

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

市场发展与问题

2005年9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：孙 蕊
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9月 / 国际货币基金组织著. —北京：中国金融出版社，2005.12
书名原文：Global Financial Stability Report
ISBN 7-5049-3890-4

I. 全…
II. 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 (2005) 第 139628 号

出版
发行 **中国金融出版社**

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 13

字数 325 千

版次 2006 年 1 月第 1 版

印次 2006 年 1 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的动态，以辨别潜在的系统性弱点。报告通过促使人们关注全球金融体系中的潜在问题，试图在危机预防方面发挥作用，从而对全球金融稳定和基金组织成员国的持续经济增长做出贡献。

本报告是由基金组织国际资本市场部在基金组织高级顾问兼该部主任Gerd Häusler的指导下撰写。管理工作由一个编辑委员会负责，该委员会成员有：Hung Q. Tran（主席）、Elie Canetti、Todd Groome和Ceyla Pazarbasioglu。另外，Axel Bertuch-Samuels和Charles R. Blitzer提出了意见和建议。参与本期工作的国际资本市场部其他工作人员有：Geoffrey Bannister、Nicolas Blancher、Marcelo Carvalho、Peter Dattels、Michael Gapen、François Haas、Anna Ilyina、Andreas Jobst、Herman Kamil、John Kiff、William Lee、Pipat Luengnaruemitchai、Carlos Medeiros、Christopher Morris、Shinobu Nakagawa、Hiroko Oura、Michael Papaioannou、Lars Pedersen、Jorge Roldos、Paul Ross、G. Edwin Smith III、Laura Valderrama、Christopher Walker、Mark Walsh和Luisa Zanforlin。货币与金融体系部的Jonathan Fiechter、Kalin Tintchev和Kal Wajid为编写有关新兴市场国家银行业动态的章节提供了帮助。Martin Edmonds、Ivan Guerra、Silvia Iorgova、Oksana Khadarina、Yoon Sook Kim、Ned Rumpeltin和Peter Tran为分析工作提供了协助。Caroline Bagworth、Rosemarie Edwards、Vera Jasenovec和Elsa Portaro-Cracel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本出版物的印制工作。

本期部分内容源于一系列非正式讨论，包括与很多主要金融中心和国家的商业银行、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、证券与期货交易所、信用评级机构以及监管部门和学术研究人员进行的讨论。本报告反映截至2005年7月22日所掌握的信息。

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。各位执董在于2005年8月29日对《全球金融稳定报告》进行讨论后也提出了意见和建议。但是，报告中的分析和政策思考均来自参与撰稿的工作人员，不代表执董、其国家当局或基金组织的观点。

目 录

前言	viii
第一章 概述	1
当前对整体风险状况的评估	1
寻求收益的趋势	1
可能触发市场修正的因素	2
可以加强金融稳定的趋势	4
减轻风险的政策措施	4
全球资产分配框架	5
新兴市场国家的长期债券市场	6
第二章 全球金融市场动向	7
低债券收益率、高股权盈利收益率及回升的美元	8
对信用和抵押贷款市场上收益的追逐——信用周期	16
新兴市场风险抵御能力的增强	25
新兴市场融资	27
主要成熟经济体资产负债表的动向	32
成熟市场金融体系的市场和信用风险指标	47
新兴市场国家银行部门的动向	52
参考文献	59
第三章 全球资产分配概论	60
第1单元 全球资产分配	61
第2单元 投资基金业	71
第3单元 本国偏向	78
第4单元 与会计准则变化趋势相关的金融稳定性问题	86
参考文献	91
第四章 新兴市场国家发展公司债券市场	94
国内公司债券市场的近期趋势	95
影响公司债券市场的供求因素	101
市场结构与公司债券市场的发展障碍	113
挑战与政策问题	124
参考文献	127

