

世 界 经 济 与 金 融 概 览

全球金融稳定报告

市场发展问题

2007年4月

国际货币基金组织语言服务部 译



中国金融出版社·北京
国际货币基金组织·华盛顿特区

Global Financial Stability Report (April 2007 issue)

Copyright©2007

International Monetary Fund

《全球金融稳定报告（2007年4月）》

英文版权©2007

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：古文君

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：市场发展与问题. 2007年4月 / 国际货币基金组织著；国际货币基金组织语言服务部译. —北京：中国金融出版社，2007.6

(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-4421-4

I. 全… II. ①国…②国… III. 金融市场—研究报告—世界—2007 IV. F831.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第082886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 北京卡乐富印刷有限公司

开本 215毫米×280毫米

印张 11.5

字数 317千

版次 2007年7月第1版

印次 2007年7月第1次印刷

定价 48.00元

ISBN 978-7-5049-4421-4/F.3981

如出现印装错误本社负责调换

目 录

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 前言 | viii |
| 概要 | ix |
| 第一章 评估全球金融风险 | 1 |
| 全球金融稳定图 | 1 |
| 美国次级抵押贷款市场恶化引致的外溢风险? | 3 |
| 何种因素在推动杠杆收购热潮? 此热潮是否危及稳定? | 8 |
| 为全球失衡进行债务融资的影响 | 12 |
| 在有利的外部环境下新兴市场的风险与挑战 | 14 |
| 全球金融市场是否盲目自满? | 19 |
| 关于减缓稳定性风险的政策 | 25 |
| 附录 1.1. 应用全球金融稳定图 | 30 |
| 附录 1.2. 成熟市场和新兴市场中的金融体系 | 38 |
| 附录 1.3. 信用衍生工具与结构性信用市场现状 | 41 |
| 附录 1.4. 对冲基金行业的发展趋势与监督 | 45 |
| 参考文献 | 50 |
| 第二章 国际投资者基础的变化及其对金融稳定的影响 | 51 |
| 资产积累及对跨境资本流动的影响 | 52 |
| 资产分配行为及其对资产价格的影响 | 61 |
| 对金融稳定的影响 | 64 |
| 结论和政策影响 | 75 |
| 参考文献 | 76 |
| 第三章 金融机构的全球化及其对金融稳定的影响 | 79 |
| 背景 | 79 |
| 机构全球化是如何影响稳定的 | 86 |
| 政策影响 | 94 |
| 跨境监管协调 | 95 |
| 参考文献 | 100 |

目 录

| | |
|-----|-----|
| 词汇表 | 104 |
|-----|-----|

| | |
|------------|-----|
| 附件 主席的总结发言 | 110 |
|------------|-----|

| | |
|------|-----|
| 统计附录 | 113 |
|------|-----|

专栏

| | |
|---|----|
| 专栏 1.1. 次级抵押证券化工具——资产支持证券 (ABS)、资产支持证券指数 (ABX) 和担保债务证券 (CDOs) | 7 |
| 专栏 1.2. 债券的流动: 债券需求量对利率和汇率变动的反应 | 16 |
| 专栏 1.3. 赞比亚: 案例研究 | 20 |
| 专栏 1.4. 对冲基金风险是否也已加剧? | 23 |
| 专栏 1.5. 2007 年 2-3 月市场调整的原因与影响 | 26 |
| 专栏 1.6. 固定比例债务证券 | 42 |
| 专栏 2.1. 外国直接投资 | 53 |
| 专栏 2.2. 从本国偏向转向“欧洲内部”偏向? | 56 |
| 专栏 2.3. 美国股票投资的本国偏向的演变 | 57 |
| 专栏 2.4. 国际可比双边统计的重要性 | 61 |
| 专栏 2.5. 资本外流的国别、地区和全球决定因素 | 70 |
| 专栏 2.6. 巴西通胀指数工具的流动性 | 74 |
| 专栏 3.1. 银行全球化对系统稳定性影响的一些证据 | 88 |
| 专栏 3.2. 对世界最大银行集团溢出风险的评价 | 91 |
| 专栏 3.3. 操作风险和经营的连续性 | 97 |
| 专栏 3.4. 带跨境因素的银行破产实例 | 98 |

表

| | |
|---|----|
| 表 1.1. 压力检验: 房价升值对于用次级抵押贷款作保的资产支持证券的影响 | 6 |
| 表 1.2. 外汇债券发行量与银行体系稳健性: 欧洲、中东和亚洲 (EMEA) 以及哈萨克斯坦和俄罗斯 | 18 |
| 表 1.3. 自 2006 年 9 月期《全球金融稳定报告》发表以来的风险和状况变化 | 30 |
| 表 1.4. 2005 年美国对冲基金固定收入交易量 | 46 |
| 表 2.1. 部分国家养老基金的资产分配 | 58 |
| 表 2.2. 部分国家官方外汇储备的积累 | 59 |
| 表 2.3. 最大的主权财富基金 | 60 |
| 表 2.4. 外国投资者持有的美国长期证券的分布情况 | 63 |
| 表 2.5. 储备积累对美国国库券收益的影响 | 63 |
| 表 2.6. 新兴市场外债收益率的决定因素 | 65 |
| 表 2.7. 资本流出的放开: 部分国家的近期情况 | 67 |

| | |
|--|----|
| 表 2.8. 部分新兴金融市场的表现, 2006 年 5 月 8 日至 6 月 23 日 | 69 |
| 表 3.1. 金融业的并购, 1996–2006 年 | 80 |
| 表 3.2. 按地区分的外国银行所有权 | 81 |
| 表 3.3. 90 家最大银行的跨境业务, 2005 年 | 81 |

图

| | |
|--|----|
| 图 1.1. 全球金融稳定图 | 3 |
| 图 1.2. 住房抵押贷款相关证券市场 | 3 |
| 图 1.3. 抵押贷款违约率 | 4 |
| 图 1.4. 按发放年份排列的次级抵押贷款 60 天内违约情况 | 4 |
| 图 1.5. 美国抵押贷款状况 | 5 |
| 图 1.6. 合成 (ABX) 和现金 (ABS) 次级 BBB 抵押贷款利差 | 5 |
| 图 1.7. 欧元区、日本与美国的公司利润情况 | 9 |
| 图 1.8. 经加权的资本平均成本以及债务资本比率 | 9 |
| 图 1.9. 非上市股本收购与杠杆贷款发行量 | 10 |
| 图 1.10. 美国公司及其收购杠杆 | 10 |
| 图 1.11. 美国公司债券与贷款发行量 | 11 |
| 图 1.12. 全球投机违约率 | 11 |
| 图 1.13. 美国经常账户逆差的融资来源 | 13 |
| 图 1.14. 外资净购入美国各类固定收入证券情况 | 13 |
| 图 1.15. 债券投资流量占 GDP 比率对利差上升一个百分点的反应: 第二阶段 (2002–2005 年) | 14 |
| 图 1.16. 新兴市场对外脆弱指标 | 14 |
| 图 1.17. 新兴市场外债发行量 | 15 |
| 图 1.18. 新兴市场信用质量指数 | 15 |
| 图 1.19. 新兴市场基金累积净流入量 | 17 |
| 图 1.20. 隐含波动性指数 | 19 |
| 图 1.21. 波动性与美国商业周期 | 21 |
| 图 1.22. 外汇套利交易的回报率与波动性 | 21 |
| 图 1.23. 机构投资者货币头寸 | 22 |
| 图 1.24. 日本国际资本流量 | 22 |
| 图 1.25. 银行贷款意愿与公司违约率 | 24 |
| 图 1.26. 外汇市场上“尾端风险”的相对价格 | 24 |
| 图 1.27. 各类资产与 S&P 500 和广泛市场波动的相关性 | 25 |
| 图 1.28. 波动性冲击对主权债券利差的影响 | 25 |
| 图 1.29. 美国、日本和欧元区短期实际利率 | 31 |
| 图 1.30. 美国、日本和欧元区住户和公司的剩余流动性 | 31 |
| 图 1.31. Goldman Sachs 全球金融状况指数 | 32 |
| 图 1.32. 存于纽约联邦储备银行的储备 | 32 |

| | |
|--|----|
| 图 1.33. Merrill Lynch 基金经理关于风险偏好问题的调查 | 33 |
| 图 1.34. State Street 投资者信心指数 | 33 |
| 图 1.35. 新兴市场债券和股票基金的资金流入情况 | 34 |
| 图 1.36. Goldman Sachs 风险回避指数 | 34 |
| 图 1.37. 美国、日本和欧元区平均经济信心指标 | 34 |
| 图 1.38. Dresdner Kleinwort 全球经济活动意外指数 | 34 |
| 图 1.39. 全球新兴市场债券利差：实际利差与基本模型估算利差 | 35 |
| 图 1.40. 新兴市场信用质量：信用评级净变动 | 35 |
| 图 1.41. 新兴市场国家通货膨胀中位波动性 | 36 |
| 图 1.42. JPMorgan 新兴市场外汇隐含波动性指数 | 36 |
| 图 1.43. Merrill Lynch 全球高收益指数利差 | 37 |
| 图 1.44. CCC 级或 CCC 级以下公司债券在 Merrill Lynch 全球高收益指数中所占份额 | 37 |
| 图 1.45. Moody's 全球投机级违约率 | 37 |
| 图 1.46. 一些大型复杂金融机构组合证券的多重违约概率 | 37 |
| 图 1.47. 对冲基金市场敏感度指标 | 38 |
| 图 1.48. 美国期货市场平均净投机头寸 | 38 |
| 图 1.49. 综合波动性指数 | 39 |
| 图 1.50. 一些组合证券的多重违约概率 | 39 |
| 图 1.51. 全球信用衍生工具总量 | 41 |
| 图 1.52. 全球资产支持证券、抵押支持证券和担保债务证券发行量 | 41 |
| 图 1.53. 全球对冲基金 | 45 |
| 图 1.54. 按资金来源地排列的全球对冲基金状况 | 45 |
| 图 1.55. 2005 年按投资者类别排列的对冲基金资金来源 | 46 |
| 图 2.1. 全球跨境资本流入总量 | 52 |
| 图 2.2. 成熟市场机构投资者管理的资产 | 55 |
| 图 2.3. 成熟市场持有的跨境证券组合资产 | 55 |
| 图 2.4. 资产管理业的全球化 | 58 |
| 图 2.5. 全球对冲基金，投资者基础 | 59 |
| 图 2.6. 经常账户、资本流动和储备积累 | 60 |
| 图 2.7. 外汇储备和短期政府债券市场 | 62 |
| 图 2.8. 主要石油出口国购买的主要资产，2002—2006 年 | 62 |
| 图 2.9. 长期美国国库券跨境购买净额的波动性 | 64 |
| 图 2.10. 主权信用违约掉期（CDS）利差的期限结构，2003—2006 年 | 64 |
| 图 2.11. 资本流入的波动性 | 66 |
| 图 2.12. 资本流出的波动性 | 66 |
| 图 2.13. 净资本流量波幅与储备比率的变化 | 67 |
| 图 2.14. 美元在储备中的比例 | 68 |
| 图 2.15. 按信用等级划分的向新兴市场公司提供的国际银团贷款 | 73 |
| 图 2.16. 按信用等级划分的新兴市场在国际上发行的公司债券 | 73 |
| 图 3.1. 国际清算银行报告行的对外贷款和存款 | 81 |

| | |
|---|----|
| 图 3.2. 外国银行在新兴国家的参与 | 82 |
| 图 3.3. 发展中国家外国银行的进入, 按国家收入水平分类, 2005 年 | 83 |
| 图 3.4. 40 家最大的寿险集团公司世界市场份额 | 84 |
| 图 3.5. 按地区计算的分入和分出再保费总额, 2005 年 | 85 |
| 图 3.6. 跨境多元化和单个银行的稳健性, 1994–2004 年 | 87 |
| 图 3.7. 主要银行间的股价关联度, 1990–2006 年 | 90 |
| 图 3.8. 跨境风险的集中度, 2006 年 6 月底 | 90 |
| 图 3.9. 所选地区: 外国净资产 | 92 |
| 图 3.10. 外国银行相对新兴市场的净权益及对外头寸 | 93 |
| 图 3.11. 中、东欧国家银行的资产结构, 按主要银行集团区分, 2005 年年底 | 94 |
| 图 3.12. 中、东欧国家外国权益结构, 按主要债权国区分, 2006 年 3 月底 | 94 |
| 图 3.13. 外国银行暴露在本国 – 东道国的不对称, 2006 年 3 月 | 95 |

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 1/4 个百分点)。

“n.a.” 指不适用。

由于四舍五入, 分项数据与合计数据之间可能有微小差异。

在本报告中, “国家” 一词并非在所有情况下都是指按照国际法和国际惯例所理解的国家领土实体。在此, “国家” 一词还包括一些单独和独立列示统计数据的非国家领土实体。

前言

《全球金融稳定报告》评估全球金融市场动态，以辨别潜在的系统性弱点。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，从而对全球金融稳定以及国际货币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。货币与资本市场部副主任 Hung Q. Tran，货币与资本市场部的处长：Peter Dattels、Daniel Hardy、Ceyla Pazarbasioglu 和 Mark Swinburne 对项目提供了指导。货币与资本市场部处长 Laura Kodres 和副主任 Christopher Towe 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：Brian Bell、Elie Canetti、Jorge A. Chan-Lau、Martin Čihák、Mangal Goswami、Andreas A. Jobst、Andrea M. Maechler、Rebecca McCaughrin、Paul Mills、Christopher Morris、Jack Ree、Mustafa Saiyid、Christopher Walker 和 Mark Walsh。Martin Edmonds、Patricia Gillett、Ivan Guerra、Silvia Iorgova、Oksana Khadarina、Yoon Sook Kim、Ned Rumpeltin、Kiran Sastry、Kalin Tintchev 和 Peter Tran 为分析工作提供了协助。Caroline Bagworth、Norma Cayo、Elsa Portaro-Cracel 和 Melissa Wills-Dudich 负责文字处理工作。其他撰稿人包括：Jochen Andritzky、Nicolas Blancher、Charles R. Blitzer、Sean Craig、Kristian Flyvholm、Todd Groome、David Hoelscher、John Kiff、Lucie Laliberté、William Lee、Srobona Mitra、John Motala、Christian Mulder、Shinobu Nakagawa、Paul Ross 和 André Santos、Dilek Aykut 和 Neeltje van Horen (世界银行) 以及 Joseph Battat 和 Thomas Davenport (国际金融公司)。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重要金融中心和各国的商业银行、投资银行、证券公司、资产管理公司、对冲基金、保险公司、养老基金、股票与期货交易所、信用评级机构、学术界人士和监管当局的非正式讨论。特别感谢 Craig Martin 和 Kevin Roth (金融专业人士协会) 对调查工作所作的贡献。本报告反映 2007 年 2 月 6 日前的信息。

本报告还得益于国际货币基金组织其他部门工作人员提出的意见和建议，以及各位执董在 2007 年 3 月 19 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，不代表执董及其国家当局，或国际货币基金组织的观点。

概 要

由于有利的全球经济前景，特别是欧元区以及由中国和印度带动的新兴市场经济体特别强劲的增长势头，全球金融稳定的基础依然稳固。然而，自2006年9月期《全球金融稳定报告》发表以来，主要的金融风险 and 条件已发生变化，因此，市场中的某些事态发展值得注意。

本书第一章运用一个新的全球金融稳定分布图，说明了近期的主要风险。在第二章和第三章里探讨了以下两个较长期的趋势对金融稳定的影响：作为全球资本流动来源的投资者基础发生的变化；金融机构，尤其是银行的全球化。

第二章指出了资产构成、来源国和跨界投资者类型正在发生的变化，这些变化在大部分时候应有助于稳定全球市场。但是，低利率和低波动性加强了很多成熟市场中的长期趋势，使得投资者在某些新兴市场和其他成熟市场寻求收益较高的资产。第一章探讨了这种投资者战略，即套利交易，同时指出，在各国的基本要素有所改善，其主权外债的风险有所降低的同时，为了满足投资者的需求，公司债券和股票的国际发行量已迅速增加。

第三章的主题之一是，银行的全球化可以有助于降低具体银行的风险，但不一定加强整个金融体系的承受力。第一章也提到这一主题，探讨了美国次级房屋抵押贷款市场中信用质量的恶化可能产生的溢出效应。

第一章指出了若干短期风险。第一，美国住房市场中的次级抵押贷款市场正显示出信用质量恶化的迹象。其影响虽然迄今仍然有限，但有可能深化和扩展到其他市场，也许是扩展到各种全球投资者持有的结构化房屋抵押贷款信用产品。幸运的是，住房市场降温所产生的经济影响仍然有限，某些市场指标已开始稳定，显示金融影响可能也受到遏制。

第二，低利率和良好的公司资产负债状况促使非上市股权收购活动的增加。这大幅度提高了被收购公司的杠杆程度，有可能增加这些公司在经济冲击面前的脆弱性。由于融资中更多地使用杠杆贷款，某些为杠杆收购交易提供过渡融资的中间机构也面临着风险。这种情况值得密切注意，在某项引人注目的交易遇到困难时尤其如此，因为这会促使人们对所涉风险进行更广泛的重新评估。

第三，流入某些新兴市场的资本迅速增加，这部分归因于基本经济要素的改善，但还有一部分原因是，大多数成熟市场中的低利率促使投资者寻求较高的收益。一般来讲，私人资本的强劲流入体现了资本向效益更高的方面投资的再分配，应该受到欢迎。然而，向私人部门债务流动的转变，尤其是银行资金流入欧洲和证券投资流入其他地区，包括流入撒哈拉以南非洲地区，显示外国投资者正在冒更大风险，而且不能排除资本流动突然逆转的可能性。

最后，全球失衡可能出现的无序调整所带来的向下风险虽有所降低，但仍然令人关注。为美国经常账户逆差融资而流入的固定收入资金所发挥的作用变得更大，显示流入美国债券市场的资金可能对世界利差变化变得更为敏感。

在全球经济持续增长的背景下，各单个风险本身不会威胁金融稳定。然而，所有资产类别的波动性已接近历史最低点，而且多种信贷工具的利差也很小，因此，投资者们可能没有充分考虑到，鉴于产品 and 市场之间相互联系增加，“波动性冲击”的影响有可能扩大。金融机构很可能是根据自己的动机行事，但他们的行为结合在一起，会使得某些市场中的投资头寸不断积累，从而会在情况发生变化时导致无序的纠正。例如，某些创新金融工具的迅速增长、金融体系中某些

部分杠杆程度的升高和套利交易的增加都显示，市场参与者当前的预期是，低波动性环境将持续下去，而如果波动性出现持续上升，会使很多市场出现动荡。

第二章探讨了国际资产积累速度最近在加快，并对导致跨界流动不断增加的投资者们进行了研究。如上所述，跨界债权的流动和存量无论用绝对数额衡量，还是通过与国内经济活动规模的比较来衡量，都已增加。跨界资产积累在资产、来源国和投资者类型上的多样化显示，流动将更为稳定。然而，对于一些国家来说，流入资本数额的急剧增加助长了迅速的信贷增长和资产价格上升，有时使得政策的实行复杂化。此外，外国投资者为普遍良好的金融环境所鼓励，一直在冒险进入以前被视为对外人风险过大的市场。

决策者们可以利用这些长期变化，与此同时尽量减少明显暴露出来的局部脆弱性。资金流入国应该继续建立实行可信的宏观经济政策的记录。通过促进国内资本市场（包括发展本地债务市场）的效率、稳定性和有效监管，将增加这些市场对一个稳定的投资者基础的吸引力，从而可以减少脆弱性。放开国内投资者的资本外流虽然不是万能良药，但可以有助于平衡资本流入的影

响，并使国内投资者们能够更好地管理自己的风险。

第三章探讨了金融机构，尤其是银行的加速全球化给全球金融稳定带来的影响。全球化的机构和地区形态有着显著不同。对于较大的银行来说，资产和收入在地域上的更大分散化一般伴随着股价表现的改善和违约风险的降低。然而，虽然跨界分散化看来与具体机构的稳定性成正比，但由于不同市场和活动之间联动的可能性增加，整个金融体系不一定变得更加稳定。这一点对于外国银行大量深入各相关经济体地区中的国家来说尤其重要。

第三章还强调了两个明确的优先任务，以帮助抑止机构全球化引起的潜在波及风险，同时尽可能增加这种全球化带来的好处。第一，在对跨界机构进行监督方面，监督部门需要进行比以往任何时候都更密切的协作。第二，各主管部门需要继续改进同对应方（指的是与他们有着最多共同职责和利益的对应方）之间的危机管理程序。虽然监督和监管部门的管辖范围仍然主要在国内，与全球机构的活动范围不符，但上述实际步骤可在一定程度上克服机构全球化对金融稳定构成的挑战。

第一章 评估全球金融风险

自从2006年9月期《全球金融稳定报告》发表以来，发展状况与强劲经济增长的基线预测大体一致，短期经济风险降低。仍需提高对一些领域基本金融风险和环境变化的警觉。本章论述了风险和环境变化，并介绍了用于评估和概述金融风险演变情况的全球金融稳定图。

该图显示一些领域的金融稳定风险略有增加。目前并未发现有任何风险领域直接威胁到金融稳定，但是，若有一个不利事件影响其中任何一个风险领域，就可能引致重估其他领域的风险。由于名义利率和实际利率较低，并由于低波动性的环境继续助长承担风险和杠杆行为，这一可能性已增大。一旦波动幅度加大，市场调整可能不会平缓。本章末尾的专栏评估了2007年2月、3月期间调整造成的影响。

我们分若干专题考察了全球金融稳定图中显示的主要风险。例如，我们通过深入研究美国的抵押贷款市场和目前的杠杆收购浪潮及其对公司信贷的影响，审查了信用风险。然后，我们围绕依然严重的全球失衡状况，审查了可能会影响宏观经济风险和市场风险的美国经常账户融资问题。我们接着评估了新兴市场风险。本章指出，在全球经济繁荣的背景下，随着基本面的改善，新兴市场风险已有所降低，但全球金融稳定图显示风险偏好走强，这助长了资本迅速流入新兴市场，导致资本流量构成不断变化，为新兴市场国家的政府官员带来了挑战。最后，在论述低波动性问题时，我们集中探讨了图中标示的几项风险，阐述了低波动性对包括套利交易在内的各种交易战略的影响，以及无序调整的可能性。本章最后

注：本章由 Peter Dattels 主持的一个小组撰写，小组成员为：Brian Bell、Elie Canetti、Sean Craig、Rebecca McCaughrin、Christopher Morris、Mustafa Saiyid、Christopher Walker 和 Mark Walsh。

提出了对策和具体的金融监管措施。我们所面临的挑战是，如果目前有利的金融环境逆转，如何确保维持稳健的金融体系。决策者应未雨绸缪，为环境逆转做好准备。

本章共有四个附录。附录 1.1 详述了全球金融稳定图的绘制方法和分析基础。附录 1.2 评估了成熟市场和新兴市场中银行体系的信用质量。附录 1.3 论述了信用衍生工具市场和结构性信用市场的近况。附录 1.4 介绍了对冲基金行业及其监管的最新情况。

全球金融稳定图

新的全球金融稳定图显示与稳定相关的各项关键基础条件和风险因素，并反映自 2006 年 9 月期《全球金融稳定报告》发表以来全球金融稳定的演变情况（见图 1.1）。风险图中使用的概念很广泛，可在这些概念的基础上进一步深入分析影响全球金融稳定的各项风险因素。

图中沿轴线的点位分布情况反映了国际货币基金组织工作人员对总体风险水平的判断。该图显示目前每个因素有利或有损稳定的程度（用黄线与轴线相交点表示），并与上次发表《全球金融稳定报告》时的估算（绿线）进行了比较。

从最左侧第一条轴线来看，近期宏观经济风险有所减缓。据 2007 年 4 月《世界经济展望》中的预测，2007 年全球经济将稳健增长，同时通货膨胀率将下降（国际货币基金组织，2007 年）。经济增长仍面临下行风险，但自 2006 年 9 月以来下行风险已减缓。全球失衡仍有可能无序调整，但美国的财政赤字在减少，欧洲和新兴市场的内需回升导致各地区的增长率差距缩小，一些亚洲国家的汇率更为灵活。

在发表 2006 年 9 月《全球金融稳定报告》

时面临的另一项严重的宏观经济风险是，美国房市疲弱及其潜在的对其他国家的外溢影响（国际货币基金组织，2006年b）。美国房市看来在趋稳，但不能排除进一步恶化的可能。总体上，美国抵押贷款市场仍较稳固，不过，在目前房市下滑阶段，次级抵押贷款市场的恶化速度略高于原先的估计。迄今只有少量贷款机构受到影响，但可能会波及结构性信用市场。本章评估了房市走弱可能会加剧抵押贷款市场尤其是次级抵押贷款以及相关领域信贷压力的程度，并论述了美国抵押贷款市场结构的变化（例如证券化和向全球投资者分散风险等）可能已改变了潜在的外溢风险。

总体而言，企业利润相当可观，资产负债状况良好，信用利差进一步缩小，违约率仍较低。但随着杠杆收购活动的蓬勃发展，企业在非上市市场上的杠杆率已从原先的低点回升。目前的杠杆收购热潮与20世纪80年代和90年代末的情况不同，交易规模大得多，杠杆程度较高，与此同时，交易的融资方式（杠杆贷款较多，但高收益债券较少）改变了风险的分布状况。迄今为止，收购标的公司大多举债水平不高且有充裕的现金流，另外，收购方轻易可得各种各样贷款，其中包含大量结构性信用产品。但有迹象表明，信用风险已增大，同时，宽松的融资环境加上风险偏好增强，抬高了价格，而尽责调查工作松懈。另外，贷款条件普遍宽松，信贷纪律可能也有所松弛。被杠杆收购的公司负债累累，可能较为脆弱，一旦经济滑坡，就可能陷入窘境。鉴于这些状况以及房市动态，我们的总体估计是，自2006年9月以来，信用风险已从原来低水平的基础上增高。

总体宏观经济风险减弱，全球失衡的根源性问题得到缓解，但美国经常账户逆差的融资风险依然存在。本章考察了流入的固定收入投资在经常账户逆差融资方面越来越大的作用及其影响。研究分析显示，流入美国固定收入市场的国外资金变得较易受全球利差的变化影响，因此可能会对市场情绪的逆转更为敏感。

新兴市场国家继续普遍实行稳健的宏观经济政策，在提高汇率灵活性和改善审慎债务管理上

取得了进一步进展，结果，自2006年9月以来，新兴市场风险看来已减弱。对外头寸总体上保持了良好态势，强劲的增长改善了许多国家的财政状况。初级产品价格虽然最近下跌，但仍发挥了基本上积极的作用。在国际资本市场上发行的主权债务量减少，但私人企业债券发行量填补了空缺。宽松的外部环境以及由其引致的风险偏好增强（一些新兴市场国家的资本流入量迅速增加即为明证）对这些国家的当局构成挑战，可能危及金融和经济稳定，一旦资本流动发生逆转，问题将尤其严重。在欧洲新兴市场国家，私人资本流入量大增，银行在国际市场上发行了大量以外汇计值的债务。在一些国家，政府总体上良好的对外头寸可能掩盖了公司和银行越来越大的脆弱性。由于非洲撒哈拉以南地区国家的市场规模仍较小，流入该地区的证券投资可能会影响当地的货币市场和汇兑市场环境，使这些国家面临资本流动逆转的风险。

无论与历史水平相比，还是与以前商业周期的类似时点相比，金融市场上大量资产的波动性仍相当低，且风险利差不大。在普遍有利的经济环境中，投资者可能轻视了下行风险，误认为低风险溢价是金融市场较持久的特点。膨胀的套利交易也显示，市场参与者认为，导致低波动环境的周期性因素，例如低成本流动性充盈、企业部门杠杆率较低以及过强的风险偏好等，短期内可能不会逆转。此外，竞争压力和风险模型可能也助长了承担风险行为。从单个机构的角度，这种行为是顺势而为，是顺应目前环境的理性做法，但从总体来看，这样的一窝蜂做法可能会带来系统性风险。一旦波动加剧引发市场调整，由于大量杠杆头寸以及不断涌现和花样翻新的复杂产品（其中一些产品二级市场的流动性相当有限）引致的风险过于集中现象的不确定性，市场调整幅度可能会被放大。鉴于上述因素，我们认为市场风险已增大。¹

1. 这表明该图的各部分内容彼此相关。套利交易的风行源于较宽松的货币和金融环境以及日益强烈的风险偏好。但套利交易头寸的积累构成市场风险。如果这些环境发生变化，而且如果套利交易以及那些使用杠杆和出售保险（信用违约掉期）的其他战略不再时兴，大量市场很可能就会发生震荡。

以下各节将阐述全球金融稳定图显示的各项具体问题。

美国次级抵押贷款市场恶化引致的外溢风险？

本节探讨美国房市降温 and 随之产生的信用风险上升在何种程度上可能危及金融稳定，其中将论述可能由此造成的对全球投资者的外溢影响。与美国住房抵押贷款相关的证券位居全球最大规模的固定收入证券之列，截至 2007 年 1 月，高达约 5.8 万亿美元。² 截至 2006 年年中，在外国人持有的美国证券总量中，对这些证券的持有量占相当大比例，估计约有 8500 亿美元。³ 由于信用风险高度集中于次级贷款人（即信用记录不良或有限的债务人），并考虑到美国抵押贷款市场是次级贷款人占市场相当大份额的、为数不多的市场之一，应该研究美国的抵押贷款市场。⁴ 次级抵押贷款证券存量约为 8240 亿美元，占现存抵押贷款证券总量的 14% 左右（见图 1.2）。

随着房屋销售疲弱和积压量剧增，2006 年美国房市大幅降温。迄今为止，信贷恶化主要限于次级抵押贷款，但问题已开始蔓延至 Alt-A 抵押贷款。⁵ 次级抵押贷款违约率仍大大低于上次周期高峰（2002 年）的水平，但高于 2005 年的周期低点（见图 1.3）。⁶ 许多市场参与者估计次级抵押贷款违约率最终将超过以前的高点。事实上，近几年（尤其是 2006 年）提供的次级抵押贷款的违约增长率曲线比以前最陡峭的 2000

2. 此项估算仅涵盖具有第一留置权的有代理或无代理的抵押贷款证券。抵押贷款债务总额约为 13 万亿美元以上。

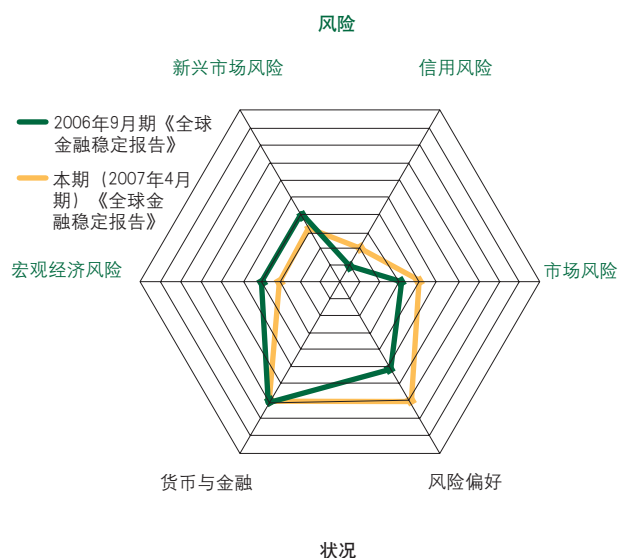
3. 截至 2005 年年底，外国人持有的抵押贷款证券估计占外国人持有的美国证券总量的 10% 至 12% 之间。

4. 见国际清算银行全球金融体系委员会（2006 年）。国际清算银行认为，其他国家缺乏次级抵押贷款市场的一个原因是，一些国家的消费者保护法律规定了抵押贷款利率的上限，使得抵押贷款机构向高风险借债人贷款不太盈利。

5. Alt-A 抵押贷款的质量虽高于次级抵押贷款，但由于这类贷款的债务人、财产或贷款的一项或多项非标准化特点，其信贷质量低于优惠信贷的质量。

6. 抵押贷款信用状况恶化的其他指标，如被取消抵押品赎回权的贷款和初期付款违约贷款（指在抵押贷款生效 6 个月内违约 30 天以上的抵押贷款），也显示了类似趋势。

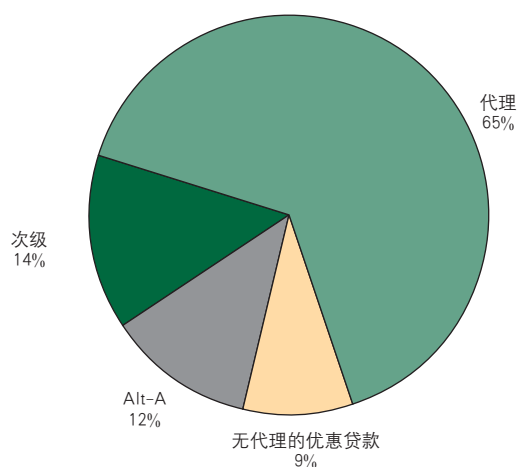
图 1.1. 全球金融稳定图



资料来源：国际货币基金组织工作人员的估算。
注：离中心越近说明风险越低或状况越紧。

图 1.2. 住房抵押贷款相关证券市场

(截至 2007 年 1 月为 5.8 万亿美元)

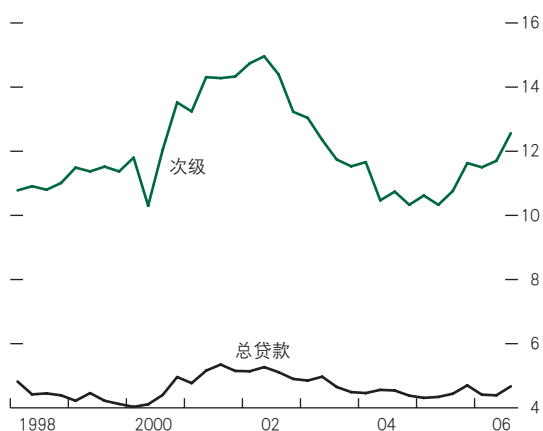


资料来源：Credit Suisse, LoanPerformance 的数据。

注：只包括第一留置权担保抵押贷款。按 75% 的证券化比率估算。

图1.3. 抵押贷款违约率

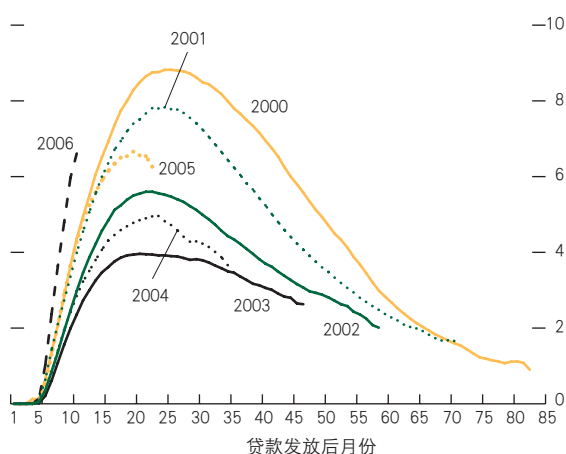
(占贷款总额的百分比)



资料来源：Mortgage Bankers Association的数据。

图1.4. 按发放年份排列的次级抵押贷款60天内违约情况

(占到期付款额的百分比)



资料来源：Merrill Lynch及Intex的数据。

年违约增长率曲线还要陡（见图 1.4）。

这一恶化现象反映了过去几年期间地区性经济因素和美国抵押贷款市场结构的变动。具体而言，房贷抵押要求放松在某种程度上是美国某些州的就业和收入不利趋势造成的结果，而不是房市上涨过猛所致。⁷

此外，随着房价持续走高和承销标准放宽，信用较差的借款人比例上升，杠杆率较高的贷款量增加，抵押贷款结构风险加剧（见图 1.5）。⁸ 一些曾风行一时的、旨在尽量降低借款人最初月度还款额的促销产品造成了问题，随着浮动利率贷款调高、初期低利率到期或抵押贷款开始摊还，借款人还款困难，或月度还款额大幅增加。⁹ 大量次级抵押贷款为浮动利率贷款，所以尤其容易遭受这样的还款冲击。¹⁰ 在还款冲击下，累积房屋权益有限的借款人因无法从房贷中抽出权益资本来凑足每月付款额，可能难逃违约的厄运。另外，尤其在房价疲软的环境下，他们可能无法售房还债。不管是哪种情况，次级抵押贷款总违约率都会上升。

