

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

追求持久的稳定

.....

2012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

追求持久的稳定

2012年4月

作者 国际货币基金组织

译者 路蒙佳 丁琰琰

杨 健 伊 楠



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 2012 issue)

Copyright©2012

International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2012年4月)

英文版权©2012

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:赵天朗 伊楠

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:追求持久的稳定. 2012年4月/国际货币基金组织编;路蒙佳、丁琰琰、杨健、伊楠译. —北京:中国金融出版社, 2012.11

(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-6633-9

I. ①全… II. ①国…②路… III. ①金融市场—研究报告—世界—2012 IV. ①F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 242524 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 11.75

字数 310 千

版次 2012 年 11 月第 1 版

印次 2012 年 11 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978-7-5049-6633-9/F.6193

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。在全球金融稳定不断受到挑战的背景下,本期报告重点介绍风险在过去六个月中的变化,追踪金融压力的来源和传导途径,关注源于银行去杠杆化的主权脆弱性及传导风险,考察新兴市场的恢复能力,探讨近期改革和寻求安全资产的主权压力的影响,评估长寿风险对金融和财政机构带来的不断增加的财务成本。

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:Abdullah Al-Hassan, Sergei Antoshin, Serkan Arslanalp, Ana Carvajal, Eugenio Cerutti, Jorge A. Chan-Lau, Ken Chikada, Nehad Chowdhury, Sean Craig, Jihad Dagher, Reinout De Bock, Giovanni Dell' Ariccia, Frank Eich, Michaela Erbenova, Luc Everaert, Maximilian Fandl, Jeanne Gobat, Tommaso Mancini Griffoli, Vincenzo Guzzo, Kristian Hartelius, Sanjay Hazarika, Eija Holttinen, Anna Ilyina, Patrick Imam, Silvia Iorgova, William Kerry, John Kiff, Michael Kisser, Peter Lindner, Estelle Xue Liu, André Meier, Paul Mills, Srobona Mitra, Hanan Morsy, S. Erik Oppers, Jukka Pihlman, Esther Perez Ruiz, Marta Sánchez Saché, Christian Schmieder, Jochen Schmittmann, Alasdair Scott, Katharine Seal, Tiago Severo, Mauricio Soto, Mark Stone, Tao Sun, Narayan Suryakumar, Takahiro Tsuda, Nico Valckx 和 Chris Walker。Ivailo Arsov, Martin Edmonds, Oksana Khadarina 和 Yoon Sook Kim 提供了分析支持。Gerald Gloria, Nirmaleen Jayawardane, Juan Rigat 和 Ramanjeet Singh 负责文字处理工作。对外关系部的 Joanne Blake 和 Gregg Forte 编辑了文本。对外关系部协调了出版工作。

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、财政部以及学术研究人员的一系列讨论。本报告反映的是 2012 年 3 月 30 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 2012 年 3 月 30 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,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。

近来采取的重要政策举措为欧元区的金融市场带来了急需的缓解。正如第一章和第二章所讨论的，主权利差已经下降，银行融资市场已部分重新开放，股票价格已有回升。然而，欧洲银行仍然面临压力，包括主权风险、欧元区增长乏力、展期需求高，以及需要加强缓冲资本以重新赢得投资者的信任。这些因素合在一起构成缩减资产负债表规模的较大压力。本期《全球金融稳定报告》分析表明，到 2013 年底，大型欧盟银行的合并资产负债表的缩减规模可能将高达 2.6 万亿美元（2 万亿欧元），接近总资产的 7%。根据我们的估算，约四分之一的去杠杆化将通过减少贷款实现，其余则主要靠出售证券和非核心资产实现，但该估算存在很大的不确定性。根据基线预测，对欧元区信贷供给的影响预计为目前未偿信贷的 1.7%。个别银行缩减资产负债表规模是必要的，因为市场或监管机构都不再支持高杠杆的做法，一些业务也不再可为继。但考虑到大规模同步去杠杆化造成的潜在影响，必须加强监管，以避免对欧洲及其他地区的资产价格、信贷供给和经济活动造成严重损害。

鉴于此，欧洲的政策制定者需在近来取得改善的基础上，迅速实施既已商定的改革方案。避免发生新的经济倒退至关重要，考虑到前方道路充满政治和实施风险，此任务尤其艰巨。近来做出的合并欧洲稳定机制和欧洲金融稳定基金的决定令人欢迎，加之欧洲近来采取的其他努力，欧洲的危机处理机制将得到加强，这也将为基金组织加固全球防火墙的努力提供支持。但是，为了实现持久的稳定，并走上鼓舞信心的轨道，经济