目 录

词汇表	130
附件 主席的总结发言	136
统计附录	141
专栏	
2.1. 美国汽车公司和信用衍生产品市场上的亏损	20
2.2. 新兴市场借款人加强了债务管理运作	30
2.3. 本币工具中的外国投资: 周期性现象还是根本性现象	40
2.4. 集体行动条款	44
2.5. 对新兴市场国家的外国直接投资: 亚洲视角	45
2.6. 相关性假设对多重违约概率和具体抵押债务证券档违约风险的影响	54
3.1. 国际分散化潜在收益计算示例	85
4.1. 俄罗斯的公司债券市场	106
4.2. 高收益债券	110
4.3. 马来西亚的伊斯兰债券	116
4.4. 影响中国和印度公司债券市场的供求因素	122
表	
2.1. 按部门统计的全球资金平衡	11
2.2. 美国部门财务数据	23
2.3. 新兴市场对外融资	36
2.4. 新兴市场经济国家: 部分银行金融稳健指标	56
2.5. 2004年按地区划分的信贷高速增长的国家: 金融稳健指标	58
3.1. 机构投资者的资产管理情况	61
3.2. 主要工业化国家: 机构投资者的资产分布	62
3.3. 共同基金管理的资产	72
3.4. 交易所交易基金的资产	74
3.5. 美国: 生命周期基金的发展和净资产	76
3.6. 2002年欧洲共同基金的分销渠道	78
3.7. 美国: 共同基金的分销渠道	79
3.8. 来自欧元区内部和外部的外国债券比例	83
4.1. 2004年末偿还的国内债务证券、股市市值及银行信贷	96
4.2. 公司债券发行者: 未偿的国内债务证券	97
4.3. 部分新兴市场国家的证券化	100
4.4. 公司债券的地方机构投资者基础	101
4.5. 保险公司管理下的资产	102

4.6. 养老基金在公司固定收入工具上的投资	103
4.7. 新兴市场共同基金: 净资产总值	104
4.8. 国际国内债券发行资本对比	120
4.9. 2004年证券交易所上市的债券与股本的年换手率	124
4.10. 2004年债券年成交量	125

图

2.1. 美国收益率	8
2.2. 与通胀指数挂钩的债券收益率	8
2.3. 实际收益率和通胀预期	9
2.4. 美国实际收益曲线陡度和实际短期利率	9
2.5. 收益曲线陡度	10
2.6. 全球股权收益率对债券实际收益率	10
2.7. 公司资金平衡	11
2.8. 按期限结构贴水的美元实际1年期伦敦同业拆借利率走向	11
2.9. 国际储备	12
2.10. 主要发达市场盈利收益率	12
2.11. 每股盈利, 实际值减去预测值	13
2.12. 盈利收益率减10年期债券收益率	13
2.13. 隐含波动性	14
2.14. 标准普尔500价格及隐含和实际波动差异	14
2.15. 美国经常账户差额	15
2.16. 美元表现	15
2.17. 美元指数: 非商业净头寸	16
2.18. 按类别划分的外国购买美国资产净额	16
2.19. 人民币不可交割远期汇率	17
2.20. 公司债券和政府机构债券的发行	17
2.21. 公司利差	18
2.22. 信用违约掉期利差	18
2.23. 标准普尔投机级违约率	19
2.24. 高收益率债务和信用周期	19
2.25. 美国前150家公司的公司行动	23
2.26. 银行贷款标准调查	23
2.27. 全球合并交易额	24
2.28. 公司信用利差曲线斜率	24
2.29. 外国购买美国政府机构证券净额	25
2.30. 美国住房抵押贷款和融资工具	25
2.31. 美国抵押贷款债务和股本贷款	26

目 录

2.32. 可变利率抵押贷款	26
2.33. EMBIG主权利差	27
2.34. 新兴市场信用质量	27
2.35. 设在美国的共同基金的累计净流入	28
2.36. 各资产类别的风险回报实绩	28
2.37. 2005年至今EMBI国际指数表现	29
2.38. 美国公司、EMBIG及汽车部门的利差	29
2.39. 债券、贷款及股票累积年度发行总额	33
2.40. 季度净发行额	33
2.41. 债券累积年度发行总额	34
2.42. 新兴市场债券发行的货币结构	34
2.43. 股本发售	35
2.44. 银团贷款承贷额	35
2.45. 流入新兴市场的外国直接投资资金	37
2.46. 日本: 公司部门的资本—资产比率	37
2.47. 日本: 公司债务和现金流量占GDP的比例	38
2.48. 日本: 商业状况	38
2.49. 欧元区和英国: 非金融公司债务与GDP的比率	39
2.50. 部分国家: 股权回报	46
2.51. 有市场影响和没有市场影响 (VaR-Beta) 情况下金融机构全部资产组合的 风险值	48
2.52. 大型综合金融机构的VaR-Betas与商业银行VaR-Betas的比较	49
2.53. CDX五年投资级分档的市场隐含相关性	49
2.54. 寿险公司资产组合VaR-Betas值	50
2.55. 金融机构资产组合中多于一个违约的概率	51
2.56. 5年CDX投资级指数的利差水平	52
3.1. 机构投资者的资产分配	63
3.2. 各国机构投资者的全球资产分配状况	64
3.3. 养老基金和寿险公司的股票和债券持有比例	66
3.4. 各类机构投资者的外国资产持有比例	67
3.5. 证券资产的外国资产接受率	80
3.6. 外国资产接受率	81
4.1. 2004年本地债券市场的规模与构成	95
4.2. 未偿的本地公司债券	98
4.3. 捷克共和国公司债券市场与货币市场利率	98
4.4. 国内政府债券及货币市场利率	99
4.5. 养老基金管理下的资产与未偿公司债券	102

