

世 界 经 济 与 金 融 概 览

全球金融稳定报告

金融压力和去杠杆化

宏观金融影响和政策

2008年10月

作者 国际货币基金组织

译者 聂平俊 张晓莹 叶德武

审校 杨冠一



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 (October 2008 issue)

Copyright©2008

International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2008年10月)

英文版权 ©2008

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。

责任编辑：杨冠一

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：金融压力和去杠杆化 宏观金融影响和政策．2008年10月/国际货币基金组织著；聂平俊、张晓莹、叶德武译，杨冠一审校．—北京：中国金融出版社，2009.3

(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-4934-9

I. 全… II. ①国…②聂… III. 金融市场—研究报告—世界—2008 IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 013828 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 北京松源印刷有限公司

尺寸 215毫米 × 280毫米

印张 13.75

字数 385千

版次 2009年3月第1版

印次 2009年3月第1次印刷

定价 48.00元

ISBN 978-7-5049-4934-9/F.4494

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

目 录

前言	ix
概要	xi
第一章 评估全球金融稳定风险	1
全球金融稳定图	2
违约周期	9
金融系统去杠杆化	15
系统性影响	27
新兴市场的抗冲击性正受到考验	38
金融稳定政策	43
附录 1.1. 全球金融稳定图：构建和方法	49
附录 1.2. 商品市场中的金融投资	54
附录 1.3. 美国信贷工具的损失估计	57
附录 1.4. 影响银行资本重建速度和水平的因素	58
参考文献	61
第二章 银行融资市场的压力和货币政策的影响	63
银行融资市场的微观结构	64
银行间同业利差高企的原因	65
货币政策对利率传导机制的影响	72
政策建议	82
结论	85
附录 2.1. 实证分析框架：银行间同业利差高企的原因	85
附录 2.2. 实证分析框架：货币传导	88
参考文献	89
第三章 公允价值会计和顺周期性	93
商业周期中的公允价值会计	94
以模拟方式构建商业周期中的公允价值会计模型	100

结论和政策建议	108
附录 3.1. 数据和模型假设	112
参考文献	113
第四章 新兴股票市场面临的溢出效应	115
新兴市场股票市场的表现	116
国家间股票价格的关联性	118
新兴市场股票价格的决定因素	119
溢出效应及其影响	122
当地机构投资者的作用	124
主要结果和结论	124
附录 4.1. 样本估计描述和结果	130
附录 4.2. 向量自回归模型结果	133
参考文献	133
词汇表	135
附录 代理主席的总结发言	139
统计附录	143
专栏	
1.1. 近期金融市场的动态	5
1.2. 衡量资本充足率	17
1.3. 全球银行减记和资本筹集	19
1.4. 美国政府资助企业和住房改革的发展	29
1.5. 信贷市场动荡对对冲基金的影响	36
1.6. 预测贷款注销率	59
2.1. 银行间同业与储蓄相关衍生品的定价和对冲作用	65
2.2. LIBOR 定盘崩盘了吗?	67
2.3. 美联储的定期拍卖工具	70
2.4. 金融部门货币传导分析的明细	75
3.1. 表外实体和顺周期性	95
3.2. 金融稳定论坛推荐的披露方式	96
3.3. 新巴塞尔协议框架对顺周期性的处理	99
3.4. 围绕应用公允价值会计以减轻顺周期性的选择	101

4.1. 新兴市场是否存在股市财富效应?	125
4.2. 新兴市场机构投资者在新兴市场股市中的作用	127

表

1.1. 对金融部门潜在减记的估计	13
1.2. 对潜在贷款损失的估计	14
1.3. 欧洲和美国的公共证券	25
1.4. 公共部门支持对去杠杆化的敏感性	27
1.5. 部分新兴市场国家的宏观和金融指标	40
1.6. 2008年4月《全球金融稳定报告》发布以来风险和状况的变化	49
1.7. 资产类别特征	55
1.8. 商品价格和金融头寸之间的因果关系检验	57
1.9. 金融部门损失估计比较, 2008年10月	58
1.10. 去杠杆化详解: 主要假设	61
2.1. 每个LIBOR和Euribor利差的结构向量自回归的限定条件表	71
2.2. 静态向量误差修正机制(2, 3)变量控制估计: 美国	78
2.3. 静态向量误差修正机制(2, 3)变量控制估计: 欧元区	79
2.4. 在向量自回归中使用的变量列表	87
3.1. 有代表性的美国和欧洲金融机构的资产负债表	100
3.2. 每次模拟的参数值	102
3.3. 整个商业周期的权益资产比率	104
3.4. 2007年美国 and 欧洲银行对公允价值的应用	105
4.1. 新兴股票市场的高峰和低谷: 当前和之前的时期	119
4.2. 对新兴市场股价决定因素的固定效应样本分析的最小二乘法估计——对30个国家的每月观察(2001年1月至2008年5月), 第一种描述	122
4.3. 对新兴市场股价决定因素的固定效应样本分析的最小二乘法估计——对30个国家的每月观察(2001年1月至2008年5月), 第二种描述	123
4.4. 单位根检验	131
4.5. Pedroni 异质面板协整检验	131

图

1.1. 全球金融稳定图	2
1.2. 热图: 系统性资产类别的发展	3
1.3. 系统性银行违约风险	3
1.4. 资产价格波动和融资以及市场流动性	4
1.5. 全球和新兴市场风险资产配置	4
1.6. 美国贷款的注销率	9
1.7. 美国家庭资产负债表: 净值	9

1.8. 美国按发放年份划分的抵押贷款拖欠率	10
1.9. 美国与抵押贷款相关证券的价格	11
1.10. 美国居民房地产贷款注销率	11
1.11. 美国消费贷款的注销率	12
1.12. 宏观经济和公司指标与违约率	12
1.13. 金融危机的比较	13
1.14. 金融部门损失	14
1.15. 家庭债务占可支配总收入的比率	15
1.16. 英国取消抵押贷款赎回权情况	15
1.17. 美国金融公司净收购的金融资产	16
1.18. 银行比率	18
1.19. 美国银行的市价与账面价值比率和风险暴露	22
1.20. 欧洲银行的市价与账面价值比率和欧洲房地产价格	23
1.21. 英国银行的市价与账面价值比率	24
1.22. 相对于政府债券的 AA 级银行债券指数利差	24
1.23. 欧洲银行的跨境负债, 2007 年年末	25
1.24. 欧洲银行的净跨境美元债权	25
1.25. 美元跨币种掉期	26
1.26. 私人部门信贷增长	26
1.27. 欧元区金融机构用于购置房屋的借贷	27
1.28. 部分金融机构的市值及其股票账面价值	28
1.29. 股票期权价格的违约概率	33
1.30. 美国股票指数走势	34
1.31. 美联储资产负债表的总资产	38
1.32. 美国政府的潜在承诺和抵押贷款市场	38
1.33. 主权信用违约掉期利差	39
1.34. 新兴经济体的外国股本净投资额	39
1.35. 新兴市场对外利差和美国高等级公司债券利差	41
1.36. 新兴市场境内美元利率	41
1.37. 部分新兴市场银行的信用违约掉期利差, 2007 年 1 月至 2008 年 10 月初	42
1.38. 实际政策利率: 最近水平和 2006 年年末以来的变化	42
1.39. 平准通胀率	43
1.40. 波罗的海国家: 非金融私人部门实际银行贷款增长	43
1.41. 全球金融稳定图: 货币和财政状况	50
1.42. 全球金融稳定图: 风险偏好	50
1.43. 全球金融稳定图: 宏观经济风险	51
1.44. 全球金融稳定图: 新兴市场风险	52
1.45. 全球金融稳定图: 信用风险	53
1.46. 全球金融稳定图: 市场和流动性风险	54

1.47. 商品期货价格和金融头寸	56
2.1. 无担保欧洲银行拆借量	66
2.2. 三个月期无担保同业利率和隔夜指数掉期之间的利差	66
2.3. 压力的联合概率：部分参与银行间同业市场的金融机构	69
2.4. 三个月期外汇掉期利差	69
2.5. 结构化的 VAR 模型：LIBOR/Euribor 减去隔夜指数掉期 (OIS) 利差的方差分解	72
2.6. 部分国家：金融资产的规模	74
2.7. 美国：金融部门负债的结构变化	74
2.8. 美国：部分利率的利差	76
2.9. 欧元区：部分利率的利差	77
2.10. 美国联邦基金利率和市场利率的动态向量误差纠正机制 (VECM) (2, 3) 估计—美国	80
2.11. EONIA 利率和市场利率的动态向量误差纠正机制 (VECM) (2, 3) 估计—欧元区	81
2.12. 总结图：预测的精确度—美国模型, 1996—2008 年	82
2.13. 总结图：预测的精确度—美国模型, 2006—2008 年	83
2.14. 总结图：预测的精确度—欧元区模型, 2006—2008 年	84
2.15. 3 个月期美元 LIBOR 和隔夜指数掉期的利差分解	86
3.1. 部分总部设在美国的金融机构：1 级、2 级、3 级资产的变化	97
3.2. 公允价值层级总和, 2007 年年末	98
3.3. 完全公允价值模拟	103
3.4. 完全公允价值模拟：融资状况的变化及金融市场危机	105
3.5. 完全公允价值模拟：跨国银行与侧重零售业务银行的对比	106
3.6. 部分公允价值模拟	107
3.7. 平滑技术的模拟	108
3.8. 收益率曲线和商业周期	109
3.9. 正斜率收益曲线的完全公允价值模拟	110
4.1. 部分股票市场指数	116
4.2. 新兴市场经济体：资本流入的构成	116
4.3. 经常账户余额和全球视角下的资本流动	117
4.4. 股票市场资本总额	117
4.5. 股票市场总收益	117
4.6. 市盈率, 2008 年 7 月 31 日	117
4.7. 外国持有股票总额	118
4.8. 新兴市场股票指数和外国投资者参与水平	118
4.9. 动态条件相关 GARCH 模型说明中隐含的相关性	120
4.10. 新兴市场国家：动态条件相关 GARCH 模型说明中隐含的相关性	121
4.11. 股价对全球流动性过剩增强反应	132
4.12. 股价对信用风险溢价增长反应	132
4.13. 股价对市场风险溢价增长反应	132

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。

前 言

《全球金融稳定报告》(GFSR) 评估全球金融市场动态, 以辨别系统性弱点。报告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, 当危机无法避免时, 通过提供政策建议以减小危机的影响, 从而为全球金融稳定以及基金组织成员国的持续经济增长作出贡献。

在基金组织顾问兼货币与资本市场部主任 Jaime Caruana 的指导下, 货币与资本市场部协调了本报告的分析工作。货币与资本市场部的副主任 Jan Brockmeijer, 处长 Peter Dattels 和 Laura Kodres, 副处长 Brenda González-Hermosillo 和 L. Effie Psalida 对项目提供了指导。货币与资本市场部副主任 Jonathan Fiechter 和 Christopher Towe 及助理主任 Mahmood Pradhan 对报告提出了有益的意见和建议。

本期报告的主要撰稿人包括: Sergei Antoshin、Elie Canetti、Sean Craig、Phil de Imus、Kristian Hartelius、Heiko Hesse、Andy Jobst、John Kiff、Rebecca McCaughrin、Paul Mills、Ken Miyajima、Christopher Morris、Alicia Novoa、Mustafa Saiyid、Jodi Scarlata、Miguel Segoviano、Seiichi Shimizu、Juan Solé、Mark Stone、Tao Sun、Rupert Thorne 和 Christopher Walker。其他撰稿人包括: Ana Carvajal、Antonio Garcia-Pascual、Geoff Heenan、Xiongtao Huang、Michael Moore、Aditya Narain、Silvia Ramirez 和 André Santos。Kenneth Sullivan 提供了咨询支持, Vance Martin 在实证研究方面提供了支持。Martin Edmonds、Oksana Khadarina、Yoon Sook Kim、Alin Miresteam、Jean Salvati、Xiaobo Shao、Narayan Suryakumar 和 Kalin Tintchev 为分析工作提供了协助。Caroline Bagworth、Shannon Bui、Christy Gray 和 Aster Teklemariam 负责文字处理工作。对外关系部的 David Einhorn 编辑了文本并协调了出版工作。

本期部分内容取自与许多主要金融中心和国家的会计人员、银行、证券公司、资产管理公司、对冲基金、审计师、信用评级机构、财务顾问、学术研究人员、监管当局以及其他公共当局的非正式讨论。本报告反映的是 2008 年 9 月 25 日前掌握的信息。

本报告还得益于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董在 2008 年 9 月 15 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、其国家当局或基金组织的观点。

概 要

随着全球范围内金融市场动荡加剧，要恢复对全球金融系统的信心，国际社会需要采取协调而果断的政策措施。如不能做到这一点，随之而来的就是，现今持续的去杠杆化过程会更加混乱，实体经济为之付出的代价也会更为沉重。由于大幅度去杠杆化过程既为之所需又不可避免，所以，在任何情况下，恢复有序金融系统的过程都将充满挑战。正是在这种充满挑战而又不断演进的背景下，《全球金融稳定报告》(GFSR)对最近发生的事件进行梳理勾勒，以提出对当前局势能够有所裨益的潜在的政策措施。

人们对全球金融机构及其市场的信心已严重动摇。随着几个主要金融机构的倒闭或濒临倒闭，在2008年9月，对金融系统稳定性构成的威胁已显露无遗。2008年10月的《世界经济展望》指出，全球金融系统遭受的压力预计会加深全球经济增长的衰退，并对其复苏产生抑制作用。而且，在金融系统和广泛经济体之间形成更为严重的逆向反馈循环风险成了最为严重的威胁。攀升的损失额、下跌的资产价格和加剧的经济衰退都使人们对金融系统日益扩大的缺口的可行性产生了严重的怀疑。2008年4月的《全球金融稳定报告》(GFSR)中描述的正在进行的去杠杆化过程已经加速且变得混乱不堪——金融机构股价骤然下跌、融资和信用违约保护成本更高以及萎缩的资产价格都是这一过程的标志。如果市场不愿意(或不能)提供资本和融资或吸收资产时，机构就会突然倒闭。为解决随之而来的流动性压力和解救受困机构而进行的零碎干预并没能恢复市场的信心，因为它们没有解决根本问题的普遍本质。对交易对手风险担心的加剧已近乎把全球货币市场封锁了起来。第一章为更全面的政策取向——一些国家对此正予以考虑——提供了基础。它对去杠杆化过程发展的严重程度及其未来发展予以评估。它也提出了一套全面的措施，这一套措施可以制止现今这一破坏性的过程。

如果金融动荡波及到的国家当局一致公开承诺，以一种协调、统一的方式来解决，恢复金融稳定的努力将从中受益。尽管恰当措施的采取无疑会因国而异，但是以前危机的经验表明，以下五条原则可以对要采取措施的范围和构想进行指导，而这些措施将形成在这特殊情势下恢复信心的基础。

(1) 要采取全面、及时和准确沟通的措施。这些措施应解决由去杠杆化压力所造成的主要挑战：提升融资的可利用性、降低融资成本和缩短融资期限以稳定资产负债表；注资以支持那些不能提供足够的贷款但基础稳健而有望成功的机构，运用公共部门的资产负债表来支撑不良资产，以促进去杠杆化过程有序进行。在执行现有或新的规定时，当局应避免使同向循环效应加剧。这些措施的目标应是明确的，操作程序应是透明的。

(2) 不同国家采取协调而统一的整套政策的目的是稳定全球金融体系，以便使其政策效果最大化而不会给其他国家带来负面效应。

(3) 在及早发现金融压力基础上要确保迅速作出反应。这需要每个国家内部的高度协调，甚至许多情况下需要跨境的高度协调。也需要一个容许潜在的一组当局采取果断行动的框架。

(4) 要保证政府的紧急干预是暂时的，纳税人的利益要得到保护。政府对其行为负有责任，

这一点对所有利益相关者都很重要，各方支持的条件应包括私人参与下行风险和纳税人享受上行福利。在承认局势的紧迫性和需要公众支持的必要性的同时，干预机制应把道德风险降至最低。

(5) 追求中期目标：一个更加稳健、更具有竞争力和更加高效的金融体系。实现这一目标不仅需要有序清理好不能自生的金融机构的问题，而且需要加强国际宏观金融稳定框架，以改善国内和全球层面上的监管和规范，也需要建立改善市场约束有效性的机制。对定价和调节信贷来说非常关键的融资和证券化市场应得到加强，包括通过集中清算组织来减少交易对手的风险。

满足这些指导原则的同时，需要采取具体行动来处理与去杠杆化相关的三个相互联系的领域：资本短缺、资产估值下降和不确定性以及融资市场功能失调。如想要有一个更为有序的去杠杆化过程，抑制这三者之间的螺旋式互动就尤为关键。

资本。保持私人部门信贷增长，即便是温和增长，同时加强银行资本率，《全球金融稳定报告》估计，在随后几年全球主要银行将需要大约 6,750 亿美元的资本。可以考虑下列措施：

- 许多金融机构发现，现阶段筹集私人资本愈发困难，当局或许需要向能够生存的机构注资。尽管完成注资有许多方法，更可取的方案是在给提供新资本的现有和新的私人股东以激励的同时，也给纳税人提供些许上涨福利。
- 尽管政治上做起来很困难，对不能生存的银行的有序清理将表明致力于塑造一个有竞争力的、资本充足的银行体系的决心。

资产。随着私人部门资产负债表剥离资产以降低杠杆率，公共部门的资产负债表的使用有助于防止“减价出售”清盘发生，因为这些做法有减少银行资本的危险。

- 其银行对证券化资产或问题资产有巨大敞口风险的国家可以考虑由政府来收购这样的资产或为这样的资产提供长期融资。这将会为财务报表的稳健带来更大的确定性。设立资产管理公司也会为这一过程提供一个合法清偿和负责的框架。

- 如在应用以市价计值的规则上容许更大程度的判断，就可以减轻以低廉的“减价出售”价格对证券估值的压力，从而避免资本需求的加速。这样的判断需要密切的监督，并辅以适当信息披露，以避免对现有机构资产负债表信心的动摇。

融资。依赖批发性融资的金融机构，尤其是在跨境市场上融资的，已经面临着严峻的、与日俱增的金融风险。中央银行因而在探索更多的方式来延长融资期限以便满足机构的融资要求。旨在加强资本和支撑资产估值的上述措施，以及为了提供流动性已经采取的措施应该会为市场的正常运行和信心的重铸提供关键支持。降低交易对手风险的进程，包括集中清理和结算安排也会起到作用。但是，过去危机的经验表明，在某些情况下，或许需要额外的措施。在极端情况下：

- 个人零售账户的存款保险可以扩大至超出正常限制的范围。然而，存款保险限制的扩大，或者，如果情况进一步恶化，全面存款保证的运用只能作为暂时的、紧急的措施，并且最好在不同国家以协调的方式进行。
- 保证可以在一段时间内暂时抵补优先和次级债务。理想的做法是，这些保证应该包含接受保证抵补机构应付的某些成本，例如，使用费、匹配测试或其他标准。

尽管这些措施构成了范围广泛的处理方式，但是这其中一些已经被不同当局付诸实践；有令人鼓舞的迹象表明它们会考虑更多的此类措施。其他积极的发展动态包括当局采取果断行动的决心和意志、资产负债表的重大调整已经展开和对重新考虑设立全球规范框架所持有的开放态度。这都为在中期将规范与激励与各种评判标准更好地结合提供了机遇。然而，当前的焦点将仍是对现行破坏力量进行抑制。

第一章

在此背景下，《全球金融稳定报告》的第一章对全球机构面临更大损失的可能性予以评估。它对金融系统中需要降低的杠杆率进行了测算，对

需要剥离的资产数额予以估算，并计算了需要筹集的资本数目。该分析总结道，为了保证恢复金融稳定和一个更加有序的去杠杆化过程，需要动用公共资源。而有序的去杠杆化过程可以避免严重信贷紧缩的局面出现。最严峻的风险仍是金融系统和实体经济之间形成的严重逆向反馈循环风险的加强。

因为美国仍处于这次金融危机的核心，第一章较详细地考察了美国的前景。美国房市的持续走弱和更大范围的经济减速导致了贷款出现了新的恶化——优质抵押贷款、商业房地产贷款、公司贷款和消费贷款拖欠率都在上升。由于违约率的高峰还未到以及加剧的市场困境，美国贷款和证券化资产的公开损失有可能增至大约1.4万亿美元，远远高于2008年4月《全球金融稳定报告》所作的估计。随着经济减缓的蔓延，金融机构会在非美国资产上面临越来越多的损失。在一些欧洲国家，这样的困难也同样由于疲软的当地住房市场而进一步加剧。

金融机构已经开始筹集资本来充实其资产负债表，这样的做法起初很成功，但是目前进一步发行债券筹资的前景更为有限，代价也更为高昂，这反映了人们对这些机构内在自生能力的信心不足。因此，第一章建议，银行业的去杠杆化过程应该从多维角度进行：需要出售资产、新资产实现趋缓增长和银行商业模式的彻底转变，因为以前的许多收入来源已经几乎消失殆尽。对许多非银行金融机构来说，类似去杠杆化的过程也在进行中，例如对冲基金，它们运用保证金融资和私人回购市场获得杠杆头寸的能力已被大大削弱。融资市场上的压力已使货币市场共同基金的赎回开始增加，进而加剧了借款公司的展期风险。这些事件影响深远的本质正逐步展现，这一点由以下事实所例证：在短短一星期之内，一个个大型、独立的投资银行纷纷从美国金融版图上消失。尽管其长期影响仍难以确定，但是金融部门有可能因此而得以巩固，新的商业模式将会出现，在可预见的未来，金融公司将以较低的杠杆率运作。

对曾经被认为是低风险的资产进行估值，由此产生的当前的不确定性已给人们判断资本是否

充足造成了困难。第一章评述道，多数市场参与者、评级机构和监管者一致认为资本缓冲资本比以前想象的高，而且，它们应建立在对风险前瞻性分析基础之上，而非对监管比率的机械执行。在某种程度上，永久性的调高资本金比率是必须的，但应分阶段实施，以免加剧目前的周期性放缓。尽管要达到更高的水平将进一步延缓正常信用状况的恢复，但这一过程仍将持续，直到2009年年末，金融机构的境况有所改善，能够支持金融业的复兴。

起初，尽管新兴市场总体上在全球金融动荡面前表现得相当具有弹性，但是它们近来受到的压力与日俱增。融资的成本更高、融资更难获得、股市已出现明显的修正，尽管是从偏高的水平开始修正的。资本外流加剧，导致国际和国内（某些情况下）流动性状况趋紧。新兴市场中的借款人和金融机构会面临更为严峻的宏观经济环境。随着全球经济增长放缓和国内通胀压力的滞后传递效应继续，新兴市场的决策者们也面临挑战——这一切都是在市场信心低迷和先期流入新兴市场的资金回吐的背景下发生的。上述情景的交织可能加快某些新兴市场经济体中国内信贷周期的下行风险，这是一个很重要的风险。

在本章的分析和前几期《全球金融稳定报告》基础之上，第一章也列出了一些对公共当局来说比以上更具体的政策影响。尽管焦点落在公共部门的职责上，但私人部门的金融机构仍旧在确定和矫正缺陷方面发挥着关键作用，以便在更加稳健的基础上进行金融干预。需要经由监管者的支持予以加强的主要因素是，

- 保持一个有序的去杠杆化过程。金融机构首先应该集中精力加强其资产负债表——吸收新的资本要比出售资产更可取。其次，确保与其商业模式相一致的充足融资来源。
- 加强风险管理系统。作为全面风险管理改善的一部分，公司应该努力在风险调整的基础上针对报酬盈利调整补偿方案，实施更强健的风险管理，更加强调补偿中的长期部分。
- 改善评估技术和汇报。实施新的《金融稳定论坛》(FSF)披露指导方针，经常进行资产评

估和及时对外披露信息会减少不确定性，也有助于提供交易对手是否稳健的信息。

- 为场外交易产品开发出更好的清算和结算机制。私人部门建设清算和结算设施以降低交易对手风险的做法应迅速向前推进，对信用违约掉期市场尤其应如此，因为结算事宜需要及时解决。对交易对手的风险暴露要收取更高的资本费用，各监管当局正对此予以考虑。

第二章

流动性风险和清偿风险共同导致了一段时期短期利差偏高，进而交易量大幅度降低，融资市场压力在空前的长时期内依然存在。第二章探讨了银行融资市场当前在银行和准银行之间分散流动性上能力不足及其对货币政策传导的利率渠道造成的影响。

本章首先指出短期利率设定程序，包括伦敦同业拆借利率 (LIBOR) 和欧元同业拆借利率，虽没有被破坏，但是加以改进是有必要的，因为据估计，伦敦同业拆借利率支撑着约 400 万亿美元的金融衍生品合同。尽管本章多数分析是在伦敦同业拆借利率最近陡然攀升之前，但是所提出的基本建议仍完全适用。在考察伦敦同业拆借利率与隔夜指数掉期 (OIS) 市场之间利差偏高的原因时，本章证实，自 2008 年年初开始，违约担忧已成为美元 LIBOR-OIS 利差的主要原因。另外，外国货币掉期利差可以解释 Euribor-OIS 和英镑 LIBOR-OIS 利差，表明美元流动性压力开始向这些货币外溢。

本章也考察了货币政策传导的利率渠道如何被本次危机所影响；考察依据三个更为长期的趋势：准银行活动的增多、批发融资市场的更广泛应用以及通过短期融资券获得更大部分融资，而非从稳定的存款中获得。尽管这些趋势大体上已使利率传导趋于稳定，但去年以来在政策利率和贷款利率建立的顺畅关系已发生了很大的变化，对美国来说尤为如此。从 2007 年中期到 2008 年 6 月，对美国和欧元区贷款利率预测的可靠性都有所下降，但是对美国来说更是有过之而无不及。

本章建议：

- 改善融资市场的基础设施。具体而言，有关 LIBOR 的计算，包括非担保定期融资的非银行来源在内的报价和更大范围的银行样本，以及发行总量数据会使人们对这些基准汇率产生更强的信心。
- 当局要更加注意信用风险和流动性风险。由于大的同业利差主要是由银行压力风险驱动造成的（包括信用风险和流动性风险），轻而易举地利用中央银行的紧急流动性不太可能缓解同业融资的既有压力。公共当局需要继续解决交易对手风险，因为私人机构发现做到这一点愈发困难。
- 对货币市场予以有限的间接支持。为了恢复银行间同业市场的功效，以传导货币政策，中央银行借贷工具需要精心设计。它们应该给市场参与者提供激励以使市场参与者在它们之间开始交易，因此容许中央银行在极端压力有所缓解时有序退出。欧洲中央银行明年年初对其担保政策的改动将是朝着这个方向迈出的一步。
- 鼓励中央银行之间进行合作和交流。最近的经验凸显了除了当地货币市场之外外汇掉期市场正常运行的重要性。尤其是，最近一轮流动性压力受到了主要中央银行的合作狙击，以解决外币融资需求。中央银行就其行动及采取行动的原因进行的经常性交流能减少不确定性。它们操作程序的持续趋同也有助于实现该目标。

第三章

自本次危机蔓延以来，公允价值会计 (FVA) 做法已经受到详细审查。第三章考察了在当前信用周期的发展和结局中，应用公允价值会计方法发挥的潜在的顺周期性的作用。

运用 5 种有代表性的金融机构的实际会计数据，本章模拟了与近来金融事件匹配的几次金融冲击的资产负债表。分析证实，凭借资产负债表上的各类资产和债务，这些金融冲击放大了估值的

周期性波动。这些模拟也对围绕公允价值会计方法作出的潜在调整予以考察，表明此类调整行为起初有望消除周期性差异，但是这样做却不能使指定的估值代表公允价值。然而，在某些案例中，例如，在流动性很差的市场上或在上涨或危机情形中，公允价值会计估值也不能反映长期基本面、现金流和风险考虑。

总的来说，本章总结道，公允价值会计的应用仍属先进，但是，需要对公允价值会计方法作出进一步改善，以减轻一些估值技术的夸大效应。主要的挑战将是充实公允价值会计框架，以使它有助于加强市场约束和金融稳定。估值的各种会计、审慎的和风险管理方法应该相互协调，以便它们共同起作用来促进金融系统的更加稳定。重要的是，这将需要在所有三个领域作出调整以保证协调一致。

政策建议如下：

- 选择性地增加估值信息。会计估值本身需要补充额外信息，例如，公允价值估值的预期差异、模型技巧和假设，这样用户就可以恰当地评估机构的风险。
- 提高资本缓冲和资本拨备。更多的资本缓冲和前瞻性资本拨备的运用将有助于不受经济周期下行风险的影响。如要防止经济周期下行的大范围冲击，模拟显示，要经得起最严重的冲击，需要设立高于市场稳定时正常水平约 30% ~ 40% 的资本缓冲。
- 提供有针对性的风险披露。公司可以考虑提供更加有针对性的报告，以满足客户的不同需求。根据预期听众的不同，高频率发布篇幅较短的报告比低频率发布篇幅较长的报告效果要好。

第四章

新兴市场 (EM) 国家虽然不在危机的前沿，但是它们在冲击效应面前表现出的脆弱性不应当被低估。第四章考察了新兴市场国家的股票市场，以评估外部 / 全球和国内 / 基本因素在多大程度

上推动股票市场估值的变化。该章证实了全球因素在解释新兴市场国家股票市场估值变化中的重要性，正如国内经济基本面一样。借助不同的关联措施，第四章发现向新兴股票市场的外溢规模已经扩大，表明对股价变动的传导渠道愈发起作用。这一点反过来又影响了新兴市场的消费和投资，尽管这些宏观金融联系不是很强，但它们可能会逐渐起作用。然而，它表明政策制订需要长期致力于增强当地金融市场的抗冲击能力。

具体而言，使市场在中期变得更加稳健的标准政策已为人们所知晓，通常包括：

- 培养更广泛和更多元化的投资者群体。鼓励多元化投资者群体的形成，包括机构投资者，例如养老基金和保险公司，这些机构会有长远的投资视野。
- 援助价格发现。通过对揭示价格或限制价格运动中的人为延误加以避免，剔除价格发现的障碍。
- 支持基础设施发展。采纳与国际最佳惯例相吻合的法律、监管和审慎规则。
- 确保股票交易所良好运营。为股票交易和新金融工具的开发配置稳健的交易环境和配套基础设施有助于资本市场的发展，尽管在改善和创新时需要适当把握轻重缓急。

* * *

从此次危机中吸取的一些政策教训正开始得以贯彻执行，更多的政策教训在付诸实施之前需要加以系统的阐述和评估。基金组织也积极参与一些相关政策的辩论，其中一些我们在上一期《全球金融稳定报告》已予以论述。我们不会将所有 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》中的政策建议都在此一一赘述，但它们仍与本期的政策建议紧密相关。基金组织将继续与金融稳定论坛合作、监督进程、帮助其成员国实施双边监督，包括实施金融部门评估规划和提供技术支持以使得它们的金融体系更健康，在全球金融风险面前表现得

第一章 评估全球金融稳定风险

全球金融系统已经历了一段前所未有的动荡。市场信心严重受挫，现今仍很脆弱，导致大的金融机构倒闭或濒临倒闭，有些是具有系统重要性的金融机构。这就要求以数十年所未有之规模对金融系统进行公共干预。受损和缺乏流动性的资产遭受的损失有增无减，使金融系统元气大伤；随着全球经济增长放缓，融资可得性及其成本充满变数，贷款组合持续恶化。单单依靠私人部门来缓解金融市场压力已变得愈发艰难，而当局实施的逐项干预也未能舒缓市场的忧虑。因此，为了使去杠杆化过程更加有序，以打破金融体系和全球经济之间的逆向反馈循环，更加全面的应对措施正在考虑和贯彻之中。这样全面的应对措施——如果国家间协调有度——应该足以使市场信心和市场的正常运行得以恢复，进而避免全球经济出现漫长的衰退期。

正如 2008 年 4 月的《全球金融稳定报告》所预期的那样，对信贷质量的担忧正在蔓延开来。在美国，随着经济放缓，信用恶化已延伸到质量更高的住宅抵押、消费和公司贷款。在欧洲，随着一些国家房价下跌、经济增长停步不前和贷款条件趋紧，压力也逐步浮现。尽管金融公司已经确认了多数与次级抵押贷款相关的损失，而潜在的、与信贷相关的更多减记却给资产负债表造成额外压力。

重组和降低杠杆率最终会造就一个更富弹性的金融体系，但是市场力量与此同时却导致混乱、过快调整进程的出现，这需要运用公共资产负债

表以恢复秩序。在这种环境下，金融公司在筹集资本以弥补损失方面面临巨大挑战，而剥离资产的努力又给价格带来下行压力。此外，人们对一些银行稳健性及其商业模式的质疑已经给金融市场造成了严重损伤，也给金融部门带来了突如其来的、偶尔与惯例不符的合并。政府主动采取的措施旨在支持一个更为有序的降低杠杆率的过程，但是该过程注定艰难、漫长，因此，可能会造成信贷缩减，从而进一步拖经济复苏的后腿。最显著的风险仍是金融系统和实体经济之间逆向反馈循环的恶化。

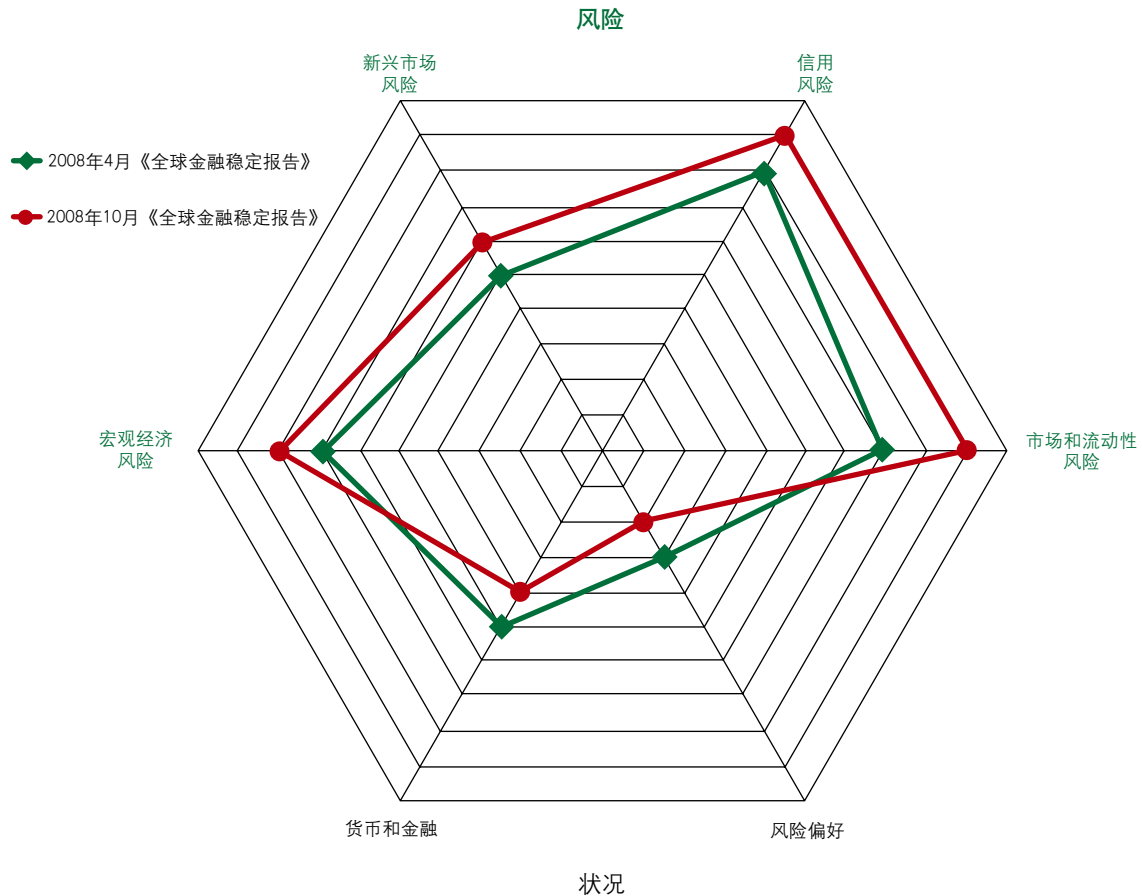
新兴市场面对全球信贷动荡表现出相当的弹性，但此时却面临更大的风险。投资者风险偏好的降低使得流向新兴市场的短期资本出现缩减，这给当地市场造成了压力，从而大幅提高了信贷成本。伴随着全球经济增长的减缓，这使得一些国家的金融环境充满了挑战。

那些仔细斟酌金融体系和广泛经济体风险平衡的政策需要继续推行，同时，可能需要采取更多措施以恢复市场信心。有效、协调的政策实施会稳定市场情绪，抑制经济下行风险，使去杠杆化过程更有序、更顺畅。这些措施能使资产价格回升，投资者给更加稳固的银行部门提供新资本的意愿也会得以恢复。这就使金融中介和信贷市场以更快的速度和更低的经济成本实现正常化。

在此背景下，第一章首先对自 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》发布以来已转化为现实的主要风险加以概述，接着又对贷款违约周期的深度和潜在损失进行了考察。第三和第四部分对成熟经济体中金融系统去杠杆化过程所带来的挑战及其更广泛的系统性影响进行了评估。第五部分对新兴市场在全球压力面前表现出的脆弱性进行了评价。最后一部分对旨在重建市场信心和完善全球市场功能的近期首选的政策进行了考量；同时也

注：本章由 Peter Dattels 领导的小组撰写，该小组包括 Sergei Antoshin、Elie Canetti、Ana Carvajal、Sean Craig、Antonio Garcia-Pascual、Kristian Hartelius、Geoff Heenan、Xiongtao Huang、Phil de Imus、Rebecca McCaughrin、Ken Miyajima、Michael Moore、Chris Morris、Silvia Ramirez、Mustafa Saiyid、Andre Santos、Narayan Suryakumar、Rupert Thorne 和 Chris Walker。

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：靠近中心表示风险较低、货币和金融状况趋紧或风险偏好降低。

考虑了加强国际金融体系和减少系统性风险的中期政策。

全球金融稳定图

自2008年4月《全球金融稳定报告》发布以来，货币和金融状况已进一步趋紧，风险偏好继续收缩。全球宏观经济风险、信用风险、市场风险和流动性风险以及新兴市场风险都有所加剧（图1.1）。

正如在上一期《全球金融稳定报告》所设想的那样，银行系统和全球经济之间逆向反馈循环

似乎有所显现，弱化的经济状况加快了信用恶化，增加了抵押贷款市场、信贷市场和融资市场的压力，而一些新兴市场的风险也增加了，而它们直到最近还表现出了相当强的抗冲击力（图1.2）。

宏观经济风险持续增加……

随着发达经济体增长减缓和新兴经济体发展势头减弱，全球经济活动正经历减速的过程。尽管今年早些时候全球经济的表现好于预期，蔓延开来的金融动荡已使国际货币基金组织调低了2008-2009年度全球经济增长的基线预测；抑制经济活动的各种力量依然存在，全球增长预期减

缓。¹ 尤其是，信贷供应预计将大幅收缩，受拖累的不单单是美国的经济增长，而且还包括其他先进经济体和新兴市场经济体的增长。在商品价格从年中高点快速回落的背景下，全球通胀风险已减弱。然而，通胀预期反复无常，新兴市场尤为如此；在经济增长放缓的情景下，这一点会给货币当局带来挑战，可能会损害它们对潜在金融稳定担心作出反应的能力。²

……信贷市场压力及其外溢效应导致金融状况进一步收紧。

放松银根给美国和英国公司融资成本带来的益处是股价下跌和信用利差扩大远不能抵消的。随着金融机构试图去杠杆化和减少风险，它们继续扩大信贷的意愿和能力都已受到抑制，这就会导致货币和金融条件趋紧。去杠杆化和降低风险的压力也对非银行金融机构（包括对冲基金和其他杠杆实体）产生了明显的冲击，导致独立券商模式寿终正寝。受金融系统和实体经济逆向反馈循环恶化的冲击，信贷供应压力会在很长时期内一直存在。

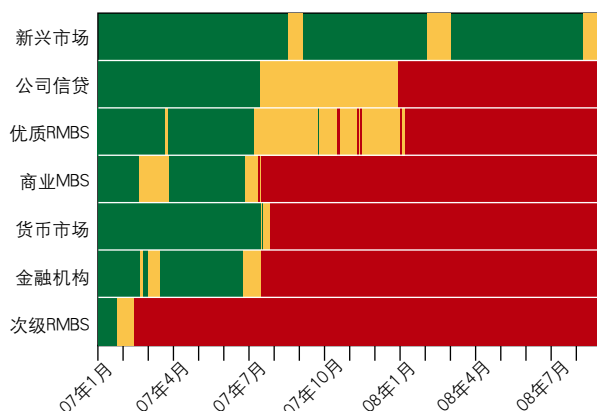
随着信贷恶化范围的扩大，系统性风险已经增加，使金融机构面临更大压力。

信用风险增加，反映了银行资产负债表遭受了持续不断的压力、更广泛信贷市场的疲弱以及股价骤然下降使得进一步筹集资本更加困难（图1.3）。由于过去对信贷缺乏规范、市场对大量资本缓冲的需求和资产划归资产负债表的可能性，美国和欧洲的金融机构继续面临巨大压力。对

1. 见2008年10月的《世界经济展望》(WEO) (IMF, 2008d)。《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》都对宏观经济风险作出了评估，但是在前者中，这些度量指标是在全球经济增长的基线预测的风险背景下考察的。《全球金融稳定报告》则包含了这些度量指标以及通货膨胀风险、经济信心和其他因素，所有这些都是从金融稳定的视角来考察的。因此，尽管《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》二者对宏观经济风险的总体描述紧密相连，但并不具有直接可比性。关于具体的度量指标，详见附录1.1。

2. 伴随早先商品价格的攀升，向商品指数基金增加了投资额度，但是我们的分析在财务状况和主要商品价格之间没有找到有意义的因果关系（见附录1.2）。

图1.2. 热图：系统性资产类别的发展



资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：该热图衡量每种资产类别的利差、价格和总收益的水平以及1个月波动性，是按相对于2004—2006年平均值的偏离程度衡量的（如利差扩大，则价格和总收益下降，波动性增加）。偏离程度以标准差表示。绿色表示标准差小于1，黄色表示标准差在1和4之间，红色表示标准差大于4。MBS=抵押贷款支持证券；RMBS=居民房屋抵押贷款支持证券。

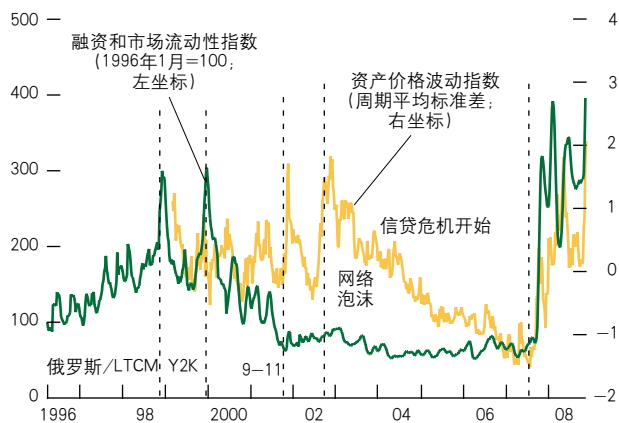
图1.3. 系统性银行违约风险



资料来源：Bloomberg L.P.以及基金组织工作人员的估计。

1. 针对15家大型综合性金融机构（LCFIs）。
2. 衡量的是被抽样的15家大型综合性金融机构每日最高违约概率。

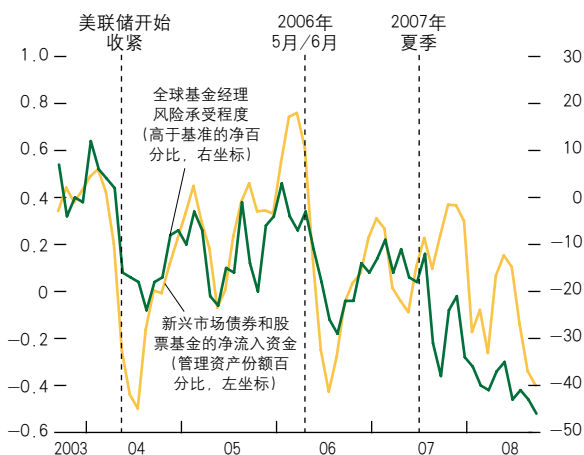
图1.4. 资产价格波动和融资以及市场流动性



资料来源：Bloomberg L.P.及基金组织工作人员的估计。

注：资产价格波动指数运用的是从股票市场指数、利率和汇率的期权中得出的隐含波动。融资和市场流动性指数运用的是政府证券收益和同业拆借利率间的利差、期限和隔夜拆借利率间的利差、货币买卖差价以及股票市场每日收益与成交量的比率。价值越高表示市场流动性状况越紧。LTCM=长期资本管理；Y2K=2000年。

图1.5. 全球和新兴市场风险资产配置



资料来源：新兴投资组合基金研究公司，Merrill Lynch及基金组织工作人员的估计。

临压力的、具有系统相关性的机构的处理方式具有不确定性，继美国主要券商破产之后，这点尤其突出。这使人们想起了全球金融机构交易对手的信用风险，最为突出的便在美国和欧洲。因此，全球金融系统已进入了危机的一个新阶段，即对清偿能力的担忧已发展到不得不投入更多的公共资源来控制系统性风险及其经济影响的地步。

尽管各中央银行纷纷采取非常规措施来抑制系统性风险，市场和流动性风险还是有增无减……

中央银行采取协调行动力图继续减少具有系统重要性的金融机构的风险。然而，融资和流动性压力仍然很高，同业利差和流动性溢价持续扩大都反映了这一点（见图1.4和第二章）。最近二者的压力更是有增无减。同业市场和商业票据市场的融资已锁定大多数隔夜展期而不是定期行为，这反映了对交易对手方信用风险和将来流动性需求的持续增加的担忧（专栏1.1）。而且，在流动性奇缺以及情况不确定的条件下，金融机构主动寻求或被迫降低杠杆率，这样它们出售资产的压力就把市场和流动性风险推高到与信用风险等同的水平。

……风险偏好继续蒸发。

更加低落的市场情绪、市场流动性的丧失和增大的宏观经济风险将风险偏好压制到非常低的水平。许多指标表明基金经理变得更加倾向于规避风险，他们增加现金配置并相应缩减风险资产（图1.5）。尽管有时候，一些投资者会谨慎地以当前价格从不良资产中挖掘价值，但是在市场有压力的时候，弃劣从优做法已是非常激烈和广泛的。展望未来，要帮助金融部门通过资产销售和减少减记来降低杠杆率，不良资产需要以底价出售。

新兴市场的综合风险已经加剧

全球金融市场去杠杆化和风险承受能力趋弱使得投资者对新兴市场资产的风险偏好有所降低，市场脆弱性也随之加剧，因此，新兴市场风险已然加大。新兴市场股市和公司债券也表现出同成

专栏 1.1. 近期金融市场的动态

本专栏描述了近期市场引人注目的发展变化，包括市场和政策制定者的反应，并评估了市场上依然存在的不确定性。

9月系统性风险上升引发了政府的全面干预，政府对金融系统进行了前所未有的重组，金融危机进入了一个新的阶段。第一，雷曼兄弟公司宣布破产，促使其余三家最大的投资银行将自己变卖出售或转型为存储机构。雷曼的破产也扩大了违约风险，减少了一个重要的金融交易对手，大幅度降低了金融衍生品市场的流动性。第二，保险财团美国国际集团 (AIG) 险些倒闭，引发人们对金融产品保险的广泛关注，促使公共部门出手相救。第三，优质货币市场基金遭遇大规模撤资，有的甚至关闭，被迫进行资产清算和资本囤积，使人们对依赖批发性融资的金融机构的生存能力产生了质疑。

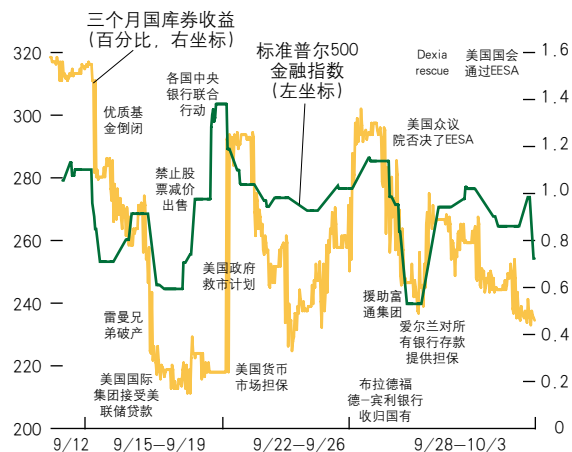
市场反应迅速、激烈而又广泛（见第一幅图）。有风险的资产被减价出售、隔夜同业拆借利率飙升，隐含美元融资成本增加，利率掉期利差扩大，违约概率增加，信用违约掉期利差急剧增大。随着全球金融条件的恶化，此前本以为能从此危机中全身而退的新兴市场也开始受到了压力。

流动性愈加稀缺，融资几乎完全转移到隔夜市场。对美元融资的需求增长显著，使得无担保融资市场上的利率迅速走高，而同时外币掉期市场上的买卖利差扩大。由于弃劣从优气氛加剧，一些美国国库券的收益暂时变为负数，做市活动大幅下降。随着对交易对手风险担忧的加剧，信用违约掉期市场变得流动性匮乏，使得投资者很难去对冲头寸避险。

对货币市场基金挤兑的开始使得许多基金将其投资限制在期限非常短、却相对安全的担保产品上。部分投资于公司债和资产抵押证券的优质货币市场基金一周之内遭遇了3,200亿

注：本专栏的主要作者是 Rebecca McCaughrin。

近期市场动态的时间轴



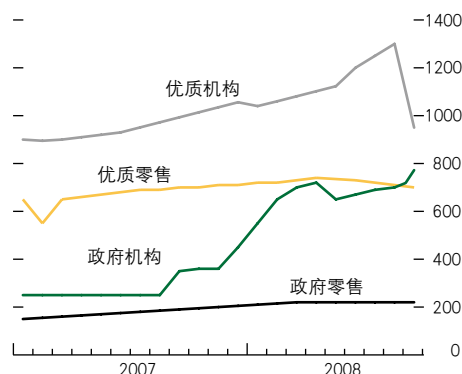
资料来源：Bloomberg L.P. 和基金组织工作人员的估计。

注：EESA=紧急经济稳定法案。

美元的赎回，那些没有母银行外部支持的基金受到的威胁更为严重（见第二幅图）。结果，它们无力提供平时每天所供应的近 2 万亿美元贷

美国货币市场的基金资产管理

(10亿美元)



资料来源：iMoneyNet; JPMorgan Chase & Co. 和基金组织工作人员的估计。

专栏 1.1 (续)

近期中央银行和政府的救市行动

	美国	欧元区 ¹	英国 ¹	其他国家和地区 ¹
2008年9月14日	美联储为一级交易商信贷工具和定期证券借贷工具 (TSLF) 扩大合格担保, 增加第二阶段 TSLF 拍卖的频率和规模, 减少对银行和券商之间交易的限制			
2008年9月15日	700 亿美元隔夜回购	300 亿欧元的隔夜回购	50 亿英镑为期 2 天的回购	其他中央银行增加流动性供给, 其中包括日本 (1.5 万亿日元) 和澳大利亚 (21 亿澳元)
2008年9月16日	美联储向美国国际集团 (AIG) 提供为期两年的 850 亿美元的信用额度; 500 亿美元隔夜回购和 200 亿美元为期 28 天的隔夜回购	700 亿欧元的隔夜回购	200 亿英镑为期 2 天和 50 亿英镑为期 3 个月的回购	其他中央银行增加流动性供给, 其中包括日本 (2.5 万亿日元)、瑞士 (7.264 亿瑞士法郎) 和澳大利亚 (17 亿澳元)
2008年9月17日	财政部宣布向美联储增加融资项目, 拍卖 400 亿美元专用现金管理票据	1,500 亿欧元为期 7 天的回购	英格兰银行 (BoE) 制订“特殊流动性计划”	其他中央银行增加流动性供给, 其中包括日本 (3 万亿日元) 和澳大利亚 (43 亿澳元)
2008年9月18日	美联储将其与主要中央银行间的临时性互惠货币协议扩大了 1,800 亿美元; 50 亿美元为期 14 天和 1,000 亿美元的隔夜回购; 财政部拍卖 600 亿美元债券实施补充融资方案	250 亿欧元和 400 亿美元的隔夜回购	140 亿美元和 660 亿英镑为期 7 天的回购	其他中央银行增加流动性供给, 其中包括日本 (2.5 万亿日元)、瑞士 (100 亿美元) 和澳大利亚 (28 亿澳元)
2008年9月19日	美联储宣布计划向银行贷款以使其一次性购买资产支持商业票据 (ABCP) 和机构贴现票据 (DN); 美联储收购 80 亿美元的机构贴现票据并进行 200 亿美元为期 3 天的回购; 财政部提出了 7,000 亿美元不良资产解决方案, 宣布为货币市场基金进行担保的方案, 为补充融资方案拍卖 600 亿美元债券。美国证券交易委员会 (SEC) 加强了对金融股票净空头寸买卖的限制	400 亿美元为期 3 天的回购	英国金融服务局加强了对金融股票的净空头寸买卖的限制; 英格兰银行实施了 210 亿美元为期 3 天的回购	其他中央银行增加流动性供给, 其中包括日本 (3 万亿日元)、瑞士 (100 亿美元) 和澳大利亚 (19 亿澳元); 许多监管机构都对股票卖空交易加以限制
2008年9月22日	美联储实施 200 亿美元隔夜回购	欧洲中央银行 (ECB) 实施 250 亿美元为期 28 天的回购	英格兰银行实施了 260 亿美元的回购	
2008年9月23日	美联储实施 200 亿美元为期 28 天的回购并购买了 20 亿美元的机构贴现票据 (DN)		英格兰银行实施了 300 亿美元的回购	
2008年9月24日	美联储扩大了与澳大利亚中央银行和北欧中央银行的临时性互惠货币协议; 实施了 250 亿美元的隔夜逆向回购	500 亿欧元为期 84 天的回购	英格兰银行实施了 300 亿美元的回购	
2008年9月25日	美联储实施了 220 亿美元的隔夜逆向回购		英格兰银行实施了 350 亿美元的回购	
2008年9月26日	美联储实施了 260 亿美元为期 3 天的逆向回购, 并收购 45 亿美元的机构贴现票据 (DN)		英格兰银行实施了 100 亿美元的隔夜回购和 300 亿美元为期 7 天的回购	

近期中央银行和政府的救市行动（续表）

	美国	欧元区 ¹	英国 ¹	其他国家和地区 ¹
2008年9月28日		通过一项紧急援助方案，比利时、荷兰和卢森堡政府将分别向富通集团注资112亿欧元购买了富通集团49%的股份。德国向Hypo地产提供了350亿欧元的信用额度	布拉德福德—宾利银行(B&B)被国有化；Santander银行以6.12亿英镑收购了布拉德福德—宾利银行的分支机构和存款业务	
2008年9月29日	美联储将国外中央银行的外汇掉期额度从2,900亿美元提高到6,200亿美元，把为期84天的定期拍卖工具(TAF)的规模从250亿美元提升至750亿美元，并引入了远期定期拍卖工具	欧洲中央银行实施1,200亿欧元为期38天的回购	英格兰银行实施了100亿美元的回购	冰岛政府收购了Glitnir银行75%的股份
2008年9月30日	美联储实施了200亿美元为期28天的回购	爱尔兰政府对所有存款、抵补债券、优先债务和过期次级债务提供担保(至2010年9月)；Dexia银行接受了比利时和法国政府和主要股东60亿欧元的注资。欧洲中央银行实施了1,900亿欧元为期7天的回购	英格兰银行实施了100亿美元的回购	
2008年10月1日	美联储实施了200亿美元的隔夜逆向回购		英格兰银行实施了75亿美元的隔夜回购和134亿美元为期7天的回购	
2008年10月2日	美联储实施了250亿美元的隔夜逆向回购	希腊政府向所有银行存款提供担保	英格兰银行实施了89亿美元的回购	巴西中央银行放宽了对存款准备金的要求
2008年10月3日	国会批准了7,000亿美元的救助方案。财政部授权收购不良资产。联邦储蓄保险公司暂时允许向财政部无限借贷。联邦存款保险的上限暂时从原来的10万美元提高到25万美元；美联储可以向存款准备金支付利息。美国证券交易委员会授权暂停按市价计值的会计准则。美联储实施250亿美元为期3天的逆向回购	欧洲中央银行允许更多银行参与计划外现金拍卖；荷兰政府以168亿欧元收购富通在荷兰的全部业务；欧洲中央银行拍卖了500亿美元的隔夜回购并以1,940亿欧元吸纳流动性快速投标	英格兰银行为每周的长期回购操作提供合格担保品，包括3A评级的资产支持证券和评级很高的资产支持商业票据，实施82亿美元的隔夜回购和300亿美元为期7天的回购	俄罗斯中央银行向合格银行提供为期6个月的无担保贷款，同时也采取了其他措施
2008年10月5日		允诺给Hypo地产的350亿欧元的救助方案被撤回		

资料来源：JPMorgan Chase & Co.和各国当局。

1. 美元操作是美联储定期拍卖工具(TAF)的扩大。

专栏 1.1 (续完)

款，给依赖于批发性融资的金融机构和需要再融资的非金融公司造成了很大的困难。

全球各中央银行迅速采取行动向金融机构包括优质货币市场基金提供流动性(见表)。¹ 流动性支持还附带其他形式的政府支持和监管行动。在没有私人机构愿意出手相助时，美联储向美国国际集团提供 850 亿美元的两年期贷款，这是在美国财政部设立补充融资计划下实施的。除此之外，美国政府宣布对货币市场基金提供担保计划，保护投资者免受损失。许多国家的监管者对股票卖空加以限制，以努力阻止金融机构股价急速下跌。最后，美国政府提议用不良资产救助计划 (TARP) 来收购金融机构的不良资产以减轻资产负债表的压力。

在政府采取这些救市措施之后，市场状况仍喜忧参半。流动性支持有助于降低隔夜借款的成本，但是，注入大量流动性的结果是使有效隔夜政策利率经历了即日大幅波动，增加了非美国市场参与者的美元融资需求，也扩大了短期资本经营者完成融资的延缓期限。定期融资成本仍居高不下，分层变得愈加明显，这反映了对交易对手风险和将来流动性需求的担忧。其他市场状况，包括全球主要股票指数、主要金融公司的信用违约掉期利差、海外市场

1. 此外，金融公司联合起来设立公共基金为彼此提供担保借贷，以便能获得比中央银行提供的范围更广和期限更长的担保。

短期美元借贷利率和新兴市场资产尽管仍面临压力，但与极端困难时期相比，压力已有所缓解。

市场前景仍面临很大的不确定性，致使市场信心脆弱。第一，帮助金融机构处置不良资产的政府计划的范围仍未确定。第二，几个大的信贷事件同时发生正考验着解决信用违约掉期利差的基础设施。市场参与者对它们交易对手在市场上的信息披露状况仍进行了评估，发现对方既非自动也非透明。一些交易对手在辨别、交易、补偿和重建仓位方面面临逻辑性风险，而另一些交易对手在信用披露方面或许面临衰弱损失。第三，随着现在(和将来可能的)破产程序接踵而至，市场仍可能发生资产无序出售。第四，尽管政府行为或许可以加快降低杠杆率的过程，但不会消除银行在未来几年继续降低杠杆率和补充资本的需求。第五，尽管对主要独立券商的商业模式的可行性已经有所定论(否定的方式)，有关其他金融商业模式的不确定性仍然存在，包括，金融保险商，非多元化抵押贷款发起人和服务商和特定种类的货币市场基金。最后，关于政策当局如何在把道德风险降至最低和防止系统性风险之间找到平衡点，市场对此仍旧充满了变数，这将使政策制定者向市场发出他们意图的明确信号的能力复杂化。

熟信贷市场类似的下行轨迹，主权和公司债务违约概率也有所增加。资本外流的加剧引发国际流动性趋紧，某些情况下，国内流动性也深受其影响。各经济体的脆弱性也不尽相同，但是那些对短期资本流入高度依赖或依靠国际融资的杠杆率较高的银行体系的经济体就会特别脆弱。另外，全球经济增长减速也加快了国内信贷周期的下行，违

约率也随之上升。尽管对通胀的担忧在过去几个月已有所减少，但是一旦通胀预期变得根深蒂固，通胀波动性的激增会导致某些当地市场的金融动荡，减少在全球风险已经增大的情况下的政策灵活性。然而，许多新兴经济体所拥有的大规模储备缓冲和外贸顺差以及稳健的政策将继续使其在全球金融压力下表现出抗冲击力。

违约周期

信贷违约周期的深度和广度将是金融系统今后所面临压力的一个关键的决定性因素。本部分评估了主要美国和欧洲信贷市场的近期表现以及美国各类贷款违约周期的发展轨迹。基本案例表明美国居民住房抵押贷款的注销率（早已处于历史高点）将继续攀升而消费贷款将超过历史纪录，公司和商业房地产（CRE）贷款将达到多年来的高点（图 1.6）。³ 结果表明金融机构将面临更大损失，远远超过 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》近乎 1 万亿美元的估计。美国经济衰退的时间会更长、影响深度更深，房价跌幅会更大，借贷条件也会持续更长时间，在这种经济压力更大的情景下，商业房地产和公司贷款的注销率会上升至接近历史高点，相应损失也将加大。⁴

高度杠杆化的美国家庭面临来自资产净值下降和信贷条件趋紧的双重压力。

由于房价下降、就业条件恶化和油、食品价格上涨，家庭资产负债表和实际可支配收入遭遇压力，而在此之前，美国抵押贷款负债和房屋资产的堆积已达到近几年来前所未有的水平。2008 年上半年，美国家庭净资产出现了自 2003 年以来的首次同比下降，这主要是由房地产和金融资产增长的停滞造成的（图 1.7）。⁵

房屋价格下降和经济减缓使高质量的抵押贷款面临被弱化的危险。

美国居民房屋抵押贷款正经历历史无前例的信

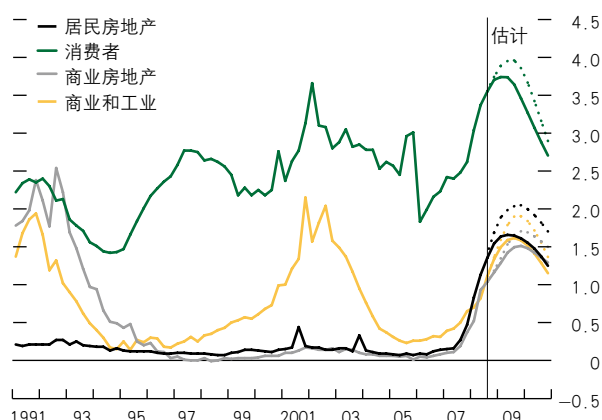
3. 注销是从银行账本上剔除的贷款，用贷款损失准备金来支付。剔除的贷款是那些由于破产或违约无法收回的贷款。注销率是总注销量减去收回的贷款与一个季度贷款余额平均水平的比率，按年加以折算。

4. 计量结果详见附录 1.3 之专栏 1.6。除了表 1.1 中的假设之外，在基本案例中，银行借贷标准预计在 2008 年第四季度收得最紧。我们压力案例假设借贷标准在相当长的一段时期内仍将收得很紧。该情景分析只适用于全部贷款（非证券）。

5. 与之形成鲜明对比，20 世纪 90 年代初的经济减缓期间，家庭净资产增长有所减缓但没有下降，尽管当时出现了存贷危机。在 2000 年开始的经济减缓期间，净资产下降，主要是因为股票价格的下跌。

图1.6. 美国贷款的注销率

(贷款余额所占百分比；年利率)

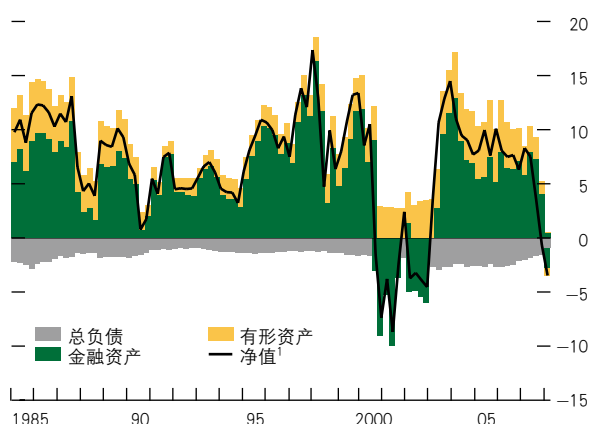


资料来源：美联储和基金组织工作人员的估计。

注：虚线为压力情况的估计。

图1.7. 美国家庭资产负债表：净值

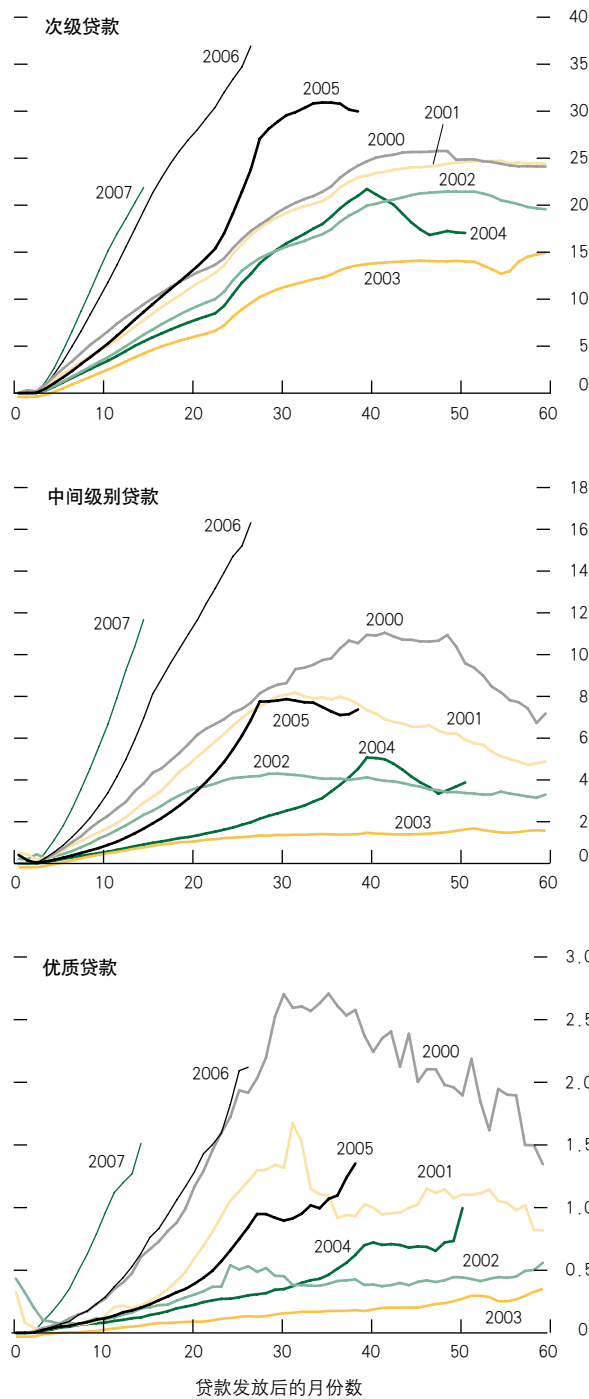
(每年对净值增长贡献的百分比)



资料来源：美联储和基金组织工作人员的估计。

1. 净值的同比百分比变化。

图1.8. 美国按发放年份划分的抵押贷款拖欠率
(60天以上的拖欠、占初始贷款余额的百分比)



资料来源: Merrill Lynch 和 LoanPerformance。

用恶化。自上一期《全球金融稳定报告》发布以来,美国次级抵押贷款和 Alt-A 级抵押贷款的违约已经进一步上升,家庭取消抵押品赎回权创历史新高,尤其是在住房价格跌幅最大的地区(图 1.8)。作为对这种信贷恶化的反映,银行注销率已经上升,非机构抵押贷款相关证券(尤其是 Alt-A 级和高级次级档)的价格继续下降(图 1.9)。同时,不规范的优质贷款(“大额”)也面临着更严格的借贷标准,更高的抵押率和更有限的证券化潜力使得它们更难去进行再融资。政府资助企业(GSEs)和联邦住宅管理局(FHA)的对合格贷款限制的放宽并没有减轻该部门的压力。合格抵押市场已从政府资助企业(和更明确的政府保障)的证券化过程中受益,但是更广泛的抵押市场也面临着同样的周期性压力,这将导致优质抵押贷款的违约率上升。

尽管美国住房部门可能在 2009 年某个时候见底,房价的持续下降和增长乏力有可能使违约周期深化和扩大。更加趋紧的借贷标准、回落的住房价格和更低的价值回归将共同导致居民住房抵押贷款的注销率由当前的 1.1% 增长到 2009 年中期的 1.9%,而今后直到 2010 年将始终处于高位(图 1.10)。

家庭资产负债表的压力预示着消费贷款的恶化。

美国消费贷款的注销率已经上升。另外,随着消费者在抵押贷款和其他成本更高的情形下利用信贷额度来支持消费,市场压力将明显增长。况且,用降低之后的住房权益贷款来支付更高利率的信用卡贷款的首付能力已经减弱,表明有些消费者被迫从担保抵押贷款转到了高成本、无担保的信用卡贷款。⁶ 然而,由于借贷标准收紧,这类信贷的可利用性会有所下降。我们的分析表明,趋紧的银行借贷标准和经济增长减缓有可能使得消费贷款的注销率在 2009 年年初上升到 3.9%,稍高于 2002 年高峰时的水平,2010 年会降至更加正常的水平(图 1.11)。这种压力情景下,注销率攀升至 4% 以上。

6. 银行迄今为止已经适应了这一增长,部分因为信用卡证券化在去年仍旧相对稳健。

美国消费者面临的压力也导致商业房地产贷款信用的弱化。

随着弱化了了的消费基础开始拖累零售和公寓部门，美国商业房地产贷款的注销率已经达到近十年来的高点。如同其他贷款种类一样，近期发放的贷款（2006–2007年）的信用恶化情况已更加明显，因为它们保险标准更低（例如，贷款价值比率和还本付息保障率更高）。经济计量分析表明私人消费严重影响了商业房地产的注销率。注销率在2009年年末可能上升至17年来的新高达到1.7%，或者在我们的压力情景下达到1.9%，在未来一段时间仍处于高位，但仍会低于20世纪90年代初期的水平。

信贷趋紧给杠杆化的公司和中、小型企业带来压力，而非金融投资级公司的信贷渠道仍相对宽松。

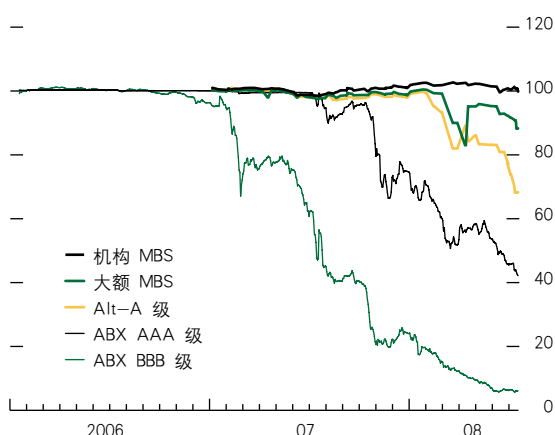
日益虚弱的经济环境已经导致公司信用恶化，对那些与消费者紧密相关的公司更是如此。在过去几年，杠杆收购交易的信用质量已有所恶化，正如该领域降低评级与调高评级的比率增长所表明的那样。⁷ 杠杆贷款在二级市场上的流动性仍不足，银行和担保贷款凭证的经理们正出售贷款，尽管损失巨大。其中一些出售给了私人股本公司，这些公司受到了较低价格和卖家为收购提供融资的激励。因此，杠杆贷款已从2007年中期峰值时的3,040亿美元下降到700亿美元，解除了给资产价格造成潜在压力的一个根源。

高收益公司债券的发行已经显著慢了下来，公司在它们的商业票据凭证上正面临着融资渠道变窄、利率上升和期限变短的困难。随着周期开始转换，违约率开始上涨，涨到2.5%。本年9月中期，全球范围内，有57家公司债券发行商已经违约，而2007年全年才有22家。⁸ 现在的趋势与我们的基线预测大体相符。（4%~6%的美国高

7. 最近杠杆贷款上更加明显的恶化可能最终发生，因为“低门槛”协议可能已经抑制了贷款人早期所进行的干预。

8. 在美国，评级机构就高收益债券所做的调高评级和调低评级的比率处于四年来的最低水平。

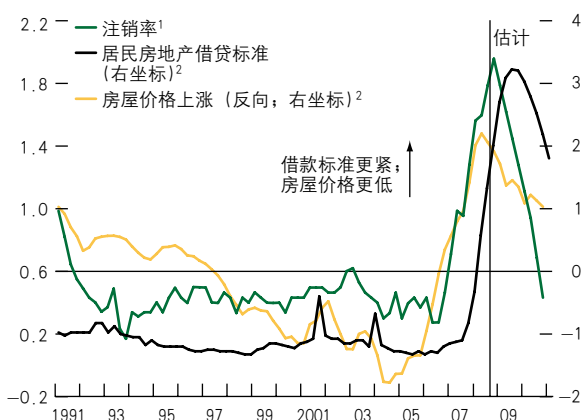
图1.9. 美国与抵押贷款相关证券的价格 (美元)



资料来源：JPMorgan Chase & Co.和Lehman Brothers。

注：ABX=与抵押贷款相关的资产支持证券的信用违约掉期指数；MBS=抵押贷款支持证券。

图1.10. 美国居民房地产贷款注销率 (百分比)

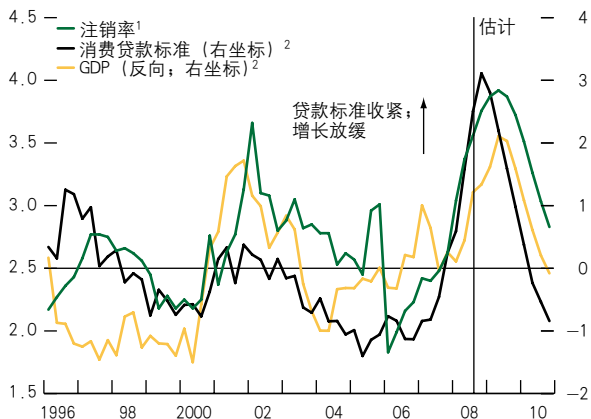


资料来源：美联储、S&P Case-Shiller和基金组织工作人员的估计。

1. 贷款余额的百分之一，年化利率。

2. 从1991年第一季度到2010年第四季度标准化的系列。

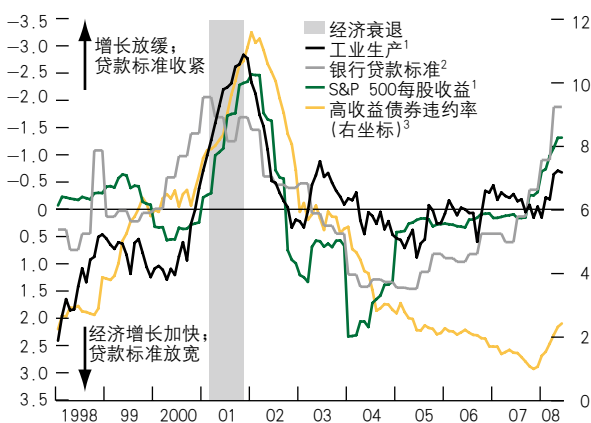
图1.11. 美国消费贷款的注销率
(百分比)



资料来源：美联储、经济分析局和基金组织工作人员的估计。

1. 贷款余额的百分之一；年化利率。
2. 从1996年第一季度到2010年第四季度标准化的系列。

图1.12. 宏观经济和公司指标与违约率
(百分比)



资料来源：经济分析局、美联储、JPMorgan Chase & Co.、Merrill Lynch、Moody's国家经济研究局和基金组织工作人员的估计。

1. 同比变化；标准化；倒标度。
2. 净调查余额；标准化。
3. 按发行人加权。

收益债券违约率) (图 1.12),⁹ 而且, 趋紧的银行贷款标准将使中、小型公司受到挤压, 使它们更加依赖直接从银行借贷而非从资本市场融资。尽管投资级非金融公司有持续强健的资产负债表, 商业和工业贷款的注销率已经上升到了 2004 年以来的最高水平。我们分析表明, GDP 增长放缓和借贷标准趋紧到可能把 2009 年第二季度的注销率从 0.7% 提高到 1.7%, 仍然稍低于 1990-1991 年和 2001 年经济下滑时的水平。只有在压力情景下, 它们才能达到之前的峰值水平。

已经进行了大量的减记, 但是仍有许多要进行……

据我们估计, 美国发行的全球股票和担保抵押、消费和公司债务的减记总量已达到 1.4 万亿美元 (4 月时为 9,450 亿美元), 这主要是由标准抵押贷款和公司债务 (表 1.1) 的损失远远超过预期, 以及相关证券的利差变大造成的。¹⁰

从美元的角度而言, 当前信贷危机的规模有可能超过过去二十年所发生的金融危机, 相对于 GDP 来说是非常大的, 尽管损失更广泛地分布在不同的国家和机构之中。本阶段最终的财政损失仍高度不确定, 而且仍有赖于相关政策 (图 1.13)。

原本集中于次级抵押贷款的危机已经外溢, 对经济前景产生了更为广泛的负面影响。随着公司债务和优质居民住房抵押贷款市场的进一步恶化, 减记也有所增加。金融部门的发展使得高级和低级公司债务明显弱化, 而非金融部门, 例如, 工业和公用事业部门也开始趋弱。¹¹ 优质居民住房抵押贷款市场已经受到这些因素的综合影响, 尤其包括失业率升高和美国房价下跌。受这些因素影响最为严重的是信誉较差的抵押贷款的借贷人。

尽管去年减记行动进行得如火如荼, 但在报道减记额和估计减记额之间仍有相当大的差距。报道减记额在 9 月底高达 7,600 亿美元, 其中 5,800

9. 详见 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》专栏 1.1 (IMF, 2008a)。

10. 估计损失和注销率的方法论在附录 1.3 中有更为详细的讨论。这些估计中没有包括其他地区的贷款和债券损失。

11. 由雷曼兄弟倒闭带来的潜在损失也包括在我们对公司债务损失的估计之中。

表1.1. 对金融部门潜在减记的估计
(10亿美元)

	美元贷款减记额的基础方案估计			美国贷款的减记额				
	余额	4月估计损失	10月估计损失	银行	保险	养老金/储蓄	GSEs和政府	其他 (对冲基金等)
次级	300	45	50	35-40	0-5	0-5	—	10-15
中间级	600	30	35	20-25	0-5	0-5	—	5-10
优质	3,800	40	85	25-30	0-5	0-5	45-55	0-5
商业房地产	2,400	30	90	60-65	5-10	0-5	—	10-20
消费贷款	1,400	20	45	30-35	0-5	0-5	—	10-15
公司贷款	3,700	50	110	80-85	0-5	0-5	—	25-30
杠杆贷款	170	10	10	5-10	0-5	0-5	—	0-5
贷款总额	12,370	225	425	255-290	5-40	0-35	45-55	60-100
	有关证券按市价计值的基础方案估计			证券损失				
	余额	4月按市价计值的估计损失	10月按市价计值的估计损失	银行	保险	养老金/储蓄	GSEs和政府	其他 (对冲基金等)
ABS	1,100	210	210	100-110	40-45	35-55	10-15	10-25
ABS CDOs	400	240	290	145-160	55-75	30-45	15-20	15-30
优质MBS	3,800	0	80	20-25	10-15	10-20	20-25	0-5
CMBS	940	210	160	80-90	20-25	15-35	10-20	15-20
消费ABS	650	0	0	—	—	—	—	—
高等级公司债务	3,000	0	130	65-75	20-30	20-35	—	5-20
高收益公司债务	600	30	80	45-50	10-15	15-20	—	5-15
CLOs	350	30	30	15-20	0-5	0-5	—	5-10
证券总额	10,840	720	980	470-530	155-210	125-215	55-80	55-125
贷款和证券总额	23,210	945	1,405	725-820	160-250	125-250	100-135	115-225

资料来源：Goldman Sachs、JPMorgan Chase & Co.、Lehman Brothers、Markit.com、Merrill Lynch以及基金组织工作人员估计。

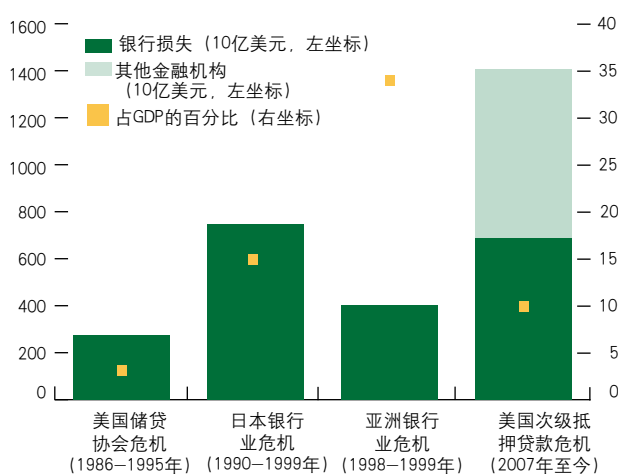
注：优质居民住房贷款种类包括政府资助企业支持抵押证券的一部分。ABS=资产支持证券；CDO=担保债务凭证；CLO=担保贷款凭证；GSE=政府资助企业；CMBS=商业房地产抵押贷款支持证券；MBS=抵押贷款支持证券。

亿美元是由全球性银行造成的(图1.14)。¹² 不出所料，损失大多是与抵押贷款相关的，主要是由美国和欧洲银行承担，亚洲损失有限。同时，为公司贷款和杠杆贷款未来的损失而提取的准备金已经增长，有关贸易活动和债券保险商风险暴露的进一步减记也已经开始。

迄今为止，非银行机构遭受了至少1,800亿美元的损失。保险公司报告现今与信贷相关的损失为1,000亿美元(其中有200亿美元是债券保险商报告的)。政府资助企业进行的减记额大概是200亿美元，但是在本轮信贷周期，可能继续上升到1,150亿美元。对冲基金和其他市场参与者

12. 单个银行的减记比预计的要高一些。这似乎主要是由下列一个或多个因素导致：(1) 对问题贷款或债券的风险暴露过早不完整的披露；(2) 过多地持有贷款损失准备金，直至到期；(3) 信贷市场上子公司出售和重组带来的损失；(4) 交易和执行中的损失，或许是由于杠杆风险暴露。

图1.13. 金融危机的比较

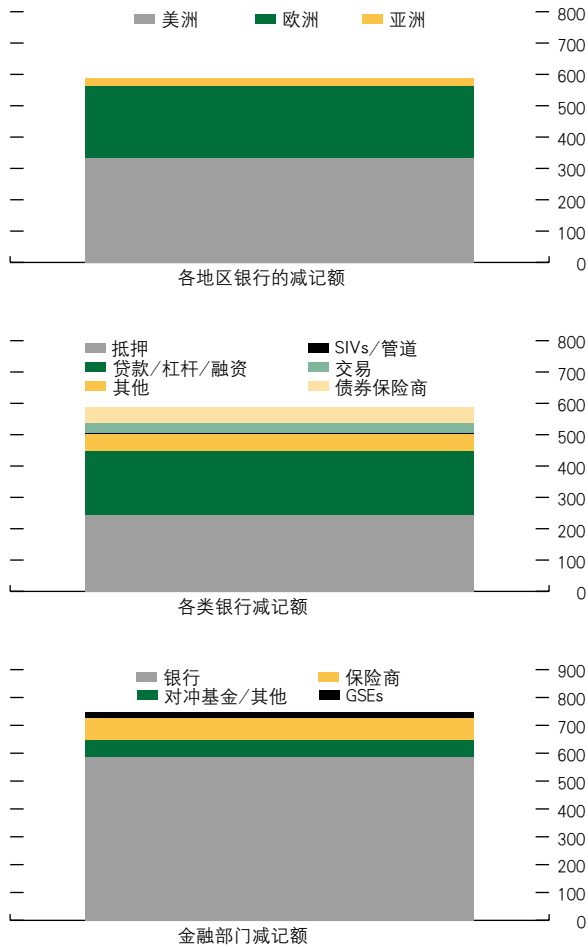


资料来源：世界银行以及基金组织工作人员的估计。

注：美国次贷危机成本是工作人员从表1.1中得出的银行和其他金融机构的估计损失。所有成本均按2007年实际美元计算。亚洲包括印度尼西亚、马来西亚、韩国、菲律宾和泰国。

图1.14. 金融部门损失

(10亿美元; 2007年第二季度至2008年8月)



资料来源: Bloomberg L.P.和基金组织工作人员的估计。
注: SIVs=结构性投资工具; GSEs=政府资助企业。

表1.2. 对潜在贷款损失的估计

(10亿美元; 2007年第二季度至2008年8月)

	余额	基础方案	压力情景	差额
所有住户	4,700	170	210	40
商业房地产	2,400	90	100	10
消费贷款	1,400	45	50	5
公司贷款	3,700	110	130	20
杠杆贷款	170	10	15	5
贷款总额	12,370	425	505	80

资料来源: 基金组织工作人员的估计。

注: 该分析每种贷款种类运用具体的借贷标准指数, 其假设在附录1.3的专栏1.6中有所论及。

估计损失了600亿美元。养老基金和储蓄机构损失的具体数额仍无法得到。至少55%的已知潜在损失(在我们的基础案例中)已经得到金融机构的承认。

……在压力更大的情景下, 损失额可能继续增加。

在压力情景下, 多数贷款种类都可能遭受更大的损失(表1.2)。¹³ 最高注销率(比我们基线预测的情景要高出30到50个基点)将转化成银行贷款的损失, 损失大概要高出20%(800亿美元)。如果证券化债务价格为负, 损失可能会更大。

在欧洲, 高杠杆率和下跌的房价预示着一些抵押贷款市场上恶化的信贷质量。

倘若信贷质量恶化和非美国贷款减记额上升, 全球损失可能会更高。一些欧洲经济体的基本面已经开始恶化, 因为它们的房价上涨已明显减缓或出现负增长, 借贷标准趋紧和抵押率已经上升。与抵押贷款相关证券和其他资产支持证券的拖欠率已经开始上升, 尽管它们会因部门、发行年份和担保类型而有所不同。英国与抵押贷款相关资产的担保履约已成为历史上最差的了, 因为一级市场不活跃, 二级市场流动性差(评为AAA级的证券例外)相关证券的利差继续扩大。

同美国一样, 英国家庭住房部门也是杠杆化程度很高, 现今正历经同样的去杠杆化和房价下

13. 关于情景分析, 详见附录1.3。

跌的周期(图 1.15)。迄今为止,抵押欠款已从历史最低水平开始缓慢上升,银行抵押贷款的注销额仍很低。¹⁴ 然而,房价迅速下落,欠款和损失可能成数倍增长。我们的分析表明,英国违约率不可能突破其在 20 世纪 90 年代初期达到的历史最高水平,而抵押贷款损失率可能要比美国低得多(图 1.16)。¹⁵ 而且,鉴于英国非优质贷款的市场份额比较小,非优质贷款损失造成的影响也不会不那么明显。

西班牙家庭住房部分在近几年也经历了显著的杠杆化过程,家庭债务与家庭可支配收入的比率已超过欧元区的平均比率,正接近美国的水平。可疑贷款也在上升,尽管是从历史上低水平开始上升的。¹⁶ 然而,如同在欧洲其他地方住房市场有类似的上涨一样,其银行对借贷业务变得更加谨慎,因为欧元区抵押借贷出现同比下降。

金融系统去杠杆化

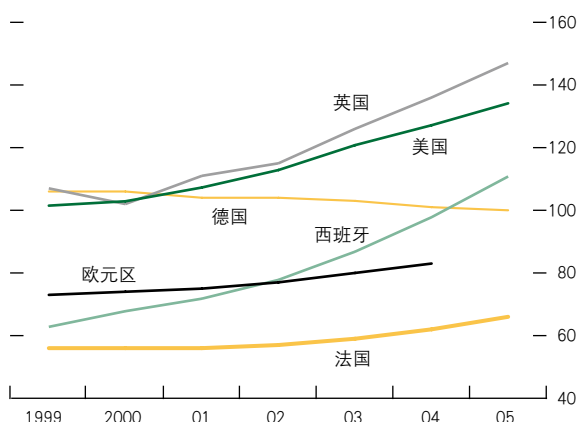
本部分对金融系统去杠杆化过程中的困难和长期性及其对实体经济的影响进行了考察。金融系统划时代意义的重组在很大程度上是由市场压力诱发和加速的。金融机构在过去六个月被迫作出大幅调整,其过程有时有些无序进而加剧了系统性“余震”。美国主要券商都不再以先前的模式存在了,要么破产,要么转为存储银行或被存储银行并购。此外,金融系统已筹集了大量资本。银行已拓宽其融资渠道来弥补不能正常发挥作用的证券化和同业融资市场的缺陷。一些银行已经出售流动性资产和吸收表外结构性投资工具和管道,而同时试图减少资产负债表风险和加强流动性缓冲。其他银行则允许非流动性资产到期剥离,但

14. 这些数据可能低估了实际水平,因为它们将一些专门在不规范市场从事经营的借贷者排除在外,而许多不规范市场已经历到了困难并相应地缩减了业务。

15. 这些估计假设,2009 年,房屋价格同比下降 15.5%,GDP 增长率同比下滑 0.6%,失业率仍旧稳定在 5.8% 的水平。

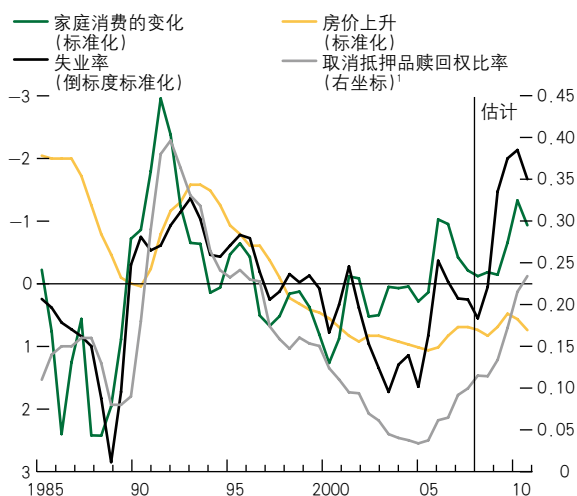
16. 西班牙各大银行的不良贷款已从 2007 年年底时占总贷款的 0.6% 增加到 2008 年 6 月的 1.1%。不良贷款比率是西班牙五家最大银行的未加权平均数。至于全球住房市场发展的评估,请见 2008 年 10 月《世界经济展望》的专栏 1.2 (基金组织,2008d)。

图 1.15. 家庭债务占可支配总收入的比率 (百分比)



资料来源: Banco de España、Datastream、Eurostat 和基金组织工作人员的估计。

图 1.16. 英国取消抵押贷款赎回权情况 (百分比)



资料来源: 英格兰银行、HBOS、英国国家统计局和基金组织工作人员的估计。

1. 占贷款总额的百分比。

这需要时间，因为不良资产的平均期限为4~5年。

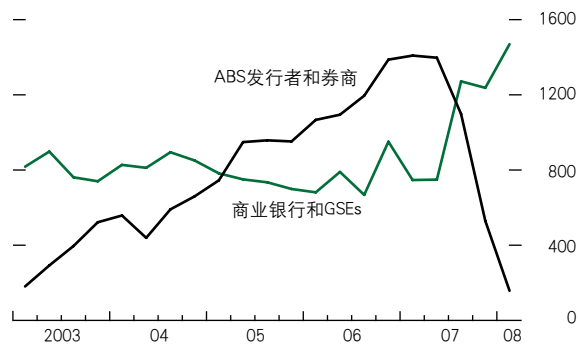
去杠杆化过程可能持续到2010年之后。¹⁷ 随着某些准银行实体的收缩、倒闭或被收购和信用被再中介化，以及公司对预先商定的信用额度的利用，银行资产负债表面临扩张的压力。¹⁸ 对证券化市场的信心仍没有恢复，监管者、信用评级机构和市场正在进行重新评估：银行是否和如何继续重组以应对本次危机中暴露的风险。去杠杆化的速度取决于经济和房市下滑的深度、银行重组活动和重建利润的范围以及投资者向银行提供新资本的意愿。倘若情况改善比预期的快，去杠杆化过程将更加顺利，信贷的供给也将受到较少的制约。

去杠杆化过程已超出银行系统并波及到其他杠杆化的金融机构，例如，对冲基金和其他准银行实体。其波及将通过对高度杠杆化并且资本率低的结构调整和/或严重依赖短期融资来给长期资产提供资金来实现。¹⁹ 自2007年中期以来，从美国资产支持证券的发行者和主要券商的资产收购过程的缩减中可以观察到去杠杆化过程(图1.17)。

涉及信贷和资产负债表规模的资本需要增加，但是应增加到什么水平？

监管者、评级机构和投资者运用不同的度量标准来评估银行资本充足率，这些措施已经影响了银行筹集资本的数量和形式。新巴塞尔机制强

图1.17. 美国金融公司净收购的金融资产
(年利率10亿美元，四个季度的移动平均值)



资料来源：美联储和基金组织工作人员的估计。
注：ABS=资产支持证券；GSE=政府资助企业。

17. 去杠杆化，在上下文中，包括一系列战略。在银行资产负债表的负债一边，这些战略包括筹集新资本以及保证多元化、期限较长和持久的融资来源。在资产一边，战略是避免非流动性资产或风险资产的集中风险暴露、处理非核心资产和采取准确反映风险暴露的对冲战略。

18. “准银行实体”通常对传统源自银行的信贷进行调节(或持有这些贷款的证券)，主要依赖资本市场融资，通常不适合定期的中央银行融资(尽管融资渠道被拓宽)，有些情况只是松弛监管。它们包括发行资产支持证券(ABS)、抵押贷款支持证券(MBS)、担保债务凭证(CDOs)和资产支持商业票据(ABCP)的特殊目的实体和房地产投资信托公司、全球基金、政府资助企业之类的公司和美国五大投资银行。这些实体也调节一些证券，例如拍卖标价证券、可选择偿还债券、转换美国市政府长期债务的可变利率即期债务、学生贷款发起人和其他短期负债。

19. 2007年早期，准银行实体大概有15万亿美元资产，与美国银行的10万亿美元资产和欧洲银行的40万亿美元资产形成对比。

专栏 1.2. 衡量资本充足率

当前的全球危机已经大大增加了市场在运用适当措施来衡量银行资本充足率方面的不确定性。

银行业监管者和市场从业者指出过度风险日益累积而银行大多仍在巴塞尔资本协议框架下运行，新巴塞尔协议将把资本与风险更恰当地连接在一起，但依旧不能阻止当前情况的发生。监管者现在将采取额外的措施来改善与结构性工具、表外项目和或有流动性风险有关的风险测量。这些举措将提高新巴塞尔协议支柱 1 下所设定的最低资本要求并加强支柱 2 下对银行风险管理实践的监管审查。¹ 直接的结果就是使监管资本要求更为健全。

但是许多市场参与者和观察者对市场估值的不确定性作出反应，他们是通过资本充足率的计算标准进行积极监视来实现的，包括杠杆率——权益与资产的比率。另外，市场观察者和评级机构对承受损失资本尤为重视，承受损失资本以普通股本的形式出现，与混合资本相对。在当前的形势下，杠杆率是有效而又简单的工具，其本身并不是很精确，不能充当风险清偿的主要工具或确保对风险资产损失有一个充足的缓冲。

注：本专栏主要由 Rupert Thorne 撰写。

1. 新巴塞尔协议安排了三个支柱：支柱 1 关于最低资本要求；支柱 2 关于银行的监管审查；支柱 3 关于市场信息披露。

关键的教训是清偿风险不能通过单维数据来进行精确分析。风险资本率在原则上是资本充足率更好的测量工具，但是它们的准确性严重依赖于对资产进行恰当的风险评估。在当前情势下，鉴于资产评估的不确定性，简单的杠杆率可能是一项有用的补充工具。对资本和流动比率的多种工具进行监视（对它们来说，无论正规的限制确立与否）并辅以严格的压力测试有助于确保公司面对各种冲击时保持稳健。

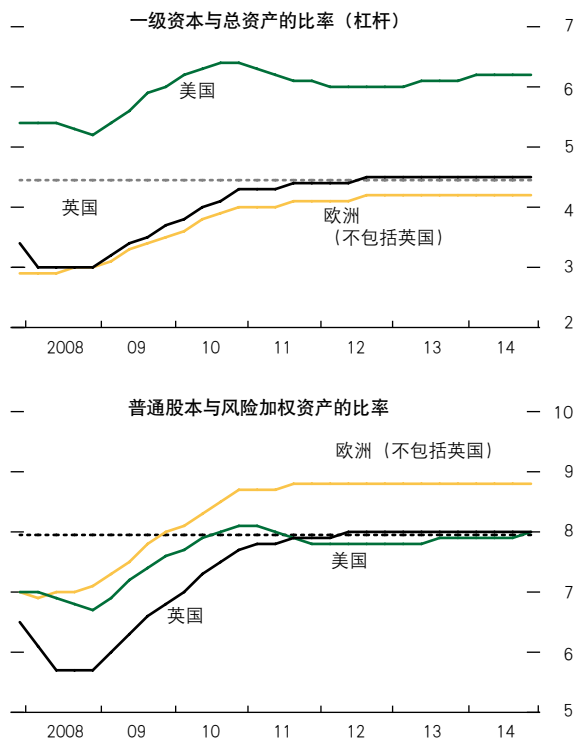
最近发生的事件也凸显了资本充足率的一种困境；原则上讲，资本以缓冲的形式存在，对处于困难市场状况时期的公司加以保护。但是最低资本要求（无论由监管者或评级机构设定，还是由市场内在决定）都可能成为硬性限制；在市场处于压力时，风险工具如随着市场波动的加剧而增加，最低资本要求在某些情况下会变得更为苛刻。在这一方面，有人已经建议允许资本在此时减少，以便它能起到真正的缓冲作用。但是这种政策或许意味着整个周期期间的平均资本率应明显高于当前，即使监管者愿意在经济减缓时让缓冲资本下降，随着市场对清偿风险作出自己的评估，它们或许需要更具说服力的证据，来说明最低资本要求是适宜的。²

2. 鉴于公允价值会计技术顺周期性的操作特性，第三章仅提供了大致的方针政策。

调一级资本与风险加权资产的比率。评级机构同样继续钟情于风险加权资产指标，尽管它们也看重不同的资本指标。然而，投资者已经更加注重简单指标，这是在他们结构化金融产品和其他非流动性资产的评估和风险评级失去信心之后。杠杆率（也就是一级资本和总资产的比率）是一个

用做额外资本下限的简单指标，最近被瑞士监管当局提升为补充指标（尽管如下文所注，它本身作为主要的风险清偿指标仍不够准确）（专栏 1.2）。下面的练习运用普通股本与风险加权资产的比率和杠杆率来对美国 and 欧洲银行调整的曲线和路径进行预测（图 1.18），与上文勾勒出的信贷增长情

图1.18. 银行比率
(百分比)



资料来源：Bankscope、Bloomberg L.P.、Merrill Lynch和基金组织工作人员的估计。

注：虚线代表资本充足率新标准的基础方案情景。

景保持一致。²⁰ 长期以来，通过重建与资产有关的资本缓冲，这些杠杆率被降低了。以下对影响调整路径的因素进行了讨论。

美国促使去杠杆化的驱动力与欧洲有着重要的区别。在美国，压力在很大程度上来自弥补损失的需要，因为遭受的损失已耗尽了资本。而在欧洲，去杠杆化过程是为了减少与美国情况类似的杠杆多元化，以避免与大量按市价计值的资产负债表相伴生的收入波动。

银行筹集资本效果显著但已变得困难。

全球范围内的银行自2007年下半年至2008年9月筹集了约4,300亿美元的资本。²¹ 然而，最近几个月来，筹集资本变得极其困难。第一，随着经济增长放缓和房价的持续下跌，投资者认为金融动荡持续时间不长的希望落空了。第二，陷入危机的机构的股权持有人遭受了很大损失。第三，银行股价通常都大幅度下跌，而且还可能进一步下跌，进而减弱了投资者提供新资本的动力。²² 第四，欧洲的一些新股增发效果不好。发行银行收到了它们寻求的新资本，但是相当大的数量则留给了承销商，造成了股票悬置，进一步压低了股票价格。²³ 卖空极大挫伤了金融公司筹集资本的努力，这也加重了市场上虚假报告和无端流言所带来的不良后果，为了应对这种忧虑，许多成熟市场和新兴市场经济体的监管者对一些股票的卖空予以暂时禁止，同时也采取永久性措施来广泛抑制“无

20. 这不是唯一可能的路径，也不应解读为资本的新水平是“正确”的。它们仅仅是资本率，市场分析师建议作为银行系统整体的、恰当的中期目标。每个银行的资本率也应该依据各自的情况有所不同。

21. 专栏 1.3 对公布的银行损失以及不同类型和来源的资本筹集进行了深入的分析。

22. 在很多情况下，银行在危机爆发之初筹集资本时授予战略投资者的选择权抬高了筹集额外资本的成本，因为在新资本筹集到之前，必须要对以前的投资者遭受的账面损失予以赔偿。

23. 与美国不同，欧洲公司要先向现有股东增发新股以防止他们的股权被稀释（“优先权”），这就使得发行时间很漫长。在市场状况不稳定的情况下，股票的价格可能会有更大的波动，如果市场价跌破了发行价，这反过来会影响到增股的成功。提高增股效率，同时确保现有股票持有者有其他机制来保护其股权免受稀释有助于缓和此类问题。

专栏 1.3. 全球银行减记和资本筹集

本专栏就银行减记、资本筹集的努力以及银行投资群体本质的转变提供了更为详细的论述。

自 2007 年中期金融动荡开始以来，到 2008 年 9 月，全球银行机构减记总额已达到 5,800 亿美元左右。这些减记集中在几家银行，其中损失最大的三家银行的损失额约占总损失额的 30%，前 20 家损失最大的银行的损失额约占总损失额的四分之三。约 95% 的减记是由北美和欧洲的银行报告的，亚洲的银行只报告了数量很小的一部分。同一时期，筹集到的资本总额为 4,300 亿美元，同样也集中在美国和欧洲的少数几家机构（见第一幅图）。

