最新介绍	30
专栏 2.5. 中国的国家银行充实资本	36
专栏 3.1. 信用衍生工具	77
专栏 3.2. 欧盟新清偿能力机制(第二号)与英国的第 195 期磋商文章倡议	80
专栏 4.1. 投资组合分散化的效益:真的有效益吗?	97
专栏 4.2. 共同基金在新兴市场波动期间内的行为	106
专栏 4.3. 退休基金监管制度和本地收益曲线:墨西哥案例	113
专栏 4.4. 新兴市场危机对保险公司的影响	119

表

表 2.1. 新兴市场的融资	24
表 2.2. 各国银行对 BIS 成员银行的净资产 / 负债与官方储备之间的比率	33
表 2.3. 新兴市场金融稳健性指标摘要	34
表 2.4. 若干对冲基金策略的表现	48
表 2.5. 估计结果	61
表 2.6. 全球债券市场在 2002 年的规模和结构	62
表 2.7. 若干国家的融资结构	63
表 2.8. 亚洲的信用评级机构	65
表 3.1. 全球金融市场的规模,2002 年	68
表 3.2. 美国:金融市场的规模	70
表 3.3. 欧元区:金融市场的规模	70
表 3.4. 日本:金融市场的规模	71
表 3.5. 美国:人寿保险业的资产分配	71
表 3.6. 英国:人寿保险业的资产分配	72
表 3.7. 英国:金融市场的规模	74
表 3.8. 欧元区:保险业的资产分配	74
表 3.9. 日本:人寿保险业的资产分配	75
表 3.10. 信用衍生工具与银行信贷	75
表 3.11. 按部门划分的全球信用衍生头寸(截至 2002 年 9 月)	75
表 3.12. 美国与日本:人寿保险公司基于风险的资本加权值的对比	75
表 3.13. 美国与日本的信用工具的风险加权值	76
表 3.14. 美国:债券与股本的收益率和波动率的比较	82
表 3.15. 日本人寿保险公司的股本投资与贷款	85
表 3.16. 美国:授权监控的层次	93
表 4.1. 成熟市场:机构投资者管理的资产	99
表 4.2. 美国国际共同基金:净资产总额	104
表 4.3. 退休基金资产	109
表 4.4. 退休基金投资组合限制和实际的资产分配,2001-2002 年	111

表 4.5. 保险公司管理的资产	116
表 4.6. 新兴市场共同基金：净资产总额	118

图

图 2.1. 实际联邦基金利率	8
图 2.2. 美国名义国内生产总值与 10 年期国库券利率	8
图 2.3. 通货膨胀指数债券的收益率	8
图 2.4. 长期通货膨胀预期	8
图 2.5. 通货膨胀预期减本期通货膨胀	9
图 2.6. 3 个月 LIBOR 期货的带状曲线	9
图 2.7. 美国和欧洲公司债券的利差	10
图 2.8. 公司债务违约率	14
图 2.9. 按信用评级开列的美国公司债券利差	14
图 2.10. 若干股票市场的表现	14
图 2.11. 隐含的股票市场期权波动性指数	14
图 2.12. 日元概率密度函数	15
图 2.13. 欧元概率密度函数	15
图 2.14. 汇率波动性	16
图 2.15. 中国香港特别行政区：HIBOR 与 LIBOR 之间的差幅	16
图 2.16. 若干亚洲中央银行的外汇储备	17
图 2.17. 外国人持有的美国证券	17
图 2.18. EMBI+ 指数和若干次级指数的收益率	18
图 2.19. 5 年期信用违约掉期利差所体现的债务违约概率	18
图 2.20. 新兴市场的平均信用质量	19
图 2.21. EMBI+ 指数内的收益率差量	19
图 2.22. 新兴市场债务：交叉相关平均值	23
图 2.23. 每年累计债券、贷款和股票发行总量	23
图 2.24. 每季度净发行量	23
图 2.25. 每年累计债券发行总量	23
图 2.26. 债券发行份额	25
图 2.27. 每年累计股票发行总量	29
图 2.28. 每年累计贷款发放总量	29
图 2.29. 流向新兴市场经济体的私人资金	32
图 2.30. 外国直接投资流动的地域分布	32
图 2.31. Moody's 的财政实力指数	35
图 2.32. 新兴市场国家：银行业市值	35
图 2.33. 美国：住户净值	38
图 2.34. 英国：资产增值抵押借款	38
图 2.35. 日本：住户净值	39
图 2.36. 美国：非金融公司的负债净值比率	39
图 2.37. 美国：非金融公司的融资缺口	39
图 2.38. 欧元区：非金融公司——财务状况	39
图 2.39. 英国：非金融公司——财务状况	40

