

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

旧风险 新挑战

2013年4月



中国金融出版社 国际货币基金组织

014023706

F831.5
30
V1 2013

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

旧风险 新挑战

2013年4月

作者 国际货币基金组织
译者 王慧荣 柯莉萍



F831.5
30
V1
2013



北航

01709567

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 (April 2013 issue)

Copyright©2013

International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2013年4月)

英文版权©2013

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:王慧荣

责任校对:刘明

责任印制:程颖

图书在版编目(CIP)数据

全球金融稳定报告:旧风险 新挑战. 2013年4月/国际货币基金组织编;王慧荣,柯莉萍译. —北京:中国金融出版社, 2013.12
(世界经济与金融概览)
ISBN 978-7-5049-7148-7

I. ①全… II. ①国… III. ①金融市场—研究报告—世界—2013 IV. ①F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 236040 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 276 千

版次 2013 年 12 月第 1 版

印次 2013 年 12 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978-7-5049-7148-7/F.6708

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。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国际货币基金组织成员国经济的持续增长。自2012年10月期《全球金融稳定报告》(GFSR)发布以来,金融稳定风险减低,为实体经济提供了支持,促使了风险资产的反弹。这些有利的条件反映了更深层次的政策承诺、更新的货币刺激和持续的流动性支持。由于金融机构和非金融机构继续修复资产负债表和解除债务负担,本期报告分析了它们面临的主要挑战。本期报告同样对主权信用违约掉期市场进行了深入的剖析,以确定其有用性和对过度投机的易感性。最后,本期报告检验了非常规货币政策(MP-plus)的问题及其潜在副作用,并建议在必要时采取宏观审慎政策,以降低脆弱性;并允许各国当局继续使用MP-plus政策支持经济增长和维护金融稳定。

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:Ali Al-Eyd, Sergei Antoshin, Serkan Arslanalp, Craig Botham, Jorge A. Chan-Lau, Yingyuan Chen, Ken Chikada, Julian Chow, Nehad Chowdhury, Sean Craig, Reinout De Bock, Jennifer Elliott, Michaela Erbenova, Jeanne Gobat, Brenda González-Hermosillo, Dale Gray, Sanjay Hazarika, Heiko Hesse, Changchun Hua, Anna Ilyina, Tommaso Mancini-Griffoli, S. Erik Oppers, Bradley Jones, Marcel Kasumovich, William Kerry, John Kiff, Frederic Lambert, Rebecca McCaughrin, Peter Lindner, André Meier, Paul Mills, Nada Oulidi, Hiroko Oura, Evan Papageorgiou, Vladimir Pillionca, Jaume Puig, Jochen Schmittmann, Miguel Segoviano, Jongsoon Shin, Stephen Smith, Nobuyasu Sugimoto, Narayan Suryakumar, Takahiro Tsuda, Kenichi Ueda, Nico Valckx和Chris Walker。Martin Edmonds, Mustafa Jamal, Oksana Khadarina和Yoon Sook Kim提供了分析支持。Gerald Gloria, Nirmaleen Jayawardane, Juan Rigat, Adriana Rota和Ramanjeet Singh负责文字处理工作。Eugenio Cerutti, Ali Sharifkhani和Hui Tong提供了数据库和编程支持。对外关系部的Joanne Johnson和Gregg Forte编辑了文本,协调了出版工作。

本期报告部分内容基于与众多银行、清算机构、证券公司、资产管理公司、对冲基金、标准制定机构、财经顾问、养老金基金、中央银行、各国财政部以及学术研究人员的一系列讨论。本期报告反映的是2013年4月2日之前掌握的信息。

本报告还得益于国际货币基金组织其他部门的工作人员所提出的意见和建议,以及各位执行董事在2013年4月1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系参与撰稿的工作人员完成,其观点不代表执行董事、其国家当局或国际货币基金组织的观点。

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。

地图上显示的边界、颜色、名称和其他信息并不意味着国际货币基金组织对任何地区的法律地位的判断或对任何这些疆界的认可或接受。

第一章：重大风险有所降低：需采取行动巩固金融稳定

在过去的6个月里，全球金融状况和市场形势显著改善，为经济增长提供了额外支持，并促使风险资产大幅度反弹。这些有利条件是更深层次的政策承诺、新一轮货币刺激政策，以及持续的流动性支持共同作用的结果。这些行动降低了尾部风险、增强了信心，并改善了经济前景。然而，由于全球经济形势依然不振，只有采取进一步的政策行动，解决那些威胁稳定的风险隐患，并促进经济持续复苏，金融状况的向好趋势才有可能持续。持续的复苏需要金融部门进一步修复资产负债表，以及公共和私人部门的债务积压问题得到顺利解决。如果在解决这些中期挑战方面进展迟缓，风险可能会重新出现。全球金融危机有可能会延宕许久，导致金融形势恶化和金融不稳定反复重现。

欧元区危机：重大风险已经降低，但仍任重道远

在欧元区，近期的重大稳定性风险显著减小。主权、银行和公司债务市场的融资条件均有所改善。尽管取得了这些改善，但欧元区边缘国家的许多银行仍面临融资成本居高不下、资产质量恶化和利润微薄等挑战。由于银行的资产负债表修复工作进展不均衡，一些经济体的信贷传导仍然不畅，同时，欧元区核心国家和边缘国家之间仍存在市场分割。边缘国家的公司受到不健康的银行资产负债、不利周期性因素的直接影响，许多