和货币联盟需制定进一步促进金融和财政一体化的路线图，以支持危机管理政策。

大多数新兴市场拥有政策空间，能够缓解来自欧盟的适度去杠杆化冲力，但在下行情景下，新兴市场的抵御能力将禁受考验，特别是新兴欧洲。在其他地区，美国和日本尚未就中期的赤字削减达成政治共识，这将给金融稳定带来潜在风险。同时，全球金融监管框架正在加强，但仍亟须达成重要协议，而向新框架的过渡过程可能会增加金融机构面临的周期性挑战。

金融危机以及对某些国家主权债务可持续性的担忧提醒投资者，没有哪种资产可以被视为真正的无风险资产。第三章考察了安全资产的各种作用以及不同监管、政策和市场扭曲的影响，并讨论了未来可能出现的压力点。报告发现，高度的不确定性、监管改革以及各中央银行采取的危机对策将推高对安全资产的需求。在供给方面，被认为债务是安全的发行国正在减少——到 2016 年，安全资产的供给将减少约 9 万亿美元（占预计资产总额的 16%）。这些事态发展将引发剩余安全资产价格上涨的压力。鉴于此，法规的设计应当灵活，并应根据国际商定的时间安排逐步分阶段实施，以避免调整至新的安全资产价格的过程充满变数或不均衡。

第四章强调了长寿风险（人们活得比预期寿命更长的风险）可能造成的十分巨大的金融影响。本章对该风险做出界定，衡量了其规模（平均相当于 2010 年 GDP 的 25%–50%），并估计了其对于财政资产负债状况和各行业的影响。考虑到本已十分脆弱的公共和私人资产负债表可能受到极

大影响，并且有效的缓解措施需要好几年才能取得成果，需增加对长寿风险的关注。政府应当承认其对长寿风险的暴露；制定相应方法，以在政

府、私营部门养老金创办机构和个人这三者间更好地分摊风险，并推动长寿风险转移市场的发展。

目 录

前言	ix
概要	xi
第一章 全球金融稳定性评估	1
稳定性指标现状	3
政策挑战	7
附录 1.1. 为什么去杠杆化如此具有挑战性?	12
参考文献	15
第二章 主权债务、银行和新兴市场：详尽分析及政策建议	17
主权债务危机——从恶性均衡转向良性均衡	17
银行去杠杆化——原因、趋势、规模和途径	26
新兴市场——仍然韧性十足?	41
追求持久的稳定	56
附录 2.1. 欧盟银行去杠杆化的研究方法	67
附录 2.2. 美国、日本和德国的主权风险——市场信号	74
附录 2.3. 美国住房市场的动向	79
附录 2.4. 欧洲央行的长期再融资操作：扬长避短	81
参考文献	84
第三章 安全资产：金融体系的基石?	87
概要	87
安全资产总览	89
安全资产对不同参与者的作用	93
安全资产供给	114
金融稳定性意义	120
关键结论与政策意义	122
附录 3.1. 普通风险因素敞口	125
附录 3.2. 2007 年以来的中央银行证券政策	127
附录 3.3. 中央交易对手对场外衍生品的抵押品要求	128
参考文献	129

第四章 长寿风险的金融影响	131
概要	131
长寿风险	132
长寿风险的影响	139
缓解长寿风险	146
结论及政策考量	155
附录 4.1. 长寿风险对美国固定收益养老基金的影响	157
参考文献	159
词汇表	163
附录 代理主席的总结发言	173
统计附录	
[Available online at www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/pdf/statappx.pdf]	
专栏	
专栏 1.1. 解决欧元区危机，建设更加一体化的联盟	9
专栏 2.1. 如何解释欧洲银行业股票的市场表现？	28
专栏 2.2. 欧洲银行的商业计划	33
专栏 2.3. 《全球金融稳定报告》与欧洲银行管理局关于加强银行资本水平估计的比较	35
专栏 2.4. 美国银行及其欧洲交易对手之间的衍生品市场联系	42
专栏 2.5. 如果近期银行资本和组合资本流入发生逆转，将对新兴市场造成哪些影响？	53
专栏 2.6. 欧元债券与欧洲经济货币联盟的未来	59
专栏 2.7. 监管改革的最新进展	63
专栏 3.1. 主权财富基金的规模及其在安全资产需求中的作用	100
专栏 3.2. 场外衍生品市场变化对安全资产需求的影响	103
专栏 3.3. 银行所持政府债务的监管风险权重：资本充足率的潜在偏差	104
专栏 3.4. 《巴塞尔第三号协议》流动性覆盖率对安全资产需求的影响	107
专栏 3.5. 均值一方差框架下主权债务安全性进一步损失的影响	111
专栏 3.6. 传统货币政策及其在普通环境下的安全资产需求	118
专栏 4.1. 二十世纪及二十一世纪平均预期寿命的演进	133
专栏 4.2. 寿命预测	135
专栏 4.3. 长寿冲击示例	137
专栏 4.4. 老龄化对宏观经济和金融稳定的影响	140
专栏 4.5. 荷兰的养老金改革：积极应对长寿风险	146
专栏 4.6. 荷兰及英国收购、补购及长寿风险掉期市场近期动态	152