图 2.40. 日本：公司盈利和负债情况	40
图 2.41. 美国商业银行：拖欠率	41
图 2.42. 美国：房屋抵押贷款市场和对冲活动	43
图 2.43. 美国：政府债券指数，3 个月收益率的波动性	43
图 2.44. 美国：房屋贷款机构的期限缺口	44
图 2.45. 欧元区：巨额抵押债权，2003 年 11 月	45
图 2.46. 欧元债券市场：2003 年总发行量	45
图 2.47. 欧洲证券化债券，每季度发行量	46
图 2.48. 帕玛拉特公司：信用违约掉期利差	50
图 2.49. 设在美国的股票共同基金：每周的净流动	52
图 2.50. 流入设在美国的共同基金的资金累计数额	54
图 2.51. 联邦基金利率与新兴市场债券市场的收益率超过 3 个月 LIBOR 的幅度	54
图 2.52. EMBI+ 债券利差与美国收益曲线的坡度	55
图 2.53. EMBI+ 债券利差与股票市场显示的波动性	55
图 2.54. EMBI+ 债券利差与信用基本要素	56
图 2.55. 实际利差与信用评级利差的偏差	58
图 2.56. 若干亚洲国家的未清偿国内债券	61
图 2.57. 韩国：资产担保证券的发行与直接融资	64
图 3.1. 人寿保险业的资产分配	72
图 3.2. 美国：为非农业私有部门提供的非抵押信贷总额	73
图 3.3. 国际保险部门股本指数	84
图 4.1. 新兴市场债券的构成	105
图 4.2. 对冲基金投资组合敞口估算与本地新兴市场	124

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。

自从2003年9月的《全球金融稳定报告》出版以来,全球金融的脆弱性进一步减弱。国际金融市场继续好转,金融机构和其他市场参与者的资产负债表得到了加强。目前,金融市场似乎处于一个“甜蜜地带”:世界各地的经济活动和公司收益均强劲复苏,其中以美国最为明显。同时,通货膨胀依旧处于低水平,货币当局因此得以维持很低的政策利率。

新兴债券市场得益于充沛的流动性和对于收益的追逐,同时很多新兴市场主权和公司借款人信用质量好转也有利于新兴债券市场。因此,新兴市场债券指数收益率差几乎已经缩小到创纪录的水平。和最近几年相比,流入新兴市场国家的资本增加了。包括去年进行的预先融资在内,很多新兴市场国家2004年外部资金需求中相当的部分已经得到满足。

整体而言,很多市场指标显示目前成熟和新兴市场的良性金融情况很可能会继续下去(第二章)。自年初以来,很多证券和新兴债券市场进行了价格调整,调整在一定程度上反映了投资者的谨慎,因此是受欢迎的。然而,前景并非没有风险。仔细研究,就会发现某些可能会在未来影响金融市场稳定的问题。

风险

在全球金融市场的良性前景中,主要风险在于这一前景的基础是各种相反的经济力量的微妙平衡。生产率提高和经济中尚存在相当的闲置能力支持了较低的通货膨胀,这有助于在一段时间内维持利率的低水平,并限制潜在的政策性利率收紧的程度。因此,尽管市场预期利率最终将提高,对于加息可能给其他资产市场造成的潜在影响仍持乐观的

态度,但是,全球经济失衡影响了这一良性看法,市场的注意力集中在总量和净流量都达到前所未有的水平的美国资本流入的可持续性上。此种关注促进了美元的疲软。最近几个月中,大体上反映了很多亚洲中央银行对外汇市场进行干预的官方流入大大增加。此外,私人部门的流入(特别是欧洲投资者对于美国股票和公司债券的投资)已经复苏。这些发展有助于保证美元逐渐有序地调整,到目前为止美元的调整尚未对金融资产的价格产生明显的影响。此刻,市场参与者预期有序调整的过程将继续下去。如果这个脆弱的平衡被破坏,导致官方和私人流入减少的话,美元就会更为显著地贬值。只要一出现这种风险变成现实的迹象,外国投资者将对美元资产要求风险溢价,包括促使债券收益率上升,和比目前市场预期更高的波动。这将对其他的资产市场带来消极的波及效应,可能引起欧洲和新兴市场收益率的提高。这种消极的发展可能会导致原本得到加强的金融机构资产负债表出现恶化,拖累经济复苏。这也可能暴露出数个新兴市场国家的结构性弱点,到目前为止活跃的市场状况掩盖了这些弱点。

微妙平衡的另外一个方面是,大量流动性的存在促进了投资者对大多数资产市场的信心和估价,但是这个因素可能会在某个时刻变成一个问题。现在,经济活动和公司收益都出现了强劲复苏,大量流动性的继续存在和缺乏双向的利率风险可能导致自满情绪的出现,刺激投资者更加追求收益,同时忽视风险因素。已经有轶事性迹象显示出现了“追风行为”,投资者转向他们未必熟悉的资产,这些资产风险较高,但是过去一年中表现不错。这一过程可能会造成某些金融资产被高估,像很多新兴市场那样的小而不流动的市场中尤其如此。这一过程持续时间越长,出现破坏性修正的可能性就越大。

新兴市场国家本身面临的风险也得到了精细

的平衡，且越来越被区别对待。作为一个组别整体来看，新兴市场国家已经大大改进了宏观经济的基本面：增长更高，通货膨胀仍然在控制之下，持续6年出现经常账户盈余，这些意味着它们继续是资本的净输出者，同时还积累了大量的外汇储备。它们的对外脆弱性也因此降低了。不过，良好的整体表现掩盖了已经取得显著进步的国家和其他国家之间日益扩大的差距。取得显著进步的国家信用评级提高了，有些上升到投资级。现在，新兴债券市场的市值中，50%以上为投资级，5年之前还不到10%。进步甚微的国家公共债务的水平较高，而且存在币种不匹配，因此易受外部融资环境恶化的影响。由于上文提到的大量流动性的存在，这些国家收益率差的缩小程度和取得显著进步的国家类似，因此脆弱性更为明显。对有些新兴市场国家来说，包括一些即将进行选举的国家在内，社会和政治不稳定给政策的连续性带来了潜在的风险。