国家的企业还受到自身债务积压的影响。本期报告分析表明，欧元区边缘国家上市公司的债务积压规模相当大，占到债务总额的五分之一。为了降低企业部门所需去杠杆化的程度，关键是要继续减轻市场分割程度、降低融资成本，以及推行目前的旨在提高生产力的结构性改革计划。此外，为了减少债务负担，可能需结合采取出售资产或削减红利和投资的措施。

银行业挑战：去杠杆化、商业模式和稳健方面的挑战

先进经济体的银行采取了调整资产负债表的重大举措，但进展一直不均衡，因为各国的银行系统处在不同的修复阶段。在美国，此过程已基本完成，但是，一些欧洲银行仍需进一步努力。尤其是，欧元区边缘国家的银行面临严峻挑战，其支持经济复苏的能力也受到影响。欧洲其他银行的资产负债表压力也太严重，但是，去风险和去杠杆化的过程仍未完成。对于新兴市场经济体的银行而言，主要挑战是继续支持经济增长，同时防止国内脆弱性因素的增加。新的市场和监管环境也迫使全球范围内的银行调整其经营模式，变得更小、更简单和更加注重国内市场。

宽松货币政策带来的稳定性风险上升

先进经济体继续通过非常规货币政策为总需求提供必要的支持。这些政策正在产生预想的效果，即大量私人投资组合转向风险较高的资产。然而，长期实行特别宽松的货币政策可能会将投

投资组合调整行为和风险情绪推到一个能产生严重不良副作用的程度。尽管非常规政策的净收益在今天看来仍然十分可观，但是，必须密切监测和控制其副作用。特别值得关注的是信用风险错误定价的可能性，实力较弱的养老基金和保险公司持有头寸的风险上升，流动性风险上升（那些已进入较高恢复阶段的国家尤其如此）。在美国，公司杠杆率正在上升，已走过一个典型周期约三分之一的路程。其他溢出效应包括：过多的资本流入新兴市场经济体——这些经济体的公司总体来说具有良好的财务状况，由于借款成本低，它们正在增加债务持有，外汇风险暴露也在增大。更广泛地说，新兴市场经济体良好的筹资环境可能会滋生自满情绪，从而忽视国内金融稳定面临的日益增加的挑战。资产价格尚未达到非常高的水平（少数热点经济体除外），但是，就各种资产类别而言，包括新兴市场经济体的资产，它们对全球利率提高和市场波动的敏感性已经增加。长时间持续实行宽松的货币政策将增加经济体面对利率上升时的脆弱性和敏感性。

重振监管改革议程

虽然各方在改善全球层面和国家层面的金融部门的监管方面已经做了大量工作，但是，改革进程尚未完成。银行部门仍在修复过程之中，改革步伐已适当放缓，为的是避免银行在恢复期间在向经济体提供贷款时力所不逮。但是，改革进程的步伐迟缓也反映了在就未来所需关键改革达成一致方面阻力重重，因为各方担心银行会遇到更多的结构性挑战。

改革议程的迟误不仅是持续脆弱性的一个源头，也是监管不确定性的一个源头，而不确定性会伤害银行的放贷意愿。鉴于各国采取行动的强烈愿望，所以改革议程的迟误会导致各国越来越多地采取非协调的举措，来直接限制各自管辖区的银行活动。这类举措与协调制定最低全球标

准的努力背道而驰，可能会妨碍而不是辅助 20 国集团改革议程的有效性。

因此，政策制定者必须采取果断行动，重组脆弱的银行，并鼓励新增资本和流动性缓冲，这些都是实施《巴塞尔协议Ⅲ》规则的国际统一行动的一部分。银行改进财务报告和信息披露对于提高透明度以及对风险加权资产进行审慎的、一致的估值是不可或缺的。加强披露将有助于强化市场纪律，并恢复对银行的信心。还需建立有效的破产解决制度，从而让那些不能生存的银行有序退出，包括制定对濒临倒闭跨境银行进行清盘的有效跨国协议。最后，在“太大而不能倒闭”问题、场外衍生工具改革、会计做法趋同和影子银行监管方面还需做进一步的工作。现在，我们需在全球和国家层面作出新的完成改革议程的政治承诺。此承诺对于最大限度地降低监管不确定性和监管套利以及降低金融市场分割是至关重要的。如果在开展国际合作和实行全面的银行重组方面紧迫性不足，薄弱的银行资产负债表将继续阻碍全球恢复，继续对全球稳定构成风险。

保护金融市场稳定和恢复所需的政策

需采取进一步的政策行动，解决私人和公共部门资产负债表的薄弱环节，改善信贷流动以支持经济复苏，以及加强全球金融体系。这些行动应继续得到宽松货币政策的支持。

在欧元区，重点工作是修复银行的资产负债表以及采取举措，建设一个更有力的欧盟范围内的金融监管框架。

- 需改善银行的资产负债表和业务模式，以增强投资者的信心，降低市场分割程度，增加对有偿付能力的中小企业的信贷供给。银行增加披露以及对资产质量进行选择性的检查有助于恢复对银行资产负债表的信心和强化市场约束。
- 为巩固欧元区的金融稳定和持续进行危机管