同时，最近美国监管部门收紧了对非正统抵押贷款的承销标准，这进一步减少了次级债务人在其抵押贷款利率上调时可采用的再融资办法。一些市场参与者发现承销商已在自行收紧标准。长远而言，修订监管规定最终将增强承销标准，但对以前提供的抵押贷款并无作用。

随着次级抵押贷款信用质量的恶化，这类贷

7. 在问题贷款最集中的 10 个州中，9 个州的房价增长率低于全国平均水平。其中，由于汽车业滑坡或其他因素，有几个州流失了大量制造业工作机会。

8. 这类抵押贷款包括仅付息贷款和备选浮动利率贷款等。备选浮动利率贷款向借款人提供一系列还款方案，如负摊还（即还款额低于利息总额）等。

9. 正统的浮动利率贷款从一开始就充分摊还，如果基本利率上升，还款额即上升。为吸引人们举借浮动利率贷款，一开始往往许诺“诱惑性利率”或低利率，然后在每次利率调整阶段调高利率。按照仅付息贷款和备选浮动利率抵押贷款方案的设计结构，在摊还时也将造成这样的还款冲击。据市场参与者的估计，2007 年共有 1.1 万亿至 1.5 万亿美元的浮动利率贷款将重新调整。

10. 约有 85% 的次级抵押贷款为浮动利率贷款，而只有 55% 至 60% 的优惠贷款和 Alt-A 贷款以及不到 20% 的代理贷款是浮动利率贷款。

款的担保证券利差扩大了。自 2006 年 8 月以来，以次级抵押贷款作保的 BBB 级资产担保房屋权益贷款（HEL）证券的利差扩大了 175 个基点。这些证券（尤其是以最近抵押贷款作保的证券）的信用违约掉期（CDS）变化幅度更大。与现金市场不同的是，投资者可以直接通过卖空来表示对次级抵押贷款的悲观情绪。自 2006 年 11 月以来，BBB 级 ABX 指数（次级抵押贷款证券的信用违约掉期指数）的利差激增（见图 1.6 和专栏 1.1）。

这一疲弱现象局限在次级市场以及 Alt-A 市场的某些部分，因此不太可能会构成严重的系统性威胁。投资银行的压力测试显示，即使全国房价空前下跌，多数通过担保结构涉足次级抵押贷款的投资者也不会蒙受损失。这些压力测试模拟了房价走弱将对用次级抵押贷款作保的资产支持证券（ABS）造成的损失。表 1.1 中的压力测试结果显示，除非房价连续五年年均跌幅超过 4%，否则 A 级或 A 级以上的抵押贷款不会遭受损失。¹¹ 这是因为 A 级以下的抵押贷款先承担违约风险，而近 90% 的次级资产支持证券交易通常涉及 A 级或 A 级以上的抵押贷款，这显示次级抵押贷款的潜在信贷损失可能相当有限。事实上，只有在房价年均下跌幅度超过 4% 的情况下，风险较高的 BBB 级信贷档才会开始遭受损失。¹²

对信贷市场和市场参与者可能造成的外溢影响

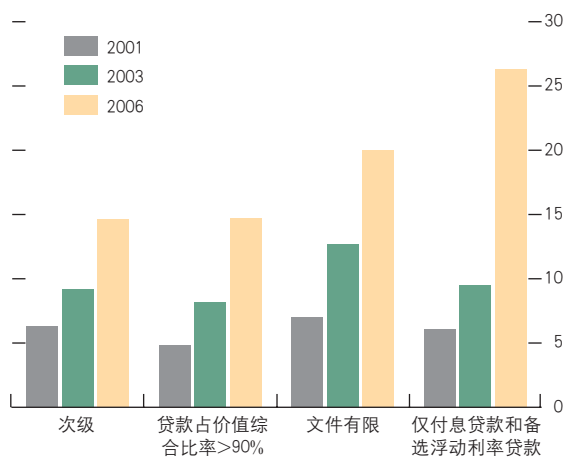
尽管房市降温的影响主要限于次级抵押贷款和次级抵押贷款证券，但随着次级抵押贷款市场的增长以及与各类证券的联系更为紧密，次级抵押贷款市场的冲击可能会对更广泛的资产市场造

11. Lehman Brothers 进行了此项压力检验，它根据 1999–2005 年期间提供的次级抵押贷款数据，测算了各种房价变动情况下次级抵押物品的损失。然后，运用自有交易模型软件，将这些损失与有代表性的资产担保证券交易对照，以估算证券各档的损失。Bear Stearns 和 JPMorgan 的压力检验也得出了类似结果。

12. 联邦房屋企业监督局的最新数据显示，2006 年第四季度同比涨幅为 5.9%。

图 1.5. 美国抵押贷款状况

(占抵押贷款总额的百分比)

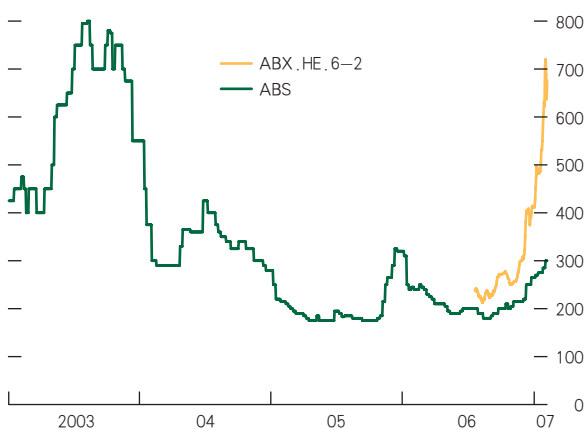


资料来源：Lehman Brothers 的数据。

注：ARM=adjustable rate mortgage。

图 1.6. 合成（ABX）和现金（ABS）次级 BBB 抵押贷款利差

(基点)



资料来源：JPMorgan Chase & Co. 及 Markit 的数据。

表1.1. 压力检验：房价升值对于用次级抵押贷款作保的资产支持证券的影响
(资产支持证券各档受损百分比)

| 分档 | 房价升值假设 (房价5年年均升值百分比) | | | | | | | | 备忘项： 2006年次级抵押贷款 交易所占百分比 ¹ |
|-----|-------------------------|-----|-----|-----|----|---|----|----|---|
| | -12 | -8 | -4 | 0 | 4 | 8 | 12 | 16 | |
| AAA | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 75.0 |
| AA | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 10.1 |
| A | 79 | 48 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4.5 |
| BBB | 100 | 100 | 96 | 32 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2.9 |
| BB | 100 | 100 | 100 | 100 | 25 | 0 | 0 | 0 | 0.7 |

资料来源：Lehman Brothers的数据。

1. 无信用评级或无数据的交易额总共占6.7%。

成以下影响：

- 信贷标准松懈可能并不只限于次级抵押贷款部门。其他较高质量的抵押贷款也存在次级抵押贷款部门面临的承销问题。例如，与以前相比，最近的 Alt-A 抵押贷款具有杠杆率较高、信用评分较低、文件水平较差、保险要求较松以及其他高风险特点。与前些年抵押贷款的表现相比，近期抵押贷款已开始走下坡路。Alt-A 和次级抵押贷款部门总共占现有抵押贷款相关证券的 1/4 左右，所以，相当一部分的抵押贷款市场面临下行风险。
- 更广泛的结构化产品市场，尤其是资产支持证券的担保债务 (ABS CDOs) 可能会开始恶化。次级资产支持证券中较低评级的证券占资产支持证券担保债务抵押量的 50% 至 60%，所以，这类结构化产品对抵押贷款信用质量的恶化尤其敏感。有一个可起缓冲作用的因素是，有证据显示，担保债务管理人可能已在选择较高质量的证券，而不选表现不佳的 2006 年证券。
- 包括用信用卡作保的资产支持证券和担保债务结构在内的其他消费信用市场也可能遭受损失。由于房价加速上涨，房主得以抽出房屋权益，用以偿付较高利息的信用卡债务以及其他债务。而随着房屋权益抽取速度放缓，信用卡债务注销和违约量略升。¹³ 不过，不管怎样，只要住户收入继续增加，对其他形式住户债务的外溢影响会很有限。

13. 如果因破产或违约而无法收回债务，债务即予注销。

许多市场参与者积极参与风险较大的次级抵押贷款以及相关市场。各类参与者涉足程度不一，所面临的风险也不一样，例如：

- 抵押贷款的贷款机构、服务机构和保险机构。由于进入障碍较低，较小的、经验不足的次级抵押贷款机构纷纷涌入，而随着贷款额不断下降，信贷质量持续恶化，利润率日益减少，这些贷款机构现已陷入困境。由于所须承担的抵押贷款初期还债违约件数激增，一些贷款机构已宣布破产，或正在调整之中。预计将有更多的机构会出问题。就服务机构而言，如果抵押贷款还债额大减，或如果其购买的单项交易损失保险出问题，它们也会面临风险。¹⁴ 同理，抵押贷款保险机构，尤其是涉足次级抵押贷款的保险机构可能会面临更大的赔偿责任，不过，其损失通常仅限于承保额，而且保险机构还可选择是取消抵押品赎回权，还是将风险转给原贷款机构。此外，市场调整将会淘汰较小的、不够多样化和资本不足的贷款机构、服务机构和保险机构。
- 银行。抵押贷款恶化将影响那些投资、发起、担保次级抵押贷款并将其包装成担保债务的银行的利润。由于时间序列数据有限，难以模拟非传统的抵押贷款产品的表现，另外，这类产品的风险对冲可能并不准确。约 70% 的次级抵押贷款由专业抵押贷款公司提供，

14. 服务机构负责抵押贷款每月分期付款的收款和维持付款和余额的准确记录，并经常代借款人付税和投保。

专栏 1.1. 次级抵押证券化工具——资产支持证券（ABS）、资产支持证券指数（ABX）和担保债务证券（CDOs）

本专栏论述抵押贷款证券化程序，并论述将抵押贷款现金流分为不同类别的证券。美国一半以上的次级抵押贷款、优惠的第二留置权房屋权益贷款、房屋权益信用额度被用于发行资产支持证券的担保。可采用各种信用增强手段保护证券，使其免受标的担保物现金流短缺问题影响（见附图）。可采用以下几项信用增强办法：

- 分级。将证券分为多个信用档，标的抵押贷款的违约或取消抵押品赎回权损失先由次级档承担，然后由较优先档承担。
- 超额支付。每月明确留出一定数额的预定担保利息，用于弥补优先档现金流的任何短缺。
- 剩余档。在超额付款外进一步预留现金，以便必要时弥补损失。
- 超额担保。可超出所有档内证券的总面值进行超额担保，以获得更高的信用评级。
- 单一险种保险。可提供第三方保险或其他金融担保，以保护投资者免遭损失。¹

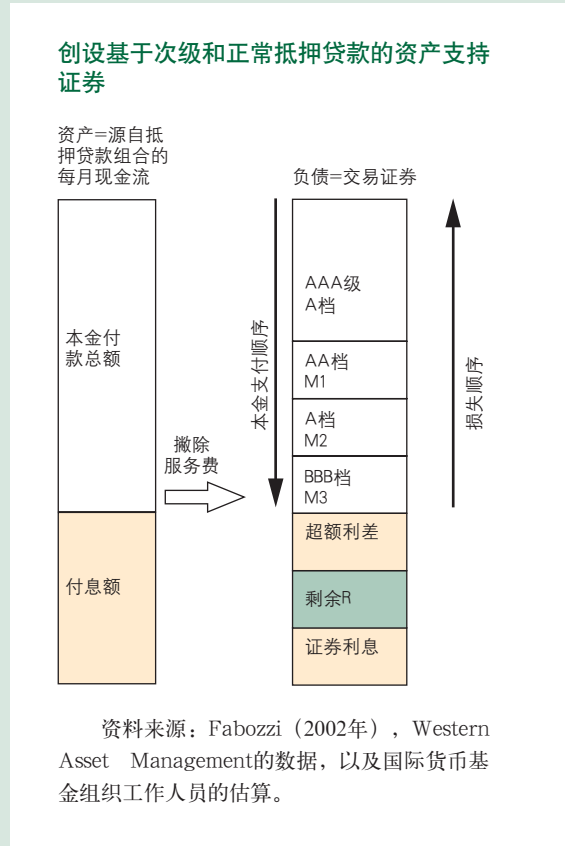
在采取这些信用增强办法后，最优先档较为安全，面临的信用风险较低，即使就次级抵押担保而言也是如此。因此，这些最优先档定为 AAA 级，在交易中收益率低于其他档。

资产支持证券信用违约掉期（ABCDS）市场不断扩展，多头和空头头寸交割更加便利，资产支持证券交易已不再限于纯多头的长期投资。由于 ABCDS 合约必须顾及资产支持证券特有的各种“软”信用事件（例如暂欠本息等），它们比通常由公司支持的信用违约掉期更为复杂。

资产支持证券信用违约掉期指数（即

注：本专栏的主要作者是 John Kiff 和 Mustafa Saiyid。

1. 此项保险是房主在任何抵押保险法律规定之外投保的额外险。



ABX 指数）交易始于 2006 年 1 月。通过此项交易，市场参与者可以就组合资产支持证券的信用风险进行更有效的交易。ABX 指数基于规模最大、最有流动性的资产支持证券，每 6 个月推出最新贷款的一个新系列。每一系列按其中 20 只资产支持证券的信用评级（AAA，AA，A，BBB 和 BBB-）分为 5 个分指数。基于这些指数的合约以现金结算。

BBB- 指数也许是美国住户部门资金压力的有用指标，但它并不能完全反映市场情况。3 个最新 ABX 系列的 BBB- 分指数利差自 2006 年 11 月以来大幅扩大，反映出质量较低的房屋权益贷款面临日益增高的违约率问题和压力，基于 2006 年上半年和下半年发行的资产支持证券的两个最新系列（07-01

专栏 1.1 (续完)

和 06-02) 尤其如此。这些系列以及标的贷款的早期违约率大大高于 2005 年下半年发行的资产支持证券 (反映在首个 ABX 系列 06-01 中) 的标的贷款。例如, 06-02 系列的违约率比不久前上市的 06-01 系列高出 60%。2007 年 2 月 14 日, BBB- 级和 BBB 级 ABX 指数 (TABX) 标准档开始交易, 向投资者提供 ABX 信用风险标准档的风险暴露投资机会。

创设担保债务证券, 为转让次级抵押风险提供了更为复杂的工具。这些证券的现金流源于较低级的资产支持证券。与资产支持证券一样, 担保债务证券也分成多个信用档, 损失先由无信用评级的“股权”档承担, 最后由一个或多个 AAA 级“优先”档承担。在这些优先档承担信用损失之前, 还有通常被定为 A 级至 BBB 级的“次级”和“夹层”档先承担损失。与资产支持证券不同的是, 担保债务证券对标

的担保进行管理; 可在担保债务证券条款所规定的限度内买卖单只资产支持证券。

这些担保债务证券的抵押违约风险主要集中在高杠杆率的股权档。例如, 在 2006 年期间被包装成资产支持证券的次级抵押贷款和第二留置权贷款总存量中, 非投资级分档总额达 2200 亿美元, 其中多数被重新包装为担保债务证券 (Lehman Brothers, 2006 年)。这些担保债务证券的构成是, 约 1750 亿美元为优先档, 400 亿美元为夹层档, 股权档仅有 50 亿美元。由此看来, 担保债务证券的股权档对标的担保贷款的风险暴露杠杆率很高, 股权档投资者在预付了占标的贷款很小份额的资金后, 承担了大部分预计贷款违约损失。²

2. 关于担保债务证券结构所涉的杠杆率, 详见国际货币基金组织 (2006 年 a, 专栏 2.5)。

有几个业务范围较广的金融机构也提供了大量次级抵押贷款, 这类贷款占其抵押贷款总量的相当大份额。另外, 有些投资银行一直在购买一些小型次级抵押贷款机构, 对遇到财务问题的次级抵押贷款行业进行了整顿。考虑到这可能会引致对次级抵押贷款市场的意外风险暴露程度过于集中, 需要对此密切监督。

- 国外投资者与对冲基金。零星证据显示, 国外投资者和对冲基金在担保债务高风险资本中占相当大比例。许多国外投资者因不被允许直接投资低于投资级的资产支持证券, 转而投资担保债务证券, 从而间接进入美国次级抵押贷款市场。

抵押贷款相关证券复杂的市场结构可能会掩盖风险的分散方式和对冲程度。例如, 在 2006 年 12 月一家小型次级抵押贷款机构 Ownit Mortgage Solutions 宣告破产后, 市场参与者

纷纷重估对手方风险, 致使掉期利差大增, 涨幅相当于日均变化的三个标准差, 其他风险资产的利差也扩大了。幸运的是, 在震荡了一天, 资产市场迅速恢复。但这一事件显示, 关于抵押贷款相关证券如何分散标的抵押贷款风险的模糊性和不确定性可能会引发大幅波动, 扰乱更广泛的资产市场。发生大规模震荡的概率看来仍然不大, 但如果许多不利的次级抵押贷款信用事件同时发生, 风险将会增大。

何种因素在推动杠杆收购热潮? 此热潮是否危及稳定?

过去一年左右, 金融市场一大显著特点是, 非上市股本收购大增, 致使被收购公司的杠杆率激增。与 20 世纪 80 年代和 90 年代末情况不同的是, 在目前杠杆收购浪潮中, 交易规模大了很多, 杠杆率也高了很多。同时, 较多依靠举债和

较少发行高收益债券的交易融资方式改变了风险的分布状况。本节探讨收购活动和杠杆率猛增可能引致的金融风险。

主要推动因素

2006年，全球并购总额高达3.6万亿美元，超过了2000年股市高峰期创下的纪录。若干因素促成了并购活动的兴盛。首先，企业资产状况良好，而一些上市公司不愿做出新的投资，这为并购和杠杆收购活动提供了契机。在全球经济增长强劲和实际利率较低背景下，近几年企业利润占GDP的百分比扶摇直上，比长期平均值高出25%左右(见图1.7)。公司现金流量也很充裕。2006年，美国、日本和欧元区国家的企业储蓄率为正数。但尽管利润高企、资产状况良好和实际利率低缓，公司对新生产能力的投资意愿却不如以前。¹⁵这就为并购活动创造了有利环境，其中非上市股权投资基金在并购活动中发挥了关键作用。

其次，从一些公司的资本结构来看，债务资本比率低于目前低利率环境下的最优水平，从而积累了大量可供投资的资金(见图1.8)。因此，可将目前的并购浪潮视为资本结构套利现象。如果这些公司是利润和现金流较为稳定的公用事业、消费品和零售等行业的公司，即成为诱人的收购目标。

最后，有些上市公司为规避监管和股东监督带来的(实际或非实际的)负担而主动退市。例如，在美国开始实施Sarbanes-Oxley法令后，为规避更严厉的监管，一些上市公司的管理层集资收购了本公司，以减轻监管负担。

大量资本流入非上市股权投资基金是促成杠杆并购活动增加的第四个因素(见图1.9)。非上市股权投资基金行业于2006年共募集了4300亿美元，2007年预计将筹资5000亿美元。以前

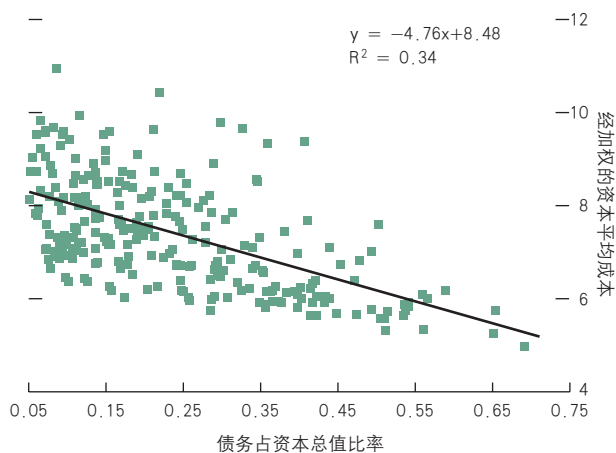
15. 在亚洲新兴市场国家、欧洲和美国，投资意愿不高的原因可能是，企业对20世纪90年代后期能力过剩和投资过旺问题心有余悸，另外公司在评估新投资项目时使用了较高的最低资本预期回报率。日本企业部门目前谨慎的投资可能是通货紧缩期间收缩债务的逆杠杆效应所致。

图1.7. 欧元区、日本与美国的利润情况 (占GDP的百分比)



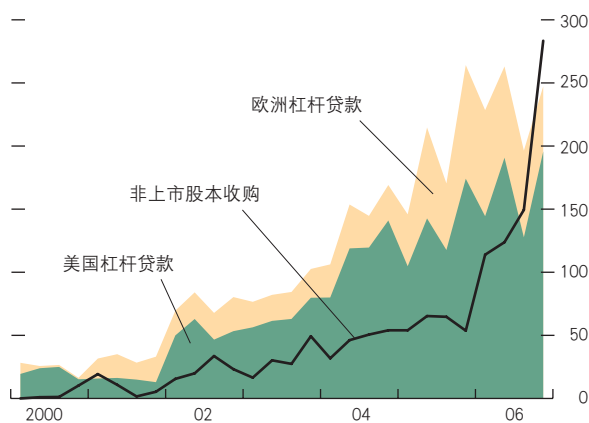
资料来源：Bloomberg L.P.和Haver Analytics的数据，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

图1.8. 经加权的资本平均成本以及债务资本比率 (百分比)



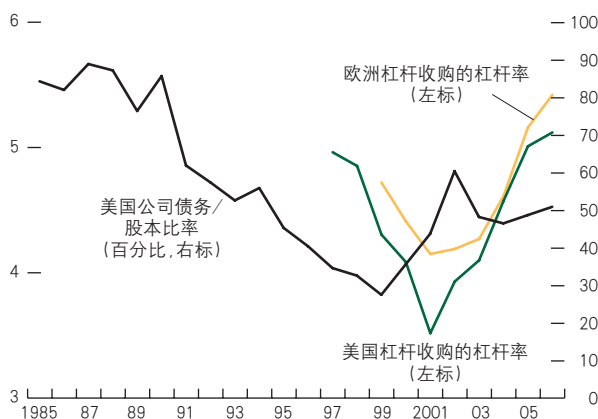
资料来源：Morgan Stanley的数据，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

图1.9.非上市股本收购与杠杆贷款发行量
(10亿美元)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据。

图1.10.美国公司及其收购杠杆



资料来源：Standard & Poor's和联邦储备体系理事会的数据，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：债务除以扣除利息、税项、折旧及摊销前盈利额，即为杠杆率。

交易的利润和红利往往流回非上市股权投资基金，用于新的交易，这进一步助长了非上市股权投资基金的发展。¹⁶ 此外，一些亚洲国家的央行、机构投资者和财富管理机构的投资呈现多样化，将投资范围扩大到各种另类资产，腾出少量资金进行了非上市股本投资。¹⁷ 一些中东国家政府设置的、用来对高油价带来的一些石油美元收入进行再循环的财富管理基金也进行了非上市股本投资。

从许多方面来看，本次收购浪潮有别于20世纪80年代末和90年代的并购热潮。不同之处有：

- 交易规模越来越大，现在，不管公司规模有多大，几乎任何公司都可成为收购对象。上个周期，杠杆收购的平均规模约为4亿美元，而在本周期，已蹿升至13亿美元。以前最大规模的交易是收购RJR Nabisco案（313亿美元），而在本周期已有几起杠杆收购案超过这一规模。交易规模增大的一个原因是，许多杠杆收购案中，多个发起收购方将资金汇集在一起，以完成收购（即所谓的“俱乐部集资交易”）。
- 在目前的交易浪潮中，杠杆率持续上升，但仍低于20世纪80年代的水平。2006年年底，在欧洲的杠杆收购案中，债务占扣除利息、税项、折旧及摊销前盈利（EBITDA）的比率达到5.5倍，2002年为4倍左右（见图1.10）。美国的杠杆水平呈类似趋势，2000年为3.5倍，2006年年底跃升至5.1倍。
- 有别于以前的杠杆收购浪潮的是，目前杠杆收购融资大多来自杠杆贷款（贷款利率比伦敦同业市场拆放利率高出150个基点以上），而不是依靠高收益债券市场（见图1.11）。

16. 市场参与者称，非上市股权投资基金加快了投资回报速度和回报分发速度。收购后，过去的回报期通常为4年至8年，现在只有20个月。

17. 为了获得像过去那样的丰厚回报，许多养老基金和保险机构增加了对包括非上市股本投资基金在内的高收益另类资产的投资。根据养老基金法规，养老基金不得不动用较多的资产购买较长期的、往往较低收益的债券，以使其资产的久期与养老金支付义务更为匹配。

与债券不一样，杠杆贷款由银团承销，售给高度专业化的投资者。另一点有别于债券的是，贷款合同有助于解决集体行动问题。贷款合同规定，如果管理层未能实施公司的议定计划，债权方可在一定条件下进行干预和更换管理层。¹⁸ 值得注意的是，担保贷款债务（CLO）市场的扩展大大拓宽了这类贷款的投资者群体，另外，贷款机构超越了银行（见图 1.11）。¹⁹

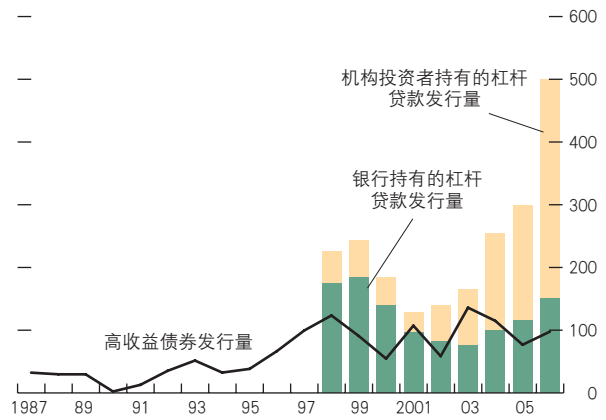
最近的并购浪潮显现了似曾相识的一些令人忧虑的迹象，又带来了一些新的风险。第一，与以前的并购浪潮相比，低利率、较长期限和越来越大的平均交易规模可能会使被收购公司的实际平均债务负担较易管控，但在其他条件不变的情况下，债务水平升高可能会加剧被收购公司遭受经济冲击的脆弱性。有几家收购标的公司的信用评级降低即反映了这一点。这并不一定是令人关注的系统性问题，但如果解决不当，就会对信贷市场造成较广泛的影响。

第二，在违约率上升前，公司杠杆率往往会走高。公司违约率仍然较低（见图 1.12），但从目前的趋势来看，违约率最终可能会升高。美国公司债券对股权比率已从本世纪初的低点回弹。CCC 级或低于 CCC 级的债券占公司债券总发行量的比例于 2006 年年中触底回升。这也就是说，宏观经济或金融状况稍有恶化就会使进入资本市场的公司遭受影响。

第三，越来越多地使用杠杆贷款作为主要的债务融资手段意味着，风险的集中度可能有所减弱，但银行可在长达数月的承销发售过程中面临若干风险。在此过程中，不利的市场事件可能会使交易失去吸引力。提供过渡性贷款或承销杠杆贷款的银行在此期间面临风险，可能会因市场逆

图1.11. 美国公司债券与贷款发行量

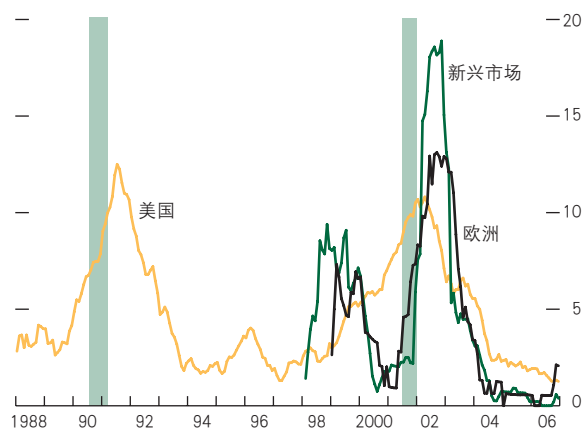
(10亿美元)



资料来源：Bloomberg L.P.及Standard & Poor's的数据。

图1.12. 全球投机违约率

(百分比)



资料来源：国家经济研究局及Standard & Poor's的数据。
注：竖杠显示美国陷入经济衰退。

18. 相比之下，债券持有人一般只在公司违约（或即将违约）时才对公司的管理事宜享有发言权。债券在二级市场的交易程度大大超过贷款。债券持有人人数众多，且缺乏协调，因此往往不能采取集体行动进行有效干预。

19. 担保贷款债务产品用于汇集贷款，将现金流债权分成若干部分，其中最优先的部分享有较高的信用评级。

转而蒙受重大损失。²⁰ 由于交易规模增大和定价更细，这些风险已变得越来越大。

第四，有迹象表明融资环境已恶化。非上市股本投资者的平均出资额虽高于 20 世纪 80 年代和 90 年代并购高潮时的水平，但近些年已有所下降，目前只占总量的 1/3 左右。此外，交易条件已放宽，贷款规定较少，没有以前严格，有的根本就没有贷款合约。投资者对杠杆贷款的旺盛需求使权力从债权方转至债务方，结果，往往须通过谈判才能敲定贷款条件。于是，贷款优于债券的一大融资优势已丧失。最后，随着二次抵押贷款以及其他较高风险的债务融资的比例升高，融资方式更为大胆。²¹

第五，零星证据显示，一些投资者可能放松了尽职调查工作。杠杆贷款供不应求，许多交易在宣布后不久即售罄。在由较大规模和较知名的非上市股权投资基金发起的交易中，杠杆贷款的投资者可能过度依赖发起方的尽职调查，而不自行对标的公司进行充分的尽职调查。一些市场参与者指出，非上市股本公司关注其投资对象命运的时间远低于收购融资贷款的期限。

第六，随着流入非上市股权投资基金的资金持续增加，看来今后将有更多的基金追逐日益稀少的、有吸引力的交易。评信机构警示，可行的收购标的数目已减少。由于对这些交易资本结构各种要素的需求很旺盛，价格往往被炒高，本益比达到极高水平。

目前的收购活动是在全球经济持续增长、实际利率较低、公司高度盈利、波动幅度不大的有利环境下展开的。如果其中一个因素发生变化，在有利环境下看似有利可图的交易就会突然变得吸引力大减。一些非上市股本交易可能达不到期望。从金融稳定的角度看，如果有几个大规模的、

20. 在这些情况下，银行往往会与发起收购的公司订立一些分担风险安排，但手中仍可能有已贬值的或无法脱手的资产，或在提供过渡贷款后不太可能迅速获得较长期融资（即银行虽承担了较高风险但未获得报偿）。后一种情况有时被称为“贷款悬置”现象。

21. 偿还率有限的二次抵押贷款增加的原因据说是为了进行廉价融资，或为了吸引对冲基金以及那些追逐高收益的投资者。

且知名度较高的交易在承销发售阶段夭折，将引致人们广泛重估大量产品，造成高收益债券的吸引力剧减，这可能会遏制高风险债券进入资本市场。

为全球失衡进行债务融资的影响

全球失衡现象旷日持久，为弥补失衡状况，需要持续融资，这是一个重大的金融稳定问题。2007 年 4 月期《世界经济展望》预测，失衡问题短期不会有太大改观，所以，将继续需要有接近目前水平的大规模跨国资本净流量，才能弥补经常账户逆差。美国的情况显然就是如此，该国 2006 年经常账户逆差为 8480 亿美元，占 GDP 的 6.4%。

美国日益依靠海外流入的固定收入投资弥补经常账户逆差这一事实显示，资本流动可能已变得对全球利差变动和预期汇率变化更为敏感。本节评估发生这一现象的程度以及对金融市场的影响。

过去几年来，流入美国的资本大多投资于固定收入证券，其中包括美国国库券、机构债券和公司债券。自 2001—2002 年经济衰退期以来，随着须弥补的经常账户逆差迅速扩大，这一趋势已变得更为明显（见图 1.13）。

在促成流入美国的固定收入投资量增加的几个因素中，人们谈得最多的也许就是外国央行积累官方外汇储备现象。其中一些央行积累外汇储备的用意是遏制本币对美元升值。此外，往往通过私人中介机构进行的石油美元再循环也抬高了对美国固定收入证券的需求量。在某种程度上，官方部门购买债券可能与市场因素无关。不过，官方部门与私人部门一样，已变得对隐含利差更为敏感，在许多情况下，官方部门在发行国内债券的成本与外汇储备收益之间进行了权衡（国际货币基金组织，2006 年 b，附录 1.4）。同时，私人部门对美国固定收入证券的需求量也增加了。

私人部门对这些证券的投资欲望越来越大也许是与全球金融一体化及其引致的国内资产偏好减弱现象分不开的。第二章指出，由于一系列因

素，跨国资本流动变得更为便利。在这样的情况下，海外资产与国内资产的可替代程度应该上升。所以，在存在经常账户严重失衡的情况下，如果相对利率发生变动或以前可能只造成有限国际影响的其他状况有所改变，资本流动或汇率就可能剧变。²²

在美国债券市场上，投资者所选择的固定收入资产类型在某种程度上反映出，他们现在更为注重收益。2004年以来，包括官方部门在内，外国人购买机构债券和公司债券量所占份额不断增加（见图1.14），其中包括抵押支持证券（MBS）以及像担保债务证券等根据债券构建的许多复杂的金融产品。

专栏1.2载述的一整套计量经济检验结果进一步显示，流入美国债券市场的资本已变得对利差以及在一定程度上对国内经济增长更为敏感。如图1.15所示，在所考察的两个阶段中的第二个阶段，资本对美元与外币持续利差上升1个百分点的反应具有统计显著性和持续性。

值得注意的是，检验结果发现，虽然汇率预期本应影响资本流动量，但实际上却并未对美国债券需求产生任何影响。²³当然，也可能是这一模型未能反映预期（尤其是较远预期）是如何形成的。不过检验结果显示，投资者可能将汇率路径视为“随机走动”，认为对明天汇率的最佳预测是，明天的汇率将与今天的汇率一样。这在一定程度上解释了最近货币套利交易为何风行一时。货币套利交易指的是，借入利率较低的货币，然后换成收益较高的货币进行投资。如果投资者认为收益较低的货币实际上不会走高，他们就会直接利用利差增大带来的机会。随着本国资产偏好减弱和跨境交易更为便利，这一趋势预计会进一步增强。

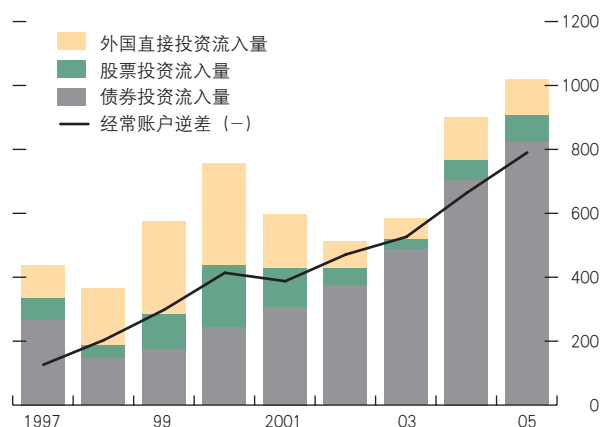
这些结果对金融市场事关重大，可从中得出一些重要推论。

首先，即使外国居民对美国资产的需求变得

22. 同时，随着持有外国资产的意愿增强（即国内资产偏好减弱），大量资本将流向外国资产投资。

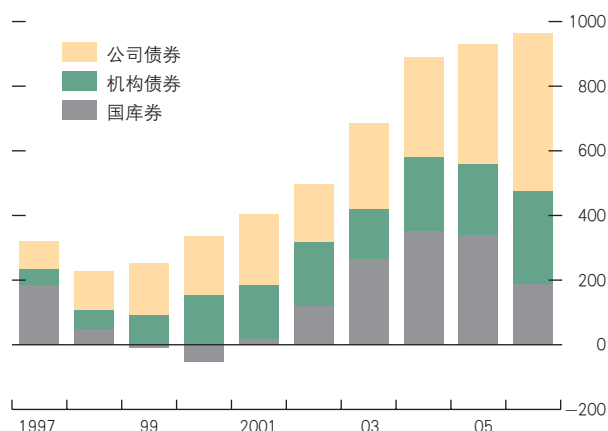
23. 较正式的说法是，按照“未抛补利率平价”理论，如果利差为正数，即有理由预期收益较高的货币将会贬值。