需要更加注意主要金融中心的结构性问题

鉴于目前处于一个良性的阶段，应该更多地注意那些可能增强国际金融体系抵抗未来冲击和扰动的能力的基本性变化。近年来最重要的变化之一是风险，特别是信用风险，从银行部门转移到了金融体系内的非银行部门。到目前为止，这个现象似乎加强了银行体系应对严重冲击，包括几年来创下纪录的信用违约的韧性。不过，这也意味着信用风险从监管相对严密的机构转移到了监管不那么严密的机构，从相对较透明的机构转移到了不那么透明的机构。

因此，风险转移到非银行部门引出了几个方面的关注：风险到哪里去了？它们是分散了呢，还是集中了？风险的承担者有能力管理么？由于发生了许多的变化，是否存在监管套利的可能？监管之间的差异和不一致可能会为利用这些缺陷创造强烈的动机。而且，很多非银行机构已经开始降低风险，这些风险最终会转移给金融体系的最终用户。那么，住户、公司和公共部门实体可能会越

来越直接暴露在金融风险之中。

本期和未来的《全球金融稳定报告》将用一系列分析性章节来研究这些变化对全球金融稳定的影响。在此，金融稳定的定义比较宽泛，不单指避免可能威胁到支付系统和破坏经济活动的银行倒闭。从更广泛的角度来看，金融稳定还包括金融市场上的价格和流动不要发生大幅和持续的变化，不要影响到金融中介的效率。这种变化的例子有资产价格的大幅下跌、长时间的高度的躲避风险、造成正常的市场波动演变为金融不稳定的市场结构等。

这一系列的章节还将分析在住户暴露在金融市场风险之中的情况下，主要金融中心的当局是否感到存在为帮助阻止资产价格持续、大幅下跌而增加流动性的压力。资产价格的持续、大幅下跌会产生很大的经济代价，包括带来通货紧缩的风险，日本的经历就表明了这一点。由于高昂的代价以及自然存在的、避免代价的意愿，当局更难接受金融市场的下行修正。实际上，这种看法可能会导致出现一种新形式的道德危害。市场参与者可能预期“极为重要因此不能崩溃的”关键资产市场会得到救助，而传统上他们预期只有那些“太大而不能倒闭”的金融机构会得到救助。结果，市场参与者会变得自满，愿意承担与宏观经济基本面相比并不合理的风险。最终，这些行为可能会促使某些资产市场更为明显的上扬，随后的修正也就更为漫长和痛苦。

这一系列章节中的第一个是本报告的第三章，第三章将重点讨论风险从银行转移到非银行机构，转移到保险业，探讨影响寿险公司风险偏好和风险管理文化的因素。这些因素包括市场的特点、监管、会计标准和评级机构。2004年9月的《全球金融稳定报告》将从这个角度研究退休基金行业。

第四章对于投资新兴市场证券的国际和国内机构投资者的发展和成长、这些机构投资者对进入新兴资本市场的资本流动的稳定性的影响作了一个综述。

信用风险转向保险业：对于金融稳定的影响

最近，作为复杂的信用风险转移工具的信用衍生工具出现增长，该类交易缺乏透明度，这些都引发了对风险从银行转移到了何处的关注（见2002年3月的《全球金融稳定报告》）。数家官方机构和私人部门组织为更好地理解这一问题进行了一些工作，包括对市场的参与者进行调查。就总量上说，银行基本上是和其他的银行进行信用衍生工具交易，来达到它们想得到的风险暴露。保险行业（通过这些衍生工具交易）成为信用风险的净承担者，但是，这些净头寸只是其资产组合中的一小部分（大体在3%—4%之间）。而且，传统的信用工具长期以来就是保险公司投资组合中的一部分，而且占有相当的分量。最近这年中，与银行部门相比，保险部门的信用风险暴露增长较大。信用风险正在出现更广的重新分配，这可能对金融稳定产生影响。

不过，各个地区和国家的保险公司介入信用工具的方式和水平有很大的差异，这里的主要驱动力是传统的市场特点和监管。整体上说，信用工具的波动性和现金流都较低，这对于保险公司的长期负债来说是合适的匹配工具。信用工具比政府证券的收益高，但是风险远远低于持有股权。而且，一个发展良好的、包括信用衍生工具的信用市场，再加上恰当的、以风险为基础的资本和会计体系能够很强烈地激励保险公司加强自己的信用风险管理能力。在金融体系面临压力的时候，特别是2000年到2003年之间，那些保险业对信用工具暴露超过对股权风险暴露的国家的保险行业往往更加稳定。

在这些经历的推动下，很多大的保险公司，主要是欧洲公司已经提高了它们的资本，相对于股权来说增加了对于信用工具的风险暴露，加强了风险管理能力。所有这些发展综合在一起，有可能降低保险业近年来面临的资产负债表压力。同时，以往各期的《全球金融稳定报告》已经指出，银行部门抵抗金融冲击的韧性得到了加强。因此，信用资产在这两个行业之间重新分配加强了金融稳定。