这期间，筹集资本的形式发生了变化（见第二幅图）。首先，相当大的一部分是以混合证

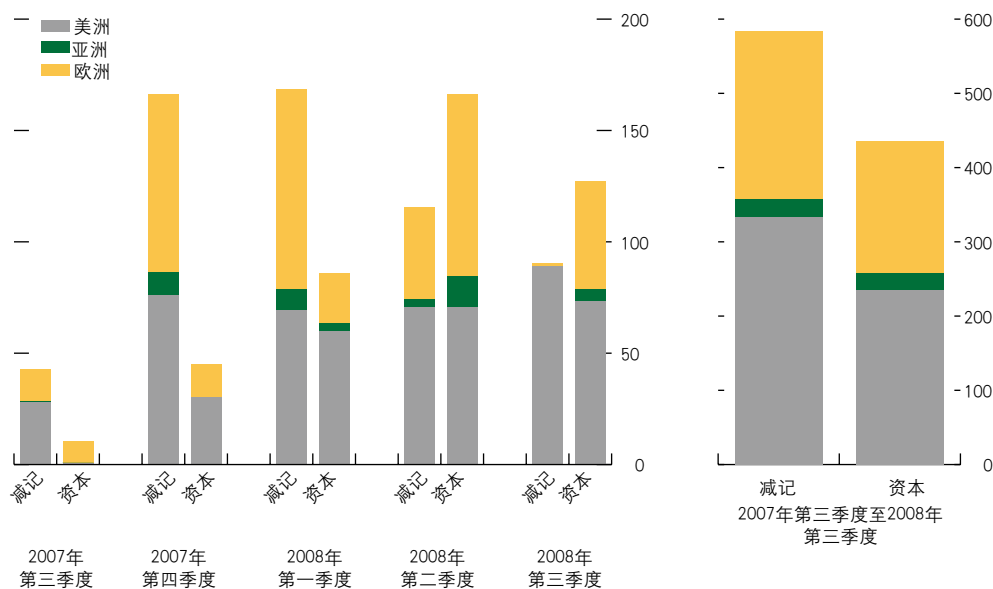
券形式出现的，这种形式融合了债务和股权双重因素。¹ 这对发行人特别有吸引力，因为它们节税，不会稀释普通股股权持有者的权益并且一部分算在监管资本里面。它们被看做向市场发出的信号：银行在强势地位（与普通股发行形成对比），给投资者提供了有保障的债券，并带有一些上升空间。然而，随着监管者、评级机构和投资者对其总资本中混合资本的高份额越来越不满意，混合资本在最近几个月就变得不那么具有吸引力了。² 最近发行的混合资本工具所具有的利差要比危机爆发前发行的利差高得多。例如，一些受到冲击的机构为其发行的次级债券所支付的收益率是 7.5% 到 8.5%

1. 这些包括优先股、信托优先证券、可递延息票证券和各种可兑换证券。

2. 2009 年开始，美国银行在一级资本中最多只能有 25% 的信托优先证券（对在国际活跃的银行来说这一比例为 15%）。

注：本专栏由 Ana Carvajal、Antonio Garcia Pascual 和 Xiongtao Huang 撰写。

银行减记和资本筹集
(10亿美元)



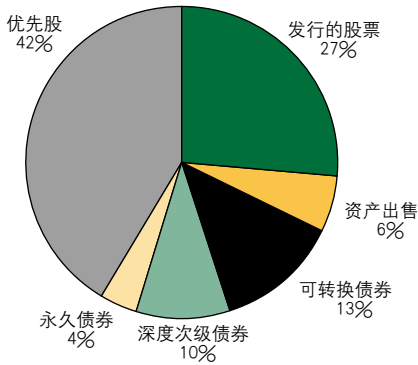
资料来源：Bloomberg L.P.。

专栏 1.3 (续)

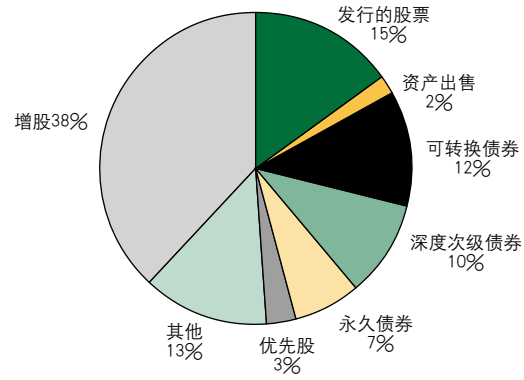
以不同工具筹集到的资本

(百分比)

北美银行
(1,780亿美元)



欧洲银行
(1,530亿美元)



资料来源: Bloomberg L.P.和基金组织工作人员的估计。

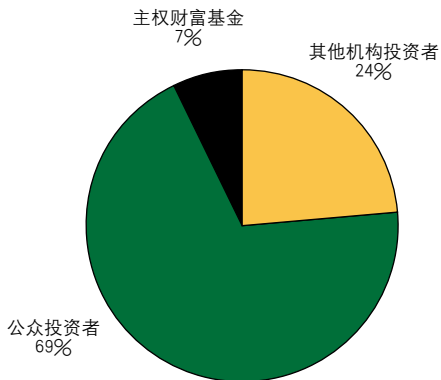
(比美国国库券要高 300 个到 400 个基点), 而危机爆发之前收益率约为 6% (比美国国库券高 100 个基点)。

美国和欧洲的银行在筹集资本的形式上有着明显的差异。美国银行发行了较多的混合资本, 而欧洲银行更多地依赖新股票的发行。这

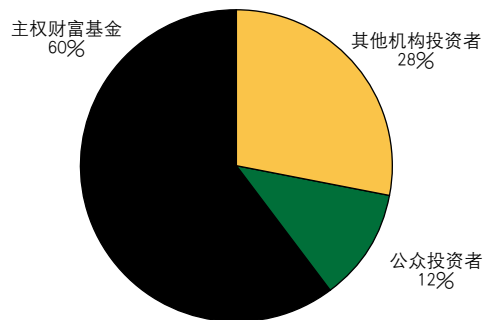
从不同来源所筹集到的资本

(百分比)

2008年1月至2008年7月
(3,000亿美元)



2007年7月至2007年12月
(560亿美元)



资料来源: Bloomberg L.P.和基金组织工作人员的估计。

种差异部分反映了欧洲公司的一级资本混合工具与美国公司相比发挥了更大的效用；欧洲机构也更多地运用打折增股的方式。增股能够使公司减轻对现有股东的“稀释”效应，这种效应源于以一小群投资者为目标的打折销售。

银行的这些投资构成也发生了变化（见第

三幅图）。2007年的下半年，约88%的新资本来自机构投资者和主权财富基金（SWFs），后者仅在少数几个机构中投资。与此相比，从2008年1月开始，69%的资金来自公众投资者，而只有31%来自机构投资者和主权财富基金。

担保”卖空和提高卖空的信息披露要求。²⁴

在住房市场依旧疲弱的情景下（房屋价格的下降到2009年中期才会减缓），公众市场或许不会对筹集公众资本持热情的态度。面对这种形势，银行需要更多地通过留存收益和私人资本来源筹集资本，同时放缓资产增长的步伐以降低杠杆率。然而，鉴于以后还要遭受进一步损失，构建内生资本的前景在2009年可能依旧渺茫。²⁵

2009年后期，全球经济将开始复苏，与《世界经济展望》预测的情景相一致，房屋价格也开始表现出稳定的迹象。²⁶ 届时，银行收益会增加，筹集资本的前景也会得到改善。在此之前，为银行筹集资本的市场有望在2009年再次启动，将使银行在接下来的几年内在全球范围内筹集到6,750亿美元的额外资本。然而，为了提升资本率和实现如下所示的业务范围的重组，除了筹集资本以外，还需对银行资产负债表上的资产一方进行大规模调整。

24. 采取此类措施的国家 and 地区有澳大利亚、比利时、法国、德国、荷兰、俄罗斯、中国台湾、英国和美国。美国证券交易委员会颁布新规则来限制无担保卖空（这种做法自1938年以来都是被禁止的），这主要通过收紧预先收购要求和增大对发行失败的惩罚力度来实现。今年10月初这个禁令被取消。英国金融服务管理局也对金融公司证券的卖空实施了禁止，也增加了对证券在增股过程中大量欠缺头寸的信息披露要求。

25. 在我们这种压力情景下，高峰时期的违约率要比我们基础方案高出约20%到25%，而且其持续时间也比我们基础方案要长。这将使获得更多银行资本的挑战更加严峻。

26. 尽管只是图表，这些路径与其他措施比较吻合。例如，见国际货币基金组织（2008b, 2008d）以及 Claessens、Kose 和 Terrones（即将出版）。

鉴于当前的市场状况，通过资产出售和资产转移实现去杠杆化非常富有挑战性。

通过减少资产实现去杠杆化对银行来说也是有问题的。在流动性差的市场状况下，出售资产使得耗尽资本的损失具体化，因此推高了杠杆倍数。低廉的售价确立了一个剩余资产标价用的新基准价格，银行系统的大部分受到了潜在影响，形成了更加负面的反馈循环。²⁷ 随着表外工具被吸收和消费者动用信用额度，去杠杆化过程也受到了妨碍。这些信用额度到期时，银行有保留地复核这些额度，但是在信用额度到期之前，多数银行不愿意减少或撤回这些额度，以免疏离了信用良好的客户。尽管一些银行已经破产或直接被收购，其他银行也寻求出售资产，或在当前的融资条件下减少可行性不高的业务，但是这个过程需要时间。在上述情景中，我们认为各银行可以出售给非银行的资产大约2.4万亿美元，而在2008年到2013年，约7.6万亿美元银行资产将从银行资产负债表中剥离，从而减少信贷增长。美国和欧洲的银行总共会剥离约10万亿美元的资产，相当于这两个地区银行信贷股票的14.5%。²⁸

27. 例如，在2008年8月，美林以67亿美元的价格把资产支持证券和担保债务凭证出售给孤星基金（Lone Star Funds）旗下的一家公司。其出售价格相当于22美分，被视为为此类资产设立的一个所有银行都必须遵守的新标准。

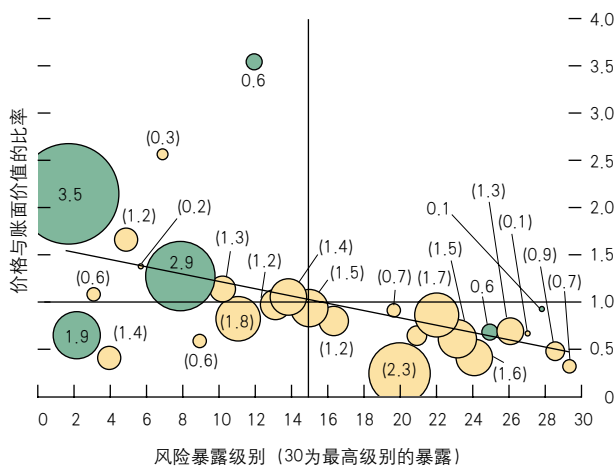
28. 我们认为在债券市场大举借贷只抵消了资产增长放缓的一小部分。

市场迫使银行彻底转变商业模式，去杠杆化过程正迫使行业合并。

金融危机促使对金融部门商业模式进行广泛的重新评估，在某些情况下，投资者作出迅速判断：哪些机构有可能从危机中幸存下来或能够兴旺发达。这给银行股票价值评估施加了压力，促使一些龙头机构进行合并，最终导致单一券商模式寿终正寝。许多市场参与者总结道，他们遵循的商业模式令他们脆弱，在市场流动性缺乏时期延长时尤其如此。具体而言，券商的杠杆率通常约为 30 倍，他们资产中有一半是靠回购市场融资获得的。回购市场受制于现金放贷者的突然撤资，特别是在市场流动性差的时候，由于违约会留给现金放贷者可能出售不出去的抵押品，多数回购交易的期限都很短，这就意味着利润和“折扣”可以迅速被用来将借贷者排挤出市场。如果券商试图将偏高的融资成本转嫁给客户，这些客户会转投他处进行自己的业务，他们可能会要求将他们的现金分离开来，这样有可能导致券商的现金出现挤兑。贝尔斯登公司 (Bear Stearns) 发生了这种情况以后，市场已很好地注意到发生此类情况的风险。正是这一因素促使雷曼兄弟根据《破产法》第十一章提出了破产保护申请，这为美国银行和美林的合并创造了有利条件，这也使其他投资银行成为投机施压的对象。接下来，摩根士丹利和高盛获准转型为银行控股公司，有效地结束了自 1933 年《格拉斯—斯蒂格尔法案》颁布以来投资银行与商业银行泾渭分明的时代。

市场也对不同商业银行的商业模式进行了区分，如美国银行业务范围、市价与账面价值比率和资本头寸之间的关系所反映的那样 (图 1.19)。首先，危机爆发之前，多数银行的市价与账面价值比率平均为 2.0 左右，而随着股价的下跌，这一比率降至 1.0 以下。那些银行的一级监管资本率都要低于市价与账面价值比率在 1.0 之上的各银行 8.9% 的平均水平。这表明市场可能仍旧认为银行的资本尚不充足。其次，商业风险度高于中值 (15) 的多数银行，其交易额仍低于其账面价值的 75%。这反映了投资者对银行管理其未来信贷损失

图1.19. 美国银行的市价与账面价值比率和风险暴露



资料来源：SNL Financial和基金组织工作人员的估计。

注：代表了按资产排名前30位的公开上市交易的美国银行和互助储蓄银行。圆圈的大小代表银行从8.9%一级监管资本率偏离的百分点。黄圈代表负偏离；绿圈代表正偏离。风险暴露是一家公司对房地产贷款的暴露、对历史房价最大下降并且有最大份额不良资产的地区的暴露的综合。

的能力缺乏信心。再次，一级监管资本率比 8.9% 低的幅度超过 1% 的多数公司，其市价与账面价值比率尤为低下。在图 1.19 中居于底部右象限的多数公司是美国地区银行或互助储蓄银行。总之，市场参与者正惩罚那些因虚弱业务品种而带来大量风险和资本充足率低的银行，表明这些银行需要加强资本缓冲，出售资产或被更加多元化和资本更雄厚的竞争对手收购。

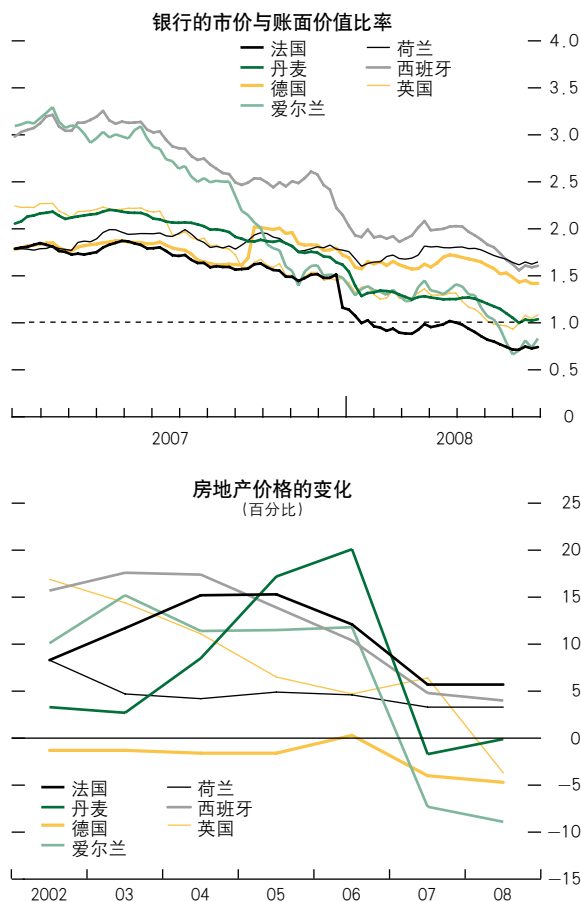
在欧洲，受房地产价值下降影响的银行的估值相对较低。例如，从 2007 年年初以来，丹麦、爱尔兰和英国银行的市价与账面价值比率大幅下降（爱尔兰的已低于 1.0 了）。这些国家在过去几年是欧洲地区房地产价值下降最严重的（图 1.20）。相反，德国和荷兰银行的市价与账面价值比率在危机爆发期间表现得比较稳定，两国的房地产价值也没有较大波动。

在各国内部，投资者也对有高度房地产风险和有多元业务的银行作了区分。在英国，抵押贷款银行当前进行的交易明显低于其账面价值，而那些有多元收入来源（例如，全球风险暴露和几种业务范围）进行的交易则高于其账面价值（图 1.21）。正如在美国，市场也在惩罚英国那些严重依赖批发融资业务的银行。为了减少融资风险，银行都在为零售存款展开激烈的竞争，一些抵押贷款专家也以高于批发市场的利率提供零售账户。然而，市场似乎怀疑这些只经营单一业务的抵押贷款银行的长期生存能力，引发此类银行可能与更加多元化公司合并的猜测。

除了房地产风险外，其他因素也在影响银行的估值。例如，总的来说，西班牙银行的市价与账面价值比率为 1.6，高于欧洲大部分地区的银行。这反映了与其他欧洲银行相比，它们有较低的杠杆率、更加依赖较稳定的存款融资和更好的监管环境。

总之，市场就不利的商业模式向银行管理层发出了明确的信号；这已经导致美国独立投资银行作为生存实体的彻底终结。从更广泛角度而言，这有可能导致进一步合并，包括通过更多银行和非银行中介的退出。

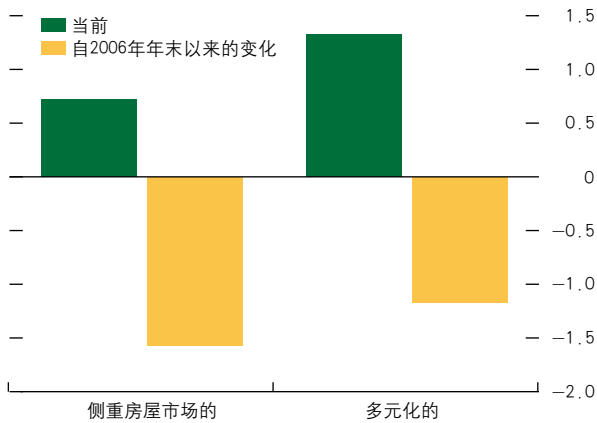
图 1.20. 欧洲银行的市价与账面价值比率和欧洲房地产价格



资料来源：Bloomberg L.P. 和基金组织工作人员的估计。

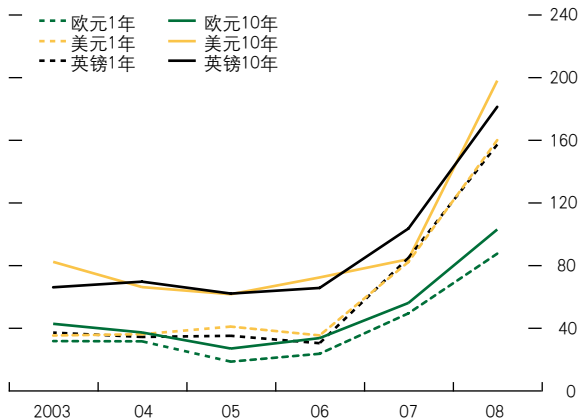
注：市价与账面价值比率小于 1.0 表明市场对各国银行管理由当前风险暴露导致的潜在损失的能力缺乏信心。

图1.21. 英国银行的市价与账面价值比率



资料来源: Bloomberg L.P.。

图1.22. 相对于政府债券的AA级银行债券指数利差 (基点)



资料来源: Bloomberg L.P.。

注: 银行债券利差被评估为Bloomberg公司债券银行AA指数在美国、英国和欧盟的差异。指数包括相应地区银行业发行的国内货币债券。政府债券基准用来与银行债券的相关期限相匹配。

银行融资模式的某些方面——包括过度依赖跨境融资——加剧了银行的脆弱性和去杠杆化的压力

由于证券化和批发融资市场受到信贷危机的负面影响,许多银行都寻求资金的替代来源,包括增加债务的发行(特别是抵补债券、私募配售、记名债券和离岸发行),积极争取客户存款和利用中央银行和其他贷款。近来发生的事件表明,对批发融资的过度依赖是一个致命的弱点,当融资资产的质量备受质疑时尤为如此。²⁹

与此同时,随着长期批发融资越来越难以获取,银行愈加依赖短期融资(隔夜和周融资工具),再融资的风险和成本已经增加(图1.22)。鉴于以前债务和贷款期限缩短(图1.23),在未来15个月,全球排名前15位的银行将有超过7,000亿美元的融资需求。信用度高的银行通过增加远期票据的发行来获得中期融资,导致它们的债务出现“杠铃形状”的期限特征。³⁰

对愈加不利的批发融资市场风险暴露程度较高的银行通过积极抢夺储蓄业务来应对危机。例如,受到批发融资压力冲击的欧洲银行就能够通过扩大零售存款业务来减少融资缺口。³¹ 尽管作出了融资多元化的努力,由于2009年和2010年巨大的再融资需求,批发借贷仍是它们最大的融资来源。通常而言,杠杆率高和信用度低的银行都积极抢夺客户储蓄业务并严重依赖短期债务,它们融资成本大幅上升,盈利能力和筹集额外资本的能力却有所下降。欧洲证券化市场几乎完全关闭使得去杠杆化过程更加困难(表1.3)。相反,美国证券化市场尽管受到了冲击,但仍可允许银行转移其从资产负债表剥离下来的资产。³²

29. 详见第二章。

30. 例如,澳大利亚的主要银行在2008年第一季度大幅增加了它们的债券发行量。其债券的三分之二强主要是用美元和欧元发行的远期离岸票据。结果,这些澳大利亚的银行多数提前完成了融资,尽管是以较高的成本获得的。

31. 融资缺口从2007年9月的15,400亿欧元降至2008年3月的14,100亿欧元(欧洲中央银行,2008,p.100)。

32. 欧洲几乎所有新的证券化产品现在都被留存(多数在欧洲中央银行被用做担保),与危机爆发前的做法形成对比,因为那时这些产品可以被分配到资本市场。

表1.3. 欧洲和美国的公共证券

(10亿美元)

	2008年 年化数据	2007	2006
欧洲 (RMBS和CMBS)	0	250	308
美国 (HEL、CMBS、信用卡和 助学贷款)	180	614	790

资料来源：Citibank和基金组织工作人员的估计。

注：CMBS=商业房地产抵押贷款支持证券；HEL=房屋权益贷款；RMBS=居民房屋抵押贷款支持证券。

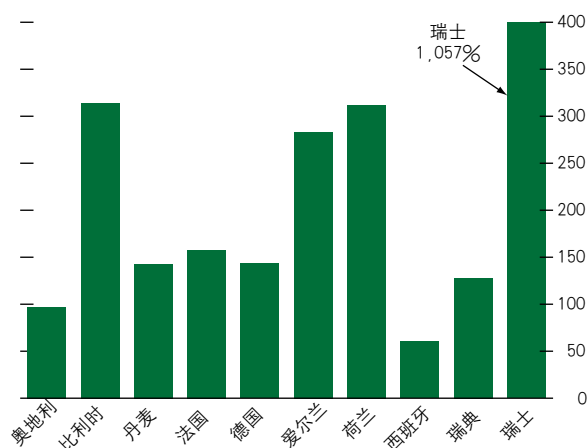
银行系统跨境融资也成为系统性流动性风险的源泉。国际融资市场和掉期市场承受着巨大压力，严重依赖这些市场的银行也处于压力之中。的确，这些遭遇了严重压力致使政府不得不注资的银行（最典型的是冰岛的格里特尼尔银行、瑞士的富通银行和德夏银行）与其母国的金融系统有很大的关联；因此不得不更多地依赖跨境批发融资来达到提高收益所必需的高杠杆率。那些持有大量美元资产的欧洲银行风险暴露程度尤为严重。这些资产在批发市场得到融资，包括从美国银行，其一些短期借贷来自同业市场，正如图1.24中银行借贷增长所反映的那样。³³ 当金融危机爆发，欧洲银行通过筹集日元、欧元和英镑的额外资本，并借助外汇和跨币种掉期来应对的时候，这点就变得很明显。掉期市场出现不均衡和流动性缺乏(图1.25)，³⁴ 使得欧洲和其他地区的银行要依赖它们在美国的分支机构来筹集美元融资，美元对其他主要货币的外汇掉期和跨币种基准掉期明显走宽。全球市场压力增大，提高了跨境融资的成本，促使欧洲银行动用美联储新的定期拍卖工具(TAF)，基准掉期在3月底左右再次变宽。9月，雷曼兄弟破产之后，基准掉期创历史新高；只是在美联储增加隔夜定期拍卖工具，并与主要中央银行通过掉期大幅增加美元的供应，从而有效地替代了缺乏流动性的掉期市场，基准掉期才开始走窄。对欧洲中央银行(ECB)定期资金招标工具的需求

33. 欲知更多有关这种融资结构的更多细节，见 McGuire 和 von Peter (2008)。

34. 关于掉期市场和银行融资之间联系描述，详见 Baba、Packer 和 Nagano (2008)。

图1.23. 欧洲银行的跨境负债，2007年年末

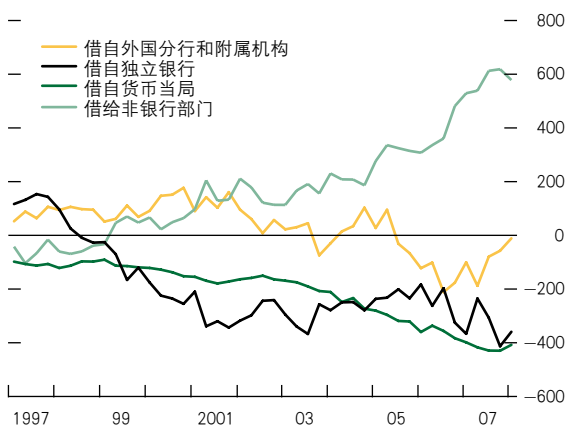
(占GDP的百分比)



资料来源：国际清算银行；基金组织和《世界经济展望》数据库。

图1.24. 欧洲银行的净跨境美元债权

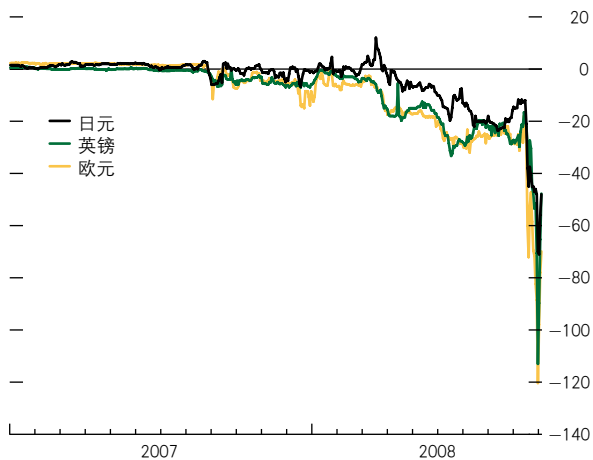
(10亿美元)



资料来源：国际清算银行。

图1.25. 美元跨币种掉期

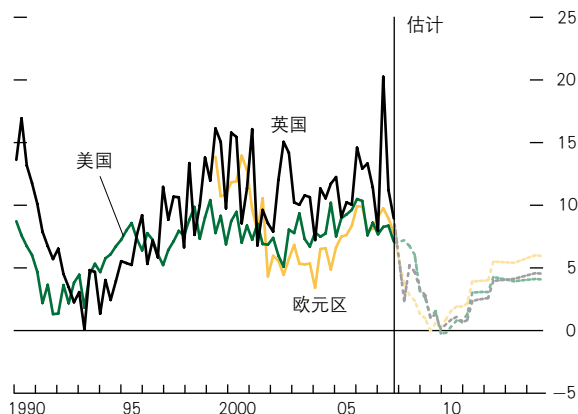
(基点, 一年期)



资料来源: Bloomberg L.P.。

图1.26. 私人部门信贷增长

(借贷占未偿还债务的百分比, 年化环比, 季节性调整)



资料来源: 美联储、官方来源和基金组织工作人员的估计。

非常强劲, 正如高参与性和高认购比率显示的那样(见第二章专栏 2.3), 这点对在美国业务有限的欧洲小银行来说尤其如此。

然而, 官方支持只应短期使用, 在融资市场状况回归正常之前, 严重依赖有潜在风险的跨币种融资的许多银行都需要去杠杆化。

去杠杆化过程将对私人部门的信贷增长造成损失。

去杠杆化过程的复杂性有可能在很长一段时期内抑制信贷的供应并增加其成本。在以前分析基础之上(基金组织, 2008c), 我们对银行资产负债表的调整对全球私人部门信贷供应的冲击进行了估计。³⁵ 信贷供应受几个因素驱动, 包括信贷恶化的速度和深度、资本市场情绪和需要恢复资本率的资产负债表调整的程度。该情景显示信贷增长在未来有可能大幅下降, 下降到 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》中所描绘的“信贷紧缩”的水平(图 1.26)。这些信贷压力状况有可能至少持续到 2009 年年底, 或许更长。³⁶

这种预测格局与现今事态的发展相吻合。美国信贷增长开始放慢到 2001 年经济衰退之后的水平, 大致与上期《全球金融稳定报告》预测的一致。家庭借贷明显放缓。一旦现有贷款到期或被提取, 企业贷款的增长有可能减缓。欧洲的家庭信贷增长也在放缓, 几乎完全是受抵押贷款的驱动(图 1.27)。经济增长趋缓, 收益前景也随之变得黯淡。在爱尔兰、西班牙和英国, 公司贷款增长已经开始放缓。

私人部门重新筹集资本的预期如没能实现, 加之公共部门资产收购的缺失, 私人部门信贷增长可能降低, 在美国, 年化的环比增长可

35. 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》对美国私人部门信贷增长描绘了两种情景。此处分析利用了更多近期数据, 将分析领域拓展到欧元区和英国。这里的情景把《世界经济展望》的经济增长假设作为产生信贷需求的隐含路径的基础。

36. 当然, 该情景有很大的不确定性, 经济环境的改变会迅速更改其结果。例如, 如银行采取更坚决的行动, 通过出售而非转移资产来缩减其资产负债表就可能改变预测轨道。同样, 投资者认购银行新资本的意愿要远高于预期, 这就容许更多资产被展期而非到期, 从而避免信贷增长出现下滑。

表1.4. 公共部门支持对去杠杆化的敏感性
(百分比, 环比)

	私人部门信贷增长的低潮		
	美国	英国	欧洲 (不包括英国)
2万亿美元公共部门收购	0.1	0.0	0.1
私人部门银行资本重组, 但没有公共部门收购	-2.7	-2.2	-1.3
既无公共部门收购, 也无 私人银行资本重组	-7.3	-6.3	-4.5

资料来源: 基金组织工作人员的估计。

注: 公共部门收购 (50%, 美国; 10%, 英国; 40%, 欧洲, 不包括英国)。

能降至 -7.3%，而欧洲的境况将略好于美国 (表 1.4)。³⁷ 仅是私人部门银行资本收购就会限制下跌，但是，所有三个地区的信贷环比增长在反弹之前仍会有轻微的负增长。³⁸ 某种程度上，在私人部门银行资本收购没有实现的情况下，需要公共部门来替代。最后，美国有 1 万亿美元的不良资产被收购，³⁹ 并采取了对银行予以扶持的政策，欧洲也有望采取同样的扶持政策，信贷增长的谷底仅高于基础方案的年化环比零增长的水平。总之，在一个无序去杠杆化过程中，信贷增长可能显著为负，这将对实体经济产生强烈的负面影响。为了避免这种局面出现，需要政府通过注资和移除不良资产来进行干预。

系统性影响

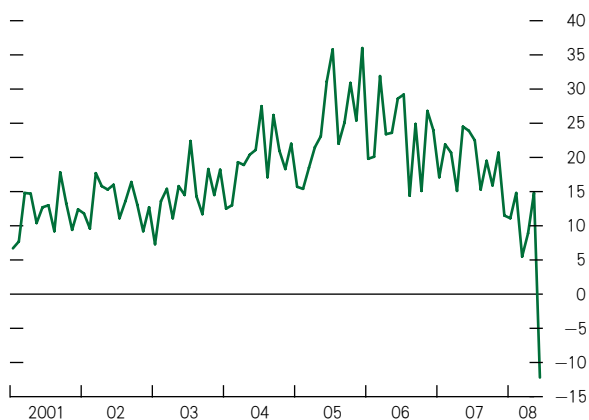
全球金融系统已经进入了金融危机的新阶段，在此阶段，一些金融机构的清偿能力导致了人们对交易对手风险持续、广泛的忧虑，这就要求动用公共资源来抑制系统性风险和经济滑坡。提供流动性和支撑市场的压力使货币当局和其他当局

37. 迄今为止，只有美国宣布了主要的公共融资产管理措施。

38. 作为参考，美国私人部门的信贷增长在过去 55 年中从来没有出现过负增长。

39. 包括美国财政部动用 7,000 亿美元收购不良资产和之前承诺的用大约 3,000 亿美元收购抵押贷款支持证券。

图1.27. 欧元区金融机构用于购置房屋的借贷
(10亿欧元)



资料来源: 欧洲中央银行。

的压力与日俱增。本部分对可能进一步遭受系统性压力的美国和其他金融系统的具体领域进行了讨论。另外,也强调了去杠杆化进一步蔓延的情景。

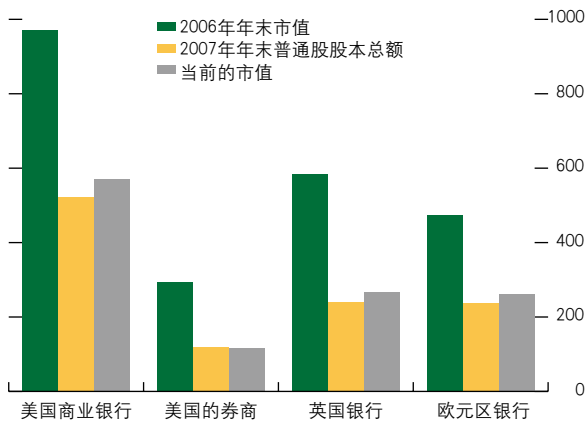
从私人部门筹集资本已非常富有挑战性,金融系统部门资本已严重不足。

金融机构股票价格巨大的下行压力可以比做“银行资本挤兑”或银行的资本化价值。与储户以传统挤兑银行的方式在别人之前取走自己的存款类似,现在的投资者争相出售金融机构的股票。结果,曾一度是经济支柱的许多银行最近才发现它们的市值暴跌,以近于平常股和低于账面价值的价格进行交易(图 1.28)。作为截断恶性下行螺旋的权宜之计,当局对卖空实施了暂时的禁止。然而,下跌的股票价格和金融机构从公共市场筹集股本时面临的困难凸显了当局在恢复市场信心方面所面临的挑战。当局向储户作出保证,在一些特殊情势下,也向其他债权人作出保证,要尽快采取措施来解决问题机构并阻止可能诱发系统性问题的事件发生。但是,此类保证很少能使股票投资者放心,因为投资者认为在公共解决过程中,其投资大部分可能化为乌有。的确,有时,对生存能力较差的银行进行官方干预的可能性已经增大了其他银行股票价格下行的压力。这些银行正在努力去杠杆化或消化经济下行压力。这一点在政府参与解决北岩银行、贝尔斯登、房利美、房地美、美国国际集团、富通、德夏银行和其他机构的问题时已得到证明,每次公布的解决方案都没有对其他金融机构的股票价格起到支撑作用。

如果没有政府的支持,政府资助企业是无力承受损失之重的,也无力向美国抵押贷款市场和住房市场提供广泛的支持。

随着抵押贷款信用的持续恶化,更多的市场将面临脆弱性,政府资助企业的资本状况——已经比多数其他金融机构更脆弱——开始承受压力。鉴于政府资助企业的资产和负债规模巨大以及其全球投资者群体,全球市场在进一步的损失面前也显得脆弱无力(专栏 1.4)而它们资本状况的进一步虚弱限制了它们提供新的抵押贷款的能力。

图1.28. 部分金融机构的市值及其股票账面价值 (10亿美元)



资料来源: Bloomberg L.P.。

注: 美国的券商包括雷曼兄弟、摩根士丹利、高盛和美洲林。其他三个组别,即美国、英国和欧元区的银行包括在各自地区开展零售银行业务的机构。

专栏 1.4. 美国政府资助企业和住房改革的发展

本专栏讨论了与抵押贷款相关的美国政府资助企业的作用，并就为了恢复信心、降低因更为严重的流动性危机而爆发的系统性风险和稳定二级抵押贷款市场，美国政府所采取的措施予以评估。

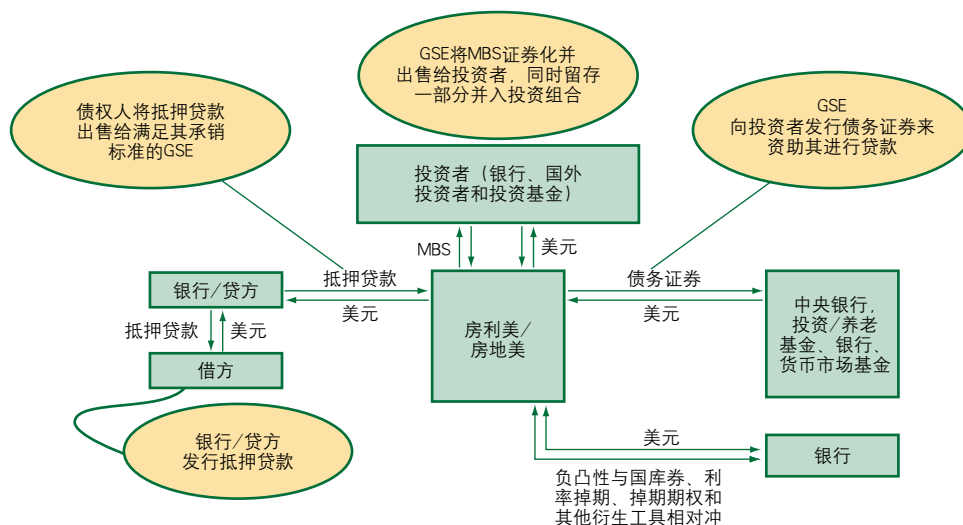
美国两家最大的与住房相关的政府资助企业是房利美和房地美。它们的成立旨在为居民抵押贷款市场提供流动性，从而使人们有房子住，尤其是那些中低收入家庭。通过从初级抵押贷款发起人购买抵押贷款，把它们打包成证券，加强其信用担保，而后将担保证券在二级市场上出售（见第一幅图）。另外，政府资助企业购买抵押贷款相关证券、贷款和其他类型的资产组成投资组合；此类业务范围是争论的焦点，因为它们不仅享有融资优势，而且还缺乏一个清晰的公共目的。

政府资助企业是一些具有系统重要性的机构，它们对市场参与者和资产宽度产生了广泛的影响。房利美和房地美二者总共有 5.3 万亿美元的抵押贷款风险，这是由它们证券化的（3.7 万亿美元）或直接在其投资组合中的抵押贷款（1.6 万亿美元）组成。将为它们活动提供融资的债务计算在内，政府资助企业大概占美国债券市场 31 万亿美元未清偿债务的四分之一（见第二幅图）。政府资助企业的活动也对大范围固定收入资产的价格及其波动性有着重要影响，因为它们把与抵押贷款提前还款有关的抵押凸性风险和国库券、利率掉期、掉期期权、国债期权以及其他工具相对冲。

作为标准抵押贷款的最大发起人和机构债务以及抵押贷款支持证券的投资者，银行与政府资助企业有着重要的关系。货币市场基金也依赖于政府资助企业发行的短期贴现票据，当短期投资的其他形式（例如，资产支持商业票据

注：本专栏主要由 Rebecca McCaughrin 撰写。

政府资助企业商业实践的基本结构

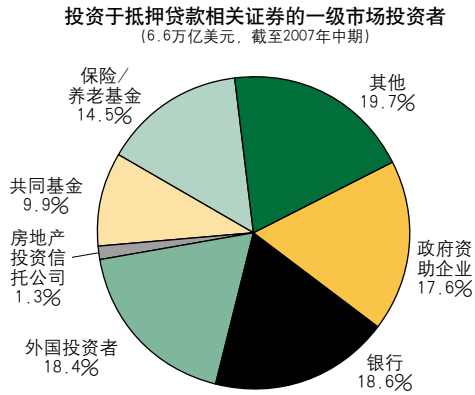
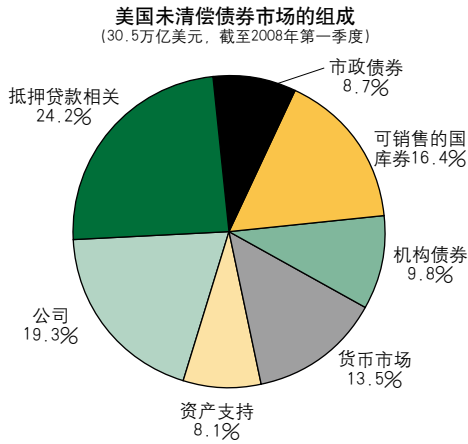


资料来源：基金组织工作人员的估计。
注：MBS=抵押贷款支持证券；GSE=政府资助企业。

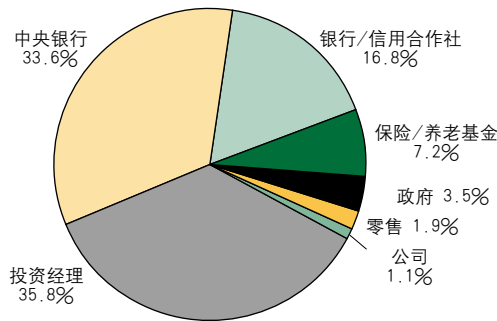
专栏 1.4 (续)

美国固定收入市场

(百分比)



投资于房利美/房地美的一级市场投资者
(1.7万亿美元, 截至2008年中期)



资料来源: Bloomberg L.P.、Fannie Mae、Freddie Mac、Inside MBS & ABS、证券业和金融市场协会、美国财政部、美联储和Thomson Financial。

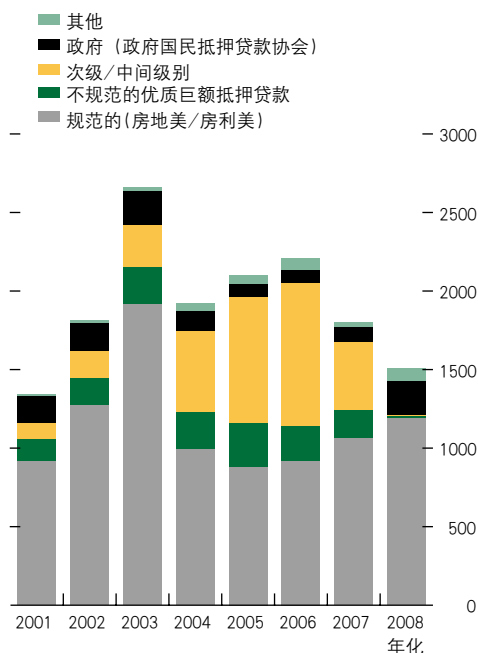
和拍卖标价证券等)有所减少或风险增大时尤为如此。外国机构——尤其是中央银行——对政府资助企业担保并发行的债务也有巨大的风险敞口。

无论是作为投资者还是作为抵押贷款融资的提供者,政府资助企业都是抵押贷款市场的重要参与者。随着金融动荡的加剧,传统投资者和抵押贷款融资的提供者都缩减了他们对抵

押贷款产品的需求,从而将负担更多地转向政府资助企业。尽管住房市场状况恶化,政府资助企业继续(温和地)增大它们的投资组合,继续对符合其标准的抵押贷款提供担保。随着私人证券化机构提供的流动性开始枯竭,政府资助企业与政府国民抵押贷款协会一道增大了对二级抵押贷款市场的流动性供给,占近几个月新证券化的90%以上(见第三幅图)。

抵押贷款证券化

(10亿美元)



资料来源：Inside MBS & ABS和基金组织工作人员的估计。

由于损失的增加和抵押贷款融资可选择来源的有限，资本需求激增，政府试图减小政府资助企业出现流动性趋紧事件的概率，并稳定抵押贷款市场。政府起初实施了一系列措施，包括（1）临时增加美国财政部授予的信用额度；¹（2）向美国财政部暂时授权，按其设定的条款收购政府资助企业的无限股权；（3）美联储发挥临时的咨询作用，对政府资助企业进行规范。在此期间，美联储也暂时通过初级贴现率的担保贷款向政府资助企业提供无约束的流

1. 信用额度自1957年设为22.5亿美元以来，再也没有增加；考虑到从那以后政府资助企业的增长，这个额度通常被认为是不足的。

动性支持。

然而，由于企业总体安全及稳健的风险和更广泛金融市场的风险继续增加，政府开始进行更直接、更全面的干预，托管了房利美和房地美，由新成立的联邦住房金融局（FHFA）对它们实施管理。美国财政部通过收购每家公司10亿美元的高级优先股（加上代表79.9%的普通股的认股权证）向其注资，还被授权向每家公司注资1,000亿美元的最大资本额度，以确保它们的资本净值为正。现有普通股和优先股的分红立即被暂停，实际上这就将债务持有人和股权持有人区分开来。在新的结构安排下，房利美和房地美能够将政府资助企业的合格抵押贷款无限证券化，而它们的投资组合也被允许在2009年年底适度扩大（每种可以扩大到8,500亿美元）。超过这个期限后，它们将被要求以每年10%的速度缩减它们的投资组合，直到每种投资组合缩减到2,500亿美元为止。另外，美国财政部被授予通过指定的资产管理来暂时收购新的机构支持的抵押贷款支持证券。最后，还专门为住房部门的政府资助企业设立了一项短期担保信用贷款，其中包括联邦住宅贷款银行的贷款（FHLBs）。

短期而言，政府的行为实现了三个目标。第一，通过把联邦住房金融局（FHFA）指定为托管人，美国财政部避免了将其全面国有化，反而成为其利益相关者，从而限制了潜在的财政影响。第二，该计划确保了政府资助企业的资产净值为正（有上限），从而恢复了对机构债务市场的信心，同时，政府资助企业投资组合的减少将降低风险，美国财政部收购机构支持的抵押贷款支持证券的授权将对市场起到支持作用。第三，担保的借贷工具减小了政府资助企业将来出现流动性问题的可能性，担保的借贷工具将被用做流动性支持的最后手段。

尽管如此，政府资助企业的长期作用仍有

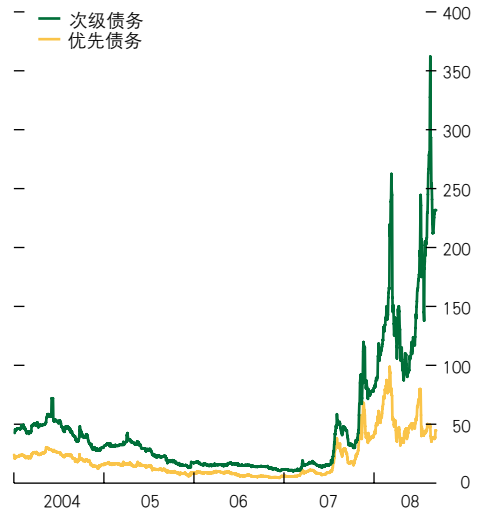
专栏 1.4 (续完)

待加强。最终，政府要决定政府资助企业在住房市场的地位和作用。美国财政部已经明确表示，政府资助企业的商业模式有其内在的缺陷。² 这就表明这些公司的混合性质是不可持续的，它们最终将转化成完全私有或完全公有的公司或者在更强有力的监管框架下运作。一旦在接下来的十年，美国财政部的大规模支持终止以及政府资助企业的投资组合开始收缩，2009年后仍会有一些突出的问题需要解决。

历经强化的政府支持已经增强了人们对政府资助企业和抵押贷款支持证券的信心。考虑到分红终止的影响和政府注资的稀释作用，主要评级机构调低了对政府资助企业发行的优先股的评级；同时，由于利息延期支付的风险有所下降，主要评级机构又调高了对政府资助企业的次级债务的评级。作为对政府明确担保的反映，相对于国债和利率掉期，高级和次级机构债务的利差和机构支持的抵押贷款支持证券的债务利差开始趋紧，违约风险下降（见第四幅图）。政府资助企业的常规短期贴现票据和较长期债权拍卖的风险溢价开始下降，因此，政府资助企业可以继续给新的抵押贷款提供担保。公共实体（例如政府国民抵押贷款协会）和传统实体（例如房利美和房地美）所发行的抵押贷款支持证券的利差也开始收窄，联邦住宅贷款银行所发行的债务（一直以来是根据机

2. 美国财长亨利·保尔森关于财政部和联邦住房金融局采取行动保护金融市场和纳税人的发言，2008年9月7日。

政府资助企业债务的信用违约掉期利差
(基点, 5年期)



资料来源: Datastream。

构债务来交易的)在新的结构安排下也继续收窄，因为这三类实体都可以利用短期信贷工具。由于现有股东被稀释，分红也被暂停，政府资助企业的普通股和优先股股价暴跌。将政府资助企业托管给信用违约掉期市场会有额外的操作困难，因为这样的行为构成了信用违约诱发事件。

与其未偿付的抵押贷款风险相比，政府资助企业所受的损失相对有限。然而，我们的估计表明在未来几年里，政府资助企业有可能遭受1,000亿美元到1,350亿美元的总损失（不包括对冲和抵押

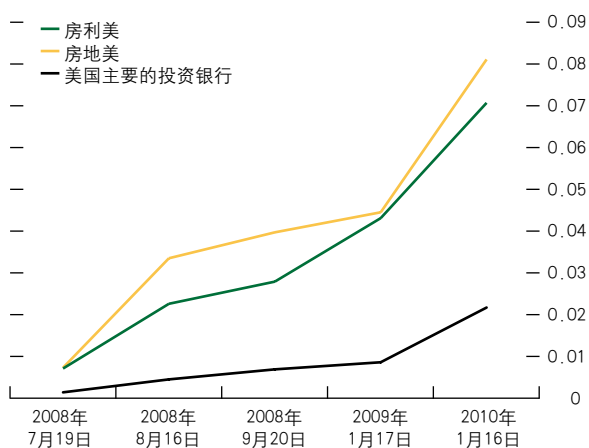
保险的影响)(表 1.1)。尽管过剩资本仍高于对这两家政府资助企业最低监管资本要求的附加费用，但是如果实际损失超过了损失估计的上限，过剩

资本也会不足。⁴⁰ 而且,鉴于它们公共政策的使命,政府资助企业也面临着帮助稳定抵押贷款市场的压力,这种压力会要求作出进一步筹集资本的努力,因此已经超过并高于消化信贷损失所带来的压力。

7月,美国当局动用法律机构和法律权威以对政府资助企业提供更直接、更明确的支持,希望这将足以恢复市场信心和鼓励更多私人资本供给,但是,该希望随后就破灭了。这些压力反映在市场主导的指标上。例如,当时的股票期权价格意味着股权价值下降为零的几率要高于投资银行,政府资助企业需要在接下来几个月扩大其资本规模,以便使其投资组合去杠杆化并调整其资产负债表(图1.29)。⁴¹

人们对政府资助企业信心的丧失和全球金融系统的风险促使政府在9月初开始实施干预,托管了两家最大的政府资助企业。当局的干预在近期降低了政府资助企业因近期投资组合减少而带来的风险,消除了资本充足率的不确定性,潜在释放了稀缺的市场资本,增强了人们对政府资助企业债务和抵押贷款担保的信心,总体上有助于提高抵押贷款的证券化水平。通过投资组合在2009年年底之前的(适度)扩大,并辅以美国财政部先前酝酿的收购计划,政府资助企业现在有更强的能力来支持抵押贷款市场。市场初期的反应是机构债券和机构支持的抵押贷款支持证券的利差收紧,而政府资助企业的股价急速下跌。收紧的机构支持的抵押贷款支持证券的利差和较低的担保费用反过来应该有助于降低抵押贷款利率并提

图1.29. 股票期权价格的违约概率
(百分比)



资料来源: Bloomberg L.P. 和基金组织工作人员的估计; 详见Capuano (2008)。

40. 要被定义为资本充足, 政府资助企业需要达到最低标准和风险资本 (RBC) 标准。留存抵押贷款投资组合最低资本标准设定为资产的 2.5%、调整后的表外债务的 0.45% 和提供抵押贷款保险的担保业务的 0.5% 三者之和。截至 2004-2005 年度, 政府资助企业的最低资本要求又实施了 30% 的额外附加费, 尽管在 2008 年 3 月这一比例被减少到了 20% (2008 年 5 月在房利美事件中, 又下降到了 15%)。风险资本要求是每家政府资助企业必须留存以消化预期损失以及管理和操作风险的资本数额, 建立在利率压力测试情景之上。新的法定监管者——联邦住房金融局 (FHFA) ——正为房利美和房地美制订新的资本要求。然而, 随着政府资助企业被托管和对其增加信用额度以及美国财政部对其进行注资, 资本支持基本上都是由美国纳税人提供的。

41. 股票期权价格的高违约概率可能也反映了如下风险: 股票持有者在政府进行资本重组时或许不能享有优先权。

高抵押信贷向合格的政府资助企业借贷者的供给。然而，政府的计划却限制了对垂死挣扎的一级和二级非机构抵押贷款市场的正面影响。更普遍的是，去杠杆化趋势仍在继续，住房市场和家庭资产负债表的压力也依然存在。

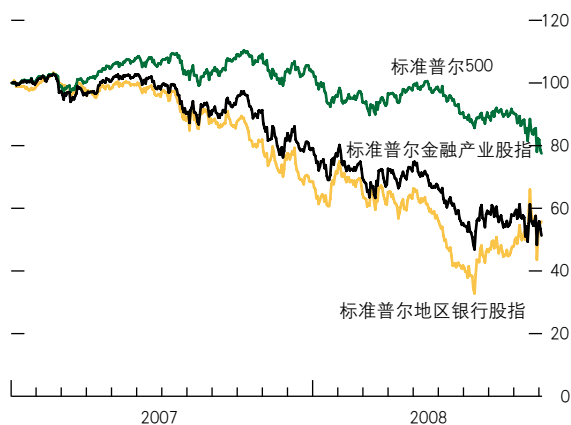
与日俱增的信贷损失可能进一步导致银行的清偿问题，这将使存款保险资源不堪重负。

由于对房地产资产有巨大的风险敞口，一些美国的地区银行已面临很大的压力（图 1.30）。现有政府资助企业股权的稀释和分红的取消对多数银行来说似乎仍可以控制，但是相对于它们的有形资本，有些银行的风险敞口很大。另外，在美国住房价格稳定之前，银行部门将有可能面临一个富有挑战性的环境。这就引发了人们对联邦存款保险公司（FDIC）储备是否足以担保这些存款保险的忧虑，尤其是在担保账户的规模可能增大的情况下，人们会更加忧虑。

如果大的存储机构倒闭，这将给政府存储保险基金造成很大的压力。迄今为止，美国吸收存款的机构很少有倒闭的——与储贷危机相比尤其如此——尽管 IndyMac（大型抵押贷款商之一，资产约 300 亿美元）的倒闭引发了人们对多种、大规模银行资本充足率方案的忧虑。《经济稳定紧急法案》（ESSA）已为此类事件提供了额外资源。⁴² 在存储保险方面，其他国家也面临挑战。几个国家当局正采取措施通过临时扩大它们各自存款保险机制担保的范围来增强市场信心。一些人也考虑在制度设计方面采取措施，作出更多持久的改善。例如，在北岩银行发生存款挤兑和随后将其国有化之后，英国当局正考虑对它们的存款保险机制

图1.30. 美国股票指数走势

(2007年1月=100)



资料来源：Bloomberg L.P. 和基金组织工作人员的估计。

42. 截至 2008 年第二季度，联邦存款保险公司数据显示，大型银行（500 亿美元及以上）资本充足。然而，联邦存款保险公司的监管观察单上的银行数目和银行合并资产分别增加到 1,170 亿美元和 780 亿美元。联邦存款保险公司的储备金也下降到了 452 亿美元（仅为所有担保存款的 1.01%，这被认为是历史新低），这是由于消化 IndyMac 和其他倒闭银行的巨大成本所造成的。如果资金进一步外流，联邦存款保险公司或许要提高其保费来对其储备金予以补充，向联邦融资银行借贷高达 400 亿美元。随着《经济稳定紧急法案》的通过，它也需要美国财政部授予无限制的信用额度。

加以改革，包括提高透明度和改善融资安排。存款担保安排在许多国家正被重新评估，国家之间需要分享经验教训。

信用衍生品市场和回购市场的操作风险构成了威胁，这点在雷曼兄弟倒闭时显露无遗，扩大并加剧了对交易对手风险的忧虑。

尽管在纽约联邦储备银行和其他当局的鼓励下，主要市场参与者纷纷采取行动以减少非保兑交易和结算问题的风险，但是，一旦主要信用违约掉期保护交易对手倒闭，结算有关房地美、房地美、雷曼兄弟公司和其他具有系统重要性的金融机构的信用违约掉期可能导致破坏性的连锁反应。问题在于双边合约过多，大量悬置，而交易对手经常建立相抵合约而不是结清现有合约，因此会提高交易对手风险。这些风险会因加大终止相抵合约的努力、更多电子化处理的交易和集中清算公司的创建（尽管到2009年年底才能全面运营）而有所缓解。⁴³ 类似运营风险挑战在回购交易结算时也会发生，包括那些通过三方安排和场外衍生工具的交易。而且，这些风险可能因大规模交易对手倒闭的复杂性而有所加剧。雷曼兄弟控股公司的倒闭表明此类运营风险是如何具备系统性影响的，因为它是十大做市商之一，这些做市商身后有着市场上90%尚未执行的合约。结清雷曼兄弟作为交易对手的交易后续工作令人望而生畏。所有其他未倒闭的交易对手将不得不取代、抵消或结束他们与雷曼兄弟的未结清的衍生工具交易（并非只是信用违约掉期交易）。较高的市场不确定性、减少了的流动性和人们对其他预期交易对手信誉的忧虑会增大这些运营风险。

去杠杆化和融资压力正对核心市场的流动性产生广泛的影响……

全球去杠杆化过程、金融部门的合并、杠杆投资者和做市商数量的减少以及增大的不确定性不仅使不同核心市场的交易流动性减少，而且也

43. 对任何特定参与者来说，关于同一个潜在实体的所有交易将被归入单一头寸，关于其信用违约掉期的所有投资组合将保留一个保证金账户。

减弱了市场参与者据市场形势的发展对其头寸作出调整的能力。⁴⁴ 这一点反过来又进一步导致流动性减少以及特有风险和基准风险的增加。这些风险在主权掉期和债券市场显而易见，因为在这些市场上，与合成结构相关的对冲行为已经诱发市场大幅波动，使得交易者遭受巨大损失。流动性减少也蔓延到新兴市场，银行资产负债表的运用已被限制（例如，在总收益掉期过程中），结果使得做市商的成本大幅增加。对冲基金将资金转入独立账户或其他信托工具中。雷曼兄弟倒闭以后，许多投资者都试图减少他们在单一经纪商处投资的集中度。随着上述情况的发生，投资者对交易对手的忧虑日益加深，一些主要经纪商的流动性迅速减少。反过来，主要经纪商正收紧其借贷标准或在某些情况下，终止了与对冲基金的合作关系，从而导致了金融系统更大范围的去杠杆化（专栏1.5）。⁴⁵

……给金融中介造成了巨大威胁。

定期融资市场持续的压力已经升级到现在这个程度：多数信贷为隔夜信贷。结果，许多非银行机构面临可能倒闭的危险，它们需要政府部门的支持，或必须向缺乏流动性的市场出售资产来缓解赎回压力。主要货币市场共同基金（MMFs）已经遭遇不断升级的赎回压力，有的被迫倒闭，有的缩短赎回期限，将资金重新配置到安全资产上（专栏1.1）。尽管这些机构的传统功能是向银行提供流动性，现在却与银行为隔夜基金、与金融公司为更安全的资产而相互竞争，这样便加剧了同业融资的压力，从而增加了展期风险。主要货币市场共同基金的保守立场不仅降低了商业票据的可利用性，也增加了非金融公司利用商业票据融资的成本。为打破这一螺旋循环，美国当局采取措施，为货币市场共同基金对资产支持商业票据的投资提供临时担保。重要的是，对冲基金也面临更加趋紧的融资状况，由于其表现欠佳，投资者

44. 例如，在日本，国外相对价值对冲基金在3月遭受了巨大损失以后，开始大规模撤离日本市场。政府债券做市商通常在期货市场对冲它们的现金头寸，然而，公开期货头寸量大幅下降，与现金市场的关联度也下降了。

45. 由于带有大规模优质中介单位的银行不能运用独立基金来为其资产进行融资，因此就加大了去杠杆化的压力。

专栏 1.5. 信贷市场动荡对对冲基金的影响

本专栏讨论了信贷市场恶化影响对冲基金的渠道。

大量从事与信贷相关投资的一些对冲基金已经受到当前市场动荡的消极影响，对那些从事与美国抵押贷款相关的资产支持证券和担保债务凭证投资的对冲基金来说，尤其如此。股票基金也遭受了很大损失，尤其是那些对金融公司和循环性消费品公司有巨大风险敞口的基金。这波动性较大的交易环境也似乎伤及许多对冲基金的表现，包括它们的宏观策略和可转债套利策略（见第一幅图）。¹ 最后，信贷市场危机已经导致了趋紧的融资状况，尤其是那些固定收益型对冲基金，它们的杠杆回报能力有所减弱。

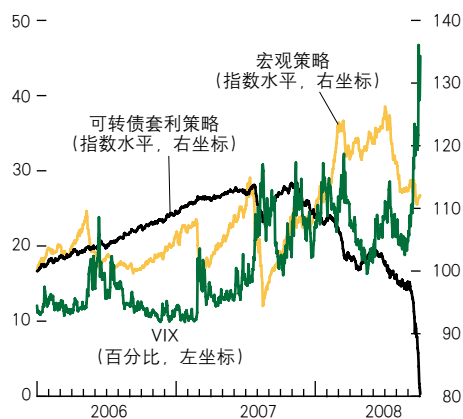
通常而言，寻求直接（或明显）杠杆的对冲基金可以从主要经纪商那里通过保证金融资或从私人回购市场获得资金。而从主要经纪商那里获得保证金融资已被终止，回购融资的垫头和费用也开始增加（见第一个表）。据市场估计，这些因素的结合导致对冲基金的平均去杠杆化为资本的 1.4 倍（从去年的 1.7 倍）。² 对冲基金已经增加了现金结存。在美国，现金结存已是去年的一倍，占投资组合的 16%。全球对冲基金的平均现金结存率已增至 22%（从一年前的 14%）（见第二幅图）。

注：本专栏主要由 Mustafa Saiyid 撰写。

1. 理论上而言，市场波动幅度大应该增加宏观策略和可转债套利策略的获利机会，这将使宏观管理者可以充分利用各类资产的大幅波动；可转债套利经理可以买入或卖空相对于标的股票而言更具价值的可转换期权。

2. 杠杆的变化是通过一整套策略来计算的，其中大大增加了股票多空策略以及合并套利策略在计算中的权重，杠杆的水平比较低，通常为资本的 1.5 倍至 2 倍（股票）。其他策略通常以高杠杆率来运作，尽管在股票和固定收入杠杆之间很难作出直接对比。例如，战术 / 宏观策略基金的杠杆为资本的 4 倍；可转债套利策略基金的杠杆为资本的 5 到 9 倍；相对价值 / 固定收入套利基金的杠杆高达资本的 10 倍。由于固定收入套利策略更加依赖杠杆获取收益，融资状况的变化对这些策略基金的影响要比对其他基金大。

对冲基金策略和风险偏好的走势



资料来源：Bloomberg L.P. 和基金组织工作人员的估计。

注：VIX=标准普尔500波动指数。

据报道，对冲基金正收到投资者大规模的赎回请求，这些投资者想赶在别人之前撤出资金。只有一定数量的资本被允许通过每个季度的“门槛”撤出基金。由于基金流动性最强的资产被出售来应对赎回请求，先赎回的相对而言可以赎回全部，而晚些时间赎回的将持有流动性紧缺的资产。95% 的对冲基金在它们的公开说明书上提及“门槛”，“门槛”允许高达基金资产 10% 的赎回。赎回请求通常按比例配置，因为这使得基金配置的赎回量能更好地与实际所需相吻合，而这种程序却往往导致投资者寻求高于实际所需的赎回份额。

资产价值下跌、波动性增大、担保垫头增加和投资者频频赎回，这些因素使得对冲基金在近几个月内倒闭的频率增加，尤其是那些从事结构性信贷投资的基金。³ 自 2007 年 6 月以

3. 业绩下滑的幅度即使相对较小（例如，5%~10%），同样会迫使对冲基金清偿大量资产以满足保证金需求或赎回请求。见 2007 年 10 月《全球金融稳定报告》表 1.3（基金组织，2007）。

典型“垫头”或初始差额
(百分比)

	2007年4月	2008年8月
美国国库券	0.25	3
投资级债券	0-3	8-12
高收益债券	10-15	25-40
股权	15	20
投资级公司CDS	1	5
高级杠杆贷款	10-12	15-20
夹层杠杆贷款	18-25	35+
ABS CDOs: AAA	2-4	95 ¹
AA	4-7	95 ¹
A	8-15	95 ¹
BBB	10-20	95 ¹
股权	50	100 ¹
AAA CLO	4	10-20
优质MBS	2-4	10-20
ABS	3-5	50-60

资料来源: Citigroup; Morgan Stanley Prime Brokerage和基金组织工作人员的估计。

注: ABS=资产支持证券; CDO=担保债务凭证; CDS=信用违约掉期; CLO=担保贷款凭证; MBS=抵押贷款支持证券; RMBS=居民房屋抵押贷款支持证券。

1. 作为担保债务凭证的理论垫头不再被看做担保。

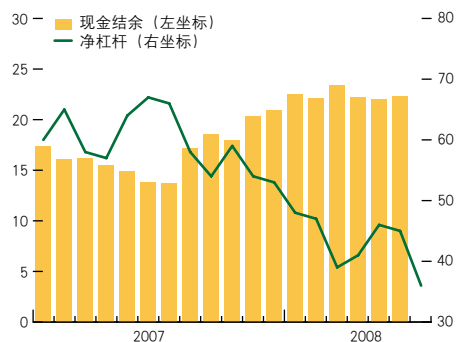
来,管理着 970 亿美元资产的对冲基金先后倒闭(见第二个表)。对冲基金的投资者在去年的损失早已高达 600 亿美元。

对冲基金正试图通过限制赎回回来应对此种状况,结果却不得不削减管理费用。有的基金试图将投资者资本的“禁售期”延长至多达 3 年,而有的基金越来越诉诸“门槛”。而且,平均年费从去年的 2%下降了多达 50 个基点。

对卖空行为实施的新限制措施可能继续增加对冲基金商业模式的压力。股票的多空策略有可能因从空头赚钱的机会减少而遭受损失,因为股票多空策略几乎占了两万亿美元对冲基金整体的一半。有些对冲基金报告它们正集体躲避金融部门,因为在该部门它们不能将多空相互对冲。主要经纪商认为除了卖空,可选择的策略并不多,因为通过期权市场的综合卖空策略代价依然高昂,信用违约掉期市场给股票长期的风险暴露提供的对冲策略并不完善。

从系统的角度来看,对冲基金日益增长的

全球对冲基金的杠杆与现金结余
(百分比)



资料来源: Morgan Stanley Prime Brokerage。

注: 杠杆定义为资产除以权益资本现金结余占总资产的百分比。

压力可能迫使各种资产头寸进行迅速、无序的调整,这将给市场流动性带来广泛的影响,并可能对其他市场参与者产生潜在的撞击效应,例如,通过交易对手在衍生品市场中的风险暴露。机构投资者,包括一些养老基金和捐赠基金,可能因从事固定收益和股票多空对冲基金的投资而损失惨重,因为近年来此类投资在机构投资者的投资组合中增长显著。

大型对冲基金倒闭

(2007年6月至2008年8月)

策略	家	资产 ¹	资产加权杠杆 ²
固定收益	31	97	16
结构性产品	21	79	17
主权/宏观	4	8	14
其他固定收益	6	10	10

资料来源: Bloomberg L.P.和基金组织工作人员的估计。

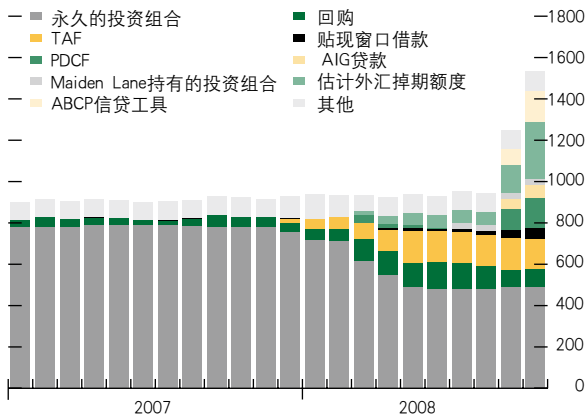
注: 包括对冲基金倒闭,超过了1,000亿美元。

1. 10亿美元。

2. 杠杆被定义为资产与权益资本的比率。

图1.31. 美联储资产负债表的总资产

(10亿美元)

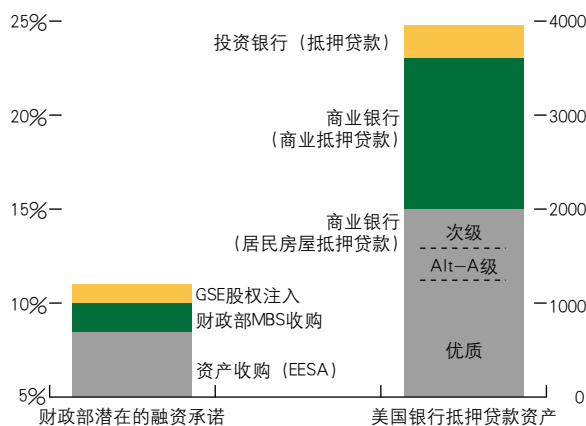


资料来源：美联储和摩根士丹利。

注：ABCP=资产支持商业票据；AIG=美国国际集团；PDCF=一级交易商信贷工具；TAF=定期拍卖工具。

图1.32. 美国政府的潜在承诺和抵押贷款市场

(占GDP的百分比；10亿美元)



资料来源：美联储《资金流量表》；JPMorgan Chase & Co.和基金组织工作人员的估计。

注：GSE=政府资助企业；MBS=抵押贷款支持证券；EESA=《经济稳定紧急法案》。

赎回的压力有增无减，进而使投资者风险偏好降低，股市卖空限制的影响更大。未来几个月，机构投资者面临被迫对其资产头寸进行调整和从对冲基金中无序退出的风险，市场流动性趋紧和波动性加剧的影响将更加广泛（专栏 1.5）。

日益增长的公共承诺可能给主权信贷的认知风险带来压力。

由于银行和准银行部门的资产负债表压力已经严重损害了其向更广泛的经济体提供信贷的能力，政府部门已经开始在缓解压力方面发挥更加积极的作用。政府支撑市场信心和支持更广泛的金融和非金融部门的努力应该通过向私有部门的资产负债表提供支持而最终对一个有序的去杠杆化过程有所帮助（图 1.31 和图 1.32）。然而，政府频频承诺可能进一步增加人们对主权风险的忧虑，因为风险已从私人部门转移到了公共部门。例如，美国政府对政府资助企业开展的救援行动的预算冲击、对美联储的补充融资支持、对联邦存款保险公司和其他政府机构的支持以及 7,000 亿美元的不良资产收购计划，这些都有很大的不确定性。为了支持陷入困境的机构，欧洲引入的政府双边承诺也有类似的财政不确定性。⁴⁶ 由于人们对财政状况恶化以及政府行为效用不确定性的担忧，成熟市场主权信用违约掉期的利差已经走宽（图 1.33）。

新兴市场的抗冲击性正受到考验

全球压力蔓延到新兴市场……

面对源自成熟市场的金融和经济冲击，新兴市场国家曾一度具有相对较强的抗冲击性，而随

46. 以下几个渠道可使财务成本增加：（1）政府资助企业的资本净值下降，因而需要进一步资本注入；（2）美国二级抵押贷款市场状况恶化，需要进一步收购机构支持的抵押贷款支持证券；（3）政府资助企业之间的融资困难，导致通过担保贷款信用工具的基金规模扩大；（4）美国财政部可能从金融机构收购的不良资产价格下降造成的损失；（5）货币基金的临时保险需求增加；（6）联邦存款保险公司储备的耗尽，需要信用额度和其他资金。此阶段，很难有信心去量化支出费用。

随着全球金融动荡的加剧，这些国家已经开始受到考验。全球金融机构的去杠杆化使得外部融资的成本增加，降低了其可用性，投资者风险偏好下降，从而减少了对新兴市场资产的需求。新兴市场国家想从成熟市场“脱离”的希望已变得渺茫，⁴⁷ 全球经济增长放慢，资本外流的风险和初级产品价格上涨引起的通胀风险都在加大，新兴市场政策制定者正在努力应对这些挑战。

……脆弱性正在扩散。

一些新兴市场的脆弱性已经有所加剧，其中一些已在表 1.5 中列出。通胀和贸易条件严重冲击着亚洲新兴市场，人们对该地区适应全球经济增长放缓的能力普遍担忧，亚洲新兴市场的脆弱性在过去六个月已明显增加。通常而言，拉丁美洲是从初级产品价格上涨引发的贸易条件正面影响中受益的，而货币政策在抑制通胀风险方面更加积极，但是最近初级产品价格的下降引起了人们对该地区抵制全球经济减缓所需能力的忧虑。正如在前一期《全球金融稳定报告》中提到的那样，在新兴欧洲，国内信贷和通胀激增，既然一些经济体的国内信贷周期正在转化，那么，发生经济硬着陆或地区性财政紧缩的风险也随之增加。

在新兴市场风险增大的背景下，机构投资者纷纷减少头寸，尤其是股票头寸。

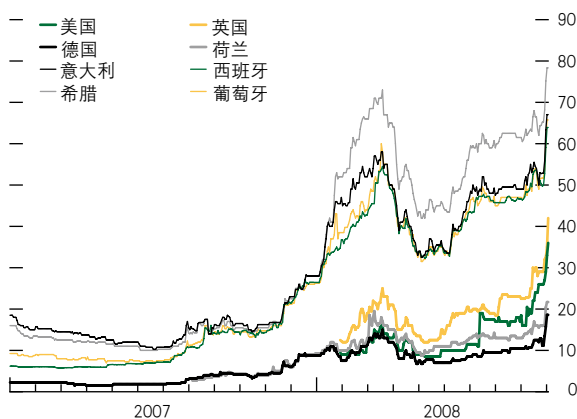
面对新兴市场脆弱性增加，共同基金和养老基金减少了参与新兴市场的力度。由于投资者对新兴市场的通胀风险及全球商业周期放缓对新兴市场的影响存在忧虑，从今年年初开始，流向新兴股票市场的资金速度放慢或已转向（见第四章和图 1.34）。⁴⁸ 这点在亚洲表现得更为明显，韩国和泰国资金大量外流，使得亚洲股票在 9 月净销售额为 560 亿美元。拉丁美洲、新兴欧洲、中东和非洲最近几个月也都有股票投资组合资金净流出现象。其结果是，这些地区股票价格大跌。

47. 第四章考察了金融一体化的加紧是否会增加新兴市场面对外部冲击时的脆弱性，并重点讨论了股票市场的渠道。

48. 第四章为股票市场变化的脆弱性提供了一个长期视角。

图1.33. 主权信用违约掉期利差

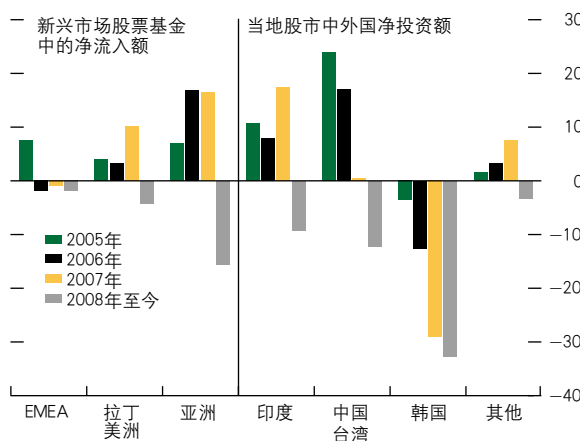
(基点, 10年期)



资料来源: Bloomberg L.P.。

图1.34. 新兴经济体的外国股本净投资额

(10亿美元)



资料来源: Bloomberg L.P. 和基金组织工作人员的估计。

注: “其他”包括印度尼西亚、菲律宾、泰国和越南。EMEA=新兴欧洲、中东和非洲。

表1.5. 部分新兴市场国家的宏观和金融指标¹

	商品价格 敏感性 ² (比率)	经常账户差额 ³ (占GDP的百分 比)	总储备与短期 外债的比率 ⁴ (比率)	净对外头寸对国际 清算银行——报告 银行 ⁵ (占GDP的百分比)	私人部门 信贷增长 ⁶ (百分比, 同比)	通货膨胀 ⁷ (百分比)	实际政策利率 ⁸ (百分比)
欧洲							
保加利亚	1.6	-21.9	1.1	-29.0	54.5	14.5	-9.4
克罗地亚	1.1	-9.0	0.9	-59.7	11.6	8.4	...
爱沙尼亚	1.2	-11.2	0.2	-78.7	21.5	11.1	...
匈牙利	0.6	-5.5	0.9	-54.1	18.0	6.7	1.8
冰岛 ⁹	3.9	-8.0	...	-267.9	...	13.6	1.9
哈萨克斯坦	4.5	-1.7	0.6	-8.0	22.8	20.0	-9.5
拉脱维亚	1.9	-15.0	0.3	-72.5	22.2	16.7	-10.7
立陶宛	1.2	-10.5	0.9	-45.6	36.4	12.2	-7.0
波兰	0.7	-5.0	0.8	-17.1	29.5	4.8	1.2
罗马尼亚	0.6	-14.5	0.9	-36.4	62.0	9.0	1.2
俄罗斯	4.1	5.8	2.9	2.2	51.4	14.7	-3.7
塞尔维亚	...	-16.1	2.8	-15.1	37.0	14.3	...
土耳其	0.3	-6.7	0.9	-12.2	32.9	12.1	4.7
乌克兰	0.6	-7.6	1.0	-9.5	63.9	26.8	-14.8
海湾地区国家							
科威特	13.6	45.2	...	8.9	35.5	11.4	-5.7
沙特阿拉伯	7.6	31.3	...	27.9	28.5	10.6	...
阿拉伯联合酋长国	5.3	27.5	...	-1.3	45.3	...	...
非洲							
埃及	2.1	0.8	7.5	16.0	12.6	22.2	-11.2
加纳	2.7	-9.8	...	-8.0	...	15.3	...
尼日利亚	4.5	6.5	...	15.5	96.5	9.7	...
南非	1.2	-7.7	1.6	4.7	15.2	11.6	0.4
乌干达	2.8	-7.7	...	13.4	41.2	8.7	...
亚洲							
中国	0.3	9.8	6.9	1.1	17.5	6.3	1.2
印度	0.5	-3.1	5.9	-8.9	24.1	12.0	-3.0
印度尼西亚	1.2	1.8	2.1	-8.5	31.4	11.9	-2.9
韩国	0.2	-1.0	1.3	-17.5	16.0	5.9	-0.7
马来西亚	1.4	11.7	6.0	-10.1	10.3	7.7	-4.2
巴基斯坦	0.6	-6.9	12.1	4.8	21.6	24.3	-11.3
菲律宾	0.3	2.1	2.2	-2.2	5.2	12.2	-6.5
泰国	0.6	3.4	3.1	3.2	7.0	9.2	-5.7
越南	1.9	-13.6	14.5	-10.2	63.9	27.0	-13.0
拉丁美洲							
阿根廷 ¹⁰	6.7	0.4	1.1	2.8	37.6	9.1	-0.2
巴西	1.8	-0.7	1.7	-8.1	31.0	6.4	6.6
智利	2.5	-0.5	1.1	-7.9	17.8	9.5	-1.8
哥伦比亚	4.8	-4.9	1.7	0.4	21.0	7.5	2.5
墨西哥	1.4	-1.0	1.4	-2.3	11.5	5.4	2.9
秘鲁	2.7	-0.2	3.0	2.6	31.7	5.8	0.2
委内瑞拉	8.3	7.2	2.2	24.1	51.8	33.7	-8.9

资料来源: Bloomberg L.P.、国际清算银行 (BIS)、基金组织《贸易方向统计》、《国际金融统计》(IFS)、《世界经济展望》和基金组织工作人员的估计。

1. 表中阴影方框指的是有潜在担忧的区域。断开值如下: 商品价格敏感性小于1; 经常账户差额低于GDP的-5%; 储备与短期外债的比率低于1; 净对外债务对BIS报告银行的外部头寸低于GDP的-10%; 私人部门信贷增长同比高于20%; 通胀同比高于10%; 实际政策利率小于0。

2. 初级产品出口量与总出口量之比除以初级产品进口量与总进口量之比, 基金组织工作人员估计。2002-2004年的平均水平。

3. 对2008年经常账户差额和GDP的预测以美元计, 自《世界经济展望》。

4. 短期债务以剩余期限来衡量。2007年年末, 由基金组织工作人员估计。

5. 报告银行对外头寸的数据及单个国家和国际清算银行的所有部门。

6. 最近的观察从2007/08年2月到2007/08年6月, 自《国际金融统计》。

7. 2008年7月同比通胀率或最新观测。

8. 2008年8月中旬的政策利率被前一栏中的通胀所平减。

9. 尽管冰岛被划分为成熟市场, 但依旧出现在该表中, 因为在本表的一些指标中, 它的水平相对高一些。

10. 分析人员认为和不同指标表明实际通胀率要远高于官方数据。

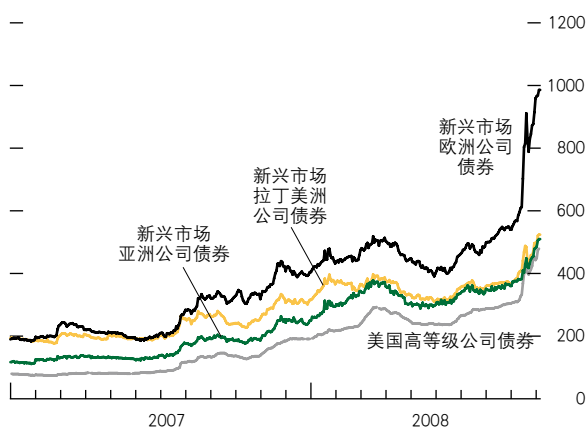
新兴市场外部和内部状况趋紧可能导致国内信用周期下行。

由于面对信贷紧缩而不堪重负的银行对融资加以限制，新兴经济体外部融资成本增加，融资可获得性降低。新兴市场主权和公司债券的利差已明显走宽(图 1.35)。新兴市场外部公司发行的债务合约已从 2007 年前三季度的 880 亿美元下降到 2008 年同期的 400 亿美元。杠杆投资者——例如对冲基金——依赖主要经纪人或其他金融机构融资的，已经被迫减少了对新兴市场的投资。资金流入减速或出现转向导致境内美元融资成本急速增加——如远期货币合约或跨币种掉期所示——在如下多个经济体中，例如巴西、韩国和印度(图 1.36)。较小的公司和金融机构受到严重的挤兑，有时完全无缘美元融资。

全球信贷收紧、基于通胀忧虑的国内利率上升和全球增长放缓，这三者结合可能加快国内信贷的下降，而在此之前是借贷热潮；国内信贷的下降有可能导致违约率上升和资产质量恶化。几个新兴市场中的信贷增长已开始慢了下来，迫使一些地方的房地产价格下滑。⁴⁹ 多数新兴市场的银行体系过去一直能在全球信贷动荡中独善其身(图 1.37)，⁵⁰ 但是很多市场越来越受到来自外部的融资压力。在为外资银行(依靠其母公司融资)主宰的新兴市场中，资产质量的恶化以及外资银行母国金融市场的衰退可能使这些新兴市场的外部资金供给减缓，这种情况在波罗的海国家似乎很明显。在过分依赖投资组合的国家，随着资金外流使货币市场流动性趋紧，这些国家的银行开始遭受压力，引起人们对其融资渠道的忧虑。这些压力在俄罗斯最明显，在俄罗斯，人们对交易对手风险的忧虑加剧，导致同业拆借市场缺乏流动性，从而被迫采取紧急公共支持以避免系统性危机。

图1.35. 新兴市场对外利差和美国高等级公司债券利差

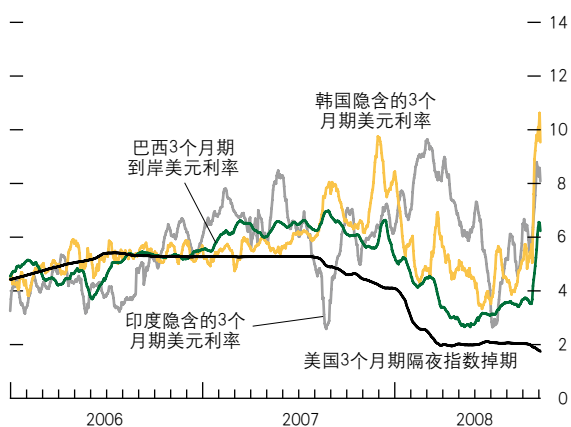
(基点)



资料来源: J.P. Morgan Chase & Co.和Merrill Lynch。

图1.36. 新兴市场境内美元利率

(百分比; 10天移动平均值)

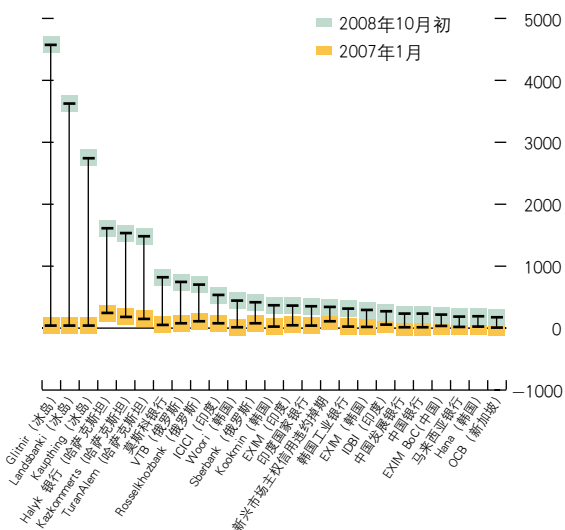


资料来源: Bloomberg L.P.和基金组织工作人员的估计。

49. 有关新兴市场经济体的私人部门信贷增长，见附录 1.1 中图 1.40。

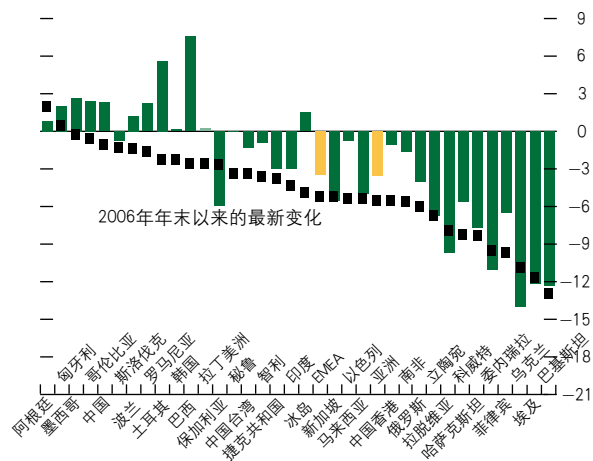
50. 新兴市场经济体大部分没有直接从事与抵押贷款相关的结构性产品的投资，部分反映了国内有吸引力的投资机遇使从事增加收益的复杂产品的投资没有必要。

图1.37. 部分新兴市场银行的信用违约掉期利差, 2007年1月至2008年10月初 (基点)



资料来源: Bloomberg L.P. 和基金组织工作人员的估计。

图1.38. 实际政策利率: 最近水平和2006年年末以来的变化 (百分比)



资料来源: Bloomberg L.P. 和基金组织工作人员的估计。

注: 被市场分析人员运用的政策利率或类似指标和2006年12月、2008年9月或最近的同比通胀率。分析人员相信, 并且各种指标也表明阿根廷的实际通胀率要远高于官方数据。EMEA=新兴欧洲、中东和非洲。

高通胀率使得政策制定更为复杂, 导致实际利率为负。

通货膨胀目标制度正受到考验, 因为在许多新兴市场, 通货膨胀率超过了中央银行的目标利率。为此, 许多中央银行已经开始收紧货币政策。然而, 政策利率的增长经常不足以阻止实际利率下落, 实际利率往往降至负数, 因为货币政策当局把商品价格动荡要么看做是外因的作用, 要么看做是暂时性的(图 1.38)。⁵¹ 使问题复杂化的是, 当信贷危机已然来临时, 许多经济体的政策依旧相对宽松, 部分原因是成熟经济体实行的适应性较强的货币政策。

最近, 全球经济增长前景进一步恶化, 初级产品价格已经回落, 导致市场主导型通胀预期有所缓和(图 1.39)。然而, 扭曲性补贴逐渐取消, 尽管此举曾受到人们的欢迎, 一旦全球经济稳定下来, 初级产品价格新一轮上涨的可能性仍会给通胀的前景带来风险。而且, 在出现相对强劲的国内需求之后, 随着核心通胀和工资开始上涨, 新一轮通胀效果的迹象已初现端倪。

东欧硬着陆的风险最高。

东欧的住房价格随着国内信贷的增长而攀升, 在新兴欧洲, 银行信贷组合愈来愈和房地产部门紧密相连。迄今为止, 银行贷款损失还没有明显增加, 但是增加了坏账准备。如果资产质量迅速恶化, 内部风险控制可以使信贷增长迅速下降以保护银行资本。此类情景的风险已经增大, 例如在波罗的海国家, 住房价格的上涨速度已经减缓或者说其价格已经下降, 实际信贷增长已明显下降(图 1.40), 实际 GDP 增长速度已经明显下滑或已经转为负增长, 而通货膨胀率仍居高不下。在东欧的其他地区, 尤其是保加利亚、罗马尼亚和乌克兰, 住房价格和国内信贷仍有增无减, 但信用利差同样也在上升, 这就意味着风险也在上升。

中欧和东欧的国内银行也已通过国际借贷方

51. 有关通货膨胀与初级产品价格之间关系的讨论, 见 2008 年 10 月《世界经济展望》第三章(基金组织, 2008d)。

建立起大规模负的净外汇头寸。在这些国家，信贷增长主要依赖于外国母银行向当地分支机构提供的跨境借贷。⁵² 多数母银行很容易受到市场情绪低迷的影响，因为它们融资的绝大多数都来自国际批发市场，许多银行——包括在瑞典、奥地利和意大利的母银行——已经受到9月全球信贷冲击下与日俱增的压力。尽管多数银行致力于在该地区的长期存在，但如果外部融资条件进一步恶化并迫使母银行压缩向该地区提供的信贷，这就可能危及波罗的海国家和东南欧国家的软着陆。的确，国际货币基金组织的分析发现，在压力情景下，源自西欧普通借贷方的信贷冲击可能在新兴欧洲产生广泛的溢出效应，并在该地区诱发或导致连锁反应（Arvai, Driessen 和 Ötker-Robe, 即将出版）。

全球化的溢出效应和脆弱性的加剧可能使新兴市场的抗冲击能力受到考验

大量资本持续不断地从新兴市场流出，这将对严重依赖外部融资和储备率较低的国家构成挑战。倘若艰难的外部信贷状况持续下去甚至恶化，杠杆化较高的经济体或国内信贷增长一直十分迅速的经济体，它们国内银行系统的压力有可能因此得以累积。在这种情况下，保持一个健全的宏观经济框架的成本就会有所增加。

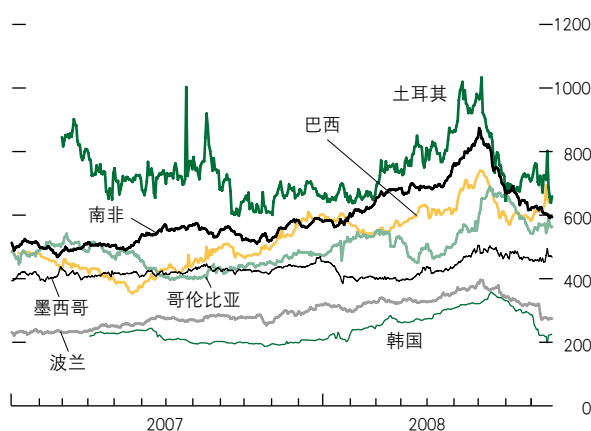
金融稳定政策

本报告的分析阐述了去杠杆化过程中所需要进行的大幅调整，强调了具有系统重要性的机构所面临的压力也是调整的一部分。市场环境不仅以资产价值下降为特征，而且受诸如评级下调等周期性力量和将好坏资产、强弱机构区分开来的挑战的影响而恶化。在这种市场环境下，即使在最近几个星期大的金融事件发生之前，要找到一个纯粹的私人部门来解决金融市场的压力已经变得愈加困难。在全球范围内，最近方才出现的对交易对手信任的逐渐丧失以及囤积现金的现象愈

⁵² 净国外负债（对外状况与 BIS 报告银行）已经增加，这是持久的经常账目赤字和国内信贷的迅速增长的结果。

图1.39. 平准通胀率

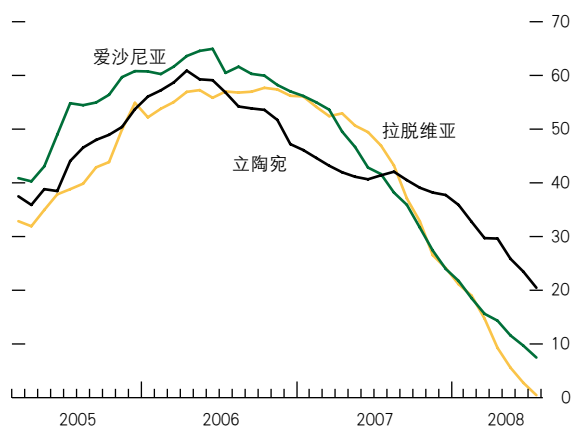
(基点)



资料来源：Barclays Capital、Bloomberg L.P.和基金组织工作人员的估计。

图1.40. 波罗的海国家：非金融私人部门实际银行贷款增长

(百分比，实际，同比变化)



资料来源：Bloomberg L.P.、欧洲中央银行和基金组织工作人员的估计。

加普遍，使得以下情况在所难免：如果解决方案是实现有序的去杠杆化过程，以便限制对金融系统和经济的损害，那么，各国当局将需要在此过程中发挥主要作用。

最终目标应是减轻金融系统和经济体之间的逆向反馈循环。为了实现这一目标，必须采取措施以重建人们对机构和市场的信心，减少在去杠杆化过程中银行削减新信贷供给的压力。公共部门必须尽可能地表明指导其行动的原则。当局将如何把道德风险最小化和抵制系统性风险平衡起来构成了市场的不确定性，这种不确定性使市场在最近几个月波动加剧，流动性愈加匮乏。

措施必须是全面的、及时的和沟通无误的，从而解决市场不确定性的潜在原因，处理去杠杆化的压力给市场带来的紧张。国际货币基金组织在以前金融危机的经验表明，为了使市场恢复正常，制止金融和经济压力的蔓延，需要及早而又果断的举措。为了阻止——和开始扭转——市场和经济的恶性循环，政策战略需要解决三个关键而又相互关联的压力之源：融资市场需要重新启动；问题资产的持续不确定性需要降低；公司的资本状况需要加以改善。

稳定全球金融系统的行动应该在各国之间加以协调，尤其是在各主要金融中心之间予以协调。尽管就采取的具体措施而言，国家与国家之间依据各自的薄弱领域和优势领域可以有所差异，但是旨在解决问题的早期行动的相互协调将会发出强烈信号以提升市场信心，也将有助于避免一国采取的措施给其他国家带来负面影响或在国际市场上产生误导。各国当局需要确保及早发现市场压力并迅速作出应对，进而抑制系统性影响。这或许需要一个必要时能够采取果断行动的授权框架。

私人部门的解决方案是最可取的，但是，如果需要，可以运用政府的紧急干预，然而，干预应该是暂时的，纳税人的利益应该得到保护。干预的目标应该清晰，操作程序应该透明。政府行为应对所有利益相关者负责任，这点很重要。支持也是有条件的，仅限于那些虽然虚弱却能够自生的机构，对其进行重组，以使其具备更加稳健的基础。在确认局势紧急和明确需要公众支持时，

各种机制应该对道德风险和纳税人的成本尽可能地予以限制。一旦市场信心得以恢复，那些对市场有扭曲效应的措施就应该予以取消。

最后，采取的措施必须能对中期目标进一步向前推进，中期目标是构建一个稳健的、有竞争力的、有效率的经过重组的金融体系。实现这一目标需要对缺乏自生能力的银行进行有序解决和对市场纪律予以修补。对信用定价和信用中介起关键作用的融资和证券化市场应该予以加强，包括通过集中清算逐渐降低交易对手的风险。这个转变时期提供了一个良好的机遇，使人们可以对规定金融部门条例的国际宏观金融稳定框架重新进行审查，加强监管者的监管力度。发生的金融事件凸显了加强对金融活动种类而非对中介种类管理和监管的必要性，中介的种类包括银行、保险公司、公司或投资基金。也需要在监管人员、管理人员和中央银行之间建立更加紧密和更加有效的跨境协调和合作机制。

短期而言，需要采取全面的、全球性的措施来阻止危机风险蔓延并解决其潜在根源。

9月市场信心和市场失灵的持续恶化促使美国当局采取更加全面和更加系统的措施来弥补“逐案处理方法”的不足。所谓“逐案处理方法”就是随着金融压力的出现，将压力逐一化解。新的策略包含了一套广泛的措施，包括对银行和准银行机构（例如券商和货币市场基金）提供流动性支持；收购资产以缓解银行资产负债表的压力；对住房市场予以支持；延长存款保险期限和对卖空加以限制。美国当局采取的行动旨在释放金融资产负债表的压力，恢复市场信心。这些措施是积极的、全面的和必要的，其目的是给私人市场提供催化剂以支撑资产价格、开放融资和使资本缓冲得以重建。评估这些措施的影响为时尚早，但是，鉴于明显而持续的不确定性，这些措施已经给市场带来些许安慰，当局时刻准备采取必要措施来避免给市场造成更多破坏。

尽管金融危机的中心在美国，但是由混乱的去杠杆化过程和风险头寸的迅速收缩所导致的资金紧张是全球性的。因此，其他国家也采取了相应

的政策措施。美国和欧洲所采取的行动是最广泛的，而亚洲一些国家也向市场增加了流动性供给。

在欧洲，整个欧元区改善融资的措施通过欧洲中央银行的运作已经得到了协调，国际上，美元的流动性需求已经通过在欧洲各国中央银行和美联储之间进行的掉期工具而得到缓解。欧盟范围内旨在提高监管资本要求和改善市场结构其他方面的行动也在进行中。然而，旨在解决资本、流动性短缺和问题资产的近期措施更多是“逐案”处理和以国家为单位来执行。

迄今为止，欧洲和美国之间，欧洲内部不同国家之间，所采取的政策行为各不相同，部分反映了各自具体情况的不同。与欧洲相比，美国更需要解决问题贷款——尤其是次级抵押贷款的问题。在欧洲，内部生成资产的贷款质量问题则没有美国那么严重，各国的住房市场状况迥异，但是金融机构都面临着融资问题和资产质量问题，无论以美元计还是以本国货币计。

然而，金融机构、市场和实体经济所面临的普通跨境问题需要在全世界范围内采取更加协调一致的措施，而不是现在每个国家各行其是。没有全球性协调，调整过程可能会更加痛苦和漫长，个别司法机构采取的缓解各自市场压力的措施会外溢到其他司法机构，对能否平等分担责任的忧虑可能阻止各国政府协同采取必要却又代价高昂的措施。旨在恢复对全球金融系统信心的政策的利好可能因此减少，而相应成本则会相应有所增加。

解决问题资产的措施。

为了去杠杆化，私人部门资产负债表试图剥离资产，公共部门资产负债表的运用可以阻止可能减少银行资本的减价出售的清算现象发生。银行大量证券化或有其他问题资产的国家可以考虑政府运用相关机制收购资产或给该资产提供长期融资。这将给资产负债表的健康带来更大的确定性。设立资产管理公司就为此过程提供了法律上清晰和问责制的框架。

根据最近颁布的《经济稳定紧急法案》而设计的不良资产救助计划(TARP)既提供了机遇又

带来了挑战。我们积累了相关的国际经验，即从银行资产负债表中去除不良资产是解决危机的关键一步，而该计划试图采取系统性措施从金融机构收购不良资产，这与国际经验是一致的。然而，该计划的操作设计尚未确定，国际相关经验表明正是这些操作细节对计划成功起关键性作用。为了减少公共成本，做到以下几点很重要：回购计划的目标从一开始就应明确无误地设定；资产收购应有助于市场价格的重新确立；适当的专业技术支持和激励应落实到位，以确保公共部门资本有合理的回报。计划的管理需要独立于政治考量之外，但仍需受制于高度问责制。

主要挑战是在政府收购不良资产时要避免逆向选择。根据计划要收购的结构性资产有着内在固有的异质性，要准确估计这些资产价值和风险的困难是危机的核心。因此需要小心对待，以确保收购过程所运用的价格足以反映被收购资产质量上的差异。如没有此类区别对待，就会有这样的风险：在经济繁荣时期表现出更多信贷自律的机构根据此计划会提供相对较高质量的资产；拥有更多劣质资产的机构会因前者的存在而受益。

尽管该计划能够改善银行的流动性，并给银行资产负债表释放出空间，但是该计划对银行资本状况的影响很可能是冷热不均。的确，银行出售资产可以凸显其所受的损失，潜在增加其筹集新资本的需求。该计划有足够的灵活性，能够集中资本化需求。另外，资产收购或许需要与更加广泛的筹资战略相结合，或与解救可能无法自生银行的计划相结合。而且，在平衡这两个目标时，经验表明，资本化应该是第一位的。与此同时，为了达到监管资本的目的，不用严格执行按市价计值或实施其他形式的监管自律，这都可以避免在筹集资本仍很困难的时候还加大资本需求。

资产收购计划引起的主要财政预算影响意味着，在欧洲实施这样计划的任何决定不可避免地局限于单个国家层面，然而，仍需要进一步协调并采取一个共同的方式，即便在执行时要根据每个国家的具体情况作适当调整时也是如此。这也是解决存款保险机制差异的一个机遇，解决存款保险机制的差异是加强欧洲金融稳定框架所需进

行的重要改革之一。由于市场流动性差而导致结构性资产和证券化资产难以从资产负债表中剥离出来，市场对金融机构的信心因其拥有大量的此类资产或其他问题资产（无论是美国的还是欧洲国家内部的）而受损。有这种情况的国家政府应该考虑建立政府收购机制或向问题资产提供融资的机制。政府应该确保这些机制在它们的设计和潜在原则上彼此一致，以避免给资产和资产负债表的评估增加不确定性。

改善资本状况的措施。

为了在保持信贷增长的同时又加强资本率，本章建议从公共市场筹集约 6,750 亿美元的额外资本。由于资本市场眼下几乎被关闭，在许多情况下，政府需要对金融机构的资本结构进行重组，因为这些金融机构可以自生且对金融系统至关重要。即使资本重组计划是以政府为主导，这些计划也应该确保私人部门资本筹集仍可获得激励，包括从现有股东那儿融资；这些计划应该与重组公司和处理不良资产的措施相联系，以确保未来资产负债表的稳健。为了保护公众利益，政府提供的任何新资本应该享有优先地位。不能自生的银行应该有序关闭。如要接管问题机构，需要仔细斟酌以确保合并后的实体既不会过度虚弱也不会因规模过大而导致金融部门高度集中，因为后者意味着将来的系统性风险更大。