表

表 1.1. 部分发达经济体的债务与杠杆率	6
-----------------------	---

表 1.2. 三种政策情景下欧洲银行去杠杆化的影响, 至 2013 年年底	8
表 1.3. 与银行危机有关的住户去杠杆化的三个历史时期	14
表 2.1. 主权债务市场和脆弱性指标	23
表 2.2. 在三种政策情景下, 部分欧元区主权债务再融资需求依赖外国投资者的比例	25
表 2.3. 在三种政策情景下, 部分欧元区主权债务对国内投资者额外融资的需求量, 2012 年	26
表 2.4. 部分新兴市场国家和其他市场的资本流、银行和政策性指标	49
表 2.5. 部分银行资产负债表项目	67
表 2.6. 净稳定资金率计算中使用的权重	68
表 2.7. 三种政策情景下的银行资金平均展期率	69
表 2.8. 银行去杠杆化战略	71
表 3.1. 部分经合组织国家标准普尔主权债务评级历史回顾, 1970 年至 2012 年 1 月	91
表 3.2. 长期高级主权债务评级与隐含违约概率	92
表 3.3. 供求因素及其对安全资产市场的预期影响	113
表 3.4. 按占本国 GDP 的比例与对全球金融深度的贡献比例计算, 排在全球金融深度前五名的经济体, 1989 年至 2009 年	121
表 3.5. 2007 年以来中央银行在抵押品和非政府证券购买上的政策变化	127
表 3.6. 三大买卖场外衍生品的中央交易对手的抵押品要求	128
表 4.1. 部分先进经济体养老金估算及男性 65 岁时预期寿命估算	136
表 4.2. 部分国家面临的长寿风险和财政挑战	142
表 4.3. 提交报告的养老基金采用的死亡率统计表	144
表 4.4. 部分国家公司养老金融资比率及假定折扣率	147
表 4.5. 长寿风险对养老基金负债的影响	158

图

图 1.1. 全球金融稳定图	1
图 1.2. 全球金融稳定图: 风险与条件评估	2
图 1.3. 中央银行的资产负债表扩张	3
图 1.4. 2011 年 9 月期《全球金融稳定报告》发布以来的资产价格表现	4
图 1.5. 《世界经济展望》对部分欧元区国家 2012 年 GDP 增长率的预测	5
图 1.6. 确保稳定性与避免下行风险的政策行动	7
图 1.7. 部分欧元区国家的外部头寸与总债务	12
图 1.8. 部分发达经济体的债务负担, 2011 年	13
图 1.9. 住户净金融资产和总债务, 2011 年 9 月底	13
图 1.10. 两个住户信贷周期: 20 世纪 80 年代和 21 世纪第一个 10 年	14
图 2.1. 部分欧元区政府债券市场的信用违约掉期利差	18
图 2.2. 部分欧元区国家 10 年期政府债券收益率和交易区间, 2011-2012 年	18
图 2.3. 意大利主权债券的日交易量	18
图 2.4. 主权投资者基础的变化	19
图 2.5. 部分欧元区国家的主权托管债券总量, 2011 年	19