理，需在实现有效的单一监督机制和完成银行联盟方面取得迅速和持续的进展。在单一监督机制生效的大致同一时间，单一决议机制也应能启用。同时还应就建立单一破产解决当局、共同存款担保计划和共同后备支持制定一个有明确时限的路线图。应迅速落实关于在欧盟层面协调资本要求、破产解决做法、共同存款担保计划以及保险监管框架的建议。还应制定欧洲稳定机制为银行直接注资的方法和治理安排。

- 塞浦路斯问题凸显了完成整个欧元区改革的紧迫性，只有加快改革，才能扭转金融分割的情况，才能进一步增强市场的危机抵御能力。

在全球层面，须保持警惕，确保宽松的货币政策以及长期实行低利率不会产生新的信贷过度。对于美国而言，这一点尤为重要。应加强金融监督以限制金融过度行为，而且监管需在此周期中发挥更加积极的作用，无论是在宏观层面还是微观审慎层面。抑制杠杆过快上升，并鼓励执行审慎的贷款标准将仍是主要目标。

在新兴市场经济体，决策者必须警惕跨境资本流动增加和国内金融脆弱性不断上升所带来的风险。

总之，这些政策将巩固近期在金融稳定方面取得的进展，加强全球金融体系，并支持经济前景持续改善。

第二章：主权信用违约掉期新观

关于主权信用违约掉期（SCDS）市场有实用性的讨论因欧元区最近一轮的主权危机而进一步升级。第二章仔细考察了 SCDS 市场是否是主权信用风险的良好市场指标，它们是否为套期保值者提供了有效保护；或者说，它们是否容易产生过度投机，从而导致主权融资成本提高和金融不

稳定。本章的结论是，许多负面看法是没有依据的。SCDS 和主权债券市场在反映经济基本面和市场因素方面的作用相似。相比政府债券市场，在经济存在压力期间，SCDS 市场往往能更迅速地传达新信息（尽管在其他时期不然）；但是，SCDS 市场的波动性似乎并不比其他金融市场更大。尽管在最新一轮的压力期间，一些欧元区的 SCDS 市场发生了“矫枉过正”，但是，没有证据表明一国 SCDS 利差“过度”上升会导致较高的主权融资成本。SCDS 市场是否比其他市场更具传染性的问题难以回答，因为如今的主权和金融机构相互关联性更强，因此，不易将 SCDS 的内嵌风险与金融体系中的风险隔离开来。

本章的研究结果不支持欧盟 2012 年 11 月开始生效的“无抵补”SCDS 保护购买的禁令。场外衍生工具改革（要求改善披露，鼓励中央结算，并要求出具适当抵押品）的相关政策倡议应有助于消除人们对这些衍生工具市场可能会产生溢出和蔓延效应的担忧。

第三章：中央银行自危机以来采取的政策给金融稳定带来风险了吗？

第三章又回到非常规货币政策的问题，进一步深入分析其可能产生的副作用。本章探讨了四个央行（美联储、英格兰银行、欧洲央行和日本央行）采取的政策，包括长时间实行的低实际政策利率和一系列非常规措施（包括资产购买）。在本章，这些政策被称为“MP-plus”，它们似乎减少了银行部门的脆弱性，并在短期内有助于金融稳定，这与央行的意图是一致的。迄今为止，央行对特定资产市场的干预尚未对市场流动性产生不利影响。MP-plus 政策改善了银行稳健性的一些指标，尽管有证据表明一些银行不愿意清理资产负债表。虽然 MP-plus 政策给银行体系带来的潜在风险到目前为止相对温和，政策制定

者应该警惕风险转移到金融体系其他部分，如影子银行、养老基金、保险公司的可能性——部分原因是银行的监管压力的上升。政策制定者应该使用有针对性的微观和宏观审慎政策，减轻新出现的脆弱性（第一章所确定的）——随着 MP-

plus 政策的使用时期延长，这些脆弱性可能增加。应根据需要以谨慎的方式实施宏观审慎政策，从而使得央行能在保护金融稳定性的同时，继续使用 MP-plus 政策支持价格稳定和经济增长。

展望未来，以时承自计，中央中，章三第

一、金融体系的风险转移和监管压力上升。随着 MP-plus 政策的使用，影子银行、养老基金和保险公司的脆弱性可能增加。政策制定者应使用有针对性的微观和宏观审慎政策，以减轻新出现的脆弱性。随着 MP-plus 政策的使用，影子银行、养老基金和保险公司的脆弱性可能增加。政策制定者应使用有针对性的微观和宏观审慎政策，以减轻新出现的脆弱性。

二、金融体系的风险转移和监管压力上升。随着 MP-plus 政策的使用，影子银行、养老基金和保险公司的脆弱性可能增加。政策制定者应使用有针对性的微观和宏观审慎政策，以减轻新出现的脆弱性。