利用保险公司的比较优势来持有信用工具，同时鼓励保险行业进一步发展风险管理，这些促进了金融稳定。但是，这个评估要注意两点。首先，最近几年，很多保险公司已经改变了产品，开始缩短负债的期限。到未来的某个时间点，保险公司持有信用风险的比较优势就会成为一个问题。第二，随着保险公司采取措施来管理资产负债表风险，他们会把某些风险转移到别处，最终会转移给住户。这显然将影响金融稳定，未来《全球金融稳定报告》将研究此问题。

机构投资者在新兴证券市场中的作用

虽然最近几年发生了一系列的危机，但新兴股票和债券市场已经进一步走向成熟。这个过程的关键是机构投资者在新兴市场中的作用越来越大，其中既包括国际投资者也包括国内投资者（第四章）。

新兴市场证券尤其是主权债券经过风险调整后的回报很高，使得退休基金和寿险公司等机构投资者对资产进行了战略分配，投资于新兴市场资产，这种分配的主要目的是实现多样化。专门投资新兴市场的资金规模因此扩大了。鉴于这些是长期的购买和持有类型的投资者，流向新兴市场的资本的稳定性似乎增加了。这一发展可以平衡对冲基金和其他投机性投资者更为频繁的交易行为。不过，相对于很多新兴市场的市值和每年流入市场的资本来说，这些国际机构管理的资产规模太大了，因此这些买家进行规模相对较小的资产重新分配就会对有关市场产生很大的影响。

退休基金和保险公司通常把资金交给专门投资新兴市场的资产管理公司或共同基金经营。这些专门的共同基金当然也从散户投资者那里获得资金。专门投资新兴市场的基金增加了，同时证券投资基金管理者的知识以及投资决定的专业性也得到了加强。因此，基金能够更为多样化地投资于新兴市场。和最近不少散户投资者在欧洲和日本的经历相比，这是散户投资者投资新兴市场极好的一种方式。这些散户投资者也许天真地认为主权借款人不会违约，因此曾经购入了某些国际主权债

券。整体来看,共同基金的作用变大了,基金管理人更为老到,这有可能促使新兴市场出现更加有辨别力的行为,也可以在债务重组不可避免的情况下简化重组过程。

尽管有这么多积极的进展,共同基金还需面对其他的风险,由于这些风险可能增加波动性,因此需要关注。首先,投资的退休基金或者保险公司常常对新兴市场资产管理者进行业绩检查(常常每季度进行一次),业绩低于某个固定下限的基金管理者会被撤换。这种检查过程可能会迫使资产管理者避免做出那些和基准指数或者同行投资者的行为差别太大的投资决定,因为业绩大大偏离平均水平带来的风险太大了。那么,这就成了有可能导致追风行为的另一个因素。第二,因为散户投资者可以很快把钱抽离那些对可能受潜在信用事件影响或者存在潜在损失的资产投资的基金,共同基金不得不对这种偿还风险。即便这些资产和市场可能与最初导致发生偿还的问题没有什么共同之处,突然和大规模的偿还可能会促使基金管理人在更加流动的市场中清算资产。这种情况当然是金融传染的一个惯常渠道。

在促进设有基金的退休基金发展的过程中,很多新兴市场国家改革了自己的养老金体系。此外,寿险公司和共同基金在数个国家也有所发展。这些机构投资者管理的资产或许已具相当分量,在可预见的将来可能还会进一步增长。国内机构投资者刺激了本地资本市场的发展,同时还在一定程度上起到了稳定对外新兴市场债券市场的作用。不过,和这些机构的成长相比,国内资本市场在市值、流动性和工具多样性等方面的发展却相对缓慢。正如第三章中所讨论到的,一个明显的特点是公司债券市场包括长期证券的市场相对不发达。因此,很多国家近期面临的一个挑战是国内机构投资者和国内证券市场相对不发达之间的矛盾,前者有了发展,而后者在规模、流动性和提供满足国内机构投资者需要的工具方面都不尽如人意。

而且,审慎监管严格限制对于数种类型资产的持有,特别是外国资产,这可能导致这些机构将投资集中于某些传统产品。风险有可能出现集中的情况,包括导致主权债增加或者国内资本市场

出现资产泡沫。

政策结论

尽管全球失衡的调整需要时间,主要金融中心的当局面临的关键挑战是维持市场的有序状态,这种状态能够促进全球失衡的顺利融资,而不会减轻失衡调整的压力。任何旨在减少中期全球失衡的全球性合作都会大大加强良好的市场前景。¹反过来,主要国家之间任何一点点政策失和的迹象,都会影响失衡调整的行动,导致调整更加无序。而且,当初为防止通货紧缩风险而设计了低利率环境,当局需要小心管理向更为正常的利率环境的过渡,正常的利率环境是和目前更为强劲的增长一致的。与时机和任何政策性措施的力度一样,沟通战略对于指导市场预期和避免导致市场出现波动性和过度调整的误解也是不可或缺的。市场在1994年的反应过度可以很好地提醒当局沟通战略的重要性。金融业的监管者也需要警惕可能出现的风险错误定价、杠杆增加过多或者风险暴露过于集中。