图 2.6. 部分欧元区国家主权债务中外国银行持有额变化, 2010 年第一季度到 2011 年第三季度期间	20
图 2.7. 美国和欧洲主权债券的收益率和波动性, 2011 年	20
图 2.8. 10 年期欧元区边缘国家政府债券与核心国家 AAA 级债券的利差	21
图 2.9. 欧洲央行通过证券市场计划购买的政府债券总额	21
图 2.10. 欧洲央行的借款情况和银行持有欧元区主权债券的情况, 2011 年 12 月至 2012 年 1 月	22
图 2.11. 意大利和西班牙政府债券的收益率, 2011 年 11 月至 2012 年 3 月	22
图 2.12. 部分先进经济体的政府债券和平均利率的预测, 2011–2016 年	24
图 2.13. 部分先进经济体的政府债券实际利息支出占 GDP 的比例的情景分析	25
图 2.14. 在部分欧元区经济体中, 外国投资者所持债券占已发行主权债券总量的比重, 2009–2011 年	25
图 2.15. 银行杠杆率	26
图 2.16. 银行贷存比	27
图 2.17. 银行业股票价格和有形账面价值的比例	27
图 2.18. 银行 5 年期的信用违约掉期利差	30
图 2.19. 美国主要货币市场基金对银行的敞口	30
图 2.20. 银行业债券发行量	30
图 2.21. 欧元区存款资金流总额, 2011–2012 年	30
图 2.22. 欧洲央行流动性机制和银行间市场利差	31
图 2.23. 非金融业私人部门的信贷增长	31
图 2.24. 影响欧元区银行向企业发放贷款条件的因素	32
图 2.25. 第三季度银行外国私营部门债权的变化, 2011 年	32
图 2.26. 在“当前政策”情景下, 各种因素对银行降低杠杆率的贡献率	36
图 2.27. 三种政策情景下, 各种因素对银行资产缩减的贡献率	36
图 2.28. 三种政策情景下, 各种因素对银行资产缩减的贡献率	37
图 2.29. 三种政策情景下, 样本银行的信贷收缩规模	37
图 2.30. 欧洲银行的资本组成, 2010 年	38
图 2.31. 在“当前政策”情景下的银行信贷紧缩规模	38
图 2.32. 三种政策情景下欧元区信贷紧缩冲击与历史冲击的比较	39
图 2.33. 美国非金融企业的借贷和资产回报率	39
图 2.34. 欧元区非金融企业的借贷和资产回报率	40
图 2.35. 非金融企业对银行融资的依赖程度	40
图 2.36. 非金融企业的债务变化, 2000–2010 年	41
图 2.37. 非金融企业的利息覆盖率和相应评级	41
图 2.38. 西欧国家的企业信用质量, 2007–2012 年	45
图 2.39. 欧元区银行在新兴市场的去杠杆化进程, 2008 年和 2011 年	45
图 2.40. 部分先进经济体和新兴国家本地银行在新兴市场的去杠杆化进程, 2011 年第三季度	46
图 2.41. 欧元区银行和其他银行在新兴市场的信贷周期, 2010–2011 年	46

图 2.42. 新兴市场专门行业的长期融资	47
图 2.43. 欧洲新兴国家的跨境银行资本流和外汇融资成本	47
图 2.44. 在“当前政策”和“薄弱政策”情景下, 样本银行对欧洲新兴国家的信贷供应收缩	48
图 2.45. 部分欧洲新兴国家外币计价贷款占 GDP 的比例, 2007 年和 2011 年	48
图 2.46. 部分欧洲新兴国家外汇储备对短期外债的覆盖率, 2007 年和 2011 年	51
图 2.47. 部分欧洲新兴国家的主权债务融资需求总量, 2012 年	51
图 2.48. 新兴市场基金的新增流入资金, 2011–2012 年	52
图 2.49. 新兴市场的资产绩效, 2011–2012 年	52
图 2.50. 中国居民住宅价格和销售额的变化, 2011–2012 年	55
图 2.51. 部分城市住房价格与住户年均收入的比率, 2011 年	55
图 2.52. 在负面宏观经济形势下对中国不良贷款率的预测	56
图 2.53. 私人部门信贷总量的年度变化, 2009–2011 年	56
图 2.54. 三种政策情景下的资本生成	70
图 2.55. 银行如何改进资本率和流动性?	70
图 2.56. 美国: 主权债务市场指标, 2012 年 3 月	75
图 2.57. 德国: 主权债务市场指标, 2012 年 3 月	76
图 2.58. 日本: 主权债务市场指标, 2012 年 3 月	77
图 2.59. 欧洲央行长期再融资操作和银行有期资金	81
图 2.60. 意大利和西班牙的主权债券收益率	82
图 3.1. 部分先进经济体的 10 年期政府债券收益率	90
图 3.2. 全球金融危机前后资产对普通风险因素的敞口	93
图 3.3. 危机前后的债务工具超额收益率波动性	94
图 3.4. 可交易潜在安全资产流通金额	95
图 3.5. 全球不同类型投资者持有的政府证券, 2010 年年底	95
图 3.6. 不同类型和地区的投资者持有的主权债务	97
图 3.7. 部分国家银行持有的主权债务, 2011 年 9 月底	98
图 3.8. 不同工具的官方外汇储备累计额	99
图 3.9. 不同部门购买和持有的政府证券	109
图 3.10. 英美中央银行持有的不同剩余期限的政府证券	110
图 3.11. 部分先进经济体和新兴市场经济体的主权债务评级分布	114
图 3.12. 经合组织国家: 广义政府总债务与 GDP 之比, 2011 年年底	115
图 3.13. 经合组织国家: 广义政府总债务, 2010–2016 年	116
图 3.14. 民间定期证券发行额	117
图 3.15. 部分先进经济体: 全球金融危机以来中央银行资产与负债的变化	119
图 3.16. 主权国家和银行间的政府债券持有与风险溢出	122
图 4.1. 英国男性出生时平均预期寿命, 1966–2031 年	136
图 4.2. 老龄化和长寿冲击导致的为维持退休生活标准所增加成本	138
图 4.3. 不同死亡率统计表中对 63 岁时的寿命预期	144
图 4.4. 经折现率调整的、寿命增长 3 年条件下精算负债的增加	145