三、金融体系的风险转移和监管压力上升。随着 MP-plus 政策的使用，影子银行、养老基金和保险公司的脆弱性可能增加。政策制定者应使用有针对性的微观和宏观审慎政策，以减轻新出现的脆弱性。

四、金融体系的风险转移和监管压力上升。随着 MP-plus 政策的使用，影子银行、养老基金和保险公司的脆弱性可能增加。政策制定者应使用有针对性的微观和宏观审慎政策，以减轻新出现的脆弱性。

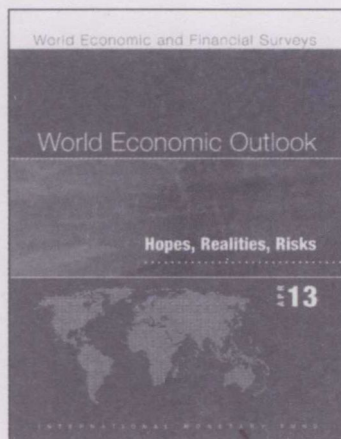
五、金融体系的风险转移和监管压力上升。随着 MP-plus 政策的使用，影子银行、养老基金和保险公司的脆弱性可能增加。政策制定者应使用有针对性的微观和宏观审慎政策，以减轻新出现的脆弱性。

六、金融体系的风险转移和监管压力上升。随着 MP-plus 政策的使用，影子银行、养老基金和保险公司的脆弱性可能增加。政策制定者应使用有针对性的微观和宏观审慎政策，以减轻新出现的脆弱性。

Expand your global expertise. Visit the IMF Bookstore.

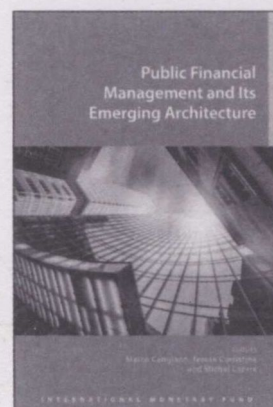
World Economic Outlook

The *World Economic Outlook*, packed with country-specific facts, figures, and worldwide projections, presents the outlook for growth, inflation, trade, and other economic developments in a clear, practical format.



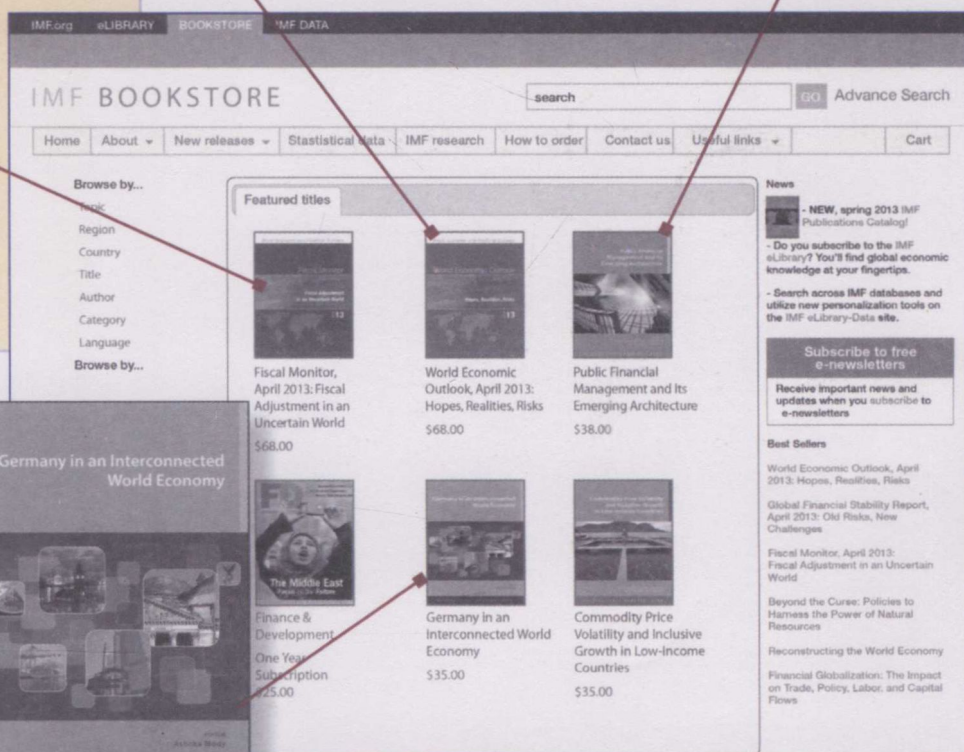
Public Financial Management and Its Emerging Architecture

Not merely a handbook describing practices in the field, this book takes stock of the most important innovations that have emerged over the past two decades, including fiscal responsibility legislation, risk management techniques, performance budgeting, and accrual accounting and reporting.



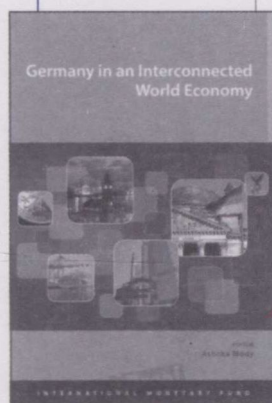
Fiscal Monitor

The *Fiscal Monitor*, published twice a year, surveys and analyzes developments in public finance, updates medium-term fiscal projections, and assesses policies to put public finances on a sustainable footing. The *Monitor's* projections are based on the same database used for the *World Economic Outlook*.