4.6. 按标准普尔评级排列的公司债券发行情况	109
4.7. 公司债券发行规模的分布状况	121

本书通篇使用下述符号:

... 表示数据无法得到;

— 表示数据为零、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1% (例如, 25个基点相当于1/4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。

全球金融体系再次恢复了元气和承受力。这一趋势的动力和过去一样，源自大多数国家的金融和公司部门资产负债表状况的不断改善。由于全球经济继续扩展，而且各国坚定地致力于调整结构和削减成本，很多金融机构和公司过去三年中得以获取巨大利润，甚至是创纪录的利润。因此，这些机构和公司的资产负债表状况大大加强，以至于金融部门和公司部门在出现全系统压力之前可以承受很高程度的金融冲击。全球经济增长很有可能继续下去，通货膨胀仍受到控制，而且金融市场普遍呈良性状态，因此，我们预计全球金融体系的承受力还会进一步加强。如果下文所述各种较为中期的风险中有任何风险变为现实，那么得到加强的承受力将会提供一个重要的缓冲。尽管这个中期风险和脆弱性缓冲可能已经扩大，但风险并未完全消失。

当前对整体风险状况的评估

因此，在短期内，当前稳固的经济增长、低通货膨胀率、低债券收益率、平坦的收益率曲线和幅度很小的信用风险溢价结合在一起，为全球金融体系提供了一个有利的环境。与此同时，由于经济增长和利率的差异对美国有利，进而促进了私人投资者对美元资产的需求，针对全球失衡进行的融资得以顺利进行。

同样的那些良性动因既支持着持续的增长和活跃的金融市场，也导致了更大的全球失衡和债务的积累，尤其是住户部门债务的积累。因此，投资者对资产类别和货币的选择在中期内发生大幅度调整的可能性已经增

加。简而言之，最近的经济和市场动态虽然减少了短期内的风险，但是正在导致未来的潜在脆弱性的不断积累。

然而，评估整体风险状况的经验显示，即使资产价格正在急剧变化，各种抗衡因素也会很快使这些变化缓和下来。本报告介绍了一些可以在压力时期发挥“缓冲”作用的趋势。

寻求收益的趋势

寻求收益的趋势大约出现在两年半之前，当时短期利率很低，收益率曲线相当陡峭，风险溢价很高，从而触发了套利交易的增加。寻求收益的趋势最先采取的形式是赌收益率和信用利差会降低，最近的形式则是使用复杂和杠杆化的金融工具，例如信用衍生工具，进行相对价值交易。

由于套利交易和关于通货膨胀将受遏制的市场预期，债券收益率受到向下压力。此外，养老基金和人寿保险公司这样的机构投资者对长期债券的长期需求比以前增加，从而支持了美国和欧洲的低债券收益率和平坦的收益率曲线。在美国，尽管联邦储备委员会采取了一系列紧缩措施，收益曲线仍然变得更加平坦。各种导致低债券收益率和平坦收益率曲线的因素产生的作用难以准确量化，但是，这些因素的作用很明显。

低债券收益率和平坦的收益率曲线鼓励投资者们脱离信用曲线行事，从而压缩了信用利差，包括新兴债券市场的利差。小幅度的信用利差有助于主权和公司债务人采取广泛的负债管理措施。我们一贯提倡这些措施，将其作为改进这些国家的债务结构，从而减

少其资产负债表脆弱性的重要步骤。此外，低债券收益率导致了低房屋抵押贷款利率，从而有助于维持美国和其他国家的住房市场活动，乃至整个经济活动。

在寻求收益的趋势使新兴债券市场受惠的同时，很多新兴市场国家的基本要素的改善也吸引了投资者的兴趣。具体而言，很多新兴市场国家（即使其中很多国家实行了灵活汇率）经济增长强劲，通货膨胀温和，经常账户和政府财政的表现得到改善，而且积累了大量储备。虽然总债务水平仍然很高，但积极的债务管理减少了外币债务在总债务中所占比重，债务存量的平均期限也有所延长。此外，大多数新兴市场国家都已经为本国的2005年借债需要提前融资，一些国家已开始为2006年提前融资。基本要素的改善和优异的长期风险调整回报率使得养老基金这样的机构投资者放弃了疑虑，做出把资金投资于这类资产的战略决定。成熟信贷市场发生了一系列修正，而且在一些将于2006年面临繁重选举日程的新兴市场国家，政治喧嚣声越来越大，但上述资本流动成为新兴债券市场的一个稳定因素。