尽管对卖空金融机构股票的行为加以限制可以在不确定的市场环境中给金融机构的市值提供些暂时的支撑，但此类措施并不能从根本上解决资产负债表的潜在弱点。而且，这类措施的影响也可能被市场参与者做空头交易的能力所削弱，市场参与者可通过衍生品等工具来做空头交易。这类措施也可能有意料之外和于事无益的后果，包括对市场流动性。因此，此类限制应该在时间上是暂时的，在范围上是有限的，局限于在极端情况下阻止系统性不稳定所需要的措施，与此同时，还需采取广泛的措施以恢复信心。

重启融资和改善流动性管理的措施。

依赖批发性融资，包括在跨境市场上融资的

金融机构正面临着严重的、日益增加的再融资问题，对交易对手风险的忧虑急剧上升。在改善资本化和资产质量方面取得进展时，稳定机构的融资渠道很关键。因此，中央银行目前需要继续协调以便以充足的规模提供流动性，同时有足够长的期限给银行融资的稳定性提供信心。

然而，如果系统性情形进一步恶化，以至于人们对金融机构丧失信心，使得金融机构获得足够流动性和资本市场融资的渠道被质疑，在信心恢复前作为临时措施的官方保证似乎不可避免。而且对金融机构优质和次级债务的保证则无须涵盖所有机构（例如，对那些不依赖批发性融资的机构来说，保证批发市场债务或许没有必要）。提供此类保证应包括保障措施（收费、保证银行资产负债表的追索权等）。正如一些国家已经或正考虑采取的，把对零售账户的存款保险上限提高到超过正常限制的水平。在决定是否和如何扩大保障时，政府资产负债表消化额外成本的能力需要仔细予以考虑。相关行动应在国家之间进行协调，还应该包括阻止银行使用扩大了保障来赢得国际市场份额，以避免将压力转移给别的国家。美国政府给货币市场共同基金提供暂时保证的做法是恢复投资者对该部门信心的有益步骤。在一些国家，可以通过三方回购协议对银行间短期担保融资提供支持或通过最后担保的保证向货币市场基金提供支持；为了在更广阔市场中减少交易对手风险，应采用较长期的解决方法，例如，集中的清算和结算安排。

本次危机暴露了跨境业务的脆弱性。

在获得充足期限和充分可靠的跨境融资时，许多银行都碰到了持续的困难。所有从事大量跨境活动的银行需要对其跨境融资计划的充足性和稳健性予以重新评估。而且，对于涉及大量跨境融资需求的银行业危机，国家当局需要合理计划。美联储的定期拍卖工具，通过掉期操作可以在其他几个国家运用，尽管是暂时的，但的确是跨境合作的一个范例。中央银行应该寻求将今后合作的程序规范化。

当局继续致力于危机管理的跨境合作和应急

计划，但是需要取得更多进展。要在现行的破产法和清偿机制之下，通过进一步的国际合作来解决跨境公司的困难。这包括处理好相关国家法律的必要性，例如，对围栏资产的要求，它是国际合作解决方法的障碍。当局也应该明晰协调跨境机构存款保险的国际安排。同时，需要建立更加稳健的信息分享安排和快速合作机制。各国应该致力于解决具有系统重要性的国家金融联系中潜在的脆弱性和风险。

新兴市场应该通过金融渠道来应对风险的扩散。

新兴市场的金融机构在此次危机中受到的冲击要比成熟市场的小，部分原因是结构性信贷产品的运用大部分局限于成熟市场。但是，最近几周，外溢效应持续扩散，在一些地区尤为明显。从此次危机中成熟市场吸取的许多教训同样也适用于新兴市场当局，例如在危机管理、中央银行流动性操作、资本充足率、流动性管理的监管、存款保险以及当局作用和责任清晰度的方面。

当局需要确保在市场操作中能够从容应对流动性问题以及突然出现的其他市场压力。近年来，一些新兴市场国家累积了大量的外汇储备，这意味着许多国家有提供外国货币流动性所需的财政资源或者如有必要，借给它们的系统；它们也必须确保它们有这么做的操作能力和应急计划。

关于新兴欧洲，根据基金组织的金融部门评估规划 (FSAP)，最近对该地区国家进行的评估强调了母国和所在国监管者之间密切合作的必要性。这最少应包括国际上活跃银行间的协调检查、共同的风险评估和处理压力情景的“战争游戏”。共同管理主要银行倒闭的合作安排也需要进一步发展。今后，金融部门评估规划将继续强调当局改善其应急计划的必要性以及对在机构、市场和地区间溢出效应的风险更好地予以考虑的必要性。无论哪里的金融系统面临增加的流动性风险和市场信心的丧失，基金组织都应发挥作用，共享信息和最佳政策应对的经验，向工具设计提供技术援助，加强监管，如有必要的话，提供规划支持。

除了采取短期措施稳定市场以外，还需要为全球金融系统建立更加稳健的基础。

过去几个星期发生的事件已经使全球金融格局有了戏剧性的变化。在市场行为和市场功能方面的一些变化将会被证明具有持久性的效果，这点毋庸置疑。这个变化的时期给人们提供了一个对全球金融结构进行反思的机会，因为在这个时候对现有市场行为进行约束的必要性要比过去任何时候都低。这些事件已经表明衡量清偿能力、流动性和风险的问题在许多情况下都是共同的，跨越了部门和国家的界限。管理监督应该依据监管机构所执行的金融活动来设计，而较少地依据中介——银行、保险公司或投资基金。现在有机会也有必要建立一个宏观审慎的监管框架，这样的框架在方法上更综合、在标准上更统一；这种框架需要监管者、管理者和中央银行之间更为密切和高效的跨境协调。

关于当局的作用和责任，需要加以明确。

市场动荡已表明在遭遇系统性金融危机时，流动性支持和清偿能力支持之间的区分已经变得多么的不确定，市场动荡也对政府干预的代价提出了质疑。应对市场动荡的决定不能因当局的作用和责任没有得到明确而受到阻碍，这是非常重要的。下面这些行动能有助于避免出现这种潜在的混乱：

- 关于金融稳定，中央银行、管理者、监管者和财政当局各自的作用需要加以明确。中央银行应该将注意力集中在满足系统流动性需求和发挥“最后贷款人”的职能上。它们在维持金融稳定方面应该发挥核心作用，它们可以利用单个金融机构的信息，因为这是完成以上任务所必需的。管理者和监管者（无论是在中央银行之内还是之外）应该在充分考虑金融稳定整体状况的同时专注于单个公司的审慎经营问题。财政当局应就解决清偿问题作出决定并满足其成本需求。当局之间需要改进相互交流和合作的程序。
- 如由于对问题公司提供支持而让公共部门支

付成本或者提供资金或担保来解决清偿问题，这些成本应该直接反映在财政当局的资产负债表中，以提供政治上的问责制。

- 监管和审慎机制应该予以更新，以便可以提供全面的金融监督，对风险作出迅速反应并消除负面激励和利益冲突。英国吸取了北岩银行的教训，加强监管的改革正在进行；这会是一个采取更加透明、尊重规则处理方法的机会。美国财政部描绘出现代化金融监管结构的蓝图，强调了监管合并和对政府资助企业规则最近作出的改变是改革有益的起点，但还需要进一步的改革措施。例如，政府资助企业的商业模式需要明确，并将公共和私人部门的活动予以区分。政府资助企业的商业活动应该予以规范并资本化，如同完全私人部门的机构一样，培育公平竞争的平台，促进市场自律。为了避免监管套利，要确保各自管辖权范围内的监管变革要均衡，这点很重要。

监管者、评级机构和市场对资本和流动性多项指标进行监督的同时，还应辅以透明的风险披露。

将来，对资本充足率和广泛资产负债表稳健的监督需要作出变革。风险主导的资本指标仍是规范资本的正确方法，但是需要有一个好的资产评估方法。即使是最老练的市场参与者在评估和衡量结构性产品的潜在风险时也暴露出了能力上的缺陷，这些缺陷给银行追求适当的资本目标造成了不确定性。对资本和流动性比率的多项指标进行监督，加上严格的压力测试能在对公司是否具备抵御各种冲击能力的评估中发挥作用。第三个 Corrigan 报告（交易对手风险管理政策小组，2008）给金融机构改善其经济资本的管理提供了一些有益的指导原则。监管者需要细致地考察从当前危机中吸取的教训，以确保风险衡量有足够的长期视角并避开周期性因素的影响。正是周期性因素在市场平稳时使资本需求减少，而在当前经济下滑时期，又加剧了资本短缺。最后，资本需求的任何变化都应逐步到位，以避免去杠

杆化的影响加剧。

银行资产负债表上（及其表外）的风险披露需要透明，这在不同机构和不同时间都需要保持一致。金融稳定论坛建议，风险披露应该标准化，并与公司的财务报告一同发布，或作为财务报告的一部分。监管者需要考察公司在采纳这些建议后所取得的进展。但是，这些建议是专门针对那些诱发眼下金融动荡的问题资产的。对监管者、会计实体和市场来说，给通常的风险披露寻求更加恒定的标准更为重要，因为这些标准在不同公司和不同国家都始终如一。

就全球而言，监管和会计指标方面的差异模糊了不同机构风险、清偿能力和流动性指标的可比性。此种差异，只要有可能，就应设法消除。在美国，监管的合并会有助于实现这一点。为了使监管惯例、监管措施和公布的数据在不同国家间协调一致，采取全球性行动将会大有帮助。

需要制定政策来提高流动性管理的稳健性。

支撑金融机构流动性的临时措施需要靠改善这些机构未来流动性管理的稳健性来得以加强。这需要采取三个方面的措施：

- 银行和证券公司需要改善它们的流动性管理实践，增加流动资产的持有量并限制对作为流动资金担保的中央银行期限融资的依赖。
- 监管者需要为公司的流动性计划制定更为严格的标准，鉴于主要市场缺乏流动性的时间要比之前人们所认为的时间长得多，此举就显得尤为重要。巴塞尔银行监管委员会的草案修改了有关流动性的指导原则，这是向前迈出的一步，令人欢欣，包括建议国家一级的监管者执行比以往更为严格的规则遵从标准。要把这些原则付诸实践还要做很多细节性工作。
- 与此同时，在遭遇系统范围的压力时，在没有可以迅速、灵活运用的中央银行担保的情况下，期望每个公司都有足够的流动性来应对所有可能的市场范围的问题是不现实的。第二章讨论了一些加强流动性管理的具体提议。而且，所有当局应该对它们的国家存款保险

计划加以审核，而且有必要时，加强对计划的融资并确保它们得到审慎机制和银行决议程序的恰当支持。各国家当局应该就一整套有关存款保险制度的国际原则达成一致，这套原则列出了目标的共同核心，但同时又承认：可能有不同的制度设计能够实现这些目标。⁵³

附录 1.1. 全球金融稳定图：构建和方法⁵⁴

本附录概述了我们为全球金融稳定图中每项主要风险和状况所选择的指标（图 1.1）。为完成该图，我们用市场信息和判断来对这些指标加以补充，因为这些信息和判断无法用现有指标来充分表示。

开始构建稳定图时，我们决定按每个指标的当前水平相对于其历史状况的百分位数进行排位，以便指导我们对当前状况的评估；当前的评估是相对于 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》和更长时期内的状况而言的。因此，在可能的情况下，我们倾向于采用有合理的时间序列数据的指标。然而，最终选择不是机械性的，而是代表了基金组织工作人员的最佳判断。表 1.6 显示了每项指标自 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》发布以来的变化和我们对每项风险和状况变化情况的总体评估。

货币和财政状况

与全球货币和财政状况相关联的融资的可得性和成本（图 1.41）。为了如实反映成熟市场货币状况的总体变动，我们从考察短期流动性成本开始。短期流动性成本是以七国集团平均实际短期利率衡量的。而后，我们采用广义的流动性过剩的指标，定义为广义货币增长与货币需求估计之差。意识到货币政策传导至金融市场的渠道是复杂的，一些研究人员发现，将资本市场指标包括在内能更

53. 国际存款保险机构协会已为有效存款保险制度提出了一套核心原则，这套原则提供了一个可行的基础。同时，几年来对欧盟法规有关存款保险方面的修改工作已在进行中，以解决跨境问题时更和谐、更清晰。

54. 本附录主要由 Ken Miyajima 撰写。

表 1.6. 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》发布以来风险和状况的变化

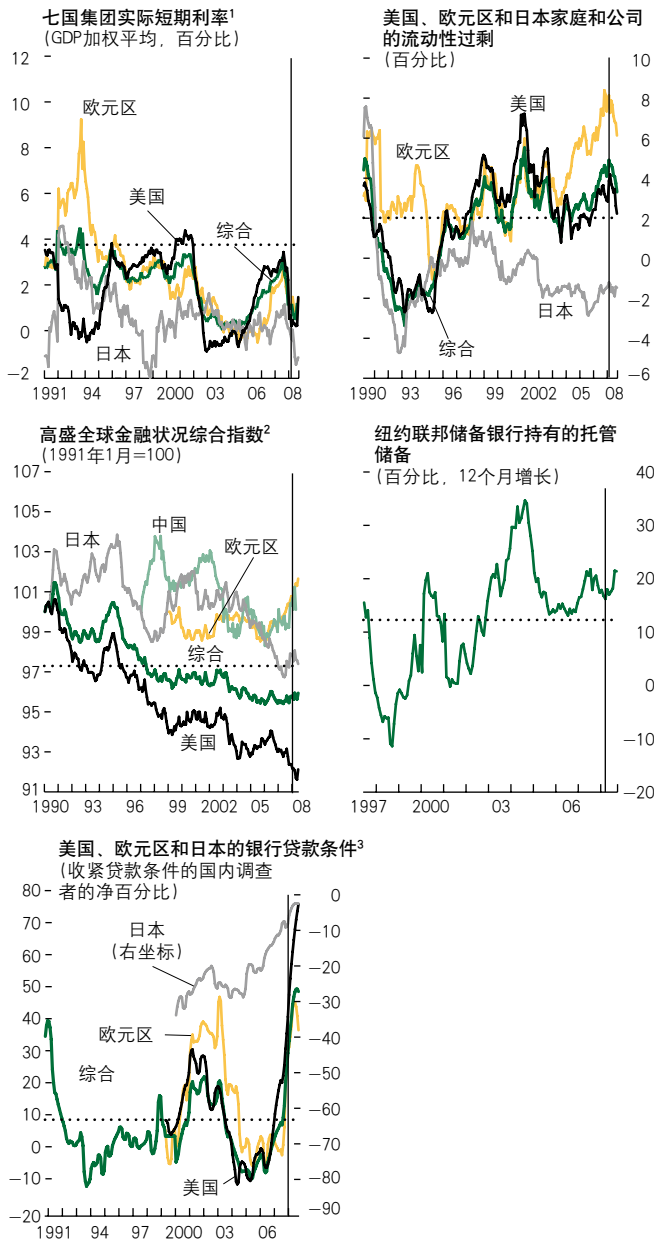
状况和风险	2008 年 4 月《全球金融稳定报告》发布以来的变化
货币和财政状况	↓
七国集团实际短期利率	↔
美国、欧元区和日本的流动性过剩	↓
金融状况指数	↓
官方储备的增长	↑
美国、欧元区和日本的贷款条件	↓
风险偏好	↓
风险偏好的投资者调查	↓
投资者信心指数	↔
新兴市场资金流动	↓
风险规避指数	↓
宏观经济风险	↑
《世界经济展望》的全球增长风险	↔
美国、欧元区和日本的信心指数	↑
经济意外指数	↓
OECD 先行指标	↑
隐含的全球贸易增长	↑
全球平准通货膨胀率	↓
新兴市场风险	↑
基本 EMBIG 利差	↔
主权信用质量	↑
信贷增长	↓
平均通胀波动性	↑
公司利差	↔
信用风险	↑
全球公司债券指数利差	↑
公司债券指数信用质量构成	↑
投机级公司违约率预测	↑
银行稳定指数	↔
贷款拖欠	↑
市场和流动性风险	↑↑
对冲基金估计杠杆率	↓
期货市场非商业净头寸	↔
资产收益的共同组成部分	↑
世界隐含的股权风险溢价	↓
综合波动性指标	↓
金融市场流动性指数	↑

资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：对于每一项风险/状况的变化，↑表示风险增大、货币和财政状况放宽或风险偏好上升，↓表示的情况相反，↔表示没有明显变化。六项总体状况和风险的箭头数量与全球金融稳定图中的变化相对应。

全面地反映金融价格和财富对经济的影响。因此，我们还采用了财政状况指数，衡量实际汇率、实际短期和长期利率、信用利差、股权收益和市值的变动。中央银行持有的官方储备迅速增长创造了中央银行在本币市场和全球市场的流动性。为

图1.41. 全球金融稳定图：货币和财政状况



资料来源：Bloomberg L.P., Goldman Sachs, 经济合作与发展组织, 日本银行、欧洲中央银行和美联储家庭与公司的贷款调查以及基金组织工作人员的估计。

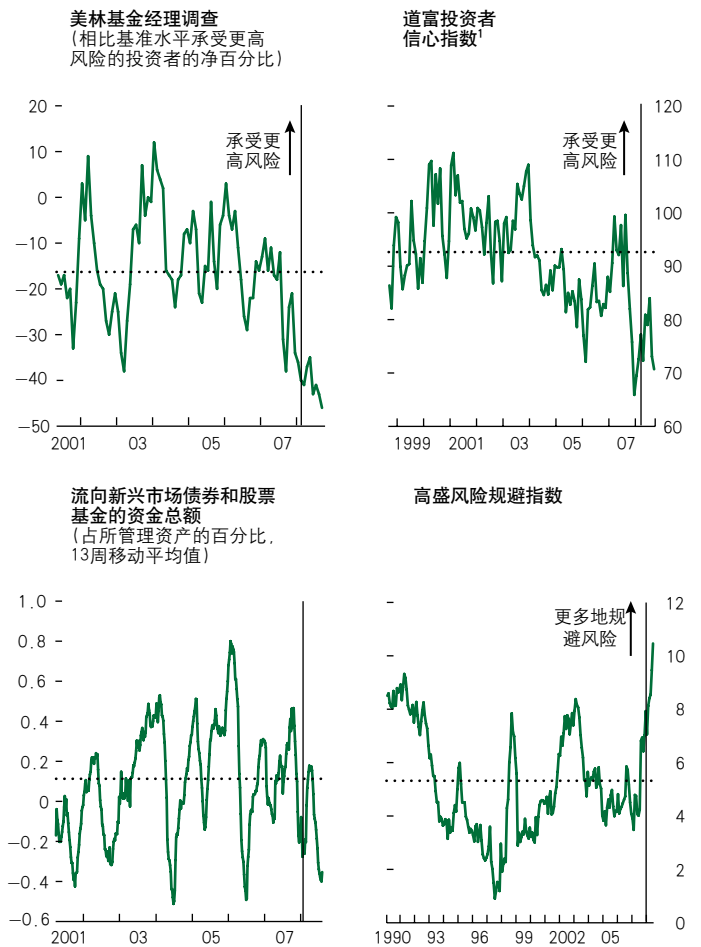
注：虚线表示期内平均值。竖线代表2008年4月《全球金融稳定报告》的数据。

1. 只给出美国、欧元区和日本的数据。

2. 中国、欧元区、日本和美国GDP的加权平均。每个国家指数代表多个变量（包括利率、信用利差、汇率和金融财富）的加权平均。

3. 月度插入的GDP加权平均。欧元区1999年第一季度至2002年第四季度的数据是基于信贷增长隐含的值。

图1.42. 全球金融稳定图：风险偏好



资料来源：Emerging Portfolio Fund Research, Inc., Goldman Sachs, Merrill Lynch, State Street Global Markets以及基金组织工作人员的估计。

注：虚线表示期内平均值。竖线代表2008年4月《全球金融稳定报告》的数据。

1. Froot和O'Connell (2003) 估计的机构投资者相对风险承受能力的变化被归入一定的级别, 按比例调整并重新确定基期, 使100恰好符合2000年指数的平均水平。

了衡量这一因素，我们考察了美联储持有的官方国际储备的增长。上述指标反映了货币和财政状况的价格效应。为研究数量效应，我们根据对成熟市场高级贷款官员的调查，纳入了可贷款条件的变化。

风险偏好

投资者冒更大风险的意愿，其做法是增加对高风险类资产的暴露，从而可能承受更大损失(图 1.42)。我们的目的在于衡量投资者在多大程度上积极去承受更大风险。一个直接方法是利用调查数据。美林基金经理调查询问了约 200 位基金经理，相对于基准水平，他们正承受何等水平的风险。我们随后对报告风险承受水平高于基准水平的投资者的净百分比进行追踪。另一种方法是考察机构投资者对高风险资产的持有量和流向高风险资产的资金。道富投资者信心指数利用机构投资者持有的股权相对于国内投资者情况的变化来衡量相对风险承受能力。⁵⁵ 该指数剔除财富效应，并假设经济基本面的变化会对称地影响所有类型的投资者，从而得出相对风险承受能力。我们还考虑了流向新兴市场债券和股票基金的资金，因为这代表另一种高风险资产类别。另外，还可以通过考察价格或回报率数据来间接推断风险偏好。作为该方法的一个例子，高盛风险规避指数根据资本资产定价模型衡量投资者投资于高风险资产（相对于零风险证券）的意愿。⁵⁶ 该模型通过比较政府债券与股票的回报率，研究风险规避水平的变化情况。这些指标合在一起提供了总体风险偏好指标。

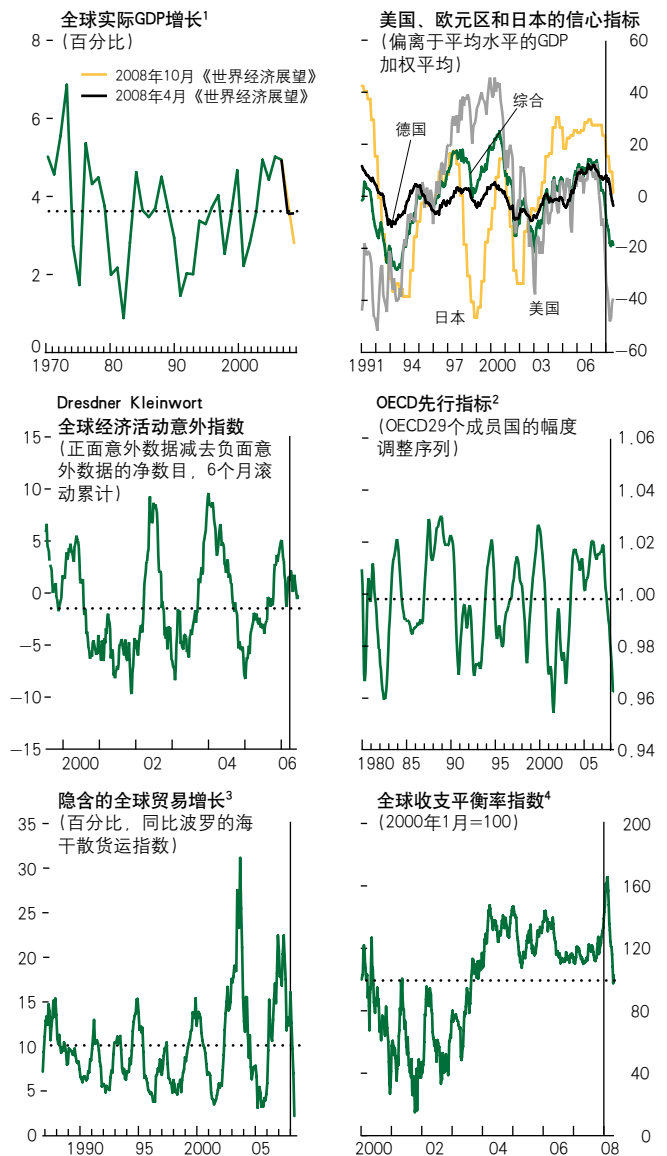
宏观经济风险

在资本市场现有状况下，可能诱发市场大幅调整的宏观经济冲击(图 1.43)。我们对宏观经济风险的主要评估是基于《世界经济展望》中的分析，并

55. 我们使用移动平均值对 Froot 和 O' Connell (2003) 估计的机构投资者相对风险承受能力的变化进行总和。该指数按比例调整和重新确定基期，以使 100 对应于 2000 年。

56. 该指数代表风险规避系数，在 0 和 10 之间。

图 1.43. 全球金融稳定图：宏观经济风险



资料来源：基金组织《世界经济展望》、Bloomberg L.P.、Dresdner Kleinwort、经合组织、the Baltic Exchange、Barclays Capital和基金组织工作人员的估计。

注：虚线表示期内平均值。竖线代表2008年4月《全球金融稳定报告》的数据，“全球实际GDP增长除外”。

1. 2008年和2009年的数据点反映了基线预测风险分布的偏斜度。
2. 幅度调整是将平均值调整到1，并通过换算比例使原始指数的幅度与参照序列的幅度相一致。
3. 波罗的海干散货运指数是一种运输和贸易指数，衡量原材料（如金属、谷物和燃料）的海运成本的变化。
4. 追踪GDP加权基点，用以估计下列地区长期收支平衡的变化：澳大利亚、巴西、加拿大、哥伦比亚、法国、德国、希腊、意大利、日本、韩国、墨西哥、波兰、南非、瑞典、土耳其、英国和美国。

图1.44. 全球金融稳定图：新兴市场风险



资料来源：Bloomberg L.P.、JPMorgan Chase & Co.、PRS Group、基金组织《国际金融统计》、Credit Suisse和基金组织工作人员的估计。

注：虚线表示期内平均值。竖线代表2008年4月《全球金融稳定报告》的数据。

1. EMBIG=全球新兴市场债券指数。模型不包括阿根廷，因为存在与债务重组有关的数据序列中断。模型也不包括印度尼西亚和几个小国，因为数据序列较短。分析包括32个国家。

2. 评级上升(每级+1)、评级下降(每级-1)、前景的变化(+/-0.25)，检查和信用观察(+/-0.5)的净结果。

3. 44个国家。

4. 36个新兴市场消费物价变化12个月滚动标准差的平均值。

与该报告就全球增长前景和风险得出的总体结论相一致。除《世界经济展望》中的分析外，我们还考察了不同的经济信心指标。首先是主要成熟市场信心指数的GDP加权之和，用以判断企业和消费者对经济前景感到乐观还是悲观。第二个是“意外”指数，显示所公布的数据是使金融市场感到意料之外的好，还是感到意料之外的差，目的是反映掌握信息的市场参与者可能在多大程度上调整其对经济增长前景的预测。第三，认识到经济活动扩张与减缓之间的转折点很重要，我们纳入了经济合作与发展组织的综合先行指标。第四，为了衡量全球贸易的拐点，我们纳入了波罗的海干散货运指数反映的对全球贸易增长的估计。波罗的海干散货运指数是基于大宗原材料运输价的一个高频率指标，通常被用做全球贸易的先行指标。最后，市场隐含平准通胀率，基于对名义利率和与通胀率相关的国内债券中期收益之差的估计，反映了通胀预期。

新兴市场风险

新兴市场潜在的基本面和对外部风险的脆弱性(图1.44)。从概念上说，这些风险与宏观经济风险不同(尽管二者密切相关)，因为它们仅侧重于新兴市场。我们运用新兴市场主权利差的计量经济模型识别基本面变化引起的全球新兴市场债券指数(EMBIG)利差的变动，而不是其他因素导致的利差变动。基本面因素包括一国经济、政治和金融风险的变化。⁵⁷ 除此之外，还利用主权评级机构(如穆迪及标准普尔)的行动趋势指标来衡量宏观经济环境的变化以及在减轻由外部融资需求产生的脆弱性方面取得的进展。我们还衡量新兴市场国家免受主权债务影响的基本状况，特

57. 模型针对EMBIG利差使用三个基本面变量，即经济、金融和政治风险评级。经济风险评级是年度通货膨胀率、实际GDP增长、政府预算差额占GDP的百分比、经常账户差额占GDP的百分比以及人均GDP占世界人均GDP的百分比等各项的风险点之和。金融风险评级包括外债占GDP的百分比、偿债额占GDP的百分比、净国际储备相当于进口的月数，货物与服务出口占GDP的百分比以及过去一年的汇率贬值。政治风险评级是根据代表政府稳定性和社会状况的12项指标计算的。

别是考虑到许多新兴市场国家对这种融资的需求降低，我们纳入了一项私人部门信贷增长指标。这项分指数的其他组成部分包括衡量通胀率波动性的指标，以及衡量相对于主权交易对手的公司信用利差。

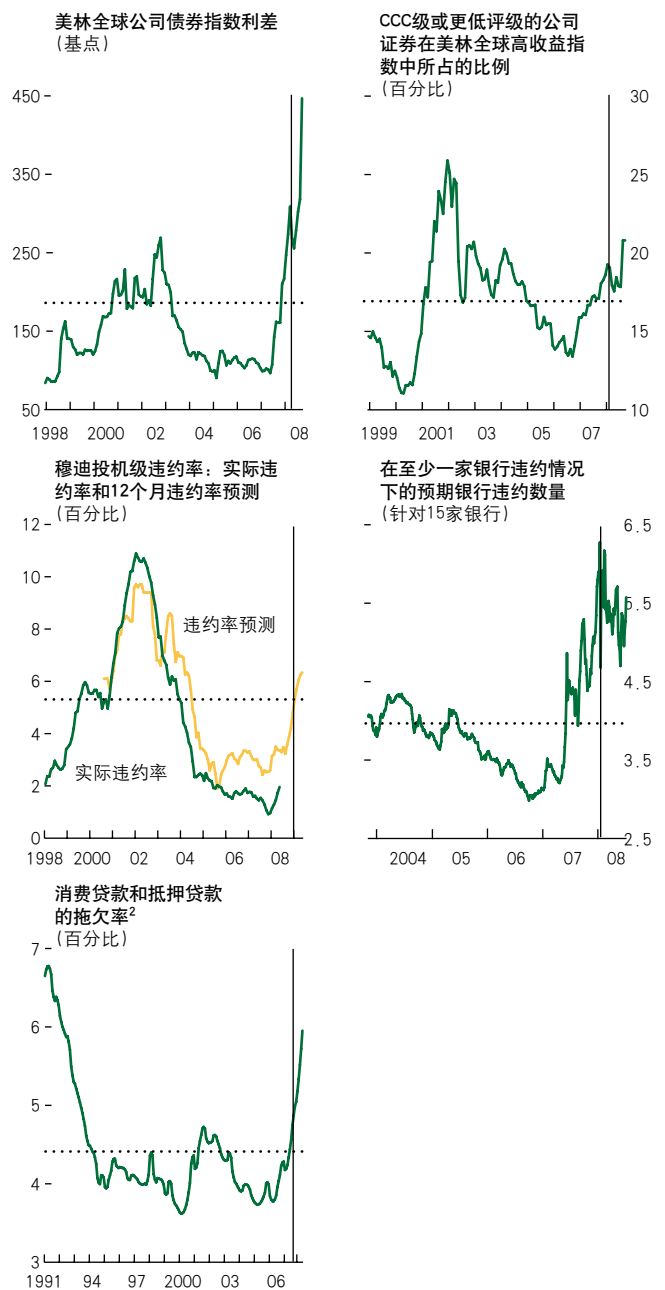
信用风险

信用质量的变化及对信用质量的看法，这种变化和看法可能会造成损失，给具有系统重要性的金融机构带来压力(图 1.45)。全球公司债券指数利差以基于市场价格的方式衡量投资者对公司信用风险的评估。我们还分析高收益指数的信用质量构成，以判断它是由更多较高信用质量的债券构成，还是由更多较低信用质量的债券构成。为此，我们计算 CCC 级或更低评级债券在指数中所占的百分比。我们还利用穆迪公司提供的全球投机违约率预测。这项分指数的另一个重要组成部分是银行稳定指数，该指数衡量的是在至少一家大型综合性金融机构 (LCFIs) 违约的情况下，其他大型综合性金融机构的预期违约数量(见 Goodhart 和 Segoviano, 即将出版)。该指数的目的是凸显市场对金融部门系统性违约风险的看法。最后，为了衡量更广泛的信用风险，我们纳入了各类非公司信贷的拖欠率，包括居民住房抵押贷款、商业房地产抵押贷款以及信用卡贷款。

市场和流动性风险

定价风险可能出现的不稳定性可能导致更广泛的外溢效应和/或按市价计值的损失(图 1.46)。试图衡量对冲基金回报的市场敏感程度的指标可以间接地衡量机构投资者易受价格变动影响的程度。这一分指数还包括一个投机头寸指数，根据向商品期货交易委员会报告的各类期货合约的非商业平均绝对净头寸相对于敞口头寸的水平来计算。当投机者在期货市场上持有相对较大的头寸(相对于商业交易者)时，该指数通常会上升。另外，该指数还能够估计由共同因素导致的不同资产类别的收益方差比例。各类资产间的相关性越高，在发生冲击时无序调整的风险越大。另一项指标

图 1.45. 全球金融稳定图：信用风险



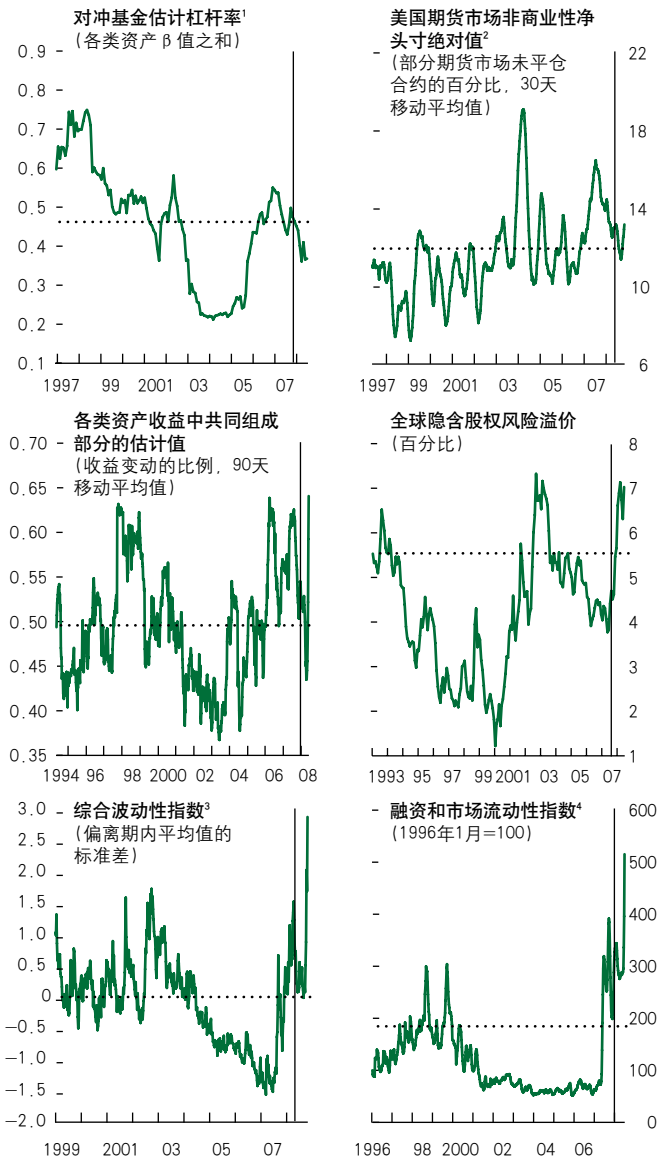
资料来源：Merrill Lynch、Moody's、Bloomberg L.P.、抵押贷款银行协会、美联储和基金组织工作人员的估计。

注：虚线表示期内平均值。竖线代表2008年4月《全球金融稳定报告》的数据。

1. 衡量每天在样本中的15家银行间出现违约的最大概率。

2. 美国居民住房抵押贷款、商业房地产抵押贷款和信用卡贷款的30天、60天和90天拖欠率。

图1.46. 全球金融稳定图：市场和流动性风险



资料来源：Credit Suisse Tremont Index LLC、Bloomberg L.P.、JPMorgan Chase & Co、IBES、Morgan Stanley Capital International和基金组织工作人员的估计。

注：虚线表示期内平均值。竖线代表2008年4月《全球金融稳定报告》的数据。

1. 对冲基金的表现相对于实际资产回报的36个月滚动回归。
2. 数据代表17个美国期货市场上非商业性交易者的净头寸的绝对值。高数值表示在市场间进行大量投机，无论是净多头还是净空头。
3. 代表从股票市场指数、利率和汇率期权中推出的隐含波动性的平均z值。值为零表示各类资产平均隐含波动性与期间平均值相一致(在数据可得的情况下从1998年12月31日开始)，值为+/-1表示平均隐含波动性高于或低于期间平均值1个标准差。
4. 基于政府证券收益率与同业利率之间的利差、同业短期利率与隔夜利率之间的利差、货币的买卖价差以及股票市场的每日收益与交易量比率。值越高就表示市场流动性状况越紧张。

是，利用三阶段股利折现模型，估计成熟市场的股权风险溢价。较低的事前股权风险溢价可能表示投资者低估了与持有股权相关的风险，从而增加了潜在的市场风险。还有一项指标衡量各类资产隐含的波动性。最后，为了衡量对融资、二级市场交易和交易对手风险的看法，我们纳入了主要成熟市场政府证券收益率与同业利率之间的利差、同业利率与预期隔夜利率之间的利差、主要成熟市场货币的买卖价差以及股票市场的每日收益与交易量比率。

附录 1.2. 商品市场中的金融投资⁵⁸

本附录研究了扩大的金融市场参与和商品价格之间可能存在的因果关系。使用了投资者头寸数据，调查结果显示，对六种商品的研究很难确定一种因果关系，但在解释计量经济结果时应保持谨慎。

商品投资

由于与其他主要资产类别之间存在低相关或负相关，而且具有套期保值防止通货膨胀的特性(表 1.7)，⁵⁹ 近年来，商品投资已吸引了越来越多的金融投资者的兴趣。商品投资一直有强劲的收益来支撑，而高盛商品指数(GSCI)从1990年至2008年7月按美元计算的年均收益率高达9%，而自2007年年初(表 1.7)以来，这一收益率已经超过40%。虽然难以核实，但私人部门的估计表明，管理之下的商品资产总额在2008年第二季度已经达到了2,700亿美元，其中1,750亿美元是由与商品指数相关的机构投资者管理的(Cooper, Norrish 和 Sen, 2008)。这些数字并没有充分

58. 本附录主要由 Sergei Antoshin、Elie Canetti 和 Ken Miyajima 撰写。

59. 关于商品作为对冲美元贬值的有效手段的观点各不相同。基金组织(2008c, 专栏 1.4)和其他研究发现，在美元贬值的情况下，以美元计算的商品价格就有上升的趋势。然而，以一篮子货币来衡量时，商品价格与美元之间存在较低的反向相关关系(表 1.7)，表明以美元标价的商品和美元之间的负相关可能部分反映了美元相对其他货币的价值的变动。此外，商品价格的波动幅度已经显著地高于美元的波动，这促使一些人认为，商品是美元的不太理想的避险工具。

表1.7. 资产类别特征

(基于1990年1月-2008年7月的月度变化)

	GSCI TR	GSCI TR的 SDRs	全球股票市场	EM股票市场	美元NEER	美国CPI
(相关系数)						
GSCI TR	1.00					
GSCI TR的 SDRs	0.97	1.00				
全球股票市场	-0.03	-0.06	1.00			
EM股票市场	0.06	0.07	0.71	1.00		
美元NEER	-0.11	0.06	-0.18	-0.08	1.00	
美国CPI	0.14	0.11	-0.17	-0.09	-0.16	1.00
(年度平均变化率和波动率, %)						
平均变化	9.0	7.8	5.1	8.7	-1.4	3.0
波动	19.7	19.7	13.9	23.2	5.6	0.8

资料来源: Bloomberg L.P. 和基金组织工作人员的估计。

注: 除非另有说明, 所有资产都以美元计算。GSCI TR代表标准普尔高盛商品总收益指数, 反映了现货价、股本分红和现金收益; SDRs代表特别提款权; NEER代表名义有效汇率, 它价值上升便意味着美元升值; EM=新兴市场; CPI=消费物价指数。

涵盖更专业的资产管理公司的投资。商品交易顾问 (CTAs) 所管理的资产可能多达 400 亿美元至 600 亿美元, 对冲基金的商品投资可能多达 800 亿美元, 然而其中很大一部分不透露对价格的方向偏差的“价差”交易。⁶⁰

由于最近几年总规模的快速增长, 商品指数基金吸引了人们的注意力, 而且因为与许多其他的投资不同, 它们所代表的是在商品期货中的长期投资。两个最大的指标是 GSCI 和道·琼斯 AIG 商品指数, 两者占指数投资总量的四分之三以上。基金通常通过场外交易获得商品敞口的总收益掉期 (主要是来自主要的券商) 复制了主要商品指数的表现。经销商反过来却会对冲他们的风险, 部分是通过交易所交易的期货来完成的。

至少有两点可以预示商品金融投资, 特别是指数基金, 不会对商品价格造成实质性影响。首先,

60. 见 Tesar(2008)。商品交易顾问使用各种各样的交易模型, 包括简单的技术性交易规则, 该规则相当于独立于基本面之外的趋势跟随策略。

指数投资者不采取实物交割, 这一事实由商品囤积的库存数据缺乏便可以看出, 但质量和覆盖面的数据是有疑问的。许多观察家质疑金融投资者是否可以在缺乏实际需求时影响商品价格。第二种观点认为, 一些没有显著参与金融市场的商品已经体现出价格上涨和波动幅度等于或大于具有流动性的期货市场上的商品的价格的上涨或波动幅度, 这意味着金融投资者的作用是有限的。⁶¹ 其他观测人员则认为, 商品期货金融投资的大量增加和近期期货价格与现货价格普遍趋同的事实, 提供了初步证据, 证实增加金融投资可能会影响商品价格, 至少在短期内会有影响。

因果关系研究

无论这些争论孰是孰非, 如果因投资者参与金融市场而影响了商品价格, 那么投资的增加应先于价格的上涨。本附录考察了石油、铜、小麦、玉米、大豆和大米期货市场上投资者头寸和价格之间的时间因果关系。⁶² 头寸数据来自于美国商品期货交易委员会 (CFTC) 公开的交易报告。投资者被分类为“商业性的”(如果他们是在对冲现有的风险敞口) 和“非商业性的”(如果他们没有对冲)。掉期交易者被归类为商业性投资者, 因为他们利用期货市场来对冲其场外交易的头寸。然而, 因为这些场外交易的头寸有时是商品指数基金, 就像它们的交易对手一样, 通常带有投资回报的动机 (而不是对冲风险), 商品期货交易委员会 2006 年开始分别发布商品指数交易商 (CITs) 头寸。^{63, 64}

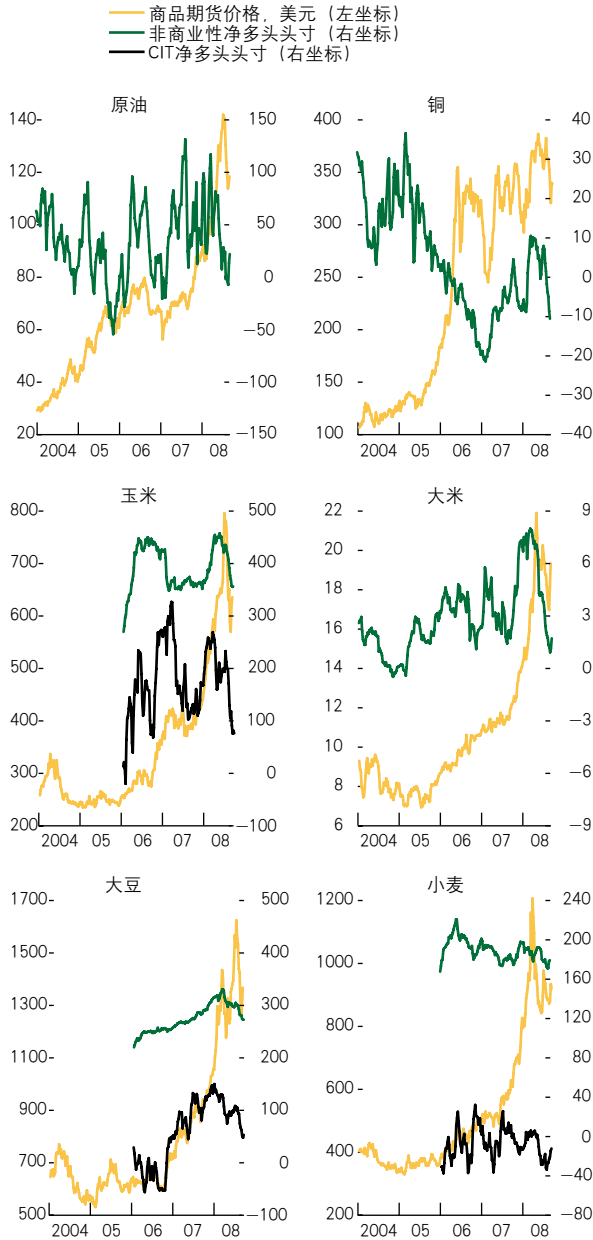
61. WEO (基金组织, 2008d) 研究了在金融市场有大量交易和没有大量交易的商品之间的关系。研究发现, 虽然金融化可能已经导致一些商品之间的联动增加, 但无论是在价格波动还是价格变化方面都没有发现明显的关系 (见第三章专栏 3.1)。

62. 商品期货交易委员会没有公布另一种重要的农产品——大米的指数头寸。

63. 除了与指数基金的掉期, 交易商还为个人投资者或商业实体定制了掉期, 其中既包括多头头寸也包括空头头寸, 特别是在石油市场。因此, 掉期交易商通常只对冲净头寸, 这可能会远远小于其总头寸。

64. 价格是美国商品交易所报告的价格。现货价格定义为即将到期的期货合约的价格, 而期货价格是 12 个月之后到期的合约的价格。

图1.47. 商品期货价格和金融头寸



资料来源：Bloomberg L.P. 和美国商品期货交易委员会的《交易商持仓报告》。

注：CIT=商品指数交易商。

虽然有明显的时间段和商品种类可以观察到头寸和价格的共同变动，但在其他的时间段也有头寸没有上升而价格快速上涨的情况发生（图1.47）。例如，即使是在2007年年中到2008年第一季度价格迅速上涨期间，小麦指数头寸相当的平缓，而非商业性的头寸在下降。玉米指数的头寸在2008年第二季度末和两年前是相同的，而在这段时间，现货价格增长了两倍以上。2008年2月玉米和大豆的非商业性头寸达到高峰，而价格直到第二季度末一直在持续上升。石油的非商业性头寸波动较大，正当石油价格从2007年年中直到2008年第二季度几乎不断上涨的时候，石油净头寸已降至大约为零。从2004年年中直到2006年年中，非商业性铜头寸一直在下降，而在此期间，铜的价格却一路飙升。

格兰杰因果检验可以评估投资者头寸的改变是否领先于价格变动。早期的工作普遍未能发现这样的时间关系，得出的结论认为，因果关系是从价格传导至头寸。⁶⁵ 本附录扩展了这些早期研究，包括商品价格在最近一段时间的大幅上涨，还检验了新的商品指数交易商的头寸数据是否可以解释价格的变动。

然而，有一些缺点限制了统计检验的说服力，并要求在解释这些结果时保持谨慎。首先，商品期货交易委员会只发布了各期限汇总之后的交易商头寸。最好是只使用到期的合同头寸进行价格检验。其次，数据是周数据，鉴于从头寸传导至价格可能以更高的频率发生，这就会妨碍对非常短期影响的确定。事实上，一些市场参与者的传闻表明可能存在大约数日的短期的影响。⁶⁶ 再次，如商品期货交易委员会承认的那样，交易商有时可能会在商业性和非商业性的头寸之间被错误分类，而一些归类为商业性的交易商也可能有投机

65. 2006年9月《世界经济展望》专栏5.1并没有找到有力的证据证明投机性头寸的影响是商品价格的驱动因素 (IMF, 2006)。见 Haigh、Hranaiova 和 Overdahl (2007) 和商品市场机构间特别工作组 (2008)。

66. 然而，采用正式的统计检验，商品市场机构间特别工作组 (2008) 的报告使用非公开的每日数据也未能发现任何显著的从头寸变化到价格变化的因果关系。

表1.8. 商品价格和金融头寸之间的因果关系检验

	价格和头寸之间是否存在因果关系 ¹	从头寸到价格是否存在因果关系 ²	从头寸到价格是否存在因果关系 ³
原油			
非商业性交易商	否	否	否
铜			
非商业性交易商	否	是	否
玉米			
指数交易商	是	否	否
非商业性交易商	是	否	否
大豆			
指数交易商	是	否	否
非商业性交易商	否	否	否
大米			
非商业性交易商	是	否	是
小麦			
指数交易商	否	否	否
非商业性交易商	是	否	否

资料来源：商品期货交易委员会的《交易商持仓报告》和基金组织工作人员的估计。

1. “是”意味着在5%的显著性水平下存在价格和头寸之间的协整。“否”意味着不存在协整。

2. “是”意味着在价格方程中头寸的一阶滞后短期系数是显著的并且为正。“否”指系数是不显著的或为负。

3. “是”意味着在价格方程中头寸的一阶滞后短期系数是显著的并且为正。“否”是指系数是不显著的或为负。

的动机。⁶⁷

对于金融头寸的检验，我们使用了整个期间的商品指数交易商的头寸(从2006年1月起)数据。对于玉米、大豆和小麦，该假设认为商品指数交易商的头寸和非商业性(不包括商品指数交易商)头寸导致价格被检验。对大米、原油和铜，因为得不到商品指数交易商的头寸数据，非商业性的头寸被用来测试它们是否导致了(或格兰杰原因)价格变动。时间序列向量模型和格兰杰因果检验被用来描述头寸和价格之间的因果关系。

表1.8总结了我们的研究结果。六种商品中有四种，金融头寸和商品价格之间存在很强的相关性。然而，因果检验得出的结果要弱得多。第二栏显示了，只有铜的金融头寸导致了价格变动。此外，该发现的意义被事实削弱了，因为净多头非商业性的头寸在大部分时间是负的(图1.47)。从价格到头寸的因果关系仅对大米成立。

67. 商品期货交易委员会在当前的基础上审查，并偶尔修订期货市场的交易商分类。

总的来说，在某些商品市场，价格和头寸之间存在相关关系。然而，对于研究中的主要商品，我们未能发现从金融头寸到价格的因果关系。

附录1.3. 美国信贷工具的损失估计⁶⁸

本附录对估计美国信贷工具损失所用的方法予以更新，对主要修改之处予以强调。

根据拖欠、注销的进一步发展以及证券化债务的重新定价，我们已对2008年4月《全球金融稳定报告》中列出的损失估计进行了更新，如表1.9所示。我们对与美国信贷相关的债务在全球范围近期遭受的总损失作了估计，估计总损失已增加至14,000亿美元(从9,450亿美元)。修改主要反映了公司债务和优质住房抵押贷款损失估计的增加。⁶⁹为了反映自4月以来金融机构债务恶化的状况，我们估计公司债务的损失已经显著增加，包括贷款和证券的损失。优质抵押贷款市场的损失估计比较高，这反映了更为悲观的住房价格情景。

对公司部门，我们对证券债务损失的估计已经增加到2,100亿美元，而贷款已经增加到了1,100亿美元，反映了有关接下来几年信贷周期的基本情况更为悲观的假设(专栏1.6)。对担保债务凭证(CLOs)的损失估计依旧未变。⁷⁰

优质住宅抵押贷款损失已经增加至850亿美元，我们现在估计优质证券以市价计值的损失为800亿美元。贷款的增加反映了优质贷款的拖欠

68. 本附录主要由Mustafa Saiyid和Sergei Antoshin撰写。

69. 英格兰银行(BoE)和经济合作与发展组织(OECD)也公布了损失估计，但是它们的估计与基金组织的估计不具完全可比性，这因为二者在资产类别和资产规模方面存在着差异。基金组织4月的损失估计中有9,450亿美元与美国居民住房和商业抵押贷款、消费信贷以及公司债务有关系。相反，英格兰银行的损失估计为3,170亿美元到3,800亿美元，仅局限于美国次级居民住房抵押证券的损失。而经济合作与发展组织的损失估计为4,220亿美元，仅是与美国居民住房抵押证券相关。

70. 像商业抵押贷款指数(CMBX)一样，平均贷款信用违约掉期指数(LCDX)据报道被投机者大范围卖空，这些投机者试图从不断恶化的杠杆贷款市场获利，先前的指数定价可能夸大了损失估计。

表1.9. 金融部门损失估计比较, 2008年10月
(10亿美元)

基础方案下的美国贷款损失估计			
	余额	2008年4月《全球金融稳定报告》的估计损失	2008年10月的估计损失
次级住户	300	45	50
中间级别住户	600	30	35
优质住户	3,800	40	85
商业房地产	2,400	30	90
消费贷款	1,400	20	45
公司贷款	3,700	50	110
杠杆贷款	170	10	10
贷款总计	12,370	225	425

基础方案下相关证券按市价计值的损失估计			
	余额	2008年4月《全球金融稳定报告》按市价计值的估计损失	2008年10月按市价计值的估计损失
ABS	1,100	210	210
ABS CDOs	400	240	290
优质MBS	3,800	0	80
CMBS	940	210	160
消费ABS	650	0	0
高等级公司债券	3,000	0	130
高收益公司债券	600	30	80
CLOs	350	30	30
证券总计	10,840	720	980
贷款和证券总计	23,210	945	1,405

资料来源: Goldman Sachs、JPMorgan Chase & Co.、Lehman Brothers、Markit.com、Merrill Lynch和基金组织工作人员的估计。

注: ABS=资产支持证券; CDO=担保债务凭证; CLO=担保贷款凭证; CMBS=商业房地产抵押贷款支持证券; MBS=抵押贷款支持证券。

率比预期要高,政府资助企业贷款也汇入担保证券。⁷¹ 优质证券增加的损失主要来自打包在证券里的优质不规范(大额)抵押贷款的按市价计值的损失。

自4月以来促使损失估计变化的另一个因素是与次级抵押贷款相关的担保债务凭证的估值出现了500亿美元的增加。被用做这些证券基准的与抵押贷款相关的资产支持证券的信用违约掉期分级指数(分级的ABX指数)显示在高级和低级组别的定价上没有区别,因为所有都被标

71. 汇入担保证券的贷款损失有望使政府资助企业受益,因为政府资助企业保证及时偿还本金和利息。

上1美元约3到4美分,反映了资本结构中对相对次级证券保护的削弱。与次级抵押贷款相关的资产支持证券(ABS)的损失估计自4月以来几乎没有变化,2006-2007年度拖欠率已高于预期,但其在2004-2005年度就低于预期。⁷² 结果,2006-2007年度次级资产支持证券的价格持续下降,但2004-2005年度的价格却上涨。

我们对在不同种类市场参与者间分配的损失估计已经作了修正,以反映信贷衍生品把风险从一类市场参与者转移到另一类市场参与者的影响。我们继续估计,大约50%~60%的损失将会由银行承担,10%~20%由保险公司承担,10%~15%由养老基金和存储机构承担,5%~10%由政府资助企业承担,其余的由对冲基金和其他市场参与者承担。

展望未来,如果已兑现现金流损失比市场预期高的话,对各种美国证券的定价,包括优质抵押贷款证券、消费者资产支持证券和公司债务的定价在内,可能进一步恶化。去年,这些证券的较大利差即使没有完全也已部分被基于总收益的美国国债收益率的下降所抵消。在将来,情况可能会有所改变。

附录1.4. 影响银行资本重建速度和水平的因素⁷³

本附录描述了在准备全球银行如何去杠杆化以提高资本率的示例时所采用的方法,并强调了在此练习中需要考虑的因素。评估银行需要多少资本的工作因其目标的不同和实现目标的时间不同而变得更为复杂。

本附录致力于通过模拟得出2008-2014年的信贷供需情况(表1.10)。信贷需求是由《世界经济展望》(基金组织,2008d)中预测的名义GDP增长预测所驱动的。信贷供给是由各种不同因素驱动的,这些因素可能使得银行资产负债表扩张

72. 这可能反映了这样的事实:早些年更耐风险,或承保标准在2005年后变得很宽松。

73. 本附录主要由Christopher Morris撰写。

专栏 1.6. 预测贷款注销率

本专栏提供了基线的技术细节和银行各类贷款注销率的压力情景。

为银行的各种贷款预测注销率，分布滞后模型被用来调节高度自相关的时间序列。以下潜在的解釋性变量检测了个体和联合显著性：银行贷款条件；家庭和企业的资产负债表中金融和房地产资产、负债和资产净值；家庭资产净值的驱动因素（住房价格和股票价格）；家庭债务凭证指标（抵押贷款凭证比例、银行贷款）；收入驱动指标（个人可支配收入、企业利润、个人消费）和商业周期变量（GDP、工业生产、收购经理人指数、就业率、失业率）。样本由1991年至2008年的季度数据组成，从而把最近的两次经济衰退包含在内。

企业贷款

在估计商业和工业（C & I）贷款注销率时，银行贷款条件和商业周期的变量都非常显著。运行完各种情况的数据之后，我们得出了下面的表达式：

$$C_{CI}(t) = 0.292 + 0.589 * C_{CI}(t-1) + 0.194 * C_{CI}(t-2) + 0.004 * L_{CIL}(t) - 0.059 * GDP(t),$$

式中 $C_{CI}(t)$ 是 t 时刻 C & I 贷款的注销率， $L_{CIL}(t)$ 是 t 时刻银行 C & I 贷款的贷款条件，而 $GDP(t)$ 是 t 时刻的国内生产总值。

基线情景依赖于《世界经济展望》所估计的 GDP，GDP 增长率从 2009 年第二季度谷底的 -0.33% 升到 2010 年 2.81%。借贷标准被假定为在 2008 年第四季度达到峰值时的 70%，而到 2010 年年底又恢复到其长期均衡水平。

根据这些假设，注销率将从目前的 0.82% 上升至 2009 年第三季度 1.69% 的高位，之后将在 2010 年趋于 1.27%。在压力情景下，GDP 在 2009 年第三季度将下降 1.35%，然后到 2010 年年底恢复为 2.51%。贷款标准在两个季

度内将维持在 75%，然后经过一年半的时间达到正常水平。在这种情况下，注销率在 2009 年第四季度将达到 2.06%。

商业房地产（CRE）贷款

由于估计期结构性的中断和部门内的变化，预测 CRE 贷款注销率是复杂的。¹ 几个变量很显著，包括零售、消费、就业以及银行的贷款标准，导出的最后的估计模型表达式为，

$$C_{CRE}(t) = 0.200 + 0.917 * C_{CRE}(t-1) - 0.054 * C(t),$$

式中 $C_{CRE}(t)$ 是 t 时刻 CRE 贷款的注销率，而 $C(t)$ 是 t 时刻的个人消费。

在这个模型的基线情景下，我们认为，个人消费增长率在 2009 年第二季度达到底部的 -1.62%，之后在 2010 年升至 2.83%，与《世界经济展望》的预测相一致。贷款注销率从当前的 0.93% 上升至 2009 年年底的 1.71%，然后在 2010 年下降到 1.51%。在压力情景下，消费会在 2009 年第二季度收缩 2.59%，而到 2010 年年底又会恢复到 2.65% 的增长水平。贷款注销率在 2009 年年底达到峰值 1.90%。

居民房地产（RRE）贷款

这里我们估计拖欠率而不是注销率，使用银行贷款标准和房屋价格作为解释变量。² 模

1. 由于当前周期的性质某种程度上类似 1990-1991 年的经济衰退，银行部门承受着巨大的压力，我们的估计涵盖了 1991-2008 年整个时期。

2. 由于历史注销率序列的性质（其显示出很小的变动，因此不能用于预测），我们使用了拖欠率（其表现出了更大的变动）。此外，由于房价下跌加剧的这段时期在美国是绝无仅有的，房价下跌的影响可能是非线性的，推动违约率升高并抑制复苏。用拖欠率替代注销率并对未来复苏率的假设有助于对房价升值的非线性影响纳入模型中。预测违约率，然后转换成注销率，假设在基线（压力）情景下，23%（30%）的不良贷款将被注销。该违约率和复苏率假设与交易商的估计是一致的。

专栏 1.6 (续完)

型表达式为

$$D_RRE(t) = 0.366 + 0.851 * D_RRE(t - 1) \\ + 0.008 * L_RRE(t) \\ - 0.008 * HP_RRE(t),$$

式中 $D_RRE(t)$ 是 t 时刻 RRE 贷款的拖欠率, 而 $L_RRE(t)$ 则是银行 RRE 贷款的贷款标准, 而 $HP_RRE(t)$ 则是 Shiller 10 案例中的住房价格指数。

在基线情景下, 银行借贷标准的收紧在 2008 年第四季度高达 90%, 然后在 2009—2010 年下降相对较快。基于历史和未来的数据, 房价在 2008 年第二季度的谷底值为 -17%, 并将继续下降到 2010 年。在这些假设下, 居民房地产贷款注销额预计将从当前的 1.13% 增长到 2009 年第二季度的峰值 1.89%, 到 2010 年年底下降至 1.32%。压力情景假设, 银行贷款标准在两个季度内将保持在 90%, 然后经过两年半的时间实现正常水平, 房价到 2008 年年底下降 22%, 并到 2010 年恢复到当前均价 61% 的水平。在这种情况下, 注销率到 2009 年年底

将达到峰值 2.32%。

消费贷款

我们把信用卡和其他消费信贷结合成一个单一类别的“消费贷款”数据。³ 最终的模型估计为

$$C_CL(t) = 1.187 + 0.608 * C_CL(t - 1) \\ + 0.007 * L_CL(t) - 0.072 * GDP(t),$$

式中 $C_CL(t)$ 是 t 时刻消费贷款的注销率。 $L_CL(t)$ 是 t 时刻消费贷款的贷款标准, 而 $GDP(t)$ 是 t 时刻的国内生产总值。

在基线情景下, 注销率将从目前的 3.37% 升至 2009 年第二季度的 3.92%, 然后在 2010 年年底下降到 2.83%。在压力情景下, 2009 年第二季度, 注销率将上升至 4.16%。

3. 信用卡注销率显示出清晰的周期性行为, 而其他消费信贷 (主要是汽车贷款) 往往是高度自相关并对其主要驱动力 GDP 有较低的敏感性。

或收缩, 同时, 银行盈利也会增加信贷供给资产负债表调整的背后是投资者、监管者和政策制定者需要达到的更高的资本充足率。

第一, 全球承诺提供约 7.6 万亿美元以上的公司信贷额度, 这其中有多少会被提取, 需要对此作出判断 (King, 2008; Malhotra 和 Henriques, 2008)。这些信贷额度是在流动性风险被严重低估的时候谈判确定的, 因此, 对借贷者来说是非常有吸引力的。然而, 一些客户不需要资金, 可能在此时增加债务小心戒备。承诺的信贷额度约一年以后会到期。由于这些原因, 我们认为只有约 2.4 万亿美元信贷额度会被提取。

证券市场上的压力也使有关计算复杂化。证券市场一年多来已经严重受损, 鲜有迹象表明会上会反弹。为了完成这些计算, 我们猜测证券化

市场到 2009 年仍会关闭, 因此, 原本可以证券化的 3 万亿美元左右的资产仍会保留在银行资产负债表上。⁷⁴ 我们认为证券化市场在 2008 年年末才会逐渐开始复苏。

美国要实行的会计规则——FAS 140——也使事情复杂化。这条新规则已经推迟了一年, 它将在 2010 年生效, 届时可能需要银行将大量以前的表外资产搬上资产负债表。这个纯粹的会计规则的变化不会有直接的经济或财政影响, 但它会促使美国银行的资本和杠杆率发生变化, 从而带来一些间接的金融影响 (King 和其他人, 2008)。我们认为 FAS 140 会如期实行, 但会以一种温和

74. 2008 年上半年, 美国证券化市场净发行约为上年同期 2 万亿美元的一半, 反映了担保债务凭证和资产支持证券发行的急速下降。欧洲市场也有类似下降。

表1.10. 去杠杆化详解：主要假设

资产增长	受2008年10月《世界经济展望》增长预测驱动。
银行收入	受资产收益驱动，资产收益在2009年由于经济增长偏弱而下降；随着增长回升，资产收益反弹。
银行注销	美国受我们有关违约模型的驱动；欧洲受美林研究所对注销的估计驱动。
税收	该国相关税率，立即索回的税收损失。
分红	迅速降低到历史派息率通常水平以下，一直到2011年才返回到历史通常水平。
筹集新的资本	2009年第一季度尚未进行，总共6,750亿美元平均分摊在接下来的8个季度中。
承诺信用额度的提取	2008–2009年为2.5万亿美元，随后逐渐减少。
证券化的缺乏	3万亿美元资产累积在银行资产负债表上直到证券市场在2010年重新开放。
财务会计标准 140	3万亿美元美国银行的合格特殊目的实体资产在2010–2012年搬上美国资产负债表。
到期资产	2008–2013年7.6万亿美元，随后逐渐减少。
资产出售	2008–2012年为2.4万亿美元。

资料来源：基金组织工作人员的估计。

的方式逐步实施。结果，从2010年到2012年年底，大概两万亿美元资产将被搬上美国银行资产负债表。

我们也对当局、监管者、评级机构和投资者要求的资本水平和他们的耐心进行了预测。我们的基础方案如下：新的资本充足率标准是，普通股与风险加权资产的比率为8%，一级资本与总资产的比率为4.5%（相当于22倍杠杆率）（King, Samuels 和 Harrison, 2008; Ramsden 和其他人, 2008; 以及 Steenis, Helby 和 Hayne, 2008）。我们认为监管会比较宽松，以给银行时间去达到这些新的水平。

正如正文提到的那样，我们认为银行会将10万亿美元左右的资产从其资产负债表上剥离，如果没有必要去杠杆化，它们将会让这些资产留在资产负债表上。⁷⁵ 这么多资产估计会分为到期的7.6万亿美元资产和要被出售的2.4万亿美元资产。前一部分会降低信贷增长，后一部分则未必如此。

预计在2008年余下的日子里，银行不会筹集到新资本，但是在2009年，对银行资本的偏好有望恢复，这能使美国、英国和欧洲其他地方的银行在接下来的几年中总共筹集到约6,750亿美元的

的资本。

随着增长乏力持续到2009年，银行收入可能跌至历史标准以下，但是随着增长的恢复，银行收入会增至历史标准水平。美国银行的注销情况会与附录1.3中的估算相一致。对欧洲银行而言，它们的收入将会是对美林研究部和附录1.3中我们估计的共同模拟的综合反映。

作为承诺信用额度或受损证券化市场的结果，被搬上资产负债表上的资产预计有40%的风险加权。国家以公司收入税率来收税，任何税收损失会被立即索回。2008年年底，分红预计会迅速从当前的高派息率降至历史标准水平，继而在2010年3月之前会降到低于历史标准的水平，之后会逐渐回归到历史标准水平。

参考文献

- Árvai, Zsófia, Karl Driessen, and Inci Ötker-Robe, forthcoming, “Regional Financial Interlinkages and Contagion Channels in Emerging Europe,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Baba, Naohiko, Frank Packer, and Teppei Nagano, 2008, “The Spillover of Money Market Turbulence to FX Swap and Cross-Currency Swap Markets,” *BIS Quarterly Review* (March) (Basel: Bank for International Settlements), pp. 73–86.
- Capuano, Christian, 2008, “The Option-iPoD. The Probability of Default Implied by Option Prices Based on Entropy,” IMF

75. 鉴于其他假设，这是从数学的角度得出的银行为达到新的比率需要从其资产负债表上除去的资产数量。见 Graham (2008)。

- Working Paper 08/194 (Washington, International Monetary Fund).
- Chailloux, Alex, S. Gray, and R. McCaughrin, "Central Bank Collateral Frameworks: Principles and Policies," IMF Working Paper 08/222 (Washington, International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, forthcoming, "What Happens during Recessions, Crunches and Busts?" IMF Working Paper (Washington, International Monetary Fund).
- Cooper, Suki, Kevin Norrish, and Amrita Sen, 2008, "Commodity Investment Flows: Q2 '08 Update," Barclays Capital (July 24). Available via the Internet: www.ecommerce.bar-cap.com/research/user/article/summary?view=89&category=1600&id=216014.
- Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG), 2008, "Containing Systemic Risk: The Road to Reform," Report of the CRMPG III (August 6). Available via the Internet: www.crmgroup.org.
- European Central Bank (ECB), 2008, "Funding Liquidity Risks," *Financial Stability Review* (June), pp. 106–10.
- Froot, Kenneth, and Paul G.J. O'Connell, 2003, "The Risk Tolerance of International Investors," NBER Working Paper No. 10157 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Goodhart, Charles, and Miguel Segoviano, forthcoming, "Banking Stability Measure," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Graham, Stuart, 2008, "European Banking Advisor: Opportunities as Well as Threats," Merrill Lynch Research (June 4). Available via the Internet: <http://www.ml.com/independentresearch>.
- Haigh, Michael S., Jana Hranaiova, and James Overdahl, 2007, "Hedge Funds, Volatility, and Liquidity Provision in Energy Futures Markets," *Journal of Alternative Investments*, Vol. 9, No. 4 (Spring), pp. 10–38.
- Interagency Task Force on Commodity Markets, 2008, "Interim Report on Crude Oil," July 22 (Washington: Commodity Futures Trading Commission).
- International Monetary Fund (IMF), 2006, *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, September).
- , 2007, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, October).
- , 2008a, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- , 2008b, United States: 2008 Article IV Consultation, IMF Country Staff Report No. 08/255 (July 30) (Washington: International Monetary Fund).
- , 2008c, *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- , 2008d, *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, October).
- King, Matt, 2008, "Why the Banks Aren't Lending," Citigroup Credit Products Strategy (July 23). Available via the Internet (by subscription): www.fidirect.citigroup.com.
- , Simon Samuels, and Mike Harrison, 2008, "There's a Hole in My Bucket: Further Deterioration in European Banks' Capital Ratios," Citigroup Equity Research, Europe (June 12). Available via the Internet (by subscription): www.fidirect.citigroup.com.
- King, Matt, Bret Dooley, Stav Gaon, Keith Horowitz, and Brad Ball, 2008, "The \$5 Trillion Question: Assessing FAS 140/FIN46R," Citigroup Credit Products Strategy (June 23). Available via the Internet (by subscription): www.fidirect.citigroup.com.
- Lowe, Philip, 2008, speech by Reserve Bank of Australia Assistant Governor Philip Lowe on "The Financial Cycle and Developments in the Australian Financial System" at the Sixth Annual Retail Financial Services Forum, Sydney, August 13.
- Malhotra, Priyanka, and Roberto Henriques, 2008, "A Question of Commitment: European Banks and Contingent Credit Facilities," JPMorgan European Credit Research (July 8). Available via the Internet (by subscription): www.mm.jpmorgan.com.
- McGuire, Patrick, and Goetz von Peter, 2008, "International Banking Activity Amidst the Turmoil," *BIS Quarterly Review* (June) (Basel: Bank for International Settlements), pp. 31–43.
- Ramsden, Richard, Brian Foran, Louise Pitt, and Quan Mai, 2008, "Timing the Turnaround: Credit, Capital, Consensus, and Curve," Goldman Sachs Credit Research (June 17). Available via the Internet (by subscription): www.gs.com/research.
- Steenis, Huw van, Michael Helby, and Steven Hayne, 2008, "Focus on European and US Banks' Capital Ratios," Morgan Stanley Research, Europe (July 14). Available via the Internet: www.morganstanley.com/institutional/research/.
- Tesar, Robert, 2008, "The Impact of Managed Money on Futures Markets," presentation at the conference on "Spikes and Calls: Commodity Markets in 2008," Merrill Lynch Global Markets and Investment Banking Group, Chicago, June 17.

在当前的危机中，银行融资市场竭力向银行部门提供流动性，从而为成熟经济体的货币政策发挥管道作用。本章考察了近来在这些市场中出现困难的原因以及对货币政策传导的利率渠道的影响，结果表明，同业利差扩大不仅只受同业拆借利率计算方法的影响，最近的压力主要来自于对银行压力风险的忧虑，因为美元的流动性压力对欧洲货币市场起着非常重要的作用。实证分析表明，政策利率变化传导的这些方面远非可靠，这点在美国尤其如此。采用政策干预以进一步拓宽获取紧急流动性的渠道，对抑制系统性风险可能是必要的，却未必能解决银行的融资压力，除非实施更广泛的政策措施，这些措施旨在消除对潜在的交易对手信用的忧虑。

自 2007 年夏季本次危机爆发以来，在主要的先进经济体中，持续高企的同业利率令人触目惊心，即使中央银行已经采取了前所未有的措施来改善这一状况也无济于事。在 3 月中旬对贝尔斯登实施救助以后，压力在一段时间内有所缓解。但是对金融机构稳健性的持续忧虑和 9 月金融压力的卷土重来，再次为同业利率带来了压力。无担保同业拆借利率是大部分金融衍生工具的基准，因此对其他的金融市场和参照同业利率的借款人有非常重要的撞击效应。除了对银行融资成本有不利后果，扩大的银行同业拆借利率的利差也可能给货币政策的传导带来严重后果。中央银行政策利率（通常是隔夜利率）的变化，是通过同业利率和货币市场利率的传导以最终影响消费和商业贷款利率，从而影响国内需求。但是，货币和其他信用市场之间在过去二十多年中形成的相互关联的关系意味着货币市场和融资市场的动荡会对宏观经济产生负面影响。

本章从三个方面探讨当前在银行同业市场中

所存在的压力。第一，探讨了银行间同业市场运作的基本微观结构，其讨论还包括了对挂牌的伦敦同业拆借利率(LIBOR)和相应的欧元交易对手(欧元同业拆借利率或 Euribor)目前是否被扭曲的评估。¹ 第二，对无担保银行同业利率进行实证分析，以确定是什么推高了同业利差。进一步讲，考察的问题是观察到的持续高利差是否反映了信用风险或其他因素，根本原因是否已经随着时间的推移而发生了改变。第三，介绍了影响货币传导和近来同业利差扩大的结构性变化，并且用实证分析检验了货币政策的利率渠道近来是否已变得不再可靠。最后一部分提出了政策建议以消除目前同业市场的压力。具体而言，这一系列政策的目标应该是解决在当前的压力时期已经交织在一起的跨市场信贷和流动性问题。这需要中央银行和其他政府实体重新考虑其政策选择。

注：本章由 Brenda González-Hermosillo 和 Mark Stone 领导的小组撰写，该小组成员包括 Andreas Jobst、John Kiff、Paul Mills、Miguel Segoviano 和 Seiichi Shimizu。Vance Martin（墨尔本大学）、Alin Mirestean 和 Jean Salvati 为实证研究提供了协助，Yoon Sook Kim 提供了研究协助。

1. LIBOR 由英国银行家协会计算，Euribor 由欧洲银行联合会计算。它们是基于高信誉银行在同业市场中最多 1 年期的不同期限的无担保融资预期边际成本的基准。相反，欧元隔夜平均指数 (EONIA) 和英镑隔夜平均指数 (SONIA) 是所有受调查银行各自以欧元和英镑进行的无担保贷款的实际无担保隔夜利率的加权平均。

银行融资市场的微观结构

对于衡量典型高信用银行的无担保定期融资在货币批发市场的边际成本来说，定期 LIBOR 和 Euribor 仍然是有价值的，尽管大量无担保定期同业贷款多年来已经缩减为短期融资行为的一部分。然而，鉴于大量的衍生合同和其他金融工具与定期 LIBOR 和 Euribor 相关联，因此有必要维持这些基准利率。虽然调查方法已从个体银行贡献层面有效地消除了大部分偏差，但是英国银行家协会 (BBA) 增加银行样本，并且更严格地检查个体银行贡献的做法是值得欢迎的。然而，对 LIBOR 和 Euribor 的定义在计算过程中应加以修正，使其能从更加普遍的意义而不只是在同业市场上体现货币批发市场中的银行无担保定期融资成本，以确保这些指数仍然代表实际的无担保批发银行的融资成本。收集并公布大量数据还能帮助用户评估定期同业利率定盘的可靠性。

银行间同业市场是许多其他金融市场功能的重要组成部分，因此理解它们动荡的原因对于舒缓金融系统中其他方面的压力很重要。它们与利率衍生工具（远期，期货和掉期）紧密相关，其中估计有 400 万亿美元未偿还本金是与 LIBOR 相关的利率掉期（英国银行家协会，2008a）。此外，同业利率更加普遍地在资本市场发挥关键作用。例如，鉴于发行商和投资者使用基于 LIBOR 的衍生品来对冲和转移利率和货币风险，大部分固定收入工具的“信贷”利差都通过基于 LIBOR 和 Euribor 的利率掉期曲线来计算，便于跨市场和跨币种进行比较（见专栏 2.1）。

概念上讲，大型商业银行分层为其资产负债表拨备资金，首先是由股权、次级债务和两者混合组成的资本金基础层，以及中期和长期的优先债务开始。第二层由客户储蓄组成，这些储蓄即使在没有事先通知的情况下也可赎回，在大多数情况下被认为是“黏性”的。² 最后的融资层面包括各种短期债务，如商业票据、存款凭证、回购协定、

2. 在银行存款中以票面价值嵌入买入期权使银行容易受到挤兑的危害，即储户急于撤出存款以避免存款本金损失或由于该银行的破产而得不到存款。

掉期外汇债务和批发储蓄。这一层是在一个动态的基础之上进行管理的，因为随着现金流的需求和市场条件的改变，它的组成和期限会迅速发生改变。在这一层内，无担保同业融资仅占一家大银行短期融资组合的相对一小部分，这是由与其他银行无担保贷款相关的监管资本费用造成的。³

一段时间以来，有限数量的无担保同业贷款中大部分的期限为一周或不到一周，主要为隔夜贷款。这体现了货币市场行为的总趋势。欧洲中央银行欧元货币市场的调查（欧洲中央银行，2007）结果表明：在最近几年里，绝大多数交易（约 70%）为隔夜交易，与此同时，几乎所有的交易（约 95%）期限为 1 个月或更短（图 2.1）。大部分银行的短期融资现在都来自非银行渠道，如货币市场基金、证券借贷再投资组合和中央银行的外汇储备。然而，这些资源正日益转为担保贷款和基于衍生品的结构，例如，隔夜贷款和同利率衍生品（如隔夜指数掉期，OIS）一起为货币政策行为定位。⁴

同业定期贷款的相对缺乏意味着超出一周或一个月期限的 LIBOR 和 Euribor “定盘”可能无法代表实际交易，反而要依赖银行评估其以该利率借款的名义能力。⁵ 虽然美元 LIBOR 定盘过程的完整性受到一些市场参与者和金融新闻舆论的质疑，但美元 LIBOR 似乎仍然是一个典型高信用银行的无担保美元定期融资边际成本的准确指标（专栏 2.2）。BBA 引进的对个体银行贡献进行严格审查的建议仍然是值得欢迎的，因为通过

3. 根据巴塞尔协议 I，期限在一年以内的无担保同业存款为资本要求吸引了 20% 的风险加权。新巴塞尔协议 II 使用评级来确定风险权重。虽然最低加权仍然是 20%，对于期限大于 3 个月的储蓄可采用较高值。因此，银行被鼓励向交易对手抵押它们的风险，或者当贷款没有担保时，在期限为 3 个月或更短时才这么做。

4. 隔夜指数掉期用超过某一特定期限的固定利率来置换隔夜无担保利率。因此，3 个月的隔夜指数掉期利率体现了市场对未来 3 个月的隔夜拆借利率的预期。

5. 例如，在每天伦敦时间上午 11:00 点前，每个为 BBA 伦敦同业拆借利率作出贡献的会员银行为 10 种不同货币提交银行向同业市场在合理的市场规模内借到的不同期限（从隔夜到 12 个月）的资金的利率。对于每一种货币和期限，不计最高和最低的四分利率，利率定为其余的贡献的简单平均。贡献的利率是不具约束力的，银行不要求证明自己已经或能够以提交的水平进行交易。

专栏 2.1. 银行间同业与储蓄相关衍生品的定价和对冲作用

直到最近，市场化的政府证券是固定收入交易的定价基准。这主要是因为他们具有大量余额和市场流动性好的特点。但直到 20 世纪 90 年代初，基于金融衍生品，如利率掉期、期货的潜在基准因其有了充分的流动性才被视为可行的替代品。

除了交易最普遍的政府证券外，国债不再充当非常有用的基准了，其原因有如下几条：

- 政府证券往往在市场压力期间能够“安全转移” (Fleming, 2000; McCauley, 2001)。
- 许多国家的政府没有发行足够的有适当期限的证券来满足对冲的目标 (Remolona 和 Wooldridge, 2003; Fleming, 2000)。
- 由同一发行机构发行的个别政府证券，只在到期日或只在微妙的合同条款上有所差别，都必须遵守特殊定价 (Duffee, 1996)。

注：本专栏由 John Kiff 撰写。

因此，除了美国公司债券外，银行间以存款利率为基础的衍生品已经成为首选的固定收入基准和对冲工具。它们不仅比其替代品有更多的流动性，而且在这些衍生品市场上的长期和短期头寸是不受限制的，因此这种在证券市场中能看到的特质是罕见的。

为了某些目的，隔夜指数掉期 (OIS) 利率可能会是更适合的基准，因为它们更能代表无风险利率，并更好地反映政策利率的变化 (Goldman Sachs, 2008)。但是，基于 LIBOR 工具来转移一笔超过 400 万亿美元的遗产将是一项艰巨的任务。隔夜指数掉期基准有其自己的缺点。例如，它们依赖的隔夜利率明显受市场波动的影响，当银行融资的边际成本作为相关的比较工具时，以实际银行融资成本为基础的基准是最合适的。可能的结果是，作为一个更大的信用和流动性风险，LIBOR 和 Euribor 利率中的风险元素会更为明显，各种利率衍生品将更加仔细地考虑不同的基准利率。

潜在地扩大作出贡献的银行数目，在保持透明度的同时增加对提供准确融资利率的激励，能改进 LIBOR 计算的准确性 (英国银行家协会, 2008a, 2008b)。

此外，应正式考虑扩大 LIBOR 和 Euribor 的范围，使它们能在批发货币市场上代表银行可利用的无担保定期融资利率。这将确保它们继续代表无担保银行边际融资成本，并在估计其银行同业融资成本时更好地反映有成员银行真正考虑的融资来源的范围。拓宽这些利率的含义不应该破坏数万亿以 LIBOR 和 Euribor 为指标的金融合约的完整性，因为这将更好地使利率实际估计方法与正式定义和步骤相一致。

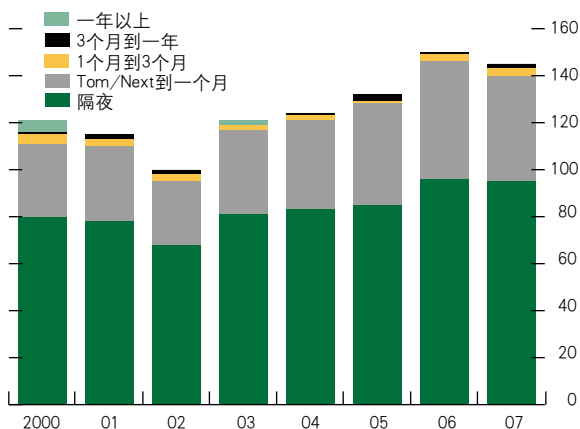
银行间同业利差高企的原因

下面的实证研究结果证明：美国和欧洲无担保同业市场的长期压力来自于对金融机构压力风险的忧虑 (占总方差的 30% 至 45%)。就欧洲银行的情况来说，美元的流动性压力也已经很重要 (高达总方差的 30% 至 35%)。一旦纳入这些因素，就会发现市场上其他压力来源相对就不那么重要了。

虽然信用风险理论上不同于流动性风险，但是在实际中这些风险相互交织，特别是在困难时期。实证分析表明，高同业利率利差是由银行部门的压力风险造成的，银行部门的压力风险在这里代表银行的信用风险和流动性风险。因此，结

图2.1. 无担保欧洲银行拆借量

(欧元, 指数2002年第二季度=100)

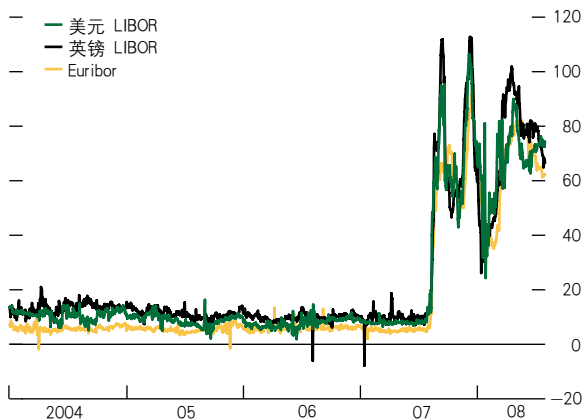


资料来源：欧洲中央银行。

注：明日/次日（Tom/Next）是一种结算明日和次日到期的交易。

图2.2. 三个月期无担保同业利率和隔夜指数掉期之间的利差

(基点)



资料来源：Bloomberg L.P.。

果表明，旨在仅仅解决市场流动性压力的政策可能是无效的，除非对信心的忧虑也得以解决。

银行间同业货币市场自2007年夏天以来继续显示了压力有增无减的迹象（图2.2）。这些利差不仅在级别上，而且在波动性上也在继续升高。是什么原因在近几个月来一直推动LIBOR-OIS利差的扩大？这些利差主要是由流动性因素推动还是由对银行间同业市场信用方面的担心所推动？⁶ 这些问题的答案应该使得中央银行和其他当局更好地调整它们对目前危机的应对。

从原则上讲，定期LIBOR利率反映货币政策的预期路径，以及与信用风险、流动性风险和其他风险相关的风险溢价。⁷ 然而，隔夜指数掉期利率体现了市场对无担保隔夜拆借利率和美元、欧元、英镑的政策利率的估计路径。因此，LIBOR-OIS利差应该去除政策利率预期的影响，而保留作为银行间同业利率压力和对信用风险的忧虑的测度。

最近的几项研究试图区分LIBOR-OIS利差中的信用和非信用部分。⁸ 然而，它们主要研究了由一组假定互相独立的银行信用违约掉期（CDS）利差的集合所衡量的信用的作用。其余非信用部分通常假定完全代表流动性风险。最近的文献也发现信用风险和流动性风险在造成同业贷款利差方面相冲突的证据。例如，Michaud和Upper（2008）发现，他们的信用风险指标对日常的波动溢价几乎没有解释能力。英格兰银行（2007）发现，在危机的早期，利差更能反映流动性因素，更大一部分变动是由于在2007年最后几个月信用风险溢价的增长。Taylor和Williams（2008a）认为，

6. 早期关于流动性冲击的传导研究在基金组织（2008b）中有所阐述，后来Frank, González-Hermosillo和Hesse（2008, 2008b）也有进一步的记录。

7. 为了简单起见，虽然大多数分析假定信用违约掉期（CDS）利差主要反映信用风险，但流动性风险也包括在这些利差中并且很难分开。原因有二。第一，信用违约掉期是交易工具，所以它们的价格包含反映目前市场状况的风险溢价，如市场动荡和投资者风险偏好。第二，银行筹资越容易，银行融资流动性风险就越有可能被划入CDS中。

8. 见英格兰银行（2007），Taylor和Williams（2008a），Michaud和Upper（2008），Baba, Packer和Nagano（2008），欧洲中央银行（2008a），Imakubo, Kimura和Nagano（2008）。

专栏 2.2. LIBOR 定盘崩盘了吗?

一些 LIBOR 的成员银行提交的利率过低，特别是当它们正面临流动性限制时，市场观察人员对这种状况表示了忧虑（Mollenkamp 和 Whitehouse, 2008）。所有提交的利率都要发布，据说这是英国银行家协会（BBA）的要求，面临流动性压力的银行可能不愿意透露它们实际上被拆借的较高市场利率。

例如，2008 年 1 月至 4 月，成员银行短期信用违约掉期（CDS）利差的范围，3 个月期的美元隔夜指数掉期（OIS）利率的利差（代表“无风险”的有效利率），远超出 3 个月期的美元 LIBOR 的贡献范围。在 2007 年 8 月之前，两者的波动范围很接近，但从那以后，特别是自 2008 年 1 月以来，CDS 利差范围已远远超过 LIBOR-OIS 成员银行的利差（见第一幅图）。但是成员银行认为，CDS 利差在每天短期贷款决定中发挥的作用很小或几乎没有。

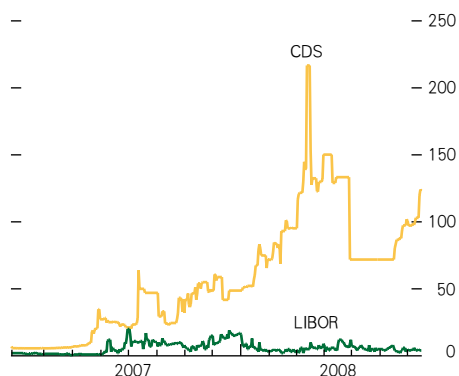
在实践中，异常值利率的成员银行对 LIBOR 定盘的影响不大，因为最低和最高值被从求平均计算中除去。但是在报告的利率中，如果一个向下的偏差包含更多的银行，中间利率在有些情况下将提供一个更准确稳定的值。也有人认为 LIBOR 组应该扩大以尽可能缩小异常值和成员银行的影响，因为这些贡献者在定盘期可能并不代表实际上需要以相关货币融资的银行。例如，活跃在伦敦银行间同业市场的欧洲银行，除了其欧洲大陆总部的账面交易外，其余的可以列入。尽管 JPMorgan (2008) 认为这种扩大的影响很可能被边缘化，¹ 监督 LIBOR 设定进程的 BBA 委员会正考虑扩大 LIBOR 贡献者的数量，这是值得欢迎的。

尽管大量的无担保定期银行间借贷多年来

注：本专栏由 John Kiff 撰写。

1. JPMorgan (2008) 将 3 个月期欧元 LIBOR 与 Euribor 定盘相比较后，发现了在统计上不显著的差异。该 Euribor 贡献者组比 BBA 的 LIBOR 组更广泛（43 比 16），在进行平均计算之前成比例地去掉了较少的观察（Euribor 的平均计算覆盖中间贡献的 70%，而 LIBOR 仅有 50%）。

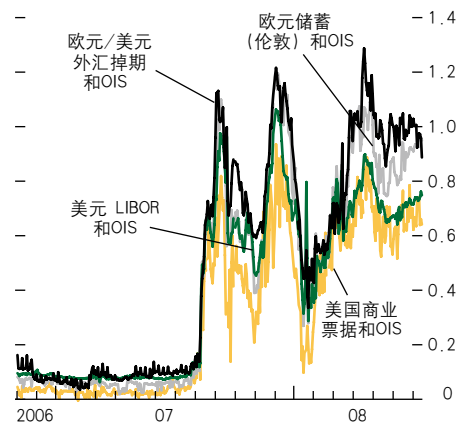
最高和最低的美元3个月期LIBOR 贡献的利差以及最高和最低短期成员银行的CDS利差 (基点)



资料来源：Bloomberg L.P. 和英国银行家协会。

注：CDS=信用违约掉期。

部分3个月期利差 (百分比)



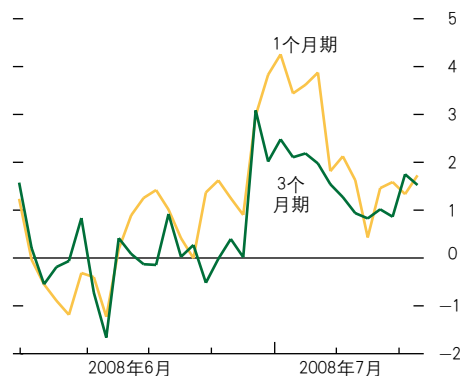
资料来源：美联储理事会、英国银行家协会和JPMorgan Chase & Co.。

注：OIS=隔夜指数掉期。

专栏 2.2 (续完)

ICAP NYFR和BBA LIBOR利差

(基点)



资料来源：英国银行家协会（BBA）和 ICAP公司。

已有所萎缩，但 BBA 表示，LIBOR 仍然反映了这组银行在银行间借贷市场筹集无担保现金时所依据的利率。此外，作为一个典型高信誉银行的无担保资金边际成本的指标，无论其来源如何。LIBOR 仍然是很重要的，例如，第二幅图表明，各种潜在的美元 3 个月期的银行无担保融资利率彼此交易非常密切。

此外，货币市场经纪商 ICAP 最近就 1 个月期和 3 个月期的银行融资成本提出了一项定义更加广泛的指标，其定盘和美元 LIBOR 定盘几乎没有什么不同（见第三幅图）。²

2. ICAP 要求银行提供其对融资利率的估计，这个利率是主要的银行可能会获得的（与它们自己的融资利率相对）截至纽约时间上午 9 时 15 分的融资利率。包括任何无担保融资来源，含银行间同业存款、存款凭证和商业票据。

银行间交易对手的风险是造成 LIBOR-OIS 上升的主要原因。相比之下，ECB (2008a) 将约 50% 近期上涨的同业利差归因于信用风险，把余下的归因于流动性风险。

本节试图重新定义对美元、欧元和英镑的 LIBOR 利率减去 OIS 的初始估计。⁹ 首先介绍了银行系统风险的联合概率，它作为系统性银行信用风险的指标被引入（图 2.3）。此外，其余的非信贷部分并没有假设与通常的“流动性”风险相等。相反，一些变量被用来代表不同类型的流动性风险和波动风险。第三，估计技术明确考虑到在代表风险的变量中观察到的时变方差，从而导致对不同成分更准确的估计。

首先考虑变量的选择：

- 压力的联合概率。所使用的系统压力风险指标是由一组具有系统重要性的并且与每个同业利率定价的一组成员银行相对应的那组银

行的压力联合概率 (JPoD) 来表示的。JPoD 代表在这一组银行中所有银行发生危机的概率，因此，包含了银行间的风险依赖性。¹⁰ 因为 JPoD 是由从 CDS 利差中提取的单个银行发生危机的概率组成的，JPoD 必然体现了信用和流动性风险。

- 抵押银行融资市场（回购利差）。

反映了一个事实，即银行在有担保的同业市场大量融资时要作出权衡，有抵押的银行融资市场的压力程度由美国政府资助企业 (GSE) 债务的 3 个月期回购利率和美国政府抵押回购利率的利差所表示。这个利差被用做担保同业借贷市场中的全球压力的代表。

- 市场流动性。由美国国库券 5 年期新券和旧券价差加以衡量的市场流动性风险，反映了对流动性资产的青睐。美国国库券被市场认为是没有信用风险的。然而，压力时期的特

9. 如果 Euribor 有较高的交易量，欧元 LIBOR 和 Euribor 结果类似，因此只有 Euribor 结果的报告。

10. 详见基金组织 (2008b)、Segoviano (2008)、Segoviano、Goodhart 和 Hoffmann (2006) 以及 Segoviano 和 Goodhart (2008)。

点往往是市场对最具流动性的(新券)美国国库券需求很强劲。

- 市场波动。金融市场的波动性风险由标准普尔 500 指数(波动性指数)的隐含波动性表示。标准普尔常常被用来反映投资者的风险偏好。¹¹
- 利率波动。波动性风险的另一个指标是对利率前景的不确定,由期限在 1 个月至 6 个月掉期(进入一个利率掉期的期权)的隐含波动率代表。
- 外汇掉期。因为许多有美元资产的欧洲银行已面临对其资产进行融资的困难,美元流动性压力的作用也遭受检查(见专栏 2.3)。美元的流动性压力由外汇掉期利差代表,或 3 个月期英镑(或欧元)和美元远期利率以及 3 个月期美国隔夜指数掉期利率(图 2.4)之间的利差代表。¹²

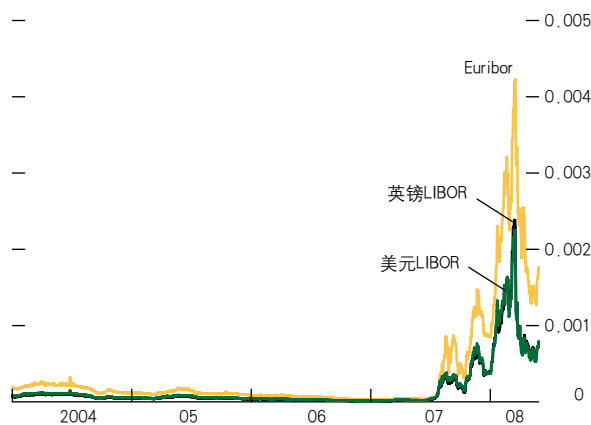
然而,银行也可能会面临其他的、难于直接衡量的流动性压力。这些包括将它们把表外头寸带入资产负债表时融资流动性需求的不确定性,以及资产估价的不确定性,特别是如果其他国家以市场压力之下的价格调整类似头寸时。银行也可以在市场压力期间囤积流动性来作为一种机制,以避免流动性匮乏时产生的潜在的信号效应。从同业利差方差中难以解释的元素便可以看出这些原因,这在以下讨论的模型误差中有所反映,在附录 2.1 中也有说明。

为了探讨这些问题,应用了一个多元向量自回归(VAR)模型和结构向量自回归(SVAR)模型,该模型基于从 2004 年 1 月 1 日到 2008 年 5 月 28 日的每日数据样本。在使用多元向量自回归和结构向量自回归构架时,与其他考察同业借贷利差的实

11. González-Hermosillo (2008) 讨论了通常用来衡量投资者风险偏好的变量。

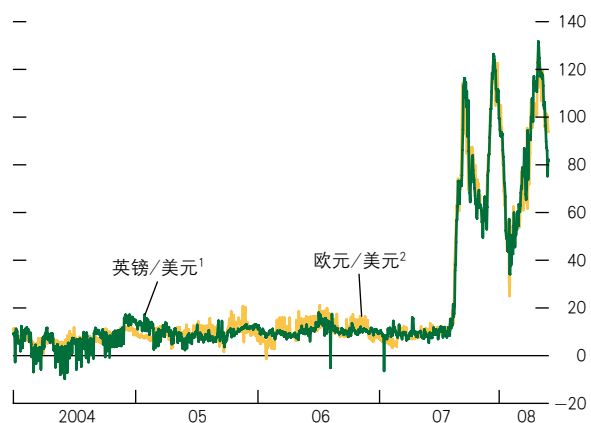
12. 外汇掉期是一种双边合约,不同货币通过结合外币即期和远期合同进行交换。需要外汇资金的金融机构面临着选择:直接在无担保现金市场借外币,或在另一(通常是国内)无担保现金市场借款,然后通过外汇掉期转换成另一种外币。例如,当一个机构在使用欧元作为融资货币时通过外汇掉期筹集到美元,它以美元的即期汇率交换欧元,而订约时从相反方向以到期的远期汇率来进行交换。

图2.3. 压力的联合概率: 部分参与银行间同业市场的金融机构



资料来源: Bloomberg L.P. 和基金组织工作人员的估计。

图2.4. 三个月期外汇掉期利差 (基点)



资料来源: Bloomberg L.P.、JPMorgan Chase & Co. 和基金组织工作人员的估计。

1. 英镑/美元外汇掉期和3个月期美元隔夜指数掉期之间的利差。

2. 欧元/美元外汇掉期和3个月期美元隔夜指数掉期之间的利差。

专栏 2.3. 美联储的定期拍卖工具

2007年12月，美联储公布了一项临时定期拍卖工具（TAF），使美国的银行四个星期的借款在贴现窗口对抵押允许的范围更广。¹ 这种使用公开拍卖直接提供定期融资的过程，以最低利率在保持用户匿名的同时消除了用户名在贴现窗口被获取的尴尬。² 至2008年6月底，通过TAF的未偿借款为1,500亿美元（相对于贴现窗口的140亿美元）。欧洲银行与美联储、欧洲中央银行（ECB）和瑞士国家银行之间通过外币掉期协议获取美元。³

最初的TAF似乎成功地减少了3个月期美元LIBOR和隔夜指数掉期利率之间的利差（见第一幅图）。但是无担保定期融资状况在3月再次恶化，正好与贝尔斯登发生危机的时间一致，尽管压力自那时以来勉强有所缓解。

虽然5月分配给欧洲中央银行的定期拍卖工具数额有所提高，但是欧洲银行对美元的拍卖需求迅速上升（见第二幅图）。这一日益增长的过度需求，以及不断扩大的外币（外汇）掉期利差（见图2.4）表明，该工具发挥了有用的功效，但是仍然不能满足以美元计价的欧洲银行为把以美元计价的资产计入资产负债表而对美元的强劲需求，这些资产为资产支持商业票据和以其他手段融资的表外工具。

关于定期拍卖工具降低银行间同业融资市场压力有效性的争论已经很激烈。目前在文

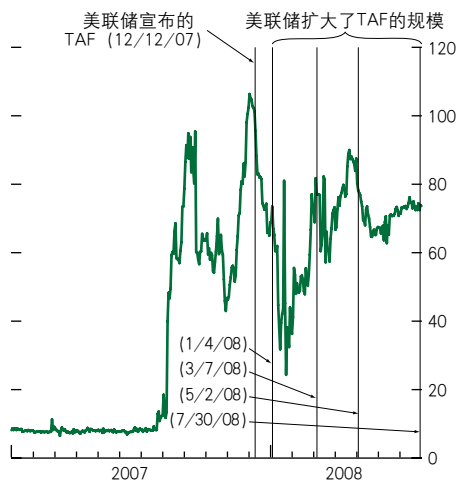
注：此专栏由 Brenda González-Hermosillo 和 John Kiff 撰写。

1. 定期拍卖工具的未偿款项原来被有效地限制在400亿美元，但在2008年5月逐步增加到1,500亿美元。7月30日，美联储还宣布将延长一些定期拍卖工具的期限，从原来的4个星期延长到12个星期。

2. 8月，美联储将贴现率和联邦基金目标利率之间的利差从100个基点缩减至50个基点，并将主要信贷计划的期限延长到30天（从隔夜）。尽管有美联储官方的鼓励，银行仍不愿使用该工具，虽然美联储在2008年3月降低利差到25个基点后，它的使用的确有所增加。

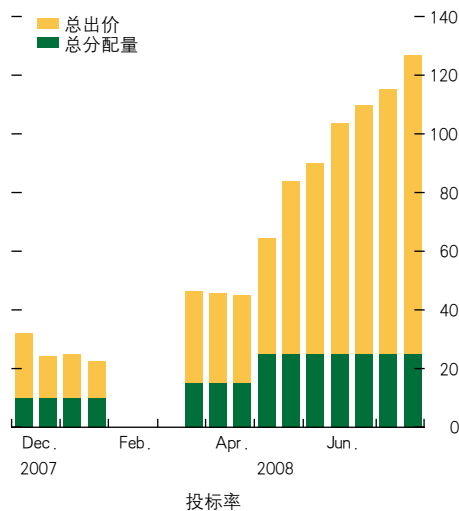
3. 欧洲中央银行和瑞士国家银行未偿掉期工具最初分别限于200亿美元和40亿美元，但该限额也在逐步增加，直到2008年8月的550亿美元和120亿美元。