图1.13. 美国经常账户逆差的融资来源
(10亿美元)



资料来源：国际货币基金组织出版的《国际金融统计》。

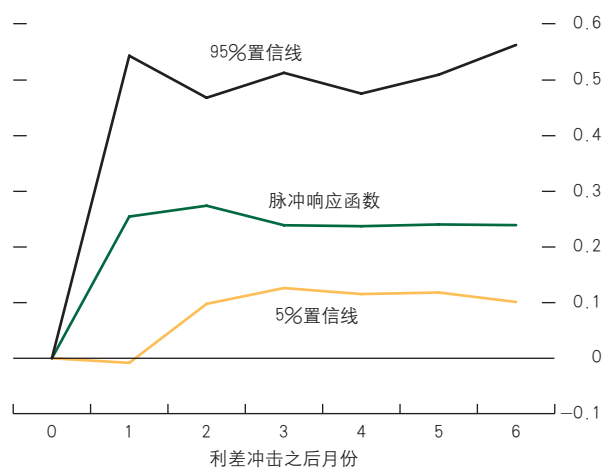
图1.14. 外资净购入美国各类固定收入证券情况
(10亿美元)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据。

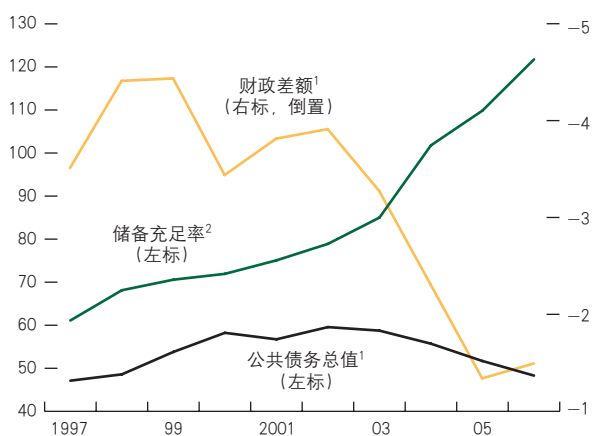
图1.15. 债券投资流量占GDP比率对利差上升一个百分点的反应：第二阶段（2002–2005年）

(流入美国的债券投资流量占GDP的百分比)



资料来源：国际货币基金组织工作人员的估算。

图1.16. 新兴市场对外脆弱指标



资料来源：各国当局，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：49个新兴市场经济体的简单未加权平均值。

1. 占GDP的百分比。

2. 以百分比表示。指储备占未到期短期外债加经常账户逆差的比率。如经常账户为顺差，应将经常账户作为零计算。

对本国增长率更为敏感，但外国债券与美国债券之间的替代弹性增强了。这证实了国际金融一体化使国家较易维持较大的经常账户逆差，并显示为维持特定资本流入速度所需提供的利率溢价已降低。

其次，这项分析工作的结果显示，利差缩小可能会对债券投资量产生严重影响。此项分析得出两项估算，据其中较高的估算，如果美元对外币的平均利差缩小1个百分点并持续一年，外国人对美国债券的增持量（约为8000亿美元）将减少大约800亿美元。²⁴

在有利的外部环境下新兴市场的风险与挑战

自2006年9月期《全球金融稳定报告》发表以来，由于全球经济环境良好、宏观经济表现好转以及主权债务状况不断改善，新兴市场风险普遍降低。流入新兴市场的投资量增加，投资者对外债和当地货币计值资产的需求上升。但随着投资者越来越愿意承担更大的风险，这类流动对决策者构成新的挑战，需要决策者双管齐下，在金融市场发展和监管领域取得进展。

最近的两项事态发展表明，确实需要在这两个领域取得进展。首先，欧洲新兴市场国家在其国内银行的带动下，公司债券发行量剧增，致使一些国家信贷量迅速扩大（见附录1.2）。其次，随着投资者试图开拓新兴市场“新疆域”，最近有些资本流入非洲撒哈拉以南一些国家的地方政府债券，而投资者一旦撤资，这些市场将受到影响。

新兴市场的基本面与资本流动

良好的全球经济前景，其中包括初级产品价格普遍居高，为新兴市场提供了有利的环境，有助于这些国家维持出口拉动下的经济增长。此外，新兴市场的脆弱性继续普遍减弱（见图1.16）。

总体而言，新兴市场国家的政策改善了市场

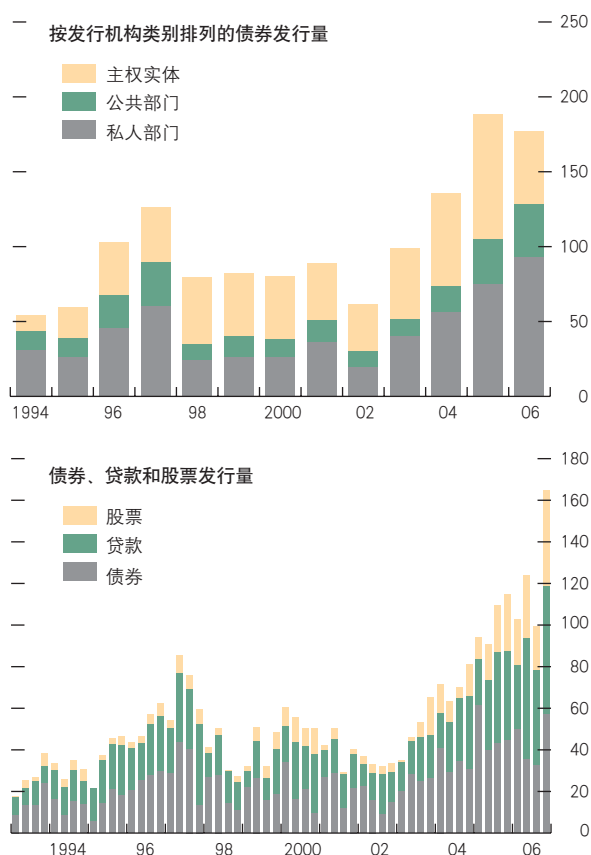
24. 当然，需谨慎对待任何这类估算。此项估算的误差范围相当大（置信区间为95%，误差范围为290亿美元至1630亿美元之间）。

对新兴市场主权债务的看法。在土耳其，由于央行于 2006 年 6 月和 7 月大幅收紧货币政策并努力改进政策宣传，政策信誉持续恢复。南非央行稳步紧缩银根有助增强市场的稳定性。在匈牙利，市场认为政府的财政政策日益可信，投资者信心得以恢复，结果，2006 年年底非居民持有的以福林计值的资产量达到创纪录的水平。但并不是各国都采取了积极的政策。例如，厄瓜多尔、泰国和委内瑞拉的政策失误引起了投资者反弹。²⁵ 但投资者的反弹只针对政策失误的国家，这表明投资者至少在一定程度上是按照各国的基本面进行区别和作出投资决策的。

2006 年新兴市场的主权外债状况继续改善。由于基本面转好，随着国内融资量的增加减弱了外部融资需求，外债发行量减少（见图 1.17 中的上图）。此外，新兴市场政府大力偿还了外债。²⁶ 展望未来，2007 年期间，主权外债净流入量（包括利息付款）预计将为负数，而私人部门的债券发行量预计将增加。²⁷

由于外部环境转好、政策得力以及外债减少，新兴市场信用评级进一步上升，目前信用评级只略低于 BB+ 级，自 2004 年年底以来实际上升了整整一级（见图 1.18）。2006 年 Moody's 和 S&P 调高主权信用评级的次数（38）大大超过调低次数（2），这一现象已持续了 5 年。由于经济基本面改善，再加上投资者继续愿意承担较大的风险，2007 年年初新兴市场利差空前缩小。2006 年 4 月期《全球金融稳定报告》（国际货币基金组织，2006 年 a）阐述的新兴市场利差模型显示，利差缩小符合新兴市场的基本面，并与有

图1.17. 新兴市场外债发行量
(10亿美元)



资料来源：Dealogic的数据。

图1.18. 新兴市场信用质量指数



资料来源：JPMorgan Chase & Co., Moody's和 Standard & Poor's的数据，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：全球新兴市场指数构成国经市值加权的信用评级。

25. 2007 年 1 月中旬，厄瓜多尔当局宣布正考虑债务交换并视一些债务为非法债务，外部债券利差旋即扩大 250 个基点，不过后来有所恢复。2006 年 12 月 19 日，在得知泰国政府将对流入的短期资本实施 30% 的无息保证金制度后，该国股市下跌了 15%，当局不得不立即宣布取消此项打压股市的规定。市场恢复后，当局又于 2007 年 1 月份宣布限制外国人对国内公司的所有权，股市再度应声滑落。2007 年 1 月 9 日，随着委内瑞拉政府宣称将实施大规模国有化计划，该国股市下跌了 19%。

26. 新兴市场政府估计于 2006 年共赎回了 230 亿美元的债券，并用本币债券换回了约 20 亿美元的外债。

27. 据市场分析人士预测，主权债务总发行量为 300 多亿美元，而摊还和息票付款估计将超过 450 亿美元。

专栏 1.2. 债券的流动：债券需求量对利率和汇率变动的反应

本专栏介绍了对债券流量决定因素的一项专题研究工作(Walker和Punzi,即将发表)。如图 1.13 所示,债券流量是美国经常账户逆差的私人部门融资的主要来源。根据模型,估算了据认为影响外国人投资决定的几个变量对外国人购买美国国库券产生的影响,并估算了此影响是否会逐渐增强。根据一个面板数据组进行了测试,其中将美国与另一国的利差作为解释变量,并使用了该国的 GDP 增长率和预期双边汇率变动指标。样本涵盖了 12 个国家。研究结果显示,国家之间利差以及其他国家金融市场的增长率是决定资金外流的重大因素,在 1995 年至 2005 年期间,这两个因素越来越重要。而汇率预期看来对这类流量影响不大。

以前这一领域的分析工作往往将重点放在债券市场上国外需求对美国国内利率的影响这一令人疑惑的问题上,而 Walker 和 Punzi 研究的重点则是探究相反的问题,想查明债券需求对利率变动以及其他因素的反应。一些研究人员为揭开美国国库券长期收益率偏低这一“谜团”并将其量化进行了研究,其中 Frey 和 Moč (2005 年)发现,2004 年期间,如果外国央行不购入美国国库券的话,美国国库券长期收益率将会上升 115 个基点。Warnock 和 Warnock (2005 年)对经调整的美国国际资本数据总量进行了普通最小二乘回归分析,估测了外国购入总量对债券收益率的影响,发现外国购入量对美国长期债券收益率的总体影响达 150 个基点。

模型

此项研究使用了从 1994–2005 年期间美国国库券流动数据组中获得的月度双边资本流量面板数据。为尽量降低存管偏误(即一国

投资者可能通过另一国中介机构购买证券)的影响,对数据作了调整。然后,将数据分为前期(1995–2001 年)和后期(2002–2005 年)。这两期的分界点可能有某种程度的任意性,但它正好是图 1.13 所述的美国对外账户趋势出现变化之时,而且大约是商业周期起始点。

此模型源自 Blanchard、Giavazzi 和 Sa (2005 年)设计的资本流动简化动态一般均衡模型,在此模型中,债券投资流入量相当于 GDP 的比率是三个自变量(即美国与外国的利差、美元对本币的预期升值以及本国的增长率)的正函数。

可以直接获得利差和 GDP 增长率数据(可用月度工业产值作为 GDP 增长率的替代变量),但却不易选取显示汇率预期的变量。用远期价格这一市场指标作为汇率预期的替代变量颇为诱人,但根据抵补利率平价说,即期价格与远期价格差异反过来就等于国内利率与外国利率的差异。可以使用对市场参与者调查后获得的“共识”预测,但无法获得数据组所涉期间每一国的数据。实际上使用了“自适应”模型,假定某一汇率的预期升值率与过去的变化相关。这显然有局限性,但由于投资者在形成今后汇率变动预期时确实会考虑过去的汇率变动情况,这应当能反映这些影响。

对这些参数的估算产生了通常与供应和需求弹性估算相关的标准的识别问题。尤其是,由于债券投资流入量增加(即需求量增加)应会导致利差缩小(即美国债券价格升高),利差变量($r_{US} - r_i$)可能与误差项 ϵ_{it} , 具有相关性。为尽量降低识别问题的影响,我们采用了两项不同的估算方法。

估算结果

两项估算均显示,利差对后期债券流量产生了具有统计显著性、实际上相当大的影响,而对前期的影响则显然并无通常置信度。据两

注：本专栏的主要作者是 Christopher Walker。

两阶段最小二乘回归

(债券投资流量相当于本国GDP 1/1000%的份额为因变量)

| 变量年份 | 滞后债券流量 | 利差 (百分比) | 增长率 (年百分比) | 预期美元升值幅度 (百分比) |
|-----------|---------------|-------------|-------------|----------------|
| 1995-2001 | .112 (1.81) | .174 (1.23) | .080 (1.62) | -.011 (-0.45) |
| 2002-2005 | -.024 (-0.12) | .789 (2.31) | .238 (2.11) | -.004 (-0.05) |

注：括弧中的数据为t-数据。

阶段最小二乘回归法估算，从前期到后期，国家 GDP 的影响持续增强，且越来越显著。自适应汇率预期看来对任何一期的债券流量都未产生影响，但 1995-2001 年期间的汇率收益具有一定程度的正自相关性。总之，这些结果显示，1995-2001 年和 2002-2005 年期间国内债券与美国债券的替代弹性上升。

向量自回归结果显示，跨国利差对债券流

量产生了较强烈的影响。图 1.15 显示了后期的一个冲击响应函数，表明利差变化使债券流量出现了具有统计显著性的增长。事实上，可以认为，对利差长期冲击的持续反应证明了利差与债券流量之间的理论关系。面板向量自回归分析还显示，从前期到后期，债券流量对利率变化的反应当程度大幅增强。

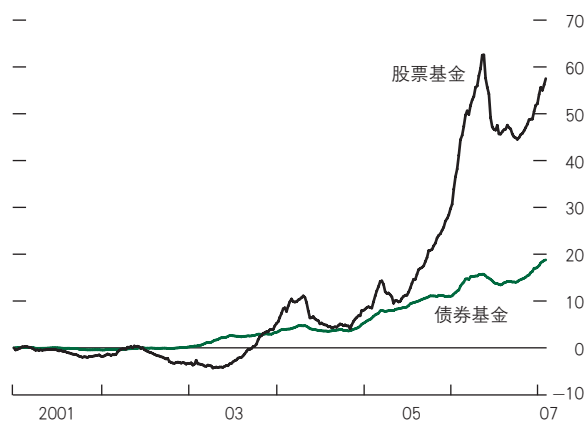
利的外部环境相适应（见附录 1.1）。

在此背景下，外国投资者对新兴市场资产的需求继续扩大，资金源源不断流入专用于投资新兴市场债券和股票的基金（见图 1.19）。据 JPMorgan 估计，2006 年养老基金和一些基金会等机构投资者按照资产配置战略注入的资金达 250 亿美元，2007 年期间预计将再增资 300 亿美元至 350 亿美元。投资者对以当地货币计值的公司债券的需求也增加了。例如，2000 年当地债务市场占新兴市场债务交易总额 35% 左右，现已升至 60% 上下。

投资者对新兴市场资产的需求不断增加，投资范围也在继续扩大。2006 年新兴市场债券、贷款和股票新发行量达历史最高纪录，高达 4840 亿美元，比 2005 年高出 20%（见图 1.17 中的下图）。股票发行量起点或基数并不高，但增长最快，反映出外国投资者越来越愿意承担较大风险。²⁸

28. 股票发行仍主要集中在亚洲尤其是中国。中国 2006 年新发行股票总额几乎超过美国该年新上市股票总额。中国工商银行 2006 年 10 月上市募集的 191 亿美元占中国新发行股票总额的一半左右。

图 1.19. 新兴市场基金累积净流入量 (10亿美元)



资料来源：Emerging Portfolio Fund Research, Inc. 的数据。

表1.2. 外汇债券发行量与银行体系稳健性：欧洲、中东和亚洲 (EMEA) 以及哈萨克斯坦和俄罗斯

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 ¹ |
|---------------------------|---------|------|------|-------------------|
| | (10亿美元) | | | |
| 外汇债券发行量 | | | | |
| EMEA总计 | 47.8 | 75.7 | 88.1 | ... |
| 其中 | | | | |
| 俄罗斯和哈萨克斯坦 | 19.7 | 27.0 | 37.6 | 10.1 |
| 其他 | 28.1 | 48.7 | 50.5 | ... |
| 俄罗斯 | | | | |
| 金融机构 | 3.1 | 13.3 | 19.6 | 3.6 |
| 非金融机构 | 10.4 | 10.0 | 9.4 | 0.3 |
| 主权实体 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 哈萨克斯坦 | | | | |
| 金融机构 | 3.5 | 3.7 | 8.4 | 6.3 |
| 非金融机构 | 2.7 | 0.0 | 0.2 | 0.0 |
| 主权实体 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 银行体系稳健指标 | | | | |
| 俄罗斯 | | | | |
| 向私人部门放贷增长率 ² | 47.0 | 35.0 | 48.0 | ... |
| 监管资本比率 ² | 14.0 | 13.2 | 12.5 | ... |
| 不良贷款占贷款总值的比率 ² | 3.8 | 3.2 | 2.7 | ... |
| 哈萨克斯坦 | | | | |
| 向私人部门放贷增长率 ² | 54.0 | 74.0 | 79.0 | ... |
| 一级资本占资产总值的比率 ² | 8.0 | 8.0 | 9.0 | ... |
| 不良贷款占贷款总值的比率 ³ | 11.9 | 9.6 | 10.2 | ... |
| | (10亿美元) | | | |
| 备忘项： | | | | |
| 俄罗斯本币债券发行量 ⁴ | | | | |
| 金融机构 | 1.2 | 3.2 | 9.9 | 0.3 |
| 非金融机构 | 5.7 | 25.2 | 17.2 | 2.5 |

资料来源：Bloomberg L.P.的数据，国际货币基金组织出版的《国际金融统计》，国家当局数据，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

1. 2007年数据截至2007年2月13日。
2. 2006年数据截至9月。
3. 2006年数据截至3月。
4. 按照期间平均汇率换算成美元。

2006年贷款发行总量攀升了40.6%，这反映出商业银行在成熟市场面临激烈竞争的环境下寻求更高回报的趋势。2006年债券总发行量下跌了7.3%。

公司债券发行量迅速增加

在主权债券发行量持续减少的同时，私人部门债务不断增加，2006年新兴市场公司债券发行量创下历史纪录。包括公有公司在内的各类公司2006年期间在国际债券市场上共筹集了1250亿美元，比2005年高出近20%，据市场参与者预测，

发行量将继续上升。

新兴市场新发债券的总体信用质量继续提高，2006年发行的投资级债券占发行总量的58%。但各地区的情况很不一样，欧洲新兴市场国家2006年公司债券发行量增幅最大，但质量在下降。

事实上，欧洲、中东和亚洲最近发行的大多数公司债券为次投资级债券，且越来越多地是银行债券，尤其在哈萨克斯坦和俄罗斯。据Fitch Ratings (2006年a)，2006年期间哈萨克斯坦和俄罗斯发行的公司债券平均评级为BB，明显低于主权债务评级（分别为BBB和BBB+）。

哈萨克斯坦和俄罗斯公司2006年发行的债券量占欧洲、中东、亚洲公司和主权债券总发行量的40%以上（见表1.2）。随着债券发行量的增加，银行向私人部门的贷款增速很快，如果银行信用评估能力紧张，资产质量就可能下降。²⁹ 考虑到俄罗斯的资本充足率在下降，以及在新兴市场国家中哈萨克斯坦资本充足率偏低，这一现象相当令人关注（见统计附录中的表22）。另外，在哈萨克斯坦，尤其在信贷迅速增长的环境下，不良贷款比率较高。在俄罗斯，一些银行的巨额贷款占其资本的150%至200%。新兴市场公司（包括银行在内）债券的增长仍主要限于用外汇计值的债券，这增加了外汇风险。但银行客户的财富迅速增加和较低的杠杆率可在一定程度上抵消所有这些风险。

由于银行债券占新兴市场新发行公司债券总量的相当大一部分，应并行开展对国内银行的监管工作。监管机构需确保当地银行改进风险管理，尤其是解决资产负债表中日益严重的货币错配问题。另外，鉴于多数新债券的期限为3年至5年，决策者应对公司在用新债券取代旧债券时可能出现的债务集中问题进行监督。

²⁹ 为遏制贷款迅速膨胀，哈萨克斯坦当局于2006年年中提高了法定准备金要求，将原来很低的法定准备金率实际提高了两倍，还制定了外汇流动性规定，限制了短期外债对银行资本的比率，并收紧了关联方贷款、房地产贷款和跨国贷款规定。于2007年3月开展了第二轮审慎收紧贷款措施，其中包括限制了银行的外债总额。

“新疆域”

投资者对开拓撒哈拉以南非洲国家“新疆域”的兴趣从前很低，但 2006 年兴趣大增。在专门投资新兴市场的对冲基金和机构投资者的带动下，组合证券投资者日益活跃，尤其在以本币计值的债券市场中。³⁰ 新兴市场交易协会 (EMTA) 开展的一项交易量调查结果显示，撒哈拉以南非洲国家 2006 年债务交易量达 127 亿美元，几乎是 2005 年交易量的两倍。³¹ 流入该地区的证券投资资金主要集中在高收益的初级产品出口国以及宏观经济前景看好和资本市场较“开放”的国家，如尼日利亚、赞比亚等国，最近还有加纳。³²

该地区持续改善的基本面吸引了众多投资者。许多国家得益于债务减免，政府资产负债状况大获改善。高企的初级产品价格和获得改善的宏观经济管理也发挥了有利作用，降低了违约风险，改善了持续经济增长的前景。投资者认为，凝聚在千年发展目标中的、已获重债穷国和多边债务减免倡议支持的国际减贫政策共识短期内大大增强了金融稳定和增长。

此外，在 2006 年 5 月至 6 月间的调整中，撒哈拉以南非洲市场显示与流动性较大的新兴市场的走势并无相关性，所以可为投资者提供分散风险的好处。³³ 同时，随着该地区越来越多的资产可以通过欧洲结算系统来结算，交易成本降低，外国投资者进入该地区市场的能力获得增强。2006 年前，在撒哈拉以南非洲各国的货币中，只有南非货币是欧洲结算系统中的结算货币。而到 2006 年另有 7 种撒哈拉以南非洲地区的货币

30. 具有较长期投资计划和足够当地资源而能克服最初信息不对称问题的一些专业基金也正在扩大在该地区股票市场中的活动。

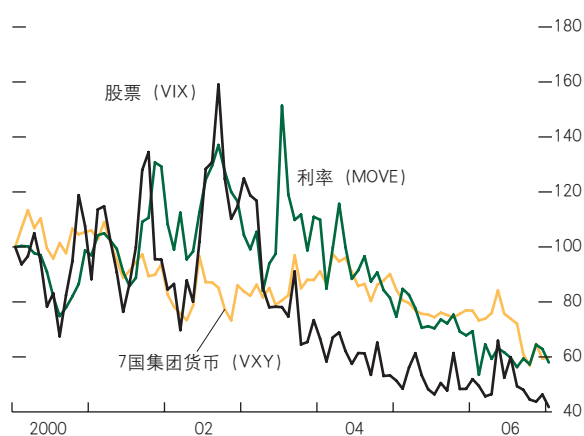
31. 新兴市场交易协会调查了全球 66 家大型交易商、银行和货币管理公司的投资情况，其中包括 90 多个新兴市场国家的政府和公司欧元债券、当地国库券以及其他证券的信息。

32. 据市场分析人士估计，2006 年上半年期间，约有 10 亿美元流入尼日利亚，比 2005 年全年外资流入量高出四倍多。赞比亚（2006 年流入量约为 2.5 亿美元）、坦桑尼亚（1.5 亿美元）、加纳、科特迪瓦以及肯尼亚和乌干达的外资流入量虽低于尼日利亚的水平，但也相当可观。

33. 相关性较低也可能是因为外国投资者在该地区参与程度有限。

图1.20. 隐含波动性指数

(2000年1月=100)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：VIX是芝加哥期权交易所S&P500波动指数。MOVE是Merrill Lynch期权波动估算指数。JPMorgan VXY指数衡量的是7国集团货币篮子的波动。

成为结算货币。³⁴

但外资流入量激增对决策者构成挑战，可能会使不发达市场招架不住，一旦外资突然撤走，市场将会遭受冲击（见专栏 1.3）。该地区各国当局需要确保市场发展和政策跟上外国证券组合投资的增长步伐。例如，尼日利亚迅速发展的当地养老金部门源源不断地为购买本币资产提供了资金，二级市场流动性持续增加。重要的是，随着外资流入量的增加，需要采取审慎的金融政策和宏观经济政策，以免扭曲当地资产价格，并确保外国投资者建立和维持信心。

全球金融市场是否盲目自满？

金融市场的大量资产波动幅度继续减小，现已达到很低水平（见图 1.20），风险利差空前狭窄。有人认为若干结构性因素促成了资产市场波动持续低缓状况。有一种说法是，尽管工业国生

34. 这在一定程度上反映了非洲开发银行为推动当地金融市场发展所做出的努力。非行发行了以当地货币计值的若干债券，在每次发行时都说服当局确保通过全球最大的证券交易系统——欧洲结算系统进行结算。

专栏 1.3. 赞比亚：案例研究

2005 年后期至 2006 年年底期间赞比亚的经历，为我们研究外国投资者进入和随后撤资对小规模当地市场可能造成的影响，提供了良好的案例。赞比亚于 2005 年 4 月达到重债穷国倡议下的完成点，并预期从 8 国集团在 Gleneagles 首脑会议后作出的向非洲增加减贫资金援助的承诺中获益。此外，作为铜出口国，铜价飙升（从 2004 年年底至 2006 年高峰期间上涨了 173%）增强了赞比亚宏观经济前景。

在此有利的经济背景下，外国投资者对赞比亚当地市场的兴趣增高。尽管市场流动性非常有限，并尽管当地市场不够发达，但在居高不下的名义利率（2005 年 9 月时高达 18%）和从本币升值中获利的前景诱使下，外国投资者纷纷涌入。

赞比亚政府债券市场中的外国投资比例从几乎是零，迅速增加到占当地市场相当大份额。截至 2006 年第二季度，非居民持有量占债券存量 15%，占国库券市场 23%。¹

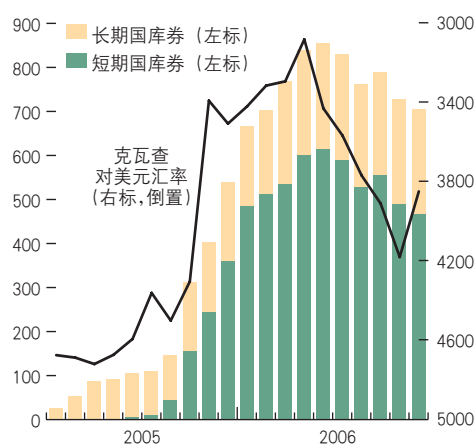
外资涌入加剧了赞比亚货币的升值压力。从 2005 年下半年至 2006 年第一季度，克瓦查升值了 44%，升值幅度大大超过其他初级产品出口国。同时，随着资金流入当地政府债券市场，在通货膨胀率下降的情况下，名义收益率明显下降。到 2006 年 5 月底，一年期债券收益率降至 7%，同期，通货膨胀率下降了 10 个

注：本专栏的主要作者是 Mark Walsh。

1. 外国投资者通过总回报掉期等产品间接持有的债券量占现有债券存量的份额可能高得多。

赞比亚：外资占债务存量的份额

(10 亿克瓦查)



资料来源：国家当局的数据，及国际货币基金组织工作人员的估算。

百分点左右，年通货膨胀率降至 8.6%。

2006 年 9 月 28 日选举之前政局日益动荡，加上铜价下跌，外国投资者遂撤离当地市场。外资撤离严重加剧了对本币和利率市场的压力。2006 年 5 月底至 9 月底期间，尽管铜价仅下跌了 4%，但克瓦查对美元汇率下跌了 16%。在此期间，外国投资者占国库券存量的份额从 24% 降至 19%。至 2006 年年底，部分原因是由于外国投资者撤离当地市场，一年期债券收益率回升至 9% 以上。

产能力限制越来越紧，但新兴市场经济体尤其是中国和印度可以协助满足全世界日益增长的、对产品和服务的需求，所以不必太关注通货膨胀风险。还有人认为，较好的宏观经济政策（包括央行良好的信誉）致使信贷周期较为平缓。此外，在金融创新和不断深化的信用衍生工具市场的推

动下，金融系统更广泛分散了风险，这可能也在降低波动性方面发挥了作用。

周期性因素可能也是导致目前波动较低的重要因素。像以往那样，在商业周期目前阶段的不确定性有所增加，但市场波动看来并不大。图 1.21 比较了美国最近三次商业周期期间股票波动情

况。³⁵ 充盈的全球流动性、仍然较低的公司杠杆率以及强烈的风险偏好是三大关键因素。而这三个因素今后可能会出现逆转。

关于流动性环境，较低的实际利率会鼓励投资者举债以增加投资回报。如果市场保持平静且有流动性，这一战略就会奏效，市场参与者可能会愿意持续提高杠杆率。即使美国以及其他国家的短期名义利率已升高（但实际利率仍位于或低于长期趋势利率水平），仍可从名义利率保持较低水平的经济体（主要是日本和瑞士）获得资金。借入低利率货币进行高收益资产投资的机会助长了投资者跨国套利交易活动（见图 1.22）。

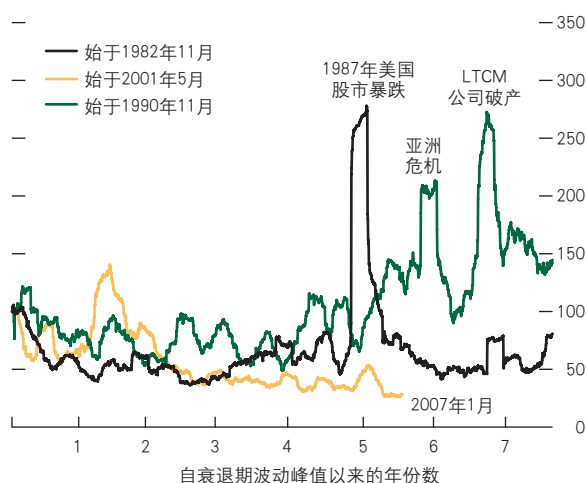
套利交易通常瞄准的是美国、澳大利亚、新西兰和欧元区等成熟市场经济体，以及巴西、匈牙利、南非、土耳其和一些亚洲国家等新兴市场经济体中的高收益资产。例如，在高达约 700 个基点的利差吸引下，日本散户投资者近些年增购了以新西兰元计值的债券（即所谓的“uridashi”债券），现在每月增购额达 20 亿美元左右。图 1.23 反映了套利交易的热火程度，其中显示机构投资者（即所谓“资金大户”）过去 6 个月来大力开展套利交易，大举借入日元和瑞士法郎进行以其他货币计值的高收益资产投资，积累了极高的投机头寸（按 1994–2007 年的情况估算）。

从流出日本的、包括其国内各银行向非居民提供的贷款和衍生工具在内的“其他类”投资量，即可窥见日元套利交易的规模（见图 1.24）。在 2006 年日本国际收支中，日元套利交易是最主要的资金流出项，高达 1700 亿美元左右。上次银行贷款和衍生工具大规模外流现象发生在 1997 年，此后爆发了亚洲金融危机、长期资本管理公司崩溃以及日元急剧升值等事件。套利交易只占外汇交易总量的一小部分，但越来越风行，芝加哥商品交易所中交易商的货币期货投机头寸即证实了这一点。在该交易所，1 月份日元和瑞士法

35. 本处的论述既涉及已实现的实际波动，又涉及隐含波动。已实现波动用已实现资产回报的标准差衡量，而隐含波动的自期期权或掉期期权价格，作为在风险中性的套利条件下投资的预计标准差。芝加哥期权交易所 S&P 500 波动指数（VIX）等波动指数通常追踪隐含波动情况。实际波动和隐含波动通常，但并非总是同向变动。

图 1.21. 波动性与美国商业周期

(初始日期指数为 100)



资料来源：Goldman Sachs和Bloomberg L.P.的数据，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：S&P 500指数的历史波动性；LTCM指Long-Term Capital Management公司。

图 1.22. 外汇套利交易的回报率与波动性

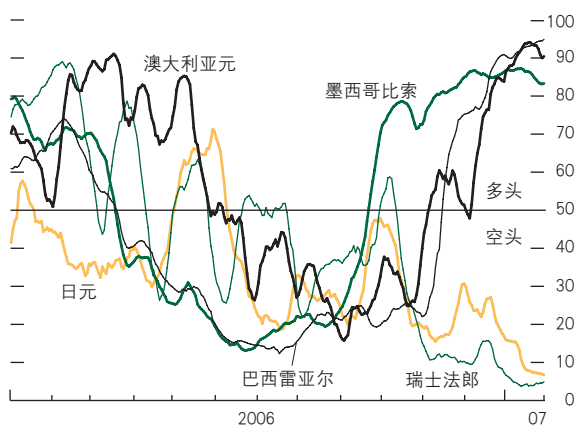


资料来源：Deutsche Bank和Bloomberg L.P.的数据，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

1. Deutsche Bank 10国货币期货回报指数。2004年1月1日=100。
2. VIX是芝加哥期权交易所S&P 500 波动指数。

图1.23. 机构投资者货币头寸

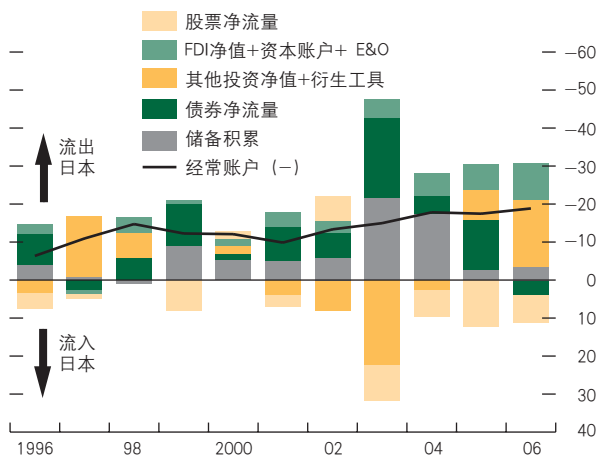
(百分位)



资料来源：State Street Global Markets的数据。

图1.24. 日本国际资本流量

(万亿日元)



资料来源：日本银行，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：2006年数据为截至2006年9月的一年期数据。FDI指外国直接投资；E&O指误差与遗漏。

郎的空头头寸达到空前水平。³⁶

导致目前波动较低的第二个周期性因素是非金融公司较低的杠杆率。在公司杠杆率较低的情况下，由于还债费用很少且违约可能性很低，信贷市场波动率不大。迄今违约率仍很低，但宽松的融资条件可能在一定程度上压低了违约率，从而助长了一些公司承担更大的信用风险。非上市股本收购造成了压力，杠杆周期已开始恶化。图1.25显示，就像2005年的情况一样，美国高收益资产违约率往往会在贷款意愿逆转大约一年后上升。