图 4.5. 部分国家与预期寿命挂钩的应领养老金份额指标	148
图 4.6. 养老金收购及补购交易结构	150
图 4.7. 长寿风险掉期交易结构	150
图 4.8. 长寿债券交易结构	151
图 4.9. 养老金发起人对不同的养老基金风险进行对冲的态度	151
图 4.10. 潜在长寿风险出让方对对冲的态度	153

第一章 全球金融稳定性评估

2011年年底，欧元区银行业与政府债券市场面临着金融稳定性风险推向新高的压力。随后的政策行动缓解了银行融资压力，并帮助稳定了主权债务市场，但全球金融稳定性风险仍然很高（图1.1和图1.2）。本报告呼吁

政策制定者利用最近的良好稳定局面迅速执行全面的政策以实现持久稳定。

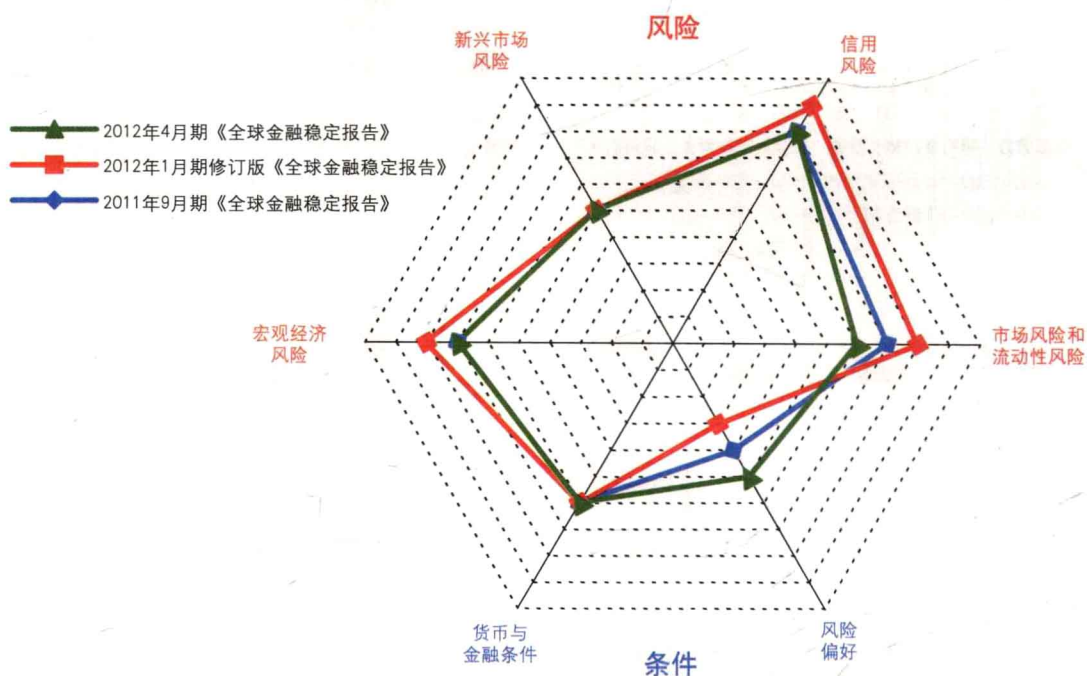
2011年年底，当人们对欧元区金融稳定性的担忧达到顶点时，全球经济遭遇重大下挫。当投资者对银行倒闭或主权债务违约风险的担忧日渐增加时，市场压力扩展至整个欧元区，外围经济体债券收益率暴涨，流动性蒸发。这些发展凸显出市场情绪出现逆向自我实现转变的风险，这可能迅速将脆弱的主权债务推入收益率上升、国内银行资金紧张、经济恶化的劣均衡。