定期拍卖工具（TAF）对美元LIBOR减去隔夜指数掉期利差的影响
(基点)



资料来源：Bloomberg L.P.和美联储理事会。

欧洲中央银行：美元定期拍卖工具（TAF）
(10亿美元，4周招标)



资料来源：欧洲中央银行。

献中尚未达成共识。一些学者认为，定期拍卖工具在减少利差和抑制波动方面卓有成效（见 Michaud 和 Upper, 2008；McAndrews, Sarkar 和 Wang, 2008；Frank, Hesse 和 Klueh, 即将出版；以及 Wu, 2008）。而其他学者却认为几乎没有影响（Taylor 和 Williams, 2008a, 2008b）。如本章所示，银行间无担保融资利率的波动不仅反映流动性压

力，也体现了违约风险和其他因素的影响。此外，识别和理清银行间流动性的潜在动力在于经验的挑战，所以对银行间同业利率高企的原因有分歧也就不足为奇。特别是，定期拍卖工具的货币掉期工具，没有计划去解决进入资产负债表的银行资产规模的不确定性或潜在的交易对手风险，这就是为什么定期拍卖工具还没有完全成功地消除银行间融资市场压力的原因。

表2.1. 每个LIBOR和Euribor利差的结构向量自回归的限定条件表

	市场波动性	利率波动性	市场流动性	美元流动性	信用	危机	误差
标准普尔500波动性指数	X						
掉期	X	X					
当期/旧期			X			X	
货币/美元掉期			X	X		X	
回购协议					X	X	
危机的联合概率					X	X	
LIBOR/Euribor	X	X	X	X	X	X	X

证文献中运用的其他方法相反，该模型反映了在数据所凸显的利差中观测到的随时间而变化的波动性。随时间而变化的波动结构的应用与这样的观察是一致的，即解释利差的因子在样本中不是常数，而是在每一个时间点都可以发生改变的。¹³

实证结果

在一个标准的 VAR 模型中，变量顺序反映计量经济学家关于每个变量相对序列影响的观点。与此相反，结构向量自回归要求更直接地设置变量之间相互关系的假设。这种方法的优点在于这些假设是透明的，可以明确变量中对相互作用的限

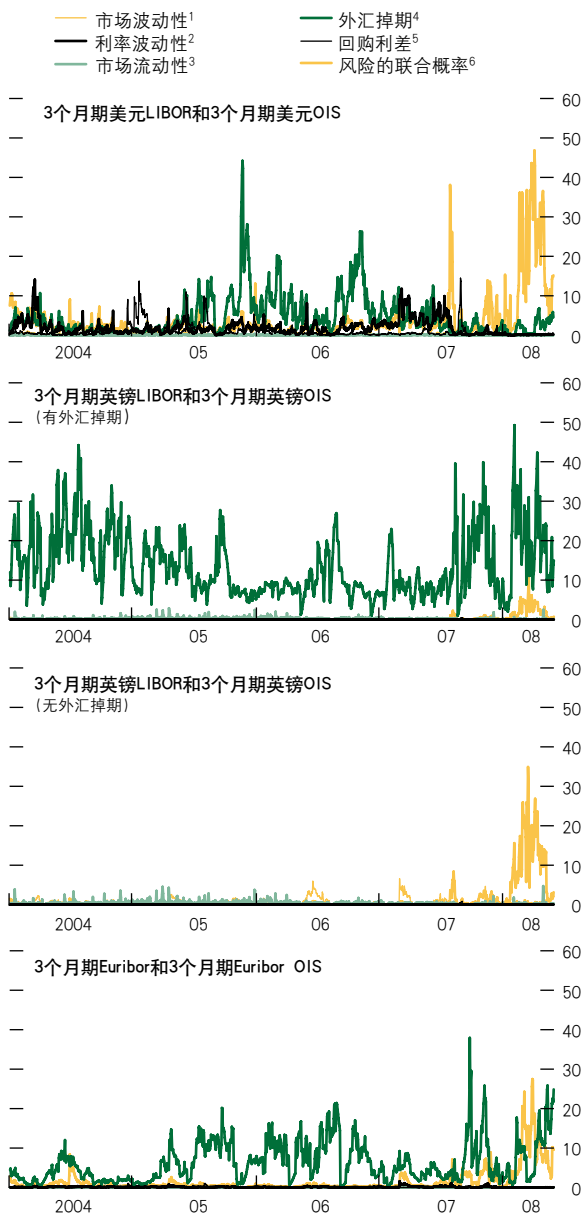
制，并和程式化的事实保持一致。¹⁴

因此，每一个银行间借贷市场，相关的 SVAR 模型对利息变量之间的关系提出了几项假设（表 2.1）。例如，假定市场波动的因素会影响股权市场由波动率指数 VIX 代表的隐含波动率和掉期合同中的隐含波动率，利率因素的波动适用于掉期的隐含波动率等。最后，误差因素仅影响 LIBOR/Euribor，因为它被假定与其他反映银行特定风险的变量无关。全部因素旨在对无担保银行间同业利率产生影响。

13. 关于模型规格的技术细节，见附录 2.1。

14. 报导的方差分解是基于一天的滞后期，以减少由于美国和欧洲市场之间的时差产生的问题。对于稳健性，检查了各种滞后。此外，为两个备选 SVAR 的特性建立模型，同时建立一个无限制的 VAR 模型的时变方差——协方差矩阵，所有这些都得到了类似的结果。最后进行了不同的对各种限制过度识别的测试。由于空间的限制，这里仅展示 SVAR 的结果。详见 González-Hermosillo、Martin 和 Segoviano（即将出版）。

图2.5. 结构化的VAR模型：LIBOR/Euribor减去隔夜指数掉期（OIS）利差的方差分解
(百分比)



资料来源：基金组织工作人员的估计。

1. 标准普尔500股票指数的隐含波动性。
2. 雷曼兄弟掉期波动指数。利率掉期期限从1个月到6个月的隐含波动性。
3. 5年当期/旧期美国国库券利差。
4. 3个月期欧元/美元和英镑/美元外汇和3个月期OIS之间的利差。
5. 3个月期美国机构回购和3个月期美国国债回购收益之间的利差。
6. 部分参与美元LIBOR、英镑LIBOR或Euribor定盘的银行风险的联合概率。

实证研究结果表明，对所有三种银行间利率方差变动产生的主要影响来自于系统性危机风险。以3个月期美元LIBOR-OIS利差为例，JPoD变量（衡量系统性危机风险）达到2008年4月2日总方差的45%左右，随后贝尔斯登破产。¹⁵ 在过去6个月中，直到最近，系统性危机风险变量占利差方差中可解释部分的大多数（图2.5）。此外，JPoD的第一轮贡献要早得多，发生于2007年7月下旬，当时市场第一次有显著压力的迹象。其他变量的作用相对较小，但从美国住房市场最近的低迷开始，回购利差在2005年开始显示明显的压力迹象。尽管外汇掉期（美元/欧元）在2005年至2006年的大部分时间里都很重要，但自2007年年中以来，其影响已相对较小。

银行的Euribor组发现了类似的结果，银行系统性危机风险主导了贝尔斯登破产期间的方差分解过程。更重要的是，外汇掉期变量占危机早些时点的总方差比例超过了30%。美元流动性压力在近几个月来也变得越来越重要，相比较而言，其他因素的作用则相对较小（图2.5）。

对于英镑的LIBOR-OIS利差，占主导地位的变量是外汇掉期利差，有时达到总LIBOR-OIS总方差的接近一半。外汇掉期和系统性风险变量的变动表明它们线性相关，因为它们是类似的。当忽略外汇掉期变量时，银行在英镑LIBOR小组的JPoD占2008年3月总方差的比例高达35%。其他变量的作用则相对较小（图2.5）。

货币政策对利率传导机制的影响¹⁶

金融部门的结构性变化似乎并没有削弱货币政策在过去25年中的传导作用，但它的确为2007年夏季开始的利率传导机制的改变做好了准备。与之关系最紧密的结构性变化是准银行的出现，银行向市场融资的转变，并缩短了20世纪90年

15. 图2.5旨在展示由各种变量代表的方差分解百分比，全部加起来为百分之百。在2007年年中前这一段时期的方差比在这场危机中小得多。

16. 本节是在2008年1月于巴黎举行的“金融创新与全球化对货币政策的挑战”会议讨论的基础上发展而来。见基金组织（2008a）。

代末期以来市场债务的期限。

最重要的是，实证表明，支配政策利率进入短期银行融资以及短期和长期准银行融资的正常关系在过去的一年已经变得不太可靠了，在美国尤其如此。传导的早期阶段已经被以下因素所阻碍（1）银行对短期市场融资的高度依赖和这些市场的错位，（2）准银行在金融部门的重要性增加以及对其融资的破坏。这种在传导过程早期的改变意味着政策利率的改变可靠地传递到中期和晚期阶段的可能性更小。迄今较少受影响的借款人融资利率结果需要与其他证据（如更严格的贷款标准和缓慢的信用增长）一起来解释，这些证据表明，银行正在通过缩减贷款发放额而不是提高利率来减少贷款。目前的再中介过程（即将贷款从资本化程度较低的利用市场融资的“准银行”转回到高度资本化的银行）将增加系统对资本的需求，拖累信用创造，并可能夸大信用周期。¹⁷

金融系统的结构性变化

本节探讨了金融部门中结构性变化的影响，以及当前的金融风暴对货币政策利率传导的影响。¹⁸ 政策利率传导的变化分为三个阶段：

- （1）传导到货币和其他贷款融资市场的利率（早期的连接）；
- （2）从贷款融资利率到融资成本以及家庭和商业贷款利率（中间的连接）；¹⁹
- （3）从家庭和企业的融资成本到价格和产出稳定性的最终政策目标（最后的连接）（基金组织，2006，2008b 和 Bhatia，2007）。

17. 对贷款周期性行为的分析详见基金组织（2008e，第四章）。

18. 货币传导主要渠道的重叠和程度与金融系统中的相一致（对于最近审查的货币传导，见 Kuttner 和 Mosser，2002）。利率传导渠道首先改变了影响市场利率的短期政策利率，并通过价格粘性提高了实际利率和用户的资本成本，从而影响总需求，导致经济产出和通货膨胀。其他的主要渠道是银行贷款渠道（Bernanke 和 Blinder，1988），资产负债表 / 金融加速器渠道（Bernanke，Gertler 和 Gilchrist，1999）以及期望渠道。在最近的金融动荡中，货币传导的中断在基金组织（2008a）以及 Adrian 和 Shin（2008）的著作中有所论及。

19. 本节的企业借款人指的是非金融企业。

本节集中讨论利率传导的早期和中期连接，因为它们更容易进行实证模拟，而且由于经历的时间不够长，很难对目前的金融风暴对最后一个阶段的影响进行评估。

将在下一节中阐述的金融部门在过去 25 年里的结构性变化，可能会通过重塑银行传统的到期转形职能来改变货币传导。在这一商业周期的关键转折点，政策制定者敏锐地关注着这些利率传导的结构性变化的影响，以及它们如何使在金融风暴中传导的早期连接复杂化。

在这个背景下，本节将关注两个问题：在过去 25 年里，利率传导的早期和中期连接如何被金融机构的结构性变化所影响？该传导是如何被始于 2007 年夏天的金融风暴所改变？

该分析主要关注点是美国，因为美国的结构变化最为明显而且货币传导似乎已经严重中断。也从较小的程度上对欧元区地区予以了关注，对日本和英国也进行了考察。

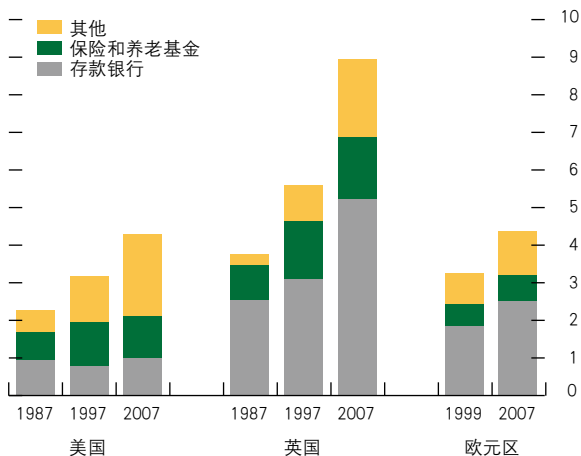
结构性变化对利率传导的影响

在过去 25 年里的主要结构性变化概述如下：

“准银行”金融机构在金融中介业务中赢得了很大的份额。在美国，准银行（资产支持证券 [ABS] 的发行商和其他结构化的产品、政府资助企业、金融公司、券商和交易商以及融资公司）现在占了金融部门较大的份额（图 2.6）。银行在金融部门中所占的份额从 20 世纪 80 年代到 90 年代有所下降，并在其后趋于平缓。与此同时，长期增长的政府资助企业、资产支持证券的发行商和券商在 2000 年左右也加速增长（专栏 2.4）。接着，在 2003 年左右，当其他的准银行实体、在市场上融资的资产支持证券的发行商和金融公司增长时，政府资助企业和抵押贷款市场上的银行股迅速萎缩。在欧元区，从传统银行向其他中介机构的转变一直比美国和英国的要温和一些。欧元区的绝大多数“其他中介机构”都是作为家庭和保险公司投资工具、持有股票和其他有价证券的共同基金。企业通过债券的融资是相对有限的，最近住房抵

图2.6. 部分国家：金融资产的规模

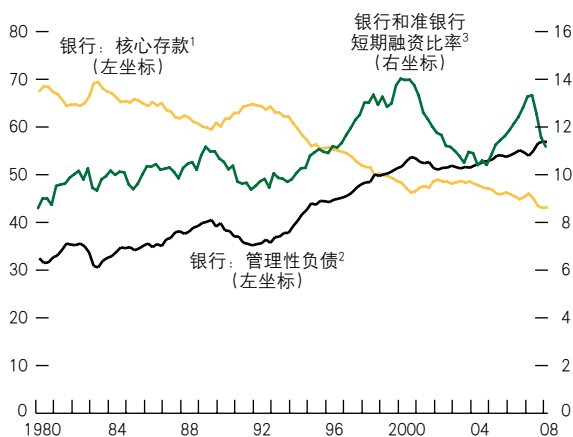
(GDP的倍数)



资料来源：美联储理事会、英国国家统计局、欧洲中央银行和基金组织工作人员的估计。

图2.7. 美国：金融部门负债的结构性变化

(以总负债的百分比表示)



资料来源：美联储理事会和基金组织工作人员的估计。

1. 核心储蓄：可开支票的存款和短期储蓄存款。
2. 管理性负债：总负债减去核心可开支票的存款。
3. 银行和准银行通过联邦基金、证券回购协议、商业票据的融资与总负债的比率。

押贷款的增加似乎主要是商业银行提供的。²⁰

银行已经从存款业务转向不太可靠的市场融资。“核心存款”过去在美国银行负债中占主导地位，但已逐步被其他“管理性负债”所取代（图2.7）。²¹与此同时，完全靠市场融资的准银行急速增长。这关系到“发起—配售”的融资模式，这种方式在很大程度上依靠健全的短期市场流动性的管理。欧元区 and 英国银行也像美国一样比过去更依赖市场融资。同样，家庭储蓄的份额（与美国核心存款的定义大致相同²²）已经随着时间的推移逐步下降，而非金融公司、其他金融中介机构以及非居民持有的存款却有了稳定的增长。²³例如，非居民存款最近占英国银行负债的46%。除了这些“管理性存款”，在国内和国外市场通过回购协议和发行证券的融资都有所扩大，这表明欧洲银行也越来越多地投身于货币市场的发展。与此同时，日本银行的家庭存款所占的份额已稳定，甚至随着时间的推移越来越多。这可能部分反映了自20世纪90年代末期以来长期的低利率环境。²⁴

直到最近，银行负债期限已经缩短，而且变得更具波动性。自20世纪90年代中期以来，短期市场对于银行和准银行变得更为重要，因为它可作为一种灵活的方式来管理其资产和负债结构。一个由商业票据、联邦基金以及银行和准银行的安全回购协议组成的美国“总的短期融资比率”显示出一种上升的趋势直到2000年，随后有很大的摆动（图2.7）。英国的银行在整个2004年也开始

20. 欧洲中央银行（2008b）指出，从欧元区、英国和美国家庭融资的货币金融机构所占份额的统计差异部分由各自的核算和统计处理方式不同而造成。例如，欧洲的会计规则在很大程度上阻止货币金融机构（MFIs）从资产负债表中取消证券化的贷款，从而使货币金融机构（MFIs）的资产相对其美国同行要大。

21. 美国的“核心存款”被定义为可开支票的存款，低值的定期和储蓄存款，包括一些企业（支票）存款的总和。

22. 欧元区和英国等值的核心存款仅特指家庭存款。

23. 例如，非居民存款最近占英国银行负债的46%。

24. 此外，有限的次级风险敞口使日本银行避免了美国和欧洲银行所经历的资产负债表和融资困难（基金组织，2008d）。

专栏 2.4. 金融部门货币传导分析的明细

为了分析货币传导，金融部门可被分为银行和准银行（见图）。

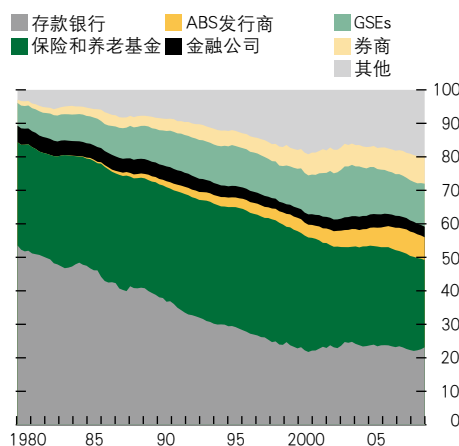
银行。传统地收集短期储蓄，并转化为长期贷款，但是最近对市场融资的依赖程度已越来越大。

准银行。在资产方面类似于银行，但是在融资方面与银行不同。在美国现金流量表中，准银行由以下实体组成：

- 资产支持证券（ABS）的发行商，一般是由私有银行控制的管道，该管道将抵押贷款和消费信贷证券化，由 ABS 和资产支持商业票据（ABCP）融资，却由不同的投资者持有，这些投资者包括银行、人寿保险公司、共同基金和国外实体。ABS 的发行商与银行在资产方面是非常相似的，但是前者主要发行债券，与银行在负债方面有所不同。
- 政府资助企业（GSEs）和 GSE 组合，通过发行机构和 GSE 支持的证券为住房抵押贷款融资，GSE 支持的证券是由银行、国外投资者和许多其他部门收购的。这些实体主要受益于专门针对银行的信息收集和拥有类似于银行的资产，但是主要由长期债券融资。
- 金融公司，在资产方面与银行类似，但是通过市场融资，并且规模较小。
- 证券经纪人和交易商，主要是投资银行，通

注：本专栏由 Mark Stone 和 Seichi Shimizu 撰写。

美国：金融部门的明细
(占总资产的百分比)



资料来源：美联储理事会。

注：政府资助企业（GSEs）包括机构和 GSE 支持的抵押贷款组合。券商包括融资公司。ABS=资产支持证券。

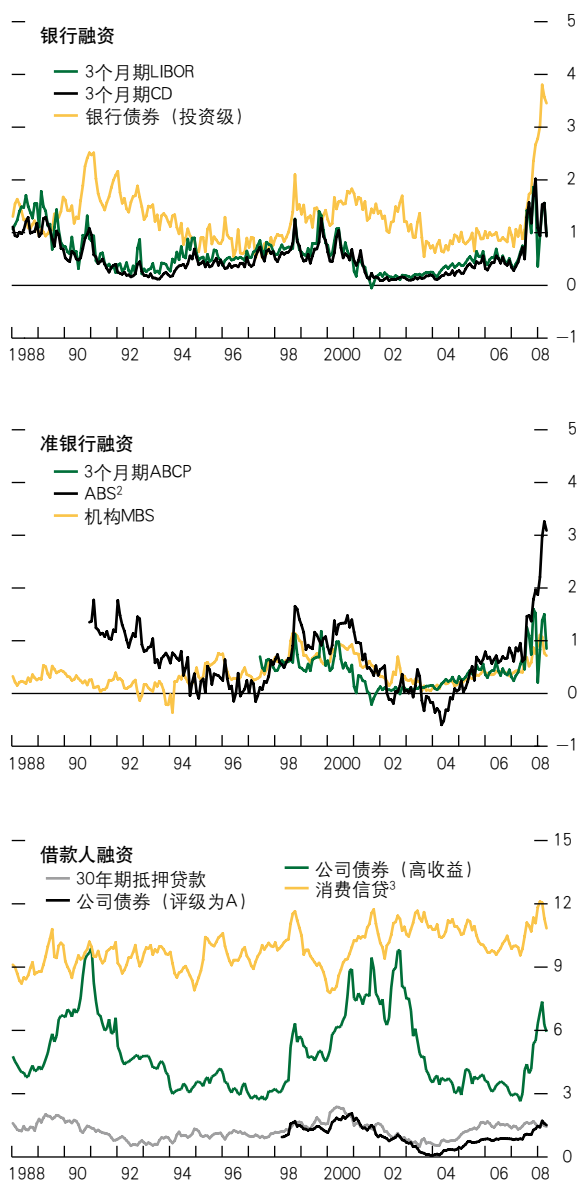
过证券回购协议和其他类型的由银行、货币市场共同基金，尤其是近年来外国实体所提供的信贷为交易资产进行融资。这些经纪人和交易商收集信息的手段与银行不同，而且他们在货币传导中的地位与证券交易及它们作为做市商的角色相关。这一组也包括融资公司，它们是外国金融机构的融资子公司、非银行金融控股公司和与证券借贷相关的托管账户。它们的融资主要从商业票据市场获得。

通过回购协议增加其融资份额。²⁵ 然而，短期市

25. 数据体现欧元区相当低而且稳定的回购资金份额。这主要是因为非欧元的回购资金显然是不被包括在内的。根据国际资本市场协会对欧洲回购市场最新的调查，在欧洲回购余额从 2001 年 6 月的 9,240 亿欧元增加为 2007 年年末的 31,530 亿欧元，分别相当于 MFI 负债的 7% 和 14%（见国际资本市场协会，2008）。

场融资成本比传统的主要核心存款的融资来源的波动性大得多。可开支票的存款利率与联邦基金和回购协议的定期利率相比是比较稳定的，可开支票存款的负债份额已经有所下降。

图2.8. 美国：部分利率的利差¹
(百分比)



资料来源：Bloomberg L.P. 和 Merrill Lynch。

注：ABCP=资产支持商业票据；ABS=资产支持证券；
CD=存款凭证；MBS=抵押贷款支持证券。

1. 可比较期限的国库券利差。
2. 美林公司固定的ABS 指数。
3. 信用卡（被评估的账户）利率。

当前金融动荡对利率传导的影响

2007年7月开始的市場动荡给利率传导机制带来了巨大的变化，这点可以从银行以及准银行融资的成本和组成成分的变化上看出来（基金组织，2008c，第三章）。在美国，利率利差和银行短期融资的波动性已经超过了先前经济衰退的水平（图2.8，上图），这立即提高了边际融资成本，实际上也很可能将一些银行从融资市场上隔离开来。银行和准银行的整体短期融资比例自2007年下半年以来急剧下降（图2.7）。联邦基金和回购市场中的银行融资从2007年第三季度起也开始下降。同样，证券经纪人和交易商为了去杠杆化，也减少了从回购市场的融资。同时，与证券交易相关的借款明显增加，而资产支持商业票据（ABCP）的发行显著下降。

银行和准银行机构不得不以更高的成本进行长期融资。如图2.8的中图所示，期限可比的国库券和长期银行融资工具的利差暴涨，已经远远超过了上一个周期的高点（图2.8，中图）。在美国，联邦住宅贷款银行的预付款是与银行抵押相关融资的另一个重要来源。

融资紧张给银行贷款造成了下行压力，因而贷款人面临的商业和工业贷款需求日益增加，非金融公司压缩了先前的信贷额度（美联储，2008）。根据美联储高级贷款官员的意见调查，银行显著并且迅速收紧了对绝大多数贷款的标准（见第一章）。然而，银行贷款相对于国库券的利差和企业债券的收益率利差都没有上升到高于以前经济低迷时的水平。这说明信贷紧缩不是以价格调整而是以数量调整的方式进行的（图2.8，下图）。

迄今，市场动荡的最终结局是银行机构的作用进一步扩展，这是以牺牲准银行机构为代价的。和银行相比，准银行机构面临融资流动性缺乏时更加脆弱，它们不得不停止扩大市场占有率的努力。这点可以从资产支持证券和资产支持商业票据发行量的萎缩来作出部分解释，表明银行将其相关资产计入到资产负债表中（基金组织，2008c，第二章）。

在过去几年中，欧元区借出和借入融资的利

差表现出与美国类似的模式，这表明其他的货币系统也可能经历类似利率传导过程的改变(图2.9)。银行尽力通过储蓄和债券在商定的期限内获得更加稳定的融资。准银行机构的金融利差已经扩大，尽管它们只在金融系统中占较小的份额。从2006年开始，住房抵押贷款的增长已经出现缩减，与当前经济趋势相符，但非金融公司的信用增长却始终强劲。

实证分析

下面的实证分析是为了审查在以前和当前的经济压力下，金融部门的结构变化对利率传导的影响。对如下问题进行了考察：

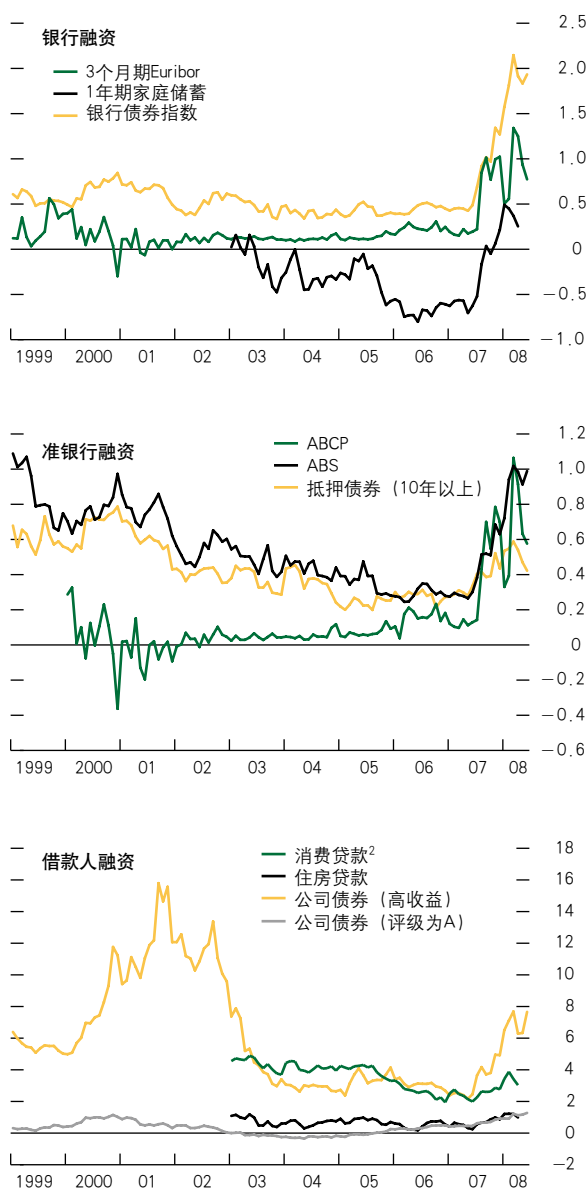
(1) 在过去的25年中，金融部门的结构变化削弱了还是增强了利率传导？²⁶

(2) 最近的金融动荡是如何影响对利率传导至关重要的市场呢？

在一个由有效政策利率和市场利率或收益率构成的联立回归方程组表示的系统中，构建了美国和欧元区的利率传导模型。²⁷ 在美国，政策利率实际上是联邦基金利率；在欧元区，政策利率是指欧元隔夜平均指数(EONIA)。市场利率或收益率包括下面两部分：(1) 借款融资利率和收益率(三个月期LIBOR，投资级银行的债券收益率，资产支持证券收益率和抵押贷款机构的债券收益率)；(2) 借款人融资利率和收益率(抵押贷款利率和高收益企业债券收益率)。

从最早可获得数据的时间起，到2008年6月底，用每个月的数据进行了回归估计，采用的方法要能(从方向、时间和幅度等方面)区分清楚货币政策利率的变化对市场利率所造成的短期和长期影响。²⁸ 依照以前的变化、隔夜无担保利率的

图2.9. 欧元区：部分利率的利差¹
(百分比)



资料来源：欧洲中央银行。

注：ABCP=资产支持商业票据，ABS=资产支持证券。

1. 期限可比的政府证券利差。
2. 在欧洲中央银行月度公告上报道的消费信贷(1年以上，最多5年)利率。

26. 实证文献总体上总结了过去几十年中利率转移很可能加强了，而其他传导渠道很可能被削弱了(Kuttner和Mosser, 2002)。

27. 技术细节在附录2.2中有所阐述。

28. 具体而言，我们评估了一个带有三阶段滞后结构的二维向量误差纠错机制(VECM)模型。协整向量表达了每对利率之间的可能线性组合，每对利率建立了随时间趋于汇合的长期关系(Banerjee和其他人, 1993; Granger, 1986; Hendry和Juselius, 2000)。

表2.2. 静态向量误差修正机制(2,3)变量控制估计:美国

美联储基金利率相对于:	长期传导	联邦基金短期传导		因果方向	相关性 ²
	协整因子系数	1个月期系数	2个月期系数	修正的GG得分	
贷款人融资利率(银行)					
3个月期LIBOR利率					
整个样本: 1/1985-6/2008	-1.48***	0.06***	-0.05*	-1.00 ¹	0.05
周期 I: 1/1985-12/1991	-1.13***	0.34	0.05	-1.00 ¹	0.05
周期 II: 12/1991-9/2000	-0.11	0.42	0.15	0.72 ¹	0.43
周期 III: 9/2000-12/2004	-6.30***	0.04	-0.30	-0.66 ¹	0.19
周期 IV: 12/2004-6/2008	-1.17***	1.27***	-0.11	-1.00 ¹	0.56
银行债券收益率					
整个样本: 12/1987-6/2008	-1.25***	0.06	-0.05	-1.00 ¹	0.07
周期 I: 12/1987-12/1991	-0.50**	0.14	-0.02	-0.71 ¹	0.23
周期 II: 12/1991-9/2000	4.27***	0.17	-0.04	1.00 ¹	0.15
周期 III: 9/2000-12/2004	-0.42	0.05	-0.27*	-0.01 ¹	0.12
周期 IV: 12/2004-6/2008	6.26	-0.46**	0.17	1.00	0.27
贷款人融资利率(准银行)					
资产支持证券 (ABS) 收益率					
整个样本: 11/1987-6/2008	-1.45***	0.06	-0.07	-1.00 ¹	0.10
周期 I: 11/1987-12/1991	-3.33***	-0.17	-0.91	-1.00 ¹	0.83
周期 II: 12/1991-9/2000	-1.23***	0.06	0.03	-1.00 ¹	0.07
周期 III: 9/2000-12/2004	-1.43***	0.18	-0.28	-1.00 ¹	0.25
周期 IV: 12/2004-6/2008	8.43*	-0.16	-0.30	1.00 ¹	0.25
机构抵押贷款支持证券 (MBS) 收益率					
整个样本: 1/1985-6/2008	-1.66***	0.04	0.00	-1.00 ²	0.09
周期 I: 1/1985-12/1991	-2.46***	-0.01	0.00	-1.00 ¹	0.16
周期 II: 12/1991-9/2000	-1.14***	0.09	-0.01	-1.00 ¹	0.11
周期 III: 9/2000-12/2004	-0.98***	0.09	-0.08	-1.00 ¹	0.10
周期 IV: 12/2004-6/2008	-2.47***	0.03	-0.06	-1.00 ¹	0.31
借款人融资利率					
30年期抵押贷款利率(固定)					
整个样本: 1/1985-6/2008	-2.35***	0.02	-0.05	-1.00 ¹	0.23
周期 I: 1/1985-12/1991	-1.16***	0.03	-0.12	-1.00 ¹	0.31
周期 II: 12/1991-9/2000	-1.66***	-0.12	0.09	-1.00 ¹	0.16
周期 III: 9/2000-12/2004	-0.24	-0.12	-0.18	-0.03 ²	0.37
周期 IV: 12/2004-6/2008	-6.42***	0.05	0.07	-1.00 ¹	0.20
公司债券(高收益)					
整个样本: 12/1987-6/2008	0.43*	-0.09	0.01	-1.00 ¹	0.11
周期 I: 12/1987-12/1991	0.48**	-0.04	0.01	-0.22 ¹	0.26
周期 II: 12/1991-9/2000	0.25	0.23	0.70	0.23 ²	0.15
周期 III: 9/2000-12/2004	0.11	0.65	-0.44	-1.00 ¹	0.14
周期 IV: 12/2004-6/2008	1.14*	-0.13	0.70**	0.77 ¹	0.49

注: 修正的GG得分在-1和+1之间, 当该值为-1时表示联邦基金利率完美地引领了市场利率, 而当该值为+1时表示的意思刚好相反(Jobst, 2006; Gonzalo和Granger, 1995)。上标“1”指的是与因果的GG得分相关的参数具有统计显著性。上标“2”表示与因果相关以及与长期平衡的调整相关的参数具有统计显著性。*、**和*** 表示在10%、5%和1%的水平上具有统计显著性。

变化和长期平衡的偏差, 估计方程组模拟市场利率的同期每月变化(其中, 银行部门的核心存款率是一个未报告的控制变量)。政策利率对每个市场利率的影响是焦点, 这与解释市场利率自身潜在

变量的直接估计相反。²⁹ 这一方法方便了对利率传导变化的分析, 也方便了跨市场比较。

结果表明, 联邦基金或 EONIA 利率对市场

29. 例如, 通过提高商品价格, 对通货膨胀预期的测度可能影响市场利率。然而, 和新兴经济体相比, 先进经济体中的市场隐含通胀预期直到最近仍基本保持稳定。这表明它们对货币政策传导的影响有限。

表2.3. 静态向量误差修正机制(2,3)变量控制估计:欧元区

EONIA利率相对于:	长期传导	联邦基金短期传导		因果方向	
	协整因子系数	1个月期系数	2个月期系数	修正的GG得分	相关性 ²
贷款人融资利率 (银行)					
3个月期Euribor					
整个样本: 12/1998-6/2008	-0.97***	0.21***	0.20***	-0.53 ¹	0.22
周期 II: 12/1998-9/2000	-1.13***	0.00	-0.01	-1.00 ¹	0.54
周期 III: 9/2000-12/2004	-1.03***	0.16	-0.01	-0.94 ¹	0.22
周期 IV: 12/2004-6/2008	-3.29***	0.02	0.23*	0.10 ²	0.53
银行债券收益率					
整个样本: 12/1998-6/2008	-1.14***	0.08	0.06**	-0.97 ¹	0.08
周期 II: 12/1998-9/2000	3.64***	0.12	0.10	1.00 ²	0.60
周期 III: 9/2000-12/2004	-1.43	0.00	-0.01	-1.00 ¹	0.10
周期 IV: 12/2004-6/2008	-0.20	-0.07	-0.15	-0.25 ¹	0.28
贷款人融资利率 (准银行)					
资产支持证券 (ABS) 收益率					
整个样本: 12/1998-6/2008	-1.17***	0.06	0.10	-1.00 ¹	0.05
周期 II: 12/1998-9/2000	3.35***	0.16	0.11	1.00 ²	0.66
周期 III: 9/2000-12/2004	-1.40***	-0.03	-0.03	-1.00 ¹	0.08
周期 IV: 12/2004-6/2008	-0.82***	0.00	0.06	-1.00 ¹	0.15
抵押债券 (德国抵补债券) 收益率					
整个样本: 12/1998-6/2008	-1.44***	0.07	-0.06	-1.00 ¹	0.08
周期 II: 12/1998-9/2000	2.01***	0.16	-0.17	1.00 ¹	0.69
周期 III: 9/2000-12/2004	-2.09***	-0.02	-0.01	-1.00 ¹	0.12
周期 IV: 12/2004-6/2008	-1.45***	0.02	-0.04	-1.00 ¹	0.28
借款人融资利率					
住房贷款利率 (ECB)					
整个样本: 2/2003-6/2008	-0.64***	0.10**	0.04	-1.00 ²	0.41
周期 II: n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
周期 III: 2/2003-12/2004	0.36	0.18*	0.29***	-0.81 ¹	0.63
周期 IV: 12/2004-6/2008	-1.37***	-0.06	-0.12**	0.05 ¹	0.63
公司债券 (高收益)					
整个样本: 12/1998-6/2008	-0.24***	-0.51	-0.32	-0.93 ¹	0.15
周期 II: 12/1998-9/2000	-0.90***	-0.15	-0.36	-1.00 ¹	0.59
周期 III: 9/2000-12/2004	-0.24***	-0.57	-0.38	-0.96 ¹	0.19
周期 IV: 12/2004-6/2008	0.13	-1.45**	-0.62	-1.00 ¹	0.35

注: EONIA=欧元隔夜平均指数; Euribor=欧元同业拆借利率; ECB=欧洲中央银行。修正的GG得分在-1和+1之间, 当该值为-1时表示有效欧洲中央银行政策利率 (EONIA) 完美地引领了市场利率, 而当该值为+1时表示的意思刚好相反 (Jobst, 2006; Gonzalo和Granger, 1995)。上标“1”指的是与因果的GG得分相关的参数具有统计显著性。上标“2”表示与因果相关以及与长期平滑调整相关的参数具有统计显著性。*、**和*** 表示在10%、5%和1%水平上具有统计显著性。

利率的传导已经在过去的 25 年中被广泛地加以运用 (表 2.2 和表 2.3)。³⁰ 长期传导是通过协整因子来测量的, 协整因子测量了长期关系中的偏差回归正常的速度。这些因子随着时间的变化基本上是稳定的, 所有市场利率都非常接近于 1 (高收益债券除外)。这表明政策利率变化对市场利率起着长期平滑传导的作用。进一步讲, 从长期看, 和

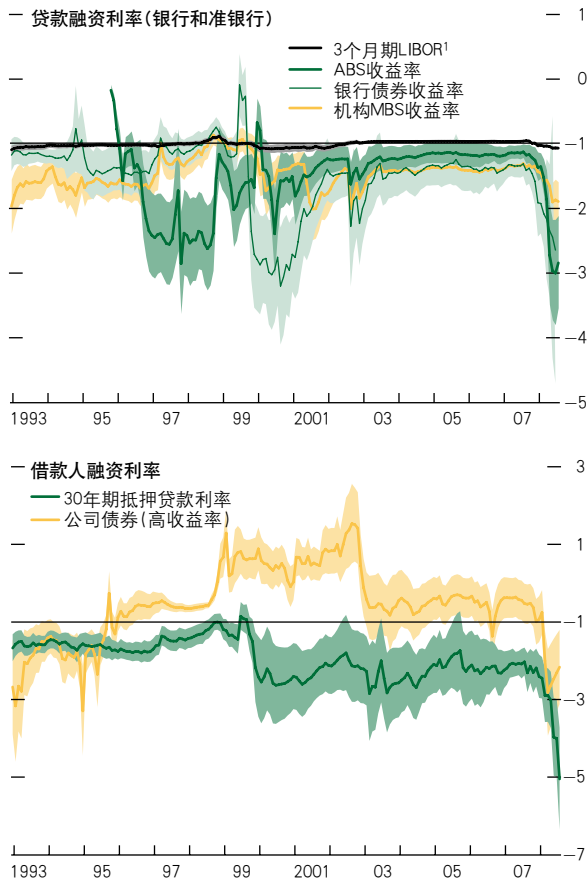
其他借款融资利率相比, 三个月期美元 LIBOR 和 Euribor 和政策利率之间有一个更稳定的关系, 这个关系可以被用做可靠的估计 (图 2.10 和图 2.11)。

短期传导系数的结果更为混杂。一个月期和两个月期的传导估计值变化更广, 在很多情况下, 不具统计显著性, 这表明政策利率变化的初始影响需要超过 2 至 3 个月的时间才能发挥作用。

评估隔夜利率是否会传导到其他市场利率的另一种方法是观察超前一滞后关系。应用修正后的调整系数 Gonzalo-Granger (GG) (1995) 测量

30. Kok Sørensen 和 Werner (2006) 发现, 在欧元区, 和消费贷款和支票储蓄相比, 抵押贷款的利率和定期储蓄的调整更加有效。

图2.10. 美国联邦基金利率和市场利率的动态向量误差纠正机制 (VECM) (2, 3) 估计—美国
(系数值)



资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：样本周期为：1985年1月31日至2008年6月30日。协整系数(90%置信区间)的VECM (2,3) 8年滚动窗口估计结果(有周期性控制)，协整系数表明了美国联邦基金利率和借贷者选定的市场利率之间的水平变化的长期平衡关系。系数值为“-1”表明政策利率和选定利率的长期稳定的平衡关系，而这个值的偏差幅度表明这种关系的破坏程度。图中的日期是指滚动窗口的截止日期。ABS=资产支持证券；MBS=抵押贷款支持证券。

1. 3个月期LIBOR的误差区间非常紧(系数值的1.6%到7.6%之间)，图中为了清晰已经作了隐藏。

了不同利率组合的因果方向。³¹ 负的GG值(接近1)通常表明，在这个模型规范中，政策利率基本上总是领先市场利率——很好地表明了正常的利率传导过程。

金融部门结构性变化对利率传导的影响

对市场利率和政策利率之间的长期传导的滚动窗口估计(通过协整因子衡量)显示，3个月期的LIBOR和Euribor直到2007年夏季才有总体上稳定的利率传导(图2.10和图2.11)。³² 协整系数的绝对值很少小于1，并且在20世纪90年代期间变化很大，但是在新千年伊始该值随着市场的深化在经济体中稳定下来。估计长期利率传导的美国准银行机构抵押贷款支持证券(MBS)收益率和Pfandbriefe收益仅在2000年年初才开始稳定。

不足为奇的是，借款人融资利率与政策利率之间通常有一个不太稳定的关系。美国和欧元区大部分时期的抵押贷款利率的协整系数都小于-1，也许是因为银行认为有必要把贷款利率提高到高于联邦基金或EONIA利率的水平，以便去弥补吸引较高风险借款人的损失。不出所料，政策利率的变化对高收益企业债券的长期影响是最虚弱、最不稳定的。

近期市场动荡对利率传导的影响

与欧元区相比，始于2007年夏季的市场动荡在美国似乎更为严重。在美国基于过去15年历史趋势的市场利率的滚动窗口预测在2007年夏天之前是相当准确的(图2.12)。³³ 然而，从2007年中期开始，3个月期LIBOR预测误差的幅度加大，在同一时间，货币市场利差大幅增加，而且由于

31. 回归过程中，一阶和二阶滞后的误差纠正系数的修正GG测试度量，计量了每种利率对不同价格发现的影响，以及它们能够以多快的速度从长期平衡中消除偏差。负的GG值表明利率差价的扩大会引起市场利率的调整。

32. 滚动窗口回归将估计区间向前推了一个月，以允许对估计联系的稳定性进行评估。

33. 这些预测来源于下个月市场利率样本外的估计，是根据美国(欧元区)数据观察超过8年(6年)的滚动窗口的VECM模型参数。

次级抵押贷款市场危机导致了结构性信贷市场的崩溃(图 2.13)。³⁴ 自 2007 年夏天后, 准银行融资利率 (ABS 和美国的机构 MBS 收益率) 的预测误差变大, 预测置信区间加宽, 这都是利率传导的预测能力上发生显著变化的证据。这些结果表明, 早期在美国利率传导的联系已经被金融动荡所阻碍。与此同时, 借款利率的预测迄今为止并没有显著改变到使贷款融资市场改变的程度, 但预测准确率似乎在危机后已经降低。

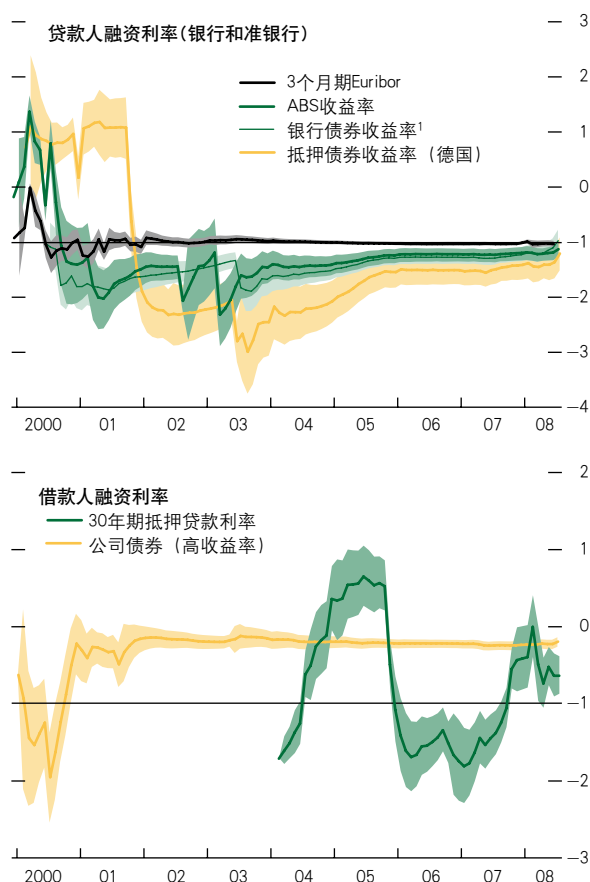
欧元区的货币传导在政策利率转为短期贷款融资利率中似乎已受类似的, 但程度较轻的不确定性的拖累(图 2.14)。与美国类似, 长期融资利率继续表现出不稳定的预测, 与实际利率的偏差表明, 政策利率在过去 6 个月已经断裂。信用生成逐步从准银行重新回到银行, 这似乎尚未转化为较高的零售借款利率, 也许反映了准银行在欧元区发挥的作用较小。抵押贷款利率的预测之所以相对可靠可能是由于欧元区银行对货币市场的依赖性较低(以及其他来源的抵补抵押贷款债券市场的资金)。公司债券收益率自 2007 年夏天以来已被严重低估。

借款人融资利率和美国联邦基金利率之间相对稳定的关系不应该被视为货币传导畅通无阻的证据。首先, 单独回归分析表明, 过去 25 年的抵押贷款利率对联邦基金利率变化的灵敏度大致能用政策利率通过 LIBOR 改变操作的间接影响加以解释, 而不是通过政策利率对抵押贷款利率的直接影响加以解释。³⁵ 因此, 早期的从联邦基金利率到抵押贷款利率的利率传导衔接似乎是有史以来较强的。相反, 在欧元区对抵押贷款利率的间接影响要小得多。第二, 总体贷款标准更加严格以及高收益和结构化信用市场的缩减说明贷款者正在通过调整数量而不是价格来收紧信贷。鉴于此, 整体货币传导, 包括通过利率以外的渠道, 可能会受到限制。

34. 在 2008 年 1 月对美国银行和准银行融资利率较大的过度预测是大幅削减美联储基金(目标)利率从 4.25% 到 3% 的结果, 应被排除在我们对预测精度的总体评估之外。

35. 抵押贷款利率的三方模型(未报告)被用于估计银行融资利率(LIBOR、3 个月期 Euribor 和政策利率)。

图 2.11. EONIA 利率和市场利率的动态向量误差纠正机制 (VECM) (2, 3) 估计—欧元区 (系数值)



资料来源: 基金组织工作人员的估计。

注: EONIA=欧元隔夜平均指数。样本周期为, 1985年1月31日至2008年6月30日。协整系数(90%置信区间)的 VECM(2,3)六年滚动窗口估计结果(有周期性控制), 协整系数表明有效欧洲中央银行利率和借贷者选定的市场利率之间水平变化的长期平衡关系。系数值为“-1”表明政策利率和选定市场利率的长期稳定的平衡关系, 而这个值的偏差幅度表明这种关系的破坏程度。图中的日期是指滚动窗口的截止日期。ABS=资产支持证券。

1. 银行债券收益率的数据序列始于1992年6月。

政策建议

本章已经阐明，始于2007年夏天的货币和相关金融市场的持续动荡似乎正在破坏利率的传导。这些市场的复杂性、深度和相互联系都增加了，这意味着要采取措施帮助恢复正常的市场状况，这些措施需要一个广阔的政策范围。下面是针对减轻美国和欧洲银行间市场压力而建议采取的政策。

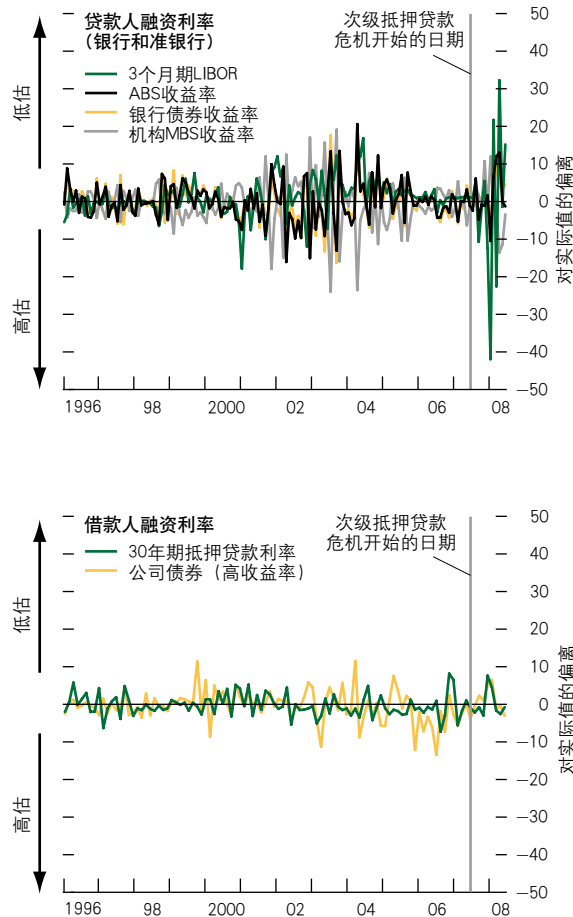
下面的建议涉及银行间同业利率的设定和用途：

- 改善融资市场的基础设施。尽管伦敦和欧元区银行间市场的交易量（LIBOR 和 Euribor 的计算是以此为基础的）萎缩到可以忽略不计的程度了，但是它们对测算银行的边际融资成本还是很有价值的。没有系统性证据可以证明这些已经发表的数据是有偏差的。然而，扩大计算利率的范围，使其更广泛地包括现金批发市场中的银行非担保期限融资成本，并发布总量数据，从而使计算利率的代表性更具有置信度。³⁶
- 让市场选择自己的基准。官方政策鼓励转向使用 OIS 利率，而不是使用 LIBOR 或 Euribor 利率，是没有根据的。尽管 OIS 利率更能代表无风险信贷利率和政策利率的期望路径，但是用一个基于 LIBOR 的工具转移一笔名义数额超过 400 万亿美元的遗产，操作起来将是一项非常严峻的任务。此外，对于需要反映边际银行融资成本的合约来说，LIBOR 仍是合适的基准利率。因此，利率衍生品的交易双方应该选择最适合它们需求的基准利率（LIBOR/Euribor 或 OIS）。尽管活跃的 OIS 市场为政策制定者提供了市场预期的有用信息，但仍没有合理的正式的政策行动。

下面的建议是基于对影响银行间同业利差因素实证分析的基础之上提出的：

- 关注信贷和流动性压力。银行间同业利差的走

图2.12. 总结图：预测的精确度—美国模型，1996—2008年
(百分比)



资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：预测误差（以百分比表示）表明向量误差纠正机制(2,3)的预测估计和实际市场利率的动态（样本外）偏差（基于8年滚动窗口，始于1988年1月）。估计算法包括了商业银行核心储蓄的变化作为周期性控制变量。ABS=资产支持证券；MBS=抵押贷款支持证券。

36. BBA 宣称将努力寻求扩大其为利率定盘所调查的银行的数目。自9月中旬以来，随着各种无担保融资利率的利差显著扩大，该扩张的必要性已经凸显。

宽似乎一直主要是由系统性风险造成的。系统性风险是信用风险和流动性风险的组合，而信用风险和流动性风险的组合是由从主要银行的信用违约掉期利差得到的一个相互依赖的指标所表示的。因此，为了减轻银行间同业市场融资的压力，政策必须考虑到信用和流动性这两方面的问题。

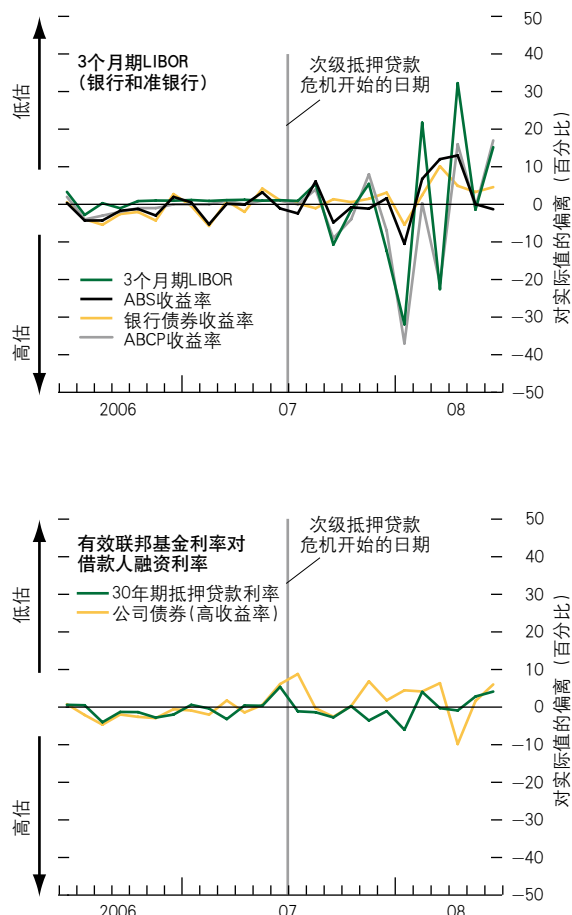
- 增加透明度以消除不确定性。为了达到这一目的，管理者和监督者可以帮助减少市场参与者评估信用风险时所产生的不确定性。例如，他们对表外项目加以标准化并对其披露加以改进；提高抵押品估值的透明度；要求主要金融机构更好地对债务期限结构和流动性管理措施进行披露（基金组织，2008c）。尽管这些步骤不会消除对交易对手信用的忧虑，但是，它们可以帮助缓解一些银行资产负债表稳健状况的部分不确定性。

如同银行和准银行融资利率的实证分析所证明的那样，去年利率传导可靠性的急剧转变表明了各种不同金融市场利率之间是相互关联的，不同金融市场利率是为货币传导早期和中期联结而发挥作用的。恢复这些联结的政策是复杂的，也是相互关联的。这些政策包括：中央银行的流动性管理，对金融机构和市场的监管，系统性危机管理货币政策框架，甚至财政政策。鉴于此，政策措施的目标和工具应该尽可能透明，以提高其效率、责任和信誉。³⁷ 这些政策措施包括：

- 对间接货币市场的支持。被用做抵押品（例如政府资助企业的证券和资产支持证券市场）的证券市场的波动可以扩散到回购市场，因为这些证券是回购市场的抵押品。因此，中央银行应该有更广泛的命令和战略以采取措施恢复市场功能，这一市场功能是通畅的货币传导所间接需要的。在美国，美联储引入了定期拍卖工具（TAF）（也有其他工具，包括定期证券借贷工具 [TSLF] 和一级交易商信贷工具 [PDCF]），间接承担了贝尔斯登 290 亿美元证券所造成的巨大市场风险。美联储

图2.13. 总结图：预测的精确度—美国模型，2006—2008年

(百分比)

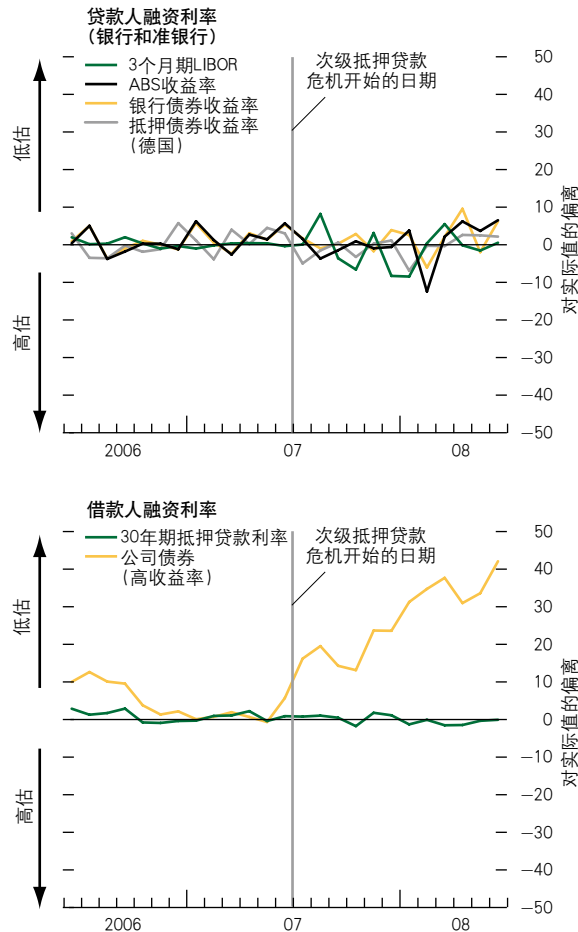


资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：预测误差（以百分比表示）表明向量误差修正机制(2,3)的预测估计和实际市场利率的动态（样本外）偏差（基于8年滚动窗口，始于1988年5月）。估计算法包括了商业银行的核心储蓄的变化作为周期性控制变量。ABS=资产支持证券；ABCP=资产支持商业票据。

37. 本讨论借鉴 Chailloux 和其他作者（2008）以及基金组织（2008e）。

图2.14. 总结图: 预测的精确度—欧元区模型, 2006—2008年 (百分比)



资料来源: 基金组织工作人员的估计。

注: 预测误差 (以百分比表示) 表明向量误差纠正机制 (2,3) 的预测估计和实际市场利率的动态 (样本外) 偏差 (基于6年滚动窗口, 始于1999年5月)。估计算法包括了商业银行核心储蓄的变化作为周期性控制变量。ABS=资产支持证券。

被授予了通过以抵押品向政府资助企业发放贷款的能力。英格兰银行2008年4月宣布的特别流动性方案通过把国库券与作为抵押品的其他类型证券交换, 给间接货币市场以支持。³⁸ 如果条件允许, 应该提前考虑设计这些干预措施, 并将其和中央银行的应急预案及危机模拟结合起来。特别干预措施清晰退出标准应该到位, 以协助解决道德风险, 并从长期对取代正常市场功能的干预加以限制。

- 监督银行流动性管理。最近出现的银行间同业融资市场断裂以及由此导致的对隔夜和短期流动性依赖的增强, 表明了需要加强对银行流动性管理的监管。尤其是监管方和中央银行需要确保: 压力测试严格进行, 应该包括持续的市场冲击和可能的外溢情景; 应对当前攀升的操作风险; 金融机构的流动性缓冲以及应急预案是稳健而全面的。³⁹ 仅在极端情况下, 才可授权使用中央银行应急流动性工具, 以确保在流动性紧张时期, 银行不会过度依赖中央银行的支持。
- 对准银行机构进行监督。对准银行机构 (主要是交易商, 政府资助企业) 实际和潜在的流动性支持使得提供这些流动性的中央银行有必要对其进行更加严格的监督。这方面的努力正在进行, 尽管在某些情况下, 要保证与监管建议一致, 可能会需要立法方面的变化。美国证券交易委员会和美联储最近达成了一个谅解备忘录, 就美国投资银行的金融状况, 它们之间可以自由地共享信息和进行相关分析。此外, 在对住房部门的政府资助企业的监管方面, 美联储被授予了顾问的角色。英国财政部提议就系统性金融稳定方面扩大对

38. 这个2008年3月引进的TSLF, 包括美联储政府证券掉期、延长期的流动资金担保服务证券的主要经销商。PDCF 2008年3月宣布, 允许主要经销商进入美联储贴现窗口流动性以预防广泛的抵押品。英格兰银行在2008年4月宣布的特别流动性计划与TSLF为政府证券在交换风险抵押中起的作用类似, 但期限最长为3年。

39. 关于流动性风险管理的好的实践在国际金融协会出版的《流动性风险管理原则》(2007) 和巴塞尔银行监管委员会《流动性风险管理和监管的稳健性原则》(2008) 的草案中有所概述。

英格兰银行的授权，包括设立一个金融稳定委员会。

- 中央银行间的合作。实证分析结果表明，美元流动性压力对 Euribor 利差极为重要，这突出了融资市场的全球化以及一个国家中央银行动荡的外溢对另一个国家的重大影响。中央银行间更加经常性的合作和沟通，包括信息共享，在危机时就变得愈发重要（见基金组织，2008c，第三章）。
- 财政成本。中央银行在信用危机中消化流动性风险时产生的损失，最终将由政府承担，以对中央银行的资产负债表加以保护。在提高透明度、培养对纳税人利益负政治责任的同时，还须加强中央银行的独立性。⁴⁰ 如果需要额外的政府抵押，政府债务管理人和中央银行之间的密切合作也会加强危机管理。
- 沟通。和正常时期相比，在危机时期，中央银行需要提供的更多有关市场状况的信息，包括货币操作的细节，以维护市场功能，促进传导。具体而言，包括货币政策委员会两次会议之间的信息在内，所有信息都需要更加频繁地予以披露。当货币市场状况紧张、通货膨胀仍在加剧时，要将旨在稳定价格的措施和支撑市场流动性的措施分离开来特别具有挑战性。⁴¹ 而且，系统性发展所需要的政策态势中会有预测不到的变化，为了使公众和市场对此变化有所准备，应该对金融压力对货币传导影响的不确定性予以明确的讨论。实际上，货币政策制定者应该考虑市场波动以及银行资本成本的上升是否会改变他们对中性政策利率的估计。

结论

尽管中央银行采取了特殊的政策干预以获取流动性，但成熟经济体中的短期融资市场已经遭

40. 例如，应该有机制来转移由美联储产生的大量信用风险以支持美国财政部接管贝尔斯登。

41. 对于欧洲中央银行，该挑战在 González-Páramo (2007) 中有探讨。

受了较长时间的压力。尽管银行间同业借贷已经不再是银行定期融资的主要来源，扩大的利差不仅仅单纯地来自计算银行间同业利率的方法，而更主要是由对陷入困境中银行的担心造成的，因为美元的流动性压力也代表着欧元货币市场的一个非常重要的因素。此外，银行以及准银行金融市场的衰退表明，政策利率变化的传导是不确定的，也是不可靠的。采取政策干预的措施以进一步增加应急流动性可能会继续抑制系统性风险，但是在采取更广泛的政策措施以前，也不太可能解决当前的危机。

附录 2.1. 实证分析框架：银行间同业利差高企的原因⁴²

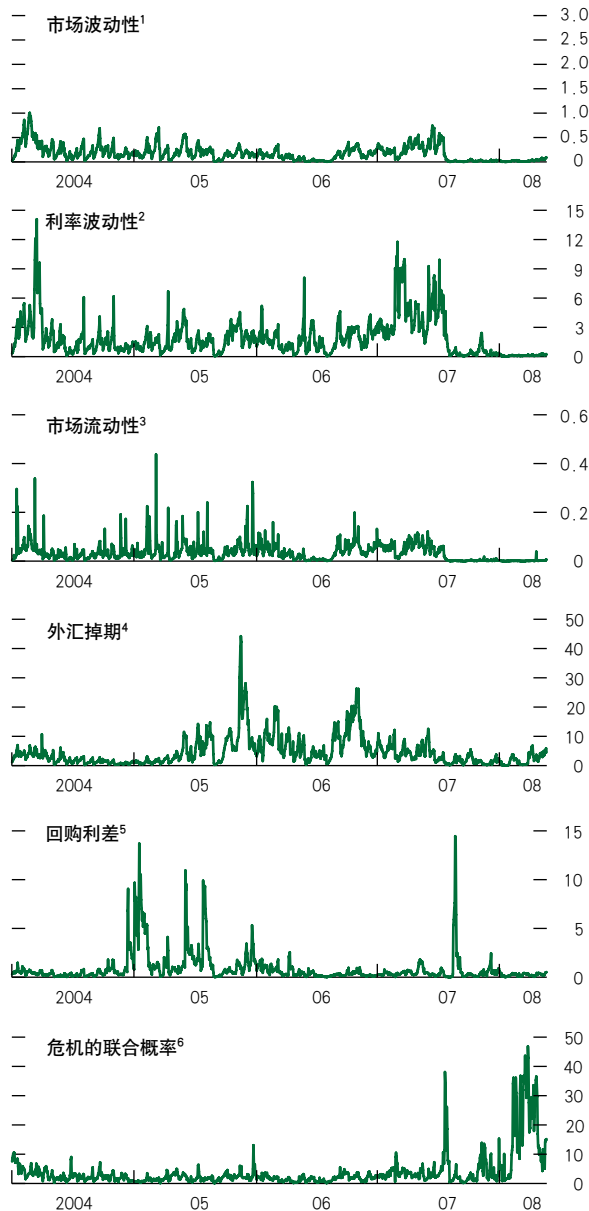
结构化向量自回归模型用来估计各种 LIBOR 利差的组成部分。本附录解释了结构化向量自回归 (SVAR) 模型中使用的变量，以及采用这个建模方法的技术原理。在结构化向量自回归模型中，代理银行遭遇危机风险的变量比较新，被用来评估包括 LIBOR 和 Euribor 在内的多个银行的联合风险。附录中首先描述了变量的构建方法，然后分析了结构化向量自回归模型。

危机的联合概率

这里使用的系统性危机风险的度量用一组具有系统重要性的银行的危机联合概率 (JPoD) 来表示。危机的联合概率表示这组银行中的所有成员银行遭遇危机的概率，体现了银行间的风险依赖。这一理论基于如下事实，即银行间通常是有关联的，或者直接通过银行间同业存款市场和共同参与银团贷款来建立关系，或间接地通过贷款给共同部门或共同参与类似的专项交易建立关系。在不景气的时期，银行间的风险相关性趋于上升，这是因为银行的财富同时在减少，或者因为特异冲击后的溢出和蔓延（直接关系），或者因为负面的系统性冲击（间接关系）。因此，在这些时期，

42. 关于这个架构更加详细的介绍，见 González-Hermosillo, Martin 和 Segoviano (即将出版)。

图2.15. 3个月期美元LIBOR和隔夜指数掉期的利差分解
(百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.和基金组织工作人员的估计。

1. 来自标准普尔500股票指数隐含的波动性。
2. 雷曼兄弟掉期波动性指数，包含1-6个月的利率掉期隐含的波动性。
3. 5年当期/过期美国国债利差。
4. 3个月期欧元/美元外汇掉期和3个月期美国国债回购之间的利差。
5. 3个月期美元机构回购和3个月期美元国债回购之间的利差。
6. 参与美元LIBOR定盘的部分银行危机的联合概率。

银行体系的危机联合概率 (JPoD) 和单个银行的危机概率相比，可能会更大并呈非线性的增长。因此，对正确的度量系统性危机风险来说，综合考虑银行间的危机相关性是非常重要的。

我们依照 Segoviano 和 Goodhart (2008) 的方法来建立 JPoD 模型。按照这一方法，我们首先将银行系统概念化为银行的资产组合。然后，我们通过信用违约掉期 (CDS) 利差来推断银行资产组合中单个银行的 PoDs。最后，把这些单个银行的 PoDs 作为输入变量 (外生变量)，并采用一种创新的非参数方法——一致信息多元密度优化 (CIMDO) 方法——我们得出了银行系统的多元密度，并从中估计出了 JPoD。⁴³

银行 JPoD 中包含的危机依赖度体现了银行资产组合中银行间的线性和非线性依赖度，并且考虑到了这些依赖度在整个经济周期中的变化。这些是我们的方法与传统风险模型相比所具有的主要优势。在传统的风险模型中，主要考虑了相关性，并且假设这些相关性在整个经济周期中是常量。⁴⁴

向量自回归框架

向量自回归 (VAR) 框架将 LIBOR 的方差分解为表示 LIBOR 市场的各种不同因素的贡献。在标定 VAR 的过程中，普通自回归条件异方差 (GARCH) 的波动性细节用参数因子来表示，用来描述在利差中经常观测到的波动性。⁴⁵ 在识别结构化冲击的过程中，我们采用了两种方法：(1) 递推识别；(2) 结构性向量自回归。

43. 一致信息多元密度优化 (CIMDO) 方法是基于互熵密度建模的非参数方法 (Segoviano, 2006)。

44. 危机的联合概率 (JPoD) 中包含的危机依赖度是由一致信息多元密度优化 (CIMDO) 方法中的连接函数 copula 来表示的 (Segoviano, 2008)。银行组合的资产中，线性和非线性依赖度的结构可以用一组 copula 函数来表示。我们的方法直接从单个银行的危机概率的联合变化来推导 copula 函数。在传统的方法中，必须选择并且显式地校准参数化 copula 函数。和传统的方法相比，特别是在已知数据有限的情况下，我们解决了一个通常情况下很难解决的课题。

45. 采用时变波动性结构意味着变量分解对样本来说不再是常量，而可以在每个时间点上作为条件方差变化的结果而变化。

表2.4. 在向量自回归中使用的变量列表

变量	美元 LIBOR	欧元 LIBOR	英镑 LIBOR	Euribor
波动性-市场	VIX	VIX	VIX	VIX
波动性-利率	掉期隐含波动性	掉期隐含波动性	掉期隐含波动性	掉期隐含波动性
流动性-市场	当期/旧期	当期/旧期	当期/旧期	当期/旧期
流动性-美元	欧元/美元外汇掉期	欧元/美元外汇掉期	英镑/美元外汇掉期	欧元/美元外汇掉期
同业-担保	回购	回购	回购	回购
系统性风险	JPoD (银行投资设定美元 LIBOR)	JPoD (银行投资设定欧元 LIBOR)	JPoD (银行投资设定英国 LIBOR)	JPoD (银行投资设定 Euribor)
同业-无担保	LIBOR (美国)	LIBOR (欧元)	LIBOR (英国)	Euribor

注：VIX=标准普尔500波动性指数；JPoD=危机的联合概率；Euribor=欧元同业拆借利率。

模型介绍

如同前面讨论的，导致 LIBOR 利差变动的因素包括波动性、信用、各种不同类型的流动性风险以及特异风险。系统性风险是通过参与 LIBOR 和 Euribor 利率形成机制中的不同银行组合的危机联合概率 (JPoD) 来衡量的。⁴⁶ 特异冲击代表了变量的误差部分，其他风险指标没有对此作出解释。

在确定 VAR 的过程中，我们采用了独立的模型来表示三种 LIBOR 利差和 Euribor 利差。表 2.4 给出了七个变量的全集，这七个变量与 LIBOR 利差、Euribor 利差有关，在下面每个变量用 y_t 表示。

考虑到下面的 y_t 动态结构模型，

$$B_0 y_t = B_1 y_{t-1} + B_2 y_{t-2} + \dots + B_k y_{t-k} + u_t, \quad (1)$$

其中， B_i ($i=0,1,\dots,k$) 是结构化参数矩阵， B_0 以及主对角线上的系数为 1，这是通常的归一化； k 是延迟的阶数； u_t 是独立结构化扰动向量，并具有如下性质：

$$E[u_t] = 0, E[u_t u_t'] = H_t, E[u_t u_s'] = 0, t \neq s. \quad (2)$$

矩阵 H_t 是一个时变对角矩阵，对角项有单变

46. 16 家参与英格兰银行家协会的 LIBOR 定盘的银行列在网站 www.bba.org.uk 上，43 个 Euribor 成员列在网站 www.euribor.org 上。对于 Euribor 成员，因为信用违约掉期数据的获取受到限制，所以只采用了 15 家银行的数据来建立危机的联合概率 (JPoD)。

量的 GARCH (1, 1) 表达式

$$h_{i,t} = \delta_i + \alpha_i u_{i,t-1}^2 + \beta_i h_{i,t-1}. \quad (3)$$

当把 GARCH 变量框架带入 VAR 方程中，这个变量框架暗示 VAR 扰动的方差—协方差矩阵是时变的，但是和方程 (2) 中的结构化扰动不同，该矩阵不必为对角阵。方程 (2) 中，所有因子的波动性会作用于 VAR 中的所有变量。

模型可以采用最大似然度方法来估计，这个方法把关于未知参数 $\{B_0, B_1, \dots, B_k, \delta, \alpha, \beta\}$ 的条件对数似然度最大化。

模型的维数用 N 表示，这里 $N=7$ 。

递归识别

在识别结构冲击的过程中，首先采用了递归识别的方法。这是 VAR 文献中的一个标准方法。让方程 (1) 中的 B_0 为下三角矩阵，这样其逆矩阵也是一个下三角矩阵，表示如下：

$$L = B_0^{-1}. \quad (4)$$

对于 $N=7$ 的变量模型， L 阵表示如下：

$$L = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ l_{2,1} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ l_{3,1} & l_{3,2} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ l_{4,1} & l_{4,2} & l_{4,3} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ l_{5,1} & l_{5,2} & l_{5,3} & l_{5,4} & 1 & 0 & 0 \\ l_{6,1} & l_{6,2} & l_{6,3} & l_{6,4} & l_{6,5} & 1 & 0 \\ l_{7,1} & l_{7,2} & l_{7,3} & l_{7,4} & l_{7,5} & l_{7,6} & 1 \end{bmatrix} \quad (5)$$

在确定变量顺序的过程中，最后确定 LIBOR，这样如同方程 (5) 中的最后一行所给出的，所有因素可以即时作用于 LIBOR。

递归识别的顺序在一定程度上是任意的。

结构化 VAR

完整的结构化 VAR 通过确定下面矩阵 L 中的限定给出。⁴⁷

$$L = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{2,1} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 & a_{3,6} & 0 \\ 0 & 0 & a_{4,3} & 1 & 0 & a_{4,6} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & a_{5,6} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & a_{6,5} & 1 & 0 \\ a_{7,1} & a_{7,2} & a_{7,3} & a_{7,4} & a_{7,5} & a_{7,6} & 1 \end{bmatrix} \quad (6)$$

依照表 2.4，我们给出了结构化因子的下述解释。假设波动性因子影响波动率指数 (VIX) 和掉期期权。利率的波动性因子影响指数掉期。市场波动性因子影响当期 / 旧期国库券利差和外汇掉期。美元的流动性因子影响外汇掉期。信贷因子影响回购变量和危机联合概率变量。压力因子影响信贷变量 (Repo 和 JPoD) 和流动性变量 (当期 / 旧期和外汇掉期)。最后，特异冲击或误差因子仅作用于 LIBOR 和 Euribor，反映上述几个因子没有表现出来的作用。请注意一点，所有因子是被设计用来影响 LIBOR 和 Euribor 的，如 L 矩阵中的最后一行所示。

例如，在图 2.15 中进一步详细描述了对美元 LIBOR-OIS 利差的结构化 VAR 结果。结果表明，如模型所述，JPoD 是当前危机爆发以来的主要影响因子，其整体方差在 2008 年春季达到最大值，这一最大值约为 45。很有意思的是，JPoD 的第一个峰值出现的更早，是在 2007 年 7 月，当时在 LIBOR-OIS 的方差中，JPoD 的份额占了 30% 以上。在危机时期，其他变量的影响相对小一些。然而，可以明显看出，当 2005 年美国住房市场出现下滑时，回购利差开始显示出危机的信号。和

47. 对每个 LIBOR 和 Euribor 利差的结构化 VAR 中采用的相关限制列表，见表 2.1。

Euribor 定价相比，在当前的危机中，美元 / 欧元外汇掉期的影响相对较小。

附录 2.2. 实证分析框架：货币传导

作为金融政策传导和利率弹性随时间变化的一种测度，我们采用了以简单的向量误差纠正机制 (VECM) 为形式的受限 VAR 框架。总的来说，VECM 方法定义了一个线性系统齐次方程组中的内生变量联合动态的长期一致性。如果这些变量至少共用一个协整向量——这表明这些变量间有一个长期的稳定关系——我们限制它们的长期行为以使得其协整关系收敛；同时，也让模型适用于广泛的短期随机扰动 (Johansen, 1991; Johansen 和 Juselius, 1990)。协整限制表明了恢复长期平衡关系所需要的短期调整的尺度和方向。

整个样本周期中的一系列短期调整水平的变化体现了长期平衡中的过往偏差，定义中的误差纠正项反映了协整的程度。这些调整代表了过渡性纠正，这些纠正又反映了内生性变量之间短期的趋前一滞后关系。⁴⁸

本章中使用的 VECM 模型定义了美国和欧元区的政策利率和市场利率的长期过渡关系，其中的市场利率是贷款人 (银行和准银行机构) 与借款人 (家庭和非金融公司) 之间选定的。短期的政策利率与市场利率的变化和对意料之外的利率冲击的反应中的长期关系的属性之间存在一种因果关系，模型的估计结果就反映了这一因果关系及其程度。

对美国来说，我们将每月平均的有效联邦基金利率 (代表着官方政策利率或“目标利率”) 和几种融资利率 (例如三个月期无担保银行间贷款的 LIBOR 利率，资产支持商业票据和存款凭证利率，以及银行发行的债券或资产支持证券的收益率)、借款人利率 (例如公司债收益率，30 年期抵押贷款利率和消费贷款利率) 进行了配对。类似的，对欧元区，我们也将欧洲中央银行的有效政策利率 (欧元隔夜平均指数) 和由融资方和借款人双方

48. 例如，一个整合变量， $I(1)$ ，和一个表示均值回归行为的差分序列一起，是一种典型的正在展示的趋势行为。

使用的市场利率进行了配对。⁴⁹

二维 VECM 模型,

$$\begin{aligned} X_t = & C + \Lambda \underbrace{(i_t - \alpha - \beta_2 r_t)}_{CE} \\ & + \sum_{j=1}^p \Phi X_{t-j} + \Xi_t Z_t + E_t, \end{aligned} \quad (7)$$

由内生性数据向量 $X_t = (\Delta i_t, \Delta r_t)'$ 确定。 X_t 中包括联邦基金利率 i_t (在欧元区指 EONIA 利率) 的一阶差分, 和部分月末市场利率 r_t 的一阶差分。所有的内生性变量按相同的顺序进行协整, 并且其差值是平稳的。⁵⁰ 根据非限制协整秩数测试的结果, 在统计显著性水平低于 5% 的情况下, 这些变量有一个协整方程 (MacKinnon、Haug 和 Michelis, 1999)。这一模型特别定义了协整方程, 要求联邦基金利率系数为 1。估计得到的短期动态的参数系数由一个二维矩阵表示, 这个二维矩阵和历史的 X_t 值相关。⁵¹ C 是一个二元向量, 由常数 c_1, c_2 表示。 Ξ 是核心存款利率⁵² 的同期阶段的周期性控制变量, 它是一个二元参数系数向量。 E_t 是二元非自动回归向量和异方差独立分布的误差。

这一具有常量漂移的、一阶的协整方程限制了向量 X_t 二级系数的长期行为会收敛到一个共同的长期趋势, 这一趋势受到了利率冲击的短期影响。二元向量 Λ 的短期调整因子用来纠正长期趋势的影响偏差。体现了外生变量之间的超前一滞后关系。我们计算了修正的 Gonzalo 和 Granger(GG) 值 $(\lambda_1 - \lambda_2) / (|\lambda_1| + |\lambda_2|)$ (Jobst, 2006) 作为对因果关系方向的指示。-1 表明联邦

49. 我们采用了 EONIA 利率, 欧洲中央银行努力使其和公开市场操作利率相一致。我们并没有采用主要再融资操作采用的欧洲中央银行利率, 因为在欧元区, 有效政策利率的变化并不经常。

50. 经典的增强 Dickey-Fuller (Dickey 和 Fuller, 1979, 1981) 和 Phillips-Perron(1988) 单位根测试表明, 所有的内生变量是随机的, 具有常量预测值和时变自协方差。和 VAR 不同, 尽管对 VECM 协整方程的限制并不要求组成的时间序列的平稳性, 但它隐含了每个时间序列的差分平稳性, 而不计个别整合的程度。

51. 基于所有重复估计步骤的 Akaike 标准, 简单的滞后结构已经被优化。

52. 核心存款比率被定义为每个月的美国 / 欧元区银行持有的支票存款和储蓄存款的总和在所有债券总额中所占的比率。

基金利率 (对欧元区来说就是 EONIA 利率) 完美地引领了市场利率, +1 表明情况恰好相反。

在本章中, 我们主要集中阐述了 VECM 规定中的市场利率方程。这里, 部分市场利率每个月的同期变化 r_t 是根据历史的变化、历史的政策利率的变化和长期关系中的偏差来建模的。这个模型既用静态的非重叠采样周期来估计, 也用与异方差一致的系数协方差矩阵得到的每月更新的长达 8 年的滚动窗口数据来动态估计 (White, 1980)。我们特别关注了协整系数的变化。采用相对较长时期的数据, 对可能利率路径的蒙特卡罗模拟证明, 这些数据可以被合理地理解为部分市场利率对政策利率变化的“长期弹性”。⁵³

参考文献

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008, “Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy,” paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 21–23.
- Baba, Naohiko, Frank Packer, and Teppai Nagano, 2008, “The Spillover of Money Market Turbulence to FX Swap and Cross-Currency Swap Markets,” *Bank for International Settlements Quarterly Review* (March), pp. 73–101.
- Banerjee, Anindya, Juan J. Dolado, John W. Galbraith, and David F. Hendry, 1993, *Co-integration, Error Correction and the Econometric Analysis of Non-Stationary Data* (Oxford, U.K.: Oxford University Press).
- Bank of England, 2007, “Markets and Operations,” *Bank of England Quarterly Bulletin-Q4*, Vol. 47, No. 4, pp. 490–510.
- Basel Committee on Banking Supervision, 2008, *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision* (Basel: Bank for International Settlements).
- Bernanke, Ben S., and Alan S. Blinder, 1988, “Credit, Money, and Aggregate Demand,” *American Economic Review*, Vol. 78, No. 2 (May), pp. 435–39.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist, 1999, “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework,” in *Handbook of Macroeconomics*, ed. by John B. Taylor and Michael J. Woodford (Amsterdam: Elsevier).
- Bhatia, Ashok V., 2007, “New Landscape, New Challenges: Structural Change and Regulation in the U.S. Financial Sector,” IMF Working Paper 07/195 (Washington: International Monetary Fund).
- British Bankers’ Association (BBA), 2008a, “Understanding

53. 我们认识到, 对短期样本来说, 协整分析可能推断出如下论点, 当实际上只有一种循环关系时, 就可以从中看出长期关系。

- the Construction and Operation of BBA LIBOR—Strengthening for the Future,” *Consultative Paper*, June 10. Available via the Internet: www.bba.org.uk/bba/isp/polopoly.jsp?d=227&a=13900.
- , 2008b, “BBA LIBOR Consultation,” *Feedback Statement*, August 5. Available via the Internet: www.bba.org.uk/bba/jsp/polopoly.jsp?d=145&a=14382.
- Chailloux, Alexandre, Simon Gray, Ulrich Klueh, Seiichi Shimizu, and Peter Stella, 2008, “Central Bank Response to the 2007-08 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn,” IMF Working Paper 08/120 (Washington: International Monetary Fund).
- Dickey, David A., and Wayne A. Fuller, 1979, “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root,” *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 74, No. 366, pp. 427–31.
- , 1981, “Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root,” *Econometrica*, Vol. 49, No. 4 (July), pp. 1057–72.
- Duffee, Gregory, 1996, “Idiosyncratic Variation of Treasury Bill Yields,” *Journal of Finance*, Vol. 51, No. 2 (June), pp. 527–51.
- European Central Bank (ECB), 2007, *Euro Money Market Survey* (Frankfurt, November).
- , 2008a, *Financial Stability Report* (Frankfurt: European Central Bank).
- , 2008b, *Monthly Bulletin* (Frankfurt: European Central Bank, July).
- Federal Reserve Board, 2008, *Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2007* (Washington: Federal Reserve Board).
- Fleming, Michael J., 2000, “The Benchmark U.S. Treasury Market: Recent Performance and Possible Alternatives,” *FRBNY Economic Policy Review*, Vol. 6, No. 1 (April), Federal Reserve Bank of New York, pp. 129–45.
- Frank, Nathaniel, Brenda González-Hermosillo, and Heiko Hesse, 2008a, “The Transmission of Liquidity Shocks during the Crisis,” *Central Banking*, Vol. 19, No. 1, pp. 63–7.
- , 2008b, “Transmission of Liquidity Shocks: Evidence from the 2007 Subprime Crisis,” IMF Working Paper 08/200 (Washington: International Monetary Fund).
- Frank, Nathaniel, Heiko Hesse, and Ulrich Klueh, forthcoming, “Term Funding Stress and Central Bank Policy during the 2007/2008 Financial Crisis,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Goldman Sachs, 2008, “LIBOR, Deleveraging and the Case for an OIS Benchmark,” Goldman Sachs Global Economics, June 19.
- González-Hermosillo, Brenda, 2008, “Investors’ Risk Appetite and Global Financial Market Conditions,” IMF Working Paper 08/85 (Washington: International Monetary Fund).
- , Vance Martin, and Miguel Segoviano, forthcoming, “Frenzy in Interbank Lending Spreads during the Crisis of 2007-08: A Matter of Liquidity or Solvency?” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- González-Páramo, Manuel, 2007, “The Role of Information and Communication in Central Bank Policy: The Experience of the Recent Financial Turmoil,” keynote address at the European Money and Finance Forum (SUERF) Conference on “Tracking Financial Behavior: Where Do Macro and Micro Meet?” Milan, December 3.
- Gonzalo, Jesus, and Clive W.J. Granger, 1995, “Estimation of Common Long-Memory Components in Cointegrated Systems,” *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 13, No. 1, pp. 27–35.
- Granger, Clive W.J., 1986, “Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables,” *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 48, No. 3, pp. 213–28.
- Hendry, David F., and Katarina Juselius, 2000, “Explaining Cointegration Analysis: Part I,” *Energy Journal*, Vol. 21, No. 1, pp. 1–42.
- Imakubo, Kei, Takeshi Kimura, and Teppei Nagano, 2008, “Cross-Currency Transmission of Money Market Tensions,” *Bank of Japan Review*, No. 2008-E-2. (Tokyo: Bank of Japan).
- Institute of International Finance (IIF), 2007, *Principles of Liquidity Management* (Washington: Institute of International Finance).
- International Capital Market Association, 2008, “European Repo Market Survey, Number 14—Conducted December 2007,” Zurich, March. Available via the Internet: www.icma-group.org/market_info/surveys/repo/latest.Par.0023.ParDownloadFile.tmp/ICMA%20ERC%20repo%20survey%20December%202007.pdf.
- International Monetary Fund (IMF), 2006, “How Do Financial Systems Affect Economic Cycles?” in *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, September), pp. 105–38.
- , 2008a, “Challenges for Monetary Policy from Financial Innovation and Globalization,” keynote address at the IMF European Office and Monetary and Capital Markets Department, Bank of England, and Banque de France Conference, Paris, January 29.
- , 2008b, “Financial Stress and Economic Downturns,” *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, October).
- , 2008c, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- , 2008d, *Japan: Selected Issues*, IMF Staff Country Report No. 08/254 (Washington, July).
- , 2008e, *United States: Staff Report for the 2008 Article IV Consultation*, IMF Staff Country Report No. 08/25 (Washington, July).
- Jobst, Andreas, 2006, “Correlation, Price Discovery and Co-Movement of ABS and Equity,” *Derivatives Use, Trading & Regulation*, Vol. 12, No. 1–2, pp. 60–101.

- Johansen, Søren, 1991, "Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models," *Econometrica*, Vol. 59, No. 6, pp. 1551–80.
- , and Katarina Juselius, 1990, "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration—With Applications to the Demand for Money," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 52, No. 2, pp. 169–210.
- JPMorgan Chase & Co. (JPMorgan), 2008, "The Outlook for LIBOR," JPMorgan Securities Inc. Fixed Income Strategy, May 16.
- Kok Sørensen, Christoffer, and Thomas Werner, 2006, "Bank Interest Rate Pass-Through in the Euro Area a Cross-Country Comparison," ECB Working Paper No. 580 (Frankfurt: European Central Bank).
- Kuttner, Kenneth N., and Patricia C. Mosser, 2002, "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions," *FRBNY Economic Policy Review*, Vol. 8, No. 1 (May), pp. 15–26.
- MacKinnon, James G., Alfred A. Haug, and Leo Michelis, 1999, "Numerical Distribution Functions of Likelihood Ratio Tests for Cointegration," *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 14, No. 5, pp. 563–77.
- McAndrews, James, Asani Sarkar, and Zhenyu Wang, 2008, "The Effect of the Term Auction Facility on the London Interbank Offered Rate," Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 335 (July).
- McCauley, Robert N., 2001, "Benchmark Tipping in the Money and Bond Markets," *Quarterly Review, Bank for International Settlements* (March), pp. 39–45.
- Michaud, François-Louis, and Christian Upper, 2008, "What Drives Interbank Rates? Evidence from the LIBOR Panel," *Bank for International Settlements Quarterly Review* (March), pp. 47–58.
- Mollenkamp, Carrick, and Mark Whitehouse, 2008, "Study Casts Doubt on Key Rate," *Wall Street Journal*, May 29, p. A1.
- Phillips, Peter C.B., and Pierre Perron, 1988, "Testing for a Unit Root in Time Series Regression," *Biometrika*, Vol. 75, No. 2, pp. 335–46.
- Remolona, Eli M., and Philip D. Wooldridge, 2003, "The Euro Interest Rate Swap Market," *Bank for International Settlements Quarterly Review* (March), pp. 47–56.
- Segoviano, Miguel, 2006, "The Consistent Information Multivariate Density Optimizing Methodology," Financial Markets Group Discussion Paper, No. 557, (London: London School of Economics).
- , 2008, "The CIMDO-Copula: Robust Estimation of Default Dependence under Data Restrictions" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- , and Charles Goodhart, 2008, "The Banking Stability Measures" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Segoviano, Miguel, Charles Goodhart, and Boris Hofmann, 2006, "Default, Credit Growth, and Asset Prices," IMF Working Paper 06/223 (Washington: International Monetary Fund).
- Taylor, John, and John Williams, 2008a, "A Black Swan in the Money Market," NBER Working Paper No. 13943 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2008b, "Further Results on a Black Swan in the Money Market," Discussion Paper No. 07–46. (Palo Alto, California: Stanford Institute for Economic Policy Research).
- White, Halbert, 1980, "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity," *Econometrica*, Vol. 48, No. 4, pp. 817–38.
- Wu, Tao, 2008, "On the Effectiveness of the Federal Reserve's New Liquidity Facilities," Working Paper No. 0808, April (Dallas, Texas: Federal Reserve Bank of Dallas).