Germany in an Interconnected World Economy

This title focuses on the possible economic role of Germany and looks at the effects of a German fiscal stimulus on the heavily indebted euro area periphery countries. It finds that Germany itself faces a growth challenge and that more rapid growth to domestic demand will more powerfully stimulate European economic growth.



Order Now: Visit the IMF Bookstore today and browse to find the latest reports, publications, and data.

目 录

前言	ix
概要	xi
第一章 重大风险有所降低：需采取行动巩固金融稳定	1
全球金融稳定评估	1
欧元区危机：重大风险已降低，但仍任重道远	6
银行业挑战：去杠杆化、商业模式和稳健方面的挑战	16
宽松货币政策带来的稳定性风险上升	26
新兴市场经济体：低利率的好运抑或未来的困境	34
保护金融市场稳定和恢复所需的政策	46
附录 1.1. 欧洲企业债务可持续性	50
附录 1.2. 欧洲银行去杠杆化计划：迄今为止取得的进展	55
参考文献	59
第二章 主权信用违约掉期新观	61
概述	61
CDS 市场综述：SCDS 崛起	62
SCDS 利差的驱动因素及其与其他市场的关联	66
SCDS 管制和政策措施对金融稳定的影响	76
结论和政策建议	82
附录 2.1. 主权信用违约掉期入门	84
附录 2.2. 技术背景：SCDS 利差和债券利差的决定因素	88
参考文献	96
第三章 中央银行自危机以来采取的政策给金融稳定带来风险了吗？	99
概述	99
MP-plus 概览	101
MP-plus 的市场效应	106
MP-plus 对金融机构的影响	112
结论和政策建议	119
附录 3.1. 2007 年起中央银行发布的主要 MP-plus 政策	123
附录 3.2. 面板回归估计方法和结果	129
参考文献	131

词汇表	133
-----	-----

附录 代理主席的总结发言	151
--------------	-----

统计附录

[查阅网址 : www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/01/pdf/statapp.pdf]

专栏

专栏 1.1. 中国的贷款繁荣给企业杠杆带来了什么?	39
专栏 2.1. 主权和金融机构的相互关联性	69
专栏 2.2. 欧盟关于购买无抵补的主权信用违约掉期保护的禁令	77
专栏 2.3. SCDS 市场消亡将产生什么影响?	80
专栏 2.4. 希腊债务互换及其对 SCDS 市场的影响	85
专栏 3.1. 与退出 MP-plus 政策相关的金融稳定性风险	104
专栏 3.2. MP-plus 的宏观经济效应	105
专栏 3.3. 主要央行非常规政策的资产负债表风险	111

表

表 1.1. 部分欧元区国家 : 公司部门的脆弱性指标	15
表 1.2. 去杠杆化进展, 2011 年第三季度至 2012 年第三季度	24
表 1.3. 美国非金融企业债券 : 收益率、息差和估值	29
表 1.4. 美国国债市场修正情景	32
表 1.5. 银行借款与不良贷款分布	43
表 1.6. 部分新兴市场经济体和其他国家或地区信贷和资产市场指标	44
表 1.7. 结构性改革建议比较	47
表 1.8. 非金融企业债务和杠杆率	50
表 1.9. 非金融企业数据覆盖率	50
表 1.10. 样本企业部门分解	51
表 1.11. 部分欧洲银行去杠杆化 / 重组计划进展, 截至 2012 年年底或可获得的最新情况	56
表 2.1. CDS 未偿还总额排名	64
表 2.2. SCDS 和债券残差的领先滞后关系	75
表 2.3. 实证研究的国家目录	89
表 2.4. 回归分析中使用的变量	91
表 2.5. 每月影响 SCDS 利差和债券利差的因素估算分析总结	94
表 2.6. 基差影响因素估计结果总结, 2008 年 10 月 - 2012 年 9 月	95
表 3.1. 2008-2012 年主要央行与 MP-plus 相关的资产持有	102
表 3.2. 事件研究回归结果	114
表 3.3. MP-plus 对银行的边际效应	116
表 3.4. 利率上升引起的 10 年期债券损失的计算	117
表 3.5. MP-plus 的风险和缓解风险的政策	120