同时,各国应当充分利用目前良性的金融市场条件,继续进行改革。成熟市场国家需要完成改革,加强市场的基础,目前共同基金行业的丑闻以及帕玛拉特等公司的丑闻表明不能够有自满的情绪。新兴市场国家需要采取步骤,降低公共债务的水平和脆弱程度,进一步发展本地资本市场。

本期《全球金融稳定报告》强调了主要机构投资者的结构性发展,提出了旨在增强它们管理风险能力的政策性措施。

对成熟市场国家的保险行业来说,政策性建议主要在进一步发展信用市场、监管机制、会计标准以及评级机构在保险公司塑造风险承担方面的作用等方面。这些措施的目标应该是鼓励保险公司加强各自的信用风险管理能力。

- 进一步发展信用市场。鉴于包括信用衍生工具在内的信用工具在保险公司资产组合中的积极作用,当局应该支持和促进信用市场的

1. 见国际货币基金组织2004年4月的《世界经济展望》。

进一步发展。当局可以审查和改变有关的法律、税收和其他监管措施,让发行者和投资者可以方便地使用信用工具。私人部门的倡议,如国际掉期和衍生工具协会关于衍生工具合同标准化的倡议,可以起到促进市场发展的作用,应该受到欢迎。

- 监管。保险的监管者更加注意金融安全和稳健性的问题,他们应该建立一个以风险为基础的资本框架。这样一个框架可以使审慎要求和相应的保险风险更为紧密地联系在一起,鼓励保险公司改善风险管理能力。随着欧盟清偿力规定第二号和英国 195 号磋商文件的进展(见第三章)²,似乎出现了向以风险为基础的资本体制的趋同,这是令人欢迎的。
- 应该增加监管资源,让监管者有足够的工作人员和技能来评估他们要求保险公司使用的风险管理模型。
- 监管者之间需要增加对话,进行信息共享,同时处理保险公司活动中的全球方面,特别是再保险公司。
- 加强披露要求,增加保险行业内部数个子行业(如再保险)³以及持有和处理复杂工具(如信用衍生工具)方面的透明度。
- 会计标准。保证财务和监管会计精确地反映保险公司的财务状况是重要的(见第三章对公允价值会计的讨论)。应该以类似的基础(如市场价值)来衡量资产和负债,反映所有的风险暴露。不过,财务报表中的点估计(point estimates)不是一种有用的、可以帮助市场参与者理解保险公司业务的真正现状的全面的披露。鼓励财务会计和监管报告标准的趋同也是合适的。

2. 清偿力规定第二号是欧洲联盟(始于1999年)的“Review of the Overall Financial Position of an Insurance Undertaking”(保险的整体财务状况审议)。英国的195号磋商文件是“Enhanced Capital Requirements and Individual Capital Assessments for Life Insurers(对于寿险提供者提高资本要求和单个资本评估)”(2003)。

3. 国际保险监管机构协会提高再保险行业披露和透明度任务小组也有此建议。

- 评级机构。虽然评级机构在向市场参与者发布公司信用信息方面发挥了重要作用,降低对评级公司的过分依赖(即把评级公司当成是再保险公司事实上的监管者)似乎是合适的。为此,应该加强对于这些保险公司的监管。此外,提高商业行为和财务状况方面的透明度也是有益的。

关于新兴市场资产的投资者基础,可以注意几条政策结论。

- 为了吸引和保持机构投资者对于主权和公司证券的兴趣,新兴市场国家应该继续实施强有力的经济和结构性政策,提高增长潜力和金融体系的韧性。它们还应当通过加入数据公布特殊标准以及和投资者基础的定期沟通等措施来改进披露和透明度,比如通过投资者关系项目来进行沟通。
- 新兴市场国家还需要为发展国内证券市场而制定一个综合的计划,要考虑到国内机构投资者的发展和需要。为满足国内机构投资者的需要,这些市场应当有充分的规模、流动性和多种工具,特别是长期限的债券。技术上说,应该改进市场的基础设施,包括流动的二级市场以及潜在能够与其他国家协调一致的、良好的清算和结算系统。本地证券市场如果更加发达,也可以吸引国际机构投资者。这应该是新兴市场国家吸引证券资本的极好方法,因为国际投资者承担了货币风险(所谓的“原罪”)。
- 退休基金的监管者需要逐步放松对本地退休基金管理人进行外国投资的限制,同时要注意本地市场的局限性和国际市场的多样化收益,与此同时保持充分的“谨慎投资者(prudent man)”监管。
- 还应该有意识地进行努力,逐步把指令性监管规定改为以风险为基础的资本体制,鼓励本地保险公司发展风险管理能力。一旦本地保险公司开始进行国际投资,这些技能会发挥良好的作用。
- 为降低赎回风险,共同基金需要给潜在的散户投资者提供充分的披露和教育。

各主要金融中心的短期利率非常低，促进了经济增长的复苏和公司收入的增加，并推动了在加强公司资产负债状况方面取得的进展，从而改善了基本的经济前景。¹为刺激经济增长所奉行的政策还使投资者有强有力的动机来增加风险承担，并有助于资产定值的恢复。