根据 2007–2008 年市场动荡所凸显的评估的不确定性，本章提供了一个潜在顺周期性的实证研究，公允价值会计（FVA）方法可以引入银行的资产负债表中。本章发现，FVA 方法的缺陷可能会带来意想不到的波动和顺周期性，因此需要一些改进，但仍然是金融机构首选的核算框架。本章的结论是，资本缓冲、前瞻性的拨备和更完善的信息披露有助于减轻 FVA 方法的顺周期性。该分析不排除有与 FVA 相关的其他层面，而且，经过进一步检查，可能表明需要对 FVA 方法作出进一步改进。展望未来，会计估值方法、审慎监管措施和风险管理之间需要相互协调，并根据各方要求作出调整。

由于 2007 年围绕复杂结构化信贷产品的市场动荡，公允价值会计（FVA）及其在整个商业周期中的应用已经成为激烈辩论的话题。由于某些产品的流动性缺乏变得更加严重，金融机构日趋转向基于模型的定价，尽管增加了披露要求，但仍然有公允价值（FV）范围内的产品分类日趋不透明现象。此外，在流动性趋紧的状况下，金融机构在定价中更广泛地使用了难以观测的投入变量，增加了金融机构、监管者和投资者在这些状况下对金融产品定价的不确定性。

在这一时期，FVA 对银行的资产负债表已经出现了顺周期性影响，尤其是在对流动性市场的复杂金融工具定价时，出现了对市场价格低于“理论评估”和“危机中销售”的有效性的质疑。金融产品是按公允价值定价的，尽管目前的市场价格没有准确地反映出产品的潜在现金流或最终可能被卖出的价格。在一个已经出现价格下跌的疲弱市场中按公允价值定价作出销售决策会导致市场价格进一步下跌，这反映了市场的非流动性溢价。此外，价格下跌能够而且确实触发了风险管理

标准下的保证金要求和销售激励，这又进一步加剧了下跌的趋势。银行净资产与商业周期呈正相关关系，随着抵押品的公允市场价值下降，其损失已经传导至银行资本中去了（Kashyap, 2005）。银行资产负债表的弱化和对谨慎资本补充的监管要求，都增加了人们对市场、银行健康状况和更广泛的金融系统前途的忧虑。

本章对公允价值会计的原则和应用、其特征的影响以及这些特征如何影响银行的资产负债表进行了回顾。使用了一个简单的模型，它对公众争论的 FVA 方法对银行资产负债表的顺周期性提供了实证支持。利用从实际机构样本中抽取的代表银行的资产负债表，本章探讨了正常的商业周期内 FVA 方法在银行资产负债表中的应用，以及在最近发生的极端冲击条件下的应用，以甄别 FVA 可能促进顺周期性的方式。本章检验了所取得的结果，探讨了实际上、建议的替代 FVA 的方法，并详细阐述了政策影响的走向。

本章讨论了 FVA 方法争论的一个角度，把重点放在顺周期性、FVA 及其对银行资产负债表的影响三者间的关系上。本章并不打算提供一个确定的 FVA 评估，而是认识到——超出其周期性的问题——可能有值得进一步研究的其他因素，如监管和风险管理的考虑，以及对 FVA 方法作出改

注：本章由 Jodi Scarlata 领导的研究小组，包括 Alicia Novoa 和 Juan Solé 撰写。Kenneth Sullivan 提供了咨询支持。Yoon Sook Kim 提供了研究支持，Xiaobo Shao 提供了技术支持。

进的需要。在对 FVA 方法和顺周期性的特别分析中，本章发现，虽然 FVA 方法的应用导致了不同时间段不必要的波动，但为了获得一家银行当前财务状况的具体日期点估计值，FVA 能够保证最准确的估计——与之相比，其他替代技术都有缺点。然而困难不仅存在于在衰退和缺乏流动性的市场中确定资产的公允价值，而且也存在于市场活跃的繁荣时期，因为此时市场价格已过度上涨并吸收了导致利润膨胀的风险溢价。在这种环境下，市场价格可能不会再准确反映风险，反而可能导致利润夸大，进而扭曲激励手段（例如，管理补偿）并放大周期性上升趋势。在迅速发展的金融市场中，不准确的估值可能会很快改变对清偿能力和更广泛的金融稳定的影响。本章强调，FVA 应该结构化，这样才有助于进行良好的风险管理，并确保财务报表包括对估值、方法和波动性的适当披露，这样其内在的不确定性就很容易理解了。虽然定价技术中估值误差的波动性应该尽量减少，但真正的经济波动应该忠实地在财务报表中得以反映并接受管理者和监管者的监督（Barth, 2004；Borio 和 Tsatsaronis, 2005）。本章的结论为管理者和监管者提供了一些量化的见解，以更好地评估 FVA 对银行的资产负债表和资本的影响，并提出了处理 FVA 波动性和 FV 分类问题的建议。重要的是，它强调了缓解风险管理人员、会计师、谨慎的监管者和管理者之间紧张关系的必要性，从而确保会计框架不会过分助长潜在的金融不稳定。

商业周期中的公允价值会计

现行会计框架

美国公认会计原则（U.S.GAAP）和国际财务报告准则（IFRS）都使用混合属性模型，根据其特点和持有资产的管理部门的意图，不同的定价标准适用于不同类型的资产和负债。从本质上讲，这两个框架都要求按公允价值为金融资产、用于交易的负债和可供出售的资产以及所有衍生品进

行 FV 评估。持有至到期日（HTM）的投资¹、贷款、未进行公允价值估值的负债在摊销成本时进行估值。这两个框架对通常要在摊销成本时进行估值的某些金融资产和负债提供了一种谨慎、特殊的公允价值期权（FVO）。²

这个混合属性模型的目的是为了保持尽可能的中性——无须强调一种会计原则比另一种更好。但其在资产负债表中应用的不一致产生了账户的波动性，而且包括银行财务报表在内的其他工具也不能完全反映经济事件带来的影响。

什么是公允价值？

国际财务报告准则和美国公认会计原则一致将公允价值定义为公平交易中熟悉情况并且有意愿的交易双方进行资产交换或债务清偿的金额。美国公认会计原则（金融会计标准（FAS）第 157 条）比国际财务报告准则更规范，因为它们认为，公允价值是一个“退出”或“出售”价格。³ 两个会计框架都遵循等级的 FV 方法，从活跃市场可观测的价格开始（1 级），无论在活跃还是不活跃市场，类似的工具都使用价格，评估模型使用可观测的投入要素（2 级），并转向不可观测的投入要素和模型假设的按模型计值的方法（3 级）。⁴ 缺乏市场价格、交易活动以及类似工具的价格和投入是复杂的结构性信贷产品的一个突出特点，其中有许多是在资产负债表外的（专栏 3.1）。因此，这两个框架都需要对 FV 方法、具体假设、风险暴露和敏感性等信息进行大量披露。

如此定义，FV 并没有应用于深度的流动性市场。当市场不存在时，可以估计 FV，因为 FV 估值模型包含了预期、风险贴现的现金流，这些现

1. 固定或可确定支付的非衍生金融资产和持有人有愿望和能力持有至到期日的固定到期资产。

2. 也就是说，它们在公允价值的基础上进行风险管理，尽管 FAS 159 和 IAS 39 之间依然存在分歧。

3. 然而，鉴于当前的国际财务报告准则趋同趋势分歧将会消失，美国财务会计准则委员会和国际会计准则委员会的双重领导将有助于实现一套高质量的会计标准。

4. 这种语言特指美国公认会计原则，而不是国际财务报告准则，但它广泛被银行业和国际财务报告准则的财务报表的用户使用。

专栏 3.1. 表外实体和顺周期性

最近的市场动荡提高了公众对金融机构广泛利用表外实体 (OBSEs) 的警惕。尽管有所差异,但无论是国际财务报告准则,还是美国公认会计原则 (U.S. GAAP) 都有具体标准,要确定移交到 OBSEs 的工具何时与资产负债表合并。通常在交易账户中,证券化金融资产的任何留存利息应记在资产负债表内项目中,并按公允价值解释。

对 OBSEs 进行强制信息披露是不多见的。不进行披露却可能会增加市场的混乱,并加剧顺周期性行为。加剧顺周期性行为是银行为它

注:本专栏由 Alicia Novoa 撰写。

们的 OBSEs 提供支持的市场观点造成的。国际会计准则委员会 (IASB) 和美国财务会计准则委员会 (FASB) 两者要改善 OBSE 的信息披露并提高 OBSEs 的撤销和合并标准。例如,IASB 的合并和撤销项目以及 FASB 对 FAS 第 140 条作出的变动和对 46 (R) 作出的解释。FASB 最近修订了标准, FAS 第 140 条将从 2009 年 11 月 15 日之后的财年开始生效。

无论如何,OBSEs 需要金融监管者再次讨论谨慎的报告,以便银行风险暴露的完整性能更好地被传达、解释并得到适当的缓冲 (如资本),从而让监管者满意。

金流是市场参与者可以在某时间点及时从一种金融工具中获得。虽然 FV 包含了前瞻性评估,但它也必须反映当前的市场状况和风险收益因素的指标,⁵ 并将各种市场参与者可能考虑的所有相关因素融合进来,让公司具体的风险系数或投入保持在最低限度。根据这项定义,在 FV 方法背后有两个关键问题构成了主要挑战——活跃的市场是由哪些要素构成的,哪些可以被认为是可观测的价格或投入。

强制性出售或“减价”出售并不是市场价格的有效决定因素,因为会计框架假定一个报告实体将是一种持续的关注,并不需要或打算清算资产,或大幅缩减业务规模。然而,会计标准制定者已决定将其留给管理人员、监管者和审计人员去判断,如何决定“常规的”或“廉价急售”,而在交易清淡的市场以大打折扣的价格卖出,可以被用

5. IFRS 没有明确提及一些风险因素 (例如,交易对手信用风险,流动性风险),这可能增加在 2007—2008 年度金融风暴中财务报表中的混乱。国际会计准则委员会专家咨询小组目前正在就这个问题和其他公允价值问题展开工作。美国财务会计准则委员会正在对一些披露要求 (如信用衍生产品) 进行重新评估,并发布新的标准 (例如, FAS 161 关于衍生工具和套期保值)。这两个委员会正在审查资产负债表表外实体的要求。

于资产负债表的 FVA 项目。⁶ 因此,市场参与方和监管层会希望看到银行的外部审计师使用非常谨慎的态度审查价格和 FV 金融工具中的投入值,以尽量减少金融工具的后期减记、注销和由管理层“选出最佳项目”对金融工具进行会计处理。⁷

公允价值会计的披露

国际财务报告准则和美国公认会计原则都要求各种披露,尤其是当使用市场投入以外的信息来估计公允价值的时候。例如,国际财务报告准则第 7 条要求披露 (1) 如果金融工具的交易价格与其第一次记录在资产负债表中的公允价值不一致时;(2) 使用“合理可行的替代假设”的影响来反映公允价值衡量的敏感性。⁸ 国际财务报告准

6. 由六家最大的国际审计公司和其他审计公司准备的白皮书总结得出关于什么是活跃市场以及在缺乏流动性的市场进行公允价值测量并强迫出售的指南。详情请参考审计质量中心 (2007) 和全球公共政策委员会 (2007)。

7. 国际审计和担保标准委员会已发布 ISA 540,“审计会计估计,包括公允价值会计评估及相关披露,”为审计员如何评估会计估计提供了标准,如果可行,并可能在 2009 年某个时候对公允价值估计审计提供进一步的指导意见。

8. IFRS 7,“金融工具:披露”,于 2007 年 1 月 1 日生效。

专栏 3.2. 金融稳定论坛推荐的披露方式

应金融稳定论坛 (FSF) 之邀, 一个高级监管者小组进行了一项披露惯例调查, 这项调查对特定金融披露进行了研究, 这其中包括特殊目的实体 (SPE) 和担保债务凭证等。该小组发布了一份报告, 该报告总结, 目前观察到的披露惯例可以在无须修改现行会计披露要求的情况下得到改善。¹ 在 2008 年中期的金融报告中, FSF 鼓励金融机构采纳此类披露做法, 并且敦促监事会提高在新巴塞尔协议支柱 3 中的

注: Alicia Novoa 撰写了本专栏。

1. “部分风险披露的先行实践”, 2008 年 4 月 11 日。对 20 家大型国际金融公司 (15 家银行和 5 家证券公司) 在 2007 年年末进行的调查。

风险披露要求。

初步阅读一些美国、欧盟和加拿大的银行 2008 年中期财务报告, 并与 2007 年年末的报告作了比较。美国银行的财务报表中包含了更多的定量说明。² 典型的信息包括证券化的金融资产、SPE 保留的利息现金流、非合并可变利息实体 (VIEs) 的资产、在合并和非合并的 VIEs 中对损失进行最大程度的暴露, 以及通过工具细分的详细资料。

2. 加拿大已推迟到 2011 年采用完整的国际财务报告准则。

则第 7 条还包含了报告要求, 包括在财务报表中发布个别项目敏感性测试。同样, FAS 第 157 条要求银行资产负债表要十分明确和透明, 以便通过财务报表的定量和定性注释向市场参与者就变化的性质和所采用的方法等项目进行说明。⁹

尽管美国和欧盟 (EU) 的一些金融机构自愿进行此种披露, 无论是国际财务报告准则还是美国公认会计原则都不要求围绕公允价值定值的治理和管理控制过程进行披露。^{10,11} 加强这个方向的披露可以增强人们对银行资产负债表的信心, 并降低投资者对交易工具的厌恶, 因为这些工具的价值不是很好理解 (专栏 3.2)。¹² 这并不一定意味着需要进行更多的披露, 反而需要进行以更加适当构成、以更为合适的媒介 (例如, 网站) 和更加适合的频率来进行披露。

9. 对于那些使用摊销成本计量的金融资产, 该实体还必须在报表说明中披露公允价值。

10. 包括与审计有关的程序。

11. 金融稳定论坛建议对价格变动过程进行披露, 以加强对估值和相关披露的治理和控制 (专栏 3.2)。关于风险管理披露的治理结构和控制也将受到欢迎。

12. 一个例子是, 美国证券交易委员会于 2007 年 3 月给主要金融机构的信, 概述了建议披露的本质。

公允价值会计的波动性和顺周期性

Barth (2004) 认为, FV 可能通过三种潜在渠道把波动性引入财务报表中。第一是与基本经济参数的变动有关的波动性。第二是测量误差和 / 或对整个商业周期经济前景看法改变而产生的波动性。第三则是对某些工具和其他摊销费用依赖应用混合属性模型 FVA, 减少了资产和负债的完全公允价值的影响。¹³ 所有这些波动性来源在本章后面所做的仿真实验中都有明确或隐含的阐述。

国际财务报告准则和美国公认会计原则采用的混合属性模型具有内嵌波动性和顺周期性。¹⁴ 一方面, 历史成本会计, 适用于持有到期的投资和贷款, 它的波动性和保守性都比较小。如这种投资或贷款在开始的时候定价恰当, 其公允价值等

13. Barth (2004) 认为, 混合属性模型损害了财务报表的关联性和可靠性, 而这成为了会计对冲的一个主要原因。IAS 39 旨在减轻由于混合属性模型和复杂的会计对冲带来的资产和负债估值的错配。

14. 应当指出的是, 会计核算和报告标准的顺周期性在最近公允价值会计核算备受关注之前就已经存在。长期以来, 人们已经认识到, 因为商业周期和市场情绪的变化, 资产和负债的估值也将如此改变。

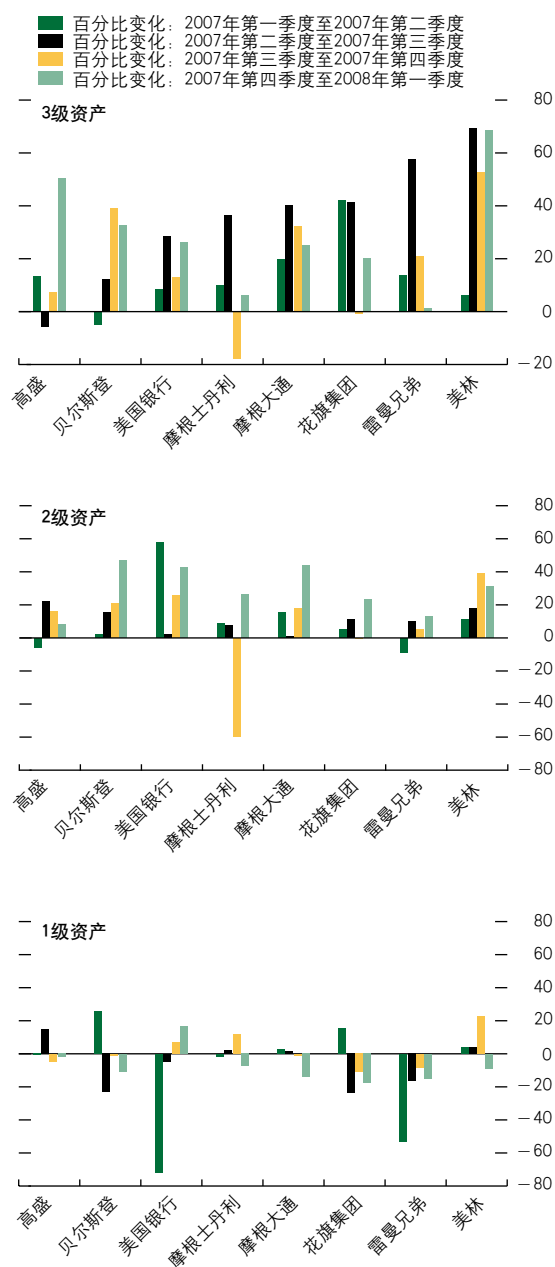
于其票面价值。在资产的生命周期中直至其到期，其报告的利润流是稳定的，而其现存价值是基于其原始价值的。但是，如果市场状况对这些组合产生了不利影响而且有信贷损失事件和资产损失迹象，那对随后报告的价值必须重新评估，并且计提坏账准备或记录注销。后者往往是对前期较好情况下留下过多风险的后期确认。从这个意义上讲，历史成本受制于向后看的评估值（例如，贷款恶化的迹象）以及计提周期性准备，这往往发生在经济周期的衰退阶段，因此增加了压力。

另一方面，公允价值会计在资产或负债的生命过程中向收入和资本引入的波动性要多于历史成本会计和公司前瞻性评估。¹⁵ 公允价值工具的损益通常会影响到收入状况，而这公允价值会计增加了的波动性及其导致的顺周期性则可能会为银行重建其资产负债表带来激励（如降低贷款发放额、更高/更低的证券化水平、引入套期保值等）。¹⁶ 然而，如果市场参与者已被有效告知并能正确地解释财务报表中所提供的信息，较大的公允价值波动本身并不一定会成为一个问题。从这个意义上讲，增加了的波动性可能会被认为是金融工具使用公允价值定值过程的一部分，也可能被认为是经济波动的真实反映，而其本身并非顺周期性的原因。

然而，在某些情况下，用公允价值会计的对称处理会产生看起来具有误导性的结果。例如，当银行的债券和票据由于自己信用降低而出现价格下跌时，对银行的自有债务使用公允价值会计将产生收益，该收益必须在该银行的财务报表中得以确认，其数额等于债务的原始值和其市场价格之间的差价。尽管情况似乎有点反直观，但它仍是公允价值的忠实代表，这也是给监管层或其他财务报表用户的一个信号，去使用适当的工具（例如，

图3.1. 部分总部设在美国的金融机构：1级、2级、3级资产的变化

(百分比变化：2007年第一季度至2008年第一季度)



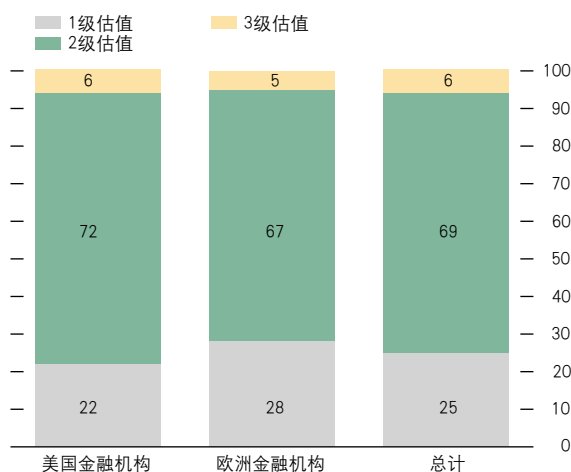
资料来源：季度报告。

注：1级资产使用资产的同一报价。2级资产使用更加缺乏流动性的市场，价格可以通过类似的产品或不同日期的同一产品的价格观察到。3级资产定义为没有一个看得见的物质投入用于该项目的估价。花旗集团、摩根大通、雷曼兄弟和美林在12月底出第四季度报告，而其他银行在11月底总结第四季度报告。

15. IFRS 和 U.S. GAAP 的会计标准——公允价值会计准则也不例外——不论报告实体的大小或系统重要性都适用。

16. 在两种会计框架中 FVO 的一个意图，是为了使实体减少因采用公允价值匹配资产和负债带来的会计错配。

图3.2. 公允价值层级总和, 2007年年末1
(百分比)



资料来源: 惠誉评级。

1. 资产和负债的头寸之和。

审慎过滤)¹⁷ 来理解对公允价值会计的影响和对常规资金的冲击。

因为从对市场价格估值转到了对按模型计值的估值, 公允价值会计对那些在特别压力下非常敏感的市场提出了可靠性挑战。¹⁸ 如果增加了围绕估值的不确定性, 这些公允价值会计的“主观”方面可能使市场流动性或价格螺旋上升恶化。在美国和欧盟, 金融机构资产负债表在 2 级工具中大量存在, 可能表明金融机构由于其灵活性而偏向使用 2 级方法, 以避免“掩盖” 3 级资产和负债 (图 3.1 和图 3.2)。下降的估值可以激活某些管理决策规则, 引发某些资产或组合的清理, 给市场增加了额外的压力。因此, 需要有良好的风险管理, 以便与公允价值按模型计值的估价一致。就变化和方法论本质在财务报表中给出清楚、透明的定量和定性说明可以提高按模型计值估值方法的可靠性。

虽然金融震荡越来越强, 如果听从预警信号, 公允价值会计可通过部分地缓解动荡以发挥作用, 从而帮助市场在失去自我修复能力走向衰退恶化之前恢复到正常水平。公允价值会计即时地描述和反映了当前的市场状况, 如果更好地提供信息, 能促使银行更好地识别风险状况。早期的预警能促使股东、管理层和监管层对银行采取纠正措施, 并容许就银行冒险行为给调整资本和金融稳定性造成的影响作出更加及时的评估。此外, 由于公允价值会计会促使银行损失得到较早确认, 它产生的滞后影响比当经济已经疲弱时再计提贷款组合减值准备要小。在一个较早的阶段增加新的资本可能使银行在其资产负债表上保留减记资产或其他原本可以不出售的资产, 从而避免资产价格螺旋式下降。

在审慎监管方面, 近期的市场状况导致估值

17. 由于使用了会计核算框架, 银行监管层使用审慎过滤作为一种调整银行权益变化 (会计核算) 的工具, 使监管资本质量可适当地被评估。举例来说, 当银行自身的信贷可靠性恶化导致的收益 (公允价值负债) 被列入银行的审慎自有资金时, 它们必须被监管层“过滤掉”, 以确定调整的自有资本的真实数量。

18. 原则上, 估值更好地配合了当前在风险管理中流行的按模型计值的技术。

专栏 3.3. 新巴塞尔协议框架对顺周期性的处理

新巴塞尔协议框架中一个关键性改进是它增强了风险敏感性。然而，这一功能对提高其顺周期性有意想不到的效果。新巴塞尔协议认识到可能的商业周期影响，以及在框架支柱 1（最低资本要求）和支柱 2（监督审查过程）内如何解决这些问题。如果新巴塞尔协议被正确地执行，届时更大的风险敏感性能促使银行在周期性开始下降阶段更早地回笼资金，从而防止了放大周期时累积所需资金的发生。

根据新巴塞尔协议的标准化方法，风险权重是基于跨周期的外部评级构成，以便减轻周期性影响。这是在基于内部评级(IRB)方法中，信用风险的恶化造成了更加直接的资金需求。IRB方法的三个主要风险成分（即违约概率、违约导致的损失和违约导致的风险暴露）本身受周期性运动影响并且可能对银行的资金需求带来周期性冲击。

新巴塞尔协议包括了解决这些问题的缓解措施。虽然支柱 1 并不授权运用跨周期模型，但它促进了风险构成的估计，该估计是基于“理想的覆盖至少一个经济周期”的观察，而且它的验证必须建立在包含了一个或多个完整商业周期历史数据的基础之上。这还需要使用所谓的违约损失，这考虑到了经济下行违约增加导致经济复苏延后的风险。健全的压力测试程序必须到位，这涉及基于经济或行业衰退的情景，其中要包括具体的信用风险压力测试，该测试

注：本专栏由 Aditya Narain 和 Alicia Novoa 撰写。

考虑到温和的衰退以便评估对银行风险参数的影响。

银行和监管层对支柱 2 都负有举证责任，以评估经济周期的风险，并采取适当的措施来应对。在它们的内部资本充足率评估中，银行必须要“注意它们运营所处阶段的商业周期”，进行前瞻性压力测试，解决其资本配置中的资本波动性，并制订战略性筹资计划。反过来，鼓励前瞻性的信用风险评估或计提更多的贷款损失准备（即考虑贷款损失）应由本国监管层来完成。¹ 因此，如果支柱 1 并没有充分反映商业周期的影响，监管层应该按支柱 2 采取补救行动，包括通过额外的资本缓冲。

支柱 3 中资本的披露要求可协助市场和股东向银行施加压力，使其在整个商业周期保持其资本水平。

在最近，“加强市场和机构的抗冲击性”的报告中，金融稳定论坛呼吁巴塞尔委员会制订支柱 2 压力测试操作和应用整个周期评估资本充足率的指南；审查风险敏感性和周期性之间的平衡；如果需要的话，更新风险参数和框架调准（金融稳定论坛，2008）。对此，该委员会正在建立一个收集数据的框架，以监测新巴塞尔协议在一段时期内对成员国审慎资本要求的水平和顺周期性的影响。该委员会预计将利用这些成果进一步校准资本充足率框架。

1. 美国财务会计准则委员会有一个正在进行的项目来解决准备金和有关信用风险的披露问题。

大幅降低，这就会产生负面影响并带来一系列问题，如是否要增加复杂结构性产品、资产负债表外实体(OBSEs)或其他风险所需的监管资本。新巴塞尔协议中的指导支柱 2 会鼓励银行更多地关注经济下行或上行期间资产价格的公允价值，使它们可以对公允价值会计的顺周期性进行更好的

控制(专栏 3.3)。支柱 3 披露可以改善估值的透明度、方法并减少不确定性。然而，公允价值会计可以作为监管层更仔细地审查银行的风险概况、风险承受能力和风险管理实践的一个早期预警系统而发挥作用。

表3.1. 有代表性的美国和欧洲金融机构的资产负债表

(占总资产的百分比, 截至2006年12月31日)

		美国 商业银行	美国 投资银行	欧洲 银行	美国侧重零 售业务的银行	欧洲侧重零 售业务的银行
金融资产						
证券						
债券		21.82	27.85	15.71	14.96	17.72
交易账户	公允价值 ¹	21.82	27.85	14.98	5.09	16.59
银行账户 ²		—	—	0.73	9.87	1.13
股票		6.73	7.50	6.55	0.64	2.96
交易账户	公允价值 ¹	6.73	7.50	6.32	0.47	2.96
银行账户 ²		—	—	0.23	0.17	—
衍生品 (交易)		2.67	5.28	14.71	1.19	4.44
利率掉期		1.48	1.87	7.76	...	...
其他衍生品		1.20	3.41	6.96	...	...
贷款						
公司/顾客		10.11	5.63	23.77	23.00	25.84
短期 (固定利率) <1年	公允价值 ¹	4.72	2.82	11.88	6.84	12.92
中期 (>1年且<5年)		3.66	2.82	3.57	10.97	3.88
固定利率	公允价值 ¹	0.72	1.41	1.78	1.71	1.94
可变利率	公允价值 ¹	2.94	1.41	1.78	9.26	1.94
长期 (>5年)		1.73	n.a.	8.32	5.19	9.04
固定利率	公允价值 ¹	0.46	n.a.	4.16	2.03	4.52
可变利率	公允价值 ¹	1.27	n.a.	4.16	3.16	4.52
抵押贷款		16.51	n.a.	6.54	37.44	26.43
固定利率	公允价值 ¹	12.83	n.a.	1.40	29.09	10.78
可变利率	公允价值 ¹	3.68	n.a.	5.14	8.35	15.65
其他资产		28.60	43.27	20.93	17.34	5.41
金融负债						
债券/权益 (交易)	公允价值 ¹	4.68	8.68	12.77	0.01	12.71
衍生品 (交易)		3.20	5.49	15.34	0.96	3.47
利率掉期		2.09	1.73	7.84	...	...
其他衍生品		1.10	3.76	7.49	...	...
短期和长期金融负债/债券	公允价值 ¹	18.25	27.21	10.35	19.56	18.97
其他负债						
		65.26	51.52	56.23	69.72	61.16
其中: 存款和银行间同业拆借		42.44	3.72	24.88	60.12	56.72
净权益 ³		7.65	3.71	2.86	9.75	4.36

资料来源: 年报; 美国证券交易委员会的10-K修订文件和基金组织工作人员的估计。

注: 竖栏中的数加总后可能不是百分之百, 因为一些资产负债表项目没有列在表中。

1. 按公允价值估值。
2. 年度报表显示, 样本银行持有数为零或忽略不计。
3. 总资产 (非风险加权) 中净权益所占的百分比。

以模拟方式构建商业周期中的公允价值会计模型

本节使用模型模拟评估了金融工具公允价值的变化对三种大型的、在国际市场活跃的金融机构——美国商业银行、美国投资银行, 欧洲银行和侧重零售业务的美国和欧盟银行的资产负债表的影响。代表性机构抽样用的资产负债表取自2006年年末建造的典型机构原型 (表 3.1)。模拟

说明了定值方法变化的影响和最终对这些代表性银行股票资本的影响。本节还探讨了与公允价值会计有关的可能替代办法, 以及它目前的应用——完全公允价值、平滑技术、断路器和重新分类——旨在减少其对资产负债表所产生的波动性影响 (专栏 3.4)。

第一次模拟作为随后情景的基准, 包括对银行的资产负债表在一个正常商业周期演变跟

专栏 3.4. 围绕应用公允价值会计以减轻顺周期性的选择

公允价值会计的顺周期性促使金融机构能够应付市场动荡局势的选择的寻求。替代品的范围从考虑更广泛的“可观测”价格到金融工具会计处理的改变。

一致定价服务

一致定价服务，往往由独立经纪人和机构向复杂或缺乏流动性的金融工具提供报价，其经常使用的是基于自己相关工具的销售，这些价格使它们得以遵守自己的价格行为和对它们的估计进行市场测试。通过这一方法，缺乏流动性的产品能够获得二级市场价格、有可能对衰退时期估价的不确定性和过低的估值加以限制。然而，如果价值广泛分散或如果银行认为价值没有在中得到完全反映，那么，困难可能仍然存在。

估值调整

银行可以对围绕某些资产价格产生的“不确定性”进行估计，并对财务报表中披露工具的账面价值估值作出调整。估值调整将允许银行对不太理想的价格进行纠正以重新反映目前的市场状况。这些“不确定性”的估计数可能包含了投入的流动性、交易对手风险或任何该银行达成头寸时可能发生的市场反应。估值调整可以改进公允价值计量和报告的纪律，但它们需要密切监测以确保这一做法没有演变成管理层“选出最佳项目”的行为，提供了一种逃避公允价值级别分类或改善资产负债表的手段。

重新分类

从可供出售或交易类到持有至到期类的资产转移可以避免因估值螺旋式下降所造成的波动。从会计的角度来看，重新分类会因不允许

银行在日后交易市场反弹时恢复到交易类项目而受到惩罚。从谨慎的角度来看，持有至到期的资产一旦恶化将需要更多的监管资本。允许重新分类——特别是如果没有充分披露——可能会推迟资产负债表弱点的暴露，并促进核算框架中最佳项目要素的选出。

完全公允价值会计

要想确认完全公允价值会计构成的重大挑战，就要采用一个对所有金融资产和负债都适用的完全公允价值模型，而不论实体的持有意图如何。一个单一的公允价值原则，带有一些有限的例外，将减少金融工具报告的复杂性，资产负债表的粉饰性，并选出最佳项目，并容许实体对其财务状况作更多透明的陈述。它可以改善资产负债表财务信息之间的可比性，并加强市场纪律，但它将对执行、建模能力和审计评估构成挑战。

内部决策规则

监管层可以要求银行建立基于公允价值的内部决策规则，该规则需要仔细审查对所有公允价值变化的影响和特定场合下这种变化可能诱发的管理决策，因此，这些决定不会从负面影响监管资本或加剧价格的螺旋式下降。

平滑技术和断路器

资产价格平滑和断路器可作为公允价值核算的价格调节器，以减少在资产负债表中价格的过度波动。然而，通过人造的高于公允价值的计算水平悬浮性资产，两者都减少了财务报表中的信息。

该模拟练习检查了以下选择方法：重新分类、完全公允价值会计准则、平滑技术以及断路器。

注：本专栏由 Alicia Novoa 和 Jodi Scarlata 撰写。

表3.2. 每次模拟的参数值

(百分比)

		商业周期趋势点	商业周期波谷点	商业周期波峰点
正常周期	所有贷款和证券的PD	1.18	1.40	0.73
	抵押贷款的LGD	20.30	20.30	20.30
	贷款 ¹ 和证券的LGD	46.20	46.20	46.20
	股票市场指数	100.00	100.00	100.00
股票市场周期	所有贷款和证券的PD	1.18	1.40	0.73
	抵押贷款的LGD	20.30	20.30	20.30
	贷款 ¹ 和证券的LGD	46.20	46.20	46.20
	股票市场指数	100.00	80.00	120.00
房地产市场周期	抵押贷款的PD	1.18	5.29	0.73
	贷款 ¹ 和证券的PD	1.18	1.40	0.73
	抵押贷款的LGD	20.30	30.50	20.30
	贷款 ¹ 和证券的LGD	46.20	46.20	46.20
融资利差周期	所有贷款和证券的PD	1.18	1.40	0.73
	抵押贷款的LGD	20.30	20.30	20.30
	贷款 ¹ 和证券的LGD	46.20	46.20	46.20
	股票市场指数	100.00	100.00	100.00
债券估值周期	利差变动(基点)	0.00	58.66	-58.66
	所有贷款和证券的PD	1.18	1.40	0.73
	抵押贷款的LGD	20.30	20.30	20.30
	贷款 ¹ 的LGD	46.20	46.20	46.20
	股票市场指数	100.00	100.00	100.00
	债券的LGD	46.20	67.30	25.10

资料来源：基金组织工作人员的估计；Nickell及其他（2000）以及 BCBS（2006a）。

注：PD=违约概率；LGD=违约损失率。

1. 不包括抵押贷款的贷款。

踪。¹⁹ 四种情景应用于正常周期，其目的是衡量公允价值放大资产负债表组成元素（尤其是会计资本）波动的程度。²⁰ 增加的周期性来源是，(1) 萧条—繁荣周期的股票估值；(2) 萧条—繁荣周期的住房市场；(3) 银行资金利差的扩大和后来的收缩；和(4) 萧条—繁荣周期债券的估值，所有这些都使用了最流行的周期性运动模型进行了校准（表 3.2）。正如惠誉国际评级（2008a，2008b）中提到的那样，其中，当估值基于模型和 / 或市场流动性非常差的时候，公允价值度量对显著假设变化的敏感性尤为重要。特别是，其中机构选择用于对其资产负债表项目进行估值的方法形成了三个主要传播渠道之一，公允价值会计是通过该渠道将波动性引入到资产负债表中的（Barth, 2004）。该模拟进一步强调了这一点，并

提供了这些效应重要性的意义。此外，该模拟也说明了银行资金状况如何突然收紧以及证券市场流动性条件改变是如何加剧资产负债表周期性波动的。

需要指出的是，从现金流的前景来看，这没有任何意义，假设基础估值的改变（如在下文模拟中所做的那样）不一定是报告机构的未来结果，因为这些收益和损失尚未实现并可能永远无法实现。从这个意义上讲，随后监管资本的改变，产生的最新估值在某种程度上是虚假的。考虑到这些因素，模拟的结果应解释为一个简单的练习，它用来衡量在公允价值会计中基础估值参数的改变怎样导致银行股价的大幅波动。

模拟结果

关于公允价值及其对监管和金融稳定性方面的潜在影响，模拟强调了三个关键点：(1) 对承受

19. 附录 3.1 讨论了模拟的数据和基本假设。

20. Enria 及其他（2004）检查了一些有代表性的欧洲银行根据替代会计框架的资产负债表上许多一次性冲击的影响。

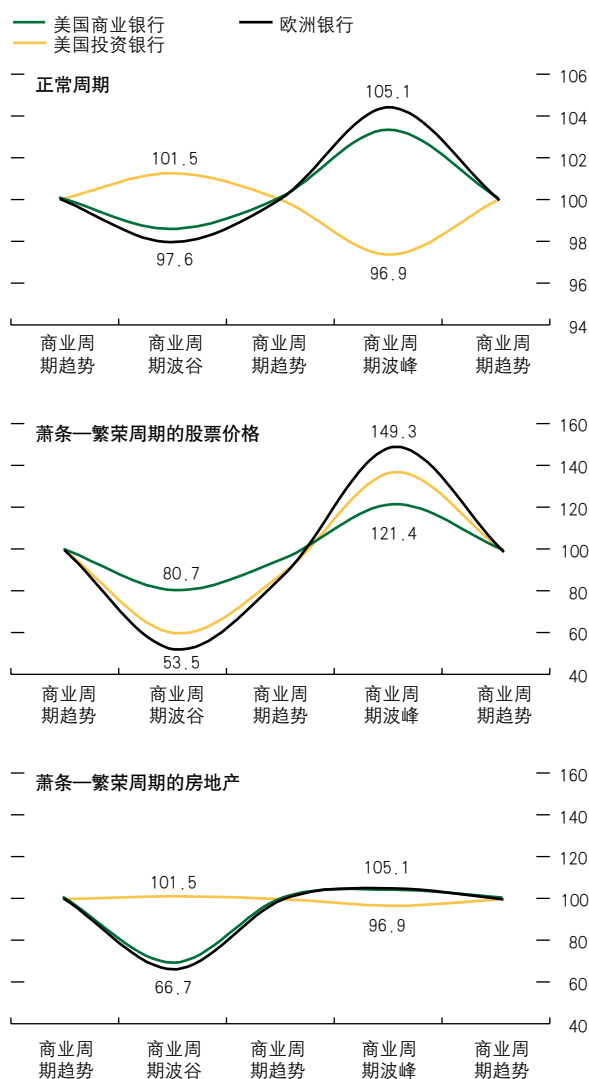
商业周期资产负债表项目中的波动，强大的资本缓冲是至关重要的，尤其是当公允价值被更广泛地应用到资产而不是负债中时；(2) 公允价值扩大的负债行为抑制了资产负债表的整体顺周期性；(3) 当与金融市场的额外流动性缺乏相结合时，公允价值会计框架放大了资本的周期性波动。

完全公允价值下经济冲击的影响

在正常周期中，资产负债表双方的公允价值估值产生了与图 3.3 中的萧条—繁荣情景相比较为温和的波动，这是直觉。²¹ 然而，需要指出的是，在有代表性的美国投资银行的例子中，由于对负债进行公允价值估值的强大影响，权益的变动表现为一种反周期的方式。²² 在完全公允价值下 (FFV)，由于经济活动减弱和违约概率 (PDs) 上升，银行负债的价值下降，减缓了权益的下跌。这种效应产生的原因是投资银行的资产负债表中的资产/负债结构，其中包含的很大比例是公允定值的金融债务。完全公允价值下的负债，正如美国一些投资银行所做的，可以引入一个反周期的元素，作为对资产的公允价值进行对冲时的一种隐含的制衡力量。²³ 这一现象已引起了相关市场观察者的担忧，这些人对银行记录重新定值收益能力持不赞同态度，因为银行自身信贷可靠性在削弱，而自身债务的价格也在下降。²⁴ 收益的存在是一个为定值选择的构建信号，必须有明确基本假设的披露，以避免财务报表中的错误信息。

在萧条—繁荣周期内对股票和住房市场进行估值，欧洲银行表现出了对趋势的最大偏离。对

图3.3. 完全公允价值模拟



资料来源：基金组织工作人员的估计。

21. 结果指出，就银行权益在周期中的正常化演变而言，即在周期的每一个时点，银行的权益按照其初始水平被划分（即在 2006 年年末的数据）。

22. 《世界经济展望》（基金组织，2008a）2008 年 10 月第四章探讨了美国投资银行杠杆率的顺周期性，发现其在周期内变动很大。请注意，这是符合本章后面的情景的，基金组织（2008a）发现融资利差在周期内变化，产生了同样的顺周期性。

23. 然而，这一结果只反映了反周期性因素的一个组成部分，因为“其他负债”约占资产负债表的 50%，并有可能引入更多的反周期性。

24. 参见 Guerrero 和 White (2008)。此外，Barth、Hodder 和 Stubben (2008) 的研究表明，这些反直觉的影响主要归因于不完全地确认同期资产价值的变化。

表3.3. 整个商业周期的权益资产比率
(百分比)

	基线 商业周期趋势	第一阶段 商业周期波谷	第二阶段 商业周期趋势	第三阶段 商业周期波峰	第四阶段 商业周期趋势
美国商业银行					
正常周期	7.6	7.5	7.6	7.9	7.6
萧条—繁荣周期中的股票价格	7.6	6.3	7.3	9.1	7.6
萧条—繁荣周期中的房地产	7.6	5.4	7.6	7.9	7.6
美国投资银行					
正常周期	3.7	3.8	3.7	3.6	3.7
萧条—繁荣周期中的股票价格	3.7	2.3	3.4	5.0	3.7
萧条—繁荣周期中的房地产	3.7	3.8	3.7	3.6	3.7
欧洲银行					
正常周期	2.9	2.8	2.9	3.0	2.9
萧条—繁荣周期中的股票价格	2.9	1.6	2.6	4.2	2.9
萧条—繁荣周期中的房地产	2.9	1.9	2.9	3.0	2.9

资料来源：基金组织工作人员的估计。

于股票价格的冲击，尽管列于表 3.1 中三组银行投资组合中股票的份额大致类似，存在两种效应的结合。首先，美国投资银行的公允价值负债有相对较大比例的反周期影响。其次，欧洲的银行有一个较低的资本基础，因此，正常化股本定值改变的相对规模较大。在住房市场中，尽管事实上美国商业银行持有较大——约比欧洲银行大 2.5 倍比例的抵押贷款组合，欧洲银行却表现出更大的波动性。在这两种情境中，欧洲银行相对于美国的商业银行资本基础较低是一个关键因素。表 3.3 中给出的资本与资产比率有类似的结果，但反映了对欧洲的银行所产生重大影响的程度较小。²⁵ 更为普遍的是，银行的资产负债表将在周期发展中演变——在经济下行中紧缩和在经济上行中扩张——这样使得银行的资本充足率得到恢复，该结果在这个简单的框架中却难以得到验证。

关于增加了的资金成本和螺旋式下降的债券估价，最近发生的事件提出了两种有意思的情景方案。银行获取资金能力的突然改变，很大程度上加剧了资产负债表（图 3.4）的波动。这个模拟练习突出了一般流动性状况促使资产负债表发生波动的重要性以及公允价值会计核算框架是如何

确认这些迅速变化的。有趣的是，在美国的投资银行权益中观察到的反周期现象消失了。事实上，美国投资银行正在遭受资金状况趋紧和证券市场危机的双重打击。这并不奇怪，因为，与美国的商业银行和欧洲银行相比，美国的投资银行不仅仅依赖存款——这是不会进行公允定值的——资助它们的活动。也要注意，这些模拟并未解释结构化信贷产品或资产负债表表外实体，而两者在 2007—2008 年的市场动荡中是如此关键，可能会增加资产负债表的顺周期性。银行资产负债表的恶化可能会影响市场信心和整体股票价格，这反过来又会给银行的资产负债表带来波动。

目前的结果主要集中在活跃的大型国际机构的资产负债表上。相对而言，侧重零售业务的银行往往有较大的贷款和抵押贷款组合，并更广泛地依赖存款资金。²⁶ 为了说明这两个结构化特点的影响，对除了有代表性的美国投资银行以外的所有银行进行了由房地产的资金利差周期和萧条繁荣周期组成的模拟练习。结果证实了假定，侧重零售业务的机构比活跃的国际同行（图 3.5）对资金状况的改变敏感度要低。相反，侧重零售业务的银行比活跃的国际同行受到萧条的房地产市场所带来的打击更大。

25. 欧洲银行较低权益份额的状况可能源于 IFRS 和 U.S. GAAP 之间会计核算处理上的差别 (Citigroup, 2008 和 *Financial Times*, 2008)。

26. 然而请注意，以零售业务为主的欧洲的银行与较大的欧洲银行相比，其债券和金融负债要更多一些。

表3.4. 2007年美国 and 欧洲银行对公允价值的应用
(占总资产负债表的百分比)

金融机构	重复计算的公允价值资产	重复计算的公允价值负债	权益回报
摩根大通	41	16	12.86
花旗集团	39	22	3.08
美国银行	27	6	10.77
高盛	64	43	31.52
雷曼兄弟	42	22	20.89
美林	44	33	-25.37
摩根士丹利	44	27	9.75
瑞士信贷	64	39	17.88
法国兴业银行	46	32	3.36
苏格兰皇家银行	45	31	15.13
法国巴黎银行	65	55	16.98
德意志银行	75	48	18.55
瑞士银行	54	35	-10.28
汇丰银行	40	25	16.18
巴克莱银行	52	39	20.50
法国农业信贷银行	44	24	10.67

资料来源：惠誉评级 (2006b)和Bloomberg L.P.。

混合属性模型的影响

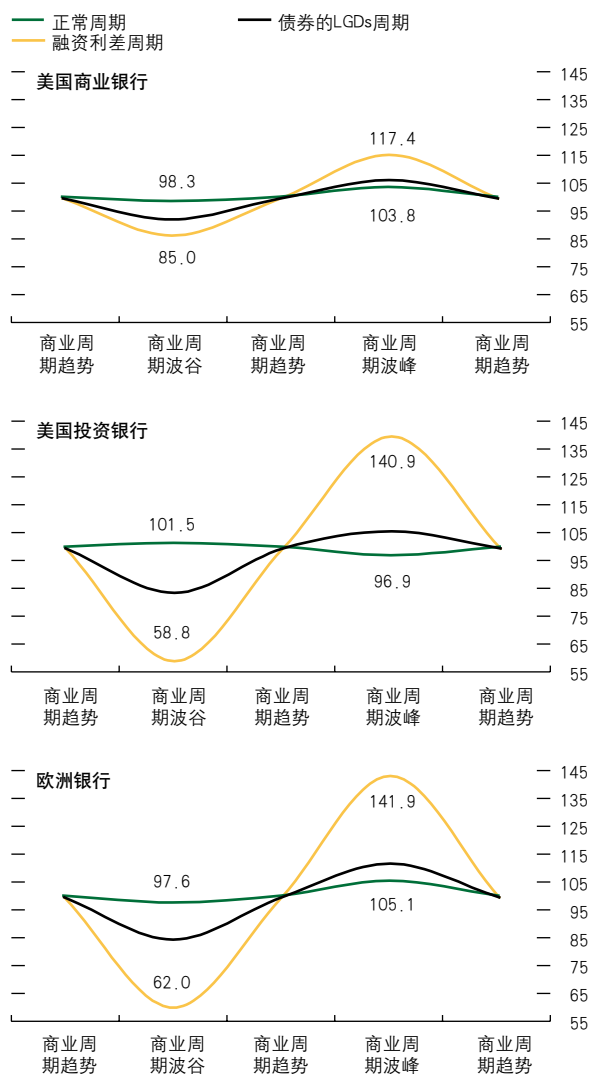
使用混合属性模型的两个版本，这项练习表明，对各类金融机构的资产和负债使用公允价值的程度如何影响了金融机构抵消波动的程度。

表 3.4 显示了金融机构应用公允价值的差异。但表中没有显示的是在何种程度上绝大多数的银行继续使用成本摊销为它们的贷款组合估值。因此，为了模拟的目的，考虑了模型中的两种变化：(1)“金融负债和债券”以在整个周期的摊销费用来估值；(2)“贷款”和“抵押贷款”也使用摊销成本来估值。²⁷

表 3.6 强调的观点是，在资产比负债更广泛应用公允价值的情况下，混合属性模型的非对称应用有机增加资产负债表顺周期性的效果。换言之，当负债中的一小部分被公允定值时权益的波动——被考虑的所有机构类型和所有情景——要大得多（与图 3.3. 比较，完全公允价值下的结果）。因此，期望通过引入 FVO 的获益是在减少，FVO 旨在减少混合属性方法的会计波动性和公允价值对冲核算技术的需要。这可以被解释为支撑

27. 效果上，按摊销成本为这些工具估值将产生类似的结果，这些结果被归类为 HTM。

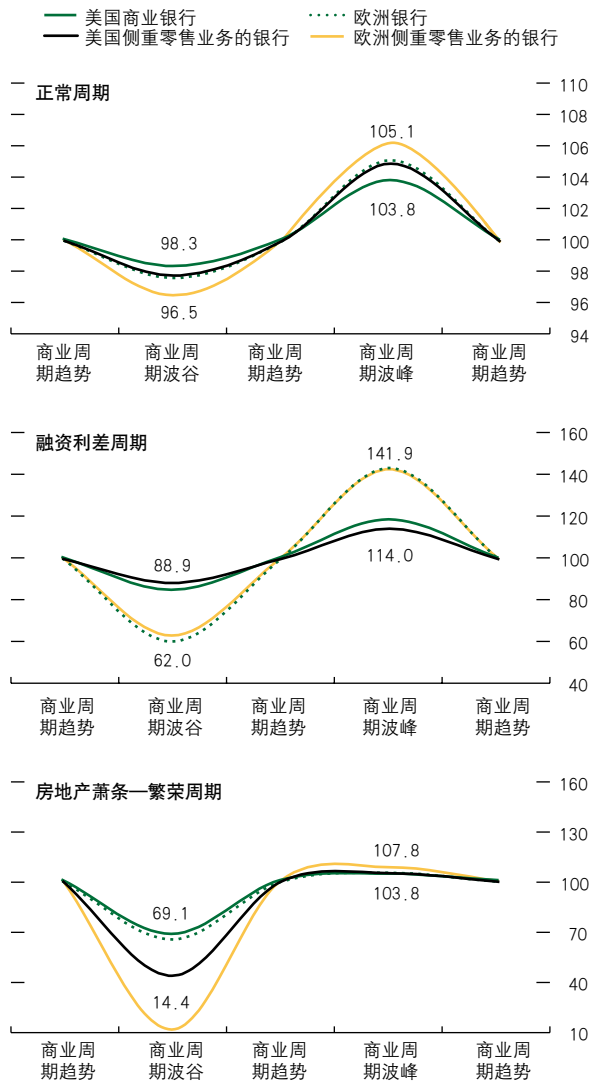
图3.4. 完全公允价值模拟：融资状况的变化及金融市场危机



资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：LGDs为违约损失率。

图3.5. 完全公允价值模拟：跨国银行与侧重零售业务银行的对比



资料来源：基金组织工作人员的估计。

扩大了公允价值的应用，而不是减少了应用，然而，这个结论应该被谨慎地加以诠释。应该铭记的是，公允价值应用到银行自身的债务中可能产生重估收益，因为资产负债表上的负债价值有所下降。虽然这在逻辑上有减少顺周期性的效果，但负债的较低价值都会导致财务报表的使用者对较低估值和该银行将来较低生存能力的原因加以思索，因为即使顺周期性下降了，这些信息也不能被认为是一个积极的因素。因此，对自有债务定值变动的原因为应给予适当披露。

这个模拟强调，混合属性实际应用于资产和负债的不平衡性越大，会计核算的波动就越大。当金融工具按历史成本定值而不代表当前的市场状况时，银行权益的准确反映就会变得模糊而会计报表的信息性内容也会被弱化。历史成本为单纯依赖当前财务数据进行投资决策的投资者提供了较少的信息内容。对于监管者来说，对银行的稳健状况进行准确的评估，并制定出适当的监管对策变得越来越困难。

第二次模拟（未显示），金融负债加上贷款和抵押贷款都是用摊销成本定值的，显示的波动范围比上次模拟进一步减少。因此，虽然广泛应用混合属性模型可以减少资产负债表中的波动，其代价却是以进一步减少最新信息的形式出现的。

平滑技术和报告价格的断路器

模拟使用了推荐的替代方法来使资产负债表的波动变得平稳，模拟显示对下降的资产使用价格平滑/平均技术模糊了数额的重大改变和计算期限的平均值等银行资本状况。平滑技术和其他估值调整中的障碍——所谓的“断路器”（circuit breakers）——使监管者和投资者更加难以准确评估银行的财务状况，因为它们隐藏了本应计入资产负债表中的经济波动。

为了便于说明，我们进行了两次平滑模拟，在不同的时间长度对每种股票价格都求一次平均值。第一次模拟使用了两期平均数，而第二次模拟延长至三个时期。正如图 3.7 所示，平均长度越长，资产负债表的路径就越顺畅这点已不足为奇。值得注意的是，采用了平滑技术可能会减少“被迫”

出售的机会，因为在某些情况下它可避免触发销售。因此，这可以通过避免被迫出售而减少市场上金融工具价格的螺旋式下降，但以减少了财务报表中的信息性内容和潜在地延长了决议期限为代价。

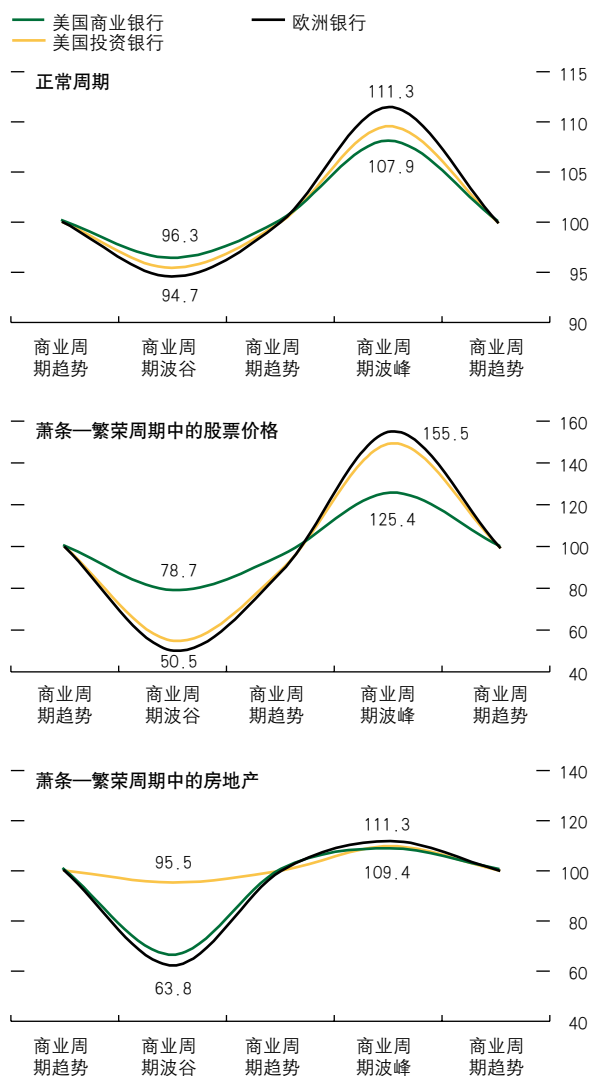
同样地，像断路器的概念一样，规则阻止对资产价格下跌的确认，通过人为的手段在更高的水平下而不是在公允价值下将权益进行搁置会掩盖潜在的权益状况，通常情况下，这可能会阻碍价格发现。然而，在这种情况下，即使时间比使用平滑技术的时间更长，周期也可能被低估，因为，平滑是在周期中各个时期的一个最新的滚动平均数，断路器却能在一定时期内保持相同的值。此外，这项指标被不对称地使用了，因为断路器通常被建议在估值下降过程中使用。即使不是一个首选的技术，为对称起见，在“泡沫”期间也可以采用断路器来阻止权益的人为膨胀。如果不是这样，只要金融机构能够从定值上升中受益而下跌时仍能保持上限，定值方法的非对称使用就会给管理人员造成不当的冒险激励。

不断变动的收益率曲线的影响

收益率曲线影响被引入到基准情景中来评估在周期中利率改变是如何影响资产负债表的。²⁸ 本章在 Keen (1989) 研究的基础上，就收益率曲线周期性行为提出了以下程式化的事实：²⁹ (1) 短期和长期利率在商业周期的衰退阶段趋于下降而在商业扩张阶段趋于上升；(2) 在商业扩展阶段，短期利率往往比长期利率上升更多（即收益率曲线变平缓了），而在经济衰退阶段往往比长期利率下降更多（即收益率曲线变陡峭了）（图 3.8）。³⁰

利率的影响会在违约概率的改变中起主导作

图3.6. 部分公允价值模拟¹



资料来源：基金组织工作人员的估计。

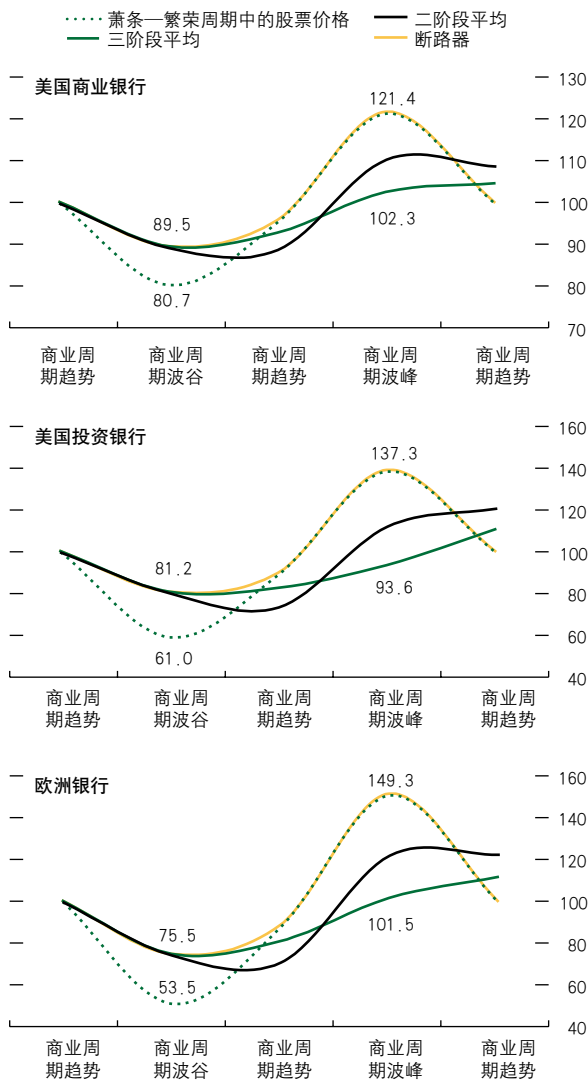
1. 包括以摊销成本估值的短期和长期金融债。

28. 尽管这个模拟受到了 Lucas 的批评，因为银行行为在政策调整时被假定为不变的，它为公允价值会计和利率之间的互动关系提供了一些见解。

29. 参见 Piazzesi 和 Schneider (2006)。

30. 有趣的是，收益率曲线额外的变化抵消了违约概率演变带来的影响。收益率曲线在经济下行阶段的下降导致了更高的估值，从而抵消了违约概率的下行影响。而源于更低的违约概率对估值的积极影响被经济上升阶段更高的收益率曲线所抵消。

图3.7. 平滑技术的模拟



资料来源：基金组织工作人员的估计。

用，如此强烈的利率效应使得欧洲银行的顺周期性权益波动受到极大抑制，甚至美国商业银行也呈现出了反顺周期性(图3.9)。对于美国的投资银行，利率改变导致了权益顺周期性的演变，而不是像在基线模拟中那样反周期而行。行为的逆转是由于一事实，即当利率改变时，美国投资银行负债的公允价值稍微高于被重估的资产。³¹ 但是，这也突出强调了欧洲银行作为投资银行和零售银行之间中介机构的特点。不考虑资产负债表的结构，利率及其他货币政策工具改变也可以抑制顺周期性的影响，表明反周期货币政策可能对银行权益的资产定值周期的影响有效果。但是请注意，这些模拟不允许金融机构对政策变化作出应对，因此这些结果，尽管有益，也需要谨慎采纳。

结论和政策建议

2007年7月开始的金融风暴暴露了应用某些会计标准³² 以及某些结构性产品定值和报告方面的弱点。虽然这些弱点可能对最近发生的事件起到了推波助澜的作用，但它们同时也提供了一个更好的了解它们的机会。

本章发现，尽管存在对波动性的担忧和计量方面的困难，公允价值会计仍旧朝着适当的方向前进，并提供了一个反映金融机构目前财务状况的最佳措施。然而，要加强良好的风险管理技术和提高审慎规范，还需要对公允价值会计进行各种改进。然而，在某些风险管理框架下应用公允价值会计使资产负债表的经济波动性更加透明，这会加剧资产和负债价值的周期性变动。在市场状况较好的境况下夸大利润会带来错误的激励。相反，在经济进入衰退阶段围绕定价存在的更多不确定性可能会转化为过于紧缩的信贷条件，在最需要信贷扩张的时候对经济增长产生负面影响。这并不是说其他替代的会计框架，诸如历史成本

31. 本模拟从重估利率掉期的影响中抽取。不幸的是，无法获得这些工具的足够完整和一致的数据集将它们纳入模拟。然而，初步的结果利用现有的利率掉期的数据，也显示出了类似的定性结果。

32. 尽管与公允价值相比，这些弱点与OBSEs、合并和否认问题的关联性更高。

会计准则，可以避免这种波动，而是说公允价值会计会对其发展予以承认。不管怎样，会计框架并不意味着解决整个市场的或系统性应用的成果，因为它们只适用于单个机构。尽管如此，围绕公允价值产生的许多争议更多地源于使用公允价值结果的风险管理和投资决策规则，而不是框架本身。公允价值评估与其他决策规则的相互作用应与具体的盟约脱钩，如销售激励、保证金要求、在衰退时期追加的抵押品要求、或对在经济上行时期的短期利润的补偿。

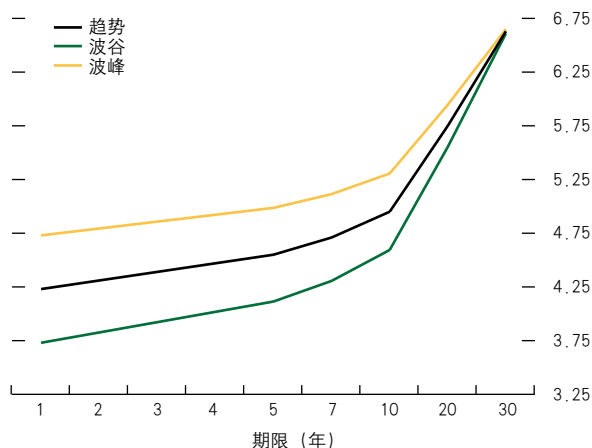
总体上，有关公允价值的讨论正进行得如火如荼，我们的模拟对争论中的热点问题予以了确认并强调了有关公允价值会计及其潜在规则和金融稳定性影响的三个关键点。首先，强大的资本缓冲器和拨备，为资产负债表抵御商业周期的波动作出了重要贡献，特别是当公允价值会计被广泛地应用于资产而不是负债的时候。其次，当与金融市场额外流动性缺乏相结合时，公允价值会计框架就加剧了资金的周期性波动。最后，公允价值负债行为的扩大总体上抑制了资产负债表的顺周期性。然而，后者也可能出现在负债估值恶化时产生收益的反直觉结果。在银行自身的信贷可靠性恶化时，这是特别令人关注的，自有债务价值随后下降，会导致有利润产生和银行权益状况改善的错觉。

对其他替代的会计方法的建议，如历史成本或简单化的机制以理顺估价对银行资产负债表的影响，这些建议通过对基础资本状况的模糊化处理来降低金融机构健康状况的透明度。虽然这些技术可避免将销售激励纳入风险管理协议，并限制价格的螺旋式下降，但是它们引入的测量差异可以增加有关估值的不确定性。透明度的损失使财务报表的所有用户更加艰难——例如，监管者对金融机构进行适当的监管并推荐适当的规管措施以解决审慎的担忧；因此，投资者在面对不确定性时会要求增加风险溢价。

政策倡议

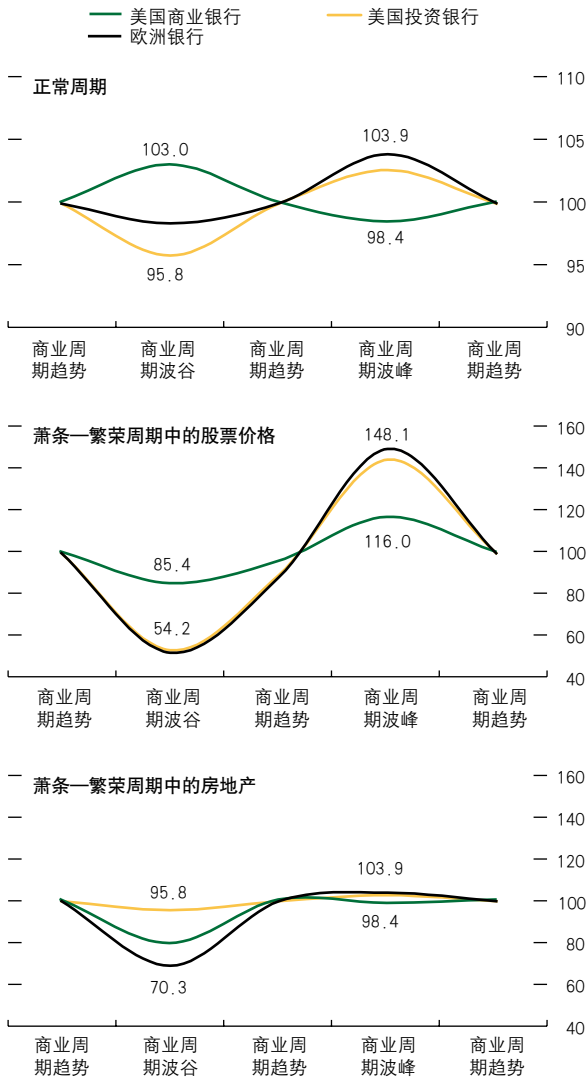
大多数倡议旨在通过对公允价值估计的运用

图3.8. 收益率曲线和商业周期
(百分比)



资料来源：基金组织工作人员的估计。

图3.9. 正斜率收益曲线的完全公允价值模拟



资料来源：基金组织工作人员的估计。

减少公允价值会计可能引入到资产负债表的波动。对准备金和资本充足率的评估应更好地考虑到商业周期。提高透明度未必要通过更多的披露来实现，却可以通过更好的披露来实现。今年由金融稳定论坛（2008）就财务报告中披露实践提出的倡议就提供了这一方向的建议。

模拟支持建立一个贯穿周期的关联资金缓冲区，在繁荣周期增加资本的头寸来承受经济衰退产生的资本负担。虽然是部分的分析，模拟结果却表明，公允价值会计可以将波动性引入到财务报表中，并提供这样的第一时间迹象，即约2%~4%的额外资本缓冲将有助于银行抵御正常的周期性经济衰退，但是要抵御更严重的冲击，要有更高的缓冲——按照30%~40%额外资本的顺序。这些估计数并没有对同时存在的风险加权资产变化加以反映，它们只是对所需要的资本缓冲规模提供了一个初步估计和进一步分析的方向。请注意，这些都不是从本质上对公允价值计算进行调整，而是为了帮助减轻对银行资产负债表的影响而进行的调整。对会计框架作出其他改变，以使公允价值计算本身不必作出其他调整的考虑在这个关键时刻将是有益的。

拓宽目前准备金的狭隘概念，以纳入在上升时期保持收益的其他方法，可以提供一个抵消资产负债表顺周期性影响的更好方式。人们普遍认为，准备金防备了想象得到的损失而资本却防备了意想不到的损失。准备金的集结把预期波动性、较高风险和潜在更大的资产损失更好地联系起来，可以更好地对给资产负债表造成的潜在负面影响进行预测，这些潜在的负面影响会在整个周期中得到反映，只要集结不提供一种平滑或操纵利润的方式就可以实现。要实现这些变化，需要会计准则制定者和监管者之间加以协调。

同样，前瞻性准备金的使用，³³ 再加上监管者对违约概率、违约损失率和贷款损失拨备老道的信贷判断，³⁴ 可以减轻对资产负债表顺周期性的影响。在经济下行周期初期确认贷款组合的信贷损失将减少与此相伴的银行利润的下降幅度和潜在信贷增长压缩的可能性，而后者可能进一步加剧经济下行趋势。同样，在经济上行时期，红利分配应该来自已实现的盈利，实现的盈利不会因上行周期而有所偏重。

从监督的角度看，模拟强调了理解公允价值会计周期性影响的重要性。要确保银行的风险状况和风险管理实践受到严密检查，并视需要为增加资本缓冲和准备金提出适当建议这需要谨慎的监管者发挥更大的作用。全面的银行监管框架应包括整个商业周期公允价值状况压力测试。同样，在确保应用公允价值会计的可信度、一致性和中立性，并全面支持市场信心而不是通过在经济下行周期鼓励降低估值来增加顺周期性方面，审计员将发挥关键作用。审计、会计标准制定者和监管者之间更密切的合作框架对于市场和金融稳定性将是非常有益的。

鉴于贯穿金融周期的各种动态和围绕估值的各种疑虑，公允价值估计需要辅以各种配合手段，如金融工具的历史价格、公允价值计算的差异、管理层对资产价格进展的前瞻性观点以及如何影响机构的资产负债表。对公允价值价格可能下降的范围进行报告将有助于财务报表的用户更好地理解 and 利用他们面对的波动。基础估值假定和敏感性分析的详细说明应对公允价值估计加以补充，使投资者可以进行自己的情景分析并判断公允价值价格是否已充分反映了市场状况。

33. 前瞻性拨备是指根据贷款生命周期内的违约可能性计提准备金，反映违约概率的任何变化（在考虑到恢复率之后）。动态的或统计的）拨备可以被认为是前瞻性拨备的扩展，依赖于历史数据中的损失进行准备金的计算。从概念上来讲，动态拨备在上升的周期将使特殊拨备较低而统计的准备金增加，产生了资金；在下降周期，可以使用统计的资金而不是损益表来满足特殊拨备的增长。见 Enria 等人（2004）和西班牙银行（2007）。为进一步讨论这一议题和西班牙拨备方法的透明度，见 Fernández de Lis、Pagés、Saurina（2000），Jiménez 和 Saurina（2006）。

34. 巴塞尔银行监管委员会（2006b）和 IAS 39。

更加精练的披露能够满足在共同的披露框架内各种用户不断增大的需求，包括投资者、监管者和储户。例如，一系列的短期报告³⁵ 可以在网站上更频繁地发布（例如，季刊），³⁶ 以迎合范围较窄用户组的需求，从而突出最相关的信息，并强调风险的动态。此外，与公允价值资产负债表相关的波动可能意味着资产负债表不再是评估银行资本的主要媒介。市场参与者和监管者可能会越来越多转向现金流量表、收入和权益报表以及风险的衡量标准以提供更多的信息，而这些报表的发展必须针对用户的需要。

尽管结构简单且仅限于孤立的冲击情景，我们的模拟却指出了一个事实，即资产负债表双方都应用公允价值将引入一种反周期成分，该成分可缓冲会导致银行权益大幅波动的金融冲击的影响。然而在冲击的情景中出现这一结果，部分源于自身债务价值的恶化，因为资产负债表中负债方的风险溢价开始上升。在逻辑上这是对衰退阶段资产恶化的补偿。从评估金融机构风险或其前景的角度，其结果可被看做是矛盾的，因为金融机构自己的债务价值恶化几乎不能被视为一个积极的因素。模拟也说明银行对某一特定冲击的反应会因为资产负债表结构的不同而大相径庭，因而有必要通过增加披露来辨别周期性的来源。

未来的关键挑战将是丰富公允价值会计框架，从而使市场参与者和监管者更加知情，以加强市场纪律和金融稳定。目前存在于估值的会计准则、审慎和风险管理方法之间的零散解决方案是不充分的，必须加以协调。更重要的是，这将需要调整这三项纪律中的一部分来解决这些紧张关系。由于2007-2008年金融风暴继续演化，公允价值会计准则的替代方案和披露将继续经受考验并提供精辟见解以待改进。

35. 财务会计标准委员会的 XRBL 金融机构项目将在线提供大约三年的数据，在2008年4月的《全球金融稳定报告》（基金组织，2008b）中也有讨论。

36. 这将从美国证券交易委员会的10-Q修订案中分离出来。

附录 3.1. 数据和模型假设³⁷

本附录呈现了模拟练习的构建并回顾了各种情景的基本假设。

银行的资产负债表

为精确地反映有代表性的美国大型商业银行、美国大型投资银行、欧洲大型银行和侧重零售业务的美国和欧洲银行的资产负债表，从这些机构的年度报告和美国证券交易委员会的 10-K 文件中收集出这五类银行组的 2006 年年末的财务报表。³⁸ 使用各家银行的资产负债表构建了一个每种机构都适用的加权平均，由此产生了具有代表性的资产负债表（表 3.1）。

表 3.1 显示了在模拟中公允定值的排列项。^{39, 40} 在模拟中并非所有的资产负债表项目都是公允定值的：通常不用于销售的项目（例如，银行账户中的证券）以及属于“其他”类别的永久不变的项目。⁴¹

公允价值之下的资产和负债的定值

贷款和债券是按其预期净现值(NPV)定值的，要考虑到每一个工具的违约概率(PD)和违约损失率(LGD)。换言之， T 年后到期的某一证券（或贷款）的价值可以由下面的表达式得出

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{E(CF_t)}{(1+\delta_t)^t}$$

37. 本附录由 Juan Solé 撰写。

38. 2006 年 12 月被选定为修订期，以便取得相对近期的资产负债表，同时不会过度紧密地反映从 2007–2008 年美国次贷危机以来的银行资产负债表结构的上升或者下降。

39. 因为模拟的目的，所有银行被假定为新成立的，以便所有的资产负债表项目开始模拟时都是按公允价值定值。因此，应用于基线的冲击只反映冲击的单纯影响，而不是冲击任何对公允价值最初偏离的综合影响。

40. IAS 39 可防止活期存款以低于票面价值估价，即使其中有很大比例显示出定期存款的经济特点。结果，在本练习中，存款仍旧以面值计算。

41. 尽管信用衍生品的风险暴露为 2007–2008 年金融动荡的一个核心要素，在 2006 年的报告却还没有给出一个明确关于它们的细分的说明。有些抵押贷款支持证券也包括在债务证券类别中。

其中， δ_t 是 t 年的折现率，而 $E(CF_t)$ 是预计第 t 年的现金流在证券（或贷款）违约概率下的分解，即

$$E(CF_t) = [PD_t \cdot (1+r_t) \cdot N \cdot (1-LGD_t)] + [(1-PD_t) \cdot r_t \cdot N] \text{ 对于所有的 } t < T,$$

和

$$E(CF_T) = [PD_T \cdot (1+r_T) \cdot N \cdot (1-LGD_T)] + [(1-PD_T) \cdot (1+r_T) \cdot N],$$

其中， PD_t 代表违约概率，⁴² r_t 是贷款的利率， N 是这笔贷款的名义数量，而 LGD_t 是违约损失率。在公允价值(FV)之下，交易的股票按照市场价格定值。由于银行股票投资组合的详细构成不得而知，就假设银行持有与标准普尔 500 股票指数同样的股票组合。因此，每种类型银行的股票数量可以通过 2006 年年底同一天的标准普尔 500 指数划分它们的股票投资组合的价值获得。

商业周期的特征

为简化分析，本章考虑了程式化的商业周期的四个时期，用典型的商业周期中不同的点来表示：趋势、波谷、波峰、回归趋势。商业周期中的每个点都以证券和贷款的不同违约概率为特点。为构建正常的商业周期，贷款和债券的违约概率均假定随周期性的脉冲而变化，在经济衰退时上升，在经济转暖时下降。为分离出不断演进的违约概率对定值的影响，基线模拟从周期中利率的变化和初始假设收益率平缓的曲线中抽取出来。

原则上，不同类别的证券和贷款可能有不同的违约概率分布和周期内不同的演进。然而为了简洁明了，本章假定所有的证券和贷款具有相同的违约概率分布，并表现出同样的周期性行为，房地产萧条—繁荣周期的情景除外，假设抵押贷款服从不同的概率分布。另外，贷款被认为是子弹工具，其原则是在到期日前全部还清。这些违约概率分布的具体定值在 Nickell、Perraudin 和 Varotto (2000) 的文献中得出，他们考察了证券

42. 严格上说， PD_t 是在时间 t 内违约的条件概率。也就是，在之前没有违约的条件下，在 t 时间段发生贷款违约的概率。

评级转移概率与经济状况的依存度。⁴³ 在计算商业周期不同阶段的违约概率分布时就使用了他们估计的在周期不同的时间点的过渡矩阵(表 3.2)。⁴⁴

为计算贷款和证券的 NPV, 也需要对违约事件的损失进行度量。因此, 从巴塞尔银行监管委员会(2006a)第五次定量影响研究(QIS-5)中可查得, 抵押贷款的违约损失率为 20.3%, 企业贷款的违约损失率为 46.2%。为分离出演进的违约概率分布的影响, 违约损失率被假定为在整个经济周期中恒定不变(萧条—繁荣周期中的住房市场和价格螺旋式下降的债券市场除外)。⁴⁵

经济冲击的特征

第一个情景考虑的是一个萧条—繁荣周期中股市的估值, 这里同时存在一个正常的周期, 在经济周期衰退阶段, 股价开始暴跌 20%, 然后又激增到原始水平之上 20% 的水平, 最终返回到各自的趋势值(表 3.3)。⁴⁶

第二种情景是一个萧条—繁荣周期中的住房市场, 其中抵押贷款违约率和违约损失率在衰退期间均显著性地提高, 然后在复苏中弹回。在这种情景下, 周期波谷时的抵押贷款违约概率增加到 5.29%——与最近的美国住房市场垮台的情况相一致。⁴⁷ 此外, 房屋价值的减少, ——因此, 恢复中的预期下降——违约损失率比 QIS-5 中报告的平均水平要高 50% (例如, 从 20.3% 增长到

43. 也可参考 Pederzoli 和 Torricelli (2005)、Bangia 等人 (2002) 以及 Altman 等人 (2005) 的文献。

44. 应当指出的是, 巴塞尔银行监管委员会第五次定量影响研究评估一组 G-10 (前美国) 的银行的零售抵押贷款组合的违约概率为 1.17%, 非常接近在期间趋势使用的 1.18% 的估计数。

45. 尽管这可能是比让 LGDs 在周期内演进更不现实的假设, 但模拟的定性结果不会改变。

46. 银行持有的代表性股票初始价格被标准化为 2006 年年末的标准普尔 500 股票指数价值, 在 2006 年 12 月 29 日收于 1,418 点。

47. 为估计 2007-2008 年美国住房危机期间的违约概率, 假设丧失抵押品赎回权的 100% 和超过 90 天的 70% 会以违约结束。这些百分比然后将与各自的违约概率结合产生对所有的抵押贷款 5.29% 的总体估计的违约概率。见 UBS (2007)。数据来源是美林证券, 2008 年 4 月。

30.5%)。

为模拟融资状况下的周期, 本章假设, 在商业周期的波谷银行的融资成本提高了 58.7 个基点。通过计算 2007 年夏季美国和欧洲银行 LIBOR 隔夜指数掉期的利差可以得到利差增加的水平(见第二章图 2.2)。相反, 为分析流动性充足条件下的影响, 模拟假设银行的融资成本下降到周期波峰处同样的水平。

为构建萧条证券市场和之后复苏的情景, 假设债券的违约损失率在波谷大幅增加而在波峰以相同的幅度减少。⁴⁸ 在本周期的波谷, 债券的违约损失率从最初的基础 46.2% 增加到 67.3%。⁴⁹ 随后, 模拟把同样的冲击程度(但方向相反)应用于周期波峰的违约损失率中——发现, 违约损失率下降到了 25.1%。

参考文献

- Acharya, V.V., S.T. Bharath, and A. Srinivasan, 2007, "Does Industry-wide Distress Affect Defaulted Firms?—Evidence from Creditor Recoveries," *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, No. 3, pp. 787–821.
- Altman, Edward, B. Brady, A. Resti, and A. Sironi, 2005, "The Link between Default and Recovery Rates: Theory, Empirical Evidence, and Implications," *Journal of Business*, Vol. 78, No. 6, pp. 2203–27.
- Bangia, Anil, Francis Diebold, André Kronimus, Christian Schagen, and Til Schuermann, 2002, "Ratings Migration and the Business Cycle, with Application to Credit Portfolio Stress Testing," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 26, No. 2–3, pp. 445–74.
- Bank of Spain, 2007, "Dynamic Provisioning in Spain: Impacts of the New Spanish Statistical Provision in the Second Half of 2000." Available via the Internet: www.bde.es/provesta/impactoe.htm.
- Barth, Mary, 2004, "Fair Values and Financial Statement Volatility," in *The Market Discipline Across Countries and Industries*, ed. by Claudio Borio, William Curt Hunter, George G Kaufman, and Kostas Tsatsaronis (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).

48. 低迷市场的这一特性背后的基本原理在随后 Altman 等人 (2005) 的文献中有论述, 在危机期间, 对证券的需求下降, 从而降低了证券的市场价格和恢复率(例如, 违约损失率的相反方向)。见 Acharya、Bharath 和 Srinivasan (2007)、Altman 等人 (2005), 以及 Bruche 和 González-Aguado (2008) 关于低迷市场和违约损失率上升之间联系的讨论。

49. 从 Bruche 和 González-Aguado (2008) 得出。

- , Leslie D. Hodder, and Stephen R. Stubben, 2008, “Fair Value Accounting for Liabilities and Own Credit Risk,” *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 3, pp. 629–64.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2006a, *Results of the Fifth Quantitative Impact Study (QIS-5)* (Basel: Bank for International Settlements).
- , 2006b, *Sound Credit Risk Assessment and Valuation for Loans* (Basel: Bank for International Settlements).
- Borio, Claudio, and Kostas Tsatsaronis, 2005, “Accounting, Prudential Regulations and Financial Stability: Elements of a Synthesis,” BIS Working Paper No. 180 (Basel: Bank for International Settlements).
- Bruche, Max, and Carlos González-Aguado, 2008, “Recovery Rates, Default Probabilities, and the Credit Cycle,” CEMFI Working Paper No. 0612 (Madrid: Centro de Estudios Monetarios y Financieros).
- Center for Audit Quality, 2007, “Measurements of Fair Value in Illiquid (or Less Liquid) Markets,” Center for Audit Quality White Paper (October).
- Citigroup, 2008, “There’s a Hole in My Bucket: Further Deterioration in European Banks’ Capital Ratios,” Industry Focus, Citigroup Global Markets: Equity Research, June 16.
- Enria, Andrea, Lorenzo Ciappiello, Frank Dierick, Sergio Gritti, Andrew Haralambous, Angela Maddaloni, Philippe A.M. Molitor, Fatima Pires, and Paolo Poloni, 2004, “Fair Value Accounting and Financial Stability,” ECB Occasional Paper No. 13 (Frankfurt: European Central Bank).
- Fernández de Lis, Santiago, Jorge Martínez Pagés, and Jesús Saurina, 2000, “Credit Growth, Problem Loans and Credit Risk Provisioning in Spain,” Banco de España Working Paper No. 0018. Available via the Internet: www.bde.es/informes/be/docs/dt0018e.pdf.
- Financial Stability Forum, 2008, “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience,” paper presented to the meeting of the G-7 Ministers and Governors, Washington, April 7.
- Financial Times*, 2008, “Banks According to GAAP,” July 29. Available via the Internet: www.ft.com.
- Fitch Ratings, 2008a, “Fair Value Accounting: Is It Helpful in Illiquid Markets?” *Credit Policy Special Report* (April 28). Available via the Internet (by subscription): www.fitchratings.com.
- , 2008b, “Fair Value Disclosures: A Reality Check,” *Credit Policy Special Report*, (June 26). Available via the Internet (by subscription): www.fitchratings.com.
- Global Public Policy Committee, 2007, “Determining Fair Value of Financial Instruments under IFRS in Current Market Conditions.” Available via the Internet: www.pwc.com.
- Guerrera, F., and B. White, 2008, “Banks Find Way to Cushion Losses,” *Financial Times*, July 8. Available via the Internet: www.ft.com.
- International Accounting Standards Board (IASB), 2001, “Financial Instruments: Recognition and Measurement,” IAS 39. Available via the Internet: www.iasb.org.
- , 2007, “Disclosure of Financial Instruments,” IFRS 7. Available via the Internet: www.iasb.org.
- International Monetary Fund (IMF), 2008a, “Financial Stress and Economic Downturns,” Chapter 4, *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, October).
- , 2008b, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- Jiménez, Gabriel, and Jesús Saurina, 2006, “Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation,” *International Journal of Central Banking*, Vol. 2, No. 2 (June), pp. 65–98.
- Kashyap, Anil, 2005, “Financial System Procyclicality,” paper presented at the “Joint Conference of the IDB and Federal Reserve Bank of Atlanta’s Americas Center: Toward Better Banking in Latin America,” Washington, January 10.
- Keen, Howard, 1989, “The Yield Curve as a Predictor of Business Cycle Turning Points,” *Business Economics*, (October). Available via the Internet: http://findarticles.com/p/articles/mi_m1094/is_n4_v24/ai_7987167.
- Nickell, Pamela, William Perraudin, and Simone Varotto, 2000, “Stability of Rating Transitions,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, No. 1–2, pp. 203–27.
- Pederzoli, Chiara, and Costanza Torricelli, 2005, “Capital Requirements and Business Cycle Regimes: Forward-Looking Modeling of Default Probabilities,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, No. 12 (December), pp. 3121–140.
- Piazzesi, Monica, and Martin Schneider, 2006, “Equilibrium Yield Curves,” NBER Working Paper No. 12609 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Union Bank of Switzerland (UBS), 2007, “Subprime Loss Protection—A Do-It-Yourself Kit,” *Mortgage Strategist*, June 26.

本章介绍了新兴市场股票价格受到国内外因素的影响，因此，当全球经济环境发生变化时，全球经济发展就成为股票市场波动产生溢出效应的一个重要渠道。这种溢出效应进而影响到国内的消费和投资。因此，迅速恢复股市以应对股票价格的走低仍然是新兴市场国家的一个重要目标。

经过数月对危机的抵御，在2007年夏季，新兴市场国家的股市已经受到始于先进经济体的金融动荡的影响。本章通过聚焦股票市场的传导渠道，探讨了日益紧密的金融全球化是否潜在地加大了新兴市场应对外部冲击的脆弱性。由于许多新兴市场经济体的股票价格已经经历了一个长期的上涨过程（尽管最近几个月价格有部分逆转），该问题仍然与之有关。并且，如果全球金融动荡进一步延续，全球经济持续放缓，那么新兴市场的抗冲击力可能将继续受到考验。

本章解决三个关键问题：

- 面对变化不定的外部经济条件时，新兴市场脆弱性的程度如何？为回答这一问题，本章探究了决定新兴市场国家股市估价的国内外因素，并分析了外部决定因素是否有重要的经济意义。结果表明，到目前为止，虽然与国外市场更紧密的联系是股价变动的重要驱动力，但是越开放或者外资参与水平越高的新兴市场经济体反而越没有受到全球金融动荡的大范围影响。
- 与宏观金融联系的广泛程度怎样？本章研究了财富效应是否重要，以及财富效应是否使得新兴市场的消费和投资增长面对股票市场走低时更显脆弱。结果表明，财富效应对私人

消费和投资的影响小，但有重要的统计意义。而且，与金融市场之间的溢出效应渠道相比，财富效应作用是逐渐显现的。

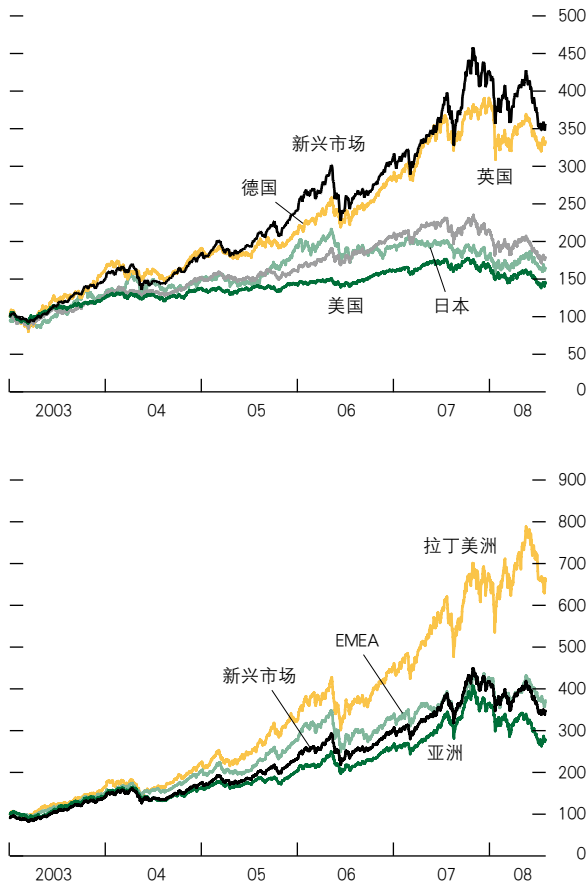
- 新兴市场国家应该采取什么措施来尽可能地减少自身应对溢出效应的脆弱性？本章强调了构造和维持资本市场，尤其是股票市场弹性的重要性。这不仅可以通过培育深层次的资本市场来实现，也可以通过实施符合国际惯例的司法、监管和会计改革，建造功能完善、有配套基础设施的证券市场来实现。

本章首先回顾了新兴市场股市在长期上升和调整期间股票价格的变化，然后把这一周期变化与所研究的一些国家股票市场之前从波峰到波谷的变化相比较，因为所研究的国家股市在这两个变化周期内表现完全不同。从中我们可以明显看到各个国家股市之间关联度的整体加强。其次，本章提出一个实证分析框架，用以评估推动新兴市场股价变动的因素，从而发现国内 / 基本面因素（比如经济增长和汇率预期），和全球 / 外部状况（比如流动性过剩、信用和市场风险溢价）都起着一定作用。再次，本章提供了一些附加结果，揭示了影响新兴市场国家股市走势的潜在溢出效应，并讨论了溢出效应对消费和投资的影响。最后，本章对得出的主要结论进行总结，提出一些政策建议以及帮助股市能更富弹性地应对股价下跌的措施。

注：本章由 L. Effie Psalida 领导的研究小组撰写，其他成员还有 Heiko Hesse 和 Tao Sun。另外，Oksana Khadarina 提供了研究支持。

图4.1. 部分股票市场指数

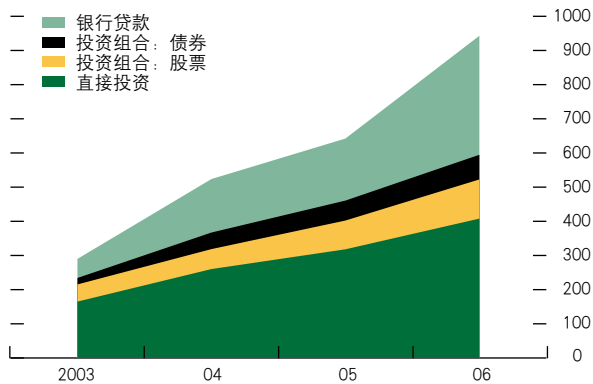
(2003年1月1日=100; 美元)



资料来源: Bloomberg L.P.和Datastream。
注: EMEA=新兴欧洲·中东·非洲。

图4.2. 新兴市场经济体: 资本流入的构成

(10亿美元)



资料来源: 基金组织, 国际金融统计数据库。

新兴市场股票市场的表现

经过一段平淡增长期, 新兴市场的股票价格从2003年开始迅速上涨(图4.1)。伴随这次价格变化而来的是新兴市场资本流入的增长(图4.2), 从净值来看, 由于新兴市场跨境对外投资(图4.3)作用的日益增强, 资本流入的增长经常掩盖了大量的资本总流入。

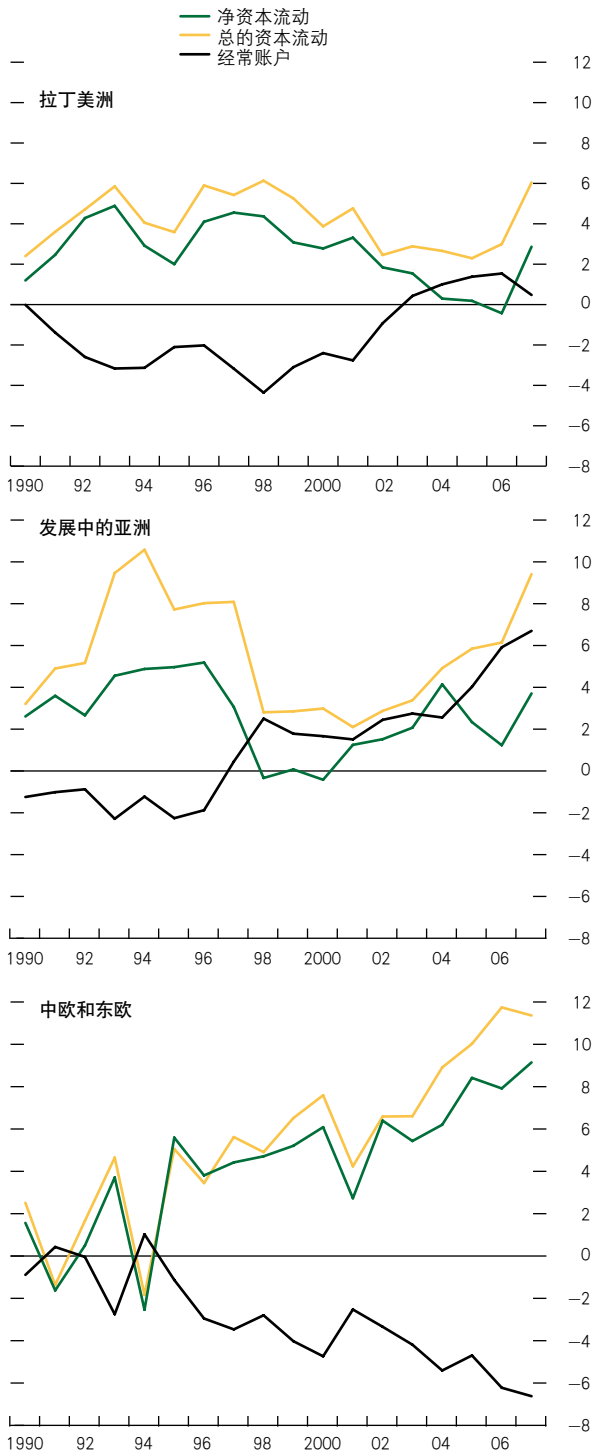
在一些更成熟的新兴市场, 股票市场资本化率(股票总市值与GDP的比例)正接近先进经济体的水平, 尽管我们不能确定所有案例国家中资本化率是否能持续(图4.4)。值得注意的是, 在许多新兴市场经济体里, 股票市场整体回报增长速度快于先进经济体(图4.5), 但是整体而言, 市盈率仍然是可比较的(图4.6)。

从2003年起, 外国持有的新兴市场股票的数量整体增加, 但在所有案例国家(图4.7)中, 其占股票总体价值的比例并没有必然增长。除了这段时期的推动因素外(如全球流动性过剩以及对收益的追求), 日益增长的非居民股票持有量至少可以部分归结于国际投资基础的多样化(基金组织, 2007a)、对外开放的政策以及新兴金融市场的成熟(基金组织, 2007b, 第三章)。原则上, 虽然更高比例的外国股票持有量会使得新兴市场股价面对全球经济环境变化时更敏感, 但是自从2007年10月股价达到峰值以来(图4.8), 外国投资者的存在看起来与股票价值大量损失并无关联。

表4.1对八个新兴市场经济体当前面临的股票价格部分掉头调整和之前经历的股价周期变化进行比较, 这八个新兴市场国家在20世纪90年代范围更广的金融危机中经历了股价大幅度的上涨和随后的突然下跌。同时, 还比较了这些国家及其所经历的股价变化与先进经济体之前经历的四次股市大震荡以及持续到2008年8月底的股价下跌变化。一些观察结果值得重视。与20世纪90年代危机中经历的大幅度和无序的(在很多情况下)股市调整不同, 截至目前, 新兴市场股价回落调整的幅度与本轮股价处于峰值时达到的高水平相比, 要浅得多。当然, 我们也清晰地看到股价回落调整的阶段还没有结束。目前先进经济体

图4.3. 经常账户余额和全球视角下的资本流动

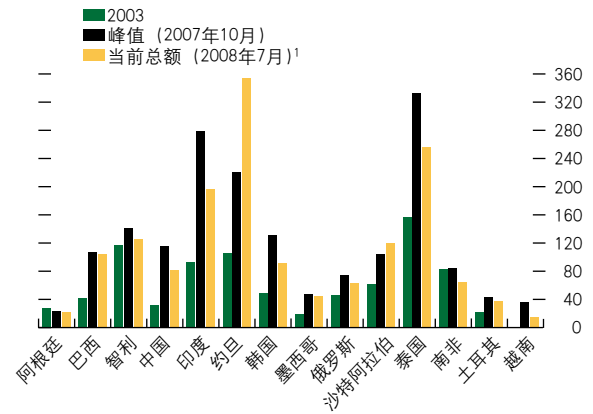
(占GDP的百分比)



资料来源：基金组织，世界经济展望数据库。

图4.4. 股票市场资本总额

(占GDP的百分比)

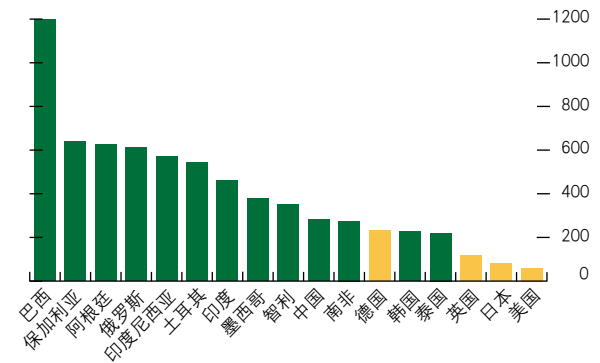


资料来源：世界交易所联盟；Bloomberg L.P.和基金组织，世界经济展望数据库。

1. 2007年占GDP的百分比。

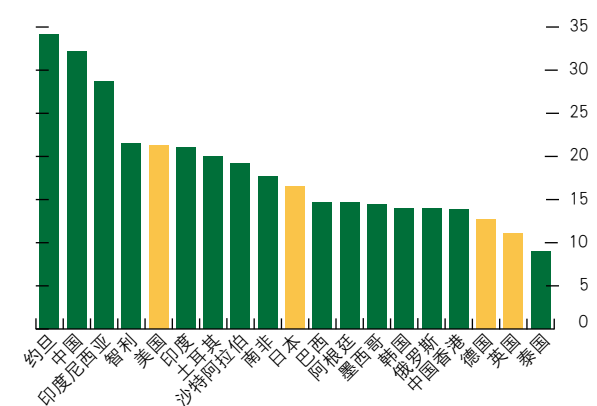
图4.5. 股票市场总收益

(2003年1月至2008年7月；百分比变化)



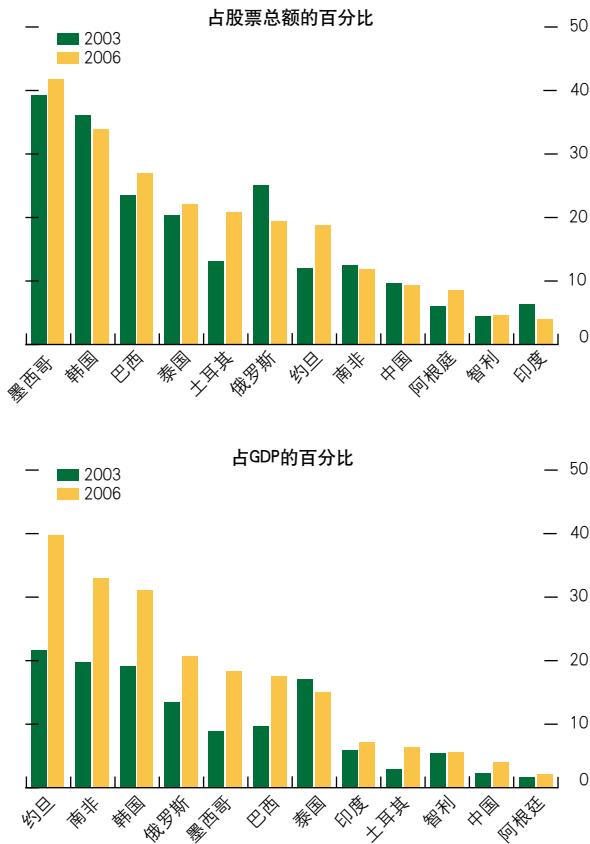
资料来源：标准普尔新兴市场数据库和Datastream。

图4.6. 市盈率，2008年7月31日



资料来源：标准普尔新兴市场数据库；Datastream和Bloomberg L.P.。

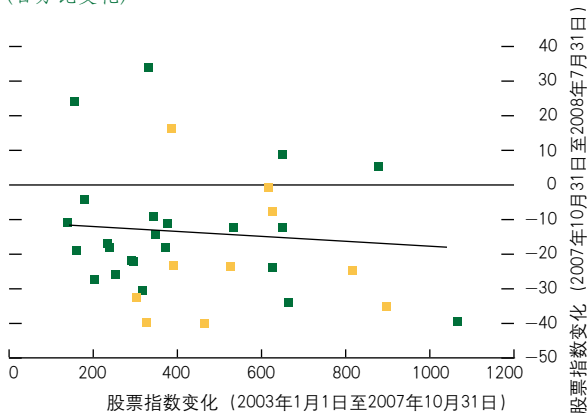
图4.7. 外国持有股票总额



资料来源：基金组织，国际收支和世界经济展望数据库。

注：中国的数据指的是从2004年到2006年。

图4.8. 新兴市场股票指数和外国投资者参与水平 (百分比变化)



资料来源：基金组织，《世界经济展望》和国际金融统计数据库。

注：绿色方块表示外国持有股票总额超过GDP5%的国家。

进行的股价调整比起之前的调整来说，幅度小些，步伐较缓；而且，在许多情况下，发达国家遵循着比以前更适度的股市上涨步伐（例如与日本在20世纪80年代末经历的泡沫经济和美国的高科技泡沫相比）。在本轮股市回暖期间，先进经济体的股价上涨幅度比起新兴市场股价上涨来说，同样也是适度的。

截至目前，不同新兴市场国家所进行的股市部分调整以及差异化调整的事实，与前一轮股市变化相比，揭示出一些差别，包括新兴市场经济体的经济基本面更强，差异更明显，金融市场层次更丰富；“南南”资本投资流动大幅增长以及石油美元大量回流。

国家间股票价格的关联性

从理论上说，金融全球化程度的加深将会使新兴市场的股价在应对全球事件时变得更加敏感。事实上，近年来，新兴市场经济体的股市与美国股市的关联度有所增加，一个简单的对比分析就能看出，一些新兴市场的主要股票指数股价和标准普尔500指数股价之间的关联度从1998年1月到2002年12月的0.17增加到2003年1月到2008年5月的0.91。¹

一个稳健性检验（即通过揭示长时间内关联度的变化来分析股市之间的相互运动）也表明了在过去五年里股市间关联度的变化及其整体日益紧密的趋势。² 具体而言，拉丁美洲的股价指数一般与美国股价有高度的关联度，其股价在2007年2月持续不长的拉美金融危机（图4.9）中达到

1. 关联度因其对潜在联系的偏倚估计而为人所知，因为关联度通常在股价波动剧烈的时期被高估，而在股价平缓的时期被低估。然而，恰到好处的纠正却需要对偏倚原因作出假设。

2. 这里应用了Engle (2002) 提出的动态条件相关 (DCC)-广义自回归条件异方差 (GARCH) 的模型构建，该模型构建是按照三个阶段来评估的。首先，单变量 GARCH 模型适合于构建过程中的每个变量；其次，截断参数是从转换变量中获得的；最后，估计出控制条件相关动态变化的系数。参见 Frank、González-Hermosillo 和 Hesse (2008) 应用该模型对 2007 年次级抵押贷款危机的分析。

表4.1. 新兴股票市场的高峰和低谷：当前和之前的时期

		当前时期 (2007年10月至2008年8月)							
		股票价格指数 (百分比变化)		股票市场资本总额/GDP			市盈率		
		上涨到峰值	高峰到当前	高峰	当前	差异	高峰	当前	差异
新兴市场									
阿根廷		1,006	-14	24	20	4	15.8	13.5	2.4
巴西		1,364	-14	107	93	14	16.7	7.6	9.1
中国香港		226	-31	1,435	946	489	22.9	13.3	9.6
印度尼西亚		882	-18	47	43	4	30.2	27.1	3.2
韩国		590	-40	129	78	52	17.6	9.5	8.1
墨西哥		417	-15	42	37	5	19.8	11.6	8.2
南非		467	-26	333	245	87	19.7	17.7	2.0
泰国		402	-26	84	65	19	12.2	9.1	3.0
备忘项目:									
先进经济体									
德国		339	-19	64	50	14	13.9	13.3	0.6
日本		111	-18	111	92	19	21.4	16.0	5.4
英国		162	-27	152	111	42	13.1	12.2	0.9
美国		84	-17	152	127	25	18.3	24.7	-6.5
		过去的时期							
		股票价格指数 (百分比变化)		股票市场资本总额/GDP			市盈率		
		上涨到峰值	高峰到低谷	高峰	低谷	差异	高峰	低谷	差异
新兴市场									
阿根廷	2000年2月至2002年6月	86	-85	23	13	10	43.6	-10.2	53.8
巴西	1997年7月至1999年1月	134	-69	74	35	39	18.6	8.4	10.2
中国香港	1997年7月至1998年8月	99	-60	337	152	186	19.7	9.0	10.7
印度尼西亚	1997年1月至1998年9月	134	-92	42	10	32	24.0	-23.6	47.6
韩国	1996年4月至1998年8月	100	-83	37	14	23	16.5	-13.7	30.2
墨西哥 ¹	1994年11月至1995年2月	71	-64	28	25	3	17.9	16.4	1.6
南非	1996年1月至1998年8月	188	-64	214	106	109	20.3	7.8	12.6
泰国	1996年5月至1998年8月	174	-93	80	16	65	21.7	-1.9	23.6
备忘项目:									
先进经济体									
德国	2000年2月至2002年9月	74	-63	81	31	51	24.7	9.6	15.1
日本 ²	1989年12月至1992年7月	928	-52	140	55	85	...	...	...
英国	1999年12月至2003年3月	122	-47	200	88	112	28.6	16.5	12.1
美国	2000年8月至2002年9月	235	-46	180	98	82	28.7	31.4	-2.7

资料来源: Datastream; 标准普尔新兴市场数据库; 世界交易所联盟和基金组织, 世界经济展望数据库。

注: 所有高峰/低谷数值指的是金融危机发生之前股价达到的峰值和与危机相关的最后一次低谷。差别表示两者之差。在过去事件中, “上涨到峰值”描述的是从前次股价处于低谷以来股指价格的上涨, “高峰向低谷”测量的是从峰值到下一个低谷之间股价的下跌。在当前时期中, 我们把2007年10月底作为峰值时间(当时美国和许多新兴经济体的股价上涨到峰值)。“上涨到当前”展示的是从市场峰值到2008年8月底之间股票指数的运行状况。

1. 1994年处于峰值时, “股市资本总额”指代的时间是1994年12月。

2. 东京证券股票指数中的股市资本总额。

顶峰。³成熟的欧洲股票交易所(以泛欧证券交易所300指数为代表), 新兴欧洲·中东·非洲(EMEA)以及亚洲市场之间的关联度也有所加强, 虽然相对而言处于较低水平。同样的, 不同地理

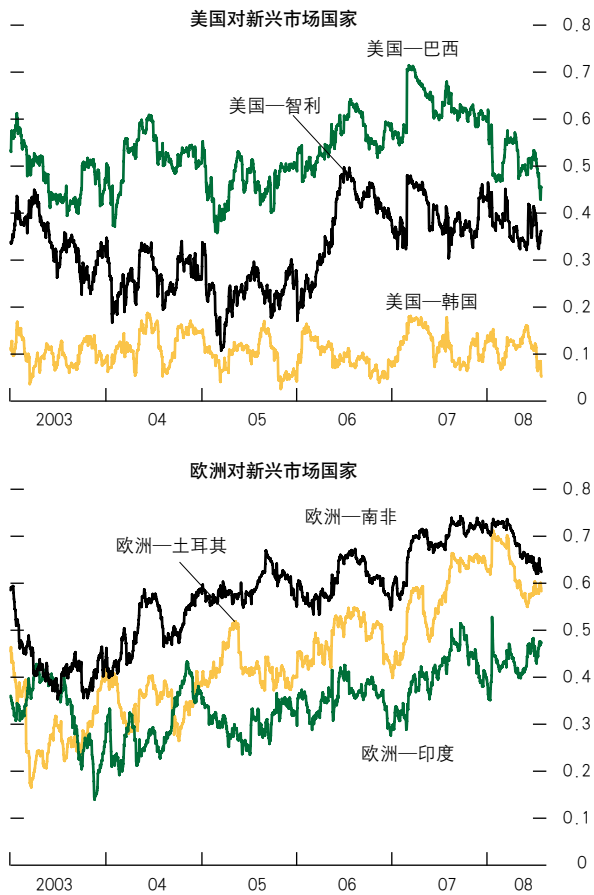
位置的新兴市场股市之间的关联度也相应地增强(图4.10)。

新兴市场股票价格的决定因素

为了考察新兴市场是否更容易受全球危机的影响, 我们首先应该探究推动股票价格变动的因素。关于研究股价推动因素的文献有很多, 从

3. 相比较而言, 美国与成熟的欧洲股市关联度较高, 与日本股市的关联度较低, 而且在过去的五年间, 这种关联关系普遍保持稳定。

图4.9. 动态条件相关GARCH模型说明中隐含的相关性



资料来源：Datastream；标准普尔新兴市场数据库和基金组织工作人员的估计。

注：GARCH=广义自回归条件异方差（Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity）。

Gordon (1962) 模型（把预期实际的红利增长和实际贴现率作为主要决定因素）到 Campbell Harvey 和 Geert Bekaert 更详尽的分析（包括流动性和风险溢价措施）都对股价推动因素进行了剖析。⁴ 除了国内微观和宏观决定因素的影响，关于红利增长和贴现率未来路径的预期也会受到全球金融条件的影响，比如 1997–1998 年亚洲金融危机前经历的流动性过剩，以及 2003–2007 年经历的资产价格增长（基金组织，2000，2007a）或者非理性繁荣（Shiller，2000，pp. xxi，296）。关于该问题的实证研究呈现多元化，比如以包含不同假设或解释的模型描述的研究形式。尽管该领域有广泛的研究，但方法主要集中在对两组股价决定因素的研究上：国内 / 基本面方面和全球 / 金融方面（基金组织，1998，2000）。

本节提出了一个实证研究框架，借以评估新兴市场股价的决定因素。本框架结构基于对 30 个新兴市场经济体的考察，采用了对每月观察结果（从 2001 年 1 月到 2008 年 5 月）的固定效应面板数据描述（请参见附录 4.1 中对评估说明和结果的详细阐述）。该模型运用了两组解释变量：

- 国内或者基本面方面的因素包括（1）经济增长状况；（2）国内与国外利率的差别；（3）远期汇率；（4）通胀率差别；（5）股票市场资本化率，除了反映价格效应，资本化率也反映了股票（比如上市公司发行的新股和首次公开募集的股票）数量的增长，代表了股票市场深度。⁵
- 全球因素包括（1）全球流动性过剩（欧元区、日本和美国等地广义货币增长与货币需求估计之间的差异）；（2）信用风险溢价（美国 10 年期美元掉期差价率水平）；以及（3）市场风险溢价（美国标准普尔 500 指数的隐含波动性 [VIX]）。

对全部 30 个新兴市场长达 89 个月的研究评

4. 关于 Campbell Harvey 和 Geert Bekaert 研究的更多信息，请参见他们的网页，分别是 www.duke.edu/~charvey/curvit.htm 和 www.gsb.columbia.edu/faculty/gbekaert/。

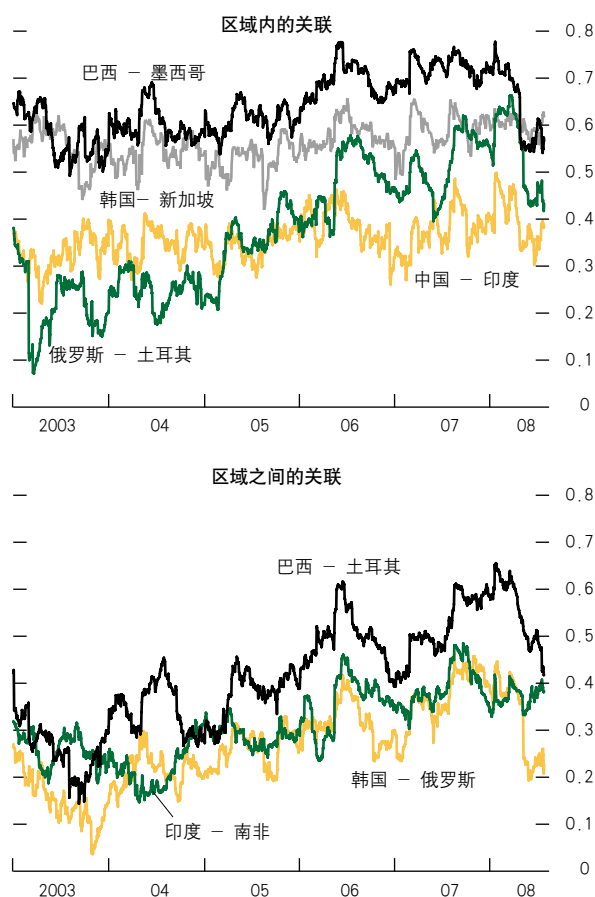
5. 虽然股票价格和股市资本化率的相互变化表面看来是高度关联的，但实际上针对特定国家在特定样本时期时，两者的关联系数只有 0.19。

估结果表明，对任何特定的经济体来说，股票价格与 GDP 增长、汇率升值预期和股市资本化率提高之间呈正相关（表 4.2）。对于全球因素而言，提及的三个因素都有重要的统计意义，正如所预期的，全球流动性过剩与股价呈正相关，而信用和市场风险溢价与股价呈负相关。⁶ 对拉丁美洲、亚洲和新兴欧洲·中东·非洲三个主要地区的比较分析表明，拉丁美洲面临的溢出效应程度最强，因为全球方面的三个因素影响很大，造成拉丁美洲地区的信用和市场的负风险溢价系数比所有样本国家的都要高。新兴欧洲·中东·非洲地区的股票价格主要受汇率预期的影响，而亚洲国家的股价变化与股市资本化率的提高有最紧密的正相关关系。

针对人们的普遍认识，即股市资本化率与股价变动有一系列的关系，下文采用了另外一个模型描述，用私人领域信贷增长代替股市资本化率来研究国内金融市场的深化程度，包括运用摩根士丹利资本国际指数（MSCI）（衡量发达国家股票价格的参考指数）作为一个附加的全球推动因素。得出的结果与之前模型揭示的结论相同，因此，信贷增长和 MSCI 这两个因素都有重要意义，并与股价上涨呈正相关（表 4.3）。在该模型描述下，结论表明，尽管 MSCI 没有显示对拉丁美洲和新兴欧洲·中东·非洲地区股价变化有重要影响，但全球因素对拉丁美洲和亚洲的影响比较大，其中全球流动性过剩与股价变动呈紧密的正相关，而全球市场和信用风险与股价变动呈重要的负相关。汇率预期的因素对新兴欧洲·中东·非洲和拉丁美洲地区影响最大，国内信贷因素对三个地区的影响也都十分显著。

我们提出两个“如果—那么”的情景问题，来进一步分析全球因素对股票价格的影响。⁷ 第一个情景问题假设全球流动性过剩减少 10%（从 2008 年 5 月 4.5% 的水平起）以及信用和市场风险

图 4.10. 新兴市场国家：动态条件相关 GARCH 模型说明中隐含的相关性



资料来源：Datastream；标准普尔新兴市场数据库和基金组织工作人员的估计。

注：GARCH=广义自回归条件异方差（Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity）。

6. 第四个外部因素，证券投资组合流入不具有统计意义。这与之前的研究一致，即统计学上的外资流入对国内股价没有明显影响（见基金组织，2007b，专栏 1.3）。

7. 这些结果是指该模型估计的系数。运用不同的方法对不同的国家在不同时期的分析，很有可能得出稍有不同结果。

表4.2. 对新兴市场股价决定因素的固定效应样本分析的最小二乘法估计——对30个国家的每月观察(2001年1月至2008年5月), 第一种描述

经济体	30个国家	亚洲	EMEA	拉丁美洲
国内因素				
GDP增长	0.5916 (0.0004)***	0.6191 (0.0193)**	0.4114 (0.1771)	0.3869 (0.0752)*
利率差别	-0.0893 (<0.0001)***	-0.0923 (0.0772)*	0.0338 (0.6143)	-0.0391 (0.0616)*
远期汇率	0.0260 (0.0002)***	0.0061 (0.2091)	0.3615 (<0.0001)***	0.2266 (<0.0001)***
通胀率差别	-0.0564 (0.0155)**	0.0033 (0.9497)	-0.0310 (0.3786)	-0.1900 (0.0002)***
资本化率	0.5172 (<0.0001)***	0.7572 (<0.0001)***	0.3608 (<0.0001)***	0.6450 (<0.0001)***
外部因素				
全球流动性过剩	1.0842 (<0.0001)***	0.4366 (0.0109)**	0.9136 (0.0024)***	1.0303 (<0.0001)***
信用风险溢价	-6.0922 (<0.0001)***	-2.8994 (0.0119)**	-4.8127 (0.0233)**	-6.7605 (<0.0001)***
市场风险溢价	-0.2247 (<0.0001)***	-0.1381 (<0.0001)***	-0.2542 (<0.0001)***	-0.2839 (<0.0001)***
外资流入	-0.0001 (0.1984)	0.0000 (0.8676)	0.0001 (0.4444)	0.0000 (0.0473)
误差修正项	-0.0472 (<0.0001)***	-0.0443 (<0.0001)***	-0.0408 (<0.0001)***	-0.0724 (<0.0001)***
其他因素				
常数	-0.4429 (<0.0001)***	-0.6888 (<0.0001)***	-0.2933 (<0.0001)***	-0.5407 (<0.0001)***
调整后的R ²	0.5663	0.7634	0.4671	0.7456
时间序列样本 (每月)	2001年1月至2008年5月	2001年1月至2008年5月	2001年1月至2008年5月	2001年1月至2008年5月
截面国家数量	30	12	12	6
观察值数量	2,294	892	875	527

资料来源: 基金组织, 《世界经济展望》和国际金融统计数据库; 世界银行, 世界发展指标数据库; 标准普尔新兴市场数据库; Bloomberg L.P.和Datastream.