低收益率和紧缩的信用利差进而促使投资者们运用复杂和杠杆化的金融工具，例如信用衍生工具和担保债务证券，通过相对价值交易来寻求收益。反映这一趋势的一个现象是信用衍生工具和对冲基金在最近显著增长，因为二者都倾向于积极采用这些投资战略。总的来讲，这些动态是积极的，有助于提高市场效率，增加市场流动性。

可能触发市场修正的因素

由于当前的低债券收益率和紧缩的信用利差，乃至更普遍意义上的低风险溢价，如果基本要素发生恶化和/或投资者的风险承担意愿出于其他原因而减小，金融市场将易

于发生修正。我们将在下面探讨某些可能在今后触发市场修正的风险因素，然后将分析某些据我们认为，在金融市场中形成自我稳定因素的趋势。

就信用周期而言，金融市场面临的最重要问题是，当前的全球经济扩展将持续到何种程度。原油价格在最近上升到创纪录高度，从而导致债券收益率和股票市场指数的降低，其中的部分原因是，人们预期高油价将使经济增长速度放慢。如果增长速度仅仅是温和放慢，债券收益率将保持在低水平上，收益率曲线也仍将平坦，寻求收益的趋势将继续下去，从而支持普遍呈良性的金融市场。然而，如果经济增长速度的放慢比较急剧，资产负债表状况将开始再度恶化。但是，即使在这个“最坏情况”下，上文所述金融缓冲将支撑全球金融体系，使其承受力能够以渐进的方式减少。

在增长前景问题上，一项有关的工作是评估我们正处在信用周期的哪一阶段。而在进行这项评估时，将进而确定当前的紧缩信用利差是否可能发生修正，以及如果发生，将修正到何种程度。尽管当前的信用质量指标非常好，债务违约率和贷款拖欠率很低，银行的贷款损失准备金水平也很低，但是，信用周期可能即将达到峰顶。公司收入在经过前几年的快速增长之后很可能放慢增长速度。低于投资级的债务人的违约率可能上升，其部分原因在于前几年的高收益债券发行潮。公司杠杆程度的上升，无论是通过较高的股息支付、股份回购计划，还是更为活跃的合并和收购活动，都会削弱今后的信用质量。美国的信用曲线反映了市场对信用在中期内恶化的担心，已经变得比较陡峭：期限较长的公司信贷利差有所上升，而期限较短的信贷的利差则基本保持在年初的低水平上。

在收益曲线平坦的环境中，如果传统的套利交易范围缩小，银行和其他金融机构的

收入前景往往会恶化。与此同时，鉴于大多数贷款机构的准备金与贷款比率在当前都很低，通过释放准备金来增加收入的过程已行将结束。股票市场已经料到这一趋势；在各个主要股票市场，银行股在今年的表现迄今为止稍逊于市场指数。总而言之，公司信用质量如果缓慢但是持续地下降，会导致信用利差的扩大，从而引起市场修正，并使那些暴露于大量信用风险的投资者蒙受损失。

虽然以上所述都千真万确，但需要正确地看待这些风险。各公司可以凭借雄厚的财务实力来应付最终出现的周期性挑战，它们在当前具备相当健全和流动性强的资产负债表状况，这可以发挥延迟引信的作用，使信用的全面下降晚些到来。市场参与者们把个别的信用事件，例如通用汽车公司和福特汽车公司的信用降级，视为特殊事件，而不是将其看作普遍趋势。因此，信用利差也许而且很可能出现修正，但同样可能只是逐渐地和温和地从当前紧缩的水平上升。此外，一些成熟市场的公司部门不再占用信贷，而是成为按净额计算的净投资者。如果这个趋势持续下去，一些公司将越来越多地暴露于和传统机构投资者所面临的同样类型的金融风险。

与信用利差急剧扩大的风险相比，信用衍生工具和担保债务证券市场发生修正的可能性较大。这些复杂和杠杆化的金融工具被用来进行相对价值交易，而这种交易一般是拥挤的交易（即很多投资者采用相似策略的交易）。此外，这些金融工具在定价时所依据的模型和违约关联假设相对而言没有经过很多检验。因此，信用衍生工具和担保债务证券在修正之下颇为脆弱，而流动性的中断会使修正恶化，情形将与2005年5月通用汽车公司和福特汽车公司的信用降级所触发的市场混乱和损失相似。