大胆而前所未有的政策行动起到了一定程度的救急作用：

- 欧洲中央银行向银行提供无限有担保3年期流动性并扩大合格抵押品范围的决定显著缓

注：本章由 Peter Dattels 和 Matthew Jones (组长)、Sergei Antoshin, Serkan Arslanalp, Eugenio Cerutti, Jorge A. Chan-Lau, Nehad Chowdhury, Sean Craig, Jihad Dagher, Reinout De Bock, Martin Edmonds, Michaela Erbenova, Luc Everaert, Jeanne Gobat, Vincenzo Guzzo, Kristian Hartelius, Sanjay Hazarika, Eija Holttinen, Anna Ilyina, William Kerry, Peter Lindner, Estelle Xue Liu, André Meier, Paul Mills, Esther Perez Ruiz, Marta Sánchez Saché, Jochen Schmittmann, Alasdair Scott, Katharine Seal, Narayan Suryakumar, Takahiro Tsuda, Nico Valckx 和 Chris Walker 撰写。

图1.1. 全球金融稳定图



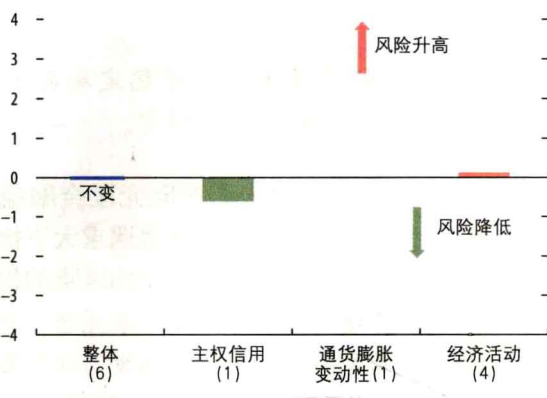
资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：远离中心表明风险较高、货币与金融条件较宽松或风险偏好较高。

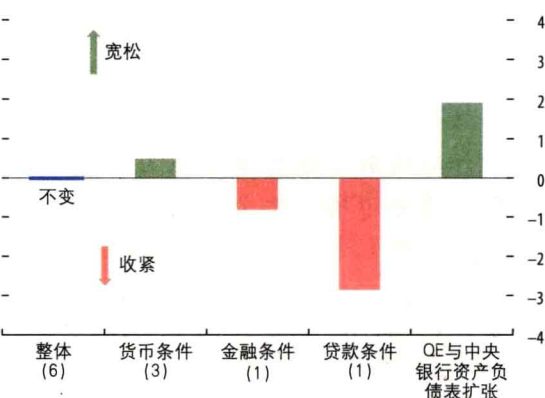
图1.2. 全球金融稳定图：风险与条件评估

(2011年9月期《全球金融稳定报告》发布以来的等级变化)

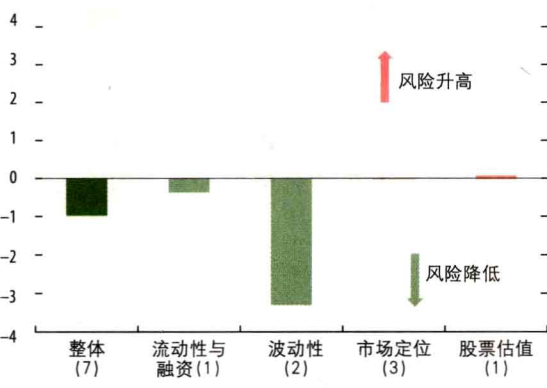
宏观经济风险保持不变，因为2011年底全球经济大幅下挫后经济前景逐渐改善。



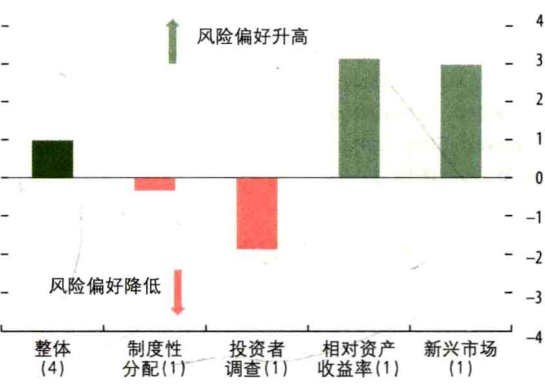
尽管货币立场更加宽松，但金融和银行贷款条件收紧，造成货币与金融条件不变。



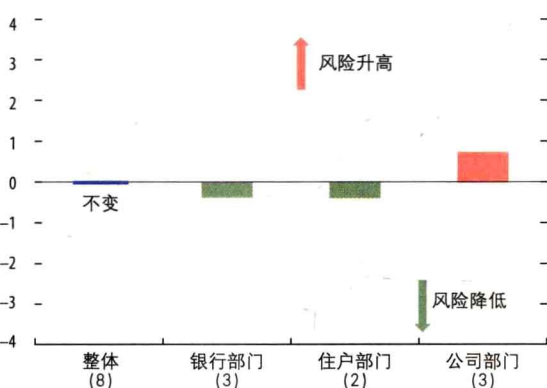
欧洲中央银行通过向银行提供3年期流动性缓解融资与市场压力后，市场风险与流动性风险下降……