注: 圆括号中数值是概率值。*、**和***分别说明在10%、5%和1%水平下的显著性。EMEA=新兴欧洲·中东·非洲。

溢价增长10%。结果显示, 当三个全球因素指标情况恶化时, 新兴市场的股价涨幅将降低1.25%, 尤其是单独运用流动性指标时将产生最显著影响。第二个情景问题假设流动性过剩为零, 风险溢价大幅上涨(更大的冲击), 此时, 股价增长率比基础案例显示的比例要低16%。⁸

溢出效应及其影响

我们在前一节讨论的结果表明外部因素对新

8. 第二个情景假设中的信用风险溢价增长到2000年5月的高水平, 达到1.39, 而2008年5月是0.59; 1998年8月市场风险溢价增长到44的高水平, 而2008年5月是18。Psaldia和Sun(即将发表)将对这些假设进行阐述。

兴市场股价有显著影响, 因此可以看出溢出效应的重要潜在作用。本节基于另一种方法——向量自回归(VAR)来进一步检验影响新兴市场股市估价因素之间相互运动所起的作用。随后, 本节继续讨论当溢出效应经股价传导后对消费和投资的影响。⁹

一个更动态的分析方法——向量自回归

前节我们采用的跨经济体面板回归方法的一个主要局限是该方法考察的仅仅是经济体之间相

9. 这是一个谨慎的方法, 所需要的数据和模型构建不能直接检验跨境的溢出效应和大多数新兴市场国家之间潜在的相互影响。

表4.3. 对新兴市场股价决定因素的固定效应样本分析的最小二乘法估计——对30个国家的每月观察(2001年1月至2008年5月), 第二种描述

经济体	30个国家	亚洲	EMEA	拉丁美洲
国内因素				
信贷增长	0.7124 (<0.0001)***	0.6777 (<0.0001)***	0.4711 (<0.0001)***	0.3456 (<0.0001)***
GDP 增长	0.3777 (0.0893)*	0.6727 -0.1785	0.1577 -0.6549	-0.1014 -0.7599
远期汇率	0.0361 (0.0002)***	0.0162 (0.0774)*	0.3816 (<0.0001)***	0.6384 (<0.0001)***
利率差别	0.0210 (0.4125)	-0.2244 (0.0228)**	0.1084 (0.1884)	0.0993 (0.0026)***
通胀率差别	0.0507 (0.1104)	-0.0720 (0.4711)	0.0532 (0.2212)	0.0188 (0.8076)
外部因素				
全球流动性过剩	0.9203 (<0.0001)***	1.5011 (<0.0001)***	0.3663 (0.3334)	0.8726 (0.0235)**
市场风险溢价	-0.2746 (<0.0001)***	-0.2699 (<0.0001)***	-0.3177 (<0.0001)***	-0.3514 (<0.0001)***
信用风险溢价	-6.7535 (<0.0001)***	-7.3195 (0.0011)***	-4.1517 (0.1277)	-7.0568 (0.0082)***
MSCI	0.1141 (0.0187)**	0.1744 (0.0168)**	0.0474 (0.5823)	0.1224 (0.1587)
外资流入	0.0001 (0.2157)	-0.0002 (0.7282)	0.0004 (0.0169)**	0.0000 (0.2741)
误差修正项	-0.0358 (<0.0001)***	-0.0222 (0.1930)	-0.0305 (0.0003)***	-0.0660 (0.0002)***
其他因素				
常数	0.0613 (<0.0001)***	0.0513 (<0.0001)***	0.0711 (<0.0001)***	0.0900 (<0.0001)***
调整后的R ²	0.1842	0.1564	0.1825	0.4017
时间序列样本 (每月)	2001年1月至2008年5月	2001年1月至2008年5月	2001年1月至2008年5月	2001年1月至2008年5月
截面国家数量	30	12	12	6
观察值数量	2,301	892	882	527

资料来源: 基金组织, 《世界经济展望》和国际金融统计数据库; 世界银行, 世界发展指标数据库; 标准普尔新兴市场数据库; Bloomberg L.P.和Datastream。

注: 括号中数值是概率值。*、**和***分别说明在10%、5%和1%水平下的显著性。EMEA=新兴欧洲·中东·非洲; MSCI=摩根士丹利资本国际指数。

对简单的互动关系, 而运用跨国 VAR (向量自回归) 模型考察的是对股价突然变化产生的不同溢出效应更准确的区分分析。具体而言, 通过运用与面板数据 (data panel) 中相同的一组指标 (具有统计上的显著性), 我们针对七个经济体 (阿根廷、智利、中国、罗马尼亚、俄罗斯、新加坡和南非) 提出具有八个变量的结构性 VAR 模型。¹⁰ VAR

模型分为外生国外变量组块和国别变量组块。国外变量组块包括全球流动性过剩和美国的信用和市场风险溢价, 而国别变量组块包括 (特定经济体的) GDP 增长、远期汇率、利率和通胀率差别以及资本市场的资本化率。¹¹ 我们观察的是每月数据, 特别是从 2001 年 1 月到 2008 年 5 月的每月

10. 基于 Chinn-Ito 金融开放指标, 我们对所有 30 个国家样本不同的地理区域进行划分, 根据开放程度的标准, 选出这七个国家。开放程度最低的经济体是阿根廷、中国和俄罗斯, 而开放程度最高的是智利、罗马尼亚、新加坡和南非。

11. 我们采用 Schwarz 提出的贝式咨询法则 (除了罗马尼亚是两个滞后长度, 其他国家都是一个滞后长度) 来设定滞后长度。

数据。¹²

总的来说，动态 VAR 分析的结果与面板回归得出的结论是一致的（附录 4.2 中的图 4.11–4.13 展示了所研究的七个国家的一些脉冲反应）。我们观察到以下三个结果：（1）大多数国家股价的变动对全球指标冲击的反应正如预期变化，结论与面板分析的结果保持一致；（2）大多数情况下，股价变化的反应在三个月后逐渐缓和；以及（3）较小的国家总的来说反应较大。

新兴市场股票估值对消费和投资的影响

先进经济体股票市场的变化对消费的重要影响是否会传导给新兴市场国家？研究表明，影响程度的变化因所采用的方法或者选择的样本期间的不同而不同，美国股市实际收益 10% 的波动，美国消费的变化估计是 0.3% 到 0.7%。同样，日本股市财富效应大概是 0.15% 到 0.3%，欧洲国家普遍是 0.1% 到 0.3%。¹³

新兴市场国家的股价波动与消费方式的关系也很紧密，只不过程度通常要小些，在大多数情况下，可能是因为新兴市场股市的国内参与率较低但更集中，以及最近股本估价上涨与 GDP 上涨相比幅度更大。对 22 个新兴市场的研究表明，从 1985 年到 2007 年，股市价值 10% 的变动，就会带来 0.15% 的实际财富效应（统计上显著但实际效应不大）（详见专栏 4.1）。

股市估值变化的影响同样与一些其他宏观经济变量有关，比如政府收入和私人投资。针对私人投资的一个简单模型研究结果表明，股价 10% 的变化将带来大约 1% 的投资变化，这比对私人

12. 我们运用格兰杰因果关系 (Granger Causality) 或者 Block Exogeneity Wald 检验来判断变量的外生性。Wald 统计表明全球流动性过剩以及信用和市场风险溢价因素通常不受模型中其他变量的影响，因此被认为具有外生性。并且，我们运用柯列斯基 (Cholesky) 分解法 (自由度可以调整) 来转换脉冲。当把最具外生性的变量放在首位，而最具内生性的变量放在末位时，就会呈现不同的排序。变量排序的变化并不对溢出效应的统计重要性产生实质性影响。

13. 欲了解更多的信息，见基金组织 (2000, 2002)，Ludwig 和 Sløk (2004) 以及 Slacalek (2006)。

消费的影响要大得多。¹⁴

当地机构投资者的作用

有人提出争议，一个范围广、多样化的国内投资者群体可以缓冲因国际投资者变动带来的国内资本市场的变化。新兴市场中机构投资者（正如新兴市场中一些受资助的养老金计划和保险领域的机构投资者增长一样）作用的日益增强归功于国内和新兴市场之间不断扩大、日益多样化的投资组合进入新兴股票市场（专栏 4.2 讨论了该问题）。

做长线投资的机构投资者，比如养老金和共同基金以及保险公司等，能起到稳定国内股市的作用。同时，诸如对冲基金和私募股权基金等更积极并着重于短线投资的本地投资者的兴起（尽管目前规模较小），能扩大投资者基础，使之更加多样化，但是其他一些更积极的市场参与者的“羊群行为”可能会在市场下行或者出现金融动荡时潜在地加剧市场波动。

主要结果和结论

以上实证分析的主要结果表明，全球因素和国内经济基本面情况都会影响新兴市场的股票价格。具体来说，我们将前一节进行的面板估计和向量自回归的分析结果总结如下：

- 正如全球信用和市场风险溢价与新兴市场股价的负相关关系，以及全球流动性过剩与新兴市场股价的正相关关系所显示的，股票市场渠道的传导能对新兴市场产生溢出效应，这说明新兴市场股市与发达国家的股市已融为一体了。¹⁵
- 强劲的国内经济增长和诸如信贷增长和更高的市场资本化率等衡量金融深化程度的指标

14. 值得注意的是，在一些新兴市场国家，当我们把上市公司的投资与总体私人投资相比时，没有上市企业的经济活动占比可能更大。但是，我们的动态分析可以部分反映总体经济的情况。

15. 该结果与对亚洲和拉丁美洲经济体的研究保持一致（基金组织，2007c, 2008a, 2008b）。

专栏 4.1. 新兴市场是否存在股市财富效应?

本专栏讨论了新兴市场的股价变动是否会影响到消费, 结果表明对消费的影响存在。近年来, 随着新兴市场股价的大幅上涨和近期股价的急剧回落, 股市财富效应对居民消费的影响程度成了讨论的焦点。

虽然有大量的文献研究发达国家资产价格变动对私人消费的影响, 但研究新兴市场经济体的文献却很少。¹ 为了进一步阐释股市估值变动与私人消费之间的关系, 我们采用了 Bayoumi 和 Edison(2003) 提出的一个面板模型(分为两个步骤), 涉及摩根士丹利资本国际指数中出现的 22 个新兴市场国家从 1985 年到 2007 年的数据。² 模型分两步进行, 可以显示出长期和短期股市财富效应之间的差异。³

第一步, 我们得到如下运算式:

$$C_{it} = \alpha BM_{it-1} + \beta GDP_{it-1} + \gamma SM_{it-1} + \varepsilon_{it}, (1)$$

其中,

C_{it} = 对国家 i 在 t 年对人均个人实际消费支出取对数

BM_{it-1} = 对人均实际广义货币以及货币财富的指数取对数

GDP_{it-1} = 对人均居民收入的实际 GDP 取对数

注: 本专栏由 Heiko Hesse 撰写。

1. 对美国股市财富效应的估计是股价 10% 的变化带来财富效应 0.3% ~ 0.7% 的变化, 对其他先进经济体的估计有些变化(见 Bayoumi 和 Edison, 2003; Slacalek, 2006 和基金组织, 2000, 2002)。Funke (2004) 提供了对新兴市场股市财富效应研究的证据(少但同样有统计显著性), 从 1985 年到 2000 年, 16 个新兴市场国家的财富效应变化的区间是 0.2% ~ 0.4%。

2. 这些国家是阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克共和国、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、韩国、马来西亚、墨西哥、摩洛哥、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、南非、泰国和土耳其。

3. 股市指数变动对人均个人消费支出的长期影响指的是对从 1985 年到 2007 年(1997-2007 年另有详述) 样本的估计。

股市财富效应 (1985-2007年)

(股市收益10%的变化带来的个人消费支出的百分比变化)

模型描述	短期	长期
基线	0.12 (0.029)**	0.15 (0.002)***
阈值+/-20%极值	0.12 (0.092)*	0.14 (0.057)*
阈值+/-30%极值	0.07 (0.381)	0.36 (0.001)***
1997-2007	0.12 (0.094)*	0.21 (0.005)***

资料来源: 基金组织, 《世界经济展望》和国际金融统计数据库; 世界银行, 世界发展指标数据库; 标准普尔新兴市场数据库; Bloomberg L.P.; Datastream和基金组织工作人员的估计。

注: 结果是基于两个步骤对短期和长期关系的估计得来。阈值+/-20%极限包括在任何一年股市上涨或下跌超过20%的情形。通过国家固定效应对模型数据进行估计, 包括年份虚拟变量和稳健标准误差。同时进行了非平稳性和协整检验。圆括号中的数值是P值。*、**和***分别说明在10%、5%和1%水平下的显著性。

SM_{it-1} = 对实际股市指数取对数

第二步引入等式(1)中变量的差值, 等式(1)中作为残值的误差修正模型(ECM)以及通胀率。

$$C_{it} = b_1 \Delta BM_{it-1} + b_2 \Delta GDP_{it-1} + b_3 \Delta SM_{it-1} + b_4 ECM_{it} + b_5 inflation_{it-1} + \varepsilon_{it}, (2)$$

其中, b_3 是指股本财富的短期边际消费倾向, 由股市收益变化值代表; b_4 是指体系与长期均衡偏差的聚集率。

表格显示了在不同模型描述下对股市财富效应的估计, 并对长期和短期的关系进行了区分。股市估价 10% 的上涨平均带来人均个人短期消费 0.12% 的增长, 长期消费 0.15% 的增长。这个结果与 Funke (2004) 研究结果中数值大小相同。如果把样本期间限制到从 1997 年到 2007 年, 当时股市估价作为 GDP 的百分比大幅增长, 显示了较大的股市财富效应。

另一个模型描述考虑了股值大幅变动的

专栏 4.1 (续完)

影响(在任何一年股市上涨或下跌超过 20% 到 30%)。这些发现表明上涨或下跌到 30% 极值时,财富效应更加显著。⁴

除了私人消费外,股市估价变动带来的财富效应也与其他一些主要宏观经济变量相关,主要是政府收入和私人投资。一个对实际私人消费研究(对 19 个新兴市场国家在 1985 年到 2007 年同时期和滞后时期中股市实际收益进行回归测试)的简单固定效应模型(有年份虚拟

4. 该模型没有考虑其他影响居民财富的因素(比如实际房产价值的增长)、新兴市场国家金融市场间结构性差异(比如金融市场的深度和波动性)以及新兴市场中较低程度的消费者杠杆运用和股市参与率。

是推动股价变化的主要力量,这正好支持了以下观点:新兴市场国家较高的股价至少部分是由国内经济主要基本面状况推动的。

- 汇率预期在决定新兴市场股价变动因素中起着重要作用。在最近美元贬值期间,新兴市场国家货币的有效升值推动了新兴市场股价的上涨。

VAR 模型的结论,以及近年来新兴市场股市指数与欧洲和美国股指关系的加强,再加上新兴市场国家之间股指关系更紧密的事实进一步论证了以上结果。

该实证分析也揭示了新兴市场国家股市价值的变化对国家消费和投资的影响,虽然影响较小,但意义重大。总之,不存在万能的方法来衡量股票市场的财富效应。选择的方法应该是针对具体国家,考虑的因素有诸如货币政策框架、金融监管、消费杠杆程度(尤其是零售投资者)以及股票市场参与度等国内因素。

该实证分析为新兴市场国家的政府提出了一些制定宏观经济政策的挑战。全球金融危机影响的延续,以及通货膨胀与经济增长威胁的双重影

变量)表明,股价 10% 的变化可能带来大约 1% 的投资变化。该结果与 Henry (2000) 采用同样方法研究得到的结果是一致的。

总之,结果显示,虽然规模比发达经济体小,但新兴市场国家仍然存在股市财富效应。这对政策制定者有什么暗示呢?由于股市波动对私人消费造成显著影响,政策制定者必须关注由此产生的需求变化,尤其是如今资产价格的迅速累积往往导致泡沫生成。随着金融全球化的深入,诸如国内资产价格日益受到地区和全球因素影响等方面更值得政策制定者关注。

响,是摆在新兴市场面前更为严峻的考验:

- 正如去年的经历所告诫的,新兴市场国家政府需要警惕全球经济增长放缓带来的负面影响,以及与其他因素共同作用对新兴市场资产价格的影响。
- 汇率预期的变化,以及货币政策会“稍微滞后”的认识可能会是新兴市场股价进一步下跌的导火索。因此,增强汇率弹性有助于减少汇率“单向赌博”带来的压力,而及时的、透明的货币政策有助于稳定投资者的风险偏好。

上文讨论的实证分析结果,以及提出的政策挑战表明,有必要加强新兴股票市场的结构弹性。尽管不是直接来自实证分析,以下一些建议能更广泛地促进新兴资本市场的发展,加强市场的弹性:

- 培育更有深度、更具流动性、有不同机构投资者(包括国内外投资者以及那些“买入并长期持有”的积极的市场参与者)参与的资本市场有助于增强一个国家金融市场抵抗外部冲击的弹性。
- 建立受资助的养老金计划和国内保险部门能

专栏 4.2. 新兴市场机构投资者在新兴市场股市中的作用

本专栏考察了新兴市场的机构投资者在新兴市场股市中不断变化的作用，并对所选取的一些国家进行案例分析。注重长线投资的新兴机构投资者能对新兴股市起到稳定作用，而一些表现积极、投资短线的机构投资者的“羊群行为”可能会在经济放缓或金融动荡时期潜在地加剧市场的波动。

金融全球化的过程伴随着新兴市场投资者的日益多样化（基金组织，2007a，2007b，第一章）。近年来，新兴市场机构投资者（EMII）群体（包括养老基金、保险公司和共同基金等）在新兴市场国家大量增加。特别是自 2000 年以来，受资产价格不断上涨和国内养老体系不断完善的推动，新兴市场养老基金的总资产增长

率超过 140%（第一幅图）。随着股本估价迅速增长，收入增长加快以及日益壮大的中产阶级不断转移传统银行账户中的储蓄，新兴市场共同基金行业发展迅猛。

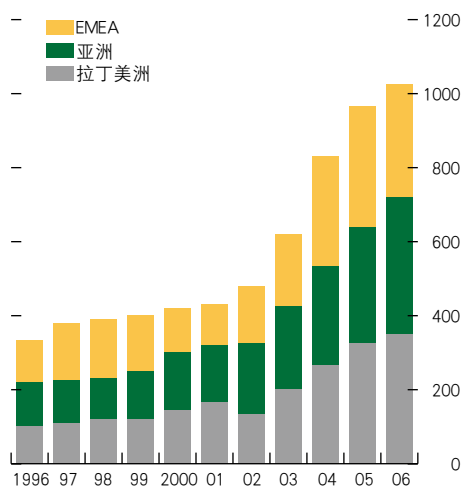
近年来，一些国家如巴西、韩国、马来西亚和墨西哥通过制定法律构建保险和共同基金部门以及国内保险体系，一些国家也放开了对新兴市场机构投资者在国内和对外投资的限制。此外，一些新兴市场主权基金设立了新的投资基金类型（通常是对主权财富基金的补充），积极投资于发达市场和其他新兴市场的外国资产（包括股本投资）。¹

尽管最近几年增长很快，新兴市场机构投资者资产基础水平与发达国家相比仍然相对较

注：本专栏主要由 Heiko Hesse 撰写。

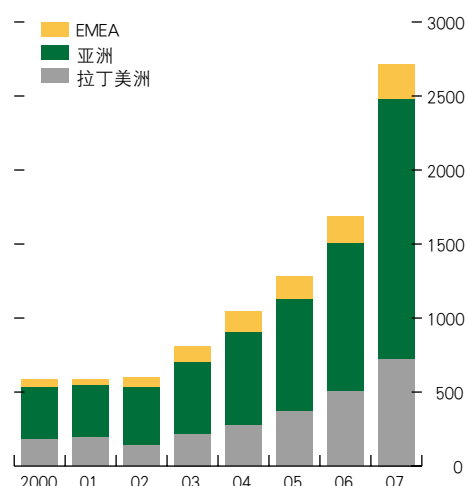
1. 主权财富基金主要是把自身的大部分基金投资国外，也有一些例外（主要投资于国内金融市场）。

新兴市场经济体：养老金管理资产额
(10亿美元)



资料来源：JPMorgan Chase&Co.。
注：EMEA=新兴欧洲·中东·非洲。

新兴市场经济体：共同基金管理的资产总额
(10亿美元)



资料来源：投资公司协会。
注：EMEA=新兴欧洲·中东·非洲。

专栏 4.2 (续)

低，而且资产基础水平在不同国家和地区也有变化(第二幅图)。例如，土耳其的共同基金行业和私人养老基金与一些具有中等收益的基金相比规模很小，股市 70% 的公众持股量是由非居民持有。² 相反，南非拥有大规模蓬勃发展的机构投资者群体(世界上规模最大之一)，包含的国有养老基金(公共投资公司—PIC)成为国内最大股本持有者，而保险部门也有新兴市场国家中最高渗透率(溢价与 GDP 之比)。同样，在巴西，大规模、多样化的新兴市场机构投资者群体的发展归功于金融市场的不断深化。但是，与先进经济体相比，许多新兴市场国家养老基金和保险公司的资产分配倾向于占

有较高比例政府债券(部分原因是政府监管的需要)。

放大抑或不是？

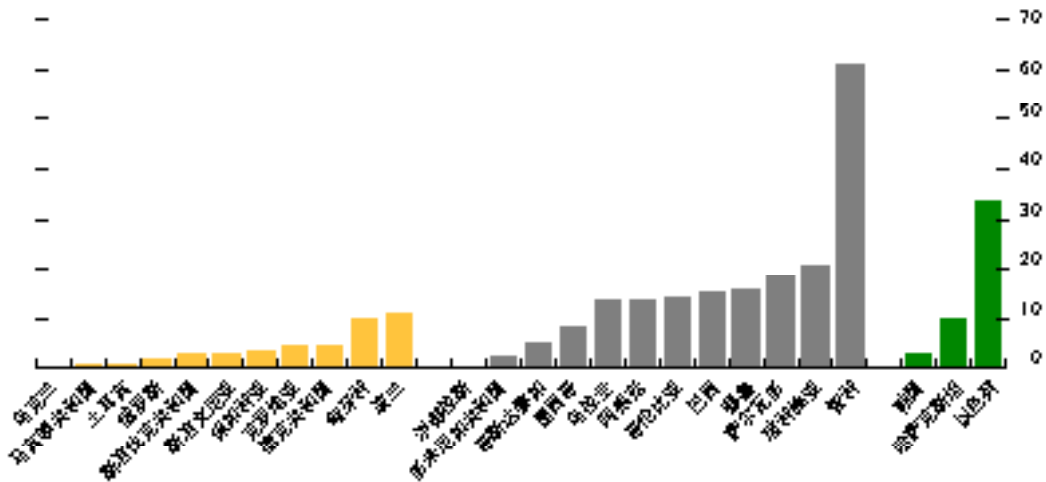
理论上说，多样化的投资者群体(在投资期限和风险偏好方面)有助于金融稳定，因为它能更广泛地分散风险。但在实际中，新兴市场机构投资者能否成为调整资本市场繁荣与萧条交替循环的稳定因素，取决于机构投资者的资产分配行为，而该分配行为是由它们的风险概况、投资期限、负债状况以及投资者管理和监督带来的限制推动的。

稳定的投资期限，尤其是养老基金和保险公司稳定的购买和持有行为有助于国内股票市场基础保持稳定。³ 这些新兴市场机构投资者

2. 土耳其非银行系统金融部门不太发达的部分原因是土耳其过去宏观经济的波动和通胀率的高企。最近对私人养老基金和保险部门的立法促进了土耳其当地新兴市场机构投资者资产基础的快速增长(虽然起点较低)。

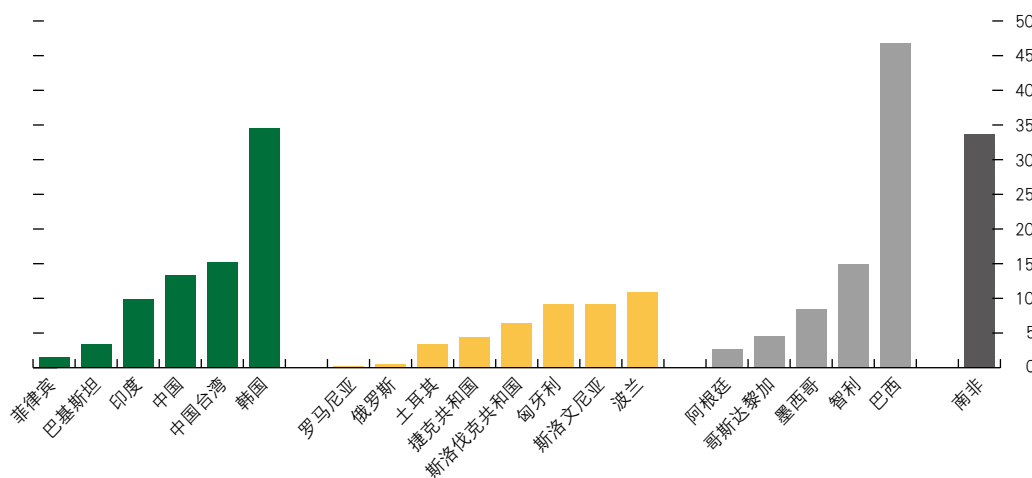
3. 关于养老基金导致资产价格扭曲的案例讨论，见 Roldos (2007)。

部分国家的养老基金资产，2006年
(占GDP的百分比)



资料来源：国际养老基金管理者联盟；经济合作与发展组织(OECD)；养老金组织、世界银行及国际货币基金组织工作人员的估计。

部分国家（地区）共同基金资产，2007年
(占GDP的百分比)



资料来源：美国投资公司协会；欧洲基金和资产管理协会和其他国家的共同基金会。

有能力在市场下滑的情况下维持资产配置不变，或者逆市场趋势而行，这样可以加强和拓宽股市的深度和广度。此外，在投资使命的指引下，这些机构投资者会逐渐追求投资组合的再分配，这对股市突然的价格变动能起到一定的限制作用。例如，韩国的机构投资者向市场稳定地注入资金，能对外资的撤离起到缓冲作用，尤其是自从韩国机构投资者的投资组合高度国内化以来。但是，近年来韩国监管的变化减少了这种本土化偏向，韩国国家养老基金对外资和散户投资者分配的增多就说明这一点。

在一些更大的新兴市场国家，外国投资者的存在包括对冲基金，会加大本国的股价波动。

比如，当土耳其本地机构投资者持有的自由流通股股数与非居民持有的流通股股数相比数额较小时，外国投资者情绪会主导土耳其股市的发展。在巴西，股市三分之一的交易量来自外国投资者，非居民投资者是首次公开发行市场上的主要参与者，直到这次国际金融动荡，该市场发展才迅速放缓。

总之，受GDP高涨、出口收入增长以及改革和监管进一步深化的影响，新兴市场机构投资者群体预计会持续增强，尤其是在国内养老金体系和资产配置自由化领域，由此，机构投资者在新兴市场股市中所占的投资份额会更大。

扩大本地机构投资者基础，创造对长期金融工具的需求。

- 对长期金融工具需求的增加会进一步加快本地多样化金融产品的开发。这可能要求延伸主权资产和企业固定收入证券以及股票的收益率曲线，进而有助于国内金融市场的深化和多样化，因而能帮助企业减少外部冲击带来的影响。¹⁶
- 在结构化的、有正式监管的市场里，政府有选择性干预的好处（比如，在金融局势紧张的时期，人为地延迟或者限制价格下跌的程度）可能会因声誉成本而受到一定程度的抵消，而声誉成本会在中期阶段消极影响资本市场的发展。
- 对司法、监管和会计制度进行的改革应该与国际惯例保持一致。
- 企业需要加强其运行和决策机制的管理和透明度，同时重点加强风险管理。

在新兴股票市场发展方面，我们需要更稳固的证券市场基础设施和包括证券交易和清算体系等机构，来推动建立一个健全的资本市场。¹⁷ 具体说来，一个运作良好的证券市场和辅助基础设施（比如回购市场、保证金交易、证券交易以及衍生品市场）能减少交易成本，促进流动性。一个结构完善的股票交易体系能通过成员间损失分担制度的安排来分散风险。在一个有市场监控、信息充分披露、合理保证金要求和头寸限制的正规交易市场，系统性风险就会减少。谨慎的政策执行在每个阶段都很重要：

- 加强证券市场基础设施的建设，尤其需要合理安排新型金融工具的引入顺序，对试点区域的安排要有前瞻性，这样，创新成效才能充分展示出来，同时，要尽职管理影响金融稳定的风险，确保市场良好运行。
- 衍生品市场的发展需要在一个合理的框架下

进行，要有完善的产品设计、健全的监管体制、良好的市场基础建设和监督。

- 一个成熟的卖空机制的先决条件是一个运作良好的融券体制，该体制的发展（需要有大量股票出借人参与）能减少对冲空头头寸的成本，将卖空平仓发生的几率降至最低。需要注意的是，在股市处于熊市时引进卖空机制将会加剧经济下滑的风险。

总之，到目前为止，虽然新兴市场经济体相对而言没有受到全球金融危机大范围的影响，但本章表明它们也未能独善其身。大多数新兴市场国家仍然需要采取积极的措施来加强市场的弹性。

附录 4.1. 样本估计描述和结果¹⁸

我们运用了两个样本固定效应数据模型来考察推动股价变化的因素。此外，该分析运用了非平稳面板技术来处理一些个别时间序列（构成样本成员）明显存在的非平稳问题。我们把面板协整中的误差修正项看做对面板描述推动因素的输入。因此，传统和非平稳面板技术的组合运用能使我们清楚地专注于数据随机和非随机的长期趋势特征，进而过滤掉短期过渡动态效应的影响。

每组模型分为两步。

第一步：所有变量都要通过单位根检验，而只对非平稳变量进行协整检验。用价格指数回归和非平稳解释变量来获取误差修正项。¹⁹

第二步：推动因素模型中加入误差修正项。

包含股票市场资本总额的数据样本

第一个样本采用了 30 个经济体在 2001 年 1 月到 2008 年 5 月每月的样本数据。²⁰ 因变量（股价上涨）作为模型中五个国内指标、四个全球或者外部指标和一个误差修正项的一个功能项。这

18. 该附录由 Tao Sun 撰写。

19. 关于对这些数据进行面板协整检验的详细阐述，见 Psalida 和 Sun（即将发表）。

20. 选择 2001 年之后的时期，原因有二：第一，2001 年标志着新兴市场股市从一个低点进入长期上涨趋势的开始。第二，从这时期获得的数据，尤其是投资组合流入的数据得到了极大的改善。

16. 例如，韩国本地储蓄工具的强劲增长（如 50% 的共同基金投向股票）极大地增加了居民部门在股票市场的股本份额。

17. 关于此问题的进一步阐述，见 Purfield 等（2006），Fratzscher（2006）和 Shah 等（即将发表）。见 Ghosh 和 Revilla（2007）对东亚问题的讨论。

些变量之间的系数是对溢出效应程度的衡量。

面板回归分析是对以下 30 个经济体样本的分析：

亚洲：中国，中国香港，印度，印度尼西亚，韩国，马来西亚，巴基斯坦，菲律宾，新加坡，斯里兰卡，泰国和越南。

欧洲·中东·非洲 (EMEA)：保加利亚，克罗地亚，捷克共和国，爱沙尼亚，匈牙利，拉脱维亚，立陶宛，尼日利亚，罗马尼亚，俄罗斯，南非和土耳其。

拉丁美洲：阿根廷，巴西，智利，哥伦比亚，墨西哥和秘鲁。

面板回归中的因变量是美元股价指数的对数变化，而面板协整使用了美元股价指数的对数水平值。这些因变量如下：

- 国内因素

(a) GDP 增长：共识预测数据库中对每年 GDP 增长率（以本地货币计算）每月一致预测的变化，并以此代表宏观经济基本面。²¹

(b) 利率差别：国内每年利率与美国 6 个月国库券收益率之间的差价。²²

(c) 汇率预期：远期汇率的对数变化（包括有统计数据的 18 个经济体的无本金交割远期汇率）；面板协整分析中远期汇率的对数水平值。

(d) 通胀率差别：国内与美国每月通胀率之间的差别。

(e) 股市资本总额：股市资本总额与 GDP 的比例，在面板协整分析中计算为 $(1 + \text{股市资本总额增长}) / (1 + \text{GDP 增长})$ ，以此代表资本市场规模；在面板回归分析中股市资本总额的对数水平值。

- 全球或者外部因素

(a) 全球流动性过剩：广义货币增长与对欧元区、日本和美国货币需求估计之间的差别。

(b) 市场波动风险溢价：以标准普尔 500 指

21. 选择预测的 GDP 增长，而没有选择企业利润、股息收入或者税收作为基本面的衡量，是因为该国样本数据的可用性。

22. 我们采用美国 6 个月期的国库券收益率，是因为我们没有在整个样本时期 1 年期的美国国库券收益率。

表4.4. 单位根检验

	股价指数 取对数	远期汇率 取对数	市场资本 总额取对数
Levin-Lin rho-stat	4.13	1.99	4.76
Levin-Lin t-rho-stat	5.39	3.73	6.81
Levin-Lin ADF-stat	3.57	3.87	4.57
IPS ADF-stat	4.30	1.14	5.22

资料来源：基金组织，国际金融统计数据库，标准普尔新兴市场数据库，Bloomberg L.P.和Datastream。

注：临界值是-1.28 (10%) 和-1.64 (5%)。

表4.5. Pedroni异质面板协整检验

	股价指数取对数 远期汇率取对数 市场资本总额取对数
Panel v-stat	3.47**
Panel rho-stat	-3.67**
Panel pp-stat	-2.16**
Panel adf-stat	1.34
Group rho-stat	-4.28**
Group pp-stat	-3.69**
Group adf-stat	1.49

资料来源：基金组织，国际金融统计数据库，标准普尔新兴市场数据库，Bloomberg L.P.和Datastream。

注：前四个检验是联合组内尺度检验，后三个检验是组间尺度检验。具体而言，前三个数据纠正序列相关，与ADF型检验相似的第四个参数检验允许直接估计模型中的滞后阶数。最后三个数据认为面板组成部分的兴趣参数是变化的。方差数据的临界值是1.28 (10%) 和1.64 (5%)，其他数据的临界值是-1.28 (10%) 和-1.64 (5%)。

数 (VIX) 隐含的波动性来代表市场波动。

(c) 信用风险溢价：以 10 年期美元掉期率与 10 年期美国国库券收益率之差，即 10 年期美元掉期差价水平，来代表违约风险总和。²³

(d) 证券投资基金流入：以流向新兴市场投资基金的增长来代表证券投资基金的流入。

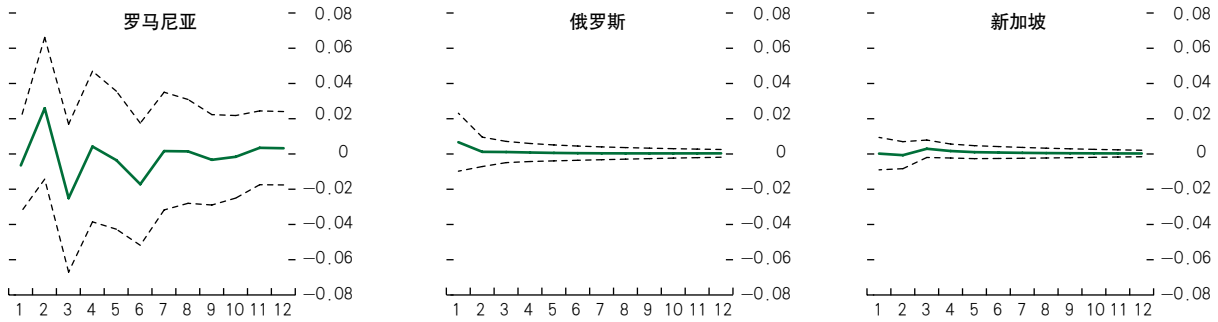
误差修正项

在运用非平稳面板技术时，我们对面板协整分析中的股价指数取对数、市场资本总额取对数和远期汇率取对数得出误差修正项。协整分析的经济学原理如下：股价与市场资本总额有关；汇率

23. 同样的方法参见 Hartelius, Kashiwase 和 Kodres (2008)，以及 Gonzalez-Hermosillo (2008)。

图4.11. 股价对全球流动性过剩增强的反应

(百分点)

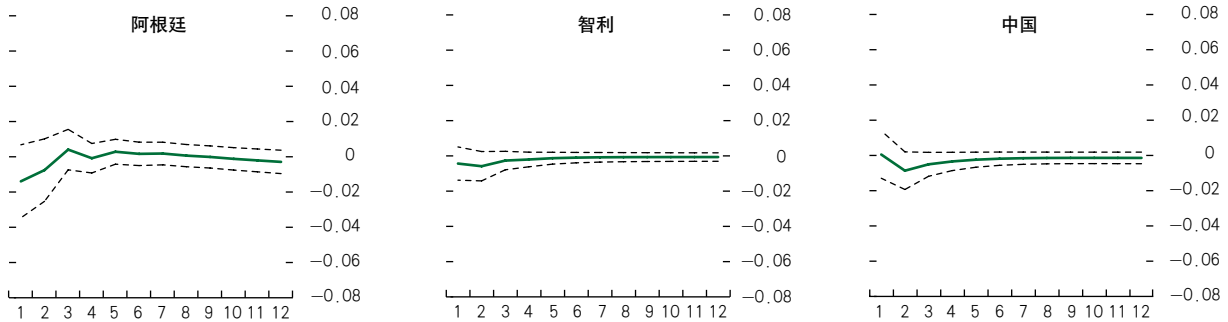


资料来源：标准普尔新兴市场数据库；Datastream 和基金组织工作人员的估计。

注：实线代表脉冲反应；虚线是双标准误差的置信区间。

图4.12. 股价对信用风险溢价增长的反应

(百分点)

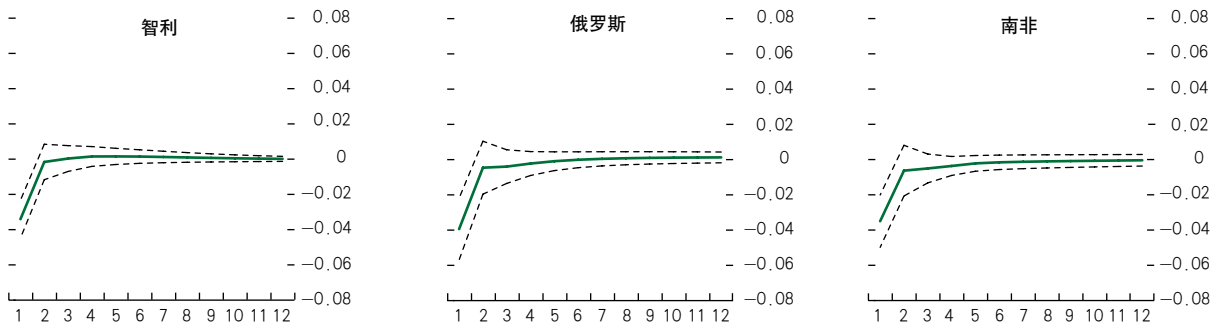


资料来源：标准普尔新兴市场数据库；Datastream 和基金组织工作人员的估计。

注：实线代表脉冲反应；虚线是双标准误差的置信区间。

图4.13. 股价对市场风险溢价增长的反应

(百分点)



资料来源：标准普尔新兴市场数据库；Datastream 和基金组织工作人员的估计。

注：实线代表脉冲反应；虚线是双标准误差的置信区间。

升值的预期会加快资本流入，鼓励国内资本投资国内股市，会抬高股价。结果显示，误差修正项 1% 的减少带来股价上涨项 0.05% 的增长，反映了为消除这些变量间长期关系的差距所进行的长期调整（见表 4.2 中的结果）。

国内信贷和摩根士丹利资本国际（MSCI）的数据样本

第二个样本中考察的国家、数据频率和解释变量都相同，唯一不同的是股市资本总额项由国内因素中的私人信贷所代替，同时 MSCI 也归到全球因素中。具体而言：

- 国内信贷：对私人部门的信贷取对数，代表金融深化程度；以及
 - MSCI：23 个主要股票市场的摩根士丹利资本国际指数的对数变化。²⁴
- 详细阐述见表 4.3。

附录 4.2. 向量自回归模型结果

附录中从图 4.11 到图 4.13 显示了对所研究的 7 个国家的一些股价脉冲反应。

参考文献

- Bayoumi, Tamim, and Hali Edison, 2003, “Is Wealth Increasingly Driving Consumption?” DNB Staff Report No. 101 (Amsterdam: De Nederlandsche Bank).
- Engle, Robert, 2002, “Dynamic Conditional Correlation: A Simple Class of Multivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Models,” *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 20, No. 3, pp. 339–50.
- Frank, Nathaniel, Brenda González-Hermosillo, and Heiko Hesse, 2008, “Transmission of Liquidity Shocks: Evidence from the 2007 Subprime Crisis,” IMF Working Paper 08/200 (Washington: International Monetary Fund).
- Fratzscher, Oliver, 2006, “Emerging Derivative Market in Asia,” in *EAP Flagship on Asian Financial Market and Development* (Washington: World Bank).

24. 23 个 MSCI 国家中有两个国家（地区），即中国香港和新加坡，同样在我们面板分析中出现，应该把 MSCI 作为解释变量导致的任何内生问题尽可能减少。

- Funke, Norbert, 2004, “Is There a Stock Market Wealth Effect in Emerging Markets?” *Economics Letters*, Vol. 83, No. 3, pp. 417–21.
- Ghosh, Swati, and Ernesto Revilla, 2007, “Enhancing the Efficiency of Securities Markets in East Asia,” World Bank Policy Research Working Paper 4129 (Washington: World Bank).
- Gonzalez-Hermosillo, Brenda, 2008, “Investors’ Risk Appetite and Global Financial Market Conditions,” IMF Working Paper 08/85 (Washington: International Monetary Fund).
- Gordon, Myron J., 1962, *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation* (Homewood, Illinois: Irwin Publishers).
- Hartelius, Kristian, Kenichiro Kashiwase, and Laura E. Kodres, 2008, “Emerging Market Spread Compression: Is it Real or is it Liquidity?” IMF Working Paper 08/10 (Washington: International Monetary Fund).
- Henry, Peter Blair, 2000, “Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1–2, pp. 301–34.
- International Monetary Fund (IMF), 1998, “Financial Crises: Causes and Indicators,” in *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, May).
- , 2000, “Asset Prices and the Business Cycle,” in *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, May).
- , 2002, “Three Essays on How Financial Markets Affect Real Activity,” in *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- , 2007a, “Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability,” in *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- , 2007b, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, October).
- , 2007c, “Decoupling the Train? Spillovers and Cycles in the Global Economy,” in *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- , 2008a, “Can Asia Decouple? Investigating Spillovers from the United States to Asia,” in *Regional Economic Outlook—Asia and Pacific*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- , 2008b, “Latin American Linkages to Global Financial Market Turbulence,” in *Regional Economic Outlook—Western Hemisphere*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- Ludwig, Alexander, and Torsten Słøk, 2004, “The Relationship between Stock Prices, House Prices and Consumption in OECD Countries,” *Topics in Macroeconomics*, Vol. 4, No. 1. Available via the Internet: www.bepress.com.

com/bejm/topics/vol4/iss1/art4.

Pedroni, Peter, 1999, "Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 61 (July 25), pp. 653–70.

Psalida, L. Effie, and Tao Sun, forthcoming, "Spillovers to Emerging Equity Markets: An Econometric Assessment," IMF Working Paper (Washington: International Mon-

etary Fund).

Purfield, Catriona, Hiroko Oura, Charles Kramer, and Andreas Jobst, 2006, "Asian Equity Markets: Growth, Opportunities, and Challenges," IMF Working Paper 06/266 (Washington: International Monetary Fund).

Roldos, Jorge, 2007, "Pension Reform and Macroeconomic Stability in Latin America," IMF Working Paper 07/108 (Washington: International Monetary Fund).

词汇表

资产支持商业票据 (ABCP)	用贷款、租约、应收款或结构性信用产品担保的商业票据。
资产支持证券 (ABS)	由标的资产, 如贷款、租约和应收款产生的现金流量组合作担保物的证券。如现金流量由不动产作为担保物, 资产支持证券通常称为抵押贷款支持证券。
资产支持证券指数 (ABX)	参考由次级抵押贷款或房屋产权贷款担保的 20 种债券的信用违约掉期指数。
拍卖汇率证券	通过减价拍卖定期设定利息或红利的长期债券或优先股。
新巴塞尔协议	全面修订巴塞尔银行监管委员会资本充足率标准的协议。协议的支柱一是关于银行最低资本充足率标准, 支柱二的重点是如何加强监管审查程序, 支柱三鼓励增加披露银行的财务状况, 以此加强市场纪律。
买入 (卖出) 期权	一种金融合同, 赋予买方在某一指定日期或之前按规定的价格购买 (出售) 某一金融工具的权利 (但不是义务)。
套利交易	一种杠杆式交易, 用借入资金购买收益率预计高于借款成本的头寸。套利成本指证券收益与融资成本之间的差额 (例如, 在“盈利套利交易”中, 收益超过融资成本)。
担保债务凭证 (CDO)	用证券、贷款或信用违约掉期组合作为担保的结构性信用证券。证券产生的证券化利息被分为不同档, 每个档具有不同的偿还办法和利息收入。对组合的管理可以按事先确定的参数进行, 也可采用静态方法。如果担保债务凭证由其他结构性信用证券支持, 称为结构性金融 CDO, 如果完全由其他 CDO 担保, 则称为“合成”担保债务凭证。
担保贷款凭证 (CLO)	由商业贷款、循环信用工具或信用证支持的担保贷款凭证。
商业票据	指私募的、期限较短的无担保票据。如果期限在 270 天以内, 则不需在美国证券交易委员会登记, 通常情况下, 到期票据由新票据发行再融资。
中介	一种法人实体, 其资产包括各类贷款、应收款和结构性信用产品。其负债通常为短期商业票据, 并由有百分之百覆盖面的流动性工具支持。
可转换的套利策略	使一种可转换证券处于多头或使其要转换成的标的证券处于空头的策略。
抵补债券	投资者为确保债券安全而首先追索的资产组合的债务凭证。与资产支持证券不同, 抵补债券保留在债券发行人合并的资产负债表中, 因此可以通过追索借款人的其他资产为债权人提供进一步的保护。

信用违约掉期 (CDS)	一种由违约启动的信用衍生工具。大多数信用违约掉期结算都是“有形的”，即由保护卖方按面值从保护买方处购买违约的合同信用资产。“现金”结算则由保护卖方向保护买方进行净支付，金额为参考资产面值与违约资产价格之差。
信用衍生工具	一种金融合同，根据这一合同，代理商针对与具体合同信用资产（或具体实体）有关的信用风险购买或出售风险保护。保护卖方同意通过定期收费的方式，在发生信用事件（如发生信用违约掉期中的违约事件）时向买方进行应急支付。
信用利差	除信用质量外在所有方面都相当的基准证券与其他债务证券之间的利差（例如，某一期限的美国国库券收益率与A级公司债券收益率之差）。
衍生工具	一种金融合同，其价值来自基础证券的价格、利率、汇率、初级商品价格以及市场或其他指数。
EMBIG	JPMorgan 全球新兴市场债券指数的缩写，该指数跟踪在34个新兴市场经济体（其权重与债务的市场供应基本成比例）交易的外债工具的总回报。
新兴市场	发展中国家尚未全面发展，但却广泛向外国投资者开放的金融市场。
政府资助企业 (GSE)	向特定的组别或经济领域（如农民或住房市场）提供信用的金融机构，大多数政府资助企业都与政府保持着法律上和/或财务上的联系。
固定效应面板数据	一个计量经济学数据面板技术，能解释可能存在的动态模型不变式，其中主要数据中有没有观察到的特征。
GARCH模型	广义自回归条件异方差模型框架存在待测变量波动性（第二）的建模。在动态条件相关 GARCH 模型中，关联关系随时间变动。
对冲基金	投资组合，一般采用私人合伙的方式；出于税收和监管目的，往往是离岸居民。这类基金在投资组合和交易方面几乎不受限制，并可使用各种投资技巧（包括空头、衍生工具交易、杠杆交易）来增加收益和缓冲风险。
对冲	持有风险相同或类似的反向头寸（例如，通过购买衍生工具合约），从而抵消现有的风险暴露。
房屋权益贷款/房屋权益信用额度 (HEL/HELOC)	根据房屋权益提取的贷款或获得的信用额度，计算为房屋的市场现值减去第一抵押贷款的价值。在考虑提供 HEL 或 HELOC 时，贷款机构一般确保获得对房屋的第二留置权，即低于第一抵押贷款（如果有的话）的债权。
混合证券	一种结合了债券和证券各种要素的涵盖面较广的证券。混合证券的持有人会得到按固定利率或浮动利率支付的利息或红利，他们在拥有一系列选择（包括将混合证券转换成基本证券）之前会一直持有混合证券。因此，混合证券既不同于股票——持有人会拥有预定的现金流，也不同于固定收益证券——当证券价格高于发行价格时，持有人就会从中获利。在公司的资本构成中，混合证券的重要性通常低于其他债务凭证。
隐含波动	指被交易的标的证券的期权或掉期期权（将进行掉期的期权）所反映的证券的预期波动。计算隐含波动采用一种期权定价模型，如 Black-Scholes 模型，其值为预期的标准差，即为实现风险中性的套利条件，投资者须为其所理解的波动付出的代价。

脉冲响应函数	一种计量经济学的技术,通常用于追踪在一段时间之内受到冲击的变量转换为另一种变量的向量自回归分析。
机构投资者	代理客户或为自己进行大量投资的银行、保险公司、养老基金、共同基金、对冲基金、券商或其他金融集团。
利率掉期	一种协议,协议双方定期交换就某预定金额本金金额支付的利息。例如,一方可按固定利率支付利息,但按可变利率获得利息。
中介	资本从最终的来源转移至最终使用者的过程。金融机构(例如银行)从存款人或其他贷款人那里获得资金,再转贷给借款人,就是行使信用中介功能。
内部评级(IRB)法	《巴塞尔资本协议》提出的让银行根据内部模型来估算风险参数的方法。这些风险参数用于计算经风险加权的资本要求。
投资级债务	投资级债务是被评为最高四个级别的债券或贷款。S&P和Fitch将投资级债券划为BBB-级或BBB-级以上,Moody's将投资级债券划为Baa3级或Baa3级以上。
杠杆率	债务与股权的比率(也可以是资产与股权的比例、资产与资本的比率)。杠杆率可通过借款(资产负债表内杠杆率,通常用债务与股权的比率衡量)积累,或可通过资产负债表表外交易而积累。
杠杆收购(LBO)	通过大量举借(如债券或贷款)来支付收购公司所需的费用。通常情况下,以被收购公司的资产作为贷款抵押。
杠杆贷款	向公司提供的投资级以下(由S&P或Fitch划为BB+级或BB+级以下,或由Moody's划为Baa1级或Baa1级以下)的银行贷款。这类公司的债务与EBITDA的比率以非常高或以远高于LIBOR的水平(例如超过150个基点)交易。
LIBOR	伦敦银行间同业市场拆放利率,是伦敦批发货币市场上银行间借出资金的利率指数。
违约损失率(LGD)	一项贷款或一只证券在违约后其名义价值不能收回的比率。
按市价计值	参考以正常数量买卖金融工具的最新价格,对头寸或投资组合定值。
按模型计值	基于一组假设和金融模型对头寸或投资组合定价。
贷款支持证券(MBS)	一种从抵押贷款组合的本息支付中获取现金流的证券。可以由居民房屋抵押贷款(RMBS)支持或商业房地产抵押贷款支持(CMBS)。
发起—配售模型	金融中介的一种商业模式,在该模式下,金融机构发放贷款(如抵押贷款)并把它们重新打包为证券化产品,然后出售给投资者。
隔夜指数掉期(OIS)	一种利率掉期,即在规定的期间里用某种货币的隔夜复利与固定利率互换的交易。
德国抵押债券	用德语表述的抵补债券(字面意思为“总质押书”)。这种债券只能由经过专门授权的银行发行,主要用于对抵押贷款和公共项目进行再融资。
大宗经纪业务	银行或投资银行向对冲基金提供的大宗服务,包括全球保管、证券借贷、保证金融资、投资组合的报告和会计核算以及其他的经营支持。

私人股本	指没有在股票交易所挂牌上市的私人持股公司的股票。
私募股权基金	由私人股权合伙人投资的资本组合。通常投资购买公司的多数股本和/或整个营业单位,以重组资本、管理层或组织结构。
违约概率 (PD)	一项贷款或一只证券不能被偿还或陷入违约的可能性。
监管套利	利用不同国家或不同金融部门之间的监管差异以及实际(经济)风险与监管风险之间的差异来降低监管资本要求。
回购协议 (repo)	卖方同意在规定的时间内并按规定价格购回证券的协议。此交易是一种借入现金的方式,它以按远期回购价格隐含的利率购回的证券作为抵押。
风险规避	指投资者在面对预期回报相同,但风险不同的两笔投资时在多大程度上倾向于风险较低的投资。也就是说,它衡量投资者规避不确定的结果或后果的程度。
风险升水	投资者因接受与某一资产相关的更高风险而要求获得的额外预计回报。
证券化	通过为此目的而设立的特殊中介机构(“特殊目的工具”[SPV]或“特殊目的实体”[SPE]),从置于投资者合法控制下的事先存在的资产和应收款项中创设证券。“合成的”证券化是指从衍生工具组合中创设证券。
主权财富基金 (SWF)	政府为长期持有资产而设立/拥有的特殊投资基金;其资金来源通常是储备或其他外汇收入,如初级商品出口收入,主要持有,或持有相当多的对非居民的外汇债权。
利差	参见“信用利差”。其他定义包括:(1)金融票据买卖双方出价之差(“价差”);(2)承销商向发行人购买证券的价格与承销商向公众出售证券的价格之差。
股票市场的财富效应	股票价格的变化对宏观经济变量(如消费和投资)的影响。
结构性信用产品	集合信用风险暴露(包括抵押贷款支持证券和担保债务凭证)并对其进行分档的工具。
结构性投资工具(SIV)	一种法人实体,其资产包括资产支持证券以及各类贷款和应收款。作为其资金来源的负债通常分档,并包括短期和中期债务,如果结构性投资工具的资产价值降至其到期负债的价值以下,其清偿能力就会面临风险。
次级抵押贷款	向信用历史不佳或信用有限的借款人提供的抵押贷款,这些借款人的信用评级通常较低。
掉期	一种协议,协议双方定期交换基于不同参照的金融工具的预定名义金额支付的利息。
要约期权债券	一种债务凭证,赋予债券持有人要求发行人或第三方代理发行机构以票面价值购买债券的权利。
风险价值 (VaR)	在特定时间内和特定概率水平上从统计学角度不太可能超过的损失估计值。
可变利率即期债务	保持浮动利率的长期债务工具,其利息会定期(通常为每天或每周)重新设定,投资者可以把这一工具卖给发行人或发行机构。
向量自回归 (VAR)	一种计量经济学的时间序列技术,模拟了有关变量之间的动态互动。
收益曲线	利率(或收益率)与具有同等信用风险的债务证券离到期日时间的关系。

以下是代理主席在 2008 年 9 月 15 日执行
董事会讨论《全球金融稳定报告》时所作的总结发言。

执董们对最近金融市场动态、全球金融稳定前景以及金融市场与宏观经济联系等问题进行了广泛的讨论。自 2008 年 4 月《全球金融稳定报告》发表以来，全球金融体系日益受到重视，将成为长期关注的焦点。执董们对最近几周政府采取措施支持住房抵押贷款市场和确保系统流动性所作出的努力表示欢迎。私人金融机构也已经采取了积极的补救措施，包括试图通过披露损失、筹集资金、确保稳定融资渠道以及改进风险管理体系等措施来调整它们的资产负债表和商业模式。执董们一致认为这些努力有助于金融体系的最终复苏。但是，他们也注意到短期流动性压力、去杠杆化以及银行业并购等仍然构成了严峻的挑战，虽然这些挑战对于先进经济体的银行业有不同含义，尤其是美国和欧元区银行，以及欧洲地区银行之间。正如最近的事件表明，无论如何，目前金融体系的调整过程还没有完成，金融机构倒闭以及其他市场动荡还可能会继续。

执董们强调在当前金融环境不确定和混乱的背景下，首要的政策挑战是减小近期金融体系和实体经济之间“逆向反馈循环”带来的风险，同时为金融体系构建一条平稳的持续复苏之路。他们也进一步强调了金融危机日益增强的扩散效应对先进经济体经济增长的影响，以及溢出效应给新兴市场带来的更大风险。信贷违约深度和广度的巨大不确定性可能会继续限制信贷供应并减缓经济的复苏。同时，他们指出，始于并集中于先进经济体的金融市场压力明显对新兴市场国家（政策框架有待检验）有潜在的威胁。此外，最近金融市场发展的状况表明政府当局需要在压力面前保持坚定，运用公共资源来限制系统性风险和经济滑坡对一些金融机构偿付能力造成的威胁。在全

球经济发展前景恶化的大背景下，住房状况更加低迷，信贷条件趋紧以及通胀风险加重等将更具挑战，这些方面的状况将进一步加剧金融市场的压力。在这样的背景下，执董们呼吁继续加强对金融与宏观经济联系的警惕性，也欢迎《全球金融稳定报告》在该领域作出进一步研究。

执董们同意工作人员的建议，即在 2009 年，全球经济复苏将比预期更艰难，各国政府当局需要做好进一步采取必要措施的准备。具体而言，他们指出，中央银行和财政部门应该加强合作，共同来解决金融体系、影响经济增长减缓以及潜在的高通胀问题。同时，不同政府部门有必要清楚地告知公众它们在对金融机构偿付能力造成更大风险的事件中各自所起的作用。执董们普遍认为，中央银行应该主要解决流动性问题，而财政部门应该带头解决主要金融机构的偿付能力问题。他们指出，流动性和偿付能力问题越来越难以区分，但是不同问题该如何解决所需的透明度和清晰的信息交流对成功解决问题非常关键。执董们强调，在先进经济体中，公众对身处困境的经济机构的援助应该考虑到道德风险以及对公共部门资产负债表的中期隐含影响等问题，同时援助的实施在可能的情况下还应该配合具体的金融机构重组计划。他们也呼吁紧密监控金融机构运行状况，继续协调国家监管部门之间的联系。

继续构建有助于有效解决困境中金融机构清算体系的基础设施，执董们认为是非常重要的。不少执董们承认新的结构产品的出现，比如信用违约掉期，会在解决问题的过程中制造出一些重要的问题，正如最近雷曼兄弟公司破产所表明的一样。

执董们讨论了最近美国政府资助企业（GSEs）

房利美和房地美的接管情况。他们注意到，美国财政部和联邦住房金融局及时行动，转移了潜在的全球系统性风险因素，而且新计划应该有助于援助美国住房抵押贷款市场。虽然避免了一个巨大的尾部风险，但是执董们承认金融体系面临的广泛压力将会在未来的时间内继续存在。执董们把最近政府的干预行为看做是设计和执行大范围重组政府资助企业的具体计划的机会，众所周知，重组政府资助企业的目的是确保市场秩序，促进市场竞争，同时减少财政成本，控制系统性风险。

执董们认为，去杠杆化过程也涉及许多短期问题。私人部门应该带头采取纠正措施，监管者应指导金融机构平稳发展。目前，由于筹资已经变得更加困难，私人金融机构必须坚持不懈，努力筹资并减少资产。执董们承认，金融机构资产的减少将自然限制机构的授信，但他们也注意到了再评估融资模式和机制，再造资产负债表和商业模式的空間。执董们注意到对金融机构的美国贷款和证券将来潜在损失的再评估，表明价值更新也与金融机构损失确认和筹资行为进展的信息有关。

执董们认为，新兴市场国家迄今已经显示出应对全球金融危机的抗冲击性，这反映出新兴市场国家近年来政策改进、储备加强和经济增长快速的事实，但目前先进经济体金融压力传导的溢出效应仍然影响着新兴市场。企业和银行对外更加惜贷，国内信贷增长减少，住房市场减缓。机构投资者风险承受能力降低，导致资本更多地流向新兴市场。执董们强调不同新兴市场的经历有很大的差异，最容易受溢出效应影响的国家是那些拥有巨大经常项目逆差、最近信贷增长迅速、受不利贸易条件冲击的新兴市场国家。

执董们讨论了金融危机的各个方面及其影响，《全球金融稳定报告》第二、第三和第四章对此进行了阐述。他们欢迎第二章的分析，强调了银行融资市场及其对货币政策传导的潜在影响。他们认为，大部分银行融资流动性困难，正如三个月期 LIBOR 和隔夜指数掉期利率所显示的，都与危机风险（金融机构经历的信用和流动性风险组合）有关。对于 LIBOR 和 Euribor 而言，另外一

个影响它们之间利差的因素是无力获得美元融资。执董们认为，中央银行应该为流动性提供支持，尝试降低危机风险，并解决外汇融资问题。

执董们欢迎第二章对美国 and 欧元区货币政策利率传导机制的分析。该章的实证分析表明在危机期间利率传导渠道变得更难预测（美国比欧元区更难预测，有效的政策利率和中间利率之间的传导比最终消费者和商业借贷利率之间的传导更难预测）。不少执董认为，这次经历有助于认识到从根本上解决交易对手信用风险问题的重要性。

执董们认为这次危机提出了一些关于金融机构如何对资产和负债进行评估，尤其在缺乏流动性的市场上的资产和负债进行评估的问题。第三章通过对公允价值会计和顺周期性关系的分析对这些问题进行了说明。执董们认为，在不同的情况下，公允价值会计可能增加也可能减小银行资产负债表的顺周期性。在一些情况下，顺周期性效应会因公允价值会计方法的加强而减弱，但值得注意的是，存在通过资金缓冲和供应而实现目标的其他方法。总之，执董们普遍认为公允价值会计方法是发展方向。他们指出，其他一些会计方法可能会降低透明度，模糊对金融机构资金状况的评估。他们支持工作人员的建议，即会计、风险和审慎管理之间应该配合得更协调，以维护金融稳定。

执董们欢迎第四章关于发达国家次贷危机对新兴市场国家股票市场影响的分析。他们认为，全球（外部）因素（包括全球流动性、市场和信用风险）对新兴市场国内股价的变化起着重要的影响作用，而且新兴股市的整合也使得外部冲击的传导更易发生。此外，工作人员还评估了股价变动对国内实际私人消费和投资造成的可能影响，表明虽然股市能带来有统计显著性的消费财富效应，但新兴市场的财富效应与发达国家相比相对较小，而且有时滞，对此分析，执董们表示欢迎。虽然新兴市场的实体经济效应可能受到限制，但是执董们相信加强有助于股市发展的基础设施建设对新兴市场国家来说仍然很重要，应该使之更加透明化，成为金融体系中运行良好的部分，进而限制对实体经济产生的潜在负面影响。

总体而言，尽管当前全球金融稳定状况继续恶化，系统性风险持续加强，但大多数执董都认为目前进行的调整过程能够最终通向一个更坚实的全球金融体系。他们特别强调，政府的监督管理者有责任保证对金融行业全方位的监督，这样才能真正解决过去存在的监管真空和管理松懈的问题。除了各国政府要继续控制金融市场危机和对宏观经济造成的不利影响外，基金组织应该与各国中央银行和其他国际组织（如金融稳定论坛）协调配合，共同加强在评估经济发展和影响金融政策制定方面的工作。执董们一致认为，通过《全球金融稳定报告》、《世界经济展望》和国家金融部门评估规划（FSAPs）等，基金组织的独特作用体现在能够为各国制定应对危机的政策时提供多边视角。

* * *

在9月15日执行董事会讨论完《全球金融稳定报告》之后，执董会又于9月22日召开了一次非正式的新闻发布会，讨论了最近金融市场的发展变化，以及美国和其他政府准备实施的特殊政策应对。下文简单介绍了本次发布会的情况。

执董们注意到，9月中旬金融市场出现了剧烈动荡，对金融体系造成了严重破坏；大家已意识

到如果政府不采取公共干预措施，市场调整将会更加无序，对实体经济将造成更大损失。一些国家政府迅速行动，提供了必要而协调一致的政策应对措施。虽然目前这些政策措施的细节仍在制订中，执董们强调最近发生的事件将可能对金融部门机构安排和维持金融稳定的宏观考虑框架产生深远影响。工作人员认为，全球金融动荡可能减缓经济增长的恢复速度，正如2008年10月《世界经济展望》所预测的那样。而且，金融体系和更广泛的经济体之间程度更强的“逆向反馈循环”风险将会加大，这仍然是对经济形势回转最主要的威胁。这种危机的影响同样会对世界其他地方包括新兴市场国家产生溢出效应。

执董们认为，以个案为基础来解决附带的流动性过剩和救助受困的金融机构，不能恢复市场信心，这要求美国政府转向更全面的手段。关于哪些金融机构能被救助，哪些不能被救助并不会加剧系统性担忧，反而会迫使美联储给保险公司AIG提供一大笔抵押紧急贷款，也要求提供大量潜在的公共资源以加强市场的功能。执董们广泛支持此项决议，并欢迎美国当局设计计划细节以尽可能降低美国预算风险的意图。

统计附录

本统计附录提供关于主要金融中心和新兴市场金融发展状况的数据。它旨在提供描述金融市场发展主要方面的额外数据，以补充正文中的分析。这些数据来自基金组织以外包括银行、商业数据提供者和官方来源。这些数据仅供参考，基金组织并不保证来自外部渠道的数据的准确性。

在本期和今后各期《全球金融稳定报告》中，以固定的一组图表集中提供金融市场数据，旨在让读者对全球金融市场的发展情况有一个总体了解。除非另有说明，本统计附录反映的是 2008 年 7 月 31 日前掌握的信息。

按照本报告各章的结构，本附录分别提供主要金融中心和新兴市场国家的数据。本附录具体

分为三部分：

- 图 1 至图 14 和表 1 至表 9 包含关于主要金融中心市场发展状况的信息，其中包括：全球资本流动，外汇市场、债券市场、股票市场和衍生工具市场的数据以及美国、日本和欧洲的部分资产负债表数据。
- 图 15 和图 16 及表 10 至表 21 提供了关于新兴市场金融发展状况的信息，其中包括：股票市场、外汇市场和债券市场的数据以及新兴市场融资流量的数据。
- 表 22 至表 27 报告部分国家的主要金融稳健指标，其中包括：银行盈利能力、资产质量和资本充足率。

图表目录

主要金融中心

图

1. 2007年主要的资本净输出国和输入国	145
2. 汇率：部分主要工业国家	146
3. 美国：公司债券和国债的收益率	147
4. 部分利差	148
5. 非金融公司的信用利差	149
6. 股票市场：价格指数	150
7. 股票市场的隐含波动和历史波动	151
8. 部分国家政府债券收益率和债券回报率的历史波动	152
9. 12个月前瞻市盈率	153
10. 流入设在美国的股票基金的资金	153
11. 美国：公司债券市场	154
12. 欧洲：公司债券市场	155
13. 美国：商业票据市场	156
14. 美国：资产支持证券	157

表

1. 全球资本流动：流入和流出	158
2. 全球资本流动：按发行货币分类的国际债务证券的余额和净发行额以及按借款人国籍分类的已宣布的国际银团信贷	160
3. 2007年资本市场规模的部分指标	161
4. 全球场外交易衍生品市场：未清偿合约的名义数额和总市场价值	162
5. 全球场外交易衍生品市场：未清偿合约的名义数额和总市场价值（按交易对手、剩余期限和货币分类）	163
6. 在交易所交易的金融衍生工具：尚未清偿的名义本金数额和年度交易额	164
7. 美国：部门资产负债表	166
8. 日本：部门资产负债表	167
9. 欧洲：部门资产负债表	168

新兴市场

图

15. 新兴市场波动指标	169
16. 新兴市场债务的交叉相关性指标	170

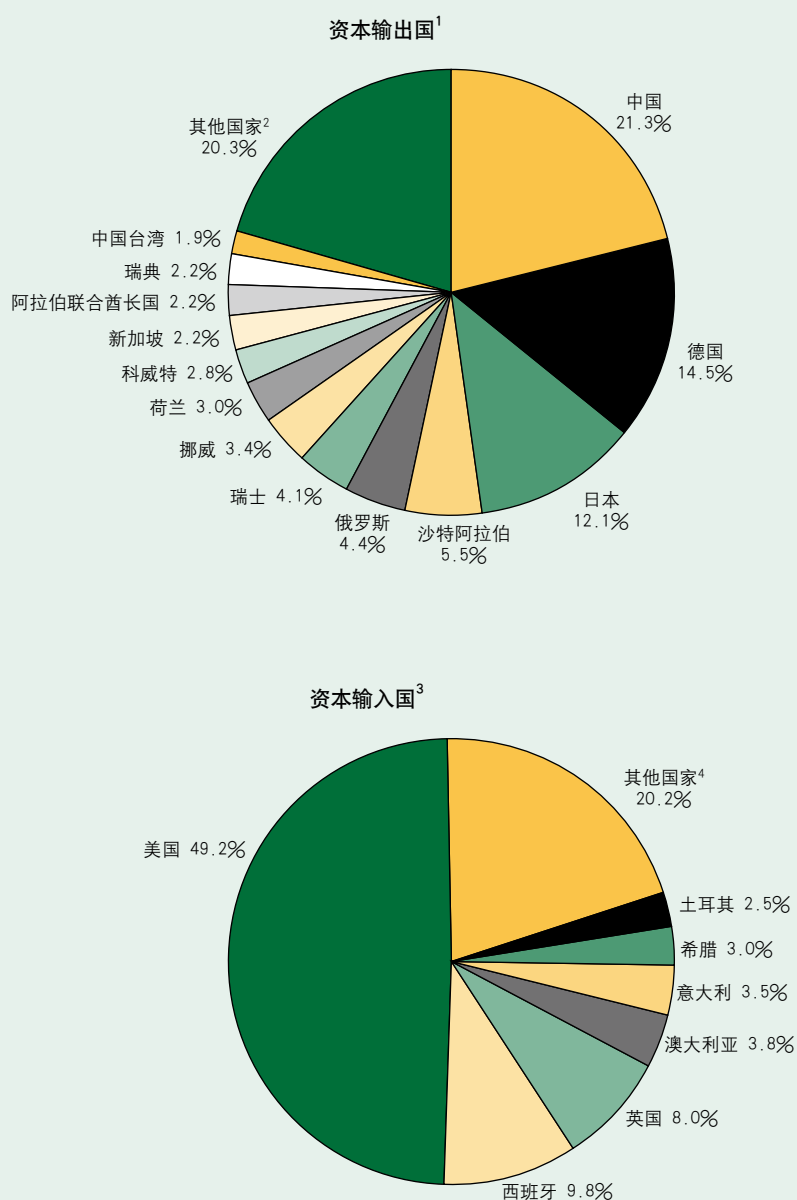
表

10. 股票市场指数	171
11. 外汇汇率	174
12. 新兴市场债券指数：EMBI全球总回报指数	176
13. 新兴市场债券指数：EMBI全球收益率利差	178
14. 新兴市场外部融资：债券、股票和贷款总额	180
15. 新兴市场外部融资：债券发行情况	182
16. 新兴市场外部融资：股票发行情况	184
17. 新兴市场外部融资：银团贷款	185
18. 股票定值指标：股息-收益比率	187
19. 股票定值指标：价格与账面价值的比率	188
20. 股票定值指标：市盈率	189
21. 新兴市场：共同基金流量	190

金融稳健指标

22. 银行监管资本与风险加权资产的比率	191
23. 银行资本与资产的比率	193
24. 银行不良贷款与全部贷款的比率	195
25. 银行准备金与不良贷款的比率	198
26. 银行资产回报率	200
27. 银行股权回报率	202

图1. 2007年主要的资本净输出国和输入国



资料来源：截至2008年9月25日的基金组织世界经济展望数据库。

1. 按各国经常账户顺差衡量（假设误差与遗漏是资本和金融账户的一部分）。
2. 其他国家包括占全部顺差的比重不到1.9%的所有国家。
3. 按各国经常账户逆差衡量（假设误差与遗漏是资本和金融账户的一部分）。
4. 其他国家包括占全部逆差的比重不到2.5%的所有国家。

图2. 汇率：部分主要工业国家
(每周数据)



资料来源：Bloomberg L.P.和基金组织全球数据系统。

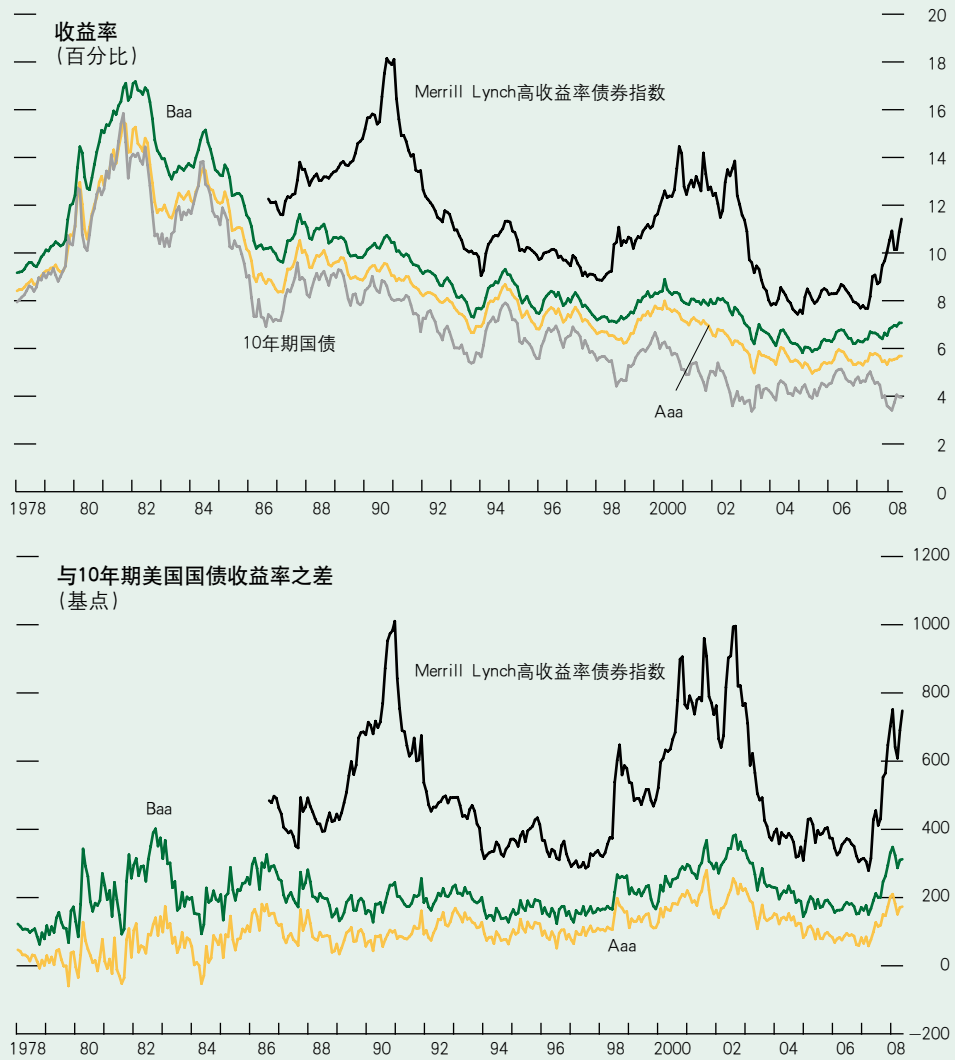
注：在各分图中，有效和双边汇率的向上移动意味着本地货币的升值。

1. 每一美元的本地货币单位数；欧元区和英国的数据反映的是每一本地货币单位的美元数。

2. 2000年=100；利用1999-2001年的贸易权重构建。

图3. 美国：公司债券和国债的收益率

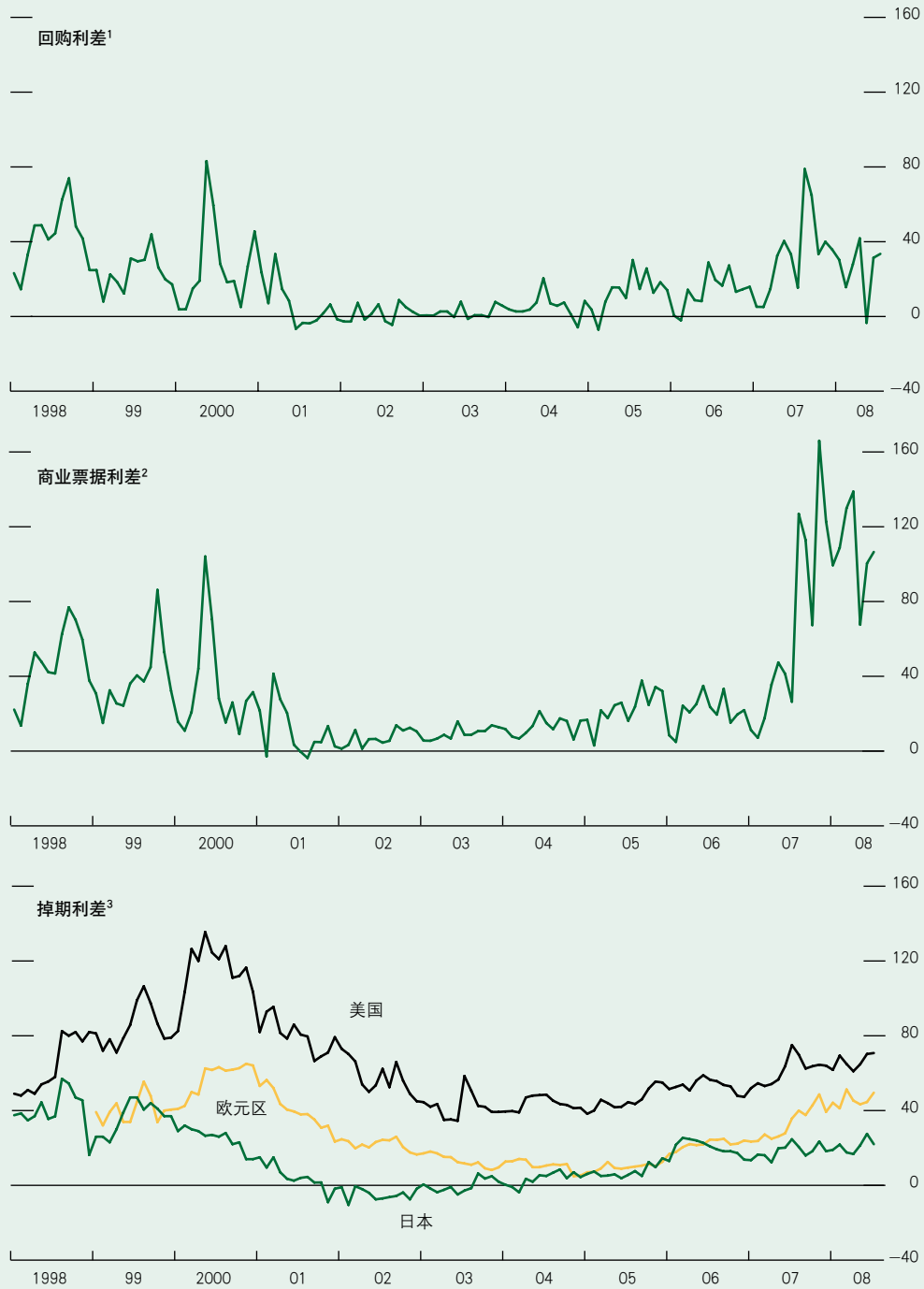
(月度数据)



资料来源：Bloomberg L.P.和Merrill Lynch。

图4. 部分利差

(基点; 月度数据)

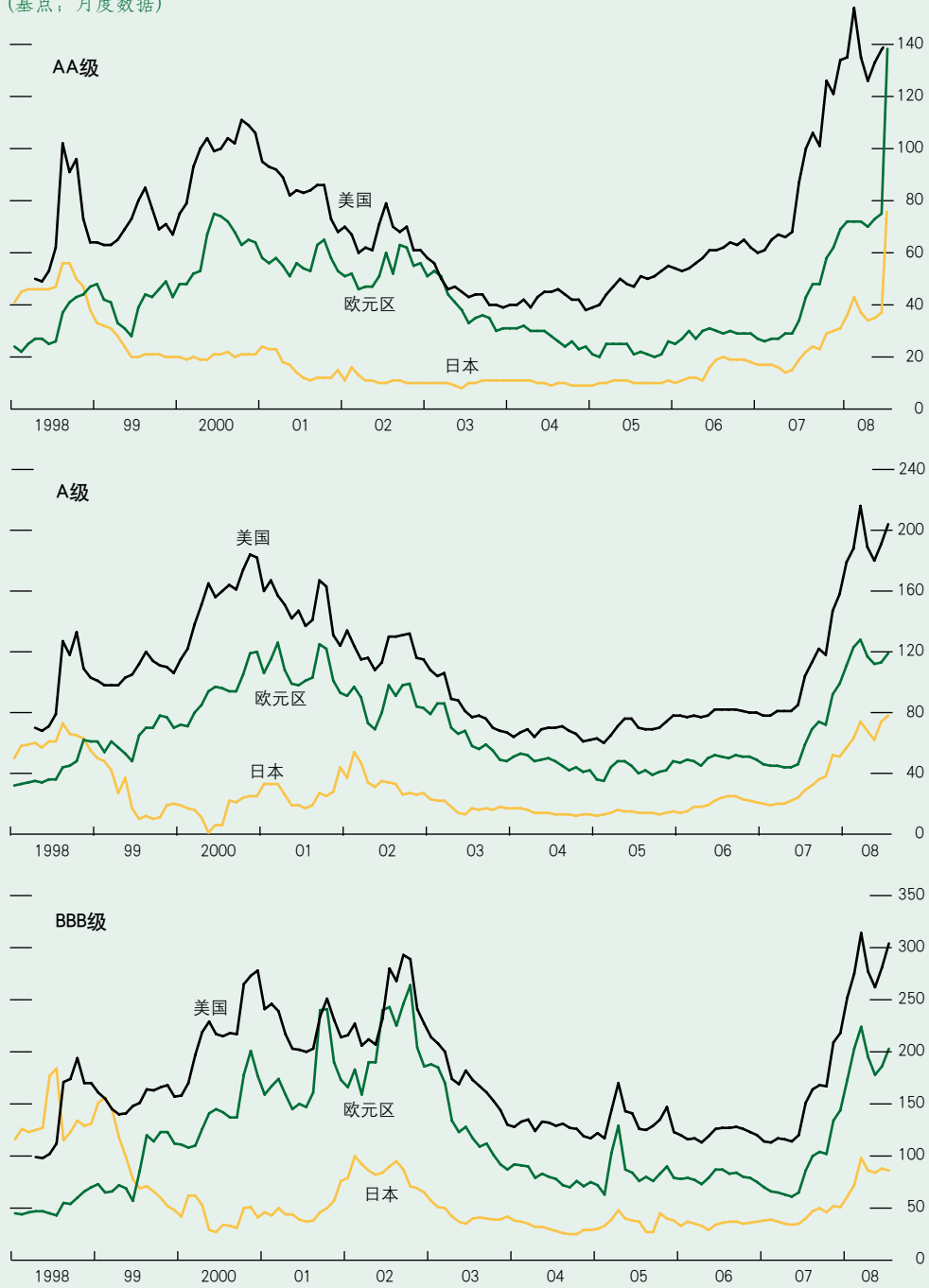


资料来源: Bloomberg L.P.和Merrill Lynch。

1. 3个月期美国国债回购与3个月期美国国库券收益率之间的利差。
2. 为期90天的投资级商业票据与3个月期美国国库券收益率之间的利差。
3. 高出10年期政府债券的利差。

图5. 非金融公司的信用利差

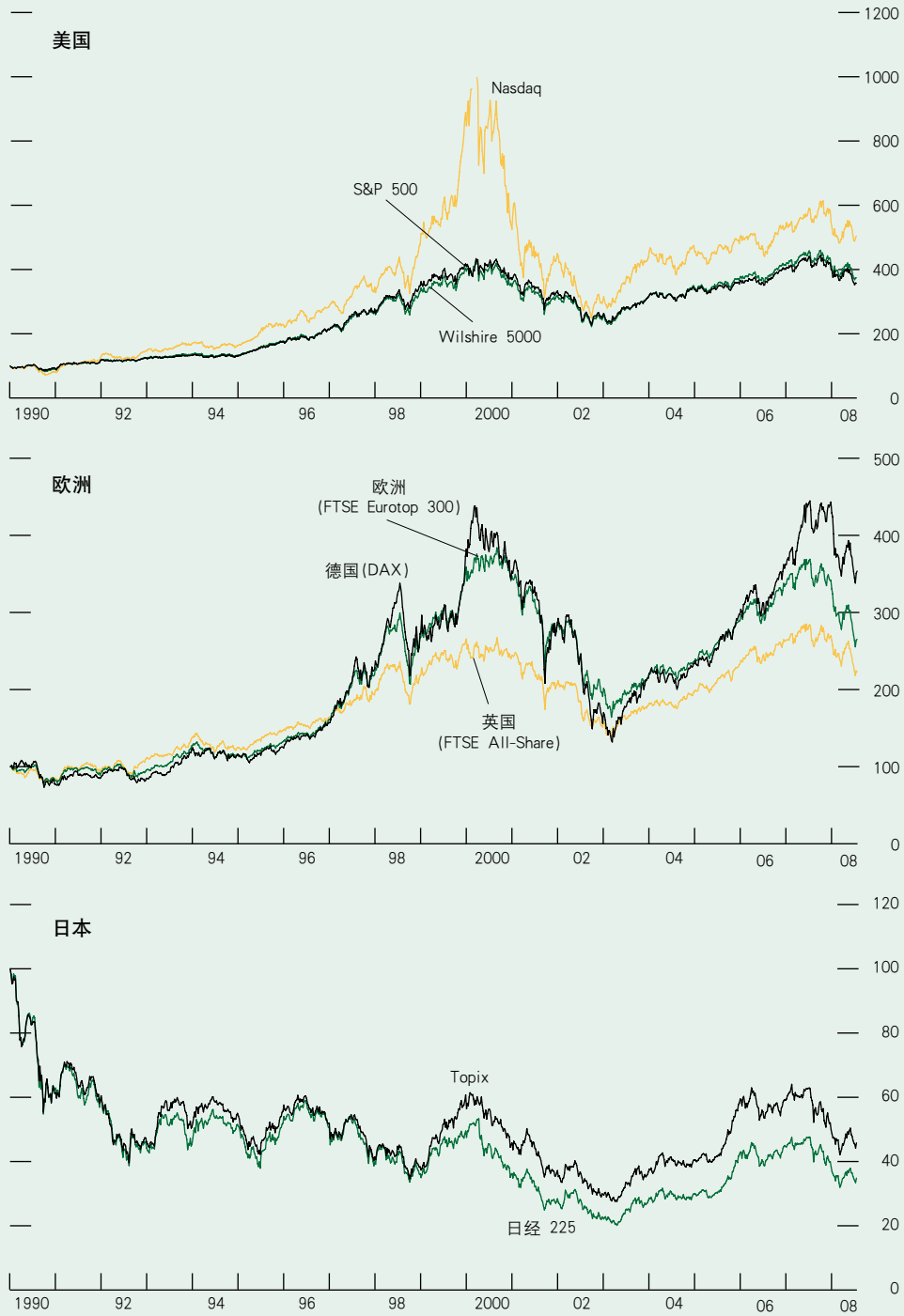
(基点; 月度数据)



资料来源: Merrill Lynch。

图6. 股票市场：价格指数

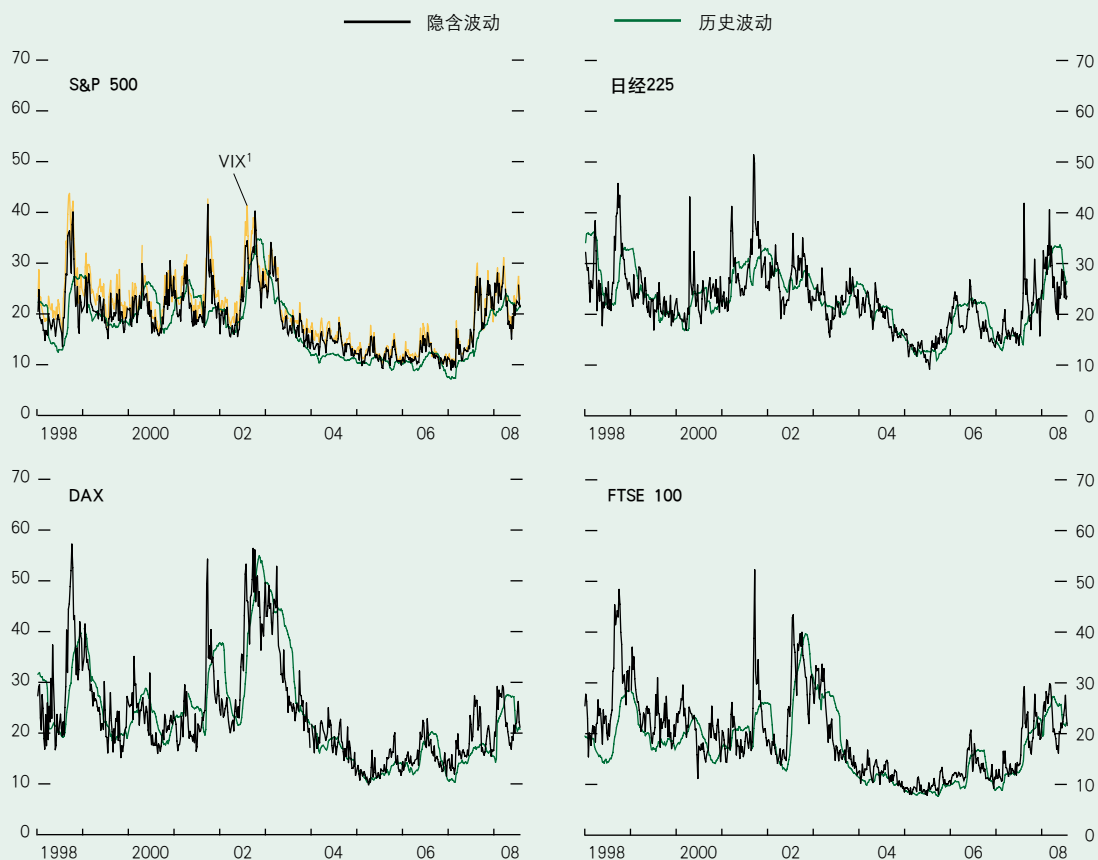
(1990年1月1日=100，每周数据)



资料来源：Bloomberg L.P.。

图7. 股票市场的隐含波动和历史波动

(每周数据)



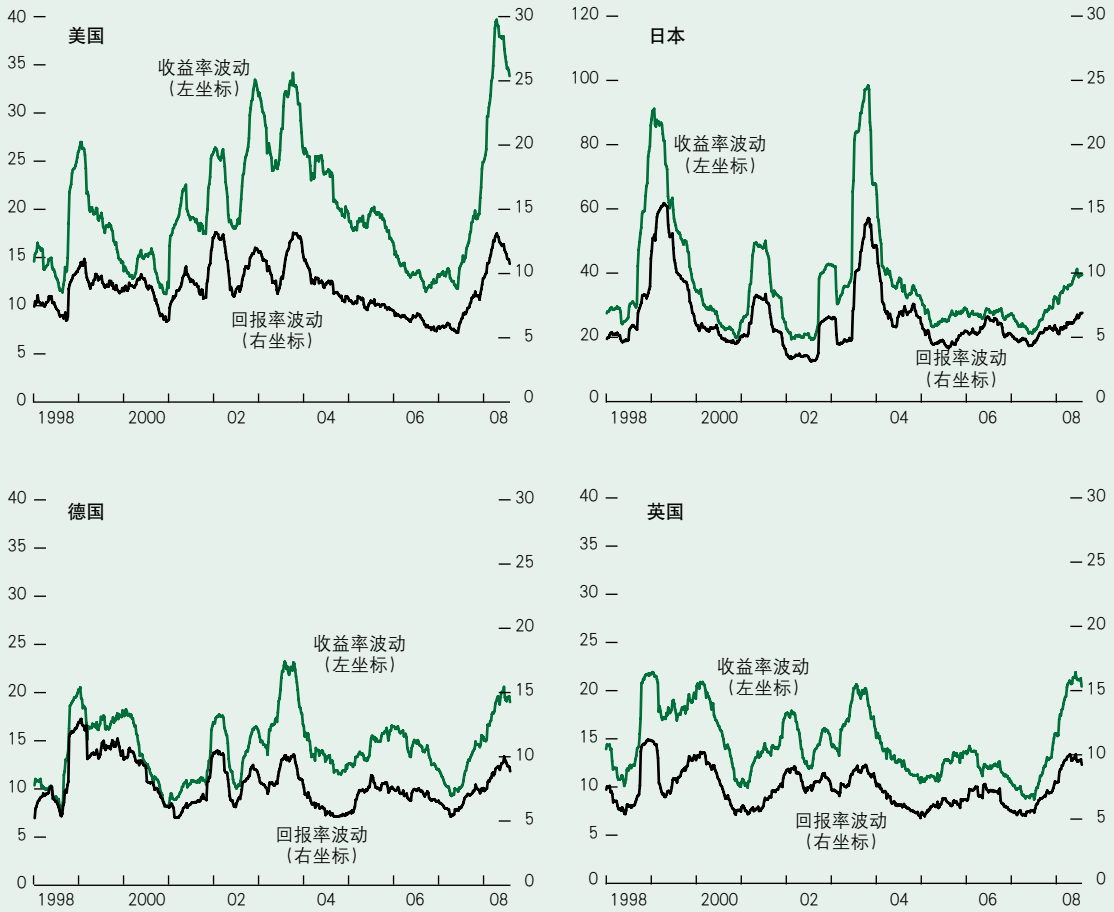
资料来源：Bloomberg L.P.和基金组织工作人员的估计。

注：隐含波动是衡量股票期货买入期权的市场价格所隐含股价变动的一个指标。历史波动计算的是股价变化的100天滚动年度标准差。波动按变化的百分率表示。

1. VIX是芝加哥期权交易所的波动指数。该指数通过计算S&P 500的8种买入期权和卖出期权的隐含波动的加权平均值得出。

图8. 部分国家政府债券收益率和债券回报率的历史波动¹

(每周数据)



资料来源: Bloomberg L.P. 和 Datastream。

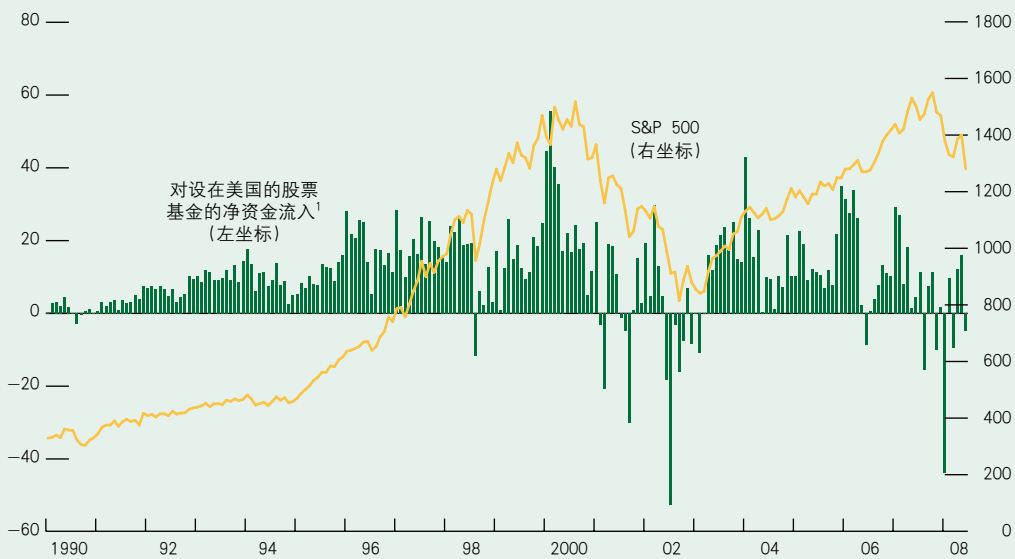
1. 波动计算的是10年期政府债券的收益率和回报率变化的100天滚动年度标准偏差。回报率以10年期以上的政府债券指数为基础。