第三是强烈的风险偏好可能让低波动率长期存在。对冲基金以及其他投资者积极从事“出售波动率”交易，即售出期权，并收取期权费，指望（迄今为止仍属合理期望）市场变动不会大到价内期权的程度。这类做法还有，投资者愿意通过信用违约掉期出售违约保护产品（主要通过固定比例债务等证券进行杠杆交易）（见附录1.3）。远在价外的、用于预防极端结果的期权价格走势进一步证明了风险偏好增高后压低了波动这一推论。这表明，至少相对于极度价外期权与平价期权隐含波动率之间的历史平均价差而言，“尾端风险”价格较为便宜（见图1.26）。³⁷ 其他类资产投资也充斥这样的例子，他们的一个共同点是，投资者显然相信不会发生极端事件。杠杆贷款的需求量增加、加速追求包括以当地货币计值的新兴市场证券在内的高风险资产收益以及对冲基金承担更大市场风险或提高杠杆率，显然反映了强烈的风险偏好（见专栏1.4）。

风险

导致低波动环境的周期性因素（即低成本流

36. 见2006年9月期《全球金融稳定报告》（国际货币基金组织，2006年b）中关于日元套利交易的广泛论述。

37. 尾端风险指市场价格变动幅度达到市场平均价格几个标准差的风险。金融市场通常清楚意识到价格大幅变动并不罕见，跟风行为和期权交易可以导致价格大跌。与小幅波动的保险成本相比，尾端事件保险成本通常较高。这就是所谓的波动率“微笑”现象，价格大幅变化显示的波动率高于小幅变化显示的波动率（这意味着保险费相应也较高）。

专栏 1.4. 对冲基金风险是否也已加剧？

对冲基金目前占几个市场交易量的 1/3，为市场提供了流动性。对冲基金比通常的零售投资工具以及其他机构投资者承担更大风险的能力增强了其提供流动性的作用。它们通过在资产市场中高风险领域的投资和使用杠杆率等手段提供了流动性。它们通常使用杠杆率扩大其交易战略的回报。金融市场的顺利运转和稳定可能取决于对冲基金能否妥善管理杠杆率的使用。对冲基金使用的杠杆分两种：一是从机构经纪商处借款而获得直接杠杆；二是购入附有杠杆率的衍生工具而获得金融杠杆。使用杠杆增大了对冲基金在市场下滑时被迫抛售资产的可能性，所以可能会加剧市场波动。问题是对冲基金杠杆率极难估算，为此，我们采用了反映对冲基金回报对市场价格敏感度这一替代变量，并通过这一变量间接测算了这两类杠杆率以及对冲基金组合投资的相对风险程度。

为确定哪些资产价格对各对冲基金产生最大影响，我们使用了 12 年期间对冲基金许多类资产的月度回报进行了回归分析。由于对冲基金可被视为“对冲共同基金”，我们根据股票、债券和商品各大指数的回报，对各对冲基金总回报指数的变化进行了回归。为了说明杠杆率变化可能导致的对冲基金敏感度的变化情况，我们计算了 36 个月交叠窗每一“滚动”回归序列的资产回报系数之和。¹ 此项指标显示，过去两年来，对冲基金回报对这些因素的敏感度持续上升，现已回升至 2000 年股市泡

对冲基金回报的市场敏感度指标
(贝塔之和)



资料来源：国际货币基金组织工作人员的估算。

沫期间的水平。² 不过，它仍低于前几次金融市场危机时的水平。2006 年年底几家知名对冲基金陷入困境看来并没有引致敏感度下降，事实上，2006 年年底，随着股市劲升，敏感度甚至大幅回升。

有几个因素可能有助于解释这项指标的上升。首先，其他研究结果显示，在市场稳定一段时期后，对冲基金往往会提高杠杆率，而在市场再度波动时，则会降低杠杆率。因此，近些年许多类资产的市场波动长期低缓可能助长了对冲基金提高杠杆率，造成对冲基金对资产回报的敏感度上升。其次，与此相关的是，近几个月来，尽管对冲基金数目增加，但资金流入量减少了。结果，一些对冲基金发现越来

注：本专栏的主要作者是 Christopher Morris 和 Christopher Walker。

1. 回归分析使用的指数是：S&P 500、Eurofirst 300、Nikkei 225、JPMorgan 全球新兴市场指数、Goldman Sachs 商品指数以及 Lehman 成熟市场债券综合指数。由于回归漏掉了对某些对冲基金回报很重要的一些资产（如外汇或房地产），这里的系数总和应该会低于实际杠杆率。所以，此项指标的变化方向可能比变化水平更为重要。

2. 假如证券组合中平均投资于这些资产的份额基本不变，并假如对冲基金平均对这些指数、而不是回归分析未涵盖的其他资产进行同样比例的投资，此项敏感度指标即反映杠杆率。如果对冲基金平均对这些资产类别中“高贝塔”资产进行投资，此项指标可能会高估直接杠杆率。

专栏 1.4 (续完)

越难觅得有利可图的交易机会，于是，为获得投资者追逐的超额回报，增加了杠杆率或其组合投资的风险度。最后，也许是因为对冲基金从出售期权中获得期权费收入，对冲基金回报

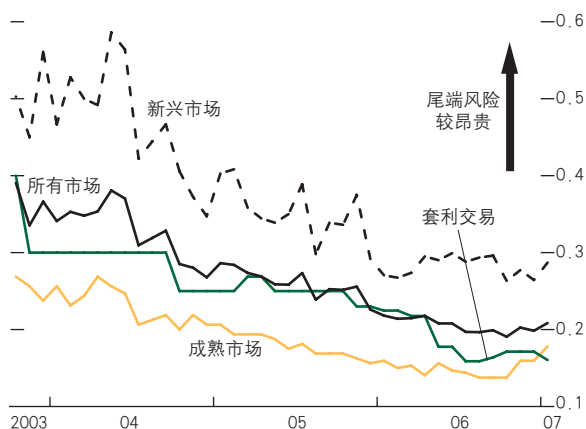
可能对这些回归所涵盖的各类资产变得更为敏感。总之，由于对冲基金敏感度增加，如果某一事件导致其组合投资选择突然或剧烈逆转或变化，就可能会影响金融稳定。

图1.25. 银行贷款意愿与公司违约率



资料来源：美联储体系理事会，欧洲央行，以及 Standard & Poor's 的数据。

图1.26. 外汇市场上“尾端风险”的相对价格 (极度价外期权的多余隐含波动性, 百分比)



资料来源：Bloomberg L.P. 的数据。

注：数据显示极度价外期权合约 (delta=0.25) 相对于价内期权合约 (delta=0.5) 的平均多余隐含波动性。

动性、公司部门低杠杆率和高风险偏好) 可能会逆转。随着日本央行和欧洲央行最终放弃通融性的货币政策，总流动性预计将减少。杠杆周期已转变，违约率也将随之上升。高风险偏好可能低估了经济风险，而高估了较高风险和杠杆率较高投资的流动性。在从目前低流动性环境返回较正常历史水平的过程中，金融市场也许会平稳过渡。

不过，也存在调整不顺的风险。增长率预期下调或重现通胀压力可能会造成波动率冲击，并可能引发组合证券投资大幅调整，头寸无序平仓。由于杠杆投资头寸的增加、尚未经受波动较大的市场环境检验的复杂衍生工具的进一步使用、组合证券投资中缺乏流动性的证券量越来越大以及从众交易的盛行等因素，波动率冲击的后果可能会被放大。

另外，各类资产回报的相关性逐渐增大，这意味着总市场篮子的波动率降幅小于其组成资产的波动率降幅，事实上，据一些估计，总市场篮子的波动甚至增大了。市场过于自满，可能尚未计入协方差风险，这可能会进一步加剧任何波动率冲击 (见图 1.27)。例如，2007 年 2 月底市场调整显示，各市场上看来微小、无关的事件可能迅速导致大量金融资产风险头寸的平仓行为 (见专栏 1.5)。

波动率冲击可能会引致套利交易突然平仓。由于平仓将导致日元融资额减少，尤其在全球失衡的环境下，可能会出现日元急升现象。升值压力减缓可能会受到有些标的货币国欢迎，但汇率急贬可能会引发通货膨胀，或拉高利率，进而扰乱金融市场。

这一波动率冲击将对新兴市场造成严重影

响。图 1.28 显示了作为风险偏好代理变量的股票隐含波动率的变化对新兴市场主权债券利差的影响。³⁸ 根据此模型，如果波动率比 1990 年以来平均波动率高出两个标准差，利差将扩大 225 个基点，即超出 2006 年年底水平的一倍多。³⁹ 据此模型测算，这相当于全球新兴市场债券指数 (EMBIG) 中每只主权债券的信用评级都下降两级。

1998 年 10 月，发生了日元套利交易斩仓现象。由于日元套利交易大规模平仓，加上复杂的期权以及各种对冲战略推波助澜，10 月 6 日至 9 日期间，美元兑日元汇率下跌了近 15%。这对实际部门造成的影响极为有限，但对冲基金和大型金融机构日元空头头寸的平仓致使主要市场上流动性枯竭，短期内严重扰乱了市场环境。

出于以下若干原因，目前状况看来没有 1998 年事件前夕那么严重。第一，逐渐缩小利差已是有关国家货币政策的中心内容。第二，1998 年套利交易的多头头寸主要集中在美元上，而现在的多头头寸看来则散布在若干货币上。第三，全球宏观对冲基金已不再能像当年那样在市场上呼风唤雨，而且，由于改进了风险管理技术，对冲基金通常在平仓上较为灵活。第四，日本投资者现在更为多元化，散户投资者增强了金融稳定性。最后，金融市场的深度总体上超过 10 年前的水平，能更好地应付资产价格的波动。

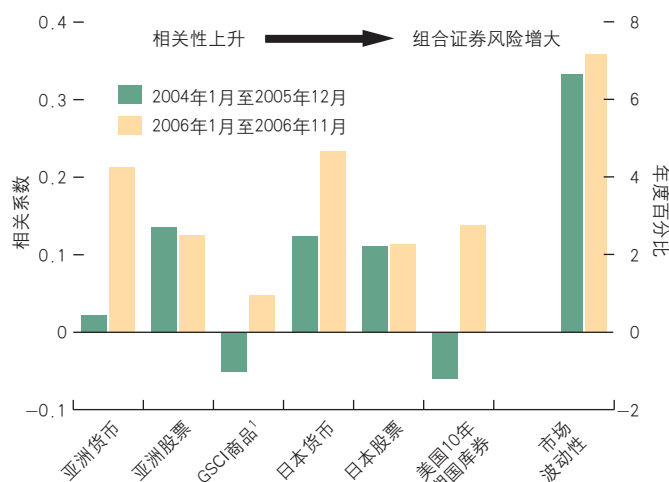
关于减缓稳定性风险的政策

良好的全球经济状况促成了良好的金融环境，但最近出现的事态可能会削弱金融稳定。本章论述的任何因素本身并不是很大的风险，但如果下行风险扩大或加剧，就可能在金融体系其他领域造成连锁反应。我们面临的挑战是必须进一步加强金融体系，确保能应付目前有利的金融环

38. 这里的分析基于 2006 年 4 月期《全球金融稳定报告》(国际货币基金组织, 2006 年 a, 专栏 1.6) 所述模型的更新模型。

39. 这样的波动率上升现象并不罕见。事实上，这里使用的既是股市波动率指标又是风险偏好代理变量的芝加哥期权交易所 S&P 500 波动指数 (VIX) 自 1997 年以来已 10 次冲破这一水平。

图 1.27. 各类资产与 S&P 500 和广泛市场波动的相关性

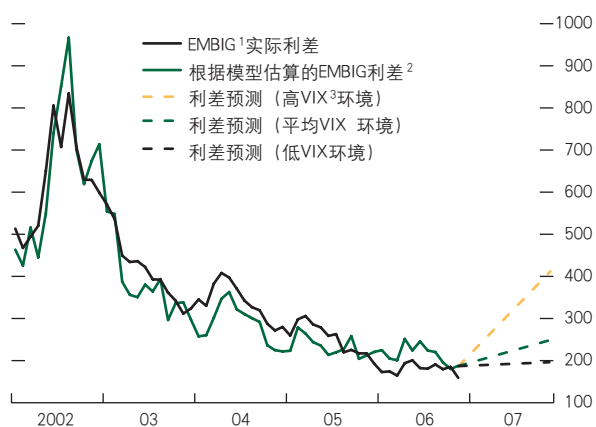


资料来源：Bloomberg L.P. 的数据，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：按每日回报计算。市场波动性系所列每种资产以及 S&P 500 回报年度标准差的平均数。相关系数见左标，市场波动性见右标。

1. GSCI 指 Goldman Sachs Commodity Index。

图 1.28. 波动性冲击对主权债券利差的影响 (基点)



资料来源：Bloomberg L.P., JPMorgan Chase & Co. 和 PRS Group 的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

1. EMBIG 指全球新兴市场债券指数。

2. 由于阿根廷债务重组导致数据序列中断，在模型中剔除了阿根廷。另外，因数据序列较短，本模型还剔除了印度尼西亚及几个小国。本项分析共涵盖 32 个国家。

3. VIX 指芝加哥期权交易所 S&P 500 波动指数。

专栏 1.5. 2007 年 2-3 月市场调整的原因与影响

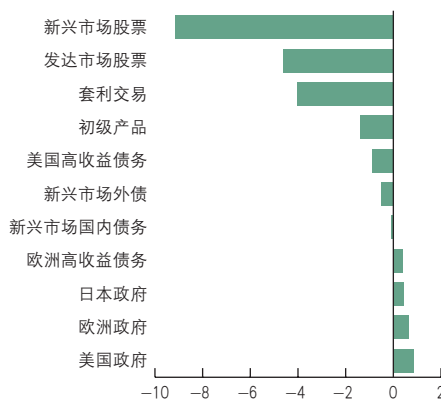
2007 年 2 月末至 3 月初，市场一度波动，许多高风险资产的价格回落到 2006 年后期的水平。到了月中旬，这种波动平息。股权和信用市场风险升水的普遍延伸与投资者追求质量相关，造成主要主权债务市场的无风险资产的收益率下降。这些市场变化是在较长一段时间的低波动和价格上升之后出现的，起因是一些过度发展头寸的出仓。这一期间套利交易的反向调整突出显示了过度依赖证券投资流入的新兴市场所面临的风险。风险升水的重新确立应能够收紧金融状况，增强信贷约束，并且，如果能持续下去，将有助于支持全球金融稳定。

抛售的原因

市场的调整反映了对市场风险的重新评估，这是由定值因素和根本性因素触发的。几个市场的长期上调使过度发展的头寸特别易受下行风险的影响。此外，为了维持较高收益率，投资者建立了更大的、杠杆率更高的头寸，从而可能面临更剧烈的资产价格波动。尽管抛售是从抛售在中国的多头股权头寸开始的，但全球范围内的广泛抛售表明另有根本原因。投资者追求更安全的投资，突出的表现是高风险资产（特别是股票和信用产品）价格下跌和成熟主权债价格上涨。

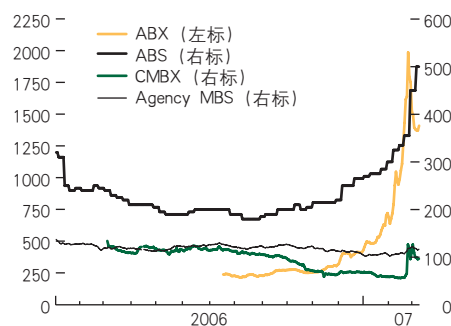
在抛售开始之前，美国次级抵押贷款市场的恶化已经导致次级抵押贷款利差和相关衍生产品的扩大。2007 年年初前，市场参与者普遍认为，美国住房市场下滑的影响将只限于规模较小的次级抵押贷款部门以及为次级抵押贷款提供发起、偿还和保险服务的专业公司，而对其他部门影响有限。1 月初，随着次级抵押贷款的信用违约掉期（以 ABX 指数代表）上升到危险水平，这种看法已开始削弱。2 月初之前，次级抵押贷款的利差还相对稳定，但最终也在 2 月末扩大，尽管发行量非常小。

2007年2-3月市场调整期间各类资产的收益率 (百分比变化)



资料来源：Bloomberg L.P., Deutsche Bank, JPMorgan Chase & Co.和Merrill Lynch的数据；及国际货币基金组织工作人员的估算。

居民住宅优惠、次级和商业抵押支持证券的利差 (基点)



资料来源：Bloomberg L.P.和JPMorgan Chase & Co.的数据。

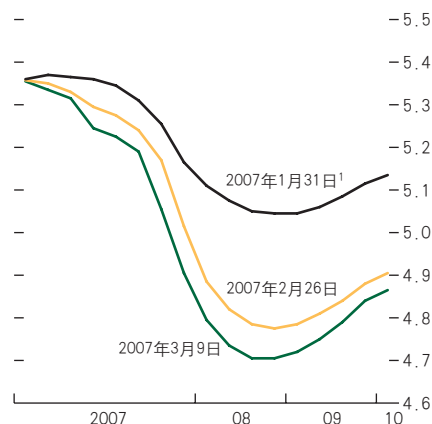
注：ABX=与抵押贷款有关的资产支持证券的信用违约掉期，CMBX=商业抵押支持证券的综合指数，ABS=次级抵押贷款担保的信用分级证券，Agency MBS=政府赞助企业抵押支持证券。

美国部分金融机构的违约保险成本
(千美元/年, 5年内的1千万美元优先债务)



资料来源: Bloomberg L.P.的数据。
1. 投资级公司信用违约掉期指数。

欧洲美元期货隐含的利率
(百分比)



资料来源: Bloomberg L.P.的数据。
1. 2007年1月31日是联储公开市场委员会 (FOMC) 上一次货币政策会议的日期。

在范围更广的市场抛售形势下, 现金和综合次级市场的不佳表现随后扩展到更高信用级别的抵押产品和担保债务。

随着投资者开始担心他们可能低估了次级市场压力对其收益的影响, 美国最大的一些金融机构的违约保险成本上升。然而, 一些评论人士指出, 违约利差虽然扩大, 但仍接近历史低水平。因此, 他们认为, 这不表示这些机构的财务稳健性显著下降。利率掉期利差也在扩大, 原因是投资者对金融部门信用风险增大存在担心。其他资产市场显示出更广泛的信用风险升水提高, 高收益现金利差扩大, 而公司信用违约掉期利差因大规模保护购买而扩大。

市场参与者普遍认为, 对美国经济软着陆的基线预测仍是可能的, 但市场调整使人们更加重视下行风险。在市场调整发生之前, 市场参与者越来越担心下行风险, 这种下行风险在一定程度上与住房市场的疲软有关 (但非唯一

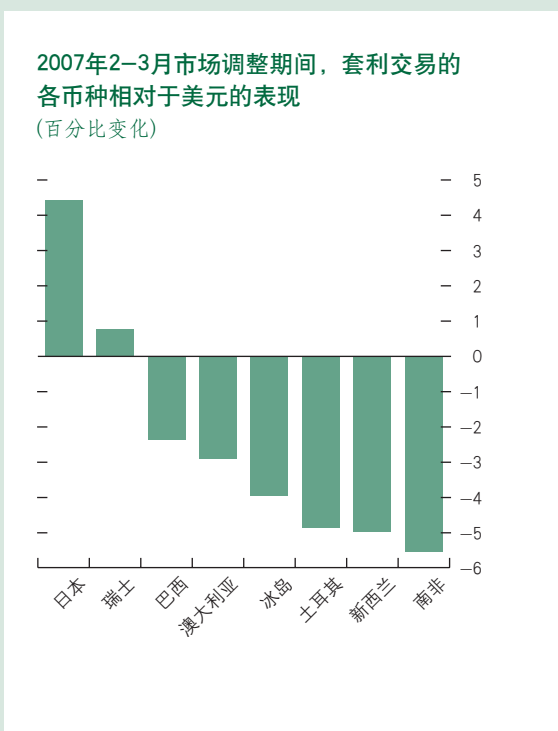
相关)。住房部门的数据显示, 住房市场可能尚未触底, 因为新房销售继续下跌, 库存继续上升。另外, 数据显示出美国企业投资的一些疲软迹象。

全球货币政策预测和主要宏观预测没有因市场动荡发生显著变化。欧洲美元、欧洲日元、欧元银行同业拆息、空头英镑和其他利率期货市场显示, 对调整后进一步放松的预期仅略有增强。

哪些市场受到最大影响?

如本章详细讨论的, 低波动环境、风险偏好的增强以及金融状况的放松鼓励投资者建立各种风险资产和战略的杠杆投资头寸。相应的, 抛售规模最大的市场是那些最依赖这种环境的持续存在、同时也是最易受投资者风险回避程度增大影响的市场。与2006年5-6月的市场调整 (主要集中于新兴市场) 不同, 2007

专栏 1.5 (续)

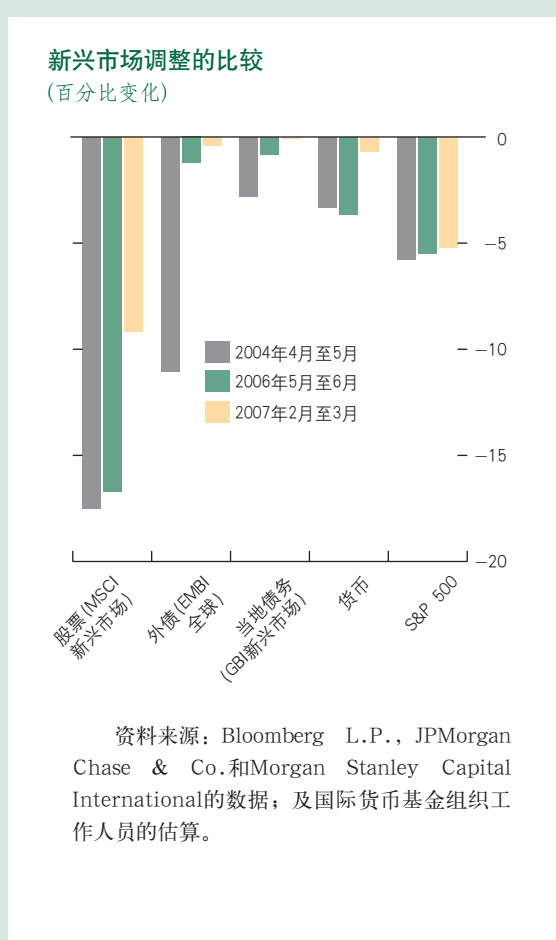


年2-3月避险调整的范围更广。更具体而言，相比近期的历史调整，最为波动的调整发生在以高收益货币为目标的套利交易、隐含波动性、成熟主权债务市场以及发达和新兴市场的股市。公司信贷也经历了大幅波动。

最过度发展的套利交易部分平仓，这是它们自2006年年初以来的最差表现，隐含波动性的变动幅度超过两个标准差。日元对美元升值4%，更高收益的货币（特别是巴西、土耳其和南非的货币）贬值。（未利用杠杆作用的）投资者若用日元为货币市场多头头寸提供融资，则会因汇率变动而损失整个一年的利差收益。

固定收入、货币和股票市场的隐含波动性增大，反映出实际波动性的上升。在此之前，许多对冲基金通过卖出期权对压低波动性发挥了一定作用。

由于预期美国前景存在风险，成熟股市

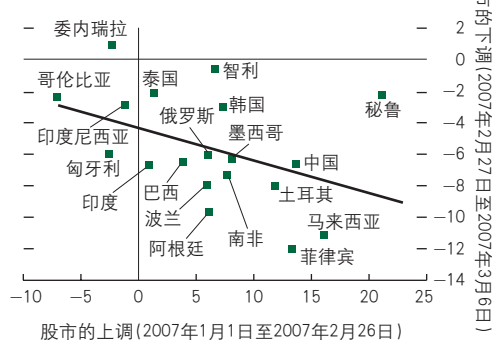


价格下跌。美国、日本和欧洲股市先后下滑，经济不确定性的增加反映在股价下跌和波动性增大上。由于投资者对金融公司对信用市场的潜在风险暴露存在担心，金融公司的股票下跌。

新兴市场股价下跌，但小于2006年5-6月的下跌幅度。年初几个月上调幅度较大的市场（中国、马来西亚、菲律宾、土耳其），也是股价升得较高的市场，它们的跌幅最大。与2006年5-6月的情况不同，新兴市场主权债利差受到的影响较小。各地区所受影响差别不大。除了风险的释放外，没有其他根本性驱动因素。

新兴市场股市的上调与下调

(百分比变化)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据；及国际货币基金组织工作人员的估算。

2007年2-3月市场抛售的最显著特点是高风险资产抛售的广度与深度。2006年年底，各类资产收益的相关性增大，市场动荡使相关

性进一步上升，削弱了资产分散化的好处。然而，即使是在2-3月市场抛售最甚之时，波动性仍低于2006年5-6月的峰值。所有市场都维持了双向流动性，信用衍生产品市场平稳运作。

影响

尽管出现了最近的市场调整，有利的经济基线预测继续支持全球金融稳定。然而，金融市场和信用风险已转为下行，应引起市场参与者和监管者的注意。

套利交易的平仓突出显示了过度依赖证券投资流入的新兴市场面临的风险。一些具有大量经常账户逆差和外部脆弱性的新兴市场国家依赖外国投资者对本地债券市场的投资（受更高收益的吸引），但市场调整显示，如果金融波动性增大，这种资本流入可能减少或逆转。

境一旦逆转的情况。

疲弱的美国房市对整体金融体系的影响有限，但美国次级抵押贷款部门正面临信用质量恶化的压力。迄今虽未波及总体金融稳定，但考虑到抵押贷款相关证券的复杂市场结构可能会掩盖风险的分散方式、风险承担者以及风险对冲的程度，金融监管机构必须认识到产生外溢影响的可能性。在此方面，确保维持承销标准对维护市场秩序至关重要，我们为此欢迎最近颁布执行的承销指导方针。

成熟市场国家的决策者需要继续严密监视非上市股本收购大幅增加现象。积极从事这些交易的金融中介机构需要意识到所涉及的风险，并须为多种风险同时释放的罕见情况做好准备，监管机构不妨鼓励他们这样做。具体而言，负责承销、提供过渡融资或参与发售杠杆贷款的银行必须确

保适当管理其风险。监管机构须意识到，激烈的交易竞争可能会导致一些市场参与者放松信用纪律和贷款标准。

全球失衡问题的无序调整风险虽有所减缓，但仍令人关注。用于购买美国固定收入债券以弥补该国经常账户逆差的海外流入资金构成上的变化显示，流入的债券认购资金已变得对利差变化更为敏感，并可能对市场情绪变化更为敏感。应将政策重点继续放在减缓与全球失衡相关的脆弱性上。继续增强交流战略有助于货币政策制定者确保市场有序调整，其中包括化解套利交易活动过度积累和无序平仓的风险。此外，监管机构应向散户投资者警示外汇投资或高杠杆投资的风险，并确保出售这类证券的投资公司适当提醒投资风险。

关于新兴市场，外资流入有利于这些国家的

表1.3. 自2006年9月期《全球金融稳定报告》发表以来的风险和状况变化

| 状况与风险 | 自2006年9月期 《全球金融稳定 报告》发表以来 的变化 |
|-----------------------|--|
| 货币与金融状况 | ↔ |
| • 美国、日本、欧元区平均实际短期利率 | ↓ |
| • 经调整的广义货币增长 | ↑ |
| • 金融状况指数 | ↑ |
| • 官方储备增长 | ↔ |
| 风险偏好 | ↑↑ |
| • Merrill Lynch 投资者调查 | ↑ |
| • State Street投资者信心指数 | ↑ |
| • 新兴市场债券和股票基金的资金流入量 | ↑ |
| • Goldman Sachs风险回避指数 | ↑ |
| 宏观经济风险 | ↓ |
| • 《世界经济展望》所列的全球增长风险 | ↓↓ |
| • 美国、日本、欧元区信心指数 | ↓ |
| • 经济意外指数 | ↓ |
| 新兴市场风险 | ↓ |
| • EMBIG基本利差 | ↔ |
| • 评级机构上调/下调 | ↓ |
| • 中位通货膨胀波动性 | ↑ |
| • 新兴市场外汇的隐含波动性 | ↓ |
| 信用风险 | ↓↓ |
| • 全球高收益指数利差 | ↓ |
| • 高收益指数的信用质量构成 | ↑ |
| • 投机违约率预测 | ↔ |
| • 大型复杂金融机构组合投资违约概率 | ↔ |
| 市场风险 | ↑ |
| • 投资银行的风险价值 | ↔ |
| • 对冲基金的市场敏感度指标 | ↑ |
| • 期货市场中的投机头寸 | ↓ |
| • 各类资产的隐含波动性 | ↓ |

注：各项风险/状况的变化用以下方式表示：↑表示风险增大或状况趋于宽松，↓表示相反，↔表示无明显变化。

经济发展，但可能会突然逆转。如果全球经济环境走弱，融资环境可能会变得较为艰难，而严重依赖组合证券资本流入的国家将尤为困难（国际货币基金组织，2006年b，第一章）。确保实行稳健的宏观经济管理和长期有效使用流入资金将有助于防范突然撤资。如果国家创造有利于维护信心的投资环境、有效利用资本并发展当地金融市场，就能从流入的外资中获益。在此方面，实施适当政策加强和深化当地资本市场，是提高金融体系应对资本流动问题能力的中期战略的一项重要内容。在第二章中指出，外国投资者平稳参与有助于提高当地市场的流动性和可交易证券的期限。但如果外资过度参与并挤压当地投资者，

当地的本土资产价格就会更多地受全球因素影响，而不是受当地因素影响，而当地的监管机构可能无力应付其中的风险。因此，我们鼓励决策者发展养老基金、保险公司和共同基金等机构投资者网络，以协助发展国内市场。为此，新兴市场国家应进行努力，允许当地机构自行选择投资项目，而不是通过政府指令或扭曲性的税收或监管措施影响其投资决定。

要想化解市场参与者更大程度地承担风险行为引致的系统性风险，最好应采取适当政策，确保参与者适当明了所承担的风险，并保护“无辜的旁观者”，使其免遭投资者行为急剧变化造成的影响。在此方面，最近加强了对近些年发展迅速、缺乏透明度的对冲基金的监督力度。对冲基金在资本市场中，在转移风险、提供流动性和促进金融创新等方面发挥着日益重要的作用（见附录1.4）。对冲基金推动了不同资产市场和各地区市场之间的联系，但同时也增大了外溢影响的可能性。

具体而言，关于对冲基金，有几个值得关注的领域。投资者当然须负责监督并试图影响其参股机构的行为，但由于投资者需求往往超出对冲基金吸纳新资金的能力，不太可能建立这样的市场纪律。虽然对冲基金投资者及其银行和券商对手方自1998年长期资本管理公司崩溃之后已提高了透明度，但我们仍建议投资者及其对手方继续提高透明度。为维持金融稳定，最有效和最实际的做法也许是，通过加强与管理层的对话和更严密地监管为对冲基金提供服务的银行和券商，间接监督对冲基金的活动，这样做并不会影响对冲基金对金融稳定做出积极贡献的潜力。正如其他金融领域的标准做法一样，我们也欢迎私人部门和监管部门考虑或制定对冲基金行业最佳做法守则。最后，在国际和多边层面监督全球对冲基金行业动态将越来越有用，可与国家的努力相辅相成。

附录 1.1. 应用全球金融稳定图

注：本附录的主要作者是 Brian Bell。

本附录概述全球金融稳定图（见图 1.1）选用的每项广泛风险和状况指标的具体利弊。图中，如果无法适当显示一些现有指标，则借助于市场资讯和人为判断。

为着手构建全球金融稳定图，我们在对照了每项指标的历史动态后，确定了各项指标目前水平所处的百分位，以便判断相对于 2006 年 9 月期《全球金融稳定报告》和更长远而言的各项指标现况。为此，我们尽可能选用有一定时间序列的指标。但图中的最终点位并不是以机械方式选定，而是根据基金组织工作人员的最佳判断确定的。稳定图尚未定型，将在今后各期《全球金融稳定报告》中进一步加以完善。随着各项相关风险和状况的基本概念得到进一步澄清，可用更有效的指标代替下文所述的一些指标。表 1.3 显示了自上一期《全球金融稳定报告》发表以来每项指标的变化情况以及我们对每项风险和状况的总体评估。

货币与金融状况

用于衡量与全球货币和金融状况相关的资金供应情况和融资成本。

为捕捉成熟市场总体货币状况的变动情况，我们首先考察了美国、日本和欧元区短期实际利率的平均水平，审查了央行流动性成本（见图 1.29），然后广泛衡量了剩余流动性（即广义货币增长与货币需求估计增长之间的差额）（见图 1.30）。一些研究人员认为，由于货币政策传导至金融市场的渠道很复杂，如果纳入资本市场指标，将能更充分地反映金融价格和财富对经济的影响。所以，我们使用了一项金融状况指数，其中涵盖了汇率、利率、信用利差以及资产价格回报等变动情况（见图 1.31）。⁴⁰ 央行官方储备激增为本币市场和全球市场增添了央行流动性。近些年，这些储备中的相当一部分资金投资于美国

40. 有几家投资银行编制广泛金融状况指数。本附录介绍了由 Goldman Sachs 编制的指数。Tsatsaronis 和 Zoli (2005 年) 用英语论述了编制广泛金融状况指标的益处。关于评估流动性状况的较详细论述，请参阅 2005 年 4 月期《全球金融稳定报告》（国际货币基金组织，2005 年，专栏 2.1）。

图 1.29. 美国、日本和欧元区短期实际利率

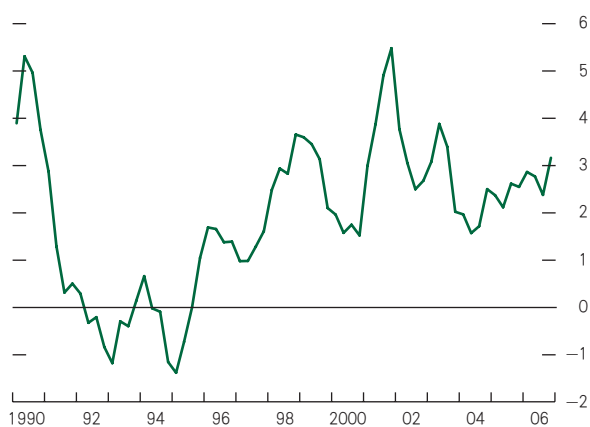
（经 GDP 加权的平均数，百分比）



资料来源：Bloomberg L.P. 的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

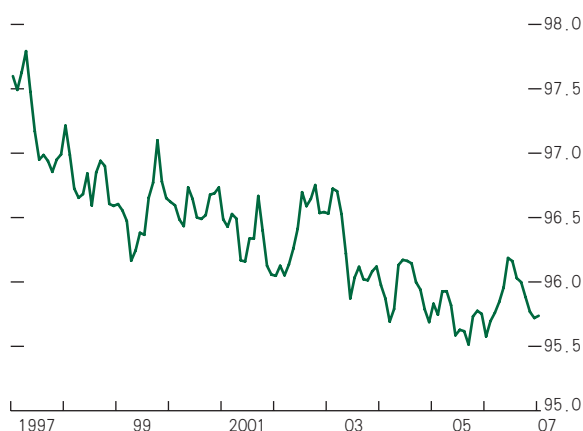
图 1.30. 美国、日本和欧元区住户和公司的剩余流动性

（百分点）



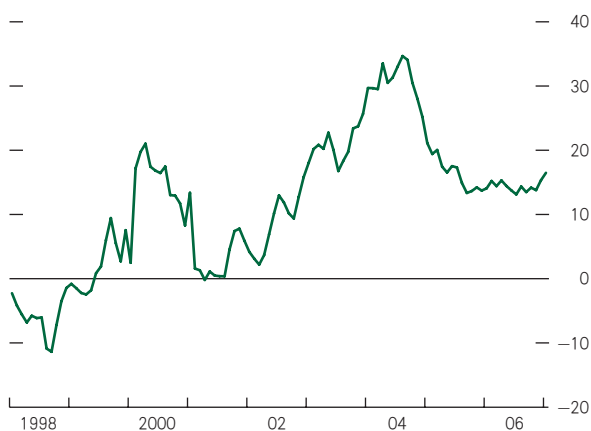
资料来源：经济合作与发展组织和 Bloomberg L.P. 的数据，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

图1.31. Goldman Sachs全球金融状况指数



资料来源：Goldman Sachs的数据，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

图1.32. 存于纽约联邦储备银行的储备 (百分比, 年增长率)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