表 3.6. 泰勒规则的规范	129
表 3.7. 面板回归结果	131

图

图 1.1. 全球金融稳定图	1
图 1.2. 全球金融稳定图：风险和条件的评估	2
图 1.3. 2012 年 10 月期《全球金融稳定报告》发布以来的资产价格表现	3
图 1.4. 全球股票估值	4
图 1.5. 全球部分国家股票估值	4
图 1.6. 房地产价格估值	5
图 1.7. 新兴市场经济体硬通货债务估值	5
图 1.8. 美国主权债务估值	6
图 1.9. Target 2 余额和主权债券收益率	6
图 1.10. 欧元区边缘国家银行债券发行量和 CDS 息差	7
图 1.11. 意大利和西班牙：非金融公司银行信贷和净债券发行的变化	7
图 1.12. 广义政府债务中外国投资者份额	8
图 1.13. 欧洲主权债券息差，目前值和远期曲线隐含值	8
图 1.14. 资产表现，2013 年 3 月 15 日 - 2013 年 4 月 2 日	9
图 1.15. 系统资产负债表抵押比例	9
图 1.16. 边缘国家银行担保债券发行量和息差	9
图 1.17. 部分欧盟银行对银行部门的国外债权，2011 年 6 月 - 2012 年 9 月	9
图 1.18. 新银行贷款利率的变化，2010 年 12 月 - 2013 年 1 月	10
图 1.19. 企业实际利率和 GDP 增长，2013 年 2 月	10
图 1.20. 银行向非金融私人部门的贷款	11
图 1.21. 欧元区边缘国家的银行信贷	11
图 1.22. 信贷需求和供给之间的互动	11
图 1.23. 新贷款利率和银行新融资利率分解	12
图 1.24. 核心欧元区银行对公司的贷款条件	12
图 1.25. 中小企业得到满足和未得到满足的银行信贷需求	13
图 1.26. 中小企业新贷款利率与欧央行政策利率的息差	13
图 1.27A. 公司债务	14
图 1.27B. 公司债务占 GDP 的比例	14
图 1.28. 高杠杆率和低利息覆盖比率的公司的比例，2011 年	15
图 1.29. 高杠杆率和自由现金净流量为负的公司的比例	15
图 1.30. 不同情景下所需降低的杠杆水平	16
图 1.31. 稳定欧元区边缘国家高杠杆和自由现金净流量为负的公司的债务所需削减的资本支出	16
图 1.32. 银行核心一级资本和批发融资比率，2008 年第四季度至 2012 年第三季度	17
图 1.33. 银行杠杆和批发融资比率，2008 年第四季度至 2012 年第三季度	17

图 1.34. 基于银行资产负债表指标的银行系统排名, 2012 年第三季度	18
图 1.35. 平均净息差	19
图 1.36. 欧元区部分国家减值贷款	19
图 1.37. 欧盟银行资产质量和盈利能力	20
图 1.38. 单个欧洲银行的缓冲资本	20
图 1.39. 银行风险权重和减值, 2008–2011 年的平均数	21
图 1.40. 欧洲大型银行国外子公司的存款融资缺口	21
图 1.41. 平均权益回报率和权益资本成本	22
图 1.42. 股权价格与有形账面价值的比率, 2013 年 4 月	22
图 1.43. 《全球金融稳定报告》中欧盟银行去杠杆化情景	23
图 1.44. 大型欧盟银行: 资产负债表变化因素: 2011 年第三季度至 2012 年第三季度	23
图 1.45. 银行对所有地区的国外债权	25
图 1.46. 国外资产净头寸	25
图 1.47. 全球共同基金和交易所交易基金流动	26
图 1.48. 固定收益证券的净发行量	26
图 1.49. 美国固定投资支出与内部现金流	27
图 1.50. 美国非金融企业债券发行和股权回购	27
图 1.51. 美国非金融企业信贷基本面	28
图 1.52. 美国主要交易商回购融资	30
图 1.53. 全球杠杆贷款发行和债务抵押债券	30
图 1.54. 美国公共养老基金最弱的 10% 的风险承受能力	31
图 1.55. 净息差和美国保险公司的风险资产投资	31
图 1.56. 美国国债抛售时期	32
图 1.57. 美国高收益企业息差、流动性和波动性	33
图 1.58. 美国企业债券持有量, 按投资者类型划分	33
图 1.59. 新兴市场经济体净资本流量	34
图 1.60. 部分新兴市场经济体债券、股权和债务发行量	34
图 1.61. 非居民持有的国内主权债务	35
图 1.62. 新兴市场非金融企业发行量	36
图 1.63. 新兴市场非金融公司杠杆率, 2007 年和 2012 年	36
图 1.64. 新兴市场经济体非金融企业外汇计价的债务	37
图 1.65. 新兴市场企业发行, 按照发行人种类划分	37
图 1.66. 亚洲企业杠杆率, 不包括日本	38
图 1.67. 新兴市场企业利息覆盖比率	38
图 1.68. 主权债券的硬通货和本地货币发行	40
图 1.69. EMBI 全球息差收窄 (2008 年 12 月–2012 年): 分解	40
图 1.70. 新兴市场经济体本地收益率收紧 (2008 年 12 月–2012 年): 分解	41
图 1.71. EMBI 全球息差冲击的影响	41
图 1.72. 新兴市场本地收益率冲击的影响	42