图9. 12个月前瞻市盈率



资料来源：I/B/E/S。

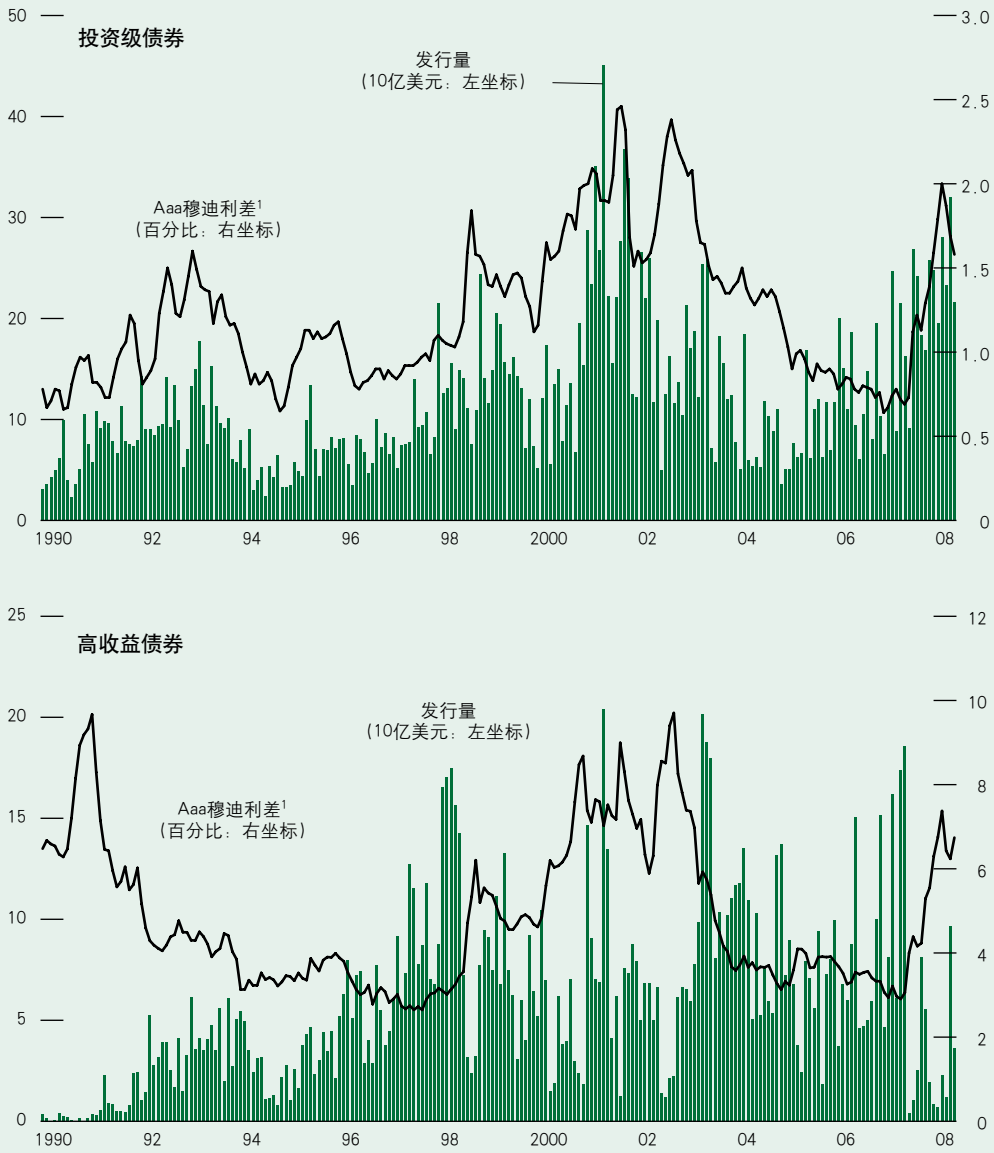
图10. 流入设在美国的股票基金的资金



资料来源：投资公司协会和Datastream。

1. 单位：10亿美元。

图11. 美国:公司债券市场



资料来源：联邦储备体系理事会和Bloomberg L.P.。
1. 与10年期美国政府债券收益之间的利差。

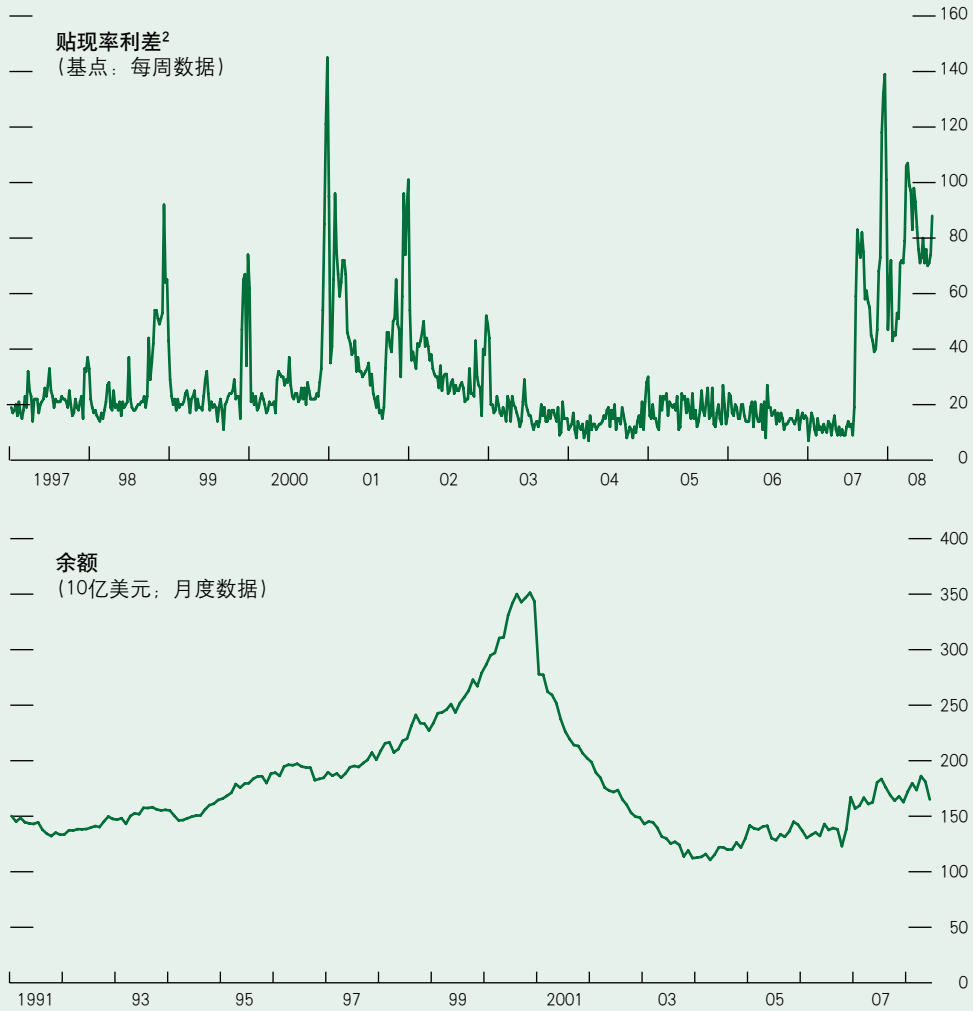
图12. 欧洲：公司债券市场¹



资料来源：DCM Analytics和Datastream。

1. 非金融公司债券。
2. Merrill Lynch高收益率欧洲发行人指数债券与10年期德国政府基准债券之间的收益率利差。

图13. 美国：商业票据市场¹

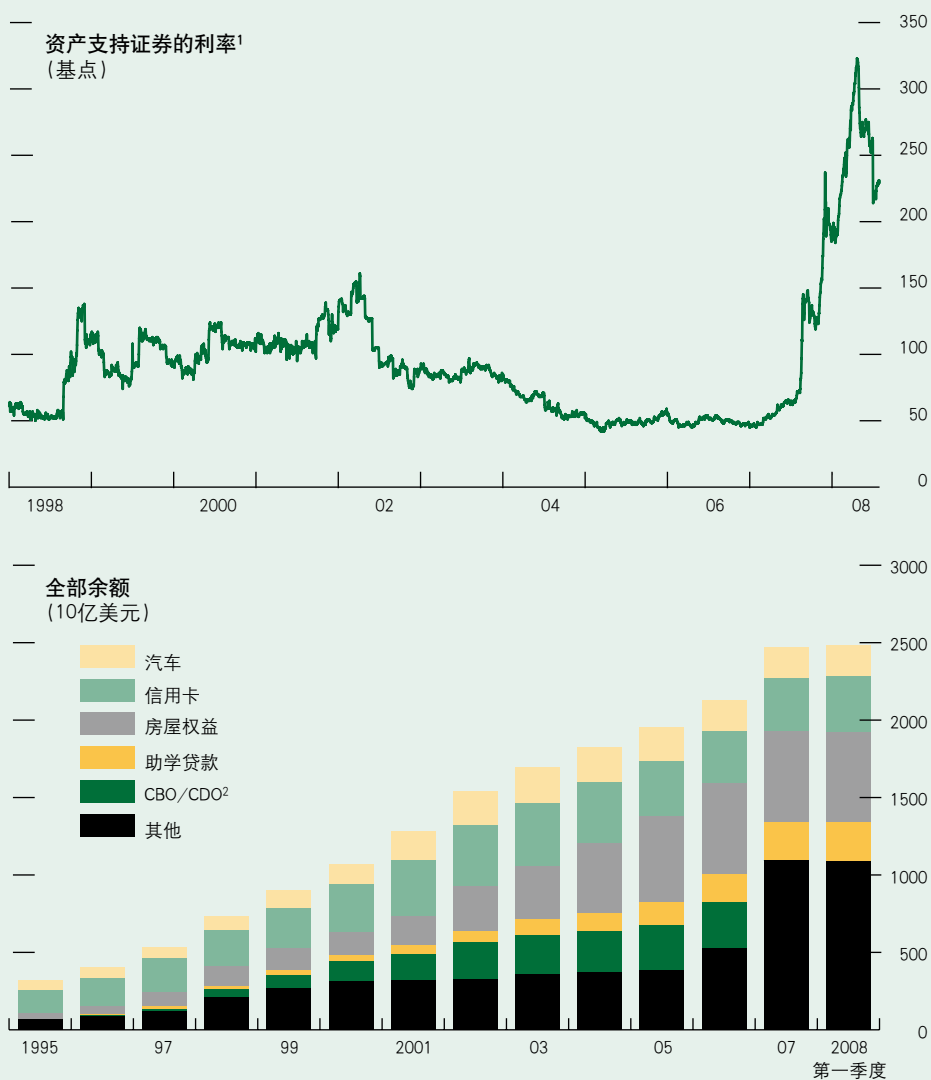


资料来源：联邦储备体系理事会。

1. 非金融商业票据。

2. 30天期A2/P2和AA级商业票据之间的利差。

图14. 美国：资产支持证券



资料来源：Merrill Lynch、Datastream及证券业和金融市场协会。

1. Merrill Lynch AAA级资产支持证券的主指数（固定利率）的期权调整利差。
2. 抵押债券/债务凭证；在2007年和2008年第一季度，CBO/CDO的余额在其他中。

表1. 全球资本流动：流入和流出¹

(10亿美元)

	流入										
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
美国											
直接投资	105.6	179.0	289.4	321.3	167.0	84.4	63.8	146.0	112.6	242.0	237.5
证券投资组合	333.1	187.6	285.6	436.6	428.3	427.6	550.2	867.3	832.0	1,126.9	1,145.1
其他投资	265.7	54.2	167.2	280.4	187.5	283.2	244.4	519.9	302.7	692.3	675.0
储备资产	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
全部资本流动	704.4	420.8	742.2	1,038.2	782.9	795.2	858.3	1,533.2	1,247.3	2,061.1	2,057.7
加拿大											
直接投资	11.5	22.7	24.8	66.1	27.7	22.1	7.2	-0.7	27.2	62.8	111.8
证券投资组合	11.7	16.6	2.7	10.3	24.2	11.9	14.1	41.8	7.8	27.9	-32.5
其他投资	28.0	5.4	-10.8	0.8	7.8	5.1	12.3	-3.9	29.8	30.8	56.8
储备资产	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
全部资本流动	51.2	44.8	16.6	77.2	59.7	39.0	33.6	37.1	64.8	121.5	136.0
日本											
直接投资	3.2	3.3	12.3	8.2	6.2	9.1	6.2	7.8	3.2	-6.8	22.2
证券投资组合	79.2	56.1	126.9	47.4	60.5	-20.0	81.2	196.7	183.1	198.6	196.6
其他投资	68.0	-93.3	-265.1	-10.2	-17.6	26.6	34.1	68.3	45.9	-89.1	48.9
储备资产	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
全部资本流动	150.4	-34.0	-125.9	45.4	49.1	15.7	121.5	272.8	232.3	102.6	267.7
英国											
直接投资	37.5	74.7	89.3	122.2	53.8	25.5	27.6	77.9	195.6	146.1	224.9
证券投资组合	43.7	35.2	183.9	255.6	69.6	76.2	155.6	159.9	240.3	292.4	420.9
其他投资	322.2	110.5	90.0	414.6	327.0	109.1	396.7	741.2	936.2	862.2	1,554.2
储备资产	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
全部资本流动	403.4	220.3	363.3	792.4	450.5	210.8	579.9	979.0	1,372.1	1,300.7	2,200.0
欧元区											
直接投资	...	...	216.3	416.3	199.8	185.0	153.2	121.4	189.2	258.7	391.0
证券投资组合	...	...	305.1	268.1	318.3	298.4	383.3	520.0	682.4	1,008.8	891.7
其他投资	...	...	198.4	340.3	238.1	59.9	198.0	355.8	798.7	881.8	1,255.8
储备资产	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
全部资本流动	...	...	719.8	1,024.7	756.3	543.2	734.5	997.1	1,670.3	2,149.3	2,538.5
新兴市场和发展中 国家²											
直接投资	191.4	186.7	212.0	212.0	227.9	190.1	203.8	276.4	374.2	464.0	532.5
证券投资组合	146.3	37.9	103.9	94.9	13.7	-13.9	84.8	133.3	201.3	336.6	441.8
其他投资	142.9	-117.9	-83.7	-7.3	-59.0	3.4	126.4	211.1	184.6	383.8	955.1
储备资产	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
全部资本流动	480.7	106.8	232.2	299.6	182.7	179.6	415.0	620.9	760.0	1,184.5	1,929.4

资料来源：截至2008年9月25日的基金组织《国际金融统计》及世界经济展望数据库。

1. 全部净资本流动是直接投资、证券投资组合、其他投资流量和储备资产之和。“其他投资”包括银行贷款和存款。
2. 这一总量包括《世界经济展望》界定的“其他新兴市场和发展中国家”以及中国香港、以色列、韩国、新加坡和中国台湾。

流出										
1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
-104.8	-142.6	-224.9	-159.2	-142.4	-154.5	-149.6	-316.2	-36.2	-241.2	-333.3
-116.9	-130.2	-122.2	-127.9	-90.6	-48.6	-123.1	-177.4	-257.5	-499.0	-294.6
-262.8	-74.2	-165.6	-273.1	-144.7	-87.9	-54.3	-510.1	-267.0	-513.9	-661.9
-1.0	-6.7	8.7	-0.3	-4.9	-3.7	1.5	2.8	14.1	2.4	-0.1
-485.5	-353.8	-504.1	-560.5	-382.6	-294.7	-325.4	-1,000.9	-546.6	-1,251.7	-1,289.9
-23.1	-34.1	-17.3	-44.5	-36.2	-26.8	-23.6	-42.6	-29.7	-39.3	-54.0
-8.6	-15.1	-15.6	-43.0	-24.4	-18.6	-13.8	-18.9	-44.1	-69.2	-42.8
-16.2	9.4	10.2	-4.2	-10.7	-7.9	-14.2	-7.1	-16.6	-31.0	-55.1
2.4	-5.0	-5.9	-3.7	-2.2	0.2	3.3	2.8	-1.3	-0.8	-3.9
-45.4	-44.8	-28.5	-95.4	-73.4	-53.2	-48.4	-65.8	-91.7	-140.3	-155.8
-26.1	-24.6	-22.3	-31.5	-38.5	-32.0	-28.8	-31.0	-45.4	-50.2	-73.5
-47.1	-95.2	-154.4	-83.4	-106.8	-85.9	-176.3	-173.8	-196.4	-71.0	-123.5
-192.0	37.9	266.3	-4.1	46.6	36.4	149.9	-48.0	-106.6	-86.2	-260.6
-6.6	6.2	-76.3	-49.0	-40.5	-46.1	-187.2	-160.9	-22.3	-32.0	-36.5
-271.6	-75.8	13.4	-168.0	-139.2	-127.7	-242.3	-413.6	-370.8	-239.4	-494.1
-60.9	-122.8	-202.5	-246.3	-61.8	-50.3	-65.6	-98.2	-91.7	-89.5	-269.1
-85.0	-53.2	-34.3	-97.2	-124.7	1.2	-58.4	-259.2	-291.5	-366.9	-255.6
-277.8	-22.9	-97.1	-426.8	-255.5	-151.0	-415.6	-596.9	-931.6	-776.7	-1,520.0
3.9	0.3	1.0	-5.3	4.5	0.6	2.6	-0.4	-1.7	1.3	-2.6
-419.8	-198.6	-332.9	-775.6	-437.6	-199.5	-537.1	-954.7	-1,316.5	-1,231.8	-2,047.2
...	...	-348.8	-413.7	-298.0	-163.8	-165.4	-205.1	-459.7	-448.0	-552.0
...	...	-341.7	-385.3	-255.0	-163.2	-318.3	-428.1	-512.4	-667.8	-585.1
...	...	-30.1	-165.9	-243.6	-220.8	-284.0	-392.6	-689.8	-906.4	-1,152.9
...	...	11.6	16.2	16.4	-3.0	32.8	15.6	22.9	-2.6	-6.0
...	...	-709.1	-948.8	-780.1	-550.8	-735.0	-1,010.2	-1,639.0	-2,024.8	-2,296.0
-41.7	-27.2	-35.3	-41.7	-41.4	-32.9	-37.5	-86.7	-115.1	-213.7	-245.6
-110.2	-9.4	-43.9	-103.9	-105.7	-88.3	-131.6	-161.2	-265.7	-525.3	-497.0
-128.9	35.3	-61.6	-124.2	42.9	20.0	-131.3	-203.4	-261.1	-409.4	-788.0
-91.4	-29.8	-102.0	-138.0	-124.7	-195.1	-364.0	-508.5	-595.9	-754.5	-1,256.3
-372.2	-31.2	-242.9	-407.8	-228.9	-296.4	-664.3	-959.7	-1,237.8	-1,902.9	-2,786.9

表 2. 全球资本流动：按发行货币分类的国际债务证券的余额和净发行额以及按借款人国籍分类的已宣布的国际银团信贷

(10亿美元)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 第一季度
按发行货币分类的国际债务证券的余额							
美元	4,123.9	4,536.9	4,905.3	5,380.4	6,399.4	7,553.3	7,733.6
日元	433.2	487.7	530.1	471.7	486.9	577.7	668.5
英镑	618.2	776.3	980.6	1,062.2	1,449.1	1,708.5	1,723.4
加拿大元	51.6	79.3	112.4	146.6	177.9	266.2	265.0
瑞典克朗	11.1	15.8	20.9	23.2	34.3	46.7	50.8
瑞士法郎	159.2	195.6	227.9	208.6	253.7	301.7	343.3
欧元	3,283.1	4,824.7	6,209.1	6,306.2	8,301.7	10,535.8	11,429.2
其他	151.9	216.6	285.0	354.5	454.4	609.5	648.7
总计	8,832.1	11,133.0	13,271.3	13,953.4	17,557.4	21,599.4	22,862.5
按发行货币分类的国际债务证券的净发行额							
美元	423.5	413.1	368.4	475.1	1,018.9	1,154.0	180.3
日元	-17.5	3.3	26.9	3.8	19.4	67.2	6.3
英镑	52.4	84.4	132.8	197.6	222.7	228.0	28.8
加拿大元	3.6	15.5	25.5	29.4	32.1	51.1	8.9
瑞典克朗	1.1	2.0	3.4	6.2	7.0	9.4	0.4
瑞士法郎	8.0	15.8	12.7	13.1	28.1	24.5	1.7
欧元	491.9	777.5	917.2	986.0	1,201.1	1,153.0	105.1
其他	30.6	38.0	52.2	86.9	79.2	105.2	28.5
总计	993.7	1,349.6	1,539.0	1,798.1	2,608.7	2,792.4	360.1
按借款人国籍分类的已宣布的国际银团信贷							
所有国家	1,296.9	1,241.4	1,806.7	2,232.3	2,121.8	2,134.1	344.4
工业国家	1,199.8	1,131.2	1,637.7	1,991.0	1,824.3	1,676.3	278.9
其中：							
美国	739.2	606.4	897.2	977.9	848.9	726.4	99.5
日本	19.5	18.2	27.5	19.3	42.8	53.1	14.6
德国	84.4	97.6	116.3	131.6	170.8	94.2	9.5
法国	64.2	65.2	151.1	170.9	118.0	126.6	30.2
意大利	22.8	46.1	22.8	73.6	26.0	27.4	0.4
英国	109.9	103.9	151.4	180.6	137.0	166.4	59.2
加拿大	34.9	30.2	38.7	71.3	72.7	76.5	13.4

资料来源：国际清算银行。

表3. 2007年资本市场规模的部分指标

(除非另有说明, 否则单位为10亿美元)

	GDP	全部储备 减去黄金 ¹	股票市场 市值	债务证券			银行 资产	债券、 股票和 银行资产 ²	债券、股票和 银行资产 ² (占GDP的百分比)
				公共	私人	总计			
全球	54,545.1	6,448.0	65,105.6	28,632.1	51,189.8	79,821.9	84,784.5	229,712.0	421.1
欧盟	15,688.8	279.7	14,730.9	8,788.0	19,433.3	28,221.3	43,146.3	86,098.5	548.8
欧元区	12,202.6	172.1	10,040.1	7,612.7	15,411.2	23,023.8	30,137.1	63,461.4	520.1
北美	15,243.6	100.5	22,108.8	7,415.8	24,049.2	31,465.0	13,776.4	67,350.3	441.8
加拿大	1,436.1	41.0	2,186.6	821.8	764.0	1,585.7	2,582.3	6,354.6	442.5
美国	13,807.6	59.5	19,922.3	6,594.0	23,285.2	29,879.3	11,194.1	60,995.7	441.8
日本	4,381.6	952.8	4,663.8	7,147.7	2,069.8	9,217.5	7,839.4	21,720.6	495.7
备忘项:									
欧盟国家									
奥地利	371.2	10.7	236.4	217.3	438.7	655.9	598.1	1,490.5	401.5
比利时	454.3	10.4	404.4	515.6	540.3	1,055.9	2,278.8	3,739.1	823.1
丹麦	312.0	32.5	290.9	93.3	598.2	691.5	1,075.2	2,057.6	659.4
芬兰	246.3	7.1	359.1	130.1	122.0	252.1	256.4	867.5	352.2
法国	2,593.8	45.7	2,737.1	1,447.2	2,919.6	4,366.8	8,685.2	15,789.1	608.7
德国	3,320.9	44.3	2,105.2	1,700.3	3,905.8	5,606.1	6,492.7	14,204.0	427.7
希腊	313.8	0.6	265.0	453.8	134.3	588.1	503.0	1,356.0	432.1
爱尔兰	261.2	0.8	143.9	57.3	507.2	564.5	1,481.9	2,190.3	838.4
意大利	2,104.7	28.4	1,072.5	2,019.0	2,201.1	4,220.1	3,746.5	9,039.1	429.5
卢森堡	49.5	0.1	166.1	0.0	104.7	104.7	774.6	1,045.4	2,110.6
荷兰	777.2	10.3	574.5	315.6	1,705.6	2,021.2	2,347.6	4,943.4	636.0
葡萄牙	223.4	1.3	147.2	176.5	270.2	446.7	257.1	850.9	380.8
西班牙	1,440.0	11.5	1,799.8	580.0	2,561.6	3,141.7	2,915.6	7,857.1	545.6
瑞典	454.8	27.0	576.9	168.6	492.7	661.3	681.2	1,919.4	422.0
英国	2,765.4	49.0	3,851.7	913.5	2,931.2	3,844.7	11,052.5	18,748.9	678.0
新兴市场国家 ³	17,281.7	4,910.1	20,950.2	4,908.4	2,911.7	7,820.1	15,003.8	43,774.1	253.3
其中:									
亚洲	7,482.4	2,988.2	13,782.7	2,556.4	1,948.5	4,505.0	9,382.3	27,670.0	369.8
拉丁美洲	3,608.5	445.2	2,292.2	1,456.5	628.4	2,084.9	1,988.7	6,365.8	176.4
中东	1,563.8	341.1	1,275.9	39.5	84.3	123.8	1,166.3	2,566.0	164.1
非洲	1,099.8	289.8	1,181.7	89.2	77.0	166.2	646.3	1,994.3	181.3
欧洲	3,527.2	845.9	2,417.6	766.7	173.5	940.2	1,820.2	5,178.0	146.8

资料来源: 世界交易所联盟、国际清算银行; 截至2008年9月25日基金组织《国际金融统计》和世界经济展望数据库以及©2003 Bureau van Dijk Electronic Publishing-Bankscope的数据和Standard&Poor的新兴市场数据库。

1. 数据来自《国际金融统计》。
2. 股票市场市价总值、债务证券和银行资产之和。
3. 这一总量包括《世界经济展望》所界定的其他新兴市场和发展中国家以及中国香港、以色列、韩国、新加坡和中国台湾。

表4. 全球场外交易衍生品市场：未清偿合约的名义数额和总市场价值¹

(10亿美元)

	名义数额					总市场价值				
	2005年 12月底	2006年 6月底	2006年 12月底	2007年 6月底	2007年 12月底	2005年 12月底	2006年 6月底	2006年 12月底	2007年 6月底	2007年 12月底
总计	297,666	370,178	414,845	516,407	596,004	9,748	9,949	9,691	11,140	14,522
外汇	31,360	38,127	40,271	48,645	56,238	997	1,136	1,266	1,345	1,807
远期和外汇掉期	15,873	19,407	19,882	24,530	29,144	406	436	469	492	675
货币掉期	8,504	9,696	10,792	12,312	14,347	453	535	601	619	817
期权	6,984	9,024	9,597	11,804	12,748	138	165	196	235	315
利率 ²	211,970	262,526	291,582	347,312	393,138	5,397	5,445	4,826	6,063	7,177
远期利率协议	14,269	18,117	18,668	22,809	26,599	22	25	32	43	41
掉期	169,106	207,588	229,693	272,216	309,588	4,778	4,840	4,163	5,321	6,183
期权	28,596	36,821	43,221	52,288	56,951	597	580	631	700	953
与股票挂钩的	5,793	6,782	7,488	8,590	8,509	582	671	853	1,116	1,142
远期和掉期	1,177	1,430	1,767	2,470	2,233	112	147	166	240	239
期权	4,617	5,351	5,720	6,119	6,276	470	523	686	876	903
商品 ³	5,434	6,394	7,115	7,567	9,000	871	718	667	636	753
黄金	334	456	640	426	595	51	77	56	47	70
其他	5,100	5,938	6,475	7,141	8,405	820	641	611	589	683
远期和掉期	1,909	2,188	2,813	3,447	5,629	...	...	...	...	...
期权	3,191	3,750	3,663	3,694	2,776	...	...	...	...	...
信用违约掉期	13,908	20,352	28,650	42,580	57,894	243	294	470	721	2,002
单名工具	10,432	13,873	17,879	24,239	32,246	171	186	278	406	1,143
多名工具	3,476	6,479	10,771	18,341	25,648	71	109	192	315	859
未分配	29,199	35,997	39,740	61,713	71,225	1,659	1,685	1,609	1,259	1,642
备选项：										
总信用风险暴露 ⁴	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,900	2,032	2,036	2,672	3,256
在交易所交易的衍生品	31,360	38,127	40,271	48,645	56,238	...	...	...	...	...

资料来源：国际清算银行。

1. 针对重复计算，对所有数据都进行了调整。通过将其他报告数据的交易商的头寸减半，对尚未清偿的名义数额进行了调整。总市场价值计算为与不报告的对手方的合同全部正价市场价值总额与合同负价市场价值总额的绝对值之和。

2. 仅包括单一货币合同。

3. 针对重复计算进行的调整值为估计数。

4. 在考虑了法律上可执行的双边轧差协议后的总市场价值。

表5. 全球场外交易衍生品市场：未清偿合约的名义数额和总市场价值（按交易对手、剩余期限和货币分类)¹

(10亿美元)

	名义数额					总市场价值				
	2005年 12月底	2006年 6月底	2006年 12月底	2007年 6月底	2007年 12月底	2005年 12月底	2006年 6月底	2006年 12月底	2007年 6月底	2007年 12月底
总计	297,666	370,178	414,845	516,407	596,004	9,748	9,949	9,691	11,140	14,522
外汇	31,360	38,127	40,271	48,645	56,238	997	1,136	1,266	1,345	1,807
按交易对手分类										
与其他报告数据的交易商	12,165	15,306	15,532	19,173	21,334	323	368	438	455	594
与其他金融机构	12,721	15,123	16,023	19,144	24,154	412	471	521	557	801
与非金融客户	6,474	7,698	8,716	10,329	10,751	261	297	307	333	412
按剩余期限分类										
不超过1年 ²	23,907	29,579	30,270	36,950	40,316	...	...	...	...	...
1-5年 ²	5,164	5,851	6,702	8,090	8,553	...	...	...	...	...
5年以上 ²	2,289	2,697	3,299	3,606	7,370	...	...	...	...	...
按主要货币分类										
美元 ³	26,295	31,791	33,755	40,513	46,947	867	969	1,069	1,112	1,471
欧元 ³	12,857	15,344	16,037	18,280	21,806	397	472	509	455	790
日元 ³	7,575	9,536	9,490	10,602	12,857	255	243	325	389	371
英镑 ³	4,424	5,217	6,135	7,770	7,979	121	148	197	174	260
其他 ³	11,571	14,366	15,124	20,125	22,888	354	439	431	561	723
利率⁴	211,970	262,526	291,582	347,312	393,138	5,397	5,445	4,826	6,063	7,177
按交易对手分类										
与其他报告数据的交易商	91,541	114,826	127,432	148,555	157,245	2,096	2,221	1,973	2,375	2,774
与其他金融机构	95,320	114,930	125,708	153,370	184,396	2,625	2,516	2,223	2,946	3,523
与非金融客户	25,109	32,770	38,441	45,387	51,497	676	708	630	742	879
按剩余期限分类										
不超过1年 ²	69,378	90,755	104,098	132,402	127,601	...	...	...	...	...
1-5年 ²	86,550	101,909	110,314	125,700	134,713	...	...	...	...	...
5年以上 ²	56,042	69,861	77,170	89,210	130,824	...	...	...	...	...
按主要货币分类										
美元	74,441	88,115	97,430	114,371	129,756	1,515	2,120	1,661	1,851	3,219
欧元	81,442	103,461	111,791	127,648	146,082	2,965	2,299	2,300	2,846	2,688
日元	25,605	32,581	38,113	48,035	53,099	294	463	297	364	401
英镑	15,060	19,071	22,238	27,676	28,390	344	291	311	627	430
其他	15,422	19,298	22,009	29,581	35,811	279	273	257	375	439
与股票挂钩的	5,793	6,782	7,488	8,590	8,509	582	671	853	1,116	1,142
商品⁵	5,434	6,394	7,115	7,567	9,000	871	718	667	636	753
信用违约掉期	13,908	20,352	28,650	42,580	57,894	243	294	470	721	2,002
未分配	29,199	35,997	39,740	61,713	71,225	1,659	1,685	1,609	1,259	1,642

资料来源：国际清算银行。

1. 针对重复计算，对所有数据进行了调整。通过将与其他报告数据的交易商的头寸减半，对尚未清偿的名义数额进行了调整。总市场价值计算为与不报告数据的交易对手的合同全部正值市场价值总额和合同负值市场价值总额的绝对值之和。

2. 剩余期限。

3. 计算每一笔外汇交易双方的货币意味着货币分项之和为合计额的两倍。

4. 只包括单一货币合同。

5. 针对重复计算进行的调整为估计数。

表6. 在交易所交易的金融衍生工具：尚未清偿的名义本金数额和年度交易额

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	(10亿美元)					
尚未清偿的名义本金数额						
利率期货	5,876.2	5,979.0	7,586.7	8,031.4	7,924.9	7,907.8
利率期权	2,741.8	3,277.8	3,639.9	4,623.5	3,755.5	4,734.2
货币期货	33.8	37.7	42.3	31.7	36.7	74.4
货币期权	120.4	133.4	118.6	49.2	22.4	21.4
股票市场指数期货	172.2	195.9	210.9	291.6	346.9	377.5
股票市场指数期权	337.7	394.5	808.7	947.4	1,510.6	1,149.2
总计	9,282.0	10,018.2	12,407.1	13,974.8	13,597.0	14,264.6
北美	4,852.3	4,841.2	6,347.9	7,395.1	6,930.6	8,168.6
欧洲	2,241.2	2,828.0	3,587.3	4,397.1	4,008.9	4,198.0
亚太	1,990.1	2,154.0	2,235.7	1,882.5	2,407.8	1,611.8
其他	198.4	195.0	236.2	300.1	249.7	286.2
	(百万份交易合同)					
年度交易额						
利率期货	561.0	612.2	701.6	760.0	672.7	781.2
利率期权	225.5	151.1	116.8	129.7	118.0	107.7
货币期货	99.6	73.7	73.6	54.5	37.1	43.5
货币期权	23.3	26.3	21.1	12.1	6.8	7.0
股票市场指数期货	114.8	93.8	115.9	178.0	204.9	225.2
股票市场指数期权	187.3	172.3	178.2	195.0	322.5	481.5
总计	1,211.5	1,129.4	1,207.1	1,329.3	1,362.0	1,646.0
北美	455.0	428.3	463.5	530.0	462.8	461.3
欧洲	354.8	391.7	482.8	525.9	604.7	718.6
亚太	126.4	115.9	126.9	170.9	207.7	331.3
其他	275.5	193.4	134.0	102.5	86.8	134.9

资料来源：国际清算银行。

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 第一季度
(10亿美元)							
9,269.5	9,955.6	13,123.7	18,164.9	20,708.8	24,476.2	26,769.6	26,794.8
12,492.8	11,759.5	20,793.7	24,604.1	31,588.3	38,116.5	44,281.7	45,391.2
65.6	47.0	79.9	103.5	107.6	161.4	158.5	164.2
27.4	27.4	37.9	60.7	66.1	78.6	132.7	193.6
344.2	365.7	549.4	635.3	784.1	1,045.4	1,131.9	1,160.9
1,575.4	1,701.7	2,203.4	3,025.1	4,533.9	6,565.5	8,106.8	7,745.1
23,775.0	23,856.9	36,787.9	46,593.7	57,788.7	70,443.7	80,581.3	81,449.7
16,203.5	13,720.2	19,504.4	27,608.9	36,385.2	42,551.4	43,991.3	38,894.2
6,141.8	8,801.6	15,407.1	16,308.6	17,973.5	23,217.1	30,568.1	36,682.9
1,318.4	1,206.0	1,659.9	2,426.9	3,004.5	4,049.6	4,971.0	4,790.5
111.2	129.1	216.5	249.3	425.5	625.6	1,050.9	1,082.0
(百万份交易合同)							
1,057.5	1,152.1	1,576.8	1,902.6	2,110.4	2,621.2	3,076.6	820.9
199.6	240.3	302.3	361.0	430.8	566.7	663.3	198.6
49.0	42.6	58.8	83.7	143.0	231.1	353.1	102.1
10.5	16.1	14.3	13.0	19.4	24.3	46.4	17.4
337.1	530.6	725.8	804.5	918.7	1,233.7	1,930.2	629.6
1,148.2	2,235.5	3,233.9	2,980.1	3,139.8	3,177.5	3,815.6	851.9
2,801.9	4,217.2	5,911.8	6,144.9	6,762.1	7,854.5	9,885.2	2,620.5
675.6	912.2	1,279.8	1,633.6	1,926.8	2,541.8	3,146.5	881.1
957.7	1,075.1	1,346.5	1,412.7	1,592.9	1,947.4	2,560.2	816.1
985.1	2,073.1	3,111.6	2,847.6	2,932.4	2,957.1	3,592.5	772.3
183.4	156.7	174.0	251.0	310.0	408.2	586.0	150.9

表7. 美国：部门资产负债表

(百分比)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
公司部门						
债务/净值	49.7	47.7	44.4	42.0	40.7	40.2
短期债务/全部债务	29.9	26.7	26.5	25.2	25.1	25.9
利息负担 ¹	14.4	11.8	8.6	6.8	6.3	6.4
住房部门						
净值/资产	81.5	81.7	81.3	80.9	80.5	80.0
股权/全部资产	21.0	24.3	24.4	23.9	24.5	23.4
股权/金融资产	34.1	38.5	39.0	38.6	39.2	37.1
净值/个人可支配收入	498.8	540.0	553.6	568.8	578.2	556.2
住房抵押贷款债务/全部资产	12.6	12.8	13.3	13.9	14.3	14.6
消费信贷/全部资产	4.2	3.9	3.8	3.6	3.5	3.5
全部债务/金融资产	29.9	29.0	29.8	30.9	31.2	31.7
债务偿还负担 ²	13.4	13.6	13.6	14.0	14.3	14.3
银行部门³						
信贷质量						
不良贷款 ⁴ /全部贷款	1.5	1.2	0.9	0.8	0.8	1.0
净贷款损失/全部贷款平均	1.1	0.9	0.7	0.6	0.4	0.5
贷款损失准备金/全部贷款	1.9	1.8	1.5	1.3	1.2	1.2
坏账注销净额/全部贷款	1.1	0.9	0.6	0.6	0.4	0.6
资本比率						
基于风险的全部资本	12.8	12.8	12.6	12.3	12.4	12.2
基于风险的一级资本	10.0	10.1	10.0	9.9	9.8	9.5
股权资本/全部资产	9.2	9.2	10.1	10.3	10.2	10.3
核心资本(杠杆率)	7.8	7.9	7.8	7.9	7.9	7.6
盈利能力指标						
平均资产回报率(ROA)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	0.9
平均股权回报率(ROE)	14.5	15.3	13.7	12.9	13.0	9.1
净利差幅度	4.1	3.8	3.6	3.6	3.4	3.4
效率比率 ⁵	55.8	56.5	58.0	57.2	56.3	59.1

资料来源：联邦储备体系理事会《资金流量表》；商务部经济分析局；联邦存款保险公司和圣路易斯联邦储备银行。

1. 净利息支付与税前收入的比率。
2. 债务偿付与个人可支配收入的比率。
3. 由联邦存款保险公司保险的商业银行。
4. 逾期90天以上并且停止计息的贷款。
5. 非利息支出减无形资产摊销占净利息收入加非利息收入的百分比。

表8. 日本：部门资产负债表¹

(百分比)

	2002财年	2003财年	2004财年	2005财年	2006财年	2007财年
公司部门						
债务/股东权益 (账面价值)	146.1	121.3	121.5	101.7	98.2	97.1
短期债务/全部债务	39.0	37.8	36.8	36.4	35.3	34.1
利息负担 ²	27.8	22.0	18.4	15.6	15.2	16.2
债务/经营利润	1,370.0	1,079.2	965.9	839.9	820.4	798.6
备忘项:						
全部债务/国内生产总值 ³	100.9	90.9	96.4	85.6	89.6	83.4
住房部门						
净值/资产	84.4	84.5	84.6	84.9	85.0	...
股权	3.5	4.9	5.7	8.7	8.8	...
房地产	34.6	32.9	31.4	29.9	29.6	...
净值/可支配收入净额	725.2	728.5	723.0	739.0	744.1	...
利息负担 ⁴	5.1	4.9	4.8	4.6	4.7	...
备忘项:						
债务/股权	448.2	317.6	268.4	174.5	170.1	...
债务/房地产	45.1	47.0	49.0	50.6	50.6	...
债务/可支配收入净额	134.2	133.2	131.5	131.6	130.9	...
债务/净值	18.5	18.3	18.2	17.8	17.6	...
股权/净值	4.1	5.8	6.8	10.2	10.3	...
不动产/净值	41.0	38.9	37.1	35.2	34.8	...
全部债务/国内生产总值 ³	79.4	77.5	76.1	76.2	75.2	...
银行部门						
信贷质量						
不良贷款 ⁵ /全部贷款	7.4	5.8	4.0	2.9	2.5	2.4
资本比率						
股东权益/资产	3.3	3.9	4.2	4.9	5.3	4.5
盈利能力指标						
股权回报率 (ROE) ⁶	-19.5	-2.7	4.1	11.3	8.5	6.1

资料来源: 大藏省《按产业分类的公司财务报表》; 内阁府经济和社会研究院《国民账户年度报告》; 日本银行家协会《全部银行的财务报表》; 金融厅《不良贷款状况》。

1. 数据为从4月1日开始的财年的数据。只有截至2006财年的家庭股票数据。
2. 利息支付占经营利润的百分比。
3. 根据国内生产总值数据的变化作了修订。
4. 利息支付占可支配收入的百分比。
5. 不良贷款以根据《金融再生法》报告的数据为基础。
6. 净收入占股东股本的百分比 (未就优先股等进行调整)。

表9. 欧洲：部门资产负债表¹

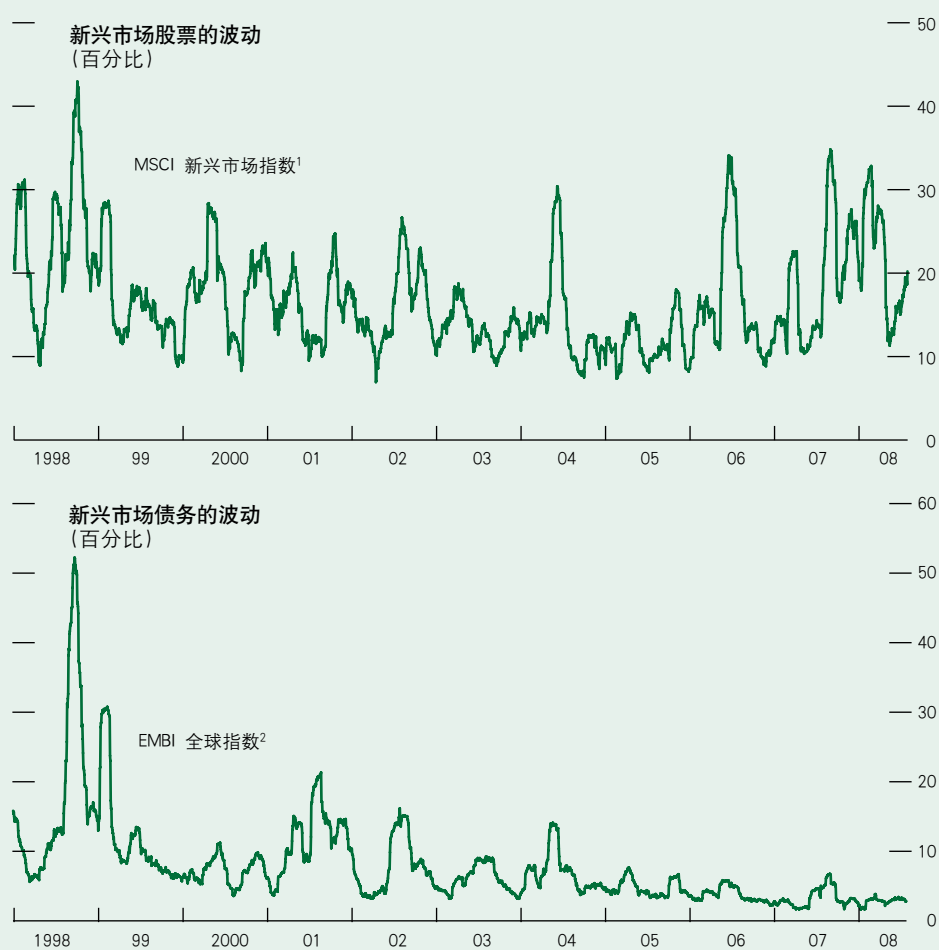
(百分比)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
公司部门						
债务/股权 ²	76.0	73.2	71.1	72.7	75.7	...
短期债务/全部债务	35.3	35.2	35.0	37.1	39.1	...
利息负担 ³	18.4	17.1	17.4	18.1	19.8	...
债务/经营利润	339.3	328.5	326.4	348.4	381.5	...
备忘项：						
金融资产/股权	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	...
流动资产/短期债务	77.3	84.6	92.7	96.5	94.2	...
住房部门						
净值/资产	83.6	83.7	83.9	84.5	84.8	...
股权/净值	11.0	11.6	11.5	12.2	12.1	...
股权/净金融资产	32.7	34.1	33.9	34.7	34.3	...
利息负担 ⁴	6.1	6.0	5.7	5.7	5.8	...
备忘项：						
非金融资产/净值	65.9	65.8	66.0	64.8	64.8	...
债务/净金融资产	54.8	53.0	52.7	48.4	47.8	...
债务/收入	98.2	100.7	105.5	106.6	110.5	...
银行部门⁵						
信贷质量						
不良贷款/全部贷款	2.5	2.3	2.4	2.4	2.3	1.9
贷款损失准备金/不良贷款	81.5	73.0	68.1	57.0	58.7	78.5
贷款损失准备金/全部贷款	2.4	2.4	2.4	1.4	1.3	1.4
资本比率						
股权资本/全部资产	3.1	2.9	3.8	4.4	4.4	4.5
资本金/负债	5.4	5.0	5.7	6.7	6.6	6.7
盈利能力指标						
资产回报率 (税后)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
股权回报率 (税后)	9.0	11.3	13.5	14.2	14.7	12.5
净利差幅度	1.6	1.5	1.1	1.3	1.2	1.2
效率比率 ⁶	69.0	73.1	64.8	59.4	58.0	60.7

资料来源：©2003 Bureau van Dijk Electronic Publishing-Bankscope和基金组织工作人员的估计。

1. 法国、德国和英国国内生产总值的加权平均值，另有说明除外。
2. 针对资产定值的变化，对公司股权进行了调整。
3. 利息支付占总经营利润的百分比。
4. 利息支付占可支配收入的百分比。
5. 欧洲最大的50家银行。对于某些指标来说，由于得不到数据，覆盖范围可能不到50家银行。
6. 成本与收入的比率。

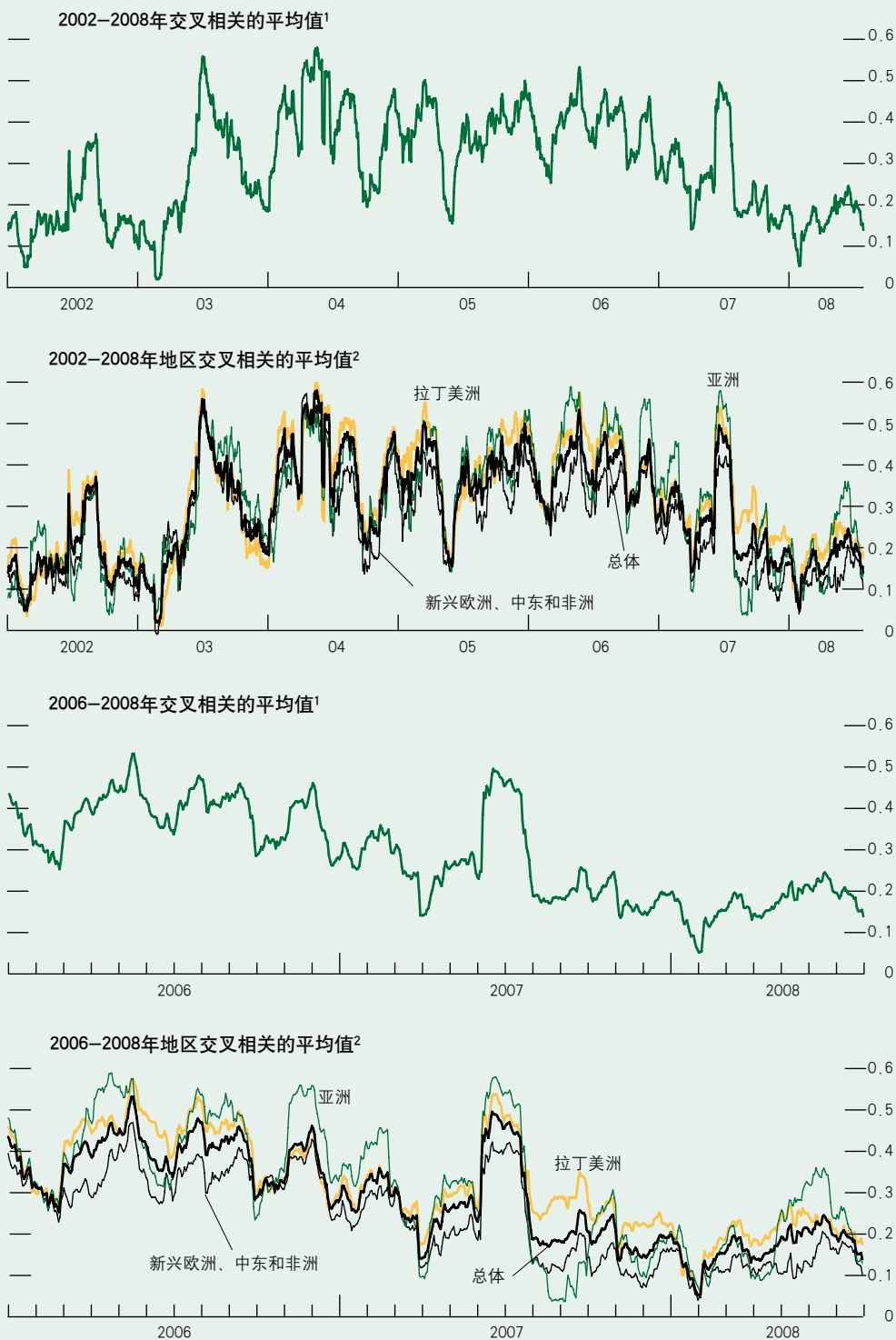
图15. 新兴市场波动指标



资料来源：新兴市场股票的波动，为摩根士丹利资本国际（MSCI）和基金组织工作人员的估计。新兴市场债务的波动，为JPMorgan Chase & Co.和基金组织工作人员的估计。

1. 此处的数据用按美元计值的MSCI新兴市场指数计算30天的滚动波动。
2. 此处的数据用按美元计值的EMBI全球回报指数计算30天的滚动波动。

图16. 新兴市场债务的交叉相关性指标



资料来源：JPMorgan Chase & Co. 和基金组织工作人员的估计。

1. EMBI全球指数包含的20个组成部分的回报率全部两两相关的30天简单移动平均值。
2. 在某一地区的全部市场与所有其他债券市场（无论地区）全部两两相关的简单平均值。

表10. 股票市场指数

	2008年, 期末		2007年, 期末		期末					12个月中的	12个月中的	所有时期的	所有时期的
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	2003	2004	2005	2006	2007	最高值	最低值	最高值 ¹	最低值 ¹
全球	1,437.4	1,402.1	1,633.6	1,588.8	1,036.3	1,169.3	1,257.8	1,483.6	1,588.8	1,682.4	1,378.6	1,682.4	423.1
新兴市场	1,104.6	1,087.1	1,204.9	1,245.6	442.8	542.2	706.5	912.7	1,245.6	1,338.5	956.9	1,338.5	175.3
拉丁美洲	4,316.1	4,751.5	4,139.6	4,400.4	1,100.9	1,483.6	2,150.0	2,995.7	4,400.4	5,195.4	3,143.7	5,195.4	185.6
阿根廷	3,120.7	4,187.7	3,284.1	2,918.8	933.6	1,163.0	1,857.1	3,084.1	2,918.8	4,187.7	2,396.5	4,187.7	152.6
巴西	3,648.3	4,292.5	3,430.6	3,867.2	802.0	1,046.6	1,569.4	2,205.4	3,867.2	4,727.6	2,354.3	4,727.6	84.1
智利	1,972.2	1,714.7	1,840.5	1,802.8	800.6	997.3	1,180.7	1,492.4	1,802.8	2,057.9	1,478.6	2,057.9	183.0
哥伦比亚	590.0	607.1	598.1	619.3	108.6	245.0	495.7	549.8	619.3	734.0	498.2	734.0	41.2
墨西哥	6,288.2	5,947.3	6,192.4	5,992.1	1,873.1	2,715.6	3,943.6	5,483.3	5,992.1	6,775.7	5,021.7	6,775.7	308.9
秘鲁	1,306.7	1,320.9	1,320.0	1,248.7	344.1	343.4	441.3	671.4	1,248.7	1,488.3	968.6	1,488.3	73.5
委内瑞拉	163.4	163.4	161.6	163.4	103.8	151.0	107.4	174.1	163.4	180.2	156.9	278.4	56.1
亚洲	439.0	396.7	513.4	513.7	206.4	231.6	286.2	371.5	513.7	571.9	395.2	571.9	104.1
中国	65.1	62.2	88.6	85.5	25.5	25.3	29.3	52.3	85.5	104.2	57.6	136.9	12.9
印度	635.0	544.6	701.9	855.1	246.2	273.1	382.9	560.8	855.1	884.8	544.6	884.8	77.7
印度尼西亚	3,536.1	3,338.1	3,197.4	3,857.1	831.1	1,324.0	1,579.8	2,449.0	3,857.1	4,053.5	2,544.3	4,053.5	280.0
韩国	469.8	458.0	529.8	516.9	246.0	256.4	386.3	395.2	516.9	562.7	428.1	562.7	59.5
马来西亚	472.4	435.2	501.4	542.4	300.4	335.9	329.0	408.8	542.4	573.5	435.2	573.5	88.3
巴基斯坦	500.5	397.4	432.6	447.6	188.2	211.7	333.3	333.7	447.6	516.4	348.4	516.4	54.4
菲律宾	594.8	478.5	733.0	721.0	303.7	381.1	431.9	620.2	721.0	803.1	478.5	917.3	132.6
中国台湾	329.4	293.7	363.9	334.0	259.1	257.7	275.8	318.3	334.0	384.5	288.4	483.5	103.9
泰国	344.9	319.4	347.9	361.0	280.5	263.9	292.0	274.9	361.0	385.7	301.1	669.4	72.0
欧洲、中东和非洲	403.4	423.8	421.6	458.2	163.9	222.7	300.3	364.4	458.2	473.8	354.6	473.8	80.8
捷克共和国	470.2	491.8	499.1	539.5	152.9	234.8	371.5	408.3	539.5	552.3	421.8	552.3	62.8
埃及	2,211.9	1,925.6	1,698.0	2,077.9	234.6	505.3	1,215.7	1,389.3	2,077.9	2,309.7	1,484.5	2,309.7	89.9
匈牙利	1,423.6	1,325.1	1,892.5	1,738.1	646.9	1,057.0	1,447.0	1,690.0	1,738.1	2,050.8	1,321.0	2,050.8	77.1
以色列	249.9	277.6	250.9	264.0	141.4	167.4	209.3	194.4	264.0	284.4	225.4	284.4	67.6
约旦	518.5	600.7	427.8	531.4	238.3	379.2	650.6	439.6	531.4	636.0	410.1	760.7	103.1
摩洛哥	567.2	545.7	455.3	453.9	171.4	189.1	231.3	342.9	453.9	576.9	412.1	576.9	99.6
波兰	2,030.7	1,757.9	2,480.6	2,341.6	1,118.3	1,419.3	1,867.4	2,253.2	2,341.6	2,690.3	1,757.9	2,690.3	99.6
俄罗斯	1,359.5	1,492.8	1,310.1	1,536.4	461.1	479.9	813.4	1,250.3	1,536.4	1,641.5	1,127.0	1,641.5	30.6
南非	717.1	716.3	714.3	713.1	296.8	352.4	492.0	641.3	713.1	808.8	631.1	808.8	99.7
土耳其	605,039.3	531,671.2	844,484.4	864,616.4	319,807.8	425,008.5	645,739.1	1614,409.1	1864,616.4	1916,239.3	531,671.2	1916,239.3	425.8
部门													
能源	985.1	1,141.6	958.7	1,154.2	287.4	349.0	548.6	760.0	1,154.2	1,255.4	739.5	1,255.4	81.7
原材料	645.9	654.1	687.8	657.9	250.1	265.0	325.4	442.1	657.9	750.5	515.2	750.5	98.5
工业	290.9	246.0	353.0	351.1	98.9	128.0	156.1	210.7	351.1	403.8	246.0	403.8	52.6
可选消费	439.4	403.5	498.1	490.9	233.8	292.3	381.1	422.6	490.9	527.8	403.5	527.8	74.1
主要消费	313.3	307.3	317.6	330.2	118.6	147.0	197.0	266.2	330.2	343.1	261.8	343.1	80.4
医疗保健	437.0	442.6	435.3	458.8	272.5	290.8	393.3	356.3	458.8	476.4	396.2	476.4	83.3
金融	351.0	326.7	419.7	424.0	138.8	187.9	240.6	328.8	424.0	473.0	326.7	473.0	74.6
信息技术	220.8	204.5	248.6	231.5	149.6	161.5	209.1	231.8	231.5	264.4	192.1	300.0	73.1
电信	295.6	272.7	299.9	328.0	100.8	131.6	158.9	218.0	328.0	343.2	235.0	343.2	62.9
公用事业	330.2	333.3	363.4	379.2	127.2	149.8	197.0	282.1	379.2	389.1	300.5	389.1	63.1

表10 (续)

	各期之间百分比变化								
	2008年, 期末		2007年, 期末		期末				
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	2003	2004	2005	2006	2007
全球	-9.5	-2.5	1.9	-2.7	30.8	12.8	7.6	18.0	7.1
新兴市场	-11.3	-1.6	13.7	3.4	51.6	22.4	30.3	29.2	36.5
拉丁美洲	-1.9	10.1	10.3	6.3	67.1	34.8	44.9	39.3	46.9
阿根廷	6.9	34.2	3.0	-11.1	98.5	24.6	59.7	66.1	-5.4
巴西	-5.7	17.7	20.1	12.7	102.9	30.5	50.0	40.5	75.3
智利	9.4	-13.1	-2.7	-2.0	79.7	24.6	18.4	26.4	20.8
哥伦比亚	-4.7	2.9	-1.0	3.5	59.0	125.7	102.3	10.9	12.6
墨西哥	4.9	-5.4	-4.7	-3.2	29.8	45.0	45.2	39.0	9.3
秘鲁	4.6	1.1	21.2	-5.4	88.4	-0.2	28.5	52.1	86.0
委内瑞拉	0.0	0.0	-9.5	1.1	33.6	45.4	-28.9	62.2	-6.2
亚洲	-14.5	-9.6	17.8	0.1	47.1	12.2	23.5	29.8	38.3
中国	-23.8	-4.6	40.2	-3.4	80.3	-0.7	15.6	78.7	63.5
印度	-25.7	-14.2	17.3	21.8	65.5	11.0	40.2	46.5	52.5
印度尼西亚	-8.3	-5.6	16.0	20.6	60.0	59.3	19.3	55.0	57.5
韩国	-9.1	-2.5	12.8	-2.4	33.2	4.2	50.6	2.3	30.8
马来西亚	-12.9	-7.9	-1.3	8.2	23.1	11.8	-2.1	24.2	32.7
巴基斯坦	11.8	-20.6	-6.5	3.5	28.9	12.5	57.5	0.1	34.1
菲律宾	-17.5	-19.6	-3.8	-1.6	44.5	25.5	13.3	43.6	16.3
中国台湾	-1.4	-10.8	3.3	-8.2	36.7	-0.6	7.0	15.4	4.9
泰国	-4.5	-7.4	11.2	3.7	115.4	-5.9	10.6	-5.9	31.3
欧洲、中东和非洲	-12.0	5.1	7.7	8.7	51.2	35.8	34.9	21.3	25.8
捷克共和国	-12.9	4.6	1.8	8.1	31.6	53.6	58.2	9.9	32.1
埃及	6.5	-12.9	9.3	22.4	140.8	115.4	140.6	14.3	49.6
匈牙利	-18.1	-6.9	-3.7	-8.2	20.8	63.4	36.9	16.8	2.8
以色列	-5.3	11.1	7.8	5.2	55.7	18.4	25.0	-7.1	35.8
约旦	-2.4	15.8	-4.0	24.2	55.3	59.1	71.6	-32.4	20.9
摩洛哥	25.0	-3.8	8.8	-0.3	23.8	10.4	22.3	48.3	32.4
波兰	-13.3	-13.4	-4.4	-5.6	29.9	26.9	31.6	20.7	3.9
俄罗斯	-11.5	9.8	9.0	17.3	70.3	4.1	69.5	53.7	22.9
南非	0.6	-0.1	2.7	-0.2	8.8	18.7	39.6	30.3	11.2
土耳其	-30.0	-12.1	15.4	2.4	88.2	32.9	51.9	-4.9	40.7
部门									
能源	-14.6	15.9	18.8	20.4	76.2	21.4	57.2	38.5	51.9
原材料	-1.8	1.3	22.9	-4.4	36.8	6.0	22.8	35.9	48.8
工业	-17.1	-15.4	19.9	-0.5	60.1	29.5	22.0	35.0	66.6
可选消费	-10.5	-8.2	3.8	-1.4	68.4	25.0	30.4	10.9	16.2
主要消费	-5.1	-1.9	5.5	4.0	34.4	24.0	34.0	35.1	24.1
医疗保健	-4.8	1.3	3.4	5.4	60.5	6.7	35.2	-9.4	28.8
金融	-17.2	-6.9	12.7	1.0	40.7	35.4	28.1	36.7	28.9
信息技术	-4.6	-7.4	2.1	-6.9	43.9	8.0	29.5	10.9	-0.1
电信	-9.9	-7.8	15.4	9.4	38.7	30.5	20.8	37.2	50.4
公用事业	-12.9	1.0	6.0	4.3	75.7	17.8	31.5	43.2	34.4

表10 (续完)

	2008年, 期末		2007年, 期末		期末					12个月	12个月	所有	所有
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	2003	2004	2005	2006	2007	中的最高值	中的最低值	时期的最高值 ¹	时期的最低值 ¹
发达市场													
澳大利亚	1,071.1	1,053.8	1,325.4	1,273.7	655.5	797.9	959.6	1,135.1	1,273.7	1,374.4	1,017.1	1,374.4	250.2
奥地利	239.0	249.4	295.0	287.7	118.0	185.3	262.7	316.6	287.7	342.2	225.1	348.9	79.7
比利时	86.3	68.0	105.6	96.5	60.1	77.9	94.8	113.0	96.5	117.7	68.0	121.0	35.4
加拿大	1,712.1	1,870.6	1,784.1	1,761.7	1,019.7	1,139.3	1,406.8	1,628.3	1,761.7	1,952.7	1,549.0	1,952.7	338.3
丹麦	3,759.3	3,733.5	4,214.0	4,104.8	1,772.7	2,115.9	2,994.0	3,662.6	4,104.8	4,353.7	3,377.5	4,353.7	556.5
芬兰	150.2	127.8	192.9	183.5	97.4	93.9	123.4	140.3	183.5	200.2	126.7	383.1	22.9
法国	124.4	117.6	150.5	147.1	93.2	100.6	124.9	147.1	147.1	161.2	116.7	178.6	42.9
德国	113.5	108.8	136.7	139.7	74.6	79.2	98.2	116.9	139.7	140.8	107.4	163.6	41.4
希腊	115.2	98.9	144.2	148.4	63.6	83.3	108.1	127.3	148.4	150.5	98.0	197.2	38.2
中国香港	11,288.0	10,725.6	13,076.5	13,994.0	6,341.3	7,668.5	8,016.2	10,152.8	13,994.0	14,780.4	10,032.2	14,780.4	1,995.5
爱尔兰	76.5	62.7	98.7	84.8	65.9	85.2	93.5	120.3	84.8	121.2	62.7	126.8	40.5
意大利	91.6	84.3	115.7	112.4	78.1	93.2	106.0	121.4	112.4	123.1	83.9	132.1	39.5
日本	765.4	834.5	1,031.5	940.1	637.3	699.1	999.3	1,060.2	940.1	1,135.4	726.5	1,655.3	462.1
荷兰	92.2	82.9	112.5	107.3	68.4	69.3	88.3	101.3	107.3	117.5	82.7	134.9	38.5
新西兰	108.1	95.0	140.4	131.7	107.6	127.0	130.0	138.2	131.7	145.8	95.0	145.8	56.7
挪威	2,768.7	3,075.8	3,327.3	3,305.9	1,240.9	1,690.3	2,267.7	2,951.8	3,305.9	3,501.4	2,530.4	3,501.4	455.9
葡萄牙	92.3	77.2	110.4	115.1	66.1	74.7	82.2	105.5	115.1	125.7	77.2	128.0	35.2
新加坡	1,745.7	1,676.6	2,118.9	1,971.8	1,005.1	1,148.1	1,295.4	1,696.1	1,971.8	2,216.4	1,613.5	2,216.4	508.2
西班牙	149.0	135.5	164.5	172.2	89.6	104.3	122.1	158.2	172.2	180.3	135.5	180.3	27.4
瑞典	7,463.1	6,585.5	9,669.8	8,429.2	4,675.2	5,785.4	7,489.8	9,047.5	8,429.2	10,459.4	6,585.5	12,250.4	787.2
瑞士	950.3	915.0	1,175.3	1,117.0	714.3	747.1	994.6	1,159.5	1,117.0	1,228.5	892.9	1,256.8	158.1
英国	1,698.5	1,665.8	1,934.2	1,920.8	1,348.7	1,453.0	1,685.3	1,865.6	1,920.8	2,011.3	1,609.8	2,016.6	585.4
美国	1,254.8	1,222.8	1,443.6	1,390.9	1,045.4	1,137.4	1,180.6	1,336.3	1,390.9	1,480.2	1,206.6	1,493.0	273.7
相对上期的百分比变化													
发达市场													
澳大利亚	-15.9	-1.6	5.4	-4.1	8.5	21.7	20.3	18.3	12.2	...	...	...	...
奥地利	-16.9	4.3	-15.2	-2.5	28.5	57.0	41.7	20.5	-9.1	...	...	...	...
比利时	-10.6	-21.2	-11.2	-9.4	8.7	29.5	21.7	19.2	-14.6	...	...	...	...
加拿大	-2.8	9.3	1.9	-1.3	24.6	11.7	23.5	15.7	8.2	...	...	...	...
丹麦	-8.4	-0.7	3.5	-2.7	22.4	19.4	41.5	22.3	12.1	...	...	...	...
芬兰	-18.2	-14.9	11.5	-5.1	-2.9	-3.6	31.4	13.7	30.8	...	...	...	...
法国	-15.5	-5.5	-5.9	-2.3	14.6	7.9	24.2	17.8	0.0	...	...	...	...
德国	-18.8	-4.1	-1.6	2.2	33.2	6.1	24.1	19.0	19.5	...	...	...	...
希腊	-22.3	-14.2	5.2	2.8	35.8	31.1	29.8	17.7	16.6	...	...	...	...
中国香港	-19.3	-5.0	18.3	6.6	31.9	20.9	4.5	26.7	37.8	...	...	...	...
爱尔兰	-9.8	-18.0	-20.6	-16.4	16.0	29.2	9.8	28.7	-29.5	...	...	...	...
意大利	-18.5	-7.9	-5.0	-2.9	12.2	19.3	13.8	14.6	-7.4	...	...	...	...
日本	-18.6	9.0	-8.9	-9.7	21.6	9.7	42.9	6.1	-11.3	...	...	...	...
荷兰	-14.1	-10.1	-0.9	-4.8	3.6	1.3	27.5	14.7	6.0	...	...	...	...
新西兰	-17.9	-12.1	-0.5	-6.6	19.6	18.0	2.4	6.3	-4.7	...	...	...	...
挪威	-16.3	11.1	-1.2	-0.6	38.1	36.2	34.2	30.2	12.0	...	...	...	...
葡萄牙	-19.9	-16.3	-12.2	4.1	15.9	13.1	10.0	28.3	9.2	...	...	...	...
新加坡	-11.5	-4.0	4.0	-7.5	31.4	14.2	12.8	30.9	16.3	...	...	...	...
西班牙	-13.4	-9.1	-1.0	4.4	28.3	16.4	17.0	29.5	8.8	...	...	...	...
瑞典	-11.5	-11.8	-3.5	-14.7	32.9	23.7	29.5	20.8	-6.8	...	...	...	...
瑞士	-14.9	-3.7	-3.4	-5.2	18.4	4.6	33.1	16.6	-3.7	...	...	...	...
英国	-11.6	-1.9	-2.3	-0.7	14.4	7.7	16.0	10.7	3.0	...	...	...	...
美国	-9.8	-2.5	1.6	-3.8	26.8	8.8	3.8	13.2	4.1	...	...	...	...

资料来源: 数据由摩根士丹利资本国际提供。地区和部门构成符合摩根士丹利资本国际的定义。

1. 自1990年或开始编制指数时起。

表11. 外汇汇率

(每一美元的货币单位数)

	2008年, 期末		2007年, 期末		期末					12个月	12个月	所有	所有
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	2003	2004	2005	2006	2007	中的最高值	中的最低值	时期的最高值 ¹	时期的最低值 ¹
新兴市场													
拉丁美洲													
阿根廷	3.17	3.03	3.15	3.15	2.93	2.97	3.03	3.06	3.15	3.02	3.18	0.98	3.86
巴西	1.75	1.60	1.83	1.78	2.89	2.66	2.34	2.14	1.78	1.59	2.09	0.00	3.95
智利	435.24	527.89	510.47	497.95	592.75	555.75	512.00	533.38	497.95	429.55	528.02	295.18	759.75
哥伦比亚	1,831.30	1,913.50	2,024.50	2,018.00	2,780.00	2,354.75	2,286.50	2,240.00	2,018.00	1,655.03	2,202.50	689.21	2,980.00
墨西哥	10.64	10.31	10.94	10.91	11.23	11.15	10.63	10.82	10.91	10.27	11.20	2.68	11.67
秘鲁	2.75	2.96	3.08	3.00	3.46	3.28	3.42	3.20	3.00	2.69	3.17	1.28	3.65
委内瑞拉	2,147.30	2,147.30	2,147.30	2,147.30	1,598.00	1,918.00	2,147.30	2,147.30	2,147.30	2,147.30	2,147.30	45.00	2,147.50
亚洲													
中国	7.01	6.85	7.51	7.30	8.28	8.28	8.07	7.81	7.30	6.85	7.62	4.73	8.73
印度	40.12	43.04	39.77	39.42	45.63	43.46	45.05	44.26	39.42	39.27	43.04	16.92	49.05
印度尼西亚	9,229.00	9,228.00	9,105.00	9,400.00	8,420.00	9,270.00	9,830.00	8,994.00	9,400.00	9,000.00	9,480.00	1,977.00	16,650.00
韩国	990.30	1,046.05	915.25	936.05	1,192.10	1,035.10	1,010.00	930.00	936.05	900.75	1,049.49	683.50	1,962.50
马来西亚	3.19	3.27	3.41	3.31	3.80	3.80	3.78	3.53	3.31	3.13	3.52	2.44	4.71
巴基斯坦	62.70	68.40	60.71	61.63	57.25	59.43	59.79	60.88	61.63	60.35	69.70	21.18	64.35
菲律宾	41.74	44.96	44.95	41.23	55.54	56.23	53.09	49.01	41.23	40.27	47.13	23.10	56.46
中国台湾	30.38	30.35	32.67	32.43	33.96	31.74	32.83	32.59	32.43	30.00	33.13	24.48	35.19
泰国	31.44	33.44	31.88	29.80	39.62	38.92	41.03	35.45	29.80	29.18	33.59	23.15	55.50
欧洲、中东和非洲													
捷克共和国	15.98	15.16	19.32	18.20	25.71	22.42	24.55	20.83	18.20	15.10	21.22	17.71	42.17
埃及	5.45	5.34	5.59	5.53	6.17	6.09	5.74	5.71	5.53	5.33	5.70	3.29	6.25
匈牙利	165.14	149.41	175.93	173.42	208.70	181.02	212.97	190.29	173.42	149.41	194.47	90.20	317.56
以色列	3.56	3.35	4.02	3.86	4.39	4.32	4.61	4.22	3.86	3.24	4.33	1.96	5.01
约旦	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.64	0.72
摩洛哥	10.13	10.08	10.61	10.43	10.08	11.09	11.94	11.70	10.43	9.75	10.85	7.75	12.06
波兰	2.22	2.13	2.64	2.47	3.73	3.01	3.25	2.90	2.47	2.13	2.86	1.72	4.71
俄罗斯	23.49	23.44	24.86	24.63	29.24	27.72	28.74	26.33	24.63	23.32	25.89	0.98	31.96
南非	8.09	7.82	6.87	6.86	6.68	5.67	6.33	7.01	6.86	6.50	8.17	2.50	12.45
土耳其	1.32	1.23	1.21	1.17	1.41	1.34	1.35	1.42	1.17	1.15	1.39	0.00	1.77
发达市场													
澳大利亚 ²	0.91	0.96	0.89	0.88	0.75	0.78	0.73	0.79	0.88	0.96	0.79	0.93	0.48
加拿大	1.03	1.02	0.99	1.00	1.30	1.20	1.16	1.17	1.00	0.92	1.08	0.92	1.61
丹麦	4.72	4.73	5.23	5.11	5.91	5.49	6.30	5.65	5.11	4.67	5.54	5.01	9.00
欧元区 ²	1.58	1.58	1.43	1.46	1.26	1.36	1.18	1.32	1.46	1.60	1.34	1.31	2.37
中国香港	7.78	7.80	7.77	7.80	7.76	7.77	7.75	7.78	7.80	7.75	7.83	7.70	7.83
日本	99.69	106.21	114.80	111.71	107.22	102.63	117.75	119.07	111.71	97.33	123.41	80.63	159.90
新西兰 ²	0.79	0.76	0.76	0.77	0.66	0.72	0.68	0.70	0.77	0.82	0.69	0.81	0.39
挪威	5.10	5.09	5.39	5.44	6.67	6.08	6.74	6.24	5.44	4.96	5.97	5.27	9.58
新加坡	1.38	1.36	1.49	1.44	1.70	1.63	1.66	1.53	1.44	1.35	1.53	1.39	1.91
瑞典	5.94	6.01	6.44	6.47	7.19	6.66	7.94	6.85	6.47	5.84	6.98	5.09	11.03
瑞士	0.99	1.02	1.16	1.13	1.24	1.14	1.31	1.22	1.13	0.98	1.22	1.10	1.82
英国 ²	1.98	1.99	2.05	1.98	1.79	1.92	1.72	1.96	1.98	2.11	1.94	2.11	1.37

表11 (续完)

	各期之间百分比变化								
	2008年, 期末		2007年, 期末		期末				
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	2003	2004	2005	2006	2007
新兴市场									
拉丁美洲									
阿根廷	-0.6	4.7	-1.9	0.0	14.7	-1.4	-1.9	-1.0	-2.8
巴西	1.5	9.2	5.2	3.0	22.4	8.9	13.7	9.4	20.0
智利	14.4	-17.6	3.3	2.5	21.5	6.7	8.5	-4.0	7.1
哥伦比亚	10.2	-4.3	-2.4	0.3	3.1	18.1	3.0	2.1	11.0
墨西哥	2.5	3.2	-1.2	0.2	-7.6	0.7	4.8	-1.7	-0.8
秘鲁	9.0	-7.1	2.6	2.9	1.5	5.6	-4.1	7.1	6.6
委内瑞拉	0.0	0.0	0.0	0.0	-13.1	-16.7	-10.7	0.0	0.0
亚洲									
中国	4.1	2.3	1.4	2.9	0.0	0.0	2.6	3.4	7.0
印度	-1.8	-6.8	2.3	0.9	5.2	5.0	-3.5	1.8	12.3
印度尼西亚	1.9	0.0	-0.9	-3.1	6.3	-9.2	-5.7	9.3	-4.3
韩国	-5.5	-5.3	0.9	-2.2	-0.5	15.2	2.5	8.6	-0.6
马来西亚	3.5	-2.2	1.3	3.0	0.0	0.0	0.5	7.1	6.7
巴基斯坦	-1.7	-8.3	-0.4	-1.5	1.7	-3.7	-0.6	-1.8	-1.2
菲律宾	-1.2	-7.1	2.8	9.0	-3.5	-1.2	5.9	8.3	18.9
中国台湾	6.7	0.1	0.6	0.7	2.0	7.0	-3.3	0.7	0.5
泰国	-5.2	-6.0	-0.6	7.0	8.8	1.8	-5.1	15.7	19.0
欧洲、中东和非洲									
捷克共和国	13.9	5.4	9.9	6.1	16.9	14.7	-8.7	17.9	14.4
埃及	1.6	2.1	1.9	1.0	-25.1	1.3	6.1	0.5	3.2
匈牙利	5.0	10.5	3.6	1.4	7.6	15.3	-15.0	11.9	9.7
以色列	8.3	6.2	5.8	4.2	8.0	1.6	-6.1	9.2	9.3
约旦	0.0	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0
摩洛哥	2.9	0.5	-0.1	1.8	-2.7	-9.2	-7.1	2.0	12.3
波兰	11.4	4.3	5.3	7.0	2.6	24.0	-7.2	11.8	17.5
俄罗斯	4.9	0.2	3.6	0.9	9.3	5.5	-3.6	9.2	6.9
南非	-15.2	3.5	2.5	0.1	28.2	18.0	-10.5	-9.7	2.1
土耳其	-11.6	8.0	8.8	3.1	17.7	4.7	-0.6	-4.7	21.1
发达市场									
澳大利亚	4.3	5.0	4.5	-1.4	33.9	3.8	-6.1	7.6	11.0
加拿大	-2.6	0.4	7.4	-0.6	21.2	7.9	3.4	-0.3	16.8
丹麦	8.2	-0.2	5.2	2.2	19.8	7.8	-12.9	11.5	10.5
欧元区	8.2	-0.2	1.2	2.3	20.0	7.6	-12.6	11.4	10.5
中国香港	0.2	-0.2	0.6	-0.3	0.4	-0.1	0.2	-0.3	-0.3
日本	12.1	-6.1	7.3	2.8	10.8	4.5	-12.8	-1.1	6.6
新西兰	2.6	-3.0	-1.9	1.1	25.0	9.5	-4.8	3.0	8.8
挪威	6.7	0.1	9.4	-0.9	4.1	9.6	-9.8	8.1	14.7
新加坡	4.7	1.2	3.0	3.1	2.1	4.2	-1.9	8.4	6.5
瑞典	8.9	-1.2	6.1	-0.5	20.9	8.0	-16.2	15.9	5.9
瑞士	14.1	-2.7	4.9	2.7	11.7	8.7	-13.2	7.7	7.5
英国	-0.1	0.4	1.9	-3.0	10.9	7.4	-10.2	13.7	1.3

资料来源: Bloomberg L.P.。

1. 最高值表示对美元最大升值价值, 最低值表示对美元最大贬值价值。“所有时期”指自1990年或该货币出现以来的时期。

2. 每货币单位的美元。

表12. 新兴市场债券指数：EMBI全球总回报指数

	2008年, 期末		2007年, 期末		期末					12个月 中的 最高值	12个月 中的 最低值	所有 时期的 最高值 ¹	所有 时期的 最低值 ¹
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	2003	2004	2005	2006	2007				
EMBI全球	411	408	398	409	283	316	350	384	409	398	348	418	63
拉丁美洲													
阿根廷	97	93	105	112	67	81	83	126	112	119	90	194	47
巴西	636	651	622	633	390	446	505	580	633	672	581	672	68
智利	204	199	190	197	162	172	177	185	197	206	185	206	98
哥伦比亚	313	315	300	309	201	228	256	283	309	327	285	327	70
多米尼加共和国	187	187	190	198	99	126	156	184	198	198	185	198	83
厄瓜多尔	834	862	761	811	464	562	636	561	811	889	655	889	61
萨尔瓦多	159	158	159	165	110	123	134	152	165	165	154	165	95
墨西哥	390	382	369	377	284	308	333	353	377	395	354	395	58
巴拿马	691	694	666	691	452	511	567	637	691	712	635	712	56
秘鲁	641	639	620	633	431	485	514	591	633	667	579	667	52
乌拉圭	181	186	182	188	97	129	151	177	188	192	175	192	38
委内瑞拉	546	565	574	563	393	484	562	634	563	598	527	638	59
亚洲													
中国	299	295	281	289	241	253	260	271	289	302	273	302	98
印度尼西亚	160	150	157	159	...	121	133	154	159	161	148	161	98
马来西亚	248	244	232	240	194	207	215	224	240	249	225	249	64
菲律宾	428	411	409	425	261	280	337	394	425	434	386	434	81
越南	119	110	114	117	...	...	101	112	117	120	107	120	98
欧洲、中东 和非洲													
保加利亚	729	720	703	713	578	630	643	676	713	746	680	746	80
埃及	175	176	168	171	140	150	155	161	171	178	164	178	87
匈牙利	168	168	160	168	142	144	148	153	168	176	153	176	97
伊拉克	124	130	101	115	...	...	...	102	115	134	91	134	91
黎巴嫩	240	250	225	236	177	195	212	215	236	250	222	250	99
巴基斯坦	120	110	118	111	160	107	112	123	111	124	108	160	91
波兰	385	375	355	373	290	312	327	340	373	387	340	387	71
俄罗斯	619	614	585	607	426	475	538	568	607	627	568	627	26
塞尔维亚 ¹	121	122	122	121	...	...	108	117	121	125	116	125	99
南非	371	373	366	373	297	323	337	349	373	379	354	379	99
突尼斯	164	162	157	160	127	138	143	149	160	166	152	166	98
土耳其	384	368	377	392	279	307	336	356	392	396	363	396	91
乌克兰	380	362	369	372	289	310	334	353	372	386	358	386	100
拉丁美洲	373	375	366	372	252	285	316	354	372	383	345	383	62
非拉丁美洲	482	471	460	476	342	374	413	443	476	486	445	486	72

表12 (续完)

	各期之间的百分比变化								
	2008年, 期末		2007年, 期末		期末				
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	2003	2004	2005	2006	2007
EMBI全球	0.6	-0.8	2.6	2.6	25.7	11.7	10.7	9.9	6.3
拉丁美洲									
阿根廷	-12.7	-4.7	-2.6	6.0	19.1	19.8	2.7	51.3	-11.1
巴西	0.5	2.3	4.1	1.7	69.8	14.3	13.2	14.8	9.1
智利	3.7	-2.2	1.7	3.5	8.3	6.0	3.2	4.1	6.4
哥伦比亚	1.3	0.4	1.5	3.0	19.4	13.2	12.4	10.7	9.1
多米尼加共和国	-5.3	-0.2	-0.7	4.0	-15.3	27.2	24.1	18.0	7.3
厄瓜多尔	2.9	3.3	14.0	6.5	101.5	21.1	13.2	-11.8	44.6
萨尔瓦多	-3.3	-0.9	1.1	3.6	11.9	11.5	8.8	14.1	8.0
墨西哥	3.4	-1.9	3.1	2.1	11.6	8.6	8.1	6.0	6.9
巴拿马	-0.1	0.6	2.5	3.7	14.4	13.0	11.1	12.3	8.5
秘鲁	1.2	-0.2	3.4	2.1	26.6	12.6	6.0	14.8	7.1
乌拉圭	-3.6	2.4	0.0	3.2	55.6	34.0	16.3	17.3	6.6
委内瑞拉	-3.0	3.6	0.7	-1.9	39.9	23.2	16.1	12.8	-11.2
亚洲									
中国	3.4	-1.3	2.4	2.9	4.5	5.1	3.0	4.1	6.7
印度尼西亚	1.0	-6.1	1.9	1.0	...	...	9.7	15.9	3.0
马来西亚	3.2	-1.8	2.4	3.9	10.7	6.6	3.7	4.3	7.4
菲律宾	0.8	-4.1	3.0	3.9	13.4	7.1	20.6	16.8	7.9
越南	1.4	-7.3	3.0	2.4	...	...	...	10.6	4.5
欧洲、中东和非洲									
保加利亚	2.2	-1.2	3.0	1.6	10.2	8.9	2.1	5.1	5.6
埃及	2.6	0.4	1.8	1.5	14.4	6.8	3.8	3.8	5.9
匈牙利	0.1	-0.2	3.9	4.9	3.7	1.2	2.8	3.7	9.4
伊拉克	7.4	4.8	0.4	13.5	...	...	...	...	12.4
黎巴嫩	1.5	4.3	-0.3	5.0	19.5	9.9	8.7	1.6	9.9
巴基斯坦	7.9	-7.6	-5.1	-5.8	-0.2	-33.3	4.5	10.3	-10.0
波兰	3.0	-2.5	3.9	5.0	3.7	7.5	5.0	3.8	9.9
俄罗斯	2.1	-0.9	2.9	3.7	22.4	11.5	13.3	5.5	6.9
塞尔维亚 ¹	-0.2	1.4	0.7	-0.9	...	...	...	8.3	3.7
南非	-0.5	0.4	2.8	1.8	9.6	8.8	4.3	3.7	6.8
突尼斯	2.1	-1.2	2.8	2.4	13.3	8.7	3.7	3.8	7.8
土耳其	-2.1	-4.2	2.6	4.1	30.8	10.0	9.5	6.1	10.2
乌克兰	2.4	-5.0	1.2	0.7	19.8	7.2	7.7	5.9	5.2
拉丁美洲	0.1	0.7	2.7	1.9	33.0	13.4	10.9	11.9	5.2
非拉丁美洲	1.2	-2.3	2.4	3.4	17.7	9.2	10.6	7.2	7.5

资料来源: JP Morgan Chase & Co.。

1. 2006年之前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。

表13. 新兴市场债券指数：EMBI全球收益率利差
(基点)

	2008年, 期末		2007年, 期末		期末					12个月 中的 最高值	12个月 中的 最低值	所有 时期的 最高值 ¹	所有 时期的 最低值 ¹
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	2003	2004	2005	2006	2007				
EMBI全球	324	308	214	255	403	347	237	171	255	339	168	1,631	151
拉丁美洲													
阿根廷	400	614	398	410	5,485	4,527	504	216	410	614	303	7,222	185
巴西	174	227	172	220	459	376	308	190	220	304	147	2,451	138
智利	126	177	124	151	90	64	80	84	151	184	81	260	52
哥伦比亚	168	221	166	195	427	332	244	161	195	286	109	1,076	95
多米尼加共和国	254	463	252	281	1,141	824	378	196	281	489	150	1,750	122
厄瓜多尔	618	596	616	614	799	690	661	920	614	779	538	4,764	436
萨尔瓦多	296	285	175	199	284	245	239	159	199	307	113	434	99
墨西哥	193	194	131	172	201	174	143	115	172	212	101	1,149	89
巴拿马	244	218	159	184	324	274	239	146	184	256	115	769	114
秘鲁	223	199	137	178	325	239	257	118	178	244	105	1,061	95
乌拉圭	343	294	212	243	636	388	298	185	243	346	141	1,982	133
委内瑞拉	661	596	419	523	586	403	313	183	523	681	304	2,658	161
亚洲													
中国	90	137	88	120	58	57	68	51	120	164	54	364	39
印度尼西亚	329	381	217	275	...	244	269	153	275	382	156	433	136
马来西亚	144	153	108	119	100	78	82	66	119	153	73	1,141	65
菲律宾	273	303	184	207	415	457	302	155	207	303	143	993	132
越南	283	368	156	203	...	...	190	95	203	396	113	396	89
欧洲、中东和非洲													
保加利亚	92	204	90	153	177	77	90	66	153	240	57	1,679	42
埃及	105	201	103	178	131	101	58	52	178	275	50	646	20
匈牙利	163	134	80	84	28	32	74	58	84	187	62	196	-29
伊拉克	545	474	639	569	...	...	...	526	569	730	430	730	376
黎巴嫩	594	469	491	493	421	334	246	395	493	622	358	1,082	111
巴基斯坦	562	687	386	535	...	233	198	154	535	702	207	2,225	122
波兰	112	115	69	67	76	69	62	47	67	132	56	410	17
俄罗斯	208	197	133	157	257	213	118	99	157	225	97	7,063	87
塞尔维亚 ¹	389	332	206	304	...	...	238	186	304	404	140	404	134
南非	271	232	115	164	152	102	87	84	164	307	83	757	50
突尼斯	214	197	105	140	146	91	81	83	140	244	67	394	48
土耳其	348	384	220	239	309	264	223	207	239	384	177	1,196	168
乌克兰	376	467	217	303	258	255	184	172	303	467	142	2,314	125
拉丁美洲	347	313	227	275	518	415	272	180	275	362	180	1,532	157
非拉丁美洲	297	303	196	227	248	239	179	159	227	310	150	1,812	142

表13 (续完)

	各期之间的利差变化								
	2008年, 期末		2007年, 期末		期末				
	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度	2003	2004	2005	2006	2007
EMBI全球	69	-16	18	19	-322	-56	-110	-66	84
拉丁美洲									
阿根廷	-10	214	22	3	-857	-958	-4,023	-288	194
巴西	-46	53	8	28	-1,001	-83	-68	-118	30
智利	-25	51	49	22	-86	-26	16	4	67
哥伦比亚	-27	53	39	17	-206	-95	-88	-83	34
多米尼加共和国	-27	209	61	12	642	-317	-446	-182	85
厄瓜多尔	4	-22	-13	0	-1,002	-109	-29	259	-306
萨尔瓦多	97	-11	38	14	-127	-39	-6	-80	40
墨西哥	21	1	18	31	-128	-27	-31	-28	57
巴拿马	60	-26	22	16	-122	-50	-35	-93	38
秘鲁	45	-24	17	30	-284	-86	18	-139	60
乌拉圭	100	-49	35	15	-592	-248	-90	-113	58
委内瑞拉	138	-65	18	25	-545	-183	-90	-130	340
亚洲									
中国	-30	47	63	36	-26	-1	11	-17	69
印度尼西亚	54	52	32	27	...	...	25	-116	122
马来西亚	25	9	44	10	-112	-22	4	-16	53
菲律宾	66	30	19	13	-107	42	-155	-147	52
越南	80	85	28	30	...	...	...	-95	108
欧洲、中东和非洲									
保加利亚	-61	112	32	70	-114	-100	13	-24	87
埃及	-73	96	102	73	-194	-30	-43	-6	126
匈牙利	79	-29	13	5	-24	4	42	-16	26
伊拉克	-24	-71	12	-11	...	...	...	...	43
黎巴嫩	101	-125	32	0	-355	-87	-88	149	98
巴基斯坦	27	125	80	39	-271	233	-35	-44	381
波兰	45	3	13	-3	-109	-7	-7	-15	20
俄罗斯	51	-11	25	18	-221	-44	-95	-19	58
塞尔维亚 ¹	85	-57	36	48	...	...	...	-52	118
南非	107	-39	32	43	-98	-50	-15	-3	80
突尼斯	74	-17	44	33	-127	-55	-10	2	57
土耳其	109	36	16	9	-387	-45	-41	-16	32
乌克兰	73	91	39	40	-413	-3	-71	-12	131
拉丁美洲	72	-34	16	21	-463	-103	-143	-92	95
非拉丁美洲	70	6	23	16	-196	-9	-60	-20	68

资料来源: JPMorgan Chase & Co.。

1. 2006年之前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。

表14. 新兴市场外部融资：债券、股票和贷款总额

(百万美元)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007		2008	
							第三季度	第四季度	第一季度	第二季度
总计	157,999.4	214,973.7	325,729.4	462,221.8	572,561.7	741,346.2	172,745.8	191,622.5	101,011.5	167,124.2
非洲	7,448.0	9,694.7	12,715.3	12,435.3	16,191.5	31,430.0	5,417.1	7,220.5	290.1	4,078.8
阿尔及利亚	150.0	40.0	307.9	489.3	25.4	411.0	411.0	—	—	—
安哥拉	350.0	1,542.0	2,900.0	3,122.7	91.9	74.6	—	—	—	—
博茨瓦纳	—	—	28.4	—	—	—	—	—	—	—
布基纳法索	—	—	—	11.0	—	14.5	—	—	—	—
喀麦隆	—	—	48.0	30.0	—	—	—	—	—	—
佛得角	—	—	—	—	—	13.0	—	—	—	—
中非共和国	—	—	—	—	—	305.5	305.5	—	—	—
科特迪瓦	—	—	—	—	—	—	—	—	—	45.0
吉布提	—	—	40.0	—	—	—	—	—	—	—
埃塞俄比亚	—	—	40.0	—	—	—	—	—	—	100.2
加蓬	—	—	22.0	—	34.4	1,000.0	—	1,000.0	—	—
加纳	420.0	650.0	850.0	706.5	860.0	1,464.3	973.8	340.5	—	—
肯尼亚	—	134.0	135.1	64.0	330.1	10.0	—	—	—	848.6
莱索托	—	—	—	—	—	19.7	19.7	—	—	—
马拉维	—	—	4.8	—	—	—	—	—	—	—
马里	150.4	287.6	288.9	—	—	180.9	31.0	—	110.4	—
毛里求斯	—	—	—	99.3	180.0	—	—	—	9.0	—
摩洛哥	—	467.1	803.5	1.9	341.4	1,966.4	431.3	287.2	—	196.9
莫桑比克	—	35.5	422.4	—	38.8	—	—	—	—	800.0
纳米比亚	—	35.0	—	50.0	100.0	—	—	—	—	87.6
尼日尔	—	27.0	—	—	—	—	—	—	—	—
尼日利亚	1,000.0	762.0	875.0	874.0	640.0	5,515.7	874.7	2,100.0	—	—
塞内加尔	40.0	—	10.0	—	31.6	—	—	—	—	—
塞舌尔	—	—	—	—	200.0	30.0	30.0	—	—	—
南非	4,587.6	5,200.2	5,324.8	6,265.9	12,700.7	19,766.1	2,086.7	3,297.9	38.7	1,549.6
苏丹	—	—	31.0	—	—	—	—	—	—	—
坦桑尼亚	—	—	—	136.0	—	—	—	—	112.0	—
突尼斯	750.0	484.3	583.6	579.9	24.7	403.4	253.4	—	—	402.0
乌干达	—	—	—	—	12.6	—	—	—	—	—
赞比亚	—	30.0	—	—	505.0	255.0	—	195.0	20.0	—
津巴布韦	—	—	—	4.8	75.1	—	—	—	—	48.9
亚洲	76,536.3	100,246.0	152,357.7	195,322.2	243,069.2	315,300.1	71,497.8	90,172.4	62,971.8	47,483.3
孟加拉国	—	10.0	176.8	16.7	106.5	57.5	21.8	7.0	11.3	—
文莱达鲁萨兰国	129.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—
柬埔寨	—	—	—	—	105.5	250.0	—	—	—	—
中国	10,205.3	15,772.8	25,661.6	41,331.2	63,393.5	87,615.0	25,687.9	30,150.6	15,755.2	8,285.6
斐济	—	—	—	—	150.0	—	—	—	—	—
中国香港	14,623.0	15,647.8	19,291.2	20,943.4	26,146.9	23,641.3	3,917.1	7,310.2	2,450.3	4,154.9
印度	1,427.4	3,277.2	13,301.1	23,189.6	33,037.3	61,059.7	18,816.7	13,208.4	15,745.1	8,805.6
印度尼西亚	1,122.5	5,207.2	4,115.3	5,195.5	8,364.3	8,340.7	1,848.6	2,734.1	4,044.5	4,309.5
韩国	17,819.0	19,112.6	31,016.0	48,362.8	41,426.3	60,742.4	6,949.1	19,552.7	11,298.2	9,100.4
老挝人民民主共和国	101.4	—	210.0	1,000.0	—	—	—	—	—	—
中国澳门	—	—	382.0	729.0	3,692.7	4,531.3	—	2,726.2	180.0	—
马来西亚	5,976.3	5,743.7	7,977.8	6,193.2	7,707.4	7,111.7	749.8	2,301.3	236.0	599.7
马绍尔群岛	34.7	—	—	24.0	170.0	1,069.3	118.0	557.1	—	204.0
蒙古	—	—	—	30.0	6.0	85.0	—	10.0	500.0	4.0
尼泊尔	—	—	—	—	—	—	—	—	5.0	—
巴基斯坦	388.8	983.8	970.0	739.2	3,298.9	2,149.3	343.1	262.9	240.0	255.4
巴布亚新几内亚	85.0	153.7	—	—	—	1,024.3	—	14.8	—	—
菲律宾	6,345.5	6,405.4	6,358.3	6,194.8	7,172.5	6,648.4	3,644.2	161.2	600.4	694.7
新加坡	4,949.0	7,448.1	11,949.3	14,624.9	20,096.7	19,974.3	2,941.8	3,542.9	5,116.3	5,755.0
斯里兰卡	33.7	186.0	135.0	383.0	129.8	755.0	—	545.0	—	340.0
中国台湾	10,230.7	16,040.6	26,558.0	19,085.5	22,374.8	24,986.0	5,317.0	5,611.7	6,238.9	3,181.1
泰国	2,672.5	3,860.0	4,141.3	6,310.9	5,232.8	2,617.4	840.0	686.4	136.7	1,341.7
越南	392.5	397.0	114.0	968.8	457.4	2,641.6	302.6	789.8	414.0	451.7
欧洲	29,639.2	45,102.0	70,204.0	104,340.5	133,624.8	164,830.4	29,742.1	33,309.2	19,357.9	58,386.0
阿尔巴尼亚	—	—	—	—	—	—	—	—	35.7	—
白俄罗斯	—	—	21.4	32.0	338.6	302.8	145.5	76.0	43.0	149.0
保加利亚	1,765.3	668.6	1,099.9	1,103.7	1,727.1	1,360.0	547.0	328.5	438.3	300.5
克罗地亚	1,619.0	2,963.6	2,737.4	1,263.7	2,177.7	2,786.5	755.8	1,692.8	—	419.6
塞浦路斯	550.1	653.9	1,178.4	1,189.9	3,839.0	3,099.9	485.3	158.8	69.5	1,320.7
捷克共和国	520.2	2,072.0	4,066.2	4,001.1	2,181.4	4,262.7	1,103.1	936.1	1,266.9	5,697.7
爱沙尼亚	485.0	455.9	1,181.4	692.8	473.7	299.2	89.2	38.0	178.8	117.7
法罗群岛	—	—	—	85.3	273.8	431.2	—	—	—	217.4
直布罗陀	8.2	—	—	1,897.1	2,371.7	494.8	—	—	—	—

表14 (续完)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007		2008	
							第三季度	第四季度	第一季度	第二季度
欧洲 (续)										
匈牙利	1,311.3	4,551.6	9,260.3	9,341.7	7,328.7	5,330.8	267.9	976.8	1,745.3	5,956.5
拉脱维亚	51.9	70.7	881.6	516.1	1,457.4	1,614.7	550.1	55.8	1,115.8	—
立陶宛	369.6	432.7	986.0	1,220.0	1,292.0	1,645.3	—	971.9	15.4	31.1
马其顿	—	47.6	66.0	176.5	—	14.4	—	14.4	—	—
马耳他	—	114.8	242.7	—	256.0	—	—	—	—	—
摩尔多瓦	—	—	7.0	13.1	—	—	—	—	—	—
黑山共和国	—	13.4	—	—	0.8	21.4	—	21.4	—	—
波兰	6,023.9	7,812.4	5,259.4	17,007.6	8,319.2	7,401.4	1,499.4	728.6	577.3	5,127.0
罗马尼亚	1,456.6	1,763.8	1,116.7	2,611.0	747.2	1,168.2	3.1	893.7	176.6	1,410.1
俄罗斯	8,102.0	11,198.6	22,121.2	37,003.6	64,706.8	87,964.7	11,770.1	20,480.3	7,410.9	31,530.4
塞尔维亚 ¹	—	—	213.4	1,252.6	60.2	568.6	176.5	202.8	7.8	—
斯洛伐克共和国	232.7	967.6	1,319.0	711.5	1,210.7	1,354.2	—	—	—	—
斯洛文尼亚	378.0	430.3	1,321.9	1,887.3	1,837.8	4,759.9	—	1,695.2	1,532.3	1,974.9
土耳其	6,251.3	9,471.6	14,506.9	18,999.6	27,641.6	31,276.6	11,357.1	1,234.5	3,759.4	2,514.3
乌克兰	514.0	1,413.0	2,617.1	3,334.4	5,383.3	8,672.9	991.9	2,803.5	984.9	1,619.2
中东和中亚	12,497.2	12,995.8	33,909.8	63,940.3	103,395.1	96,825.9	20,569.6	30,944.5	6,056.2	30,030.0
亚美尼亚	—	—	—	1.3	30.0	19.1	—	—	11.0	—
阿塞拜疆	—	—	1,217.2	400.2	183.8	315.7	41.7	5.0	13.6	57.0
巴林	924.5	2,361.3	1,888.6	2,913.8	3,825.7	6,170.1	760.0	40.0	370.0	55.0
埃及	670.0	155.0	1,465.0	3,855.8	4,379.6	5,602.1	2,788.1	1,122.4	1,220.0	3,366.4
格鲁吉亚	—	6.0	—	11.1	220.8	341.6	89.0	52.6	100.0	500.0
伊朗伊斯兰共和国	2,842.4	952.3	2,419.4	1,928.8	142.5	—	—	—	—	—
伊拉克	—	—	—	107.8	2,877.0	—	—	—	—	—
以色列	390.2	2,050.0	3,977.9	5,113.0	3,518.4	2,662.2	587.8	794.2	717.9	1,364.0
约旦	80.9	—	199.4	—	60.0	180.0	—	—	—	—
哈萨克斯坦	1,064.5	1,801.3	6,376.2	8,199.1	16,655.8	18,050.7	2,852.4	5,157.7	222.9	4,268.0
科威特	750.0	365.0	1,788.2	4,445.0	5,346.6	1,919.9	604.4	403.0	505.7	1,310.0
吉尔吉斯共和国	95.0	—	—	2.0	—	—	—	—	—	0.8
黎巴嫩	990.0	160.0	5,382.8	2,558.0	6,040.0	2,420.0	500.0	400.0	875.0	1,763.2
利比亚	—	—	—	—	—	38.0	38.0	—	—	—
阿曼	2,417.0	907.8	1,328.6	3,320.7	3,430.2	3,580.7	1,428.3	—	450.0	96.0
卡塔尔	1,571.7	880.8	2,042.7	10,768.5	11,467.0	14,700.5	5,849.7	7,983.0	673.5	3,465.0
沙特阿拉伯	300.0	969.5	2,749.6	5,791.0	9,115.5	7,110.6	70.0	780.6	52.0	6,564.0
塔吉克斯坦	—	—	5.2	1.2	—	2.0	—	2.0	—	—
阿拉伯联合酋长国	370.0	2,348.1	3,041.0	14,519.5	36,097.2	33,712.6	4,960.1	14,203.9	844.6	7,220.6
乌兹别克斯坦	31.0	38.7	28.0	3.6	4.9	—	—	—	—	—
拉丁美洲	31,878.8	46,935.1	56,542.5	86,183.4	76,281.1	132,959.9	45,519.3	29,975.9	12,335.6	27,146.1
阿根廷	824.2	100.0	1,790.0	20,663.0	3,343.6	9,946.1	5,252.5	860.0	1,026.0	265.0
伯利兹	125.0	100.0	—	—	—	—	—	—	—	—
玻利维亚	90.0	30.0	—	54.0	—	—	—	—	100.0	—
巴西	10,229.0	14,134.1	16,669.8	27,957.3	33,931.1	73,322.6	26,878.2	19,443.7	6,041.7	14,883.7
智利	3,546.6	7,795.0	7,956.8	6,900.2	6,159.2	3,886.0	1,714.2	1,058.0	537.2	2,271.0
哥伦比亚	1,880.0	1,765.0	1,628.4	3,063.3	5,049.6	7,931.8	4,319.9	1,909.0	1,750.0	202.0
哥斯达黎加	250.0	490.0	334.2	91.7	1.7	31.1	—	30.5	—	150.0
古巴	—	—	69.8	1.9	—	—	—	—	—	—
多米尼加共和国	423.3	670.4	140.5	284.4	779.8	657.9	—	—	—	—
厄瓜多尔	910.0	—	—	759.0	19.1	104.0	89.0	15.0	—	—
萨尔瓦多	1,810.0	481.0	340.2	454.5	1,326.6	—	—	—	—	—
格林纳达	100.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—
瓜德罗普岛	17.4	—	—	—	—	—	—	—	—	—
危地马拉	44.0	300.0	439.3	365.0	—	15.0	—	150.0	—	350.0
海地	—	—	—	—	134.0	—	—	—	—	—
洪都拉斯	—	—	119.0	4.6	—	—	—	—	—	—
牙买加	300.0	49.6	905.3	1,466.6	1,076.1	1,275.0	2,157.2	1,200.0	1,500.0	626.0
墨西哥	9,583.3	15,783.6	19,930.0	14,261.4	17,186.3	18,500.6	2,626.4	3,287.3	752.0	2,383.4
尼加拉瓜	—	—	22.0	—	—	—	—	—	—	—
巴拉圭	—	—	—	—	—	—	—	—	18.8	80.0
秘鲁	1,133.0	1,445.0	1,388.2	2,583.9	1,489.9	5,805.1	2,471.9	772.3	610.0	1,285.0
圣卢西亚	—	20.0	—	—	—	—	—	—	—	—
特立尼达和多巴哥	213.0	46.0	415.0	100.0	2,708.0	955.4	—	—	—	—
乌拉圭	400.0	53.1	—	1,061.2	2,700.0	1,148.3	10.0	—	—	—
委内瑞拉	—	3,672.5	4,394.0	6,111.3	376.1	9,381.0	—	1,250.0	—	4,650.0