与公司部门形成鲜明对照的是，住户部

门已成为资金净借入者，在美国尤其如此，积累的债务达到创纪录水平。同样，其他一些国家的住户部门的负债程度也有所上升。然而，由于资产价格上升，主要是住房市场价格的上升，住户部门的净值也已上升。总的来看，这些发展使得住户越来越暴露于资产市场的表现所构成的风险。

最可能出现的情况是，资产价格大幅度下降，从而破坏消费者的信心并减少个人消费。然而，住户部门和公司部门一样，其积累增长的净值也可以成为一个延迟引信，缓和任何不利事态的发展可能造成的影响。当前有迹象显示，住户部门的信用周期也即将达到峰顶。在英国，个人债务拖欠率已经从极低的水平上升，据报道，该国某些银行已开始增加准备金。在美国，有的房屋抵押贷款在设计上尽量减少头几年的利息支付，把债务偿还负担推迟到今后，此外，信用标准也有所放宽，这两个因素吸引了边缘的购屋者。美国的监管机构对这些趋势表示了合理的担心，在可以预见的将来必须不断监测这些趋势。

最近，有利于美国经济增长和利率差异促成了向美国的私人资本流动，这些流动超过了为美国经常账户赤字融资所需数额，同时支持了美元。同样，日益严重的全球失衡证明是一个中期问题，在短期内，具有深度和流动性很强的美国市场以及上述各种基本要素看来足以吸引必要的资本流入。换言之，由于投资者现在具有为全球失衡提供平稳融资的意愿，决策者采取纠正行动的紧迫感有所降低，而在今后某个时刻出现“突然反弹”（即急剧地进行脱离美元资产的资产再分配）的可能性则会增加。出现这种突然反弹的概率不高，至少在近期内如此。但是，反弹会引起高昂的代价，使美元汇率急剧下跌和美元利率急剧上扬，从而导致金融市场的混乱，抑制全球经济增长。

总而言之，尽管近期的前景有利，但金融市场在中期内发生急剧修正的可能性越来越大，因此更有必要着手解决全球失衡问题并遏制其他风险因素，例如保护主义趋势和/或“新兴市场”的“事件风险”。

可以加强金融稳定的趋势

除了上文所述各种周期性较强的因素外，还有两个显露出来的趋势，可随着时间的推移帮助加强金融稳定，特别要防范资本流动突然中断和不分青红皂白地出现逆转的风险。

- 由于人口的变化和随后推行的养老金改革，像养老基金和人寿保险公司这样的机构投资者与较为偏重短期投资的投资者相比，规模和重要性都有所增加。这些长期机构投资者需要使自己的资产与长期负债相配，因此，其相应的资产负债管理方式显示出对战略性资产分配的坚定承诺；这样的分配主要是以长期的基本要素为指导，不为市场中的日常喧嚣所左右。这类投资者通常很庞大，无疑可以左右市场，特别是狭小的市场。此外，机构投资者通常很少进行资产再分配，而且即使进行这种再分配，也是非常慎重，循序渐进。简而言之，这类投资者管理下的资产出现的迅速增长可能将起到稳定金融市场的作用。
- 金融市场上透明度和披露程度的大大提高，包括新兴市场债务人采取的这些措施，再加上经验丰富得多的投资者基础，可以降低发生感染风险的可能性，至少是降低发生几年前的那种“下意识”感染的风险。具体的信用事件或具体的国家问题还会发生，但从市场最近对这类事件做出的反应来看，有理由预期，在可以预见的将来，这些事件将被视为

具体事件，而不是普遍趋势，因此，市场波动性将进一步受到遏制。

减轻风险的政策措施

正如上面解释的那样，由于坚实的经济增长和有利的金融条件，全球金融稳定的短期前景非常有利。这一良性评估的依据还包括金融市场内的传统抗衡因素，以及上文所述某些最近出现的趋势。与任何时候一样，每个市场参与者不断进行的风险管理和审慎监督是最重要的防御措施。

对于使用信用衍生工具和担保债务证券进行的相对价值交易所构成的风险，金融监督部门必须保证使受监管的机构保持可靠的交易对手之风险管理，其重要目的之一是遏制一旦发生的市场修正所产生的溢出效应。考虑到这些金融交易和金融工具的复杂性，监管部门应在必要时提升自己的技能，以便能够切实履行自己的监督职责。

在这方面，我们欢迎交易对手风险管理政策问题第二小组最新发表的报告，该报告从私人部门的角度出发强调了交易对手风险和其他风险，并呼吁各金融机构采取行动来克服这些风险。¹

金融监督机构还需要保证使贷款机构不放宽信用标准，因为这些标准的放宽会导致今后出现不良贷款。金融监督机构已经开始针对住户负债采取这样的措施。

更为普遍地讲，某些货币当局正面临的一个挑战是：逐渐取消货币刺激措施，以遏制过度的风险行为，同时又不抑制金融市场或整个经济。美国联邦储备委员会的“慎重

1. 参见Counterparty Risk Management Policy Group II, 2005年, “*Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective*”, 7月27日, 载于以下网页:
<http://www.crmgroup.org/docs/crmgroup-II.pdf>.