图 1.73. 国内信贷增长率, 2006–2012 年	42
图 1.74. CPI 调整后的住房价格, 2006–2012 年	43
图 1.75. 总不良贷款率, 2010–2012 年	43
图 1.76. 各地区银行损失吸收缓冲	45
图 1.77. 中国: 信贷增长率, 按种类分	45
图 1.78. 欧洲投资级企业基本面	51
图 1.79. 欧洲上市企业的新情况	53
图 1.80. 样本银行去杠杆化计划进展, 2012 年	55
图 2.1. 信用违约掉期 (CDS) 合同, 名义未偿还总额	63
图 2.2. SCDS 保护非交易商买方和卖方: 交易对手的净头寸	66
图 2.3. SCDS 市场的流动性指标	67
图 2.4. SCDS 利差和主权债券利差的波动性	67
图 2.5. SCDS 利差和债券利差的决定因素, 2008 年 10 月至 2012 年 9 月	68
图 2.6. SCDS 价格主导性的流动性, 2009 年 3 月至 2012 年 9 月	71
图 2.7. 随时间变化的 SCDS 价格主导性计算	72
图 2.8. SCDS: 德国、意大利和西班牙波动因素分解, 2009 年 2 月至 2012 年 10 月	73
图 2.9. 波动率指数、欧洲泰德利差和 SCDS 指数的 Markov 转换自回归条件异方差模型	74
图 2.10. SCDS 和主权债券市场的过度调整和调整不足的表现	75
图 2.11. SCDS: 部分欧盟国家未偿还净值	78
图 2.12. 卖空禁令前后的 SCDS 市场流动性计算	79
图 2.13. CDS 和债券之间套利交易的构建	86
图 2.14. 部分国家 SCDS 利差和主权债券利差的差额	87
图 3.1. 2006–2012 年央行资产负债表的变化	103
图 3.2. 隔夜指数掉期 (OIS) 交易对手利差分解	107
图 3.3. 央行对于房地产证券市场的干预	108
图 3.4. 央行持有的国内政府债券和市场流动性, 以到期时间来看	109
图 3.5. 央行持有的政府证券和市场流动性之间的关联, 按持有的到期时间来看	110
图 3.6. 美国银行报告的利率风险	118
图 3.7. 部分经济体银行所持有的政府债务	119
图 3.8. 在美国的泰勒差距的不同计算方法	130

全球金融稳定评估

自2012年10月期《全球金融稳定报告》发布以来，全球金融稳定状况已得到改善。政

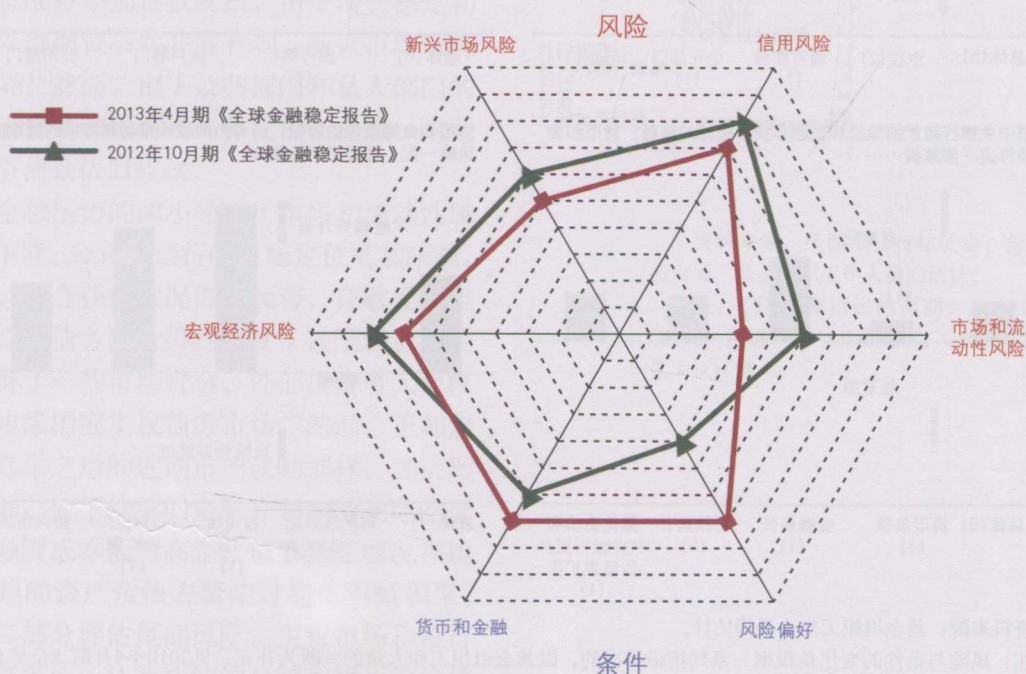
注：本章由 Peter Dattels 和 Matthew Jones (组长), Ali Al-Eyd, Sergei Antoshin, Serkan Arslanalp, Craig Botham, Yingyuan Chen, Julian Chow, Nehad Chowdhury, Sean Craig, Reinout De Bock, Martin Edmonds, Jennifer Elliott, Michaela Erbenova, Jeanne Gobat, Sanjay Hazarika, Changchun Hua, Anna Ilyina, Bradley Jones, Marcel Kasumovich, William Kerry, Peter Lindner, Rebecca McCaughrin, André Meier, Paul Mills, Nada Oulidi, Evan Papageorgiou, Vladimir Pillionca, Jaime Puig, Jochen Schmittmann, Miguel Segoviano, Jongsoo Shin, Stephen Smith, Nobuyasu Sugimoto, Narayan Suryakumar, Takahiro Tsuda 和 Chris Walker 撰写。