资料来源：基金组织的债券、股票和贷款数据库，该数据库取自Dealogic。

1. 2006年之前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。

表15. 新兴市场外部融资：债券发行情况

(百万美元)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007		2008	
							第三季度	第四季度	第一季度	第二季度
总计	58,278.4	89,358.0	128,346.9	179,506.6	163,124.6	184,375.9	23,144.8	26,665.5	18,988.5	58,568.3
非洲	2,845.9	2,375.9	2,250.1	3,170.0	4,898.9	13,243.3	2,359.5	1,393.9	—	513.6
加蓬	—	—	—	—	—	1,000.0	—	1,000.0	—	—
加纳	—	—	—	—	—	950.0	750.0	200.0	—	—
摩洛哥	—	457.3	—	—	—	671.3	—	—	—	—
尼日利亚	—	—	—	—	—	525.0	—	—	—	—
塞舌尔	—	—	—	—	200.0	30.0	—	—	—	—
南非	2,195.9	1,562.4	1,696.5	2,681.4	4,698.9	9,813.6	1,326.0	193.9	—	513.6
突尼斯	650.0	356.1	553.6	488.6	—	253.4	253.4	—	—	—
亚洲	17,179.7	26,738.6	44,566.9	44,502.1	41,705.3	47,314.6	5,939.9	6,160.4	6,536.2	13,642.9
中国	250.0	1,802.3	4,362.0	3,858.2	1,110.0	2,144.2	1,022.8	—	—	300.0
斐济	—	—	—	—	150.0	—	—	—	—	—
中国香港	1,230.9	1,868.8	3,316.8	4,626.9	3,595.8	5,122.6	—	420.0	288.5	766.2
印度	—	300.0	3,199.8	2,118.3	2,644.2	7,549.4	2,000.0	286.0	157.5	1,250.0
印度尼西亚	275.0	609.2	1,363.6	2,817.3	2,000.0	1,750.0	—	—	2,000.0	2,200.0
韩国	8,777.3	12,303.3	17,717.7	17,953.7	18,345.6	22,250.3	2,462.7	4,954.4	3,270.7	6,816.0
马来西亚	1,168.9	897.7	1,975.0	1,184.1	2,076.2	918.6	203.8	—	—	—
蒙古	—	—	—	—	—	75.0	—	—	500.0	—
巴基斯坦	—	—	500.0	—	1,050.0	750.0	—	—	—	—
菲律宾	4,773.8	4,450.0	4,446.7	3,900.0	4,623.2	1,000.0	—	—	—	—
新加坡	703.7	3,849.2	5,727.9	4,245.7	4,750.5	4,489.1	25.6	—	319.6	1,784.4
斯里兰卡	—	—	100.0	—	—	500.0	—	500.0	—	—
中国台湾	—	358.0	457.4	806.0	304.7	—	—	—	—	2.4
泰国	—	300.0	1,400.0	2,241.8	1,055.0	765.4	225.0	—	—	523.8
越南	—	—	—	750.0	—	—	—	—	—	—
欧洲	14,866.1	22,787.0	33,016.7	52,290.5	50,649.5	59,776.4	5,259.0	9,063.9	6,862.3	26,669.6
白俄罗斯	—	—	—	—	2.5	19.4	—	—	3.0	—
保加利亚	1,752.3	287.3	10.0	383.4	220.8	—	—	—	—	—
克罗地亚	844.1	978.0	1,654.3	—	384.9	746.4	408.5	—	—	—
塞浦路斯	482.0	653.9	1,178.4	1,135.5	1,694.9	2,427.8	—	—	—	202.3
捷克共和国	429.4	337.6	2,546.7	1,345.2	907.4	2,168.9	515.9	855.9	144.9	3,182.4
爱沙尼亚	296.7	328.8	958.5	426.6	—	38.0	—	38.0	—	—
直布罗陀	8.2	—	—	—	—	400.8	—	—	—	—
匈牙利	71.3	2,441.7	5,002.1	7,351.4	6,900.9	4,088.2	—	726.8	1,466.1	3,441.6
拉脱维亚	—	—	528.4	123.1	266.1	—	—	—	607.6	—
立陶宛	360.9	432.7	811.2	778.6	1,241.6	1,484.1	—	850.9	—	—
前南斯拉夫马其顿共和国	—	—	—	176.5	—	—	—	—	—	—
波兰	2,673.9	4,298.1	3,545.2	11,851.5	4,693.5	4,111.0	—	446.7	473.8	3,311.3
罗马尼亚	1,070.8	805.7	—	1,197.0	—	—	—	—	—	1,162.5
俄罗斯	3,080.0	4,587.8	7,150.8	15,365.7	20,804.6	29,990.6	2,284.6	5,004.5	539.6	14,509.3
塞尔维亚	—	—	—	1,018.5	—	165.2	—	—	—	—
斯洛伐克共和国	141.7	866.3	1,188.7	—	1,208.8	1,354.2	—	—	—	—
斯洛文尼亚	30.2	—	67.3	156.5	—	1,614.8	—	141.1	1,477.3	—
土耳其	3,125.6	5,459.0	6,060.1	8,875.0	9,209.9	7,132.2	1,350.0	—	2,150.0	500.0
乌克兰	499.0	1,310.0	2,315.0	2,105.9	3,113.5	4,035.0	700.0	1,000.0	—	360.0

表15 (续完)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007		2008	
							第三季度	第四季度	第一季度	第二季度
中东和中亚	4,561.4	4,696.3	14,783.4	18,576.9	35,156.1	25,327.1	3,707.5	3,233.2	1,844.3	7,122.5
阿塞拜疆	—	—	—	—	5.0	100.0	—	—	13.6	26.0
巴林	584.5	1,311.3	665.6	1,296.7	1,120.0	1,767.7	200.0	—	350.0	—
埃及	—	—	—	1,250.0	—	1,803.5	1,053.5	—	—	—
格鲁吉亚	—	—	—	—	—	200.0	—	—	—	500.0
伊朗伊斯兰共和国	999.9	—	—	—	—	—	—	—	—	—
伊拉克	—	—	—	—	2,700.0	—	—	—	—	—
以色列	376.1	1,800.0	2,250.0	1,177.9	1,500.0	—	—	—	250.0	1,000.0
约旦	80.9	—	145.0	—	—	—	—	—	—	—
哈萨克斯坦	550.0	825.0	3,225.0	2,850.0	7,055.8	8,808.6	429.7	807.4	—	3,540.0
科威特	750.0	200.0	500.0	500.0	1,137.0	575.0	475.0	—	305.7	—
黎巴嫩	990.0	160.0	5,382.8	1,780.0	5,741.6	2,300.0	500.0	400.0	875.0	1,763.2
阿曼	—	—	250.0	—	25.0	—	—	—	—	—
卡塔尔	—	—	665.0	2,250.0	3,040.0	—	—	—	—	—
沙特阿拉伯	—	400.0	—	1,800.0	2,913.8	—	—	—	—	—
阿拉伯联合酋长国	230.0	—	1,700.0	5,672.4	9,917.9	9,772.4	1,049.3	2,025.8	50.0	293.3
拉丁美洲	18,825.4	32,760.3	33,729.7	60,967.1	30,714.8	38,714.5	5,878.8	6,814.0	3,745.7	10,619.8
阿根廷	—	100.0	1,290.0	18,984.4	1,745.5	3,400.9	100.0	445.0	—	65.0
伯利兹	125.0	100.0	—	—	—	—	—	—	—	—
巴西	7,209.7	11,803.7	9,716.4	17,769.0	12,303.9	10,091.9	402.0	2,930.0	1,245.7	4,929.0
智利	1,632.3	3,200.0	2,350.0	900.0	1,100.0	250.0	—	—	—	99.8
哥伦比亚	1,000.0	1,765.0	1,545.4	2,435.5	3,177.6	3,133.7	1,050.7	679.0	1,000.0	—
哥斯达黎加	250.0	490.0	310.0	—	—	—	—	—	—	—
多米尼加共和国	—	600.0	—	196.6	550.0	430.0	—	—	—	—
厄瓜多尔	—	—	—	650.0	—	—	—	—	—	—
萨尔瓦多	1,745.0	348.5	286.5	375.0	625.0	—	—	—	—	—
格林纳达	100.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—
危地马拉	—	300.0	380.0	200.0	—	—	—	150.0	—	350.0
牙买加	300.0	—	809.0	1,050.0	880.0	625.0	2,157.2	1,200.0	1,500.0	526.0
墨西哥	5,063.4	9,080.0	11,384.2	9,165.1	6,207.2	6,341.4	—	—	—	—
秘鲁	1,000.0	1,250.0	1,298.2	2,155.0	445.0	4,449.0	2,169.0	160.0	—	—
特立尼达和多巴哥	—	—	100.0	100.0	980.7	900.0	—	—	—	—
乌拉圭	400.0	53.1	—	1,061.2	2,700.0	342.6	—	—	—	—
委内瑞拉	—	3,670.0	4,260.0	5,925.3	—	8,750.0	—	1,250.0	—	4,650.0

资料来源：基金组织的债券、股票和贷款数据库，该数据库取自Dealogic。

表16. 新兴市场外部融资：股票发行情况

(百万美元)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007		2008	
							第三季度	第四季度	第一季度	第二季度
总计	17,194.2	28,018.7	49,026.2	93,016.2	157,296.8	229,171.8	41,643.4	82,532.2	17,452.7	32,824.7
非洲	365.0	1,181.3	2,742.4	1,189.0	4,216.7	9,825.5	2,252.6	3,891.1	38.7	1,559.1
阿尔及利亚	—	—	—	—	25.4	—	—	—	—	—
中非共和国	—	—	—	—	—	305.5	305.5	—	—	—
加纳	—	—	—	—	—	9.8	9.8	—	—	—
肯尼亚	—	—	—	—	—	—	—	—	—	848.6
摩洛哥	—	—	800.9	—	316.0	1,295.2	431.3	287.2	—	196.9
纳米比亚	—	—	—	—	—	—	—	—	—	87.6
尼日利亚	—	—	—	—	—	1,324.2	824.2	500.0	—	—
南非	365.0	1,181.3	1,910.5	1,184.2	3,800.2	6,890.9	681.9	3,103.9	38.7	377.1
苏丹	—	—	31.0	—	—	—	—	—	—	—
津巴布韦	—	—	—	4.8	75.1	—	—	—	—	48.9
亚洲	12,940.8	22,955.3	36,755.1	68,813.1	100,952.0	117,982.8	21,820.1	42,946.5	15,671.8	10,468.0
孟加拉国	—	—	—	16.7	23.0	39.9	4.2	7.0	—	—
柬埔寨	—	—	—	—	105.5	250.0	—	—	—	—
中国	1,747.2	4,114.1	13,763.8	25,715.0	53,871.2	60,743.6	12,261.6	26,536.6	8,880.6	5,583.3
中国香港	3,058.4	4,292.3	3,704.6	5,022.3	6,504.2	6,021.0	821.1	2,614.5	120.2	1,596.5
印度	264.8	421.6	5,023.5	10,100.7	14,511.9	22,198.7	4,781.9	5,041.0	4,980.2	1,054.8
印度尼西亚	284.8	1,128.6	849.3	1,336.3	607.8	3,094.0	901.8	1,105.6	271.0	630.7
韩国	1,582.2	1,219.6	5,314.4	13,300.8	10,062.7	7,370.5	840.2	2,485.9	1,146.4	578.9
中国澳门	—	—	—	—	1,316.8	581.3	—	581.3	—	—
马来西亚	1,143.2	559.3	964.7	710.9	580.0	1,870.4	—	746.3	100.0	—
巴基斯坦	—	—	—	—	961.1	784.4	134.1	—	—	109.3
巴布亚新几内亚	85.0	153.7	—	—	—	1,024.3	—	14.8	—	—
菲律宾	—	103.9	47.0	740.2	1,646.4	2,556.2	1,289.2	111.2	105.4	169.4
新加坡	1,624.6	1,245.2	2,601.1	4,075.4	4,778.7	4,541.0	522.0	1,401.7	—	3.9
斯里兰卡	33.7	—	—	55.5	—	—	—	—	—	—
中国台湾	3,060.7	8,215.0	3,388.5	7,172.1	3,728.3	5,352.1	263.8	1,472.7	61.4	82.2
泰国	56.3	1,501.9	1,098.4	567.2	2,254.5	943.1	—	686.4	6.7	569.0
越南	—	—	—	—	—	612.4	—	141.7	—	90.0
欧洲	1,659.0	2,484.2	5,559.6	11,276.1	24,233.2	41,676.0	2,123.2	9,474.6	196.7	7,037.5
保加利亚	—	—	—	93.5	85.7	—	—	—	—	—
克罗地亚	—	—	—	—	500.9	1,377.6	—	1,377.6	—	—
塞浦路斯	—	—	—	54.4	1,178.4	20.8	—	20.8	—	28.4
捷克共和国	—	1,091.5	174.4	295.1	287.3	278.0	197.8	80.2	—	2,515.2
爱沙尼亚	41.3	—	—	266.2	24.2	216.1	44.1	—	—	—
法罗群岛	—	—	—	—	67.7	225.1	—	—	—	—
直布罗陀	—	—	—	1,897.1	437.5	94.1	—	—	—	—
匈牙利	—	13.2	884.7	48.8	—	191.8	—	—	—	—
立陶宛	—	—	—	51.2	—	—	—	—	15.4	—
波兰	245.4	758.6	964.7	1,865.6	1,575.5	556.7	149.0	99.5	103.5	627.5
罗马尼亚	—	—	—	—	172.5	156.0	—	97.9	—	—
俄罗斯	1,301.0	570.0	2,554.9	6,458.2	18,706.9	33,540.2	1,023.7	6,806.5	—	2,846.1
斯洛伐克共和国	—	—	—	88.8	1.9	—	—	—	—	—
斯洛文尼亚	—	—	—	—	—	453.6	—	453.6	—	305.0
土耳其	71.4	50.9	980.8	—	1,164.3	3,233.1	675.4	—	—	—
乌克兰	—	—	—	157.1	30.5	1,332.9	33.1	538.7	77.8	715.3
中东和中亚	14.1	186.0	1,783.2	5,733.5	9,123.8	11,985.5	1,301.6	8,378.6	371.0	3,398.0
巴林	—	—	—	87.2	420.5	266.4	—	—	—	—
埃及	—	—	141.0	1,116.5	483.7	722.4	—	722.4	—	527.7
格鲁吉亚	—	—	—	—	159.8	—	—	—	100.0	—
以色列	14.1	186.0	1,357.9	1,894.7	921.6	1,459.2	152.8	194.2	91.6	364.0
哈萨克斯坦	—	—	—	1,548.2	4,303.6	5,031.4	977.5	3,201.3	152.9	67.0
科威特	—	—	260.7	—	—	—	—	—	—	1,141.0
黎巴嫩	—	—	—	778.0	248.4	—	—	—	—	—
阿曼	—	—	23.6	148.4	—	—	—	—	—	—
卡塔尔	—	—	—	—	1,173.8	171.4	171.4	—	—	900.0
沙特阿拉伯	—	—	—	—	—	41.8	—	41.8	—	—
阿拉伯联合酋长国	—	—	—	160.5	1,412.3	4,293.0	—	4,218.9	26.6	398.4
拉丁美洲	2,215.3	1,211.8	2,186.0	6,004.6	18,771.1	47,702.0	14,145.9	17,841.4	1,174.5	10,362.1
阿根廷	—	—	—	—	987.1	1,319.2	622.5	59.1	—	—
巴西	1,148.5	556.2	1,830.5	4,254.0	13,888.9	38,848.0	9,718.0	15,952.7	1,174.5	7,978.7
智利	—	115.6	105.5	689.7	892.3	460.5	96.7	155.0	—	—
哥伦比亚	—	—	—	—	67.7	3,418.1	3,119.2	—	—	—
墨西哥	1,066.8	540.0	250.1	1,060.9	2,358.2	2,932.8	534.4	1,447.3	—	2,383.4
秘鲁	—	—	—	—	576.9	723.3	55.1	227.3	—	—

资料来源：基金组织的债券、股票和贷款数据库，该数据库取自Dealogic。

表17. 新兴市场外部融资：银团贷款

(百万美元)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007		2008	
							第三季度	第四季度	第一季度	第二季度
总计	82,526.8	97,597.0	148,356.3	189,699.0	252,140.3	327,798.6	107,957.7	82,424.8	64,570.4	75,731.2
非洲	4,237.2	6,137.5	7,722.8	8,076.3	7,076.0	8,361.2	805.0	1,935.5	251.4	2,006.2
阿尔及利亚	150.0	40.0	307.9	489.3	—	411.0	411.0	—	—	—
安哥拉	350.0	1,542.0	2,900.0	3,122.7	91.9	74.6	—	—	—	—
博茨瓦纳	—	—	28.4	—	—	—	—	—	—	—
布基纳法索	—	—	—	11.0	—	14.5	—	—	—	—
喀麦隆	—	—	48.0	30.0	—	—	—	—	—	—
佛得角	—	—	—	—	—	13.0	—	—	—	—
科特迪瓦	—	—	—	—	—	—	—	—	—	45.0
吉布提	—	—	40.0	—	—	—	—	—	—	—
埃塞俄比亚	—	—	40.0	—	—	—	—	—	—	100.2
加蓬	—	—	22.0	—	34.4	—	—	—	—	—
加纳	420.0	650.0	850.0	706.5	860.0	504.5	214.0	140.5	—	—
肯尼亚	—	134.0	135.1	64.0	330.1	10.0	—	—	—	—
莱索托	—	—	—	—	—	19.7	19.7	—	—	—
马拉维	—	—	4.8	—	—	—	—	—	—	—
马里	150.4	287.6	288.9	—	—	180.9	31.0	—	110.4	—
毛里求斯	—	—	—	99.3	180.0	—	—	—	9.0	—
摩洛哥	—	9.8	2.6	1.9	25.4	—	—	—	—	—
莫桑比克	—	35.5	422.4	—	38.8	—	—	—	—	800.0
纳米比亚	—	35.0	—	50.0	100.0	—	—	—	—	—
尼日尔	—	27.0	—	—	—	—	—	—	—	—
尼日利亚	1,000.0	762.0	875.0	874.0	640.0	3,666.5	50.5	1,600.0	—	—
塞内加尔	40.0	—	10.0	—	31.6	—	—	—	—	—
南非	2,026.7	2,456.4	1,717.8	2,400.3	4,201.6	3,061.6	78.8	—	—	659.0
坦桑尼亚	—	—	—	136.0	—	—	—	—	112.0	—
突尼斯	100.0	128.2	30.0	91.2	24.7	150.0	—	—	—	402.0
乌干达	—	—	—	—	12.6	—	—	—	—	—
赞比亚	—	30.0	—	—	505.0	255.0	—	195.0	20.0	—
亚洲	46,415.8	50,552.1	71,035.7	82,007.0	100,411.9	150,002.6	43,737.7	41,065.5	40,763.8	23,372.4
孟加拉国	—	10.0	176.8	—	83.6	17.6	17.6	—	11.3	—
文莱达鲁萨兰国	129.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—
中国	8,208.1	9,856.4	7,535.7	11,757.9	8,412.3	24,727.2	12,403.4	3,614.0	6,874.6	2,402.4
中国香港	10,333.7	9,486.7	12,269.8	11,294.2	16,046.8	12,497.7	3,096.0	4,275.8	2,041.6	1,792.1
印度	1,162.7	2,555.5	5,077.8	10,970.7	15,881.2	31,311.6	12,034.8	7,881.4	10,607.4	6,500.9
印度尼西亚	562.7	3,469.4	1,902.4	1,041.8	5,756.5	3,496.7	946.8	1,628.5	1,773.5	1,478.7
韩国	7,459.6	5,589.7	7,983.9	17,108.2	13,017.9	31,121.7	3,646.1	12,112.4	6,881.1	1,705.5
老挝人民民主共和国	101.4	—	210.0	1,000.0	—	—	—	—	—	—
中国澳门	—	—	382.0	729.0	2,375.9	3,950.1	—	2,145.0	180.0	—
马来西亚	3,664.2	4,286.8	5,038.1	4,298.2	5,051.2	4,322.8	546.0	1,555.0	136.0	599.7
马绍尔群岛	34.7	—	—	24.0	170.0	1,069.3	118.0	557.1	—	204.0
蒙古	—	—	—	30.0	6.0	10.0	—	10.0	—	4.0
尼泊尔	—	—	—	—	—	—	—	—	5.0	—
巴基斯坦	388.8	983.8	470.0	739.2	1,287.8	614.9	209.0	262.9	240.0	146.1
菲律宾	1,571.7	1,851.4	1,864.7	1,554.6	902.9	3,092.2	2,355.0	50.0	495.0	525.3
新加坡	2,620.7	2,353.8	3,620.4	6,303.7	10,567.4	10,944.2	2,394.2	2,141.2	4,796.7	3,966.7
斯里兰卡	—	186.0	35.0	327.5	129.8	255.0	—	45.0	—	340.0
中国台湾	7,170.0	7,467.6	22,712.1	11,107.4	18,341.9	19,633.9	5,053.2	4,139.0	6,177.6	3,096.5
泰国	2,616.2	2,058.1	1,642.9	3,501.8	1,923.3	908.8	615.0	—	130.0	248.9
越南	392.5	397.0	114.0	218.8	457.4	2,029.2	302.6	648.1	414.0	361.7
欧洲	13,114.1	19,830.8	31,627.7	40,773.9	58,742.1	63,378.1	22,359.9	14,770.7	12,298.9	24,678.9
阿尔巴尼亚	—	—	—	—	—	—	—	—	35.7	—
白俄罗斯	—	—	21.4	32.0	336.1	283.5	145.5	76.0	40.0	149.0
保加利亚	13.0	381.3	1,089.9	626.8	1,420.6	1,360.0	547.0	328.5	438.3	300.5
克罗地亚	774.9	1,985.5	1,083.1	1,263.7	1,291.9	662.6	347.4	315.3	—	419.6
塞浦路斯	68.1	—	—	—	965.7	651.3	485.3	138.0	69.5	1,090.0
捷克共和国	90.8	642.9	1,345.1	2,360.8	986.8	1,815.8	389.4	—	1,122.0	—
爱沙尼亚	147.1	127.1	222.9	—	449.4	45.1	45.1	—	178.8	117.7
法罗群岛	—	—	—	85.3	206.2	206.1	—	—	—	217.4
直布罗陀	—	—	—	—	1,934.2	—	—	—	—	—
匈牙利	1,240.0	2,096.7	3,373.4	1,941.4	427.8	1,050.9	267.9	250.0	279.2	2,514.8
拉脱维亚	51.9	70.7	353.2	393.0	1,191.3	1,614.7	550.1	55.8	508.2	—

表17 (续完)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007		2008	
							第三季度	第四季度	第一季度	第二季度
欧洲 (续)										
立陶宛	8.8	—	174.8	390.2	50.4	161.2	—	121.0	—	31.1
前南斯拉夫马其顿共和国	—	47.6	66.0	—	—	14.4	—	14.4	—	—
马耳他	—	114.8	242.7	—	256.0	—	—	—	—	—
摩尔多瓦	—	—	7.0	13.1	—	—	—	—	—	—
黑山共和国	—	13.4	—	—	0.8	21.4	—	21.4	—	—
波兰	3,104.6	2,755.7	749.4	3,290.4	2,050.2	2,733.7	1,350.4	182.5	—	1,188.2
罗马尼亚	385.9	958.1	1,116.7	1,414.0	574.7	1,012.2	3.1	795.8	176.6	247.5
俄罗斯	3,721.0	6,040.8	12,415.5	15,179.7	25,195.4	24,433.9	8,461.8	8,669.3	6,871.3	14,175.0
塞尔维亚	—	—	213.4	234.1	60.2	403.4	176.5	202.8	7.8	—
斯洛伐克共和国	91.1	101.3	130.3	622.7	—	—	—	—	—	—
斯洛文尼亚	347.7	430.3	1,254.6	1,730.8	1,837.8	2,691.6	—	1,100.5	55.0	1,669.9
土耳其	3,054.3	3,961.7	7,466.0	10,124.6	17,267.4	20,911.3	9,331.7	1,234.5	1,609.4	2,014.3
乌克兰	15.0	103.0	302.1	1,071.4	2,239.3	3,305.0	258.8	1,264.9	907.0	543.8
中东和中亚	7,921.7	8,113.5	17,343.2	39,630.0	59,115.2	59,513.2	15,560.6	19,332.7	3,840.8	19,509.5
亚美尼亚	—	—	—	1.3	30.0	19.1	—	—	11.0	—
阿塞拜疆	—	—	1,217.2	400.2	178.8	215.7	41.7	5.0	—	31.0
巴林	340.0	1,050.0	1,223.0	1,530.0	2,285.2	4,136.0	560.0	40.0	20.0	55.0
埃及	670.0	155.0	1,324.0	1,489.3	3,895.9	3,076.1	1,734.6	400.0	1,220.0	2,838.8
格鲁吉亚	—	6.0	—	11.1	61.0	141.6	89.0	52.6	—	—
伊朗伊斯兰共和国	1,842.5	952.3	2,419.4	1,928.8	142.5	—	—	—	—	—
伊拉克	—	—	—	107.8	177.0	—	—	—	—	—
以色列	—	64.0	370.0	2,040.4	1,096.8	1,203.0	435.0	600.0	376.3	—
约旦	—	—	54.4	—	60.0	180.0	—	—	—	—
哈萨克斯坦	514.5	976.3	3,151.2	3,800.9	5,296.4	4,210.7	1,445.3	1,149.0	70.0	661.0
科威特	—	165.0	1,027.5	3,945.0	4,209.6	1,344.9	129.4	403.0	200.0	169.1
吉尔吉斯共和国	95.0	—	—	2.0	—	—	—	—	—	0.8
黎巴嫩	—	—	—	—	50.0	120.0	—	—	—	—
利比亚	—	—	—	—	—	38.0	38.0	—	—	—
阿曼	2,417.0	907.8	1,055.0	3,172.2	3,405.2	3,580.7	1,428.3	—	450.0	96.0
卡塔尔	1,571.7	880.8	1,377.7	8,518.5	7,253.1	14,529.2	5,678.4	7,983.0	673.5	2,565.0
沙特阿拉伯	300.0	569.5	2,749.6	3,991.0	6,201.7	7,068.8	70.0	738.9	52.0	6,564.0
塔吉克斯坦	—	—	5.2	1.2	—	2.0	—	2.0	—	—
阿拉伯联合酋长国	140.0	2,348.1	1,341.0	8,686.6	24,767.1	19,647.3	3,910.9	7,959.2	768.0	6,528.9
乌兹别克斯坦	31.0	38.7	28.0	3.6	4.9	—	—	—	—	—
拉丁美洲	10,838.1	12,963.1	20,626.9	19,211.7	26,795.2	46,543.4	25,494.5	5,320.5	7,415.4	6,164.3
阿根廷	824.2	—	500.0	1,678.6	611.0	5,226.0	4,530.0	356.0	1,026.0	200.0
玻利维亚	90.0	30.0	—	54.0	—	—	—	—	100.0	—
巴西	1,870.9	1,774.3	5,122.9	5,934.3	7,738.3	24,382.6	16,758.2	561.0	3,621.5	1,976.1
智利	1,914.3	4,479.4	5,501.3	5,310.6	4,166.9	3,175.5	1,617.5	903.0	537.2	2,171.2
哥伦比亚	880.0	—	83.0	627.8	1,804.4	1,380.0	150.0	1,230.0	750.0	202.0
哥斯达黎加	—	—	24.2	91.7	1.7	31.1	—	30.5	—	150.0
古巴	—	—	69.8	1.9	—	—	—	—	—	—
多米尼加共和国	423.3	70.4	140.5	87.8	229.8	227.9	—	—	—	—
厄瓜多尔	910.0	—	—	109.0	19.1	104.0	89.0	15.0	—	—
萨尔瓦多	65.0	132.5	53.8	79.5	701.6	—	—	—	—	—
厄德罗群岛	17.4	—	—	—	—	—	—	—	—	—
危地马拉	44.0	—	59.3	165.0	—	15.0	—	—	—	—
海地	—	—	—	—	134.0	—	—	—	—	—
洪都拉斯	—	—	119.0	4.6	—	—	—	—	—	—
牙买加	—	49.6	96.3	416.6	196.1	650.0	—	—	—	100.0
墨西哥	3,453.0	6,163.6	8,295.7	4,035.4	8,620.9	9,226.4	2,092.0	1,840.0	752.0	—
尼加拉瓜	—	—	22.0	—	—	—	—	—	—	—
巴拉圭	—	—	—	—	—	—	—	—	18.8	80.0
秘鲁	133.0	195.0	90.0	429.0	468.0	632.9	247.9	385.0	610.0	1,285.0
圣卢西亚	—	20.0	—	—	—	—	—	—	—	—
特立尼达和多巴哥	213.0	46.0	315.0	—	1,727.3	55.4	—	—	—	—
乌拉圭	—	—	—	—	—	805.7	10.0	—	—	—
委内瑞拉	—	2.5	134.0	186.0	376.1	631.0	—	—	—	—

资料来源：基金组织的债券、股票和贷款数据库，该数据库取自Dealogic。

表18. 股票定值指标：股息-收益比率

	2003	2004	2005	2006	2007	2007		2008	
						第三季度	第四季度	第一季度	第二季度
综合指数	2.28	2.29	2.28	2.14	1.56	1.81	1.56	1.78	2.13
亚洲	1.97	2.20	2.42	1.88	1.32	1.60	1.32	1.51	2.08
欧洲/中东/非洲	2.41	2.00	1.76	2.36	1.82	2.09	1.82	2.06	2.20
拉丁美洲	3.26	3.24	3.07	2.56	1.99	2.11	1.99	2.22	2.18
阿根廷	1.37	0.98	1.20	1.21	1.20	1.36	1.20	1.19	0.76
巴林	2.27	1.19	1.77	4.16	3.80	3.97	3.80	5.52	5.37
巴西	4.23	4.24	3.98	3.38	2.00	2.62	2.00	2.34	2.29
智利	2.95	4.62	2.99	2.07	2.40	2.33	2.40	2.81	2.79
中国	2.31	1.82	2.56	1.29	0.70	0.90	0.70	0.91	1.75
哥伦比亚	5.89	5.44	1.38	1.96	1.89	2.09	1.89	1.83	2.10
捷克共和国	5.04	4.19	1.42	3.71	2.67	2.88	2.67	2.99	3.69
埃及	4.94	1.45	1.54	2.29	1.76	2.18	1.76	1.80	2.31
匈牙利	0.91	1.73	2.05	1.83	3.04	2.49	3.04	2.95	1.04
印度	1.74	1.70	1.25	1.07	0.71	0.94	0.71	0.81	1.07
印度尼西亚	3.42	3.35	2.74	2.18	1.87	2.00	1.87	2.07	2.29
以色列	1.20	1.83	1.58	2.55	2.64	2.64	2.64	2.72	2.66
约旦	2.40	1.49	2.19	1.06	1.48	1.93	1.48	2.32	1.26
韩国	2.08	2.25	1.70	1.49	1.30	1.40	1.30	1.09	1.61
科威特	...	...	...	2.97	3.01	3.07	3.01	3.60	4.36
马来西亚	3.02	3.50	4.33	3.72	3.38	4.10	3.38	4.63	4.92
墨西哥	2.12	1.85	2.18	1.24	2.20	1.38	2.20	2.19	2.31
摩洛哥	4.65	2.71	3.61	2.22	1.85	2.05	1.85	1.60	2.64
尼日利亚	4.11	3.70	3.14	2.29	1.47	2.00	1.47	1.21	1.77
阿曼	5.38	3.32	2.15	4.64	3.25	3.75	3.25	4.93	4.75
巴基斯坦	7.47	6.98	2.50	3.96	3.25	3.10	3.25	3.39	4.71
秘鲁	2.83	3.10	3.45	3.83	3.65	2.80	3.65	3.59	3.62
菲律宾	2.12	1.79	2.63	2.00	2.28	2.54	2.28	3.79	4.51
波兰	1.43	1.20	2.48	3.36	2.66	2.96	2.66	3.10	2.25
卡塔尔	...	...	...	1.69	2.31	2.88	2.31	2.74	2.12
俄罗斯	1.78	1.21	1.07	1.83	0.53	0.61	0.53	0.63	0.70
沙特阿拉伯	2.58	2.05	1.25	2.65	2.18	3.01	2.18	2.82	2.51
南非	3.96	3.09	3.09	2.77	3.33	2.98	3.33	2.96	3.38
斯里兰卡	3.64	4.67	2.47	1.77	2.28	2.54	2.28	3.11	3.75
中国台湾	1.47	2.67	3.39	3.06	3.03	3.34	3.03	3.02	3.14
泰国	1.64	2.24	3.05	4.51	3.81	3.34	3.81	4.00	4.04
土耳其	1.15	2.97	1.81	2.19	1.96	2.13	1.96	2.63	3.71
阿拉伯联合酋长国	...	...	...	2.12	1.27	1.97	1.27	1.37	1.95
委内瑞拉	9.86	12.28	6.27	5.71	...	...	...	...	...

资料来源：Standard & Poor's 新兴市场数据库。

表19. 股票定值指标：价格与账面价值的比率

	2003	2004	2005	2006	2007	2007		2008	
						第三季度	第四季度	第一季度	第二季度
综合指数	1.96	1.86	2.65	2.73	3.67	3.47	3.67	3.21	3.11
亚洲	2.06	1.78	2.11	2.43	3.69	3.51	3.69	3.09	2.76
欧洲/中东/亚洲	1.86	2.21	3.91	3.26	3.91	3.55	3.91	3.54	3.75
拉丁美洲	1.83	1.58	2.30	2.91	3.27	3.20	3.27	3.12	3.21
阿根廷	1.99	2.16	2.50	4.09	3.23	3.57	3.23	3.49	4.23
巴林	2.02	2.02	2.73	2.23	3.56	2.69	3.56	3.48	3.62
巴西	1.79	1.93	2.16	2.68	3.30	3.08	3.30	3.09	3.29
智利	1.87	0.55	1.93	2.43	2.54	2.62	2.54	2.41	2.46
中国	2.55	2.03	1.81	3.12	6.26	6.24	6.26	4.59	3.91
哥伦比亚	0.94	1.58	2.41	1.78	1.82	1.70	1.82	1.55	1.55
捷克共和国	0.99	1.58	2.35	2.39	3.12	2.91	3.12	2.80	2.95
埃及	2.08	4.38	9.08	5.85	8.60	7.16	8.60	7.58	6.63
匈牙利	2.00	2.78	3.08	3.08	3.24	3.48	3.24	2.64	2.46
印度	3.50	3.31	5.15	4.89	7.90	6.23	7.90	5.79	4.95
印度尼西亚	1.62	2.75	2.50	3.35	5.57	4.47	5.57	5.10	5.23
以色列	2.61	2.58	3.00	3.48	4.37	4.25	4.37	3.79	3.98
约旦	2.08	2.99	6.24	3.30	4.39	3.27	4.39	4.28	5.35
韩国	1.57	1.25	1.95	1.74	2.18	2.21	2.18	2.00	1.94
科威特	...	...	4.64	4.52	6.37	6.65	6.37	6.94	6.70
马来西亚	1.71	1.93	1.67	2.08	2.51	2.35	2.51	2.17	1.97
墨西哥	2.02	2.51	2.88	3.84	3.58	3.87	3.58	3.64	3.25
摩洛哥	1.70	2.06	2.92	3.11	4.34	4.41	4.34	5.03	4.81
尼日利亚	2.52	3.19	5.36	5.22	11.98	9.56	11.98	15.94	13.94
阿曼	1.50	1.80	2.28	2.19	4.01	2.86	4.01	4.49	5.02
巴基斯坦	2.25	2.63	3.51	3.17	4.66	4.39	4.66	5.13	4.08
秘鲁	1.80	1.56	2.17	3.47	5.95	6.60	5.95	5.77	6.59
菲律宾	1.06	1.35	1.73	1.92	2.76	2.65	2.76	2.27	1.64
波兰	1.76	2.04	2.53	2.52	2.84	2.85	2.84	2.43	2.15
卡塔尔	...	...	8.80	2.73	3.79	3.12	3.79	3.96	5.14
俄罗斯	1.18	1.18	2.19	2.53	2.82	2.48	2.82	2.40	2.78
沙特阿拉伯	3.56	6.50	14.54	7.57	9.95	7.25	9.95	8.49	8.33
南非	2.06	2.52	2.98	3.80	4.38	4.21	4.38	4.38	4.26
斯里兰卡	1.63	1.93	2.56	2.41	1.85	1.69	1.85	1.75	1.58
中国台湾	2.18	1.94	1.93	2.36	2.56	2.79	2.56	2.56	2.31
泰国	2.84	2.03	2.06	1.85	2.46	2.37	2.46	2.41	2.14
土耳其	2.64	1.74	2.13	1.95	2.78	2.64	2.78	2.00	1.82
阿拉伯联合酋长国	...	...	9.98	3.07	4.69	3.40	4.69	4.30	4.58
委内瑞拉	1.10	1.18	0.72	2.59	...	...	...	...	...

资料来源: Standard & Poor's 新兴市场数据库。

表20. 股票定值指标：市盈率

	2003	2004	2005	2006	2007	2007		2008	
						第三季度	第四季度	第一季度	第二季度
综合指数	21.7	16.5	18.9	17.7	23.4	22.0	23.4	20.6	19.7
亚洲	30.3	16.8	17.9	18.0	26.9	25.3	26.9	22.6	20.4
欧洲/中东/非洲	18.0	18.6	25.2	18.7	22.6	20.3	22.6	20.7	21.1
拉丁美洲	13.3	12.8	12.2	15.2	17.2	17.0	17.2	16.5	16.8
阿根廷	21.1	27.7	11.1	18.0	13.6	15.2	13.6	14.8	17.9
巴林	21.3	21.5	31.7	14.3	20.3	17.2	20.3	20.5	21.3
巴西	10.0	10.6	10.7	12.7	16.6	15.5	16.6	15.5	16.5
智利	24.8	17.2	15.7	24.2	22.3	23.1	22.3	21.1	21.6
中国	28.6	19.1	13.9	24.6	50.5	49.2	50.5	37.1	31.7
哥伦比亚	13.0	19.2	28.8	21.9	21.8	20.9	21.8	18.6	18.6
捷克共和国	10.8	25.0	21.1	20.0	26.5	24.4	26.5	23.8	25.1
埃及	11.7	21.8	30.9	20.2	30.2	24.7	30.2	26.6	23.1
匈牙利	12.3	16.6	13.5	13.4	14.0	15.1	14.0	11.4	10.6
印度	20.9	18.1	19.4	20.1	31.6	25.1	31.6	23.2	19.8
印度尼西亚	39.5	13.3	12.6	20.1	31.7	26.1	31.7	29.0	29.7
以色列	75.6	39.7	20.0	25.3	31.5	31.0	31.5	27.3	28.6
约旦	20.7	30.4	57.1	20.8	28.0	20.7	28.0	27.3	33.6
韩国	30.2	13.5	20.8	12.8	16.4	16.7	16.4	15.1	14.7
科威特	...	...	21.5	21.1	29.7	31.1	29.7	32.4	31.3
马来西亚	30.1	22.4	15.0	21.7	20.1	19.4	20.1	17.4	15.8
墨西哥	17.6	15.9	14.2	18.6	17.2	19.5	17.2	17.4	15.5
摩洛哥	25.2	24.6	22.4	22.5	30.4	31.9	30.4	35.3	33.7
尼日利亚	18.5	23.5	20.7	24.1	58.4	44.1	58.4	77.8	68.0
阿曼	15.2	14.2	15.8	13.1	23.1	17.0	23.1	25.9	28.9
巴基斯坦	9.5	9.9	13.1	10.8	15.3	15.0	15.3	16.8	13.4
秘鲁	13.7	10.7	12.0	15.7	20.9	22.4	20.9	20.3	23.6
菲律宾	21.1	14.6	15.7	14.4	17.7	17.6	17.7	14.5	11.1
波兰	-353.0	39.9	11.7	13.9	15.6	15.8	15.6	13.3	11.7
卡塔尔	...	...	48.7	15.9	21.7	18.0	21.7	22.6	29.3
俄罗斯	19.9	10.8	24.1	16.6	18.4	15.8	18.4	15.6	16.6
沙特阿拉伯	27.2	50.6	104.8	52.0	70.1	49.8	70.1	59.8	58.7
南非	11.5	16.2	12.8	16.6	18.7	18.3	18.7	18.7	18.3
斯里兰卡	15.0	18.1	23.6	15.4	12.1	11.2	12.1	11.5	10.4
中国台湾	55.7	21.2	21.9	25.6	27.9	29.7	27.9	27.9	25.1
泰国	16.6	12.8	10.0	8.7	11.7	11.1	11.7	11.4	10.2
土耳其	14.9	12.5	16.2	17.2	25.2	24.4	25.2	18.1	16.5
阿拉伯联合酋长国	...	...	54.7	13.4	19.7	14.8	19.7	18.0	19.2
委内瑞拉	14.4	6.0	5.1	13.1	...	...	...	...	...

资料来源：Standard & Poor's 新兴市场数据库。

表21. 新兴市场：共同基金流量

(百万美元)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2007		2008	
								第三 季度	第四 季度	第一 季度	第二 季度
债券	-444	606	3,153	1,947	5,729	6,233	4,295	-1,185	943	492	174
股票	-1,781	-1,512	8,500	2,784	21,706	22,441	40,827	16,637	22,049	-20,045	7,742
全球	-67	-2,082	2,119	-5,348	3,148	4,209	15,223	2,623	11,904	-6,638	247
亚洲	-768	817	5,148	5,609	6,952	16,790	16,405	11,064	6,668	-12,065	2,238
欧洲/中东/非洲	-327	65	857	2,185	7,587	-1,877	-953	-324	1,533	157	2,756
拉丁美洲	-619	-312	376	338	4,020	3,319	10,153	3,274	1,944	-1,499	2,501

资料来源: Emerging Portfolio Fund Research, Inc.。

表22. 银行监管资本与风险加权资产的比率
(百分比)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	最新
拉丁美洲							
阿根廷	14.5	14.0	15.3	16.8	16.8	16.8	5月
玻利维亚	15.3	14.9	14.7	13.3	12.6	14.0	5月
巴西	18.8	18.6	17.9	18.9	18.7	18.1	3月
智利	14.1	13.6	13.0	12.5	12.2	12.4	3月
哥伦比亚	12.6	13.1	13.2	12.2	12.8	13.3	5月
哥斯达黎加 ¹	16.5	18.1	15.9	15.3	13.0	12.9	3月
多米尼加共和国	11.6	13.9	13.0	12.3	13.1	16.3	3月
厄瓜多尔	14.9	14.5	14.4	14.8	15.7	...	11月
萨尔瓦多	12.8	13.4	13.5	13.8	13.8	14.3	5月
危地马拉	15.6	14.5	13.7	13.6	13.8	12.4	2月
墨西哥 ²	14.4	14.1	14.5	16.3	16.0	16.0	3月
巴拿马	17.6	17.8	16.3	15.8	13.6	13.6	3月
巴拉圭	20.9	20.5	20.4	20.1	16.8	...	12月
秘鲁	13.3	14.0	12.0	12.5	11.7	12.2	5月
乌拉圭 ³	18.1	21.7	22.7	16.9	17.8	17.7	3月
委内瑞拉	25.1	19.2	15.5	14.3	12.1	11.9	5月
新兴欧洲							
阿尔巴尼亚	28.5	21.6	18.6	18.1	17.1	17.2	3月
白俄罗斯	26.0	25.2	26.7	24.4	19.3	...	12月
波斯尼亚和黑塞哥维那	20.3	18.7	17.8	17.7	17.1	16.5	3月
保加利亚	22.0	16.1	15.2	14.5	13.9	14.5	3月
克罗地亚	16.5	16.0	15.2	13.6	15.9	15.9	3月
捷克共和国	14.5	12.6	11.9	11.4	11.5	12.3	3月
爱沙尼亚	14.5	13.4	11.7	13.1	14.8	...	12月
匈牙利	11.8	12.4	11.6	11.0	10.8	...	12月
以色列	10.3	10.8	10.7	10.8	11.1	...	9月
拉脱维亚	11.7	11.7	10.1	10.2	11.1	12.6	3月
立陶宛 ⁴	13.3	12.4	10.3	10.7	10.9	...	12月
前南斯拉夫马其顿共和国	25.8	23.0	21.3	18.3	17.2	...	9月
摩尔多瓦	31.6	31.4	27.2	27.9	29.6	28.7	5月
黑山共和国	...	31.3	27.8	21.3	17.1	17.2	3月
波兰	13.7	15.5	14.5	13.2	11.8	...	9月
罗马尼亚 ⁵	21.1	20.6	21.1	18.1	13.8	13.0	3月
俄罗斯	19.1	17.0	16.0	14.9	15.5	15.3	3月
塞尔维亚	31.1	27.9	26.0	24.7	27.9	27.4	3月
斯洛伐克共和国	22.4	18.7	14.8	13.0	12.4	...	12月
斯洛文尼亚	11.5	11.8	10.6	11.8	...	...	12月
土耳其 ⁶	30.9	28.8	24.2	22.1	18.9	16.9	6月
乌克兰	15.2	16.8	15.0	14.2	13.9	13.3	3月
西欧							
奥地利 ⁷	14.5	12.4	11.8	11.8	12.7	...	12月
比利时	12.9	12.9	11.5	11.9	11.2	12.3	3月
丹麦	13.9	13.4	13.2	13.8	...	...	12月
芬兰 ⁵	18.7	19.1	17.2	15.1	15.1	...	6月
法国	11.9	11.5	11.4	10.9	10.1	...	12月
德国	13.4	13.2	12.2	12.5	...	...	12月
希腊	12.0	12.8	13.2	12.2	11.2	10.4	3月
冰岛	12.3	12.8	12.8	15.1	12.1	...	12月
爱尔兰 ⁸	13.9	12.6	12.0	10.9	...	...	12月
意大利 ⁹	11.4	11.6	10.6	10.7	10.4	...	12月
卢森堡	17.1	17.5	16.3	14.9	13.5	...	12月
马耳他	...	21.4	20.4	22.0	23.2	...	12月
荷兰	12.3	12.3	12.6	11.9	13.2	13.5	3月
挪威	12.4	12.2	11.9	11.2	11.7	...	12月
葡萄牙 ¹⁰	10.0	10.4	11.3	11.0	10.2	...	12月
西班牙	12.6	12.3	12.2	11.9	11.4	...	12月
瑞典 ¹¹	9.9	10.1	10.1	10.0	10.3	10.0	3月
瑞士	12.4	12.6	12.4	13.4	12.5	...	6月
英国	13.0	12.7	12.8	12.9	12.6	...	12月

表22 (续完)

(百分比)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	最新
亚洲							
孟加拉国	8.4	8.8	7.3	8.3	10.0	...	12月
中国	-5.9	-4.7	2.5	4.9	7.7	...	6月
中国香港	15.3	15.4	14.9	15.2	13.4	14.3	3月
印度	12.7	12.9	12.8	12.3	12.3	12.6	3月
印度尼西亚	22.3	19.4	19.3	21.3	19.3	20.5	3月
韩国	11.1	12.1	13.0	12.8	12.3	12.0	3月
马来西亚	13.8	14.4	13.7	13.5	13.2	...	12月
菲律宾 ¹²	17.4	18.7	17.8	18.5	15.9	...	9月
新加坡	17.9	16.2	15.8	15.4	14.0	...	9月
泰国	13.4	12.4	13.2	13.6	14.8	...	12月
中东和西亚							
亚美尼亚	33.8	32.3	33.7	34.9	30.1	27.0	3月
埃及	11.1	11.4	13.8	15.1	...	...	12月
格鲁吉亚	20.3	18.8	17.5	20.6	16.0	15.8	5月
约旦	15.9	17.8	17.6	21.4	20.8	...	6月
哈萨克斯坦	16.9	15.3	14.9	14.8	14.2	...	12月
科威特	18.4	17.3	21.3	21.8	20.4	...	12月
黎巴嫩	22.3	22.2	22.9	25.0	24.0	...	6月
摩洛哥	9.6	10.5	11.5	12.3	10.6	...	12月
阿曼	17.6	17.6	18.1	17.2	13.4	...	9月
巴基斯坦	8.5	10.5	11.3	12.7	13.6	...	9月
沙特阿拉伯	19.4	17.8	17.8	21.9	21.8	...	12月
突尼斯	9.3	11.6	12.4	11.3	11.0	...	12月
阿拉伯联合酋长国	18.6	18.9	17.0	16.7	14.4	...	12月
撒哈拉以南非洲							
加蓬	19.9	22.3	19.8	17.8	14.3	...	12月
加纳	9.3	13.9	16.2	15.8	14.8	15.4	12月
肯尼亚	17.3	16.6	16.4	16.5	16.3	...	12月
莱索托	...	22.0	22.0	19.0	20.0	...	3月
莫桑比克	17.0	18.7	16.0	12.5	14.2	...	12月
纳米比亚	14.8	15.4	14.6	14.2	15.8	...	12月
尼日利亚	17.8	14.7	17.8	22.6	21.0	...	12月
卢旺达	14.6	18.3	14.7	...	...	...	12月
塞内加尔	11.7	11.5	10.8	12.9	13.5	...	12月
塞拉利昂 ¹³	27.3	25.1	26.4	36.0	38.7	...	12月
南非	12.4	14.0	12.7	12.3	12.8	...	12月
斯威士兰	14.0	14.0	15.0	20.0	23.0	...	6月
乌干达	17.0	20.5	18.3	18.0	19.5	...	12月
其他							
澳大利亚	10.0	10.4	10.4	10.4	10.2	10.5	3月
加拿大	13.4	13.3	12.9	12.5	12.1	12.3	3月
日本 ¹⁴	11.1	11.6	12.2	13.1	12.9	12.3	3月
美国 ¹⁵	13.0	13.2	12.9	13.0	12.8	12.8	3月

资料来源: 各国当局和基金组织工作人员的估计。

7. 自2004年起, 为汇总数据。

注: 由于各国的会计、税收和监管体系不同, 各国的金融稳健数据不具严格意义上的可比性。

8. 国内银行。

1. 银行部门不包括离岸银行。

9. 银行集团为汇总报告, 不属于任何集团的单个银行为单独报告。

2. 商业银行。

10. 2005年和2006年的数据是那些已经采纳国际会计准则的抽样机构的数据, 其数据占通常考虑的总量数据的比例约为87% (截至2004年12月)。

3. 2006年, 乌拉圭中央银行修改了计算监管资本比率的方法, 对权重作出修正, 并在分母中加入一个因子, 以考虑市场风险。由于采用此计算方法, 与前些年相比, 2006年和2007年的监管资本比率略低。此数据不包括国有抵押贷款银行。

11. 四家大型银行集团的数据。

4. 数据不包括外资银行分支机构。

12. 为汇总数据。

5. 统计数据自2003年起中断。

13. 2006年的数据未经调整, 与前些年不直接可比。

6. 统计数据在2007年中断。

14. 财年年底, 即下一个日历年度3月的数据; 主要银行。

15. 所有由联邦存款保险公司保险的机构。

表23. 银行资本与资产的比率

(百分比)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	最新
拉丁美洲							
阿根廷	11.9	11.8	12.9	13.4	13.1	12.6	5月
玻利维亚	12.1	11.5	11.3	10.0	9.6	9.0	5月
巴西	9.6	10.1	9.8	9.9	9.9	9.5	3月
智利	7.3	7.0	6.9	6.8	6.7	7.1	3月
哥伦比亚	11.6	12.1	12.3	12.0	11.4	11.2	5月
哥斯达黎加 ¹	11.3	9.9	10.5	11.2	10.7	10.4	3月
多米尼加共和国	8.4	9.4	9.7	10.1	9.5	8.9	3月
厄瓜多尔 ²	8.8	8.5	8.4	8.7	8.5	7.5	4月
萨尔瓦多	9.4	9.7	10.1	10.7	11.8	12.2	5月
危地马拉	9.0	8.9	8.5	8.2	9.2	9.4	3月
墨西哥 ³	10.0	10.2	11.5	13.2	14.4	14.1	3月
巴拿马 ⁴	12.2	13.2	12.8	12.0	13.7	13.8	5月
巴拉圭	9.5	10.5	11.0	12.5	11.6	10.2	4月
秘鲁	9.3	9.8	7.7	9.5	8.8	8.0	5月
乌拉圭 ⁵	7.2	8.3	8.6	9.8	10.5	9.5	3月
委内瑞拉	14.3	12.5	11.6	8.8	8.3	8.2	5月
新兴欧洲							
阿尔巴尼亚	4.7	4.8	5.4	5.9	5.8	6.1	3月
白俄罗斯	20.4	20.1	19.8	17.8	15.9	...	12月
波斯尼亚和黑塞哥 维那	17.0	15.7	14.4	13.8	13.1	...	9月
保加利亚	13.1	10.2	7.4	7.3	7.7	8.2	3月
克罗地亚	8.9	8.6	9.0	10.3	12.5	13.5	3月
捷克共和国 ⁶	5.7	5.6	5.7	6.2	6.0	...	9月
爱沙尼亚	11.3	9.8	8.6	8.4	8.6	...	12月
匈牙利	8.3	8.5	8.2	8.3	8.3	...	12月
以色列	5.3	5.5	5.6	5.9	6.2	...	9月
拉脱维亚	8.4	8.0	7.6	7.6	7.9	8.4	3月
立陶宛 ⁷	9.8	8.7	7.2	7.1	7.4	...	12月
前南斯拉夫马其顿共 和国	...	...	...	...	...	...
摩尔多瓦	21.1	19.3	16.7	17.3	17.3	...	12月
黑山共和国	...	20.4	15.3	10.4	8.0	8.3	3月
波兰	8.3	8.0	7.8	7.6	7.4	...	9月
罗马尼亚 ⁸	10.9	8.9	9.2	8.6	7.3	6.9	4月
俄罗斯	14.6	13.3	12.7	12.4	13.3	13.6	3月
塞尔维亚	22.5	18.8	16.0	15.6	17.1	17.8	3月
斯洛伐克共和国	8.9	7.7	9.7	8.0	10.6	...	12月
斯洛文尼亚	8.3	8.1	8.4	8.4	...	...	12月
土耳其 ⁹	13.7	14.4	12.9	11.3	13.0	11.7	6月
乌克兰	12.3	13.8	12.4	13.3	12.5	13.1	3月
西欧							
奥地利	4.9	4.9	4.8	5.2	6.5	...	12月
比利时	3.1	3.1	2.7	3.3	4.3	4.0	3月
丹麦	5.6	5.2	5.0	5.8	6.1	...	12月
芬兰	9.7	8.7	8.8	9.2	...	...	12月
法国	6.9	6.6	5.8	6.0	5.5	5.5	5月
德国	4.2	4.0	4.1	4.3	...	...	12月
希腊 ¹⁰	6.9	5.3	5.9	6.7	6.6	6.2	3月
冰岛 ¹¹	7.1	7.1	7.4	7.8	6.9	...	12月
爱尔兰	5.2	4.9	4.7	4.3	4.5	4.1	5月
意大利	7.0	6.9	6.8	7.1	7.7	...	12月
卢森堡	5.8	5.5	5.3	5.0	4.6	...	12月
马耳他	...	7.9	6.8	8.6	...	...	12月
荷兰	4.3	3.9	4.2	3.0	3.3	3.5	3月
挪威	5.9	5.9	5.2	5.0	...	...	9月
葡萄牙 ^{12,13}	5.8	6.2	5.8	6.2	6.2	...	12月
西班牙	8.1	8.5	7.7	7.2	7.0	6.9	4月
瑞典 ¹⁴	5.0	4.3	3.9	4.0	4.0	4.0	3月
瑞士	5.7	5.3	5.1	4.9	...	...	12月
英国	9.8	9.6	9.1	8.9	...	...	12月
亚洲							
孟加拉国	3.2	2.7	2.6	4.0	6.5	...	12月
中国 ¹⁵	4.9	4.9	4.4	5.1	5.5	...	9月
中国香港	10.6	10.8	11.8	11.2	12.0	...	11月

表23 (续完)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	最新
亚洲 (续)							
印度	5.7	5.9	6.4	6.6	6.4	...	3月
印度尼西亚	9.6	10.8	10.2	10.7	10.0	...	11月
韩国 ¹⁶	7.0	8.0	9.3	9.2	9.0	8.8	3月
马来西亚	8.5	8.2	7.7	7.6	7.5	7.4	5月
菲律宾	13.1	12.5	11.8	11.7	11.7	...	12月
新加坡	10.7	9.6	9.6	9.6	9.3	...	9月
泰国	7.4	8.0	8.9	8.9	9.5	...	12月
中东和东亚							
亚美尼亚	18.1	17.8	21.5	22.9	22.5	22.7	3月
埃及	4.9	5.4	5.4	5.5	5.1	5.1	3月
格鲁吉亚	26.5	22.0	18.8	21.2	20.4	21.4	5月
约旦	...	5.1	5.0	6.8	6.7	...	6月
哈萨克斯坦 ¹⁷	9.0	13.1	13.0	13.2	15.2	...	12月
科威特	10.7	12.1	12.7	11.7	12.0	...	9月
黎巴嫩	6.9	6.8	7.5	9.1	8.1	...	12月
摩洛哥	7.6	7.6	7.7	7.4	6.9	...	12月
阿曼	12.6	12.9	13.7	13.2	...	...	6月
巴基斯坦	5.4	6.5	7.6	9.4	10.2	...	9月
沙特阿拉伯	8.8	8.0	8.8	9.3	9.9	...	12月
突尼斯	7.6	7.5	7.7	...	...	...	12月
阿拉伯联合酋长国	11.4	11.1	11.9	12.6	...	...	12月
撒哈拉以南非洲							
加蓬	13.1	13.2	11.1	10.2	7.0	...	12月
加纳	12.0	12.5	13.0	11.9	11.8	...	2月
肯尼亚	11.8	11.9	12.1	12.4	12.4	...	12月
莱索托	17.0	16.9	14.6	...	...	...	12月
莫桑比克	9.0	9.5	8.0	6.1	6.4	...	12月
纳米比亚	8.3	8.8	7.8	7.5	7.9	...	12月
尼日利亚	9.6	9.9	12.4	14.7	16.3	...	12月
卢旺达	8.9	10.1	9.4	9.2	...	...	4月
塞内加尔	7.8	7.7	7.6	8.3	10.4	...	12月
塞拉利昂	21.1	22.5	20.0	16.9	17.7	...	12月
南非	8.0	8.2	7.9	7.9	7.9	...	12月
斯威士兰	13.7	22.4	22.9	...	...	...	12月
乌干达	8.6	10.3	10.3	10.9	10.3	...	12月
其他							
澳大利亚 ¹⁶	5.2	5.1	5.2	4.9	4.6	4.1	3月
加拿大	4.7	4.4	4.4	5.7	5.5	5.3	3月
日本 ¹⁸	3.9	4.2	4.9	5.3	5.0	4.3	3月
美国 ¹⁹	9.2	10.3	10.3	10.5	10.3	10.2	3月

资料来源：各国当局和基金组织工作人员的估计。

注：由于各国的会计、税收和监管体系不同，各国的金融稳健数据不具严格意义上的可比性。

1. 银行部门不包括离岸银行。
2. 资产总额包括或有资产。
3. 所有存款吸取机构。
4. 普通注册银行。
5. 数据不包括国有抵押贷款银行。
6. 自有资金总额。
7. 资本定义为银行股东的股本和外资银行分支机构从总部获得的资金。
8. 统计数据自2003年起中断。
9. 统计数据在2007年中断。
10. 非汇总数据，2004年以后采用IFRS。

11. 商业银行和六家最大的储蓄银行（由于两家银行合并，2006年起为五家最大的储蓄银行）。

12. 2005年和2006年的数据是那些已经采纳国际会计准则的抽样机构的数据，其数据占通常考虑的总量数据的比例约为87%（截至2004年12月）。

13. 会计基础，为合并数据。

14. 为四家最大型银行集团的数据。

15. 银行机构（政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行、城市信用社、农村信用社、邮政储蓄、外资银行和非银行金融机构）。

16. 一级资本与总资产的比率。

17. 2002-2003财年一级资本与总资产的比率。

18. 为财年年底，即下一个日历年度3月的数据；所有银行。

19. 所有由联邦存款保险公司保险的机构。

表24. 银行不良贷款与全部贷款的比率

(百分比)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	最新
拉丁美洲							
阿根廷	17.7	10.7	5.2	3.4	2.7	2.8	5月
玻利维亚	16.7	14.0	11.3	8.7	5.6	5.4	5月
巴西	4.1	2.9	3.5	3.5	3.0	2.9	3月
智利	1.6	1.2	0.9	0.8	0.8	0.9	5月
哥伦比亚	6.8	3.3	2.7	2.6	3.2	3.9	5月
哥斯达黎加 ¹	1.7	2.0	1.5	1.5	1.2	1.3	3月
多米尼加共和国	6.5	5.8	5.8	4.6	4.0	4.2	3月
厄瓜多尔	7.9	6.4	4.9	3.3	2.9	3.1	4月
萨尔瓦多 ²	2.8	2.4	2.0	1.9	2.1	2.5	5月
危地马拉	6.5	7.1	4.2	4.6	5.8	4.7	4月
墨西哥 ³	2.8	2.2	1.8	2.1	2.5	2.1	3月
巴拿马 ⁴	2.5	1.8	1.8	1.4	1.3	1.4	3月
巴拉圭	20.6	10.8	6.6	3.3	1.3	1.3	4月
秘鲁	5.8	3.7	2.1	1.6	1.3	1.3	5月
乌拉圭 ⁵	14.3	4.7	3.6	1.9	1.1	1.0	3月
委内瑞拉	7.7	2.8	1.2	1.1	1.2	1.7	5月
新兴欧洲							
阿尔巴尼亚	4.6	4.2	2.3	3.1	3.4	3.9	3月
白俄罗斯	3.7	2.8	1.9	1.2	0.7	...	12月
波斯尼亚和黑塞哥维那	8.4	6.1	5.3	4.0	3.0	3.1	3月
保加利亚	3.2	2.0	2.2	2.2	2.1	2.1	3月
克罗地亚	8.9	7.5	6.2	5.2	4.8	4.8	3月
捷克共和国	4.9	4.1	4.3	3.6	2.6	2.8	3月
爱沙尼亚	0.4	0.3	0.2	0.2	0.5	...	12月
匈牙利	2.6	2.7	2.5	2.5	2.4	...	12月
以色列	2.6	2.5	2.3	1.9	1.7	...	9月
拉脱维亚	1.4	1.1	0.7	0.4	0.4	0.5	3月
立陶宛 ⁶	2.4	2.2	0.6	1.0	1.0	...	12月
前南斯拉夫马其顿共和国 ⁷	22.1	17.0	15.0	11.2	9.1	...	9月
摩尔多瓦	6.4	6.9	5.3	4.4	3.7	...	12月
黑山共和国	...	5.2	5.3	2.9	3.2	3.0	3月
波兰	10.4	9.2	7.7	3.6	3.1	9.7	4月
罗马尼亚	8.3	8.1	8.3	7.9	9.7	9.7	4月
俄罗斯	5.0	3.8	3.2	2.6	2.5	2.4	3月
塞尔维亚 ⁸	24.1	22.2	23.8	4.1	3.8	4.8	3月
斯洛伐克	3.7	2.6	5.0	3.7	2.5	...	12月
斯洛文尼亚	3.7	3.0	2.5	2.5	...	...	12月
土耳其 ⁹	11.5	6.0	4.8	3.8	3.6	3.1	6月
乌克兰 ¹⁰	28.3	30.0	19.6	17.8	13.2	13.1	3月
西欧							
奥地利	3.0	2.7	2.6	2.1	...	...	12月
比利时 ¹¹	2.6	2.3	2.0	1.4	1.2	1.2	3月
丹麦 ¹²	1.5	1.1	0.8	0.6	...	...	12月
芬兰 ¹³	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	...	6月
法国 ¹⁴	4.8	4.2	3.5	3.0	2.7	...	12月
德国	5.2	4.9	4.0	3.4	...	...	12月
希腊	7.0	7.0	6.3	5.4	4.5	4.7	3月
冰岛 ¹⁵	2.1	0.9	1.1	0.8	...	...	12月
爱尔兰	0.9	0.8	0.7	0.7	...	...	12月
意大利 ¹⁶	6.7	6.6	6.2	5.1	4.8	...	12月
卢森堡	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	...	12月
马耳他	...	6.5	3.9	2.8	1.8	...	12月
荷兰	2.0	1.5	1.2	0.8	...	...	12月
挪威	1.7	1.1	0.8	0.6	0.6	0.6	3月
葡萄牙 ^{17,18}	2.4	2.0	1.5	1.2	0.8	...	12月
西班牙 ¹⁹	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7	1.1	4月
瑞典 ²⁰	1.2	0.9	0.7	0.6	0.5	...	12月
瑞士	1.3	0.9	0.5	0.3	...	...	12月
英国	2.5	1.9	1.0	0.9	0.9	...	12月

表24 (续)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	最新
亚洲							
孟加拉国	22.1	17.6	13.6	13.2	14.0	13.2	3月
中国 ²¹	20.4	12.8	9.8	7.5	6.7	...	12月
中国香港 ²²	3.9	2.3	1.4	1.3	0.9	0.8	3月
印度	8.8	7.2	5.2	3.3	2.5	2.8	3月
印度尼西亚 ²³	19.4	14.3	14.8	13.2	9.3	8.5	3月
韩国 ²⁴	2.6	1.9	1.2	0.8	0.7	0.8	3月
马来西亚	13.9	11.7	9.6	8.5	6.6	...	11月
菲律宾 ²⁵	16.1	14.4	10.3	7.5	5.8	...	12月
新加坡	6.7	5.0	3.8	2.8	1.8	...	9月
泰国	13.5	11.9	9.1	8.1	7.9	...	12月
中东和中亚							
亚美尼亚	5.4	2.1	1.9	2.5	2.4	4.0	3月
埃及	24.2	23.6	24.8	24.7	...	...	12月
格鲁吉亚	7.4	6.2	3.8	2.5	2.6	3.8	5月
约旦	15.5	10.3	6.6	4.3	4.1	...	6月
哈萨克斯坦 ²⁶	...	4.3	3.3	2.4	2.7	...	12月
科威特	6.1	5.3	5.0	3.9	3.2	...	9月
黎巴嫩	12.8	17.7	16.4	13.5	10.1	...	12月
摩洛哥	18.7	19.4	15.7	10.9	7.9	...	12月
阿曼	12.5	9.9	6.5	4.6	3.2	...	9月
巴基斯坦	17.0	11.6	8.9	6.9	8.4	...	3月
沙特阿拉伯 ²⁷	5.4	2.8	1.9	2.0	2.1	...	12月
突尼斯	24.0	23.7	20.9	19.0	17.3	...	12月
阿拉伯联合酋长国	14.3	12.5	8.3	6.3	...	...	12月
撒哈拉以南非洲							
加蓬	13.9	16.0	14.1	10.7	7.6	...	12月
加纳	18.3	16.3	13.0	7.9	6.4	8.7	12月
肯尼亚	34.9	29.3	25.6	21.3	22.7	...	12月
莱索托	...	1.0	2.0	2.0	3.0	...	3月
莫桑比克	14.4	6.4	3.8	3.3	2.6	...	12月
纳米比亚	3.9	2.4	2.3	2.6	2.8	...	12月
尼日利亚	20.5	21.6	18.1	8.8	8.4	...	12月
卢旺达	52.0	27.0	27.2	...	...	...	12月
塞内加尔	13.3	12.6	11.9	16.8	18.6	...	12月
塞拉利昂 ²⁸	7.4	12.1	20.9	26.8	31.7	...	12月
南非	2.4	1.8	1.5	1.1	1.4	...	12月
斯威士兰	2.0	3.0	2.0	4.0	4.0	...	6月
乌干达	7.3	2.2	2.3	3.0	4.1	...	12月
其他							
澳大利亚 ²⁹	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	3月
加拿大	1.2	0.7	0.5	0.4	0.7	0.9	3月
日本 ³⁰	5.2	2.9	1.8	1.5	1.5	1.4	3月
美国 ³¹	1.1	0.8	0.7	0.8	1.4	1.7	3月

资料来源：各国当局和基金组织工作人员的估计。

注：由于各国的会计、税收和监管体系不同，各国的金融稳健数据不具严格意义上的可比性。

1. 银行部门不包括离岸银行。
2. 基于逾期贷款的官方定义。
3. 商业银行。
4. 银行系统。
5. 数据不包括国有抵押贷款银行。
6. 自2005年年底起，不良贷款是指逾期60天以上的贷款。截至2004年，定义为归为“次级”、“可疑”和“损失”类贷款的贷款。
7. 只包括对非金融部门的贷款。
8. 从2006年起，统计数据中断。2006年之前，归为C、D和E风险类别的资产，逾期超过90天的贷款。
9. 统计数据在2007年中断。
10. 2003年不良贷款增加是由于修改官方定义所致。
11. 截至2005年，为非汇总数据；从2006年起为汇总数据。

表24 (续完)

12. 累计减值亏损占贷款、担保和减值亏损的比例。
13. 准备金净值。
14. 可疑债务总额。统计数据在2006年中断。
15. 商业银行和六家最大的储蓄银行。2005年和2006年为最大银行的数据。
16. 银行集团。2002年至2004年，不良贷款只包括次级贷款和呆账。2005年至2007年的数据还包括逾期180天以上的贷款。
17. 2005年和2006年的数据是那些已采纳国际会计准则的抽样机构的数据，其数据占通常考虑的总量数据的比例约为87% (截至2004年12月)。
18. 汇总数据。不良贷款定义为逾期消费者信贷。
19. 对其他居民部门的可疑风险与对其他居民部门贷款总额之比。
20. 四家大型银行集团的数据。
21. 主要商业银行 (国有商业银行和股份制商业银行)。
22. 被定义为“次级”、“可疑”和“损失”的贷款。
23. 折中的资产比率；包括报告的16家最大银行不良贷款、重组贷款和罚没资产。与表中的其他指标不直接可比。自2005年起，比率是基于15家大银行截至2005年12月的财务数据。
24. 归类为“次级”或次级以下的贷款。
25. 数据不包括IBL。
26. 逾期超过60天的贷款和其他合格的贷款。
27. 总的不良贷款与净贷款的比率。
28. 统计数据在2006年中断。
29. 所损失的资产与总资产的比率。不包括有抵押担保的拖欠贷款。
30. 为财年年底，即下一个日历年度3月的数据；主要银行。
31. 所有由联邦存款保险公司保险的机构。

表25. 银行准备金与不良贷款的比率

(百分比)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	最新
拉丁美洲							
阿根廷	79.2	102.9	124.5	129.9	129.6	122.3	5月
玻利维亚	74.0	84.3	81.1	90.7	92.6	93.0	5月
巴西	171.8	214.5	179.8	179.9	181.8	181.7	3月
智利	130.9	165.5	177.6	198.5	210.4	187.5	5月
哥伦比亚	98.1	149.7	166.9	153.6	134.5	120.2	5月
哥斯达黎加 ¹	145.9	122.6	153.0	162.2	144.0	140.8	3月
多米尼加共和国	65.6	112.9	123.5	142.0	134.5	128.3	3月
厄瓜多尔	127.3	119.0	143.7	182.7	169.8	180.1	4月
萨尔瓦多	129.8	132.3	126.7	116.4	120.0	104.7	5月
危地马拉	...	...	43.2	39.6	42.7	59.1	4月
墨西哥	167.1	201.8	232.1	207.4	169.2	184.0	3月
巴拿马 ²	150.3	149.4	116.2	128.5	143.1	128.9	3月
巴拉圭	54.8	54.6	57.7	59.1	78.2	86.3	4月
秘鲁	67.1	68.7	80.3	100.3	131.6	139.4	5月
乌拉圭 ³	91.4	106.8	118.8	218.6	93.3	...	12月
委内瑞拉	103.7	130.2	196.3	229.1	175.7	135.4	5月
新兴欧洲							
阿尔巴尼亚	...	...	...	...	...	...
白俄罗斯	29.9	32.4	48.4	51.3	58.9	...	11月
波斯尼亚和黑塞哥维那	...	...	...	...	...	...
保加利亚 ⁴	50.0	48.5	45.3	47.6	...	...	9月
克罗地亚	60.6	62.3	60.0	61.5	59.2	57.5	3月
捷克共和国 ⁵	76.7	69.4	63.2	58.5	56.4	...	9月
爱沙尼亚	214.5	276.9	215.0	153.6	...	...	11月
匈牙利	47.3	51.3	54.4	53.9	58.1	...	12月
以色列	...	...	...	...	...	...
拉脱维亚	89.4	99.1	98.8	116.6	129.8	120.4	3月
立陶宛	...	...	...	...	...	...
前南斯拉夫马其顿共和国	...	...	...	...	...	...
摩尔多瓦	92.3	84.1	95.6	128.8	105.3	...	12月
黑山共和国	...	77.3	67.4	78.8	73.6	85.3	3月
波兰	53.4	61.3	61.6	57.8	...	...	9月
罗马尼亚 ⁶	12.6	16.1	14.4	18.2	25.3	29.1	4月
俄罗斯 ⁷	118.0	139.5	156.3	159.3	144.0	145.8	3月
塞尔维亚	54.0	58.9	47.8	...	...	...	9月
斯洛伐克共和国	85.8	86.4	85.1	105.9	95.1	...	12月
斯洛文尼亚	81.0	80.1	80.6	84.3	...	...	12月
土耳其 ⁸	88.6	88.1	89.8	90.8	88.4	84.4	6月
乌克兰	22.3	21.1	25.0	23.1	26.3	26.7	3月
西欧							
奥地利 ⁹	68.0	70.8	71.5	75.3	...	...	12月
比利时 ¹⁰	52.8	54.2	51.6	52.6	47.5	47.9	3月
丹麦	63.0	66.0	75.7	...	...	...	12月
芬兰	77.7	78.5	85.8	...	...	...	12月
法国 ¹¹	59.6	61.3	63.8	62.9	61.4	...	12月
德国	...	...	...	...	...	...
希腊	49.9	51.4	61.9	60.9	...	...	6月
冰岛 ^{12,21}	77.5	80.9	112.9	99.6	84.1	...	12月
爱尔兰	96.8	85.4	73.5	56.3	...	...	12月
意大利 ¹³	...	...	...	46.0	49.5	...	12月
卢森堡	...	...	...	...	...	...
马耳他	...	...	...	...	...	...
荷兰 ¹²	73.8	69.2	65.5	56.0	...	...	12月
挪威 ¹²	59.0	66.1	52.5	52.9	...	...	12月
葡萄牙 ^{14,15}	73.0	83.4	79.0	83.9	75.7	...	12月
西班牙 ¹⁶	231.5	289.0	235.7	255.1	204.8	144.1	4月
瑞典 ¹⁷	73.9	78.9	84.7	78.5	79.9	...	12月
瑞士	89.9	90.9	116.0	122.6	...	...	12月
英国 ¹²	69.8	61.5	54.0	54.6	...	...	12月
亚洲							
孟加拉国	18.3	18.9	25.3	26.3	42.3	43.4	3月
中国 ¹⁸	...	...	...	...	39.2	...	12月
中国香港	...	...	...	...	...	...
印度	46.4	56.6	60.3	58.9	...	...	3月
印度尼西亚	146.5	158.7	82.2	99.7	120.5	122.4	9月

表25 (续完)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	最新
亚洲 (续)							
韩国	84.0	104.5	131.4	175.2	199.1	183.8	3月
马来西亚	38.9	41.0	45.4	50.7	62.6	...	11月
菲律宾	51.5	58.0	73.8	75.0	81.5	...	12月
新加坡	64.9	73.6	78.7	89.5	105.9	...	9月
泰国	72.8	79.8	83.7	82.7	86.5	...	12月
中东和中亚							
亚美尼亚	34.3	77.0	70.7	64.3	66.6	43.9	3月
埃及	57.0	60.2	61.5	68.2	...	...	12月
格鲁吉亚	48.1	64.2	55.6	50.9	49.7	60.1	5月
约旦 ¹⁹	51.9	63.8	78.4	80.0	67.8	...	6月
哈萨克斯坦 ²⁰	...	64.4	104.9	102.7	60.2	...	12月
科威特	77.7	82.5	107.2	100.6	92.0	...	9月
黎巴嫩	...	57.3	64.1	72.4	78.1	...	12月
摩洛哥	54.9	59.3	67.1	71.2	75.2	...	12月
阿曼	59.8	75.3	72.7	102.8	112.8	...	9月
巴基斯坦	63.9	71.6	76.8	79.0	71.7	...	9月
沙特阿拉伯	128.2	175.4	202.8	182.3	142.9	...	12月
突尼斯	43.1	45.8	47.4	49.2	53.8	...	12月
阿拉伯联合酋长国	88.5	94.6	95.7	98.2	...	...	12月
撒哈拉以南非洲							
加蓬	53.9	53.6	55.5	57.4	59.8	...	12月
加纳	...	...	...	...	...	...
肯尼亚	79.2	102.9	115.6	115.6	...	...	9月
莱索托	...	...	...	...	...	...
莫桑比克	...	...	...	...	...	...
纳米比亚	...	95.2	85.3	90.3	77.2	...	12月
尼日利亚	76.4	96.2	81.0	59.5	...	...	12月
卢旺达	58.4	60.2	56.7	...	...	...	12月
塞内加尔	75.3	75.7	75.4	52.0	53.8	...	12月
塞拉利昂 ²¹	65.0	56.6	44.2	73.6	65.9	...	12月
南非	54.2	61.3	64.3	...	...	...	12月
斯威士兰	...	...	...	...	...	...
乌干达	76.5	97.8	103.8	74.4	69.3	...	6月
其他							
澳大利亚	131.8	182.9	203.0	202.5	183.7	128.6	3月
加拿大	43.5	47.7	49.3	55.3	42.1	36.7	3月
日本 ²²	25.5	29.9	31.2	28.1	28.8	26.4	3月
美国 ²³	140.4	168.1	155.0	135.0	93.1	88.9	3月

资料来源：各国当局和基金组织工作人员的估计。

注：由于各国的会计、税收和监管体系不同，各国的金融稳健数据不具严格意义上的可比性。

1. 银行部门不包括离岸银行。
2. 普通注册银行。
3. 数据不包括国有抵押贷款银行。
4. 非标准贷款的准备金。
5. 单独估算金融资产的备抵金除分类为“损失”、“可疑”和“次级”投资组合应收款。
6. 不良贷款反映的是未经调整的对“损失”、“可疑”和“次级”贷款的风险暴露。由于罗马尼亚采用较保守的贷款分类标准和准备金要求，因此，在信贷快速增长的形势下，不良贷款水平稳步提高。
7. 2004年采用新的定义；与前些年的数据不具严格意义上的可比性。
8. 统计数据在2007年中断。
9. 2006年的数据只涉及其中两家最大的银行；与以往年度的数据不具严格意义上的可比性。

10. 截至2005年为非汇总数据；从2006年起为汇总数据。

11. 有准备金的可疑客户贷款。
12. 大型银行集团的数据。
13. 银行集团。
14. 2005年和2006年的数据是那些已经采纳国际会计准则的抽样机构的数据，其数据占通常考虑的总量数据的比例约为87%（截至2004年12月）。
15. 汇总数据。不良贷款定义为逾期客户信贷。
16. 可疑风险津贴和准备金。
17. 四家大型银行集团的数据。
18. 主要商业银行。
19. 扣除暂记利息的特定分类贷款的准备金。
20. 特定分类贷款的准备金
21. 统计数据在2006年中断。
22. 财年年底，即下一个日历年度3月的数据；包括所有银行的不良贷款准备金。
23. 所有由联邦存款保险公司保险的机构。

表26. 银行资产回报率

(百分比)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	最新
拉丁美洲							
阿根廷	-3.0	-0.5	0.9	1.9	1.5	1.7	5月
玻利维亚	0.3	-0.1	0.7	1.3	1.9	1.5	5月
巴西 ¹	2.0	2.2	2.9	2.7	2.9	2.8	3月
智利	1.3	1.2	1.3	1.3	1.1	1.1	5月
哥伦比亚	1.9	2.7	2.7	2.5	2.3	2.7	5月
哥斯达黎加 ^{1,2}	1.9	1.7	2.1	2.0	1.5	1.2	3月
多米尼加共和国	2.1	2.3	2.1	2.2	2.6	2.6	3月
厄瓜多尔	1.1	1.2	1.5	2.0	1.9	2.3	4月
萨尔瓦多	1.1	1.0	1.2	1.5	1.2	1.5	5月
危地马拉	1.1	1.3	1.6	1.2	1.6	1.5	4月
墨西哥 ^{1,3}	1.6	1.8	2.7	3.1	2.8	2.9	3月
巴拿马 ^{1,4}	2.1	2.3	2.1	1.7	2.0	2.8	5月
巴拉圭 ¹	0.4	1.7	2.1	3.0	2.8	3.5	4月
秘鲁	1.1	1.2	2.2	2.2	2.5	2.6	5月
乌拉圭 ⁵	-1.1	-0.1	0.7	1.2	2.8	1.0	3月
委内瑞拉	6.2	5.9	3.7	3.0	2.6	2.5	5月
新兴欧洲							
阿尔巴尼亚	1.2	1.3	1.4	1.4	1.6	1.3	3月
白俄罗斯	1.5	1.5	1.3	1.7	2.3	...	12月
波斯尼亚和黑塞哥维那	0.4	0.7	0.7	0.9	0.9	0.2	3月
保加利亚	2.4	2.1	2.1	2.2	2.4	2.5	3月
克罗地亚	1.6	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6	3月
捷克共和国	1.2	1.3	1.4	1.2	1.3	1.4	3月
爱沙尼亚 ¹	1.7	2.1	2.0	1.7	2.6	...	12月
匈牙利	1.5	2.0	2.0	1.8	1.4	...	12月
以色列	0.7	1.0	1.1	1.0	1.3	...	9月
拉脱维亚	1.4	1.7	2.1	2.1	2.0	1.6	3月
立陶宛 ⁶	1.2	1.3	1.1	1.5	2.0	...	12月
前南斯拉夫马其顿共和国 ⁷	0.5	0.6	1.2	1.8	2.0	...	9月
摩尔多瓦	4.4	3.7	3.2	3.4	3.9	4.2	5月
黑山共和国	...	-0.3	0.8	1.1	0.7	0.2	3月
波兰	0.5	1.4	1.6	1.7	1.8	...	9月
罗马尼亚 ⁸	2.7	2.5	1.9	1.7	1.3	1.5	3月
俄罗斯 ⁹	2.6	2.9	3.2	3.2	3.0	0.7	3月
塞尔维亚	-0.3	-1.2	1.1	1.7	1.7	2.7	3月
斯洛伐克共和国	1.2	1.2	1.2	1.3	1.1	...	12月
斯洛文尼亚 ¹⁰	1.0	1.1	1.0	1.3	...	...	12月
土耳其 ¹¹	2.3	2.3	1.7	2.5	2.6	2.3	6月
乌克兰	1.0	1.1	1.3	1.6	1.5	1.4	3月
西欧							
奥地利 ¹²	0.3	0.6	0.6	0.7	0.7	...	9月
比利时 ¹³	0.5	0.6	0.7	0.7	0.4	...	12月
丹麦	0.9	0.9	1.0	1.0	...	...	12月
芬兰	0.7	0.8	0.9	1.0	...	...	12月
法国	0.4	0.5	0.6	0.7	0.4	...	12月
德国	-0.1	0.1	0.3	0.3	...	...	12月
希腊	0.6	0.4	0.9	0.8	1.0	0.7	3月
冰岛	1.3	1.8	2.3	2.6	1.5	...	12月
爱尔兰 ¹	0.9	1.1	0.8	0.8	...	...	12月
意大利	0.5	0.6	0.7	0.8	0.7	...	12月
卢森堡 ¹⁴	0.6	0.7	0.7	0.9	0.9	...	12月
马耳他	...	1.3	1.4	1.1	1.0	...	12月
荷兰	0.5	0.4	0.4	0.4	0.6	...	12月
挪威	0.6	0.9	0.9	0.8	...	...	12月
葡萄牙 ¹⁵	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	...	12月
西班牙	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1	...	12月
瑞典 ¹⁶	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	3月
瑞士 ¹⁴	0.7	0.8	0.9	0.9	...	...	12月
英国 ¹	0.6	0.7	0.8	0.5	0.4	...	12月
亚洲							
孟加拉国	0.5	0.7	0.6	0.8	0.9	...	12月
中国 ¹⁷	0.3	0.5	0.6	0.7	1.0	...	6月
中国香港 ¹⁸	1.9	1.7	1.7	1.7	1.9	2.0	3月

表26 (续完)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	最新
亚洲 (续)							
印度	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	3月
印度尼西亚 ¹	2.6	3.5	2.5	2.6	2.8	2.7	3月
韩国 ¹⁹	0.2	0.9	1.3	1.1	1.1	0.9	3月
马来西亚 ¹	1.3	1.4	1.4	1.3	1.5	...	12月
菲律宾 ¹	1.1	0.9	1.1	1.3	1.4	...	12月
新加坡	1.0	1.2	1.2	1.4	1.4	...	9月
泰国	0.6	1.2	1.4	0.8	0.1	...	12月
中东和中亚							
亚美尼亚 ¹	2.7	3.2	3.1	3.6	2.9	3.0	3月
埃及	0.5	0.6	0.5	0.9	0.8	...	9月
格鲁吉亚 ¹	3.9	1.9	3.0	2.7	1.9	1.6	5月
约旦	0.7	1.1	2.0	1.7	1.6	...	12月
哈萨克斯坦 ¹	2.0	1.2	1.6	1.4	2.2	...	12月
科威特	2.0	2.5	3.0	3.2	3.4	...	9月
黎巴嫩	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0	...	12月
摩洛哥	-0.2	0.8	0.5	1.3	1.5	...	12月
阿曼	0.3	1.9	2.7	2.7	...	...	12月
巴基斯坦 ¹	1.9	1.8	2.8	3.1	3.0	...	9月
沙特阿拉伯 ¹	2.2	2.5	3.4	4.0	2.8	...	12月
突尼斯	0.6	0.4	0.5	0.7	0.9	...	12月
阿拉伯联合酋长国	2.3	2.1	2.7	2.2	2.0	2.2	3月
撒哈拉以南非洲							
加蓬	0.7	2.8	2.6	2.5	...	...	12月
加纳 ¹	6.2	5.8	4.6	4.8	3.7	3.6	12月
肯尼亚	2.3	2.1	1.0	2.8	3.2	...	12月
莱索托	...	3.0	2.0	2.0	1.0	...	3月
莫桑比克	1.2	1.4	1.8	3.5	3.5	...	12月
纳米比亚	3.6	2.1	3.5	1.5	3.5	...	12月
尼日利亚	1.7	3.1	0.9	1.6	2.2	...	12月
卢旺达	1.4	2.2	1.5	...	...	...	12月
塞内加尔	1.8	1.8	1.6	1.6	...	...	12月
塞拉利昂	10.5	9.7	7.9	5.8	3.1	...	12月
南非	0.8	1.3	1.2	1.4	1.4	...	12月
斯威士兰	4.0	3.0	3.0	6.0	3.0	...	6月
乌干达	4.5	4.3	3.6	3.4	3.9	...	12月
其他							
澳大利亚 ²⁰	1.6	1.1	1.0	1.0	1.0	...	12月
加拿大	0.7	0.8	0.7	1.0	0.9	0.3	3月
日本 ²¹	-0.1	0.2	0.5	0.4	0.2	0.3	3月
美国 ²²	1.4	1.3	1.3	1.3	0.8	0.6	3月

资料来源：各国当局和基金组织工作人员的估计。

注：由于各国的会计、税收和监管体系不同，各国的金融稳健数据不具严格意义上的可比性。

1. 税前数据。
2. 银行部门不包括离岸银行。
3. 商业银行。
4. 普通注册银行。
5. 数据不包括国有抵押贷款银行。
6. 扣除特殊项目和税收前的净收入与平均资本总额的比率。
7. 就潜在贷款损失未分配的准备金进行调整。
8. 统计数据自2003年起中断。
9. 没有按年度计算。
10. 扣除特殊项目和税收前的净收入。
11. 统计数据在2007年中断。
12. 自2004年起，为汇总数据。

13. 毛利。

14. 扣除准备金和税收前的收入与总资产的比率。

15. 2005年和2006年的数据是那些已采纳国际会计准则的抽样机构的数据，其数据占通常考虑的总量数据的比例约为87%（截至2004年12月）。

16. 四家大型银行集团的数据。资产为四个季度的移动平均数。利润为四个季度的累计数并经过调整。

17. 2007年的数据为净收入与期末资产之比。

18. 净息差，与表中的其他指标不可比。

19. 不包括出售股本获得的收益。

20. 截至2003年为毛利润；从2004年起为资产的回报（税后）。

21. 为财年年底，即下一个日历年度3月的数据；所有银行。比率中的分母是期末总资产。

22. 所有由联邦存款保险公司保险的机构。

表27. 银行股权回报率

(百分比)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	最新
拉丁美洲							
阿根廷	-22.7	-4.2	7.0	14.3	9.0	14.1	5月
玻利维亚	2.8	-1.2	6.4	13.3	21.2	18.2	5月
巴西 ¹	21.1	22.1	29.5	27.3	28.9	29.4	3月
智利	16.7	16.7	17.9	18.6	16.2	15.7	5月
哥伦比亚	17.1	23.0	22.1	20.2	20.9	25.7	5月
哥斯达黎加 ^{1,2}	17.2	16.7	20.1	18.7	13.4	11.3	3月
多米尼加共和国	20.6	25.4	22.4	21.7	28.0	27.7	3月
厄瓜多尔	14.7	16.5	18.5	23.1	21.4	23.7	4月
萨尔瓦多	11.5	10.9	11.8	14.6	11.3	14.3	5月
危地马拉	12.2	14.0	19.1	15.1	16.9	12.9	3月
墨西哥 ^{1,3}	16.1	17.2	24.4	26.2	19.9	21.1	3月
巴拿马 ⁴	16.9	16.7	15.7	13.3	15.7	20.9	3月
巴拉圭 ¹	4.5	18.3	22.6	31.7	34.7	37.7	4月
秘鲁	10.7	11.6	22.2	23.9	27.9	28.2	5月
乌拉圭 ⁵	-15.3	-0.9	7.6	12.7	27.7	33.9	3月
委内瑞拉	44.0	45.2	32.2	31.6	32.4	30.8	5月
新兴欧洲							
阿尔巴尼亚	19.5	21.1	22.2	20.2	20.7	16.3	3月
白俄罗斯	8.4	7.8	6.8	9.6	13.8	...	12月
波斯尼亚和黑塞哥维那	3.4	5.8	6.2	8.5	8.9	2.0	3月
保加利亚	22.7	19.6	21.4	25.0	24.8	28.6	3月
克罗地亚	14.1	16.1	15.1	13.0	11.1	10.0	3月
捷克共和国	23.8	23.3	25.2	22.5	24.5	26.0	3月
爱沙尼亚	14.1	20.0	21.0	19.8	30.0	...	12月
匈牙利	19.3	25.3	24.7	24.0	18.1	...	12月
以色列	14.1	17.9	19.4	17.6	22.0	...	9月
拉脱维亚	16.7	21.4	27.1	25.6	24.2	19.5	3月
立陶宛 ⁶	11.8	13.5	13.8	21.4	27.2	...	12月
前南斯拉夫马其顿共和国 ⁷	2.3	3.1	7.5	12.3	15.8	...	9月
摩尔多瓦	19.7	17.8	15.4	20.5	24.2	24.5	5月
黑山共和国	...	-1.4	5.3	6.8	6.2	2.6	3月
波兰	5.8	17.1	20.7	21.9	23.7	...	9月
罗马尼亚	20.0	19.3	15.4	13.6	11.5	15.4	3月
俄罗斯 ⁸	17.8	20.3	24.2	26.3	22.7	4.8	3月
塞尔维亚	-1.2	-5.3	6.7	10.0	10.2	15.3	3月
斯洛伐克共和国 ⁹	10.8	11.9	16.9	16.6	16.6	...	12月
斯洛文尼亚 ¹⁰	11.9	12.5	13.8	15.1	...	...	12月
土耳其 ¹¹	16.0	16.4	11.8	19.8	19.6	19.5	6月
乌克兰	7.6	8.4	10.4	13.5	12.7	11.4	3月
西欧							
奥地利 ¹²	7.0	14.8	14.8	16.9	16.8	...	9月
比利时	13.6	15.8	18.5	22.4	13.2	...	12月
丹麦	15.4	13.7	16.3	17.1	...	...	12月
芬兰	11.3	12.4	10.1	11.1	15.6	...	6月
法国	8.5	10.6	11.8	15.5	9.8	...	12月
德国	-1.5	1.9	9.2	7.5	...	...	12月
希腊	8.9	6.4	15.9	12.8	14.8	11.2	3月
冰岛 ¹³	22.1	30.9	41.7	39.1	22.4	...	12月
爱尔兰 ¹	17.8	20.7	19.6	19.1	...	...	12月
意大利	7.4	9.3	9.7	11.4	9.7	...	12月
卢森堡 ¹⁴	34.9	39.8	37.8	55.6	47.0	...	12月
马耳他	...	13.2	14.3	11.7	10.7	...	12月
荷兰	14.8	16.8	15.4	15.4	18.7	...	12月
挪威	9.6	14.6	18.0	15.7	15.9	8.3	3月
葡萄牙 ¹⁵	13.9	12.8	16.8	16.9	15.2	...	12月
西班牙	13.2	14.1	16.9	19.9	19.9	...	12月
瑞典 ¹⁶	12.3	14.6	17.4	18.0	17.0	15.9	3月
瑞士 ¹⁷	11.7	14.3	18.0	17.7	...	...	12月
英国 ¹	8.6	10.9	11.8	8.9	6.2	...	12月
亚洲							
孟加拉国	9.8	13.0	12.4	14.1	13.8	...	12月
中国 ¹⁸	...	13.7	15.1	14.8	19.9	...	6月
中国香港 ¹⁹	17.8	20.3	19.1	...	...	...	12月

表27 (续完)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	最新
亚洲 (续)							
印度	18.8	20.8	13.3	12.7	...	...	3月
印度尼西亚	...	22.9	16.5	16.4	17.7	19.2	3月
韩国	3.4	15.2	18.4	14.6	14.6	...	12月
马来西亚 ¹	15.6	16.7	16.7	16.2	19.7	...	12月
菲律宾	8.5	7.1	8.7	10.6	11.8	...	12月
新加坡	8.7	11.6	11.2	13.7	13.4	...	9月
泰国	10.3	16.8	14.2	8.8	7.3	...	12月
中东和中亚							
亚美尼亚 ¹	14.4	18.4	15.5	15.9	14.9	13.0	3月
埃及	9.8	10.6	9.6	17.4	14.3	...	9月
格鲁吉亚 ¹	15.0	7.9	15.1	15.7	9.7	7.3	5月
约旦	...	13.1	20.9	15.0	12.6	...	6月
哈萨克斯坦	14.2	11.5	16.6	14.6	18.2	...	12月
科威特	18.6	20.9	22.9	27.1	28.1	...	9月
黎巴嫩	10.9	9.3	11.0	10.2	12.1	...	12月
摩洛哥	-2.0	10.9	6.3	17.4	20.6	...	12月
阿曼	1.7	12.9	16.6	18.1	...	...	12月
巴基斯坦 ¹	35.4	30.5	38.2	35.2	30.1	...	9月
沙特阿拉伯	22.7	24.3	28.5	30.5	...	...	12月
突尼斯	7.6	5.1	6.5	7.7	9.0	...	12月
阿拉伯联合酋长国	16.4	19.9	22.5	18.2	22.0	21.2	3月
撒哈拉以南非洲							
加蓬	5.7	21.3	21.1	23.5	...	...	12月
加纳 ¹	32.7	33.7	23.6	39.6	35.8	31.5	12月
肯尼亚	23.2	22.0	25.0	28.6	32.3	...	8月
莱索托	...	27.0	15.0	27.0	8.0	...	3月
莫桑比克	16.3	18.7	27.4	55.4	47.7	...	12月
纳米比亚	43.2	24.2	45.6	19.9	44.9	...	12月
尼日利亚	19.8	27.4	7.1	10.4	13.1	...	12月
卢旺达	31.1	21.6	16.5	...	...	...	12月
塞内加尔	22.1	17.6	15.8	14.6	...	...	12月
塞拉利昂 ²⁰	67.1	73.2	52.5	21.1	10.3	...	12月
南非	11.6	16.2	15.2	18.3	18.1	...	12月
斯威士兰	29.0	20.0	20.0	52.0	26.0	...	6月
乌干达	43.2	37.8	29.6	28.3	31.4	...	12月
其他							
澳大利亚 ²¹	24.2	16.0	14.7	16.8	18.1	...	12月
加拿大	14.7	16.7	14.9	20.9	16.1	6.3	3月
日本 ²²	-2.7	4.1	11.3	8.5	3.2	6.1	3月
美国 ²³	15.0	13.2	12.7	12.3	7.8	5.7	3月

资料来源：各国当局和基金组织工作人员的估计。

注：由于各国的会计、税收和监管体系不同，各国的金融稳健数据不具严格意义上的可比性。

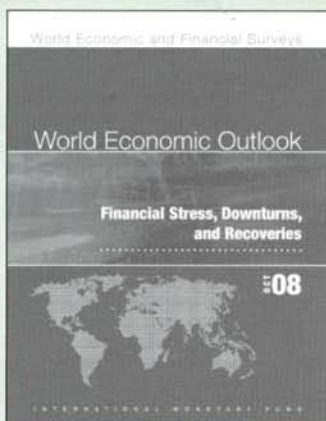
1. 税前数据。
2. 银行部门不包括离岸银行。
3. 商业银行。
4. 普通注册银行。
5. 数据不包括国有抵押贷款银行。
6. 该资本为银行股东的股权和外资银行分支机构从总部获得的资金。扣除特殊项目和税收前的净收入。
7. 就潜在贷款损失未分配的准备金进行调整。
8. 没有按年度计算。
9. 2007年的数据没有包括分支机构。
10. 扣除特殊项目和税收前的净收入。
11. 统计数据在2007年中断。
12. 自2004年起，为汇总数据。
13. 商业银行和六大储蓄银行（从2006年起，由于两家银

行的合并，变为五大储蓄银行）。

14. 税后收入净值与投入资本的比率。
15. 2005年和2006年的数据是那些已采纳国际会计准则的抽样机构的数据，其数据占通常考虑的总量数据的比例约为87%（截至2004年12月）。
16. 四家大型银行集团的数据。
17. 毛利润。
18. 2007年的数字为净收入与期末股权的比率。
19. 2005年数字为国内汇总数据。与以前年份的数据没有严格意义的可比性。
20. 统计数据在2006年中断。
21. 截至2003年为毛利润；从2004年起为股权的回报（税后）。
22. 为财年年底，即下一个日历年度3月的数据；所有银行。比率中的分母是期末数据。
23. 所有由联邦存款保险公司保险的机构。

Expand Your Global Expertise

Learn more about the other financial reports available from the International Monetary Fund...



World Economic Outlook

A unique international exercise in information-gathering and analysis

An extraordinary confluence of global forces has kept the world economy strong in the past few years, but there are now numerous challenges to growth. The *World Economic Outlook* (WEO) presents the IMF's leading economists' analyses of global economic developments during the near and medium terms. It is a respected, one-stop, trusted resource offering remarkable insight, balance, and perspective to decision makers and policymakers worldwide.

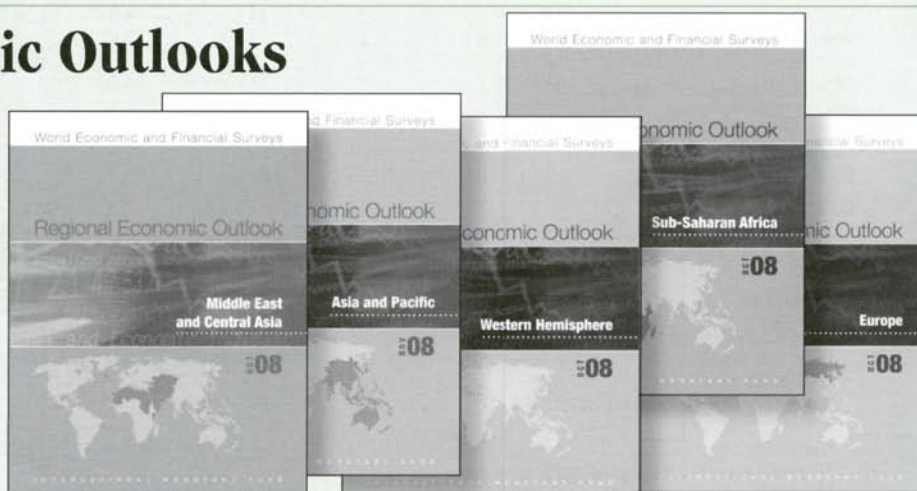
Published at least twice yearly, the *World Economic Outlook* presents the outlook for growth, inflation, trade, and other economic developments in a clear, practical format. Each WEO considers the issues affecting advanced and emerging economies. The analytical chapters provide the global intelligence required to deal with global interdependence. These analyses focus on pressing concerns or hotly debated issues, putting prospects for liquidity, inflation, and growth into context. The statistical appendix presents

historical data as well as projections and selected series from the *World Economic Outlook* database updated for each report. The October 2008 edition examines commodity prices and inflation, economic cycles in the aftermath of financial crises, the role of fiscal policy during downturns, and current account imbalances in emerging economies. Recent analytical chapters have examined climate change, the housing cycle, commodity prices, capital inflows, globalization and inequality, and the global business cycle.

Annual subscription: \$108. Paperback. Published twice yearly. ISSN: 0256-6877. **Stock# WEOSEA**

Regional Economic Outlooks

The briefing: Comprehensive biannual assessments of the outlook, key risks, and related policy challenges for Asia and the Pacific, Europe, the Middle East and Central Asia, Sub-Saharan Africa, and the Western Hemisphere



How do prudent economic policies help regions absorb potential shocks and spillovers from one economy to another? In this environment, when shifts within regions can be as significant as those occurring across regions, the IMF's five *Regional Economic Outlook* studies are more valuable than ever.

Each regional report drills down into specific regional economic and financial developments and trends — bringing the unique resources, experience, and perspective of the IMF to bear.

Recent economic developments and prospects for the region are discussed as a whole as well as for specific countries. The reports include key country data. Readers will find examination of specific regional issues and areas of pressing current concern in special chapters or in sidebars and boxes within the text.

These indispensable surveys of recent economic developments and prospects are the product of comprehensive intradepartmental reviews of economic developments that draw primarily on information the staff gathers through consultation with member countries in the context of surveillance and lending activities.

Individual copies of the *Regional Economic Outlook* are available at \$35 (academic rate: \$30).

For detailed information or to place an order, please go to www.imfbookstore.org or send an email to publications@imf.org.