从事”紧缩措施计划看来已正确地平衡兼顾了这方面的关系，应该继续实行。

在中期内，各主要国家必须协同努力来消除日益严重的全球失衡引起的风险，其中每个国家都应实行适合本国具体情况的政策。正如基金组织的各期《世界经济展望》报告所解释的那样，这些政策措施包括努力增加美国的政府和私人国民储蓄，采取结构性改革措施和辅助措施来提高欧洲和日本趋势增长率，并由许多亚洲国家推行金融部门改革和增加汇率灵活性。如果在推行这些相辅相成的政策措施方面取得进展，将大大有助于保持投资者、企业和消费者的信心，而当前良性的经济和金融动态格局正是以这种信心为基础。在这方面，中国和马来西亚最近采取的取消钉住汇率制度的措施值得欢迎，是朝着正确方向采取的步骤。

过去两三年来，各个新兴市场国家从良性的金融市场得到很大益处。这些国家不仅应该继续利用当前有利的环境来进一步采取负债管理行动，包括债务回购，而且更重要的是，应该巩固自己的宏观经济表现，坚持结构改革。

全球资产配置框架

上文已经提到，全球资产分配的动力不仅来自周期性考虑因素，而且来自金融市场的长期变化。本文第三章深入研究了某些促成这一过程的结构趋势，并分析了这些趋势对于基金组织的多边监督工作的意义。

非银行机构投资者持有的全球金融资产过去10年来增加了一倍以上，在过去15年中则增加了两倍以上，现已达45 000亿美元（此数字仅含经合组织成员国），而且预计将继续快速增长。人口趋势使得养老金改革势在必行，这些改革预计将产生更多和更大型的“资产收集者”。除了美国和英国，很多

成熟市场和新兴市场国家的投资基金业（包括共同基金、对冲基金等等）都不那么发达，在今后很可能出现扩展。因此，像养老基金、保险公司和投资基金这样的机构投资者所管理的金融资产数额将继续增长。以前各期《全球金融稳定报告》均详细探讨了这一问题：过去一二十年中，各种非银行部门是如何承担了很多以前是由银行部门承担的信用风险。这些比较新的动态使得养老基金和保险公司这样的机构越来越置身于金融体系的中心。实际上，当今如果不了解非银行投资决策中的错综复杂因素和这些决定的动机，就几乎无法在各金融市场普遍开展多边监督工作。

对于资金在资产类别之间和国家之间的流动，以及对于资产价格，这些机构投资者所作资产分配决定发生的变化正产生着日益重要的影响。在一个越来越全球化的金融体系中，机构投资者和个人投资者都将寻求最大限度地增加风险调整回报，为此，它们使自己所持资产多样化，改为持有各种互不相关的资产。在这个过程中，由于各基金规模都很庞大，其资产分配发生的变化即使相对而言很小，也会使全球金融稳定受到影响，例如对新兴市场国家的对外融资成本产生巨大影响。

各监督部门为了监测和保障全球金融稳定，必须理解和预先准备应付不断变化的全球资产分配所产生的系统性影响。监督部门需要认真思考过去10年中发生的种种变化。更为重要的是，私人资本流动很可能将在今后产生更大的影响。各新兴市场国家将逐渐成熟起来和开放其资本账户，使得金融市场的一体化随之加剧，并使这些国家的金融部门越来越激烈地争夺全球各地的资本，同时日益向这些资本开放和接受这些资本的流动。

第三章在一些小单元中解释了全球资产

分配过程及其各个层面。这些单元探讨了各主要机构投资者发挥的作用、这些投资者的决策过程和影响这些过程的因素。它们较为详细地分析了投资基金业最近的发展和今后的趋势，本地偏好的变化及其对国际资产组合多样化和资本流动产生的影响，以及会计标准对机构投资者行为产生的影响。

这些单元显示，机构投资者，例如养老基金和人寿保险公司，正越来越多地根据自己的长期负债结构来决定投资态势。这方面的部分原因是监管和会计方面的变化。由此导致了投资行为的多元化，养老基金和人寿保险公司（它们采取长期方针，不同于对冲基金这样的短期投资者）的重要性也与日俱增，这些情况促进了金融稳定。因此，金融监管部门在考虑改变监管和会计规定时应该注意保护这样的多元化，并保护各重要机构投资者面向长期的特点。