国库券和机构债券，致使全球固定收入市场上收益率持续低落。为了对此进行衡量，我们审查了存于美联储的官方国际储备的增长情况（见图 1.32）。

货币与金融状况仍相当好，与过去相比更是如此。广义货币和官方储备的增长势头仍很强劲，而且，随着股市上涨和信用利差持续缩小，金融环境仍很宽松。事实上，金融状况指数显示，目前的金融环境几乎是过去 10 年来最宽松的。不过短期实际利率上升产生了一定程度的抵消作用。由于对紧缩政策的预期有所增强和通货膨胀较低，短期实际利率上升了，但与长期利率比较，仍不算高。总体上，货币与金融环境仍很有利，与 2006 年 9 月期《全球金融稳定报告》发表时的情况基本一样。

风险偏好

用于衡量投资者愿意通过增购较高风险资产而承担更大风险以及可能蒙受更大损失的程度。

这项指标显示投资者主动承担更多风险的程度。一种办法是直接衡量，使用专门考察大型机构投资者承担风险行为的调查数据。《Merrill Lynch 投资者调查》询问了 300 多家基金经理，了解他们相对于基准而言所能承担风险的程度（见图 1.33）。我们然后推算出自报高于基准承担风险程度的投资者所占的净百分比。另一种办法是审查机构投资者的持有量及其流入高风险资产的情况，这类头寸的增加即意味着机构投资者愿比国内散户投资者承担更大风险。State Street 投资者信心指数根据投资者股票持有量相对于其他较安全资产持有量的变化（其中所涵盖的资产占全球可交易资产的 15% 左右），衡量了风险偏好（见图 1.34）。⁴¹ 此外，我们还考察了另一高风险资产类别——新兴市场股票和债券基金的资金流入情况（见图 1.35）。还可通过审查价格或收益数据间接推算风险偏好。例如，Goldman Sachs 风险回避指数根据资本资产定价模型，衡

41. Froot 和 O'Connell (2003 年) 论述了使用证券持有量显示风险偏好的好处。

量投资者愿意投资有风险资产而不是无风险证券的程度（见图 1.36）。这一模型通过比较国库券与股票回报率，计算了随着时间而变动的风险回避程度。这些指标合在一起，涵盖了承担风险行为的各个方面，提供了风险偏好的基本指标。

由于投资者越来越相信 2007 年期间全球增长将继续强劲，并认为美国经济将实现软着陆，近几个月风险偏好程度上升。投资者自报所承担的风险超过了基准，资金继续流入较高风险资产。如本章所述，投资者承担的风险越来越高，资本源源不断地流入当地新兴市场和流入新兴市场企业以及日益受到青睐的较新奇市场即说明了这一点。但我们所审视的多数指标仍大大低于以前的风险偏好极端值。这表明，虽然风险偏好不断增强，但仍未达到引起人们担忧风险偏好将有损金融稳定的地步。

宏观经济风险

用于衡量在现有资本市场环境下或金融机构承受压力情况下可能触发市场剧烈调整的宏观经济冲击风险。

对宏观经济风险的评估主要参照了 2007 年 4 月期《世界经济展望》中的分析，它与该报告中关于全球增长前景和风险的总体结论相吻合（国际货币基金组织，2007 年）。我们除了参考此项分析外，还审查了主要跟踪关于经济总体前景信心程度的变化指标。首先，我们审查了各主要成熟市场中经 GDP 加权的信心指数总和，以确定企业和消费者对经济前景是持乐观态度，还是持悲观态度（见图 1.37）。其次，我们审查了显示所公布的数据对金融市场而言是否是一致利好或利空的经济活动意外信息指数（见图 1.38）。这样做的目的是确定那些了解情况的参与者可能会在何种程度上必须根据已知结果调整其对经济增长前景的看法。

自 2006 年 9 月期《全球金融稳定报告》发表以来，宏观经济风险看来已有所缓和。《世界经济展望》预测 2007 年全球经济将稳健增长，认为增长面临的风险仍略偏于下行，但自上次评

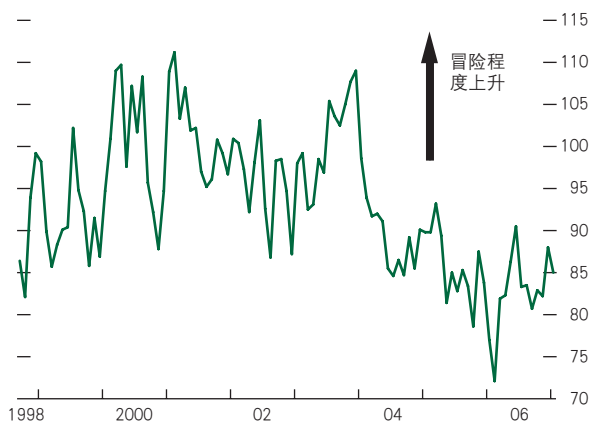
图1.33. Merrill Lynch基金经理关于风险偏好问题的调查
(百分比)



资料来源：Merrill Lynch的数据。

注：显示在接受调查的投资者中，报告所冒风险高于基准水平的投资者所占净百分比。

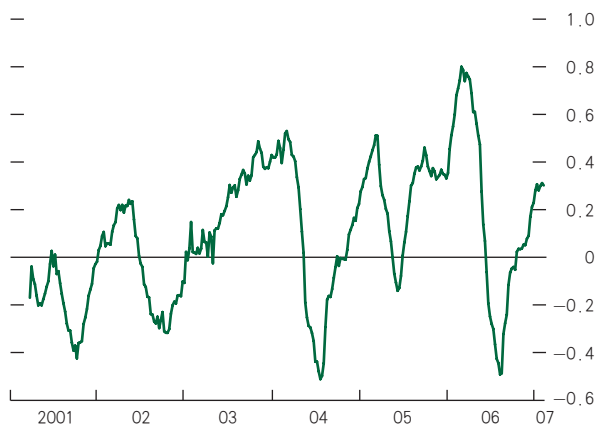
图1.34. State Street 投资者信心指数



资料来源：State Street Global Markets的数据。

图1.35. 新兴市场债券和股票基金的资金流入情况

(占管理资产的百分比, 13周滚动平均)



资料来源: Emerging Portfolio Fund Research, Inc. 的数据, 以及国际货币基金组织工作人员的估算。

图1.37. 美国、日本和欧元区平均经济信心指标 (指数)



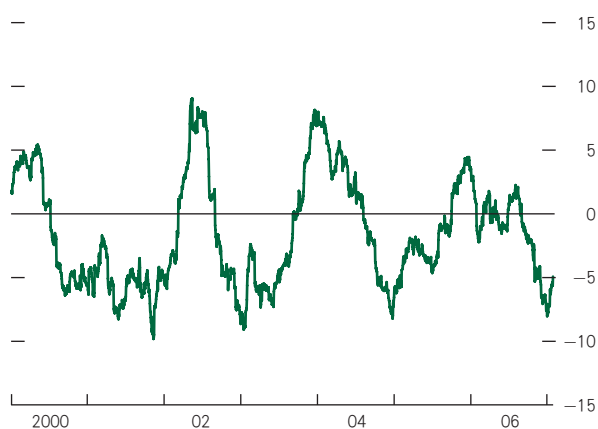
资料来源: Bloomberg L.P. 的数据, 以及国际货币基金组织工作人员的估算。

图1.36. Goldman Sachs 风险回避指数



资料来源: Goldman Sachs 的数据。

图1.38. Dresdner Kleinwort 全球经济活动意外指数 (6个月滚动累积)



资料来源: Dresdner Kleinwort 的数据。

注: 为净数, 计算方法是利好意外信息数目减利空意外信息数目。

估以来，这些风险已降低。这与上述指标相符，这些指标显示，人们增强了对宏观经济前景的信心，并预期2007年全球经济强劲增长。但风险依然存在，其中包括美国房市的疲弱和全球严重失衡问题的无序调整。

新兴市场风险

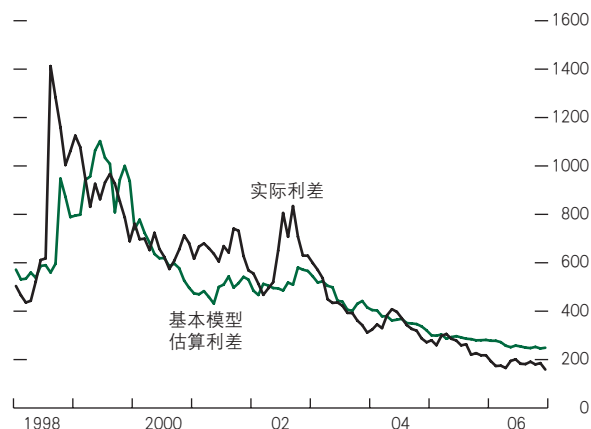
用于衡量与新兴市场基本面相关的风险以及对外部风险的脆弱性。

这里所衡量的风险主要是与新兴市场、而不是与全球环境相关的风险，它们从概念上虽有别于宏观经济风险，但与宏观经济风险密切相关。我们使用前几期《全球金融稳定报告》所用的新兴市场主权利差模型，查明了新兴市场国家基本面变化引致的、而不是外部因素导致的全球新兴市场债券利差的变化情况（见图1.39）。这些基本因素造成了新兴市场国内经济、政治、金融风险的变化。然后，我们审查了S&P和Moody's主权信用评级行动的趋势（见图1.40）。此项指标力图反映这些经济体宏观经济环境的改善以及在减少外部融资需求造成的脆弱性方面取得的进展。尤其是，考虑到许多新兴市场国家降低了对主权债务融资的需求，我们还想衡量与主权债务无关的新兴市场基本环境。我们为此审查了各新兴市场通货膨胀率的波动情况（见图1.41）。由于货币政策变得越来越易预测和日益专注于控制通货膨胀，预计这一风险指标将下降。最后，我们使用最近构建的JPMorgan新兴市场货币波动指数，从市场价格的角度审视了新兴市场的风险（见图1.42）。

按历史标准衡量，新兴市场风险仍较低，自2006年9月期《全球金融稳定报告》发表以来可能还略有下降。随着新兴市场国家的基本面大幅改善，并随着信用评级机构继续采取对新兴市场十分有利的评级行动（尽管最近有几次引人注目的下调），主权债务利差已降至空前低点。不过，一些新兴市场的通货膨胀波动率在原来较低的基础上增大，决策者对维持价格稳定的承诺可能会遇到挑战，另外，若干国家的改革疲劳症仍是令

图1.39.全球新兴市场债券利差：实际利差与基本模型估算利差

(基点)



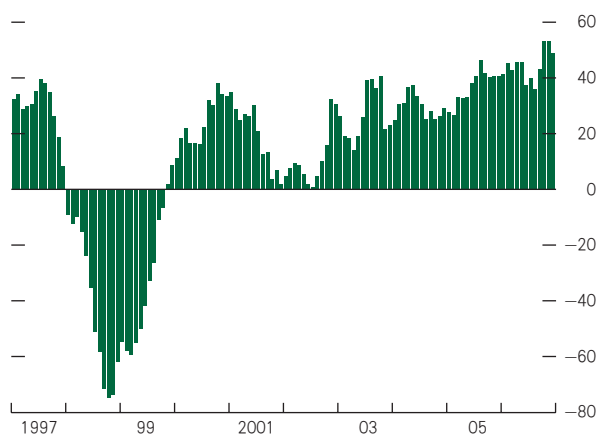
资料来源：Bloomberg L.P., JPMorgan Chase & Co.和PRS Group的数据；以及国际货币基金组织工作人员的估算。

1. EMBIG指全球新兴市场债券指数。

2. 由于阿根廷债务重组导致数据序列中断，在模型中剔除了阿根廷。另外，因数据序列较短，本模型还剔除了印度尼西亚以及几个小国。本项分析共涵盖32个国家。

图1.40.新兴市场信用质量：信用评级净变动

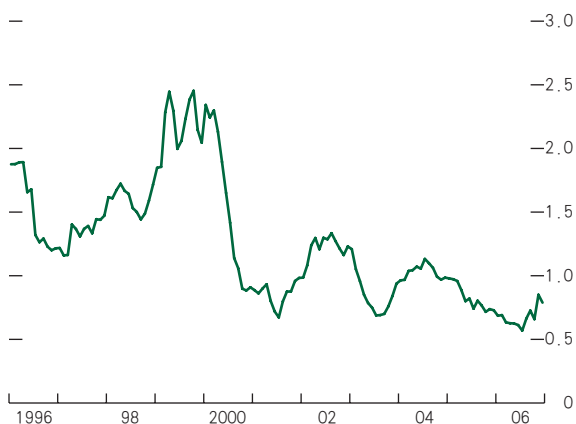
(12个月滚动信用升级数减降级数净变动量)



资料来源：JPMorgan Chase & Co., Standard & Poor's和Moody's的数据；以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：显示主权信用评级净变动量，其中每升一级加1，每降一级减1，预测变化加/减0.25，信用审查和信用观察加/减0.5。

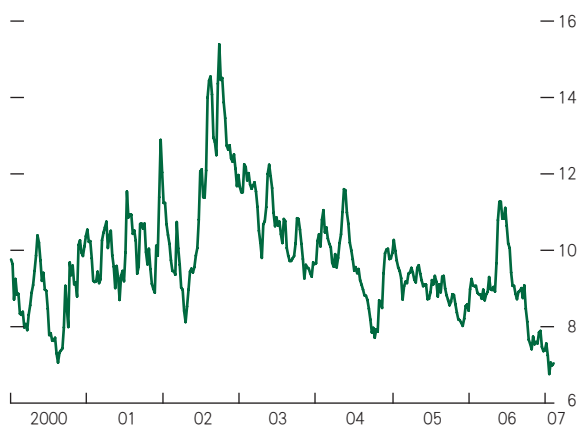
图1.41. 新兴市场国家通货膨胀中位波动性
(百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据；以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：为25个新兴市场消费物价变动的12个月滚动标准差平均数。

图1.42. JPMorgan 新兴市场外汇隐含波动性指数
(百分比)



资料来源：JPMorgan Chase & Co.及Bloomberg L.P.的数据。

人关注的问题。新兴市场资产的隐含波动率也较低，说明市场参与者并不过于担心新兴市场风险。虽然一些国家存在重大风险，但市场看来相信这些风险不会扩散至广泛的新兴市场国家。

信用风险

用于衡量可能会造成违约并可能引致具有系统重要性的金融机构蒙受损失的信用暴露程度。

全球高收益指数利差以市场价格反映了投资者对公司信用风险的评估（见图 1.43）。不过，我们意识到，这样的评估只是此种资产定价的一部分，而且价格可能会长期偏离基本价值。因此，我们也很重视更直接地衡量信用质量。我们为此审查了高收益指数的资产信用质量构成情况，以查明是较高质量债务发行量越来越多，还是较低质量债务发行量越来越多（见图 1.44）。准确地说，我们报告了 CCC 级或 CCC 级以下债务发行量占此指数的份额。这反映了两方面的情况：一是指数中现有公司债务的信用等级的变化，二是列入指数的新发行债务与原有债务的质量差别。这两种情况都有助于衡量总体信用质量水平。我们还审查了 Moody's 对全球投机违约率的预测（见图 1.45）。预测违约率取决于基本计量经济模型的可靠程度，但至少提供了前瞻违约率，而不是通常滞后的已发生违约率。最后，考虑到我们应主要审议金融稳定问题，我们使用附录 1.2 述及的大型复杂金融机构（LCFIs）的信用风险指标，着重反映了市场对金融部门系统性违约风险的看法（见图 1.46）。

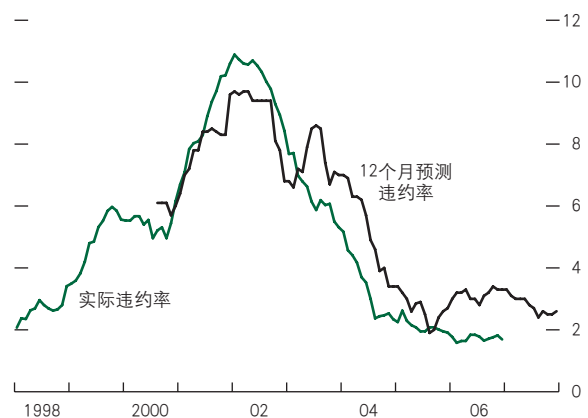
尤其考虑到目前商业周期所处的阶段，信用风险仍然较低。信用利差紧窄，违约率较低，而且估计 2007 年内不会大幅上升。不过，高收益公司债券指数的信用质量已略有恶化，而且，正如本章所指出的那样，公司在私人市场上举债呈上升趋势。此外，美国房市下滑导致抵押贷款相关证券的信用风险上升。这虽不意味着信用市场将立即危及金融稳定，但确实显示风险在逐渐增大，一旦发生重大信用事件或进行风险调整，这些风险就可能会被释放出来。综上所述，信用风

图1.43. Merrill Lynch全球高收益指数利差
(基点)



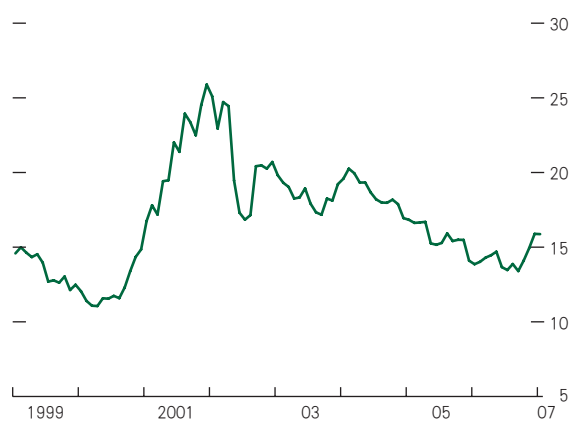
资料来源：Merrill Lynch及Bloomberg L.P.的数据。

图1.45. Moody's 全球投机级违约率
(百分比)



资料来源：Moody's的数据。

图1.44. CCC级或CCC级以下公司债券在Merrill Lynch全球高收益指数中所占份额
(百分比)



资料来源：Merrill Lynch的数据。

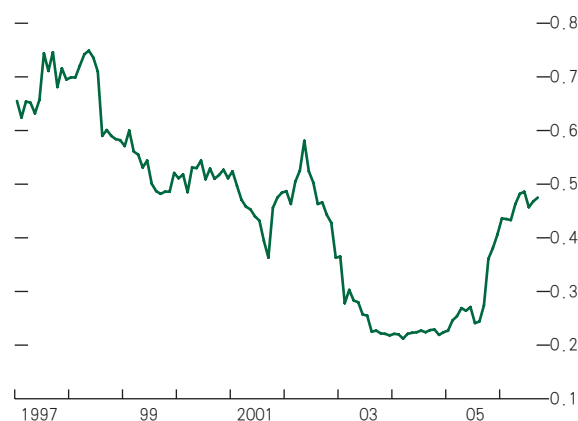
图1.46. 一些大型复杂金融机构组合证券的多重违约概率
(百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据及国际货币基金组织工作人员的估算。

图1.47.对冲基金市场敏感度指标

(各类资产的beta之和)

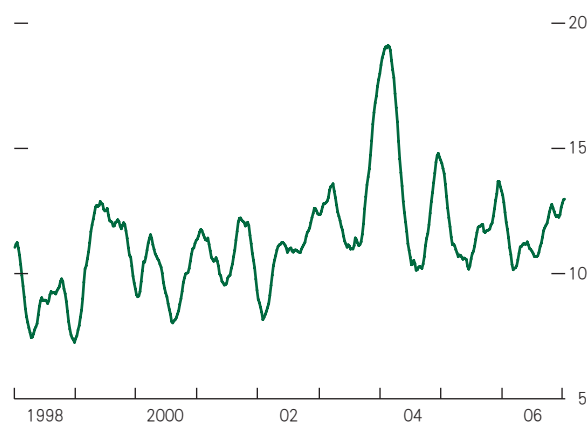


资料来源：Bloomberg L.P.的数据；以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：数据显示对冲基金收益对房地产回报的36个月滚动回归结果。

图1.48.美国期货市场平均净投机头寸

(占一些期货市场持仓量的百分比，30日滚动平均)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据；以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：数据显示17个美国期货市场非商业性交易机构平均净头寸的绝对值。高绝对值意味着市场净多头或净空头投机头寸居高。

险已略增，但仍处于历史低点。

市场风险

用于衡量具有系统重要性的金融机构的风险暴露程度和蒙受按市价计值损失的可能性以及市场风险定价可能过低的程度。

大投资银行的风险价值 (VaR) 数据提供了金融部门中这些具有系统重要性的机构对市场风险暴露程度的标准指标，而反映对冲基金回报对市场敏感度的一项指标则提供了这类日益重要的交易机构的市场风险指标 (见图 1.47；另见专栏 1.4)。我们还根据向商品期货交易委员会报告的多数资产类别的一系列期货合约非商业性平均绝对净头寸相对于持仓量的比例情况，编制了投机头寸指数 (见图 1.48)。相对于商业交易商而言，投机者在期货市场上做出较大规模的投机时，此项指标将上升。最后，我们审查了一系列资产的隐含波动率，以评估市场对风险的担忧程度，这还可显示出市场在何种程度上轻视了这些风险 (见图 1.49)。

市场风险看来正在相当低的基础上逐渐上升。据我们估算，对冲基金正承担着越来越大的风险，我们收集的市场信息也证实了这一点。投资银行的风险价值占股权总额的百分比仍较低，但绝对值在上升。这类机构更多的交易活动和更冒险的行为加剧了蒙受按市价计值损失的风险。许多期货合约中的投机活动有增无减。从日元投机空头头寸数据来看，套利交易愈演愈烈，增大了市场失序的风险。各资产类别的隐含波动率仍较低，这可能反映出市场参与者的一些自满情绪。

附录 1.2. 成熟市场和新兴市场中的金融体系

注：本附录的主要作者是 John Kiff 和 Nicolas Blancher，基金组织的各地区处提供了协助。

现有指标显示，主要由于十分有利的宏观经济环境，多数地区的金融体系相当坚固。尤其是，

金融稳健指标普遍显示，银行体系资本充足，广泛盈利，收益渠道拓宽，资产质量提高。另外，就信用衍生市场而言，成熟的市场金融体系违约风险仍较低（见图 1.50）。⁴² 但自 2006 年 10 月以来，由于越来越多的人认为信贷周期可能已见顶，大型复杂金融机构风险指标略有上升。⁴³ 此外，在一些国家中，由于信贷速增等因素，可能已出现新的脆弱因素和挑战。如果经济下滑或外部融资受阻，可能会加剧这些脆弱因素，所以，必须进一步开展改革，加强监管框架，并促进采用更好的风险管理做法。下面详述各地区新兴市场情况。

拉丁美洲

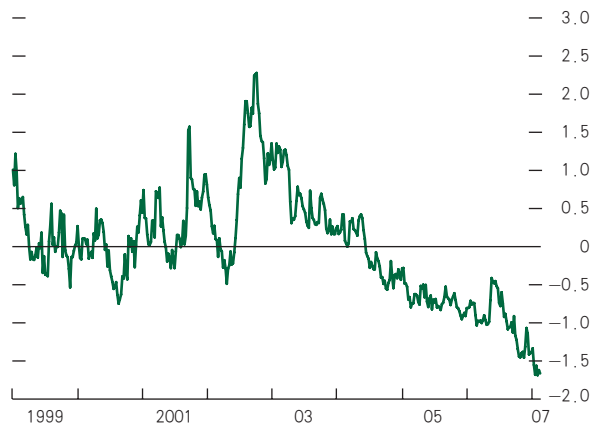
由于高昂的初级产品价格等因素，该地区宏观经济表现令人鼓舞，区内各国普遍吸引了大量外资。尤其是在中美洲国家，国际银行购入当地大型银行。在包括阿根廷、巴西和墨西哥在内的多数国家中，银行部门仍资金充裕，资产质量提高，利润率持续上升。虽然信贷增速已开始放慢，但在多数国家中仍超过 GDP 的增速。

在此背景下，一些国家（例如巴西）的银行对政府债务的风险暴露程度仍然较高。另外，实行美元化的经济体因存在以外币向未做风险对冲者提供贷款问题，仍继续面临间接的汇率风险。但在目前的宏观经济环境下，这些风险看来已有所减弱。主要的宏观金融风险看来源自对外部门，其中包括初级产品价格可能下跌，或全球失衡无序调整可能造成不良影响，导致流入该地区的资本减少或甚至引发资本流动逆转。

42. 本期《全球金融稳定报告》仍使用信用风险指标审查关于成熟市场金融体系系统性违约风险的市场认识演变情况。信用风险指标指数根据信用违约掉期（国际货币基金组织，2005 年，第二章）的市场价格测算了大型复杂金融机构、商业银行和保险公司这三组金融机构（每组有 11 家金融机构）发生多重违约的可能性。

43. 由于 11 家机构中有 4 家机构的 5 年期信用违约掉期利差稍有扩大，2006 年年底信用风险指标上升。

图 1.49. 综合波动性指数



资料来源：Bloomberg L.P.的数据；以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：数据显示股市指数、利率、汇率期权隐含波动性的平均z值（z-score）。0指各类资产平均隐含波动性与期间（自1998年12月31日可获得数据以来）平均值相符，+/-1指平均隐含波动性高于或低于期间平均值的一个标准差。

图 1.50. 一些组合证券的多重违约概率（百分比）



资料来源：Bloomberg L.P.的数据；以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：LCFIs为大型综合性金融机构的英文缩写。

亚洲

从贷款量、收益的多样化以及不断提高的资产质量来看，区内绝大多数国家的银行体系资本充足，流动性充盈，盈利可观。资本市场表现良好，且在不断深化（例如债务市场和衍生工具市场就是如此）。目前的整顿工作以及有利的宏观经济环境起了促进作用，同时监管改革和资本流动也协助推动了资本市场的发展。但脆弱因素依然存在，与此同时，还出现了新的监管挑战和风险管理挑战。有几个国家的不良贷款虽有所减少，但仍很高。资本再度源源不断地流入可能会为许多国家带来股票市值和货币价值问题以及货币政策的挑战。面对激烈的竞争，银行以及非银行机构大力开展多样化活动，例如开拓小额信贷、证券化和信用衍生工具等市场。与此同时，当地银行力争在急速整合的市场中发展壮大。最后，随着央行为了遏制通货膨胀而提息以及某些国家的银行可能会因货币升值而蒙受重大损失，并随着住户受房价调整和贷款成本增加等问题的影响越来越大，经济增长预计将放缓。

展望未来，尽管改革已取得可观进展，但仍任重而道远。有几个国家实行了中期金融部门战略，正改组国营机构，为准备实施《巴塞尔新资本协议》而改进了管制框架，并越来越重视资本市场发展和放松限制措施。需要根据最新信息等加强金融部门监管，并须实施最近制订的公司治理规则。最后，信贷增长和资产价格泡沫仍是令人关注的问题，需要认真考虑对策。

欧洲新兴市场

在多数国家，在强劲的宏观经济表现和外部融资大幅增加的拉动下，私营部门获得了大量贷款。住户债务与欧盟 15 国的平均水平相比仍较低，抵押贷款和消费贷款往往仍是信贷膨胀的主要驱动因素。银行部门看来较为稳健，资金充足，利润丰厚，资产质量良好。除了罗马尼亚和乌克兰等极少数国家外，不良贷款占贷款总额的比率低于 5%（贷款激增也是造成这一现象的一个因素）。

但有些风险已加剧。某些国家（尤其是一半以上总贷款以外币计值的波罗的海国家、保加利亚和克罗地亚）的银行面临日益严重的间接外汇风险。有几个国家房地产价格崩溃的风险明显加剧，取消抵押品赎回权程序尚未经受价格下滑环境的检验。如果外资流入放缓或受阻，许多国家的银行资产质量将受严重影响。在此方面，瑞典央行与波罗的海国家央行于 2006 年 12 月签署的关于跨境银行危机管理问题的谅解备忘录值得欢迎。

非洲

在有利的宏观经济环境下（如初级产品价格高企和私人资本纷纷流入等），撒哈拉以南非洲国家的金融体系持续增强。除极少数国家外，资本充足率看来较高，但如果考虑到多数国家仍存在的信用风险集中问题，资本充足率其实并不高。银行利润率很高，但随着竞争加剧和在国库券市场上获得快速回报的机会不断减少，银行利润率在降低。主要由于信贷激增，不良贷款占总贷款的平均比率持续下降，但不良贷款边际比率似乎并没有好转。

一些国家已开始实施长期战略发展计划以加强本国的金融体系，但进展缓慢，一系列风险依然存在。油价和初级产品价格高企以及信贷激增引致的流动性可能会对货币管理构成挑战，另外，在吸收能力有限、信贷管理薄弱以及民众对债权人怀有敌意的国家中，银行增加贷款可能会加剧信用风险。在一些国家中，海外投资资金流入国库券市场还可能会造成对起伏不定的外资的依赖。一些银行在区内很活跃，但国家监管部门在综合监管和监督跨境活动方面仍有漏洞。最后，恢复发展银行给扩大和影响各行业信贷分配状况的趋势带来了一些风险。

中东和中亚

随着这两个地区的国家尤其是石油出口国的整体经济和金融状况大为改善，金融体系继续增强。2007 年一些股市指数有所下跌，但海湾合

作理事会（GCC）各成员国中的股市震荡看来已平息，与此同时，其他区域市场继续显著增长。若干非石油出口国也因海湾合作理事会成员国投资者愿在区内投资而获益。

各国正努力改革金融部门，致力于建立强大的监管框架，并增强金融机构的稳定性。若干国家（如埃及和摩洛哥等）正处理本国银行体系的脆弱性问题。还有一些国家发起了私有化计划，努力开展金融现代化。尽管出现了这些积极动态，但许多国家的金融部门仍不够发达，不良贷款水平仍居高不下。此外，区内不明朗的政局继续影响着金融市场的动态与前景。

附录 1.3. 信用衍生工具与结构性信用市场现状

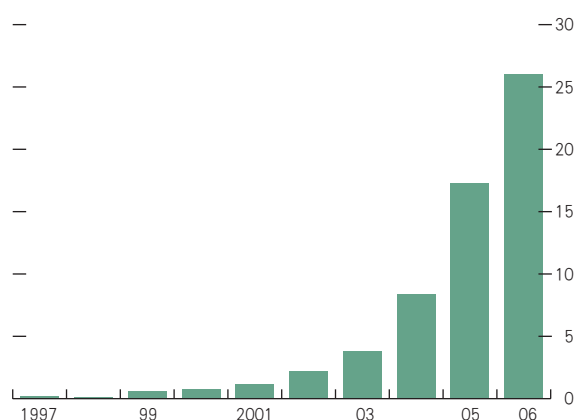
注：本附录的主要作者是 Todd Groome 和 John Kiff。

自从 2006 年 4 月期《全球金融稳定报告》（国际货币基金组织，2006 年 a，第二章）论述了信用衍生工具和结构性信用市场以来，这些市场的规模和范围继续扩大。2005 年年中信用衍生工具总额约为 12 万亿美元，到 2006 年年中升至 26 万亿美元（见图 1.51）。信用组合掉期（即涉及多个信用标的名称的信用违约掉期）继续推动了这些市场的增长。⁴⁴ 此外，资产支持证券、抵押支持证券和担保债务证券市场的发行量继续增加（新发行量见图 1.52）。自 2006 年 4 月期《全球金融稳定报告》发表以来，在日本也出现了这些市场活动，并出现了新的信用衍生工具。⁴⁵ 最后，以新兴市场信用作保的担保债务证券发行量

44. 据 Fitch Ratings (2006 年 b) 信用衍生工具调查，大约 1/3 的未结清合约涉及多个标的名称。

45. 资产支持证券 (ABS) 是用贷款、租约、应收款或分期付款合同作保的证券，如有抵押贷款支持，则称作抵押支持证券 (MBS)。图 1.52 不包括由美国政府赞助的、企业发行的抵押支持证券。抵押支持证券还包括房屋权益贷款，但一些行业机构（如美国债券市场协会）将房屋权益贷款支持证券归入资产支持证券。另外，图 1.52 仅显示无资金支持的担保债务证券的发行量（见国际货币基金组织，2006 年 a，专栏 2.1）。

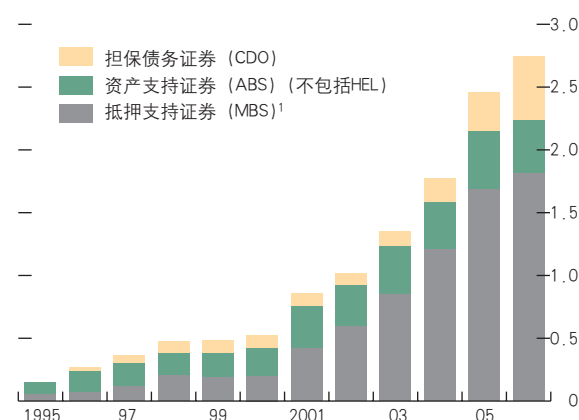
图 1.51. 全球信用衍生工具总量
(万亿美元)



资料来源：国际清算银行，国际掉期与衍生工具协会，英国银行家协会，以及《风险》(Risk) 杂志的数据。

注：本处信用衍生工具包括信用违约掉期、信用关联票据以及组合掉期。2006 年数据仅为该年上半年数据。

图 1.52. 全球资产支持证券、抵押支持证券和担保债务证券发行量
(万亿美元)



资料来源：Inside MBS & ABS, Fitch Ratings, Standard & Poor's, JPMorgan Chase & Co., Merrill Lynch, 欧洲证券化论坛，以及澳大利亚储备银行的数据。

注：HEL 指房屋权益贷款。

1. 抵押支持证券包括房屋权益贷款。

专栏 1.6. 固定比例债务证券

固定比例债务证券 (CPDOs) 是以信用违约掉期为基础的、AAA 级的固定收入工具, 其收益比类似的 AAA 级产品高出很多。高出市场的收益是通过投资级信用风险暴露进行杠杆操作 (通常为 15 倍) 实现的。第一笔固定比例债务证券是 2006 年夏季发行的, 年末总发行量在 25 亿美元至 30 亿美元。这些交易力求利用这样一种实证结论, 即投资级信用利差往往高于纯粹违约风险所对应的利差 (见 Hull、Predescu 和 White, 2005 年)。

固定比例债务证券是一种债券型工具, 在到期前定期付息 (LIBOR 加固定利差), 到期时 (例如 7-10 年后) 偿还本金。在一开始时, 本金在储备账户中进行投资, 收益率约为单纯的 LIBOR。针对美国 CDX 指数和欧洲 iTraxx 投资级信用违约掉期指数出售违约保护, 在投资级信用违约掉期升水按约 37 个基点进行交易的情况下, 15 倍杠杆作用产生约 450-500 个基点, 用于违约支出以及利息和本金支付 (实际上是储备), 并用于支付承销费用和利润。根据标准普尔和穆迪的估计, 这足以使固定比例债务证券支付 200 个基点的利差, 并获得 AAA 评级, 尽管他们表示, 随着指数利差缩小, 提供给投资者的利差必须缩减, 以获得 AAA 评级。

对杠杆率进行动态管理, 即利差扩大时提高杠杆率 (以获得更高的利差), 利差缩小时降低杠杆率 (以锁定按市价计值的收益)。另外, 每六个月滚动指数可以最大限度地降低违约支出的可能性, 因为任何低于投资级的信贷都被从指数中剔除。此外, 由于信用利差曲线通常向上倾斜, 六个月的滚动会产生按市价计值的收益, 构成这种安排的重要收入来源 (按照标准普尔目前的固定比例债务证券评级方

法, 约 75 个基点)。¹

如果票据期限内发生的实际违约损失不超过标的指数利差隐含的数额, 则交易应能产生目标收益, 除非这种安排出现“现金结出”。如果储备 (如上所述) 的价值降低到低于某一限值 (通常表示为票据本金的百分比, 如 10%), 则“现金结出”使这种安排结清。在这种情况下, 只向投资者偿还部分本金。现金结出最有可能是由利差极端扩大和 / 或前几年违约众多导致的。然而, 作为收益封顶 (如 LIBOR 加 200 个基点) 的回报, 投资者在交易的后几年受到保护, 防止遭受现金结出, 这是通过“现金结入”来实现的。一旦能够保证到期支付所有利息和本金, 现金结入对所有保护头寸进行反向交易, 并将收入划入储备。这种现金结入越早发生, 对投资者越有利。对于一项 10 年期交易, 如果现金结入到第八年时还未发生, 则该安排对后期的现金结出较为脆弱。