策行动放松了货币和金融条件，降低了尾部风险，导致了风险偏好的剧烈上升以及资产价格的急剧上涨。但是如果在解决中期挑战方面的进展缓慢，金融市场的向好反弹可能无法持续，风险可能会重现，全球金融危机可能会延宕许久。

稳定指标的状况

自2012年10月期《全球金融稳定报告》发布以来，全球金融稳定图中的所有风险维度均已得到了改善（图1.1和图1.2）。在宽松货币政策和预防性政策措施的调节下，市场反弹，短期稳定风险得到了缓解（图1.3）。在欧元区，各国当

图1.1. 全球金融稳定图

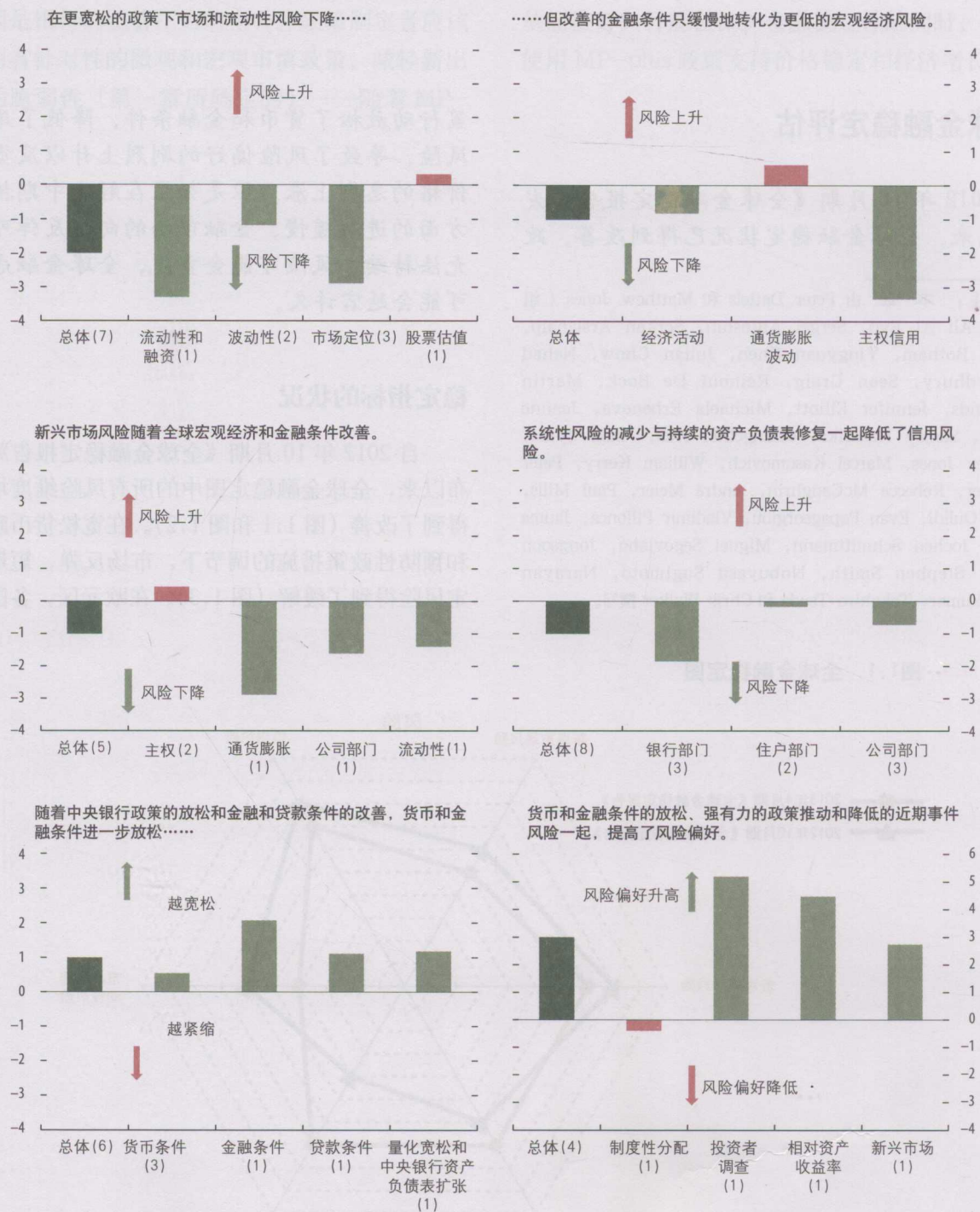


资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：远离中心表示更高的风险、更宽松的货币和金融条件或更高的风险偏好。

图1.2. 全球金融稳定图：风险和条件的评估

(自2012年10月期《全球金融稳定报告》发布以来的级别变化)



资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：风险与条件的变化是根据一系列指标得出的，以基金组织工作人员的判断为补充：见2010年4月期《全球金融稳定报告》附录1.1和Dattles等人（2010年）对构建全球金融稳定图所用方法的介绍。每幅图中“总体”等级变化为该图中单个指标等级变化的简单平均值。每个指标旁边括号中的数字表示该指标包含的要素数量。在货币与金融条件图中，贷款条件为正值表示标准的缓慢收紧或快速放宽。