新兴市场国家的长期债券市场

本文第四章是以《全球金融稳定报告》此前就新兴市场国家公司融资问题进行的分析工作为基础的进一步分析。大多数新兴市场国家是通过本国的银行系统向公司部门提供国内信贷。在一些这样的国家，公司部门无法按较长期限和适度的利率借取这些银行信贷，如果有关国家刚刚经历了高通货膨胀时期，借取这样信贷尤其困难。在这样的情况下，各公司通常利用国际金融市场来获得长期融资，因此暴露于外汇风险。

基金组织最近分析了使用资产负债表方式来查明新兴市场国家所具脆弱性的方法，这项分析工作突出表明了公司部门的脆弱性以及该部门与其他部门和市场之间的联系的

重要意义。在这方面，2005年4月一期的《全球金融稳定报告》显示了为公司部门融资找到其他来源的重要性，因为这样做既可为经济增长提供融资，也可减少资产负债表的脆弱性。第四章继续了这方面的工作，集中讨论了新兴市场国家内公司债券市场的发展。该章重点介绍了成熟市场以及少数几个新兴市场的经验教训，这几个新兴市场或是拥有大规模的公司债券市场，或是其公司债券市场在最近几年来迅速增长。

对于市场建设问题，如果要形成一个欣欣向荣的公司债券市场，需要具备若干条件：

- 第一，一个国家应该有足够的宏观经济稳定，以此作为市场通货膨胀预期的支点，并使债券收益率低到足以导致借债的水平。
- 第二，供求因素必须有利于公司债券的运用。为了产生对公司债券和其他信贷产品的需求，必须发展本地机构投资者，例如养老基金、保险公司和共同基金。必须使本地公司意识到能够利用银行以外的其他资金来源的好处。
- 第三，需要建设一个适当的法律和监管环境，用以支持本地经济中的信用文化。
- 第四，也是非常重要的一点，需要建设初级和二级公司债券市场的基础结构。

就金融稳定方面的考虑因素而言，本地公司债券市场可帮助减少公司资产负债表中的期限不匹配和货币不匹配情况，从而尽量减少公司在国际资本市场面前的脆弱性，并减少其在本国银行缩减放贷活动时的脆弱性。然而，监管部门需要时刻监测迅速增长的公司债券市场，以预防能够导致市场修正和混乱的坏账积累风险。

我们在2005年4月期的《全球金融稳定报告》中指出，金融形势相当好，风险主要集中在负面。之后，金融市场上的一些变化在一定程度上降低了风险，至少从短期看是这样。然而，一些支撑金融市场繁荣的因素同时也造成了更大的全球性失衡以及更高水平的债务，因此孕育了潜在的未来脆弱性。

在过去6个月间，金融形势仍然总体看好，但一些市场动向与市场参与者的共识预期不尽相同。

首先，长期利率并没有像一些投资者预期的那样出现上升，而是停留在温和的水平上，所以全球收益曲线显得更加平缓。这种情况反映了一些周期性因素（例如市场参与者预期的全球增长和通胀似乎更为温和）和结构性因素（例如养老基金和寿险公司的长期投资都转向了长期债券）。由于实际和名义利率仍然处于低位，仍然充裕的全球流动性继续驱动着对收益率的追逐，从而将信用利差，包括新兴债券市场上的利差，降低到了一个较低的水平。

其次，低债券收益率、平直的收益曲线以及微小的信用利差造成市场参与者通过“相对价值”套利交易和复杂的金融衍生产品（如信用衍生产品）中包含的杠杆机制来寻求回报。2005年5月，在公司信用市场上的预期违约相关关系断裂之后，一些对冲基金在这些交易上发生了亏损，这些衍生产品中包含的风险露出水面。由于这些亏损很大程度上只是限于涉足交易的那些对冲基金，亏损的发生也许可以提醒市场参与者不要过于自信，同时加强对手方风险管理。从另一角度看，这种事件的发生也有助于加强金融稳定。尽管如此，这些市场发生调整的风险

很有可能会再次浮出水面，因此，市场参与者和监管机构都应提高警惕。

第三，由于市场参与者只看重有利于美国的经济增长差异和利差，而不是其越来越大的经常账户逆差，在2005年上半年，美元出现升值。迄今为止，资金流入一直很充分，所以逆差并没有带来资金问题，尽管越来越突出的全球性失衡使中期脆弱性问题变得越来越严重。