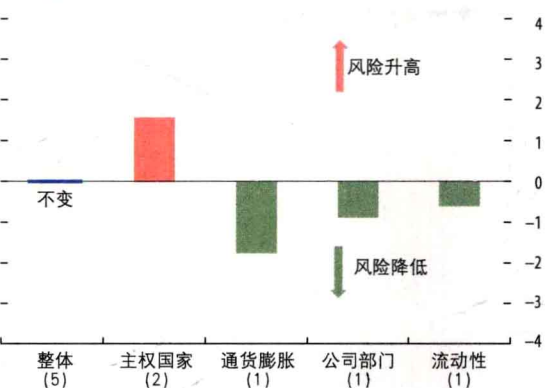
……这反过来提高了风险偏好。



由于政策努力，银行部门稍有改善，但信用风险整体上维持高水平不变。



尽管主权评级增加，但通货膨胀缓解、公司债券利率差下降，新兴市场风险仍然可控。



资料来源：基金组织工作人员的估计。
注：风险与条件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Dattels及其他人（2010年）对全球金融稳定性示意图所用方法的介绍。括号中的数字表示每个风险与条件子类别中的指标数量。每幅图中的“整体”等级变化为该图中单个指标等级变化的简单平均值。在货币与金融条件图中，贷款条件为正值表示收紧速度放慢或宽松速度加快，QE=量化宽松计划。

解了银行的融资压力，并控制了流动性不足导致银行破产的风险。

- 多个国家——尤其是意大利和西班牙——的政府已经启动了重要的改革计划，以降低财政赤字、提高竞争力，西班牙还将进一步修补国内金融体列入改革计划。
- 爱尔兰和葡萄牙调整计划的执行取得了良好进展。希腊达成了重组私人部门所持债务的重要协议，一项后续计划已得到欧洲委员会、欧洲中央银行（ECB）和基金组织的同意并得到了欧元区成员国和基金组织的批准。
- 多数欧盟国家的政策制定者坚定承诺未来将建立一系列财政制度，以培养财政纪律。政府已承诺加强对欧元区内竞争力失衡和差异的监控。他们同意进行结构性改革，以恢复经济增长。
- 同时，欧元区银行正处于根据欧洲银行管理局（EBA）协调倡议增强资本头寸的过程中。

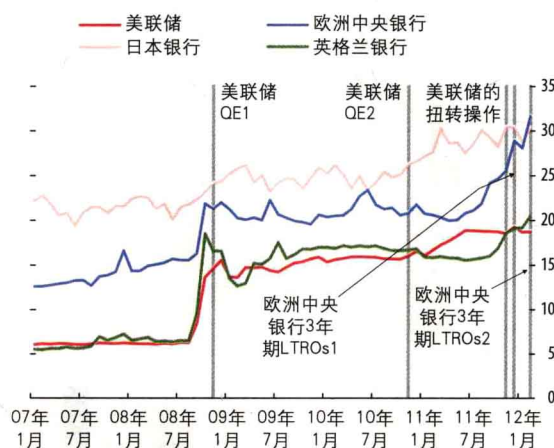
稳定性指标现状

上述行动的结果是，主权债务利差收窄，银行融资市场部分重新开放，股票价格反弹。由于对经济崩溃临近的担忧消除，且官方融资减轻了银行体系的再融资压力，因此市场风险与流动性风险已经大幅下降（图 1.1 和图 1.2），降至 2011 年 9 月期《全球金融稳定报告》（GFSR）发布时的水平以下。

针对去杠杆化压力和增长放缓的背景，欧洲中央银行还在 2011 年 12 月将政策利率降至 1.0%，并降低了准备金要求。这与其他中央银行采取的最新政策措施——包括日本银行、英格兰银行和美联储资产负债表的进一步扩张（图 1.3）——共同缓和了全球货币条件。然而，上一期《全球金融稳定报告》发布后，银行贷款标准收紧，金融条件恶化面增大，导致整体货币与金融条件没有变化。