基本要素的改善和充裕的流动性结合在一起，推动了全球资产价格的上扬。风险意愿的恢复和投资者的流动显示，人们在分配投资时开始放弃收益较低的资产，改为进行风险较大的投资。全世界的股票市场在连续三年下跌之后，于2003年强劲回升。在欧洲和美国股票市场上，由期权价格所隐含的波动性下降，部分反映出这一回升对投资者心理的影响。信用质量的提高和充裕的流动性发挥了补充的刺激作用，也有助于降低成熟市场和新兴市场债券的信用利差水平，首先是使高收益债券的利差急剧缩小。

这些情况结合在一起，于2003年和2004年初为新兴市场借款人创造了非常有利的对外融资环境。新兴市场国家发行的债务无论是总额还是净额均在2003年强劲回升。2004年1月发行的债券数额格外高。很多借款人适当地利用了较低的资本成本和强劲的投资意愿来满足自己的借款需要提前融资，并进行负债管理操作，以改善内债和外债的结构。

自从上一期《全球金融稳定报告》以来，这些发展已帮助为金融市场稳定性前景的进一步改善奠定了基础。展望未来，这一前景有两个发生不利变化的风险来源。

- 在一个低利率环境中，资产定值可能在推动下过度上扬，超出以基本要素的实际改善为

依据的合理水平。旨在复苏经济的刺激措施也会助长资产定值的过分上升。

- 另一个潜在的市场不稳定来源，是庞大的全球国际收支失衡及其导致的同样庞大的资金流动。货币市场中的不利发展会加强投资者的避险心理，并对其他资产市场产生溢出影响。

很低的短期利率和陡峭的收益曲线使人们有强烈的动机来增加杠杆头寸，进行跨市场套利，并通过承担较大的信用风险来提高收益。存在着投资者在低利率环境中被冲昏头脑的切实风险。美国国库券市场上的收益率和波动性如果出人意外地急剧上升，也会触发成熟市场和新兴市场上信用利差的扩大，并促使人们迅速放弃跨市场套利交易和杠杆头寸。

在这个环境中，决策者和管理者们必须警惕对杠杆效应的过度利用或过度集中的投资者头寸。此外，如果资产定值变得是以过多的流动性为基础，而不是以基本要素为基础，那么，货币刺激措施一旦取消，便会触发广泛的资产重新定值。为了限制这一风险，必须精心管理向紧缩政策的过渡，并需要明确地把这一过渡的信息传达给市场。在这个方面，联邦公开市场委员会于1月28日声明，将不再保证“在相当长的时期内”保持低利率，这是对投资者们的有益的提醒，使其意识到，在作出投资决定的时候，必须避免过分地为低利率所左右。以后需要不断进行这样的提醒。

保证有序地降低全球国际收支失衡程度是另一个关键的挑战，也是金融市场面临的第二个潜在风险。2004年4月的《世界经济展望》着重指出，必须合作采取国际政策行动，以消除造成这些失衡的来源。从金融市场的角度出发，当前引起很多注意的问题包括：庞大的美国对外经常账户赤字在融资方面所需资金流动的规模，政府资金流动在这一融资中所占的很高比例，以及这些流动

1. 见2004年4月的《世界经济展望》，其中详细讨论了全球宏观经济前景和有关的问题。

的目标向固定收入投资的严重倾斜。

在美元价值迅速下跌的情况下，投资者可能要求增加美元资产的风险溢价，这一可能性增加了发生金融市场广泛动荡的风险。在这样的情况下，美国国库券的收益率会被迫大幅度上升，从而损害风险较大的资产的价值。尽管人们广泛预期，美元将在2004年呈现进一步的贬值趋势，但迄今没有任何迹象显示人们缺乏持有美元资产的意愿。实际上，截至2003年底的数据显示，与汇率干预有关的政府资金继续大量流入，私人投资者也恢复了对美国公司债券和股票的兴趣。此外，美元/日元和美元/欧元货币期权价格所隐含的波动性仍然受到抑制。

各新兴市场面临着有利的对外融资环境可能发生恶化所带来的风险。如果基本的美国国库券收益率出人意外地急剧上升，很可能触发新兴市场债券信用利差的扩大。新兴市场借款人将面临更高的借款成本，非常有利的对外融资环境所掩盖的基本面脆弱性将更为显著地暴露出来。那些公共债务水平很高和债务结构不稳定的国家面临的风险最大。然而，由于全球经济增长前景的改善、初级商品价格的提高、增加汇率灵活性所带来的适应力、外汇储备的增加以及为纠正潜在波动性很高的债务结构所采取的行动，新兴市场面临的风险有所降低。

本章分析了成熟和新兴金融市场中的各项主要发展和风险，特别集中讨论了导致全球资产价格于2003年强劲回升的基本因素，并讨论了这一回升是否致使资产定值上升到无法完全用基本要素的改善、收入的增加和信用质量的提高来解释的程度。

- 本章第一节着重讨论成熟市场中的各项发展和脆弱性，特别是：很低的短期利率在影响投资者行为方面发挥的作用、关于短期利率的市场预期、成熟的股票市场和公司债券市场中的各项发展以及关于美元的市场心理发生的变化。成熟的政府债券市场中的上一次抛售发生在1994年，本节考虑到利率的上升有可能比预期的更为突然，把当前的收益曲线环境与当时的环境进行了比较。
- 第二节分析了新兴债券市场中的利差演变情