对金融市场的影响

据称, 投资者建立的与固定比例债务证券发行有关的杠杆性信用违约掉期指数头寸在一定程度上导致了 2006 年信用违约掉期利差的缩小。然而, 迄今为止的发行总量只相当于 CDX 和 iTraxx 典型日交易量的一小部分。固定比例债务证券的发行可能在一定程度上导致了指数利差的缩小及指数隐含相关性的波动 (对未来发行的预期可能在更大程度上起到这样的作用), 但来自担保债务证券管理人的更广泛信用需求 (往往称为“结构性信用或担保债务投标”) 可能是导致 2006 年结构信用利差缩小的主要因素。

市场参与者对六个月指数滚动的潜在市场影响表示了更多担心, 特别是认为这种滚

1. 固定比例债务证券滚动的量化分析, 见美洲银行 (2006 年); 综合表现和风险分析, 见 Teklos、Sandigursky 和 King (2006 年)。

动可能会压缩新指数的利差，也可能使信用利差曲线变平，从长期看可能损害某些经济。投资者更担心的可能是与六个月滚动和重新定价有关的按市价计值的波动性。缓解这些影响

的措施包括参照更加多元化的信用证券组合，及 / 或采用管理证券（据称管理人正在考虑将来发行这种证券）。

也有所增加。⁴⁶

各种信用衍生工具的市场流动性仍大不一样。单一名称信用违约掉期已公布的标的实体的数目持续增加，但一定规模交易（500 万美元至 1000 万美元）的要价 - 出价差幅不大的名称仍只有 600 个左右，其中只有 150 个左右的名称经常从事交易。不过，在最活跃的名称中，约有 50 个名称经常从事规模大得多（即 2 亿美元以上）的单一名称信用违约掉期交易。以信用违约掉期标准化指数作为标的而构建的组合掉期日益显现出显著、持续的流动性，而专门安排的（即“量身定做”的）组合掉期和传统的结构性信用产品（资产支持证券、抵押支持证券和担保债务证券）是二级市场上活动极少的供长期持有的证券。

在单一名称信用违约掉期市场中，投资级（即 BBB 级或 BBB 级以上）公司债务仍占所转让标的信用总额的一半以上。据 2006 年 9 月 Fitch Ratings 调查，投资级债务占所出售的信用保护总额的 69%，低于 2005 年的 76%（Fitch

Ratings, 2006 年 b)。⁴⁷ Fitch 还发现，80% 的单一名称信用违约掉期交易量涉及公司债务（2005 年为 76%），其中 18% 涉及金融机构（2005 年为 14%），4% 涉及主权信贷（2005 年为 6%）。Fitch 的调查结果表明，标的名称的数目虽然不断增多（据报现已超过 2000 个），但前 20 个名称占单一名称信用违约掉期活动总量的 40% 左右（在前一年调查报告中占 33%）。在前 20 个名称中，13 个是以通用汽车、福特和戴姆勒 - 克莱斯勒为首的公司，7 个是以巴西、意大利和俄罗斯为首的主权国家。

去年市场引入了一些新的信用衍生工具，其中包括创设了各种更有效转让信用风险的工具。例如，通过分级股权证券、零息股权档和零费用股权档分散特定风险，通过杠杆超优先（LSS）产品和固定比例债务证券（CPDOs）分散系统性风险。⁴⁸ 股权档工具实际上提供“资本结构”中最有风险部分的头寸，杠杆超优先产品和固定比例债务证券则提供最低风险的杠杆（一些产品的杠杆率为 15 倍）头寸。提供杠杆超优先产品和固定比例债务证券的另一动机是，尤其考虑到目前狭窄的利差，在低风险信用产品的基础上创设

46. 2006 年，共发行了 1.06 亿美元的两档“小额融资”担保债务证券（BOLD 2006-1）和 6000 万美元的以三档新兴市场贷款作保的担保债务证券（CRAFT EM CLO 2006-1）。另外，在 2006 年夏季，国际掉期和衍生工具协会成立了一个工作组专门负责编写符合伊斯兰教法的衍生工具文件。后来，在沙特阿拉伯市场上完成了一笔总额达 1800 万美元的、符合伊斯兰教法的抵押支持证券交易（KSA MBS 1 International Sukuk）。这笔交易获得了国际金融公司（AAA 级）的信用支持，据报拟发行符合伊斯兰教法的几宗更大规模的交易也将获得该机构的信用支持。

47. 英国银行家协会（2006 年）对伦敦信用衍生工具市场参与者进行的调查表明，投资级名称占单一名称信用违约掉期标的信用总额的 70%（多数为 BBB 级和 A 级），占信用违约掉期指数指标的信用总额的 80%。

48. 典型的分档“资本结构”是，“股权”档承受前 3% 的标的组合证券违约损失，一个或多个“夹层”档承受超出 3%、但低于 10% “分离点”的损失，一个或多个“优先”档承受 10% 至 30% 之间的损失，一个或多个“超级优先”档承受剩余的 30% 至 100% 之间的损失。股权档承担了特定违约风险，而超级优先档承担系统性违约风险（见国际货币基金组织，2006 年 a，专栏 2.1）。

高收益投资工具。尽管杠杆率较高和信用利差风险较大，这些产品通常为 AAA 级（专栏 1.6）。

此外，一些信用衍生工具公司（CDPCs）据说正准备上市营业，他们大多获得大型投资银行的支持，且有对冲基金或非上市股权投资基金撑腰。这类公司是从事信用衍生工具和结构性信用产品交易的有限用途公司。Primus Guaranty（于 2002 年开始营业）、Athlon Advisors（2004 年）、Newlands Financial（2006 年 12 月）和 Invicta Credit（2007 年 1 月）是目前仅有的四家信用衍生工具公司，均为 AAA 级。这几家公司的主要业务是出售最高质量（AA 级或 AA 级以上）的单一名称和分档的高杠杆率信用保护。但即将上市营业的新公司据说将采用更高的杠杆率，同时持有多头和空头信用保护头寸，而且可能没有信用评级。

这些新工具显然是造成公司信用利差空前狭窄的一个因素。另外，对担保债务证券管理人强烈的需求（即“担保债务证券或结构性信贷出价”）是造成以美国消费贷款支持的资产支持证券和抵押支持证券利差在 2006 年多数月份保持狭窄的原因。这类信用市场的技术因素可能会扭曲信用衍生工具和结构性信用产品价格所隐含的信用预警信号（即所谓“煤矿里的金丝雀”），一些更新潮产品的结构特点使得信号抽取更为复杂。关于资产支持证券以及其他结构性信用产品，有人认为出于信用评级考虑增强的信用水平可能是有用的指标。此外，创设资产支持证券的担保债务证券（ABCDS）及其 ABX 指数可以提供住户金融状况的另一项指标（见专栏 1.1）。刚开始交易的杠杆贷款的担保债务证券（LCDS）及其标准化指数（LevX）也可以提供公司金融状况的一项指标。

关于操作风险，银行和交易商在纽约联邦储备银行和英国金融服务管理局（FSA）的鼓励下，大幅改善了信用衍生工具交易基础设施。例如，从 2005 年 9 月到 2006 年 9 月，30 天后尚未结清的确认书数目减少了 85%，通过电子平台确认的交易数目翻了一番，达到 80%。但可能仍难以完全解决积压问题，原因是一些交易可能是较复

杂的、专门安排的（即“量身定做的”）组合交易，这些交易规模可能很大而且繁琐。因此，监管机构必须继续监督银行和交易商的这类操作问题，其中包括鼓励他们及其重要客户逐渐采用统一的电子交易平台。在此方面，存管信托和结算公司（Depository Trust & Clearing Corporation）为建立直通式处理系统和集中交易信息库所做出的努力值得欢迎。

一旦采用新的操作程序，担保债务证券未结清合同名义价值远远超过可交割债务总额的实体违约后可能造成的结算问题预计将大大减少。⁴⁹自 2006 年 4 月期《全球金融稳定报告》发表以来，国际掉期和金融衍生工具协会规定，包括单一名称、指数型和量身定做合同在内的所有担保债务证券均应进行现金结算。⁵⁰2006 年 11 月 28 日对破产的 Dura 公司清算工作首次成功地运用了这一新程序。用于有效确定违约回收率的收回掉期可能也有助于市场参与者对冲或降低与最后结算额相关的不确定性，但这一市场尚未引起明显重视，目前尚无流动性。

2006 年 4 月期《全球金融稳定报告》指出，尤其对那些根据信用评级确定证券组合限额或风险限度（也许是按规定而不得不如此）的公司以及高管而言，有差别的信用评级十分有用，甚至很有必要。以前，各个主要评信机构认为其用户通晓评级差异，并努力确保用户确实了解这些差异。Fitch Ratings 于 2006 年 8 月采用合成担保债务证券的“稳定评分”，并于 10 月设立了专门从事信用衍生工具评级和分析的评信部门（“Fitch 衍生工具部”）。其他评信机构虽未效仿，但看来也在考虑采取类似步骤以更明确区分这些不同产品评级和更好地反映其不同的风险状况。另外，评信机构超越其传统的信用风险范畴，不断拓宽信用评级的应用范围。例如，固定比例债务评级主要根据对市场风险的评估来确定，而（在

49. 多数合同要求进行实物结算，即购买保护者为获得面值必须向出售保护者交割标的债券或贷款。

50. 以前违约清算案只对基于指数的组合掉期实行现金结算程序。但据英国银行家协会（2006 年）的调查，市场参与者正转向实行现金结算制（2004 年占合同的 11%，2006 年占 24%）。

担保债务证券等结构中存在的) 证券化商品风险和外汇风险则按传统的公司债券评级标准确定。

在信用衍生工具数据收集工作的改进和合理化方面, 并无多少进展可言。尽管数据量增加了, 但质量并未大幅提高。国际清算银行将很快公布其信用衍生工具数据的赫芬达尔指数, 以提供银行中介集中程度的一些信息。仍有大量调查统计项目需要银行和交易商提供数据。

附录 1.4. 对冲基金行业的发展趋势与监督

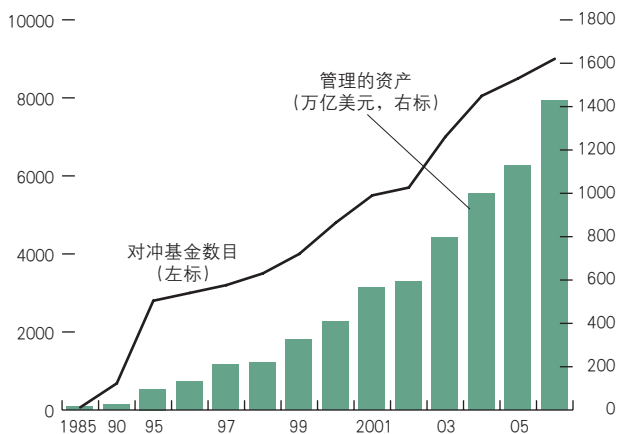
注: 本附件的主要作者是 Todd Groome 和 William Lee。

对冲基金管理的资产 (AUM) 业绩增长虽放慢, 但规模仍在迅速扩大, 2006 年年底达 1.4 万亿美元 (见图 1.53)。这主要是机构投资者增加配置所致。2005 年年底机构投资者约占管理资本的 30%, 富人仍占对冲基金管理资产的 40% 以上。虽然自 2003 年以来对冲基金平均总体回报率低于以前的水平, 而且与广泛的股票和固定收入基准的相关性可能已提高, 但相对于主要指数而言, 波动率仍较低。

为分散资产和追逐经风险调整的丰厚回报, 机构投资者越来越多地进行对冲基金投资。与股票相关的战略仍举足轻重, 占管理资产的 38% 左右。但近些年, 由于投资者想获得资产分散的好处, 并随着资产配置技能的提高, 人们日益青睐机会型对冲基金战略 (例如分别占大约 20% 和 10% 的事件驱动型基金和宏观基金)、多重战略基金 (约占管理资产的 15%), 以及另类资产 (结构性信用和保险产品、初级产品 and 非上市股本等) 投资战略。

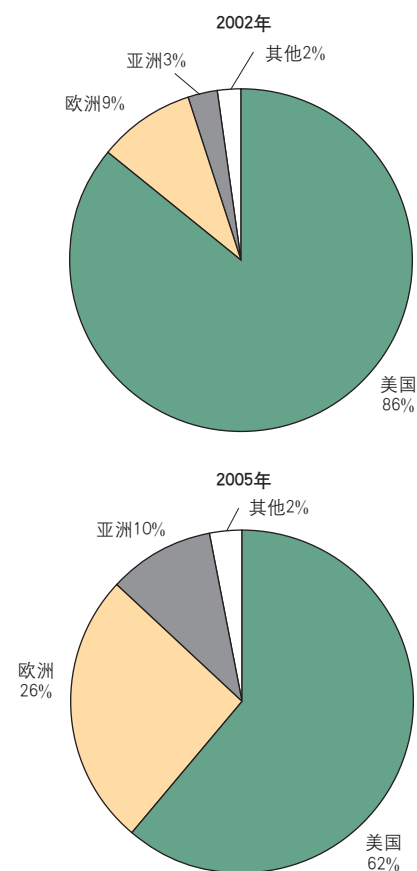
对冲基金投资资本的来源地虽在扩大, 但绝大多数资产仍由位于美国和英国的投资顾问管理。欧洲和亚洲投资者投入对冲基金的资本量占对冲基金管理资产总额的份额不断增加, 目前分别为 26% 和 10% (见图 1.54 和图 1.55)。全球管理资产仍主要集中在离岸基金。但其中多数基金由远在美国和英国的投资顾问遥控。近些年,

图1.53. 全球对冲基金



资料来源: Hedge Fund Research, Inc. 及 Hennessee Group LLC 的数据。

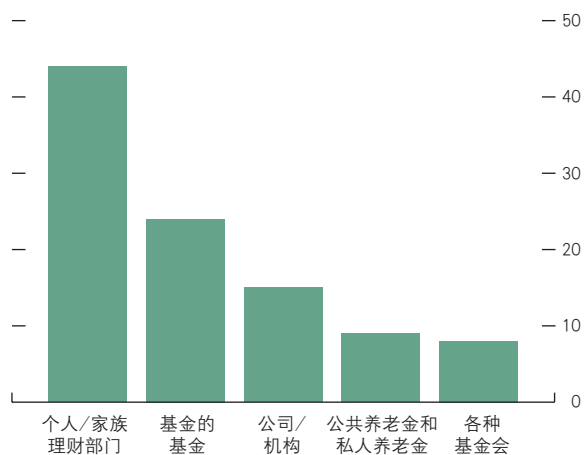
图1.54. 按资金来源地排列的全球对冲基金状况 (百分比)



资料来源: 国际金融服务机构, 伦敦的数据。

图1.55. 2005年按投资者类别排列的对冲基金资金来源

(百分比)



资料来源：Hennessee Group LLC的数据。

表1.4. 2005年美国对冲基金固定收入交易量

| 固定收入产品 | 交易量 ¹ | | 对冲基金占总交易量的百分比 |
|-------------------------|------------------|-------|---------------|
| | 总计 | 对冲基金 | |
| 美国固定收入——总计 ² | 19,650 | 2,940 | 15 |
| 高收益 ³ | 335 | 84 | 25 |
| 信用衍生工具 ⁴ | 937 | 540 | 58 |
| 问题债务 | 34 | 16 | 47 |
| 新兴市场债券 | 271 | 122 | 45 |
| 杠杆贷款 | 133 | 42 | 32 |

资料来源：Greenwich Associates根据包括174个对冲基金在内的1281个美国固定收入投资者提供的交易量编制。

1. 单位为10亿美元。
2. 不包括短期固定收入。
3. 不包括低于投资级的信用衍生工具。
4. 包括投资级、低于投资级以及结构性信用产品。

得益于更确定和更一致的管制和基础设施环境，或在某些情况下得益于政府为建立本国的资产管理业而提供的税收减免措施，越来越多的投资顾问开始在亚洲国家开展活动。

对冲基金日益成为当前国际金融市场上的主要角色，对资本市场动态发挥着较大的影响力。这一影响力来自对冲基金活跃的交易风格（对冲基金往往确定边际价格）以及市场扩张。对冲基金在固定收入和包括多数形式信用衍生工具在内的信用市场上地位显赫，占美国市场交易总量的近60%（见表1.4）。对冲基金在若干风险转移市场上的活动显示，他们在金融创新领域发挥了主导作用，往往充实了某些市场。与其他投资者相比，对冲基金更活跃地开展全球跨市场战略，这可能增进了各地区市场以及产品市场之间的联系。

对冲基金的制度化以及与其他金融机构和投资基金活动日益趋同的势头继续保持，甚至已加速。⁵¹ 地位较为稳固的对冲基金管理人大幅扩展了活动范围，在许多领域与其他金融机构展开了日益激烈的竞争。例如，一些大型对冲基金支持设立非上市股权投资基金，并积极实施只做多头战略，以满足客户需求和克服潜在的能力制约因素。

对冲基金还在寻求建立更稳定的资本结构，有几个基金管理人私下购置了债务证券并寻求公开上市。

与此同时，大型银行作为其传统资产管理业务的一部分或在与此种业务并行的情况下，在内部设置对冲基金，还有一些银行在对冲基金参股。此外，大型银行的自营交易部门一段时期以来实施了与对冲基金大同小异的战略。

最后，主流的集体投资基金（即共同基金）也越来越多地应用对冲基金投资技术（如卖空）。

51. 这些趋势也许预示着将朝主要由大型基金和小型特色专业基金构成的“杠铃式”行业结构方向进行结构性转变。据2006年6月的数据，约有60家对冲基金集团报称所管理的资产额超过50亿美元，其管理的总资产占全行业管理资产总额的50%以上。与此相似，最近的数据显示，截至2006年6月，欧洲25家最大的对冲基金管理集团（多数位于英国）占管理资产总额的44%。

另外，许多地区尤其是欧洲的银行和传统的基金管理机构提供了与对冲基金相似的产品（例如与对冲基金回报挂钩的结构性债券等）。这些事态发展以及由对冲基金构成的基金增长使得对冲基金投资更为普及。

对金融稳定的影响

总体上，对冲基金在提高市场效率和稳定性方面发挥着有益的作用。它们通过增加流动性和改进价格发现机制，可以抑制市场波动。其复杂的交易战略和投资者对分散投资机会的强烈需求可能会拓宽其交易活动并促进某些市场的发展和完善。例如，对冲基金已成为信用衍生工具市场以及规模小得多、但却不断增长的与保险业相关的市场中重要的推动因素和流动性来源。

但对冲基金与银行的自营交易部门也可能会加剧波动，在某些情况下甚至会导致极度波动。这在拥挤的或流动性欠佳的市场部门最为明显，在承受压力期间尤其会如此。对冲基金与自营交易部门在某些市场部门的活动举足轻重，可能引致“单向”市场，有时，随着市场重新调整和提供流动性的代价增大，还可能引发价格调整期。⁵²

在金融稳定领域需主要关注的问题是，一个或一组对冲基金破产对大型银行和券商可能会造成影响，而且对冲基金可能会传导或加剧冲击。对冲基金活动构成的系统性风险主要是可能会对具有系统重要性的被监管交易对手造成不良影响。对冲基金可能还会传导或加剧源自其他地方的冲击。例如，如果对冲基金为避免损失或因已蒙受重大损失而不得不大量平仓，就可能加剧价格波动或导致市场普遍丧失信心。

另一项值得注意的监管问题是，尤其在养老基金或散户向对冲基金投资方面，如何保护投资者和维护市场公正性。在散户参与程度较高的地区，监管部门越来越关注散户在对冲基金中的投

资问题。

监管动态与行业反应

监管对冲基金是一个复杂的问题，必须首先确定任何公共措施的意图或目标。就金融稳定和投资者保护问题以及监管可以发挥的作用而言，各地监管动机不一。

在全球对冲基金交易活动较频繁的地区，例如在美国和英国，监管部门关注和重视金融稳定问题。这些国家以及其他国家面临的一项关键政策挑战是，必须维持金融稳定，在力求维持对冲基金在增进市场效益方面潜力的同时，确保对冲基金破产或其他市场活动不影响具有系统重要性的被监管对手（即银行以及券商和交易商）的安全和稳健性或以其他方式扰乱市场进而导致金融混乱。

在散户投资者增加了对冲基金以及相关金融产品风险暴露程度的地区，例如在欧洲大陆和亚洲，已注册的对冲基金通常必须遵循披露规则，向投资者披露与对冲基金投资相关的风险。监管部门制定了有关标准，只允许那些掌握了足够信息而能评估风险状况和 / 或富有到能够聘请顾问或承受潜在损失的人参与对冲基金投资。随着时间推移，资产价格（包括房地产价格）膨胀削弱了当局为限制合格投资者数目的一些财富和收入合格标准，为此，一些国家当局已采取措施调整了合格标准。

目前采取的减轻与对冲基金相关的金融稳定风险的主要方法是，由监管部门努力监控被监管银行和券商的风险暴露程度和风险管理做法。这一方法利用现成的与银行和券商的监管关系，确保这些机构具有适当的对手方风险管理体系，这也许还能起到增强对冲基金市场纪律的作用（国际货币基金组织，2004年和2005年）。为对冲基金提供信贷并作为对冲基金交易对手的大型银行和券商也应能向当局和监管者提供较全面的市场风险状况评估。一些人将此称为“间接”监督对冲基金活动。提出适当问题是监管工作的一项重要内容，这本身就可触发内部或监管部门审查

⁵².2005年5月，许多对冲基金发现，尤其由于交易对手方往往也持有类似头寸，很难售出或对冲信用衍生工具组合掉期头寸。但随着新投资者（主要是其他对冲基金）进入市场和协助恢复了稳定，这一混乱情况持续时间并不长（国际货币基金组织，2005年）。

现有的风险管理做法并有助增强市场纪律。事实上，自长期资本管理公司崩溃以来，被监管机构看来已实行了更稳健的风险管理做法，其中包括做出较复杂的信用和担保安排，就其在对冲基金的风险暴露程度进行分级管理，以减轻扰乱市场和造成较广泛损失的风险。⁵³

一些国家当局（尤其是纽约联邦储备银行和英国金融服务局）在不同程度上采用了这一做法，将重点放在对手方风险管理和间接监督对冲基金和市场风险状况上。

在美国，有几个监管机构对如何适当监管对冲基金活动发表了种种看法。

首先，美国证券交易委员会（SEC）过去一向将重点放在保护投资者上，要求对冲基金管理人注册，并收集对冲基金基本信息。自从其注册规定被法院推翻后，该机构建议修订合格投资者标准，将可以进行对冲基金投资的个人资产净值（不包括主要住宅价值）的下限从 100 万美元提高至 250 万美元（“经备案的高净值投资者”资格）。最近，该机构还更认真地审查了机构券商的风险管理做法。此外，美国商品期货交易委员会正努力改进数据分类安排，以便更好地辨识商业交易活动和“投机性”交易活动。

由于担心各种形式官方监管可能造成道德危害，联邦储备委员会历来重视市场纪律。纽约联邦储备银行开展了较细腻的工作，以评估和影响被监管机构的风险管理做法，并通过监管辖属的对手方和与不受其监管的包括对冲基金在内的市场参与者进行更多的非正式对话来监督对冲基金的活动。

最近，总统金融市场工作组（PWG）于 2007 年 2 月 22 日制定的原则和方针反映了参与该工作组的各机构对“汇集的私人资本”问题渐

53. 与长期资本管理（LTCM）公司倒闭案不同，最近发生的 Amaranth 公司倒闭案造成的市场冲击并不大。难以准确评估导致问题获得顺利解决的一切因素，不过，对手方风险管理做法在这些以及其他方面获得改进可能是其中的一个因素。尽管据报损失额巨大（高达 60 亿美元，超过 LTCM 公司的 46 亿美元损失额），但由于市场参与者的多样化、机构券商解除其风险暴露的能力以及其他市场参与者能够承接 Amaranth 公司头寸而没有匆忙平仓等，市场后来未受冲击。

趋一致的监管做法。该工作组由财政部长主持，联储主席、联邦证券交易委员会主席和商品期货交易委员会主席为工作组成员。工作组与纽约联邦储备银行和财政部货币监理署一道制订了指导方针。根据这些指导方针，在适当的现行监管框架下，保护投资者和限制系统性风险的最好办法是，采取公共政策，增强市场纪律，提高参与者对风险的认识，并开展审慎的风险管理。这些指导方针与工作组 1999 年指示一脉相承，强调投资者和对手方须遵守市场纪律。此外，工作组认识到对冲基金及其对手方和债权方的全球性质，认为需要进行国际政策协调和合作。工作组的立场与国际货币基金组织在过去几期《全球金融稳定报告》中提出的政策建议基本吻合。

英国金融服务局相当积极地开展了监管工作，通过每半年对机构券商进行一次调查，努力评估这些券商在对冲基金的风险暴露程度和估测更广泛的市场风险。根据所收集的信息，它确定是否需要与较有影响力的对冲基金管理人进行更直接的对话。为有效开展这项活动，必须收集和分析适当的信息和风险状况，以识别与金融稳定分析最相关的顾问和基金。在开展工作时，如果过于强调管理资产的规模，或偏重机构经纪业务的头寸（可能反映股市偏好）而不是潜在风险更高的战略或市场，或未能评估银行或券商各项业务的风险暴露程度（用于评估固定收入或信贷战略或市场），就可能会导致错误的或不完整的指标。另外，为发挥最大效用，必须大力增强各监管机构之间的合作与对话。近几个月来显然已在开展这类活动。⁵⁴

面对关于增强私人部门（即对冲基金、银行和券商）与监管部门之间合作的呼声，该行业做出了普遍积极的反应。目前，规模最大的几个对冲基金广泛认识到，需要进一步提高透明度，增进公共部门对其活动的了解。许多对冲基金表示愿意向监管当局提供财务信息以协助加强金融稳定分析和增强对其活动的了解。行业内部曾推出

54. 英国、美国、德国和瑞士监管机构加强了对对冲基金风险管理做法的监督和评估工作，其中包括进一步协调审查了国内机构对冲基金客户的保证金和担保做法。

自愿行为守则和最佳做法，但未获普遍接受。

关于要求对冲基金定期向公众、投资者、对手方和 / 或监管机构等披露财务信息的建议遭到对冲基金强烈抵制，其抵制的部分原因是，这类信息属其专有，一旦对手方和竞争者得悉，可能会抢先交易。另外，由于多数对冲基金活跃的投资风格以及实施这一计划的难度，披露这类信息可能既不现实，又无太大价值。⁵⁵

从金融稳定的角度，可以努力制定关于对冲基金向投资者和对手方披露信息的杠杆率和流动性标准。除了披露这类信息外，银行和券商还可向监管部门提供大额风险暴露数据，其中包括提供往往并未加总的交易活动和机构经纪业务活动情况。⁵⁶ 提供这些额外信息有助于对冲基金与其对手方之间开展对话以及银行和券商与监管部门之间开展对话。以前做出的努力显示，建立各种对冲基金战略的财务信息披露框架或标准格式十分困难。尽管如此，仍需鼓励这类努力。

多数观察人士认为，被监管的银行和券商的风险管理做法已有所改进。但在风险管理领域仍面临挑战，其中一项挑战是须确定或获得足够的担保以减少损失以及降低潜在的风险暴露程度。在固定收入和信用市场，这项挑战也许最为严峻。在这些市场上，被监管的对手方可能不那么容易衡量或跟踪对单只基金或某项特定交易的风险暴露程度或做出相关的保证金和担保决定。⁵⁷ 随着银行和券商采用跨市场保证金和组合证券保证金做法，应对此项挑战尤为重要。

产业界观察人士和参与者普遍认为，为监督

55. 还有人建议鼓励对冲基金获得信用评级以提高透明度和增强市场纪律。但评信机构是否能比被监管的对手方和投资者更好地评估对冲基金仍是个问题。不过，它们也许能适当评估某些操作风险（如估价和审计程序、行政管理安排以及合规程度等）。

56. 对手方风险管理政策第二小组建议，私人部门与官方部门需要一道审议建立与对冲基金开展活跃业务的被监管金融中介机构报告大规模风险暴露程度的有效框架是否可行、成本如何以及是否适宜。

57. 在固定收入和信用市场中，对冲基金往往使用较高的杠杆率，与选自大量交易机构的几个对手方进行多方交易（这限制了透明度），而且交易往往涉及流动性不够稳定的产品或市场部门。这为银行和券商带来了很大的风险管理挑战。

对冲基金而采取任何新措施时，在考虑到对冲基金活动构成的新的或正在形成的风险的情况下，应努力维持对冲基金对金融稳定的贡献。报告体系、法律基础设施等新要求所涉及的成本可能会使某些基金撤出市场和阻止新基金进入市场，这可能有碍竞争和创新，并可能影响市场流动性和分散风险。此外，旨在提高透明度和增强市场纪律的努力不得无意中加剧道德危害。这类措施可能会给人们造成公共当局智高一筹、深谙如何稳定市场的印象，从而可能削弱市场纪律。

非上市股本

非上市股权投资基金日益获得投资者青睐和政府官员关注。与对冲基金一样，非上市股权投资基金也由各式各样投资工具组成。从采用的投资战略来看，其服务对象是老练的长线投资者。各非上市股权投资基金活动领域不一，有的专事创业风险融资，有的擅长杠杆收购，有的靠低价购入不良资产后高抛牟利。“典型的”非上市股权投资基金的投资周期较长（5年至7年甚至更长），他们往往参与所购入公司的运营或重组工作。⁵⁸

资本（大多来自机构投资者）源源不断地流入非上市股权投资基金，推高了非上市股本交易的潜在规模。这些基金在众多部门中进行较大规模收购的潜力得益于许多周期性因素和结构性因素，其中最重要的因素是能够通过杠杆贷款以及其他债务工具进行债务融资。⁵⁹ 寻求固定收入的投资者偏好持有这些高杠杆交易和公司的债务可

58. 例如，尽管杠杆收购往往导致标的公司降级，但最近也有证据显示，在某些情况下，由于效益提高和管理改善，杠杆收购也可能会改善评级较低的欠有投机级（如Ca或C级）债务的公司的信用状况（见Moody's Investors Service, 2006年）。

59. 最近的非上市股本交易（如医疗保健业中HCA高达约350亿美元收购案以及Blackstone集团和Vorano Realty Trust集团最近对收购商用办公楼投资信托公司——Equity Office Property Trust集团的竞价分别为390亿美元和410亿美元）均超出了20世纪80年代最大规模的杠杆收购额（即总额达313亿美元的RJR Nabisco交易）。一家大型非上市股权公司的首席执行官称在不远的将来可能会出现更大规模的交易（如500亿美元或甚至达1000亿美元的交易）。

能是交易规模和市场活动程度的一项关键决定因素，这也是可能影响金融稳定的一项令人关注的重大问题。

为日益庞大的收购业务扩大债务融资可能带来的后果是，杠杆率增高可能会加剧潜在风险和脆弱性，或致使市场丧失信心和减少流动性，对有关机构以及广泛的市场造成不良后果。换言之，如果从目前债务市场上轻易可得债务融资进一步增加，可能会出现更多的非上市股本 / 杠杆收购违约案，造成经济影响并增大宏观审慎管理的难度。一旦发生一系列公司或交易违约事件，或经济下滑，或货币紧缩，或与大规模杠杆收购相关的融资失败，就可能会产生上述不良后果。由于信用利差普遍空前狭窄，杠杆收购失败可能会触发广泛收紧流动性，进而导致逆杠杆效应，扰乱整个市场。

就金融稳定而言，人们关注的主要问题是，非上市股本 / 杠杆收购交易失败可能会压缩流动性，进而引致逆杠杆效应。尤其是，由于大量投资者在其证券投资组合中增购了流动性较低的结构化信用产品，在日益按市价计值的环境中，一旦市场普遍丧失信心，将会产生巨大的顺周期性抛售压力，从而加剧逆杠杆效应。这一压力可能会导致大幅调整信用价格，引发机构投资者和监管机构采取不利的中长期措施，从而背离近些年积极的风险转移发展趋势。

参考文献

Bank for International Settlements (BIS) Committee on the Global Financial System (CGFS), 2006, "Housing Finance in the Global Financial Market," CGFS Publication No. 26 (Basel, Switzerland, January).

Bank of America, 2006, "The ABCs of CPDOs," Bank of America Credit Strategy Research (November 6).

Blanchard, Olivier, Francesco Giavazzi, and Filipa Sa, 2005, "The U.S. Current Account and the Dollar," NBER Working Paper No. 11137 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

British Bankers' Association (BBA), 2006, *BBA Credit Derivatives Report 2006* (London).

English, W., K. Tsatsaronis, and E. Zoli, 2005, "Assessing

the Predictive Power of Measures of Financial Conditions for Macroeconomic Variables," in "Investigating the Relationship Between the Financial and Real Economy," BIS Paper No. 22 (Basel, Switzerland: Bank for International Settlements).

Fabozzi, Frank, 2002, *The Handbook of Financial Instruments* (Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons).

Fitch Ratings 2006a, "Sovereign Review—December 2006," Fitch Ratings Special Report (London, December 13).

———, 2006b, "Global Credit Derivatives Survey: Indices Dominate Growth as Banks' Risk Position Shifts," Fitch Ratings Special Report (London, September 21).

Frey, Laure, and Gilles Moëc, 2005, "U.S. Long-Term Yields and Forex Interventions by Foreign Central Banks," *Banque de France Bulletin Digest*, No. 137 (May), pp. 1-32.

Froot, K.A., and Paul O'Connell, 2003, "The Risk Tolerance of International Investors," NBER Working Paper No. 10157 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Hull, John, Mirela Predescu, and Alan White, 2005, "Bond Prices, Default Probabilities and Risk Premiums," *Journal of Credit Risk*, Vol. 1 (Spring).

International Monetary Fund (IMF), 2004, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, September).

———, 2005, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).

———, 2006a, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).

———, 2006b, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, September).

———, 2007, *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).

Lehman Brothers, 2006, "Securitized Products Outlook 2007, Bracing for a Credit Downturn" (December 12).

Moody's Investors Service, 2006, "Default and Migration Rates for Private Equity-Sponsored Issuers," Moody's Investors Service Global Credit Research Special Comment (New York, November).

Teklos, Panayiotis, Michael Sandigursky, and Matt King, 2006, "CPDOs The New Best Seller?" Citigroup European Quantitative Credit Strategy and Analysis (London, Citigroup Global Markets, November 10).

Walker, Chris, and Maria Punzi, forthcoming, "Financing of Global Imbalances," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

Warnock, Francis E., and Veronica Caccac Warnock, 2005, "International Capital Flows and U.S. Interest Rates," International Finance Discussion Paper No. 840 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve).