流动性的增加提高了风险偏好，风险资产价格走强，既反映出流动性提高，又反映出感受到的尾部风险下降（图 1.4）。银行股本恢复，违约

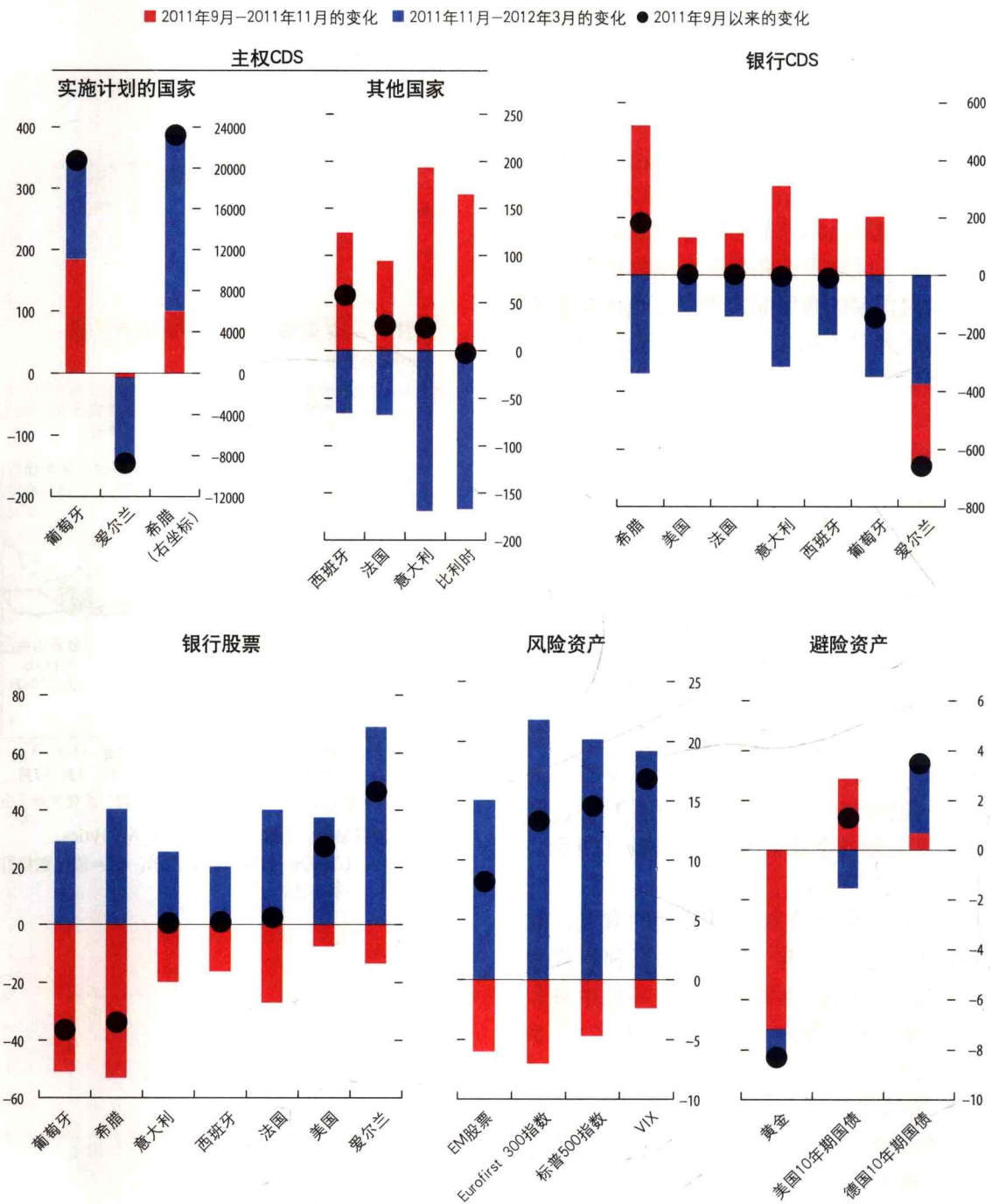
图1.3. 中央银行的资产负债表扩张
(占GDP的百分比)



资料来源：彭博资讯和Haver Analytics。

注：LTROs=长期再融资操作；QE=量化宽松计划。

图1.4. 2011年9月期《全球金融稳定报告》发布以来的资产价格表现
(百分比；CDS以基点表示；VIX以百分点表示且图像倒置)



资料来源：彭博资讯和基金组织工作人员的估计。
注：CDS=信用违约掉期；EM=新兴市场；VIX=标准普尔500指数期权的隐含波动率。