况，特别讨论了除基本要素之外，很低的短期利率在多大程度上助长了新兴市场债券收益率差的急剧下降。这一节还介绍了各欧盟加入国的金融市场在2003年的下跌之后出现的最新发展。

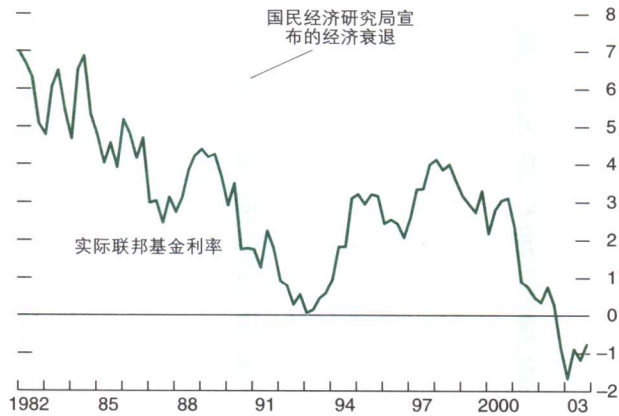
- 第三节以成熟和新兴二级市场上的各项发展为背景，介绍了流入新兴市场国家的投资组合以及外国直接投资的总额和净额出现的变化。本节着重说明，各国采取了哪些步骤，以利用当前有利的融资环境来进行负债管理操作，从而改善内债和外债结构。
- 第四节采用金融稳健性指标对若干新兴市场银行体系的脆弱性进行了评估。
- 最后，第五节讨论了各主要金融中心的风险，集中讨论的问题是各部门资产负债状况的改善、美国房屋抵押贷款市场中的各项发展、致使对冲基金在最近大量涌现的基本因素、在提高公司治理标准方面取得的进展（和挫折）以及监管工作的各项主要最新发展。
- 附录一进一步探讨了以下问题：短期利率在多大程度上缩小了新兴市场债券的信用利差，使其降低到无法完全用基本信用质量的改善来解释的水平。
- 附录二评估了最近为在亚洲建立一个区域性债券市场所采取的举措。

成熟市场中的各项发展和脆弱性

各主要政府债券市场中的收益率仍然非常低

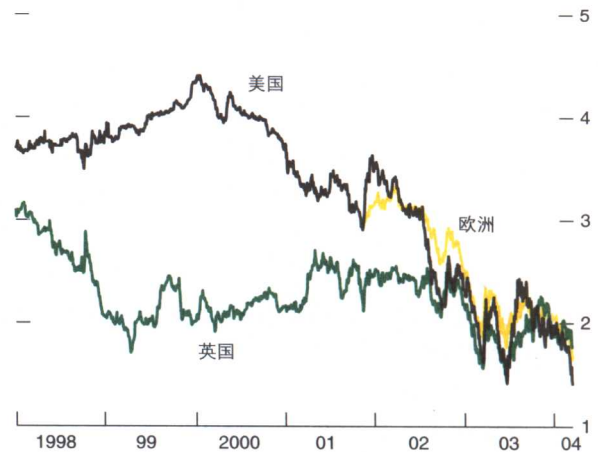
美国和其他主要市场中的利率很低，最终需要上升。实际上，在某些国家，特别是澳大利亚和英国，紧缩周期已经开始。由于对通货紧缩的担心已在2003年中期消逝，而且随后出现了越来越多的经济复苏迹象，对美国紧缩周期的到来时间和规模的猜测已经增加。由于大量的流动性，而不只是基本要素的改善，在推动资产价格上升以及推动各个成熟市场和新兴市场的利差几乎一致地缩

图 2.1. 实际联邦基金利率
(百分比)



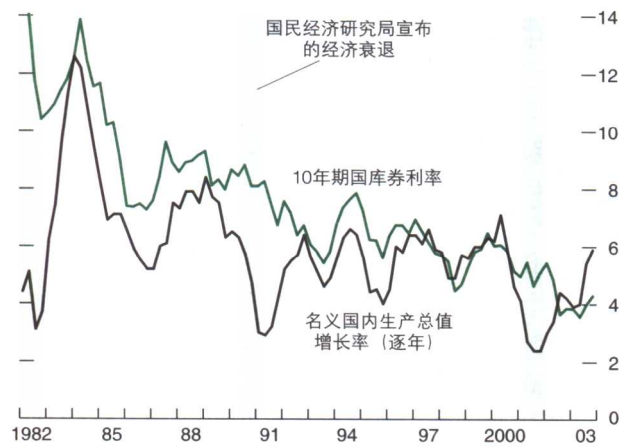
资料来源: Bloomberg L.P.; 国民经济研究局 (NBER); 基金组织工作人员的估计。

图 2.3. 通货膨胀指数债券的收益率
(百分比)