过去十年里，跨境金融资产的积累增加了两倍。尽管这在一定程度上代表了一段时间以来已有趋势的继续或恢复，但近些年有一些新变化，特别是希望持有国际资产的投资者基础在扩大。某些类型的投资者（如成熟市场经济体的私人机构投资者和新兴市场经济体的官方机构）在全球金融市场中的重要性在提高。

为了理解国际金融市场的优势与缺陷的发展变化，必须分析国际投资者基础和投资分配行为的变化。主要投资者在资产分配方向上所作决策不仅影响金融资产的价格，而且对各国的经济表现和福利产生广泛影响。大规模跨境资本流动及金融创新的迅猛发展引发了对金融稳定的担心，因为在过去，跨境金融投资高涨之后跟随的是危机。即使在更长时期内可能更加稳定，但转变的过程和该过程发生时的特定条件可能暂时引发更多脆弱性。

本章的目的是使读者更好地理解全球化和投资者基础多元化以及这些趋势的影响，特别探讨以下问题：

- 过去十年里，跨境资本流动的投资者基础和投资者行为发生了哪些主要变化？
- 投资者基础和投资者行为的这些变化如何影响资本流动的构成和波动性以及金融资产的定价？
- 投资者基础的这些变化带来哪些主要风险？有哪些因素加剧或缓解这些风险？

本章回顾国际金融资产积累和机构投资者资产分配行为方面的有关情况，并在此基础上评估对跨境资本流动和全球金融稳定的影响。本章利用能够获得的最全面信息，特别是关于迅速增长

的证券投资的信息，分析过去十年里投资者行为的主要变化。然而，资本流动全球化使投资者的联系和网络变得更加复杂，加之缺乏信息和数据，因此难以进行全面分析。本章侧重于过去十年来日益显著的国际资本流动形式。此后公布的《全球金融稳定报告》将更深入地研究特定问题。

本章认为，有三个主要因素影响跨境资本流动的水平 and 性质：（1）机构投资者所管理的资产的增长；（2）这些投资者资产分配行为的变化，包括本国偏向下降及对国际导向型对冲基金的投资增加；（3）新兴市场官方部门和主权财富基金成为主要的市场参与者。另外，传统形式的跨境资产积累（如银行贷款和直接投资）在 20 世纪 90 年代危机期间暂时停滞，已恢复增长势头。

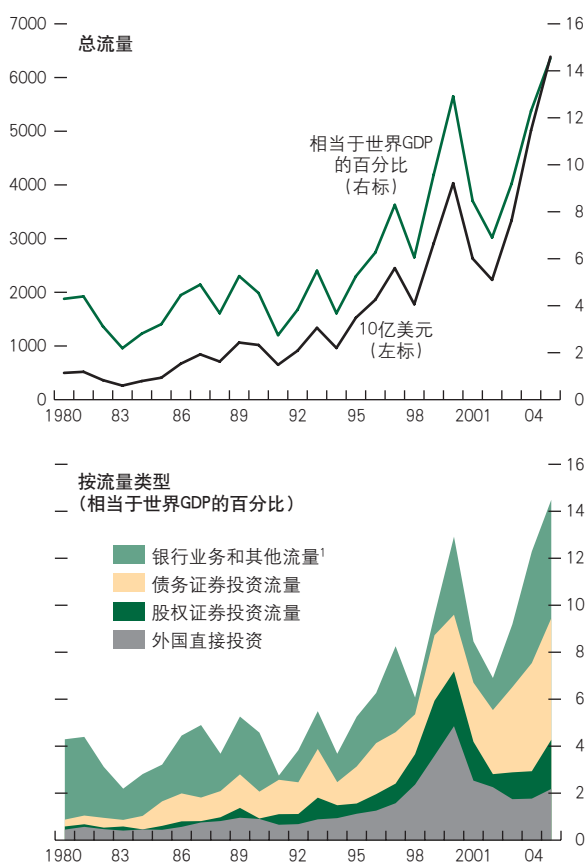
跨境资产积累目前涉及的资产、资金来源国和投资者类型的多样性意味着，这种形式的全球化总体上有利于金融稳定。然而，大规模的资本流动使人们担心，资金来源国和接受国面临的风险都在增大。此外，总体有利的全球经济环境促使投资者进入以前被认为风险过高的市场。经济环境的恶化可能带来负面冲击。

由于信息和数据的详细程度有限，只能提出一般性的政策建议，协助决策者继续从增加的跨境资产积累中获益，并防止因资本流动迅速逆转而受到冲击。尚不具备能够得出更精确分析和政策结论的信息。我们认为，需获得关于全球资本流动的更完善和更及时的信息，以便确定公共政策能否发挥更大作用及如何发挥更大作用。

从分析中可以得出一些基本政策结论。希望吸引全球投资者并从中获益的国家必须继续实行一致和可信的宏观经济政策。可以通过促进有效的监管和提高当地资本市场的效率而减轻脆弱性。一些国家还可以通过便利资本外流，允许国内投资者改善风险管理，从而有助于缓解大量资

注：本章由 Ceyla Pazarbasioglu 和 Daniel Hardy 领导的小组撰写。

图2.1. 全球跨境资本流入总量



资料来源：国际货币基金组织工作人员根据国际货币基金组织出版的《国际金融统计》和《世界经济展望》中的数据所作的计算。

1. 其他流量包括衍生工具交易。

本流入的影响。另外，官方部门须就其国际储备分配战略进行谨慎的沟通。

以下两节探讨各类主要投资者资产积累的规模及其投资分配行为。随后，在考虑到潜在收益与风险的情况下，分析对金融稳定的影响。最后一节给出一些结论，并陈述一系列相应政策影响。

资产积累及对跨境资本流动的影响

跨境资本流动

过去十年的金融全球化体现在跨境资本流动的增长上。2005年，全球跨境资本流动（外国

投资者购买股票和债务证券、跨境贷款和存款以及外国直接投资）达到创纪录的6.4万亿美元。跨境资本流动的增幅远远超过了周期性行为能够解释的程度（Battelino, 2006年）；1995年以来，全球跨境资本流动对世界GDP的比率呈现上升趋势，加上与商业周期有关的波动，脱离了以往的均值复归趋势（见图2.1）。

导致这一趋势的既有周期性因素，也有结构性因素。跨境资本流动的增加在一定程度上反映了“拉动因素”，例如，强有力和多样化的增长机会，经济体（包括金融部门）向外国投资者开放。但也有“推动因素”，如许多成熟市场的低利率。人口变化、会计和监管框架的变化、初级产品生产国的额外收入使得被管理的资产迅速增长，对金融工具的需求大幅增加。在一些国家，特别是新兴市场，需求的增长超过了现有的国内资产，从而使跨境资本流动增加。这些发展得益于技术进步（使价格更加透明，并使全球市场有更广泛的参与者），也得益于复杂的金融工具（便于风险的拆分和重新分配）。金融自由化也促使机构投资者寻求多元化，进入新市场。随着信息、技术和监管方面的障碍减少，资产分配的全球化得到增强。这些因素的作用体现在国际交易的资产类型、资本流动的地区模式、参与国际投资的投资者类型等方面。

在国际资本流动中，所有类型的金融资产都显示出强劲的增长。债务证券投资 and 跨境银行业务的增长最为显著，两者加起来占国际资本流动总量的3/4左右（见图2.1）。对债务证券的跨境投资大幅增加，主要是投资于主权债务，最近对公司债务的投资也大量增加，其中既包括发达国家（主要是美国）的债务，也包括新兴市场国家的债务。外国直接投资也在增加，但其占资本流动总量的比例在下降（见专栏2.1）。¹

银行部门仍是提供跨境资本的主要中介（McGuire和Tarashev, 2006年），尽管资本市场已逐步成为这种资本流动的优先渠道（见第三

1. 在国际收支统计的金融账户中，所有交易都是按净变化记录的。但在本章中，“总”资本流动要么指交易的贷方（总流入），要么指交易的借方（总流出），而“净”资本流动是指两者之差。

专栏 2.1. 外国直接投资

过去十年里，全球外国直接投资不断波动，与新兴市场的外国直接投资相比，成熟市场的外国直接投资显示出了更大的波动性（见附图 1）。国内市场的规模和增长前景是外国直接投资流入的重要决定因素。外国直接投资的主要来源地是欧洲，新兴市场在过去三年里也显著增加了对外直接投资。

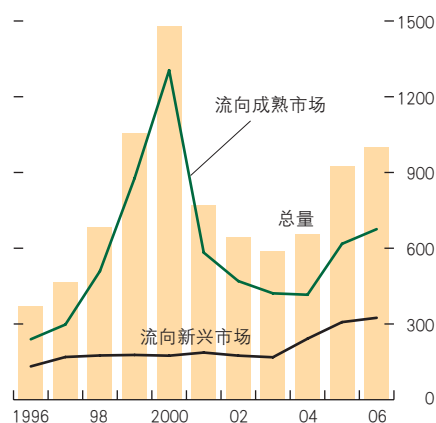
2006 年，在全球增长强劲、初级产品价格上涨、商业和投资环境持续改善、对新兴市场的风险预期下降、新兴市场并购活动增加等因素的推动下，流向新兴市场的外国直接投资总量增加了约 5%。2006 年，在流向新兴市场的外国直接投资中，增长幅度最大的是流向欧洲和中东新兴市场国家的投资。流向非洲和拉丁美洲的直接投资保持稳定，而流向亚洲的投资略有下降。新兴市场的公司目前已融入全球化进程中。从新兴市场流出的外国直接投资继续快速增加（见附图 2）。一些大量吸收外国直接投资的国家已成为对外直接投资的国家。例如，估计 2006 年巴西的对外直接投资超过其吸收的外国直接投资（见国际货币基金组织，2006 年 a；世界银行，2006 年，第四章）。

为了收集关于外国投资分配的信息，金融专业人员协会（AFP）和国际货币基金组织工作人员对 31 家跨国公司开展了一项调查。接受调查的公司的总部设在亚太地区、欧洲、拉丁美洲和北美洲，他们在建筑、能源、制造业、零售、电信和运输等部门的业务开展得活跃。

该项调查的问题包括开展外国直接投资的原因、回报率、配置与融资、基础设施等问题。接受调查的公司表示，外国直接投资是经

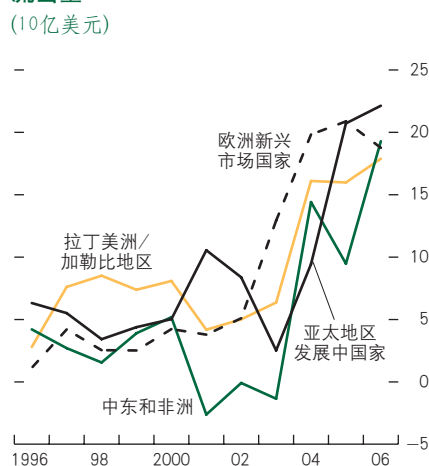
注：本专栏的主要作者是 Paul Ross。本专栏以国际货币基金组织、世界银行和国际金融公司的外国直接投资小组正在开展的工作为基础（国际货币基金组织，2006 年 a），并依据金融专业人员协会开展的一项调查（见 www.afponline.org）。

全球外国直接投资流入量
(10亿美元)



资料来源：国际货币基金组织出版的《世界经济展望》。

新兴市场：按地区划分的外国直接投资流出量
(10亿美元)



资料来源：国际货币基金组织出版的《世界经济展望》。

专栏 2.1 (续完)

济全球化的一部分，是顺周期性的，得益于结构性改革（这些改革使资金流入国的投资环境改善）。直接投资的目标是在增长较迅速的市场上稳固开展活动（与全球经济增长密切相关）。多数公司认为，在成熟市场的投资与在本国的投资具有类似的风险，而新兴市场投资被认为具有更高风险。投资者认为，吸引外国直接投资的重要因素包括较低的政策风险、适度的税收负担以及对投资者的有效保护。

该项调查发现，流入一国的外国直接投资取决于该国的增长前景，主要由母公司提供融资。利润和股息的汇出主要取决于税收及汇款限制。金融工具被用于管理风险，但这种工具的高成本限制了保值手段的更积极使用。这些调查结果与先前对外国直接投资开展的研究一致，确认外国直接投资是顺周期性的，流入那些具有良好投资环境的大型、迅速增长的市场。

章)。从 2001 年到 2005 年年底，跨境银行债权总额几乎翻番，达到 17.6 万亿美元。这主要是受欧洲银行推动，其次是美国和日本的银行。跨境银行债权总额中，很大一部分是欧洲境内的货币市场交易。另外，向国际清算银行报告数据的银行从新兴市场国家（包括石油输出国）净吸收了大量存款。过去几年里，在新兴市场中，欧洲新兴市场是银行债权的最大接受方。然而，似乎出现了一种明显的趋势，即向国际清算银行报告数据的银行已偏离其传统的贷款业务，成为证券市场的重要投资者。这些银行目前持有大量政府债务，主要是 AAA 级主权债（意大利和日本除外），造成这一现象的部分原因是这些债券在其他金融交易中可用作抵押品。过去十年中，向国际清算银行报告数据的银行所持有的债务证券存量增加了三倍以上，这在一定程度上是由于它们增加了对新兴市场国家本币债务市场的投资（国际货币基金组织，2006 年 a）。

本章主要侧重于证券资本流动。以下结论尤为相关：

- 1995 年至 2005 年，机构投资者（养老基金、保险公司、共同基金）所管理的资产从 21 万亿美元增至 53 万亿美元。
- 资产分配行为发生变化，特别是本国偏向下降，对其他工具（如对冲基金）的投资增加。

- 官方部门（特别是新兴市场的当局和官方部门以及主权财富基金）在资产管理中的重要性提高，其管理的资产总额在 2005 年年底超过 6 万亿美元。

传统投资者所管理资产的增长

过去十年里，成熟市场机构投资者管理的资产增加了一倍以上，2005 年达到约 53 万亿美元（见图 2.2）。² 其中，美国的机构投资者约占一半，欧洲大陆占 1/4 以上，随后是日本和英国。在传统的投资管理方式下，机构投资者管理的养老基金资产显著增加，特别是在荷兰、瑞士、英国和美国，这些国家较早通过私人养老金计划对养老金实行了改革。近期，几个欧洲国家（如挪威和西班牙）的养老基金资产迅速增加。在欧洲、日本和美国，共同基金和保险公司在投资者中也占相当大比例。

传统投资者所管理资产的这种迅速增长意味着，即使在国际上投资的证券资产的比例保持不变，跨境债权的绝对存量也会显著增加，导致每年的流量增加。但这些机构的国际作用提高得更快，因为它们越来越愿意在本国以外投资。

² 大型非银行机构投资者包括养老基金、保险公司和共同基金。

本国偏向的下降

随着成熟市场机构投资者管理的资产增加，他们的本国偏向（定义为偏向本国的资产分配）呈现出下降趋势，这既反映在股权证券投资上，也反映在债务证券投资上（见图 2.3）。来自欧洲大陆和日本的投资传统上更偏向于债务工具，而英国和美国的投资更大程度上偏重股权投资，尽管对债务的投资比例在增加。

欧洲的本国偏向下降幅度最大。2001 年至 2005 年，跨境债权增加了 6.1 万亿美元，主要是对债务工具的投资，并且主要是在欧洲大陆和英国（见专栏 2.2）。

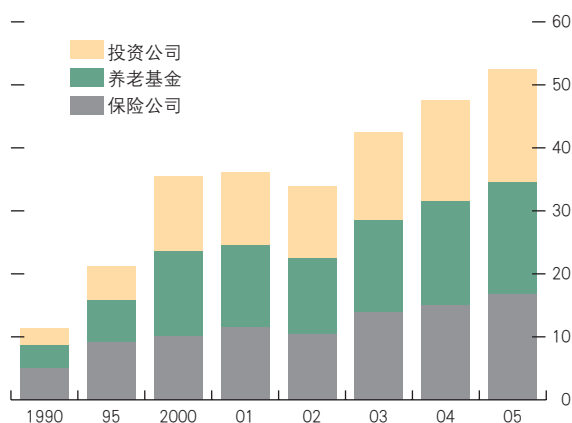
美国的国际证券资产同期内从 2.3 万亿美元增至 4.6 万亿美元，包括对离岸金融中心和其他成熟市场国家（包括日本和英国）的大量股权投资。对证券资产趋势的分析表明，美国的机构投资者已转向更加国际化的资产分配结构（见专栏 2.3）。

2001 年至 2005 年年底，日本的跨境证券债权几乎翻番，达到 2.1 万亿美元，这主要是由于日本的共同基金投资于具有流动性的成熟市场的主权和机构债券，近期也投资于新兴市场资产。

与成熟市场国家形成对照，新兴市场国家的国内机构投资者主要是在本国内进行投资。在一些国家，机构投资者管理的资产迅速增加。例如，在拉丁美洲，养老基金管理的资产超过 2000 亿美元，而在 1995 年不到 750 亿美元。2000 年至 2005 年，新兴市场共同基金管理的资产增加了一倍多，达到 8000 亿美元。然而，对资产管理机构和养老基金的监管限制以及本国保险市场的不完善缩小了新兴市场国家在国际上分散证券资产的空间（国际货币基金组织，2004 年；Chan-Lau，2004 年）。

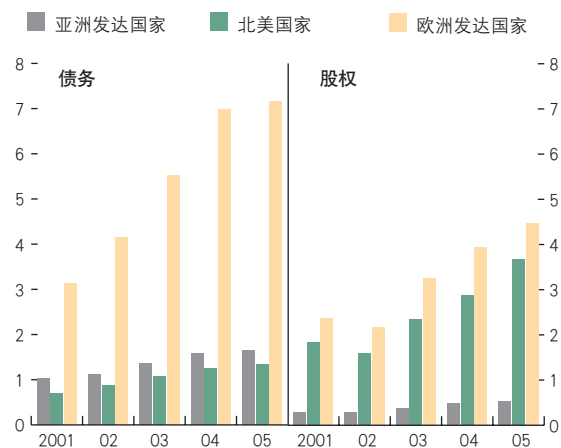
在所管理的资产增加、监管规定放松、技术进步等因素的共同推动下，更多的养老基金能够在国际上分散其资产（见表 2.1）。传统上，禁止海外投资的规定或普遍助长本国偏向的因素（如信息不对称和更高的交易成本）阻碍了养老基金对外国市场的投资。此外，启动境外投资或对新

图 2.2. 成熟市场机构投资者管理的资产
(万亿美元)



资料来源：伦敦国际金融服务局和经合组织的数据，以及国际货币基金组织工作人员的估算。

图 2.3. 成熟市场持有的跨境证券组合资产
(万亿美元)



资料来源：国际货币基金组织工作人员根据“协调的证券投资调查”所作的计算。

专栏 2.2. 从本国偏向转向“欧洲内部”偏向？

欧洲一体化进程对资本流动产生的影响最大。2005年，欧洲发达国家在全球资本流出和流入总量中所占比例上升到约70%，而在十年前，这一比例仅为50%—55%（见下图）。看来有三个因素导致了这一现象。

首先，在采用欧元作为共同货币和消除汇率风险、协调监管及产品市场一体化的推动下，欧洲内部的跨境资本流量大增。在从欧元区国家流出的跨境资本流量中，约有50%是流向欧元区内部。有相当多的证据表明，债券投资有欧元区偏向，因为与其他国家相比，欧洲货币联盟成员国之间相互投资的比例很高（Lane，2006年）。

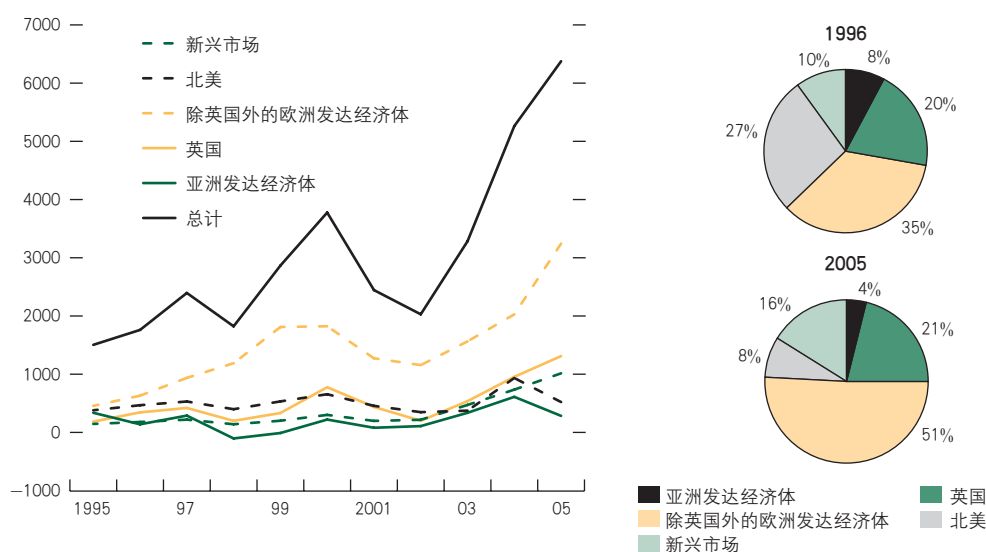
其次，伦敦作为国际金融中心重要性的提高推动了欧元区国家和英国的资本流动。伦敦实际上是欧洲内部银行同业市场的枢纽。根据欧洲中央银行的欧元区整体国际收支统计，2005年第四季度至2006年第三季度期间，在欧元区的跨境资本流出总量中，约一半流向不属于欧元区的其他欧盟国家，其中英国占90%。英国投资者也逐渐转向欧元区市场。

最后，随着欧洲新兴市场经济体融入欧洲，西欧的银行和其他金融机构向这些经济体提供了大量融资（见第三章）。

由于欧盟一体化仍在扩大和深化，以欧洲内部投资为主的状况仍可能持续下去。这可能会对金融稳定产生影响，因为欧洲内部投资的增加可能导致不利冲击在欧洲国家之间更迅速和剧烈地传递。

注：本专栏的作者是 Mangal Goswami 和 Jack Ree。

按地区划分的资本流出总量
(10亿美元)



专栏 2.3. 美国股票投资的本国偏向的演变

证券投资分配方面的国际资本资产定价模型 (ICAPM) 表明, 如果没有显著的交易成本和信息不对称, 证券投资的国际分散化程度会很高, 资本会流向风险收益状况最好的市场。在现实中, 投资者分配于国际市场的资金远远低于模型所做的估计, 从而导致投资的“本国偏向” (French 和 Poterba, 1991 年; Aurelio, 2006 年)。

我们分析了美国股票投资者的本国偏向的变化, 因为这部分投资者代表了最大一组全球股票投资者。对本国偏向的衡量是基于国际资本资产定价模型。根据该模型, 对某一特定市场股票投资的比例应当等于其在世界市场市价总值中的比例。美国证券资产的估算方法是: 美国证券市价总值 + 美国投资者持有的外国证券总量 - 外国投资者持有的美国证券总量。这一方法在文献中被广泛使用, 例如, Kho、Stulz 和 Warnock (2006 年) 就使用了这一方法。投资者资产组合对国际资产组合的任何偏离都表示存在投资偏向。按照这一标

准, 数值接近 1 的本国偏向表示具有很强的本国偏向, 而较低的比率表示所观察到的资产分配更接近于以市价总值为基础的权重, 代表较低的本国偏向。

需要谨慎地估计本国偏向。各国法律体系存在差别, 关于某一特定市场的信息不完善, 交易成本较高, 这些可能都是各国投资者倾向于在本国市场投资的重要原因。另外, 在股票市场波动性降低时, 各国股票市场的相关性趋于下降, 促使投资者寻求境外分散化的好处。投资者行为的这种变化可能显示对周期性因素的反应, 而不是投资者行为的结构变化或本国偏向的下降。

下表列出的总体数据表明, 自 2001 年以来, 美国股票投资的本国偏向对多数地区都呈现出系统性的下降趋势, 相对于非美国证券市价总值而言, 下降了 8%。美国证券持有量在国际范围内的日益分散化主要集中在成熟市场国家、亚洲发展中国家和拉丁美洲等证券市值最高的地区。这证实, 美国股票投资者对某些地区的投资偏好可能在增强。

注: 本专栏的作者是 Silvia Iorgova 和 Andreas Jobst。

美国股票投资的本国偏向的演变——ICAPM框架 (百分比)

| | 在美国证券资产中的权重(A) | | 在世界市场证券资产中的权重(B) | | 本国偏向(1-A/B) | | 变化 2001-2005 |
|-------------|----------------|--------------|------------------|--------------|-------------|-------------|-----------------|
| | 2001 | 2005 | 2001 | 2005 | 2001 | 2005 | |
| 欧洲发达国家 | 6.52 | 9.21 | 26.94 | 26.20 | 0.76 | 0.65 | -0.11 |
| 其他发达国家 | 2.68 | 5.89 | 15.14 | 22.39 | 0.82 | 0.74 | -0.09 |
| 亚洲发展中国家 | 0.26 | 0.84 | 4.18 | 5.67 | 0.94 | 0.85 | -0.09 |
| 欧洲新兴市场国家 | 0.07 | 0.24 | 0.67 | 2.38 | 0.89 | 0.90 | 0.01 |
| 拉丁美洲 | 0.37 | 0.78 | 2.18 | 2.54 | 0.83 | 0.69 | -0.14 |
| 中东 | 0.10 | 0.19 | 0.37 | 0.60 | 0.74 | 0.69 | -0.05 |
| 非洲 | 0.05 | 0.19 | 0.59 | 1.51 | 0.92 | 0.87 | -0.04 |
| 所有国家 | 10.04 | 17.35 | 50.07 | 61.29 | 0.80 | 0.72 | -0.08 |

资料来源: 国际货币基金组织工作人员根据国际货币基金组织“协调的证券投资调查”数据所作的估算; 国际金融公司, 新兴市场数据库, 及 Bloomberg L.P. 的数据。

表2.1. 部分国家养老基金的资产配置

(占养老基金投资组合的百分比)

| | 股权 | | 债券 | | 其他 |
|------------------|----|----|----|----|----|
| | 国内 | 国际 | 国内 | 国际 | |
| 美国 | | | | | |
| 1994 | 41 | 7 | 42 | 1 | 9 |
| 1999 | 55 | 10 | 27 | 1 | 7 |
| 2005 | 48 | 15 | 32 | 1 | 4 |
| 日本 | | | | | |
| 1994 | 24 | 6 | 55 | 6 | 9 |
| 1999 | 40 | 19 | 32 | 7 | 2 |
| 2005 | 30 | 18 | 24 | 13 | 15 |
| 英国 | | | | | |
| 1994 | 54 | 23 | 9 | 4 | 10 |
| 1999 | 51 | 24 | 13 | 4 | 8 |
| 2005 | 34 | 32 | 22 | 3 | 9 |
| 荷兰 | | | | | |
| 1994 | 10 | 13 | 62 | 4 | 11 |
| 1999 | 12 | 38 | 22 | 19 | 9 |
| 2005 | 6 | 43 | 5 | 33 | 13 |
| 澳大利亚 | | | | | |
| 1994 | 35 | 12 | 30 | 3 | 20 |
| 1999 | 39 | 16 | 22 | 3 | 20 |
| 2005 | 32 | 27 | 14 | 5 | 22 |
| 加拿大 ¹ | | | | | |
| 1994 | 32 | 13 | 48 | | 7 |
| 1999 | 34 | 17 | 45 | | 14 |
| 2004 | 30 | 26 | 36 | | 8 |
| 西班牙 ¹ | | | | | |
| 1994 | 4 | 1 | 57 | 3 | 35 |
| 1999 | 11 | 14 | 40 | 13 | 22 |
| 2004 | 6 | 16 | 18 | 28 | 32 |

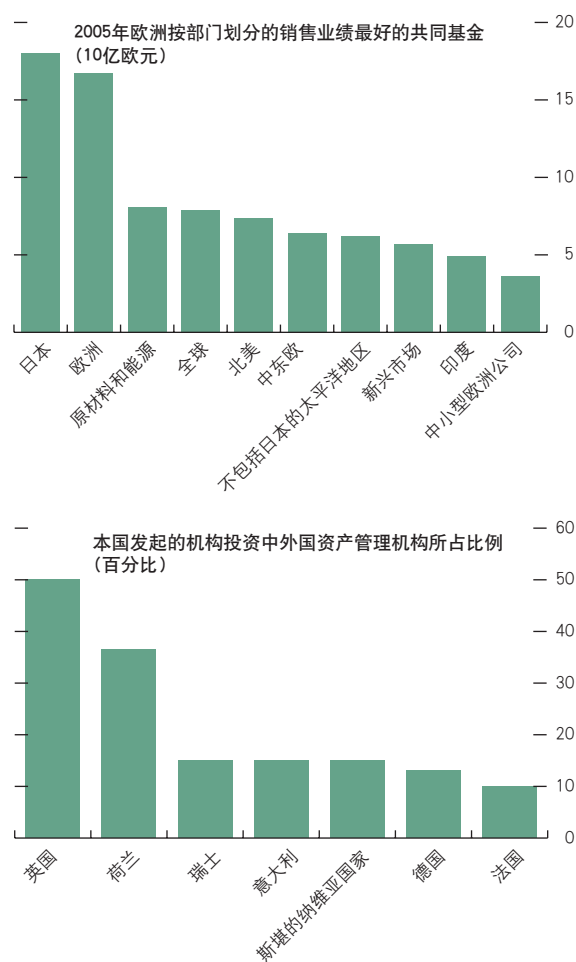
资料来源：UBS Global Asset Management (2005年)，以及经合组织 (2006年a)。

1. 经合组织 (2006年a)。

资产类别的投资往往涉及某些成本，带来门槛效应：投资者首先必须熟悉新资产的价格行为及其与其他资产的关系；需建立与交易伙伴的交易机制和关系；必须调查新市场的监管环境；须完成许可程序才能进入市场。放松管制和技术进步克服了其中一些障碍。

随着机构投资者（如养老基金）和个人投资者寻求增加对外国资产的投资，资产管理业在地域上也变得更加多元化。对新兴市场资产的配置增加，这是本国偏向下降的另一个表现。美国专门投资于新兴市场的共同基金迅速增加，从2000年后期的270亿美元增至2006年中期的约2300亿美元，尽管某些时期出现了波动。根据对175名全球金融服务经理人所作的资产管理调查，约2/3的被调查者认为，全球化今后将是盈利能力的主要驱动因素 (Deloitte Touche Tohmatsu,

图2.4. 资产管理业的全球化



资料来源：Van Steenis (2006年)。

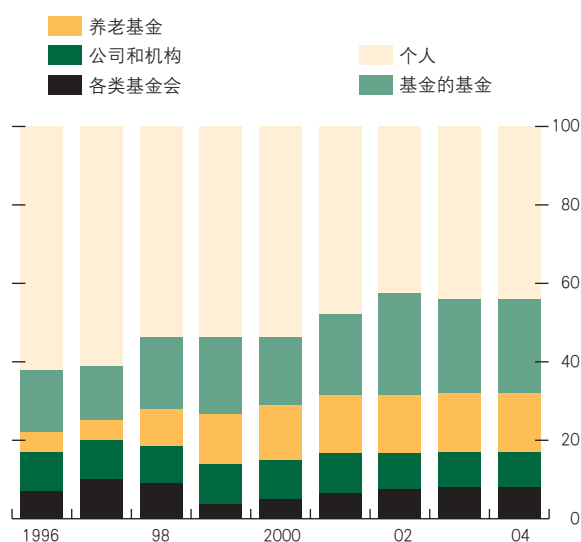
2006年)。例如，在欧洲，2005年，跨境登记的基金占有所有基金的一半。在一些国家（如德国），可供投资者投资的外国基金的数量超过了本国基金。2005年按销售业绩排位的欧洲共同基金列表（见图2.4）反映了对外国资产的需求。

由机构需求推动的对冲基金的增长

机构投资者越来越依赖对冲基金实现更高的风险调整收益，包括通过投资于外国资产。传统投资收益的降低使机构投资者的投资行为发生变化，令他们更关注绝对收益投资，并且更加积极地寻求“阿尔法”（即在某一特定资产上获得的

图2.5. 全球对冲基金，投资者基础

(百分比)



资料来源：Hennessee Group LLC的数据。

超额收益)。³ 这种转变使得对对冲基金和其他资产的投资逐步进入资产分配的主流，资产管理机构通过这种方式使用更积极的投资战略，例如，利用杠杆作用（包括通过衍生工具），卖空证券，投资于新的资产类别（如初级产品）和流动性较差的资产（如私人股权和不动产）等，以增强其资产的风险/收益特征。⁴

养老基金和对冲基金已成为对冲基金的越来越重要的投资者（欧洲中央银行，2006年）。根据市场估计，对冲基金业管理的资产尽管相对于其他机构投资者较少，但从1990年的300亿美元增加到2005年年底的1.4万亿美元以上。对冲基金的数量（不包括基金的基金）从1990年的仅530个增加到2005年的6700多个。2005年年底，全球机构投资者分配于对冲基金的资本估计为3600亿美元，占被管理的对冲基金资产

3. 1990年至2005年，等加权对冲基金指数比其他股票和债券基准指数具有更高的收益率（15.1%），并具有更高的Sharpe比率（1.58）——即收益与风险的比率（国际证券和衍生工具市场中心，2006年）。

4. 第一章附录1.4探讨了对冲基金业的近期趋势和私募股权投资基金的增长。

表2.2. 部分国家官方外汇储备的积累

(10亿美元)

| 国家 | 官方储备水平 ¹ | | 变化 |
|-----------------------------------|---------------------|---------|-------|
| | 1999年年底 | 2006年年底 | |
| 中国 | 158 | 1,068 | 910 |
| 日本 | 287 | 880 | 593 |
| 俄罗斯 | 8 | 296 | 288 |
| 韩国 ² | 74 | 234 | 160 |
| 印度 | 33 | 171 | 138 |
| 新加坡 | 77 | 137 | 60 |
| 巴西 | 35 | 86 | 51 |
| 马来西亚 | 31 | 82 | 51 |
| 阿尔及利亚 | 5 | 78 | 73 |
| 墨西哥 | 32 | 76 | 44 |
| 土耳其 | 23 | 61 | 38 |
| 利比亚 | 7 | 59 | 52 |
| 尼日利亚 ² | 5 | 42 | 37 |
| 总计 | 775 | 3,270 | 2,495 |
| 备忘项： | | | |
| 所有国家，总储备 (不包括黄金) ³ | 1,882 | 5,072 | 3,190 |
| 所有国家，总储备 (包括黄金) ^{3,4} | 2,163 | 5,624 | 3,461 |

资料来源：国际货币基金组织出版的《国际金融统计》。

1. 不包括黄金。

2. 截至2006年11月底。

3. 国家覆盖面与《国际金融统计》的全球总储备表相一致。

4. 包括按市场价格计算的黄金。

总额的30%（见图2.5）。2003年至2005年，美国对对冲基金的机构投资增加了一倍以上，其中很大一部分是来自养老基金的投资（纽约银行及Casey, Quirk and Associates, 2006年）。英国的养老基金对对冲基金的投资从2001年占其资产总额的2%增加到2004年的近5%（JP摩根富林明资产管理公司，2005年）。

出现新的市场参与者——新兴市场官方部门和主权财富基金

近年来，官方国际储备总额大幅增加，自2002年以来几乎翻倍，2006年9月底增加到近5万亿美元（见表2.2）。一般而言，具有大量经常账户顺差的国家也是储备积累幅度最大的国家。顺差国持有的巨额外汇储备（亚洲发展中国家和日本目前超过3万亿美元，出口石油的发展中国家有7000亿美元）使资金前所未有地集中于官方部门。中国的储备超过1万亿美元。

表2.3. 最大的主权财富基金

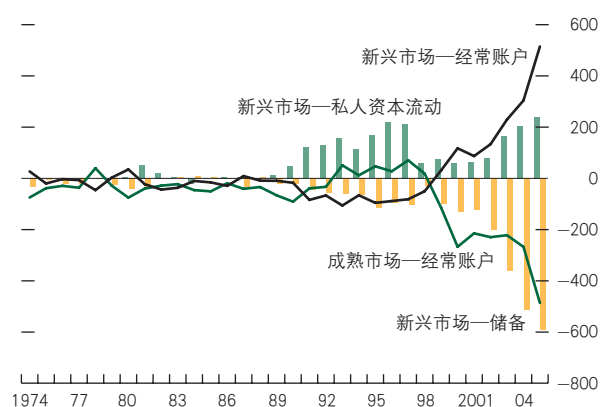
| 国家 | 主权财富基金 | 管理的资产 (10亿美元) | 来源 |
|-----------------------|-----------|------------------|-------|
| 阿拉伯联合酋长国 ¹ | 阿布扎比投资当局 | 250–500 | 石油 |
| 挪威 | 政府养老基金 | 263 | 石油 |
| 新加坡 | 新加坡政府投资公司 | >100 | 非初级产品 |
| 科威特 ¹ | 科威特投资当局 | 160–250 | 石油 |
| 俄罗斯 | 石油稳定基金 | 89 | 石油 |
| 主权外部资产 | | | |
| 沙特阿拉伯货币局和政府机构 | | 276 | 石油 |

资料来源：挪威银行，沙特阿拉伯货币局，俄罗斯财政部，新加坡政府投资公司和太平洋管理投资公司（PIMCO）提供的数据；以及Toloui（2007年）。

1. 基于市场估计（PIMCO）。

图2.6. 经常账户、资本流动和储备积累

(10亿美元)