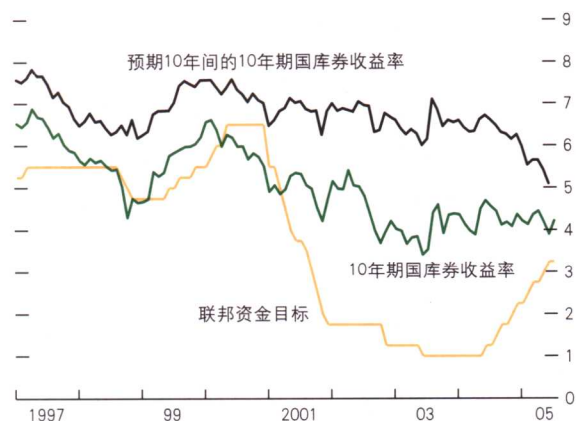
我们也许到达了信用周期的顶峰，公司都在以各种方式扩大其资产负债表的杠杆率。从抵押贷款看，为了吸引边缘借款人，贷款标准有所放松，因此，债务水平不断上升，这种情况在美国尤为明显。尽管这样，健康并且具有高度流动性的公司资产负债表以及住户部门净财富的累计增加很可能会推迟信用质量的普遍恶化。新兴市场仍然特别具有弹性，反映了充裕的全球流动性以及基本面正在得到不断改善的事实；同时，投资者基础也在不断成熟和扩大。尽管风险已显露出来（包括2006年密集的选举安排），但是，由于提前的外部融资使得新兴市场有着很好的防范，有些国家甚至已为2006年做好了提前融资，还有一些国家通过持有庞大的国际储备做好了自我保险。

针对上述背景，本章把重点放在了三个关键主题上：

- 造成长期债务利率较低、收益曲线变平、股权盈利收益率较高以及美元走挺的一些周期性因素和结构性趋势；
- 上述情况对不断追逐收益率以及信用和抵押贷款市场上杠杆机制的影响，以及随着信用周期似乎已到达顶峰，可能出现的诱发市场调整的事件；

图 2.1. 美国收益率

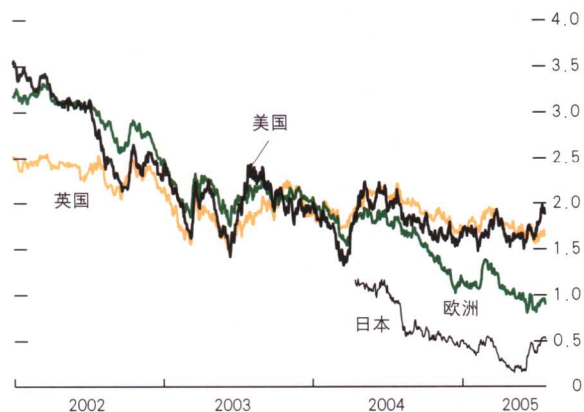
(百分比)



资料来源：Bloomberg L.P. 和JP摩根大通公司。

图 2.2. 与通胀指数挂钩的债券收益率

(百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.。

- 新兴市场的风险抵御能力由于资产类别的成熟越来越强，而且对收益率的追逐也延伸到当地市场。

本章还考察主要成熟经济体一些关键部门资产负债表近来出现的一些改善。本章将采用市场和信用风险指标以及金融强度指标对成熟和新兴市场中的银行和保险业的风险抵御能力进行重点分析。

低债券收益率、高股权盈利收益率及回升的美元

低债券收益率和平直的收益曲线

追逐收益率仍然是金融市场上的主旋律。这种情形有几方面影响，包括缩小信用利差，把重点放在采用杠杆信用衍生产品的相对价值交易上，以及对其他投资产品的需求越来越大。维持收益率追逐的一个重要因素是长期债券收益率较低。尽管一些主要经济体的货币政策利率已有所提高，但是，长期债券收益率却在下降，造成各成熟市场上的收益曲线都十分平直。此外，对长期债券收益率的长期预期也在下降（见图2.1）。本节将考察导致长期债券收益率下降和收益曲线平直的一些周期性和结构性因素，包括全球储蓄和投资的动向、货币政策的影响、对通胀的看法、其他期限溢价以及资产配置过程的影响。

按一些标准的指标看，长期政府债券收益率在过去几年里一直处于令人惊讶的低位：

- 相对于历史水平来说，实际债券收益率处于低位。全球实际收益率自2000年股市泡沫破灭之后应声下跌，自与通胀挂钩的债券出台以来，实际收益率已接近最低点（见图2.2）。欧元区与通胀挂钩的债券的实际收益率已从2000年底的约