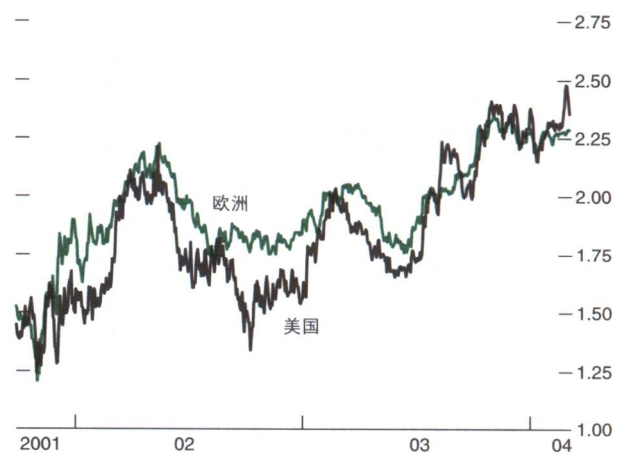
资料来源: Bloomberg L.P.; 基金组织工作人员的估计。

图 2.2. 美国名义国内生产总值与 10 年期国库券利率
(百分比)



资料来源: Bloomberg L.P.; 国民经济研究局 (NBER); 基金组织工作人员的估计。

图 2.4. 长期通货膨胀预期
(百分比, 10 年期名义收益率减根据通货膨胀指数调整的收益率)



资料来源: Bloomberg L.P.; 基金组织工作人员的估计。

小方面发挥了主要作用，向紧缩政策的过渡会产生广泛的影响。在无风险利率上升时，很多市场上的资产定值会受到压力，投资者的风险承担意愿将受到考验。

联邦基金利率已降至1%，是45年来的最低点，美国的经济增长已经恢复，政府的债券发行量即将增加，因此，美国国库券收益曲线在2003年全年和2004年初一直维持在相当陡峭的坡度。实际联邦基金利率（采用消费者物价指数平减后的利率）已经降低到负值。用历史标准衡量，并考虑到当前的经济周期阶段，这一利率非常低（图2.1）。鉴于在为其他风险较高的资产定值的时候，短期利率是一个关键考虑因素，保持很低的短期利率可以对其他资产的价格产生非常广泛的影响。随着利率上升，以极低的无风险利率为基础的资产定值会成为问题。

在各主要的政府债券市场，很低的短期利率和有限的通货膨胀压力帮助压低了所有偿还期限的名义收益率，使其保持在用大多数主要市场的历史标准衡量都是很低的水平上。2004年1月，偿还期限不超过两年的美国国库券的实际收益率维持在负值，期限为一年或更短的德国债券也是如此。

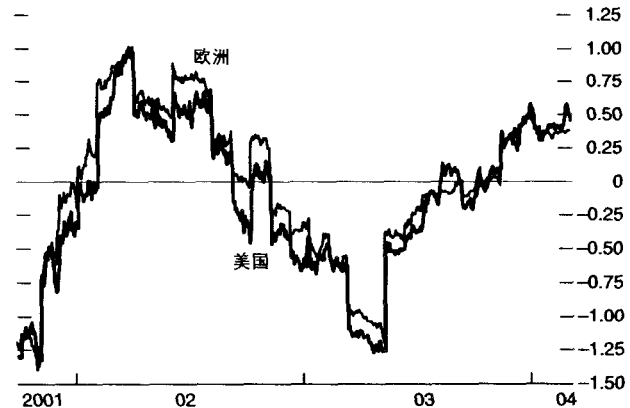
在过去的非经济衰退期间，美国10年期国库券的收益率倾向于跟着名义国内生产总值增长率起伏。现在，尽管名义国内生产总值增长率已经从最近的衰退中恢复过来，但美国10年期国库券的收益率仍然停留在很低的范围内（图2.2）。

在欧元区、英国和美国，通货膨胀指数化债券的实际收益率已下降到历史最低水平（图2.3）。这一下降基本上反映了很低的短期利率对投资者关于替代投资形式的评估产生的影响。与此同时，欧元区和美国的通货膨胀市场预期均于2003年上升（图2.4）。

在2003年的大部分时间，尽管债券收益率受到通货紧缩忧虑的影响，但欧元区和美国的“抵平”通货膨胀率²均低于实际通货膨胀率，显示市

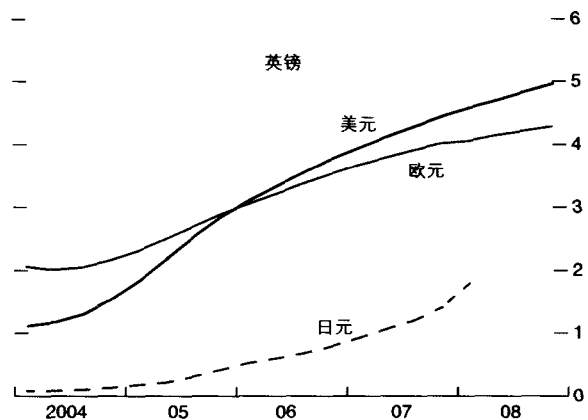
2. 通货膨胀指数化政府债券与名义利率政府债券之间的实际收益率差可以作为一个指标，显示以下市场预期：在所比较的不同债券的整个寿命期间内，平均通货膨胀率将有多高。该价差则体现了“抵平”通货膨胀率，这种通货膨胀率将使投资者对常规的名义利率债券和通货膨胀指数化债券一视同仁。

图 2.5. 通货膨胀预期减本期通货膨胀 (百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.; 基金组织工作人员的估计。

图 2.6. 3 个月 LIBOR 期货的带状曲线 (百分比, 2004 年 3 月 2 日数据)



资料来源：Bloomberg L.P.; 基金组织工作人员的估计。