资料来源：国际货币基金组织出版的《世界经济展望》数据库。

注：储备积累作为资本流出项目以负值表示。

近期，初级产品生产国，特别是石油生产国的政府大量投资于金融工具，特别是债券和股票。由主权财富基金直接进行投资，或将资金交给外部投资管理机构进行投资。市场估计表明，这些基金管理 1.4 万亿美元以上的资产，其中大部分是与石油有关的基金，其余属于出口导向国的投资和公共养老基金或非石油初级产品基金（见表 2.3）。

鉴于这些发展情况，官方部门已成为跨境资产分配的主要参与者，促进了全球失衡的融资。

目前，新兴市场国家作为一个整体通过债务证券投资向成熟市场国家净提供资本，基本上与美国的外部融资缺口相对应（见图 2.6）。重要的是，资本主要是通过中央银行和主权财富基金从新兴市场流向成熟市场的，最近主要是通过石油输出国的中央银行和主权财富基金。

数据局限性

为了进一步分析不同类型投资者的资产配置行为及对资产价格和资本流动波动性的影响，需要具备更加细分的数据。然而，关于国际资本流动和头寸的统计数据不全面。例如，“协调的证券投资调查”的跨境证券投资数据因参与调查的国家数目和投资者范围而受到限制。数据的国家覆盖范围近年来显著改善（见专栏 2.4），这主要涉及头寸数据。另外，由于新金融工具与传统工具之间复杂的混合以及金融市场的中介性质，难以将最终资本流动与投资者对应起来。因此，数据可能不总是代表实际投资情况，主要是因为这些数据很可能只反映了一个市场参与者所持有的一部分头寸，该市场参与者可能也在离岸衍生工具和 / 或非交割远期市场上持有冲抵头寸。市场参与者表示，由于存在大量反向交易和保护性机制，难以确定某类资产的最终投资者。

在对以上情况作出说明的基础上，下一节的分析利用现有数据，分析投资者的资产配置行为及其对资产价格和波动性的影响。

专栏 2.4. 国际可比双边统计的重要性

国际货币基金组织的一项重点工作是开展多边监督，从市场角度分析和监测各经济体之间不断增加的金融联系及其对外金融脆弱性。因此，分析框架的重点越来越转向对金融头寸的测量，即以一致的方式衡量一国对伙伴国的金融风险暴露。国际货币基金组织统计部目前采取了几项举措，以满足这种统计需要。

除了国际收支流量统计之外，国际货币基金组织鼓励各国编制和公布国际投资头寸数据。1998年，只有37个国家报告国际投资头寸数据，目前则超过100个国家。后来决定从2001年12月31日起将国际投资头寸数据作为国际货币基金组织“数据公布特殊标准”规定的类别，从而进一步促进了外部头寸数据的报告。

20世纪90年代中期，统计部开展了“协调的证券投资调查”，这项调查提供关于各国持有的、按伙伴国划分的投资证券（股票和债券）的双边信息。“协调的证券投资调查”的结果还有助于发行证券的国家识别持有其证券的对手国。

2006年3月，国际清算银行、国际货币基金组织、经济合作与发展组织和世界银行共同建立了“联合外债数据中心”，提供关于外债的更多信息。“联合外债数据中心”将各国的外债数据（国别数据）与债权人/市场来源的数据结合在一起，便于在证券发行国和

债权国之间进行比较。¹ 例如，国别数据提供按发行国划分的季度数据（负债），而从债权国角度看，国际清算银行的国际银行业统计提供关于各国银行对其他国家债权的季度信息，“协调的证券投资调查”提供关于各国持有的其他国家债务和股权证券的信息。

统计部将进一步研究，以2009年年底作为参照年份开展“协调的直接投资调查”是否可行。如“协调的证券投资调查”一样，“协调的直接投资调查”旨在提供经过协调的伙伴国数据，用于衡量一国的外国直接投资负债（即从外国直接投资者那里获得的股本和贷款），以及关于一国的直接投资资产（即向联营企业提供的股本和贷款）的类似数据。从“协调的直接投资调查”中获得的数据与“联合外债数据中心”的数据加在一起，将提供关于国际投资头寸最重要组成部分的双边信息。

目前和今后工作的一个重要内容是，按统一标准编制数据，确保跨部门一致性。目前正在对《国际收支手册》进行更新，扩展流量和头寸数据部门分类的标准组成部分。当前手册划分的四个部门（即货币当局、广义政府、银行和其他部门）将被扩展为《国民账户体系》使用的全面部门分类。另外，从标准组成部分的目的出发，其他部门这一类被分为金融和非金融部门。

注：本专栏的作者是国际货币基金组织统计部的 Lucie Laliberté 和 John Motala。

1. 见 http://devdata.worldbank.org/sdmx/jedh/jedh_home.html。

资产分配行为及其对资产价格的影响

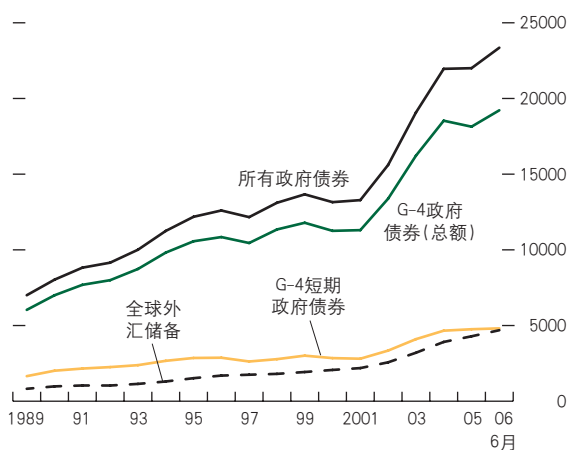
投资战略

不同类型的投资者（个人、银行、保险和养老基金、对冲基金、公共部门机构等）具有不同

的目标，也面对影响投资分配决策的各种制约因素（包括监管环境及其负债结构、时间框架、内部治理和“投资文化”）。特别是，不同机构改变资产分配战略的频率有很大差别。银行（包括投资银行）的自营交易部门和某些对冲基金可能侧重于快速改变（有时在一天之内即改变）相对价

图2.7. 外汇储备和短期政府债券市场

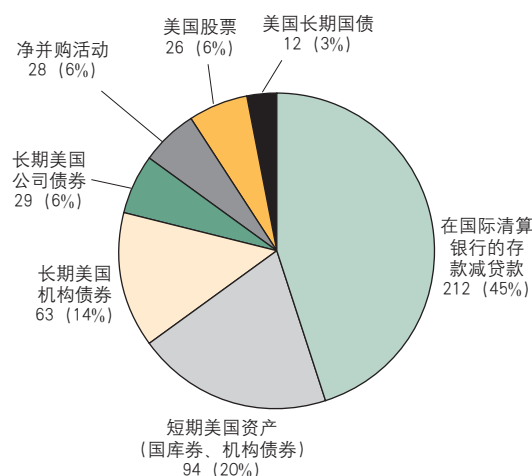
(10亿美元)



资料来源：国际货币基金组织出版的《国际金融统计》，国际清算银行出版的《证券统计》，2006年。

图2.8. 主要石油出口国购买的主要资产，2002—2006年

(10亿美元，百分比)



资料来源：太平洋投资管理公司的数据。

注：BIS=Bank for International Settlements，即国际清算银行。

值战略。与此形成对照，寿险公司倾向于实行更为中长期的战略性资产配置，通常每隔半年或一年检查这种战略。同样，固定给付的养老基金往往每隔一至三年才对资产和负债进行全面检查，并且，通常在更大程度上依赖于外部建议和专家意见（如投资咨询公司提供的建议）。对于固定缴款的养老基金和投资公司，资产配置过程与战略可以有相当大的差异，反映出特定的投资需要和各投资者的风格（例如，侧重于基准指标，或侧重于绝对收益）。⁵

中央银行也实行长远投资战略，但通常需保持较高的流动性，并且，其投资政策相对保守。他们通常持有投资级、短期、流动性强、以主要货币计值的主权资产。然而，随着储备积累的速度超过短期政府债券发行的速度，储备管理机构日益离开其“偏好的领域”（见图 2.7）。在预计财政赤字减少的情况下，以主要货币计值的政府债券的供给可能进一步放慢，对这些趋势的可持续性带来影响。因此，投资当局在分配储备资产时越来越考虑风险—收益因素，通过投资于新的资产类别而实现多元化，例如，从对美国国库券的投资转向美国抵押支持证券、美国机构债务以及其他以美元计值的债务（如高等级公司债券和新兴市场的投资级外部主权债）（Carver, 2006 年）。

主权财富基金具有比中央银行更灵活的投资政策（见图 2.8）。例如，挪威政府养老基金和新加坡政府投资公司都是专业的资产管理机构，投资于成熟市场和新兴市场的各种证券（包括韩国在内的一些其他国家近期也采用了类似模式）。石油输出国在 2003 年至 2006 年积累的约 4640 亿美元的官方资产几乎没有反映在所报告的美国证券市场购买量数据中。⁶ 然而，有零星证据表明，石油输出国主要是通过英国和离岸中心的机构购买美国证券的。

5. 见前几期《全球金融稳定报告》（国际货币基金组织，2004 年，2005 年 a，及 2005 年 b）。

6. 对石油美元回流的分析，见 McGuire 和 Tarashev（2005 年）。

表2.4. 外国投资者持有的美国长期证券的分布情况

| 证券类型 | 1994年 12月 | 2000年 3月 | 2002年 6月 | 2003年 6月 | 2004年 6月 | 2005年 ¹ 6月 |
|------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------|
| 股票 | | | | | | |
| 总余额 (10亿美元) | 7,767.0 | 24,703.0 | 17,904.0 | 17,941.0 | 20,779.0 | 22,041.0 |
| 外国投资者持有量 (百分比) | 5.1 | 6.9 | 7.8 | 8.7 | 9.3 | 9.7 |
| 其中: 官方机构 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.8 |
| 可交易美国国库券 | | | | | | |
| 总余额 (10亿美元) | 2,392.0 | 2,508.0 | 2,230.0 | 2,451.0 | 2,809.0 | 3,093.0 |
| 外国投资者持有量 (百分比) | 19.4 | 35.2 | 40.7 | 45.5 | 50.8 | 51.7 |
| 其中: 官方机构 | 10.9 | 18.5 | 25.1 | 26.6 | 32.5 | 34.1 |
| 美国机构债券 | | | | | | |
| 总余额 (10亿美元) | 1,982.0 | 3,575.0 | 4,830.0 | 5,199.0 | 5,527.0 | 5,591.0 |
| 外国投资者持有量 (百分比) | 5.4 | 7.3 | 10.2 | 11.3 | 11.2 | 14.1 |
| 其中: 官方机构 | 0.6 | 2.5 | 2.8 | 3.5 | 3.8 | 5.8 |
| 公司债券和其他债券 | | | | | | |
| 总余额 (10亿美元) | 3,556.0 | 5,713.0 | 7,205.0 | 7,852.0 | 8,384.0 | 8,858.0 |
| 外国投资者持有量 (百分比) | 7.8 | 12.3 | 15.7 | 15.7 | 17.4 | 19.5 |
| 其中: 官方机构 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.7 |

资料来源: 美国财政部。

1. 美国财政部对截至2006年6月外国投资者持有美国债券的分布情况的最近一次年度调查结果将于2007年3月30日公布。

对资产价格的影响

国际资本供给的增加和投资者基础的扩大反映在金融资产的价格中, 同时也受资产价格的影响。随着对国际资产的需求扩大, 从这些资产中获得的较高收益趋于下降。许多类资产交易量的上升和收益率的下降证明了, 主要的变化是在对这些资产 (特别是固定收入资产) 的需求上, 而不是这些资产的供给。下面以两类资产 (美国国库券和新兴市场债券) 为例, 分析投资者基础扩大对波动性和价格的影响。

美国国库券

过去十年里, 外国投资者所持美国国库券的比例几乎增加了两倍, 外国官方机构对美国长期证券 (美国长期国债和美国政府机构证券) 的购买对这一比例的上升起了显著作用 (见表 2.4)。美国金融市场的规模和深度使其成为这些外国投资者 (包括中央银行和主权财富基金) 的主要投资场所。

相比其他投资者, 非美国官方机构 (包括主权财富基金) 对美国国债的需求更加稳定 (见图 2.9, 及第一章)。另外, 近年来, 外国官方投资者似乎在这个市场中逆风而行, 具体而言, 就是

表2.5. 储备积累对美国国库券收益的影响 (基点)

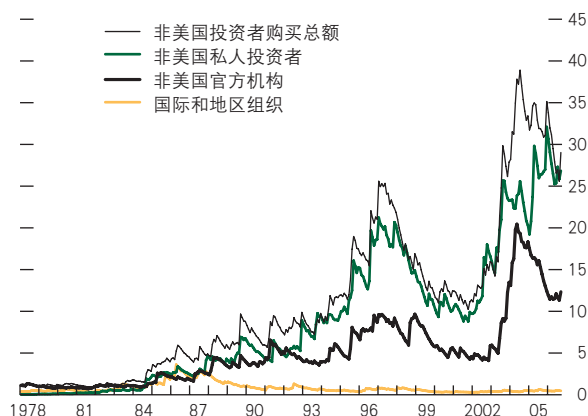
| | |
|-----------------|--------|
| Merrill Lynch | 30 |
| JPMorgan | 30-50 |
| Goldman Sachs | 40 |
| Eurosystem | 65 |
| Hauner和Kumar | 90 |
| Ben Bernanke及他人 | 50-100 |

资料来源: 欧洲中央银行和Eurosystem提供的数据, Hauner和Kumar (2006年)。

在私人部门市场参与者大量抛售以美元计值的资产时, 增持以美元计值的资产。过去 36 个月和 24 个月内, 非美国官方投资者与私人投资者对美国国库券净购买量的月度相关系数分别为 -0.27 和 -0.41, 而在 1996 年至 2006 年的整个期间内, 相关系数估计为 0.75。

美国长期债券收益率的下降在一定程度上可归因于国际需求增加, 以及新兴市场中央银行的投资模式。长期资产收益率的下降初步体现在政府债券期货隐含波幅缩小上。几项实证研究表明, 外国资本流入会对长期利率产生经济上和统计上的显著影响, 但估值差别很大, 从 30 个基点到 100 个基点不等 (见表 2.5)。

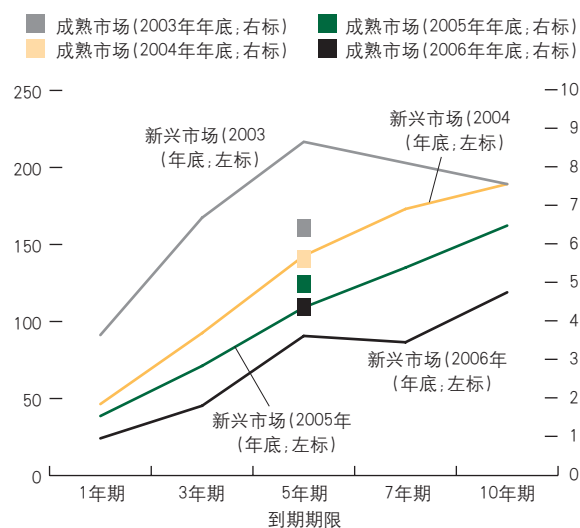
图2.9. 长期美国国库券跨境购买净额的波动性
(10亿美元)



资料来源：国际货币基金组织根据美国“财政部国际资本体系”数据所作的估算。

注：波动性估计是基于条件标准差（GARCH）。

图2.10. 主权信用违约掉期（CDS）利差的期限结构，2003—2006年
(基点)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据，及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：新兴市场和部分成熟市场对外主权债务1年期、3年期、5年期、7年期和10年期信用违约掉期合约的年底利差。不具备7年期信用违约掉期合约2003年年底的利差数据。

新兴市场债券和信用违约掉期利差

成熟市场经济体流向新兴市场外债市场的资金增加，支持了这一资产类别的价格（见表2.6）。其他起作用的因素包括，这些新兴市场国家的经济表现改善，金融市场波动性降低，成熟市场主权资产的收益率下降，可能还包括，最近在总体资产负债管理战略下，新兴市场外债的净发行量减少（国际货币基金组织，2006年a）。近期的一项实证研究表明，2004年6月至2005年5月（这一期间东亚国家的储备积累接近4000亿美元），从东亚流出的资本对新兴市场资产的利差产生了统计上显著的影响（国际货币基金组织，2006年b）。然而，该项研究没有发现，在新兴市场购买与石油有关的债务证券对其利差产生了明显影响。

交易量（特别是以主权债为基础的信用违约掉期合约的交易量）大幅增加，反映了投资者对新兴市场资产的需求扩大。随着新兴市场国家逐步转向通过本币债务满足融资需要，其外债的净发行量显著减少（见Turner，2006年）。在这种情况下，投资者实现其新兴市场资产投资目标的方式是，出售主权债务保值工具，压低信用违约掉期的利差。过去三年里，随着信用违约掉期各期限的利差缩小，信用违约掉期利差的期限结构向下移动（见图2.10）。

对金融稳定的影响

本章讨论的问题围绕跨境资本流动的增长和投资者基础的扩大，这些问题对金融机构和市场以及更广泛的经济体的稳定产生的影响。本节分析投资者基础和投资者行为的变化通过哪些渠道影响金融和经济稳定（无论是有利影响还是不利影响），并利用有关证据评估这些影响。下面的讨论围绕两个主题：第一，跨境资本流动对资金流入国的潜在影响；第二，金融机构自身的稳定。

对资金流入国的影响

有大量理论和实证研究（见Edwards，2001

表2.6. 新兴市场外债收益率的决定因素

| | | | | | |
|------|--|--------|-------|--------|-------|
| 因变量 | 新兴市场债券指数全球综合指数（新兴市场外债收益率）的变化。 | | | | |
| 自变量 | 专门投资于新兴市场债务的资金流入；VIX（美国股票市场隐含波动性指数）；经济风险评级（《国际国别风险指南》），包括通货膨胀、预算差额与GDP的比率以及经常账户与GDP的比率（评级上升表示经济健康状况改善）；10年期美国国债的收益率。 | | | | |
| 估计结果 | 估计方法：两阶段最小二乘法，用自变量的滞后量作为工具变量；Newey-West HAC标准误差与协方差。 | | | | |
| | 样本：1998年第一季度至2006年第四季度，季度数据。 | | | | |
| | 变量 | 系数 | 标准误差 | t-统计量 | 概率 |
| | 流向新兴市场债务的资金 | 0.149 | 0.062 | 2.361 | 0.020 |
| | VIX的变化 | -0.969 | 0.289 | -3.342 | 0.001 |
| | 经济风险的变化 | 3.762 | 1.056 | 3.560 | 0.001 |
| | 美国国债收益率的变化 | -7.024 | 2.691 | -2.609 | 0.011 |
| | 常项 | 0.916 | 0.857 | 1.070 | 0.288 |
| | R ² | 0.333 | | | |
| | 调整后的R ² | 0.304 | | | |
| | Durbin-Watson统计量 | 2.185 | | | |

资料来源：国际货币基金组织工作人员根据AMG、Bloomberg L.P.、JPMorgan Chase & Co.和countrydata.com的数据所作的估算。

年；Klein 和 Olivei，1999 年；Rodrik，1998 年）分析了国际资本流动给资金流入国带来的潜在好处与风险。在合适的条件下，资本流入有助于稳定消费，或促进资本积累，从而促进当地经济的增长和多元化（Kose 等人，2006 年）。资本流入还能促进体制改善，例如，通过技术转让、改善公司治理和提高透明度而改善经济表现。然而，对资本流入的依赖意味着，在资本突然停止流入或撤出的情况下，将受到冲击（Froot、O’Connell 和 Seasholes，2001 年）。资本流入可能对国内经济产生不利影响，如资产价格泡沫、过快的信贷增长、通货膨胀及实际汇率升值——即使在很多情况下，大量资本流入和相关不利影响的根源是国内经济的扭曲，资本流入至少暂时维持了这种扭曲。

许多国家间跨境资产的迅速积累可能有助于总体宏观经济稳定，但也可能带来脆弱性。之所以产生稳定效应，是由于投资者行为具有多样性，并且具有更多的途径来稳定消费、投资和融资。然而，本章分析的世界资本流动规模之大，使人对资本流动在传导、扩大、甚至触发经济动荡中所起的作用产生疑问。资本流动规模增大的趋势意味着，即使是世界上最大的经济体也依赖于国

际资本市场的持续平稳运作。这意味着，对某一资产世界需求的小幅变化就能使该资产的价格暴涨或剧跌，涨跌程度取决于该资产市场的深度和流动性。即使是资本净输出国也可能受到严重影响，原因要么是对其本国资产的世界需求发生变化，要么是本国投资者对外国资产的需求急剧增加或减少。另外，各国在宏观经济上的相互联系可能加强：例如，如果 A 国大量投资于 B 国的房地产市场，那么，B 国房价的下跌和住房抵押贷款违约率的上升将对 A 国造成财富效应。每个国家都可以采取更好的措施防范当地市场的动荡，但他们都受到他国冲击的影响。

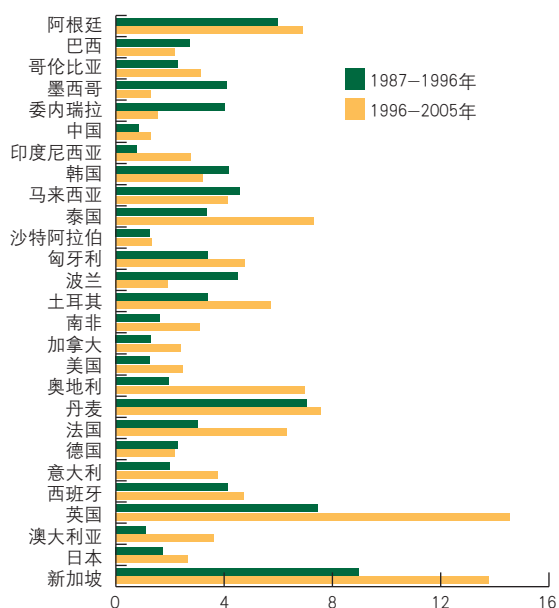
资本流动的波动性

过去十年里，成熟市场国家和新兴市场国家的净资本流量和总资本流量的波动性都显著增大（见图 2.11 和图 2.12）。⁷ 这种增大不仅体现在绝对值上，而且体现在与 GDP 的比率上。成熟市场国家净资本流量的波动性显著增大。美国就是这种情况，因为其巨额经常账户逆差融资所需的

7. 资本流动的这种波动性与近期金融市场价格相对较低的波动性形成对照：自 2001 年以来，债券、股票和外汇等各类资产的价格波动性持续减小。

图2.11. 资本流入的波动性

(流量与GDP的比率)

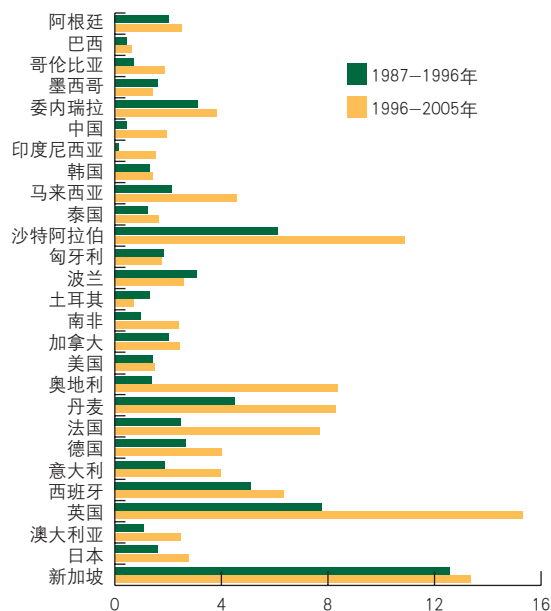


资料来源：国际货币基金组织工作人员根据基金组织出版的《国际金融统计》和《世界经济展望》的数据所作的估算。

注：波动性计算为10年内资本流入量与GDP比率的标准差。

图2.12. 资本流出的波动性

(流量与GDP的比率)



资料来源：国际货币基金组织工作人员根据基金组织出版的《国际金融统计》和《世界经济展望》的数据所作的估算。

注：波动性计算为10年内资本流出量与GDP比率的标准差。

资本流动规模很大。然而，流入和流出欧洲国家的总资本流量的波动性要高得多，这是由于其金融市场的一体化。英国和新加坡的波动性很高且日益加剧，与其作为金融中心的作用相一致。⁸

对于新兴市场国家，资本流出的波动性普遍增大，而资本流入的波动性在各国情况不同。特别是，那些在20世纪90年代经历大量资本流入，而后又遭受危机的国家（如巴西、韩国和墨西哥），资本流入的波动性较低。一些国家（如泰国）试图加强对资本流入的控制，另一些国家则采取措施放开资本流出（见表2.7）、积累储备以及提高汇率的灵活性（国际货币基金组织，2007年）。

能够缓解资本流动不稳定影响的国际储备目前从绝对值和相对值来看都增加了。传统上，新兴市场国家最易受到资本流入突然停止的影响，而现在他们已减少政府境外借款和积累外汇储备作为缓冲，这也有助于抑制投机压力，降低波动性。因此，对于其中大多数新兴市场国家，由于他们持有大量外汇储备，尽管跨境资本流量波动性增大，仍相安无事。1996年至2005年期间，多数国家净资本流量波幅对外汇储备的比率显著下降（见图2.13）。

投资者基础的多元化

原则上，更加多元化的投资者在长期内有助于提高稳定性，但在短期内可能存在不利风险。更广泛的、代表不同类型机构和不同国家的投资者不太可能遭受同时、对称或显著的冲击，影响他们持有外汇资产的总体愿望。如果一组投资者受到不利冲击，或出于其他原因决定减少国际资产的持有量，另一组投资者可能会弥补这一缺口。

更加多元化的投资者基础能够稳定国际资本的供给，这种预测依赖于以下假设，即投资者行为（特别是新增加的投资者行为）是相异的。来自更多国家的资本流量应该会相对稳定，只要各国宏观经济变量的变动相关性有限。在某些情况下，不难推断，潜在冲击对来自不同国家资本供给的影响基本上是不对称的。例如，石油和初级

8. 爱尔兰的资本流量相对于GDP的波动性更高。数字中不包括爱尔兰，以保持坐标可用。

表2.7. 资本流出的放开：部分国家的近期情况

| 国家 | 采取的措施 |
|-------------------|---|
| 巴西 (2005年3月) | 取消了巴西非金融企业出于直接投资目的向境外转移资金的最高限额；取消了对巴西实体向其国外子公司提供金融担保的事先批准要求。 |
| 智利 (2005年5月) | 批准了外向或内向股权交易。 |
| 中国 (2006年4月) | 实行了“合格的国内机构投资者（QDII）计划”，使国内个人和公司能够在政府规定的总限额内持有境外证券资产。例如，“QDII计划”允许商业银行向国内客户出售以人民币计值的金融产品，并将资金集合起来购买外汇，在规定的限额内投资于境外固定收入的产品。 |
| 哥伦比亚 (2006年6月) | 财政部取消了关于证券投资不得在投资后一年内清盘的要求，从而推翻了2004年后期颁布的一项旨在抑制短期资本流动的法令。 |
| 韩国 (2007年1月) | 实行了税收减免和其他激励机制，促进国内机构投资者和银行的境外证券投资；将投机性境外房地产投资的最高限额从100万美元提高到300万美元；实行了各种鼓励措施，促进对外直接投资（例如，将实行或扩大保险计划，帮助减小与对外直接投资有关的风险；韩国进出口银行将增强其海外投资支持能力）。 |
| 马来西亚 (2005年4月) | 提高了机构投资者（如单位信托管理公司、资产管理公司和保险公司）对外投资的限额。 |
| 南非 (2006年3月) | 将居民个人对外投资的限额提高了一倍以上。保留的主要限制包括，对机构投资者的对外证券投资实行上限管理，禁止公司进行对外证券投资，以及对个人的境外投资实行上限管理。当局计划对机构投资者的数量限制被审慎性监管取代，这是对长期保险和养老金业实行的更广泛改革的一部分。 |

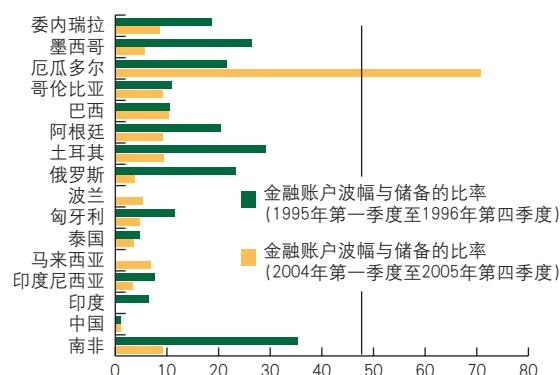
资料来源：National authorities。

产品生产国近年来因主要出口品价格高涨积累了大量国际资产头寸。初级产品价格的下跌将减少从这些国家流出的资本。

投资战略

随着实行长期投资战略的机构投资者发挥日益重要的作用，国际资本的供给在长期内将趋于稳定。例如，养老基金和寿险公司（特别是当缴款人离退休还有若干年时）应当有能力在更大程度上吸收资产收益的波动，因为他们的投资期限相对较长。因此，在市场发生动荡时，他们的应对方式可能不同，也许能够安全渡过短期动荡，

图2.13. 净资本流量波幅与储备比率的变化



资料来源：国际货币基金组织工作人员根据基金组织出版的《国际金融统计》数据所作的估算。

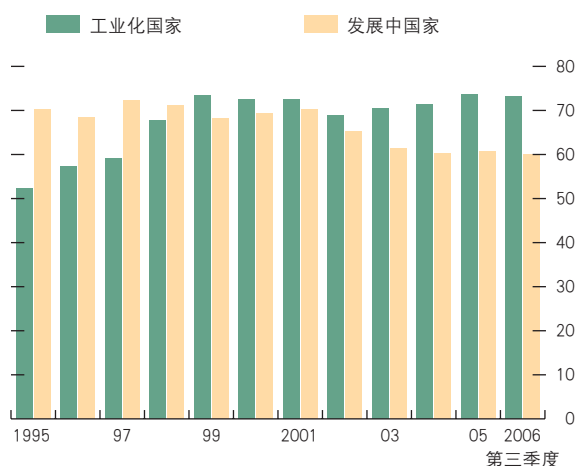
从而在最需要市场流动性时提供这种流动性。⁹

与此形成对照，其他类型的投资者（如共同基金和对冲基金）可能面临赎回压力。如果表内流动性不足以应付大规模赎回，则这些机构只能通过被迫出售证券来满足投资者的撤资要求，从而对其他基金产生潜在影响，并可能造成市场崩溃。尽管大规模赎回在发达国家似乎很少见，但在新兴市场国家发生过。例如，对美国收紧利率的担心曾使哥斯达黎加的共同基金业发生危机（Carvajal, 2006年）。

跨境资本流动规模增大及参与者数量增多后，假如其行为高度同步的话，多元化可能只是徒有虚名而已（牧场上的牛可能多了，但它们仍成群行动）。一些资产管理基金可能倾向于采取追势交易和从众行为，使他们成为过度波动性的来源，加剧他们所在市场负面冲击的效果（见第一章附录1.1）。几个因素可能引起从众行为。例如，对于积极管理的共同基金而言，与共同基金经理未被注意到的能力有关的信誉问题使他们

9. 然而，如果养老基金的亏空是按市价计值的，记录在养老金计划发起机构的资产负债表上，或导致养老保险计划产生更高的风险溢价，则吸收波动性的动力就会减小。同样，如果养老基金受托人赋予基金经理有关责任，要求他们根据短期基准指标频繁报告，则养老基金资产的交易量可能会增加。

图2.14. 美元在储备中的比例
(百分比)



资料来源：国际货币基金组织“官方外汇储备货币构成”数据库。

在投资行为上互相效仿 (Goldstein, 2005 年; Scharfstein 和 Stein, 1990 年)。对于指数化基金, 特别是零售基金, 有证据表明, 这些基金的投资决定及资金的流入流出受追势投资或正向反馈投资战略的影响: 他们倾向于购买近期表现好的资产, 出售近期表现差的资产 (Grinblatt、Titman 和 Wermers, 1995 年)。

近年来, 对冲基金在不断拓宽其投资战略, 增加对国际资产的投资。尽管现有的对冲基金(多数已封闭, 不接受新资金)可能面临较轻的业绩压力, 能够承受更高的收益波动性, 但新基金面临的业绩压力大得多, 因为他们开展业务的时间不长, 并且在更大程度上依赖从基金的基金获得资金。过去几年里, 对冲基金的收益变得对某些类型的资产更加敏感, 这意味着对冲基金在承担更大的风险 (见第一章专栏 1.4)。

对冲基金和其他杠杆机构管理的资产的增长及其投资战略的多元化能够改善流动性和价格发现机制, 从而提高总体市场效率。同时, 由于对资金的竞争加剧, 对冲基金业的风险管理变得更加重要。这些公司的进一步制度化能够提高风险管理能力, 提高整体金融体系的抗冲击能力。然而, 这些机构在资产收益低波动时期冒更大风险

会加剧困境时的潜在冲击。在面临压力情况下, 杠杆投资者更可能需要使用市场流动性, 而不是对市场流动性做出贡献。他们可能还承受相当大的利率风险。由于在杠杆机构参与市场的总体程度及价格变动与国内经济基本面的相关程度上存在不确定性, 其他投资者有可能过度撤资 (Kodres 和 Pritzker, 2002 年)。这种影响不仅会使这些机构投资者的资本面临风险, 而且, 随着大型全球金融机构 (他们通过向机构投资者提供经纪业务而成为主要杠杆渠道) 面临压力降低风险暴露程度, 这种影响还可能波及更广泛的信贷市场和金融体系。

公共部门金融资产持有者的作用

一些公共部门机构目前是世界金融市场上的大型参与者, 这也带来了挑战。某个机构可能突然进行资产调整, 对某些类型资产的价格带来显著影响。关于这种调整的市场传闻可能导致波动, 如中央银行过去发布的通告所显示的。在一些情况下, 可能出于政治战略原因进行资产调整, 而不是源于经济和金融原因。另外, 如果原材料和能源价格下跌, 而国内吸收能力上升, 各国可能会特意动用其资金和国际储备, 逆转过去的资本流出。因此, 不能预计其稳定效应会无限期持续下去, 特别是如果宏观经济状况发生重大转变。

特别是广泛存在这样的担心, 即如果国际储备持有国决定使储备构成货币多元化, 则近年来国际储备的积累可能导致金融市场产生动荡 (Galati 和 Woodbridge, 2006 年)。对于那些提供货币构成信息的国家, 储备持有量的季度变化 (总体水平) 长期看呈现出非常稳定的趋势, 逐步从美元和日元转向欧元。¹⁰ 在发展中国家持有的储备中, 接近 60% 是美元, 这一情况自 2003 年以来基本没有变化, 2000—2003 年美元比例的下降主要是由各货币之间汇率变化造成的 (见图 2.14)。由于官方储备是投资于低收益外国证券,

10. 各国储备货币构成信息不是公开可得的, 但基金组织从成员国收集了一些币种构成信息, 储存在其高度保密的“官方外汇储备货币构成”数据库中。国际货币基金组织每季度公布按工业国家和发展中国家划分的货币构成汇总数据。

表2.8. 部分新兴金融市场的表现，2006年5月8日至6月23日

| | 美元汇率 (百分比) | 股票指数 (百分比) | CDS 5年期利差 ¹ (基点) | EMBI利差 ² (基点) | ELMI ³ (基点) |
|-------|---------------|---------------|--------------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| 土耳其 | -22.8 | -25.1 | 181 | 139 | -22 |
| 巴西 | -8.2 | -16.1 | 69 | 42 | -6 |
| 匈牙利 | -9.1 | -23.7 | 20 | 8 | -8 |
| 波兰 | -8.4 | -17.0 | 10 | 6 | -8 |
| 印度尼西亚 | -6.6 | -13.0 | 65 | 32 | -5 |
| 南非 | -18.6 | -6.1 | 36 | 35 | ... |

资料来源：国际货币基金组织根据Bloomberg L.P.所作的估算。

1. 基于信用违约掉期（CDS）利率。
2. EMBI指“新兴市场债券指数”。
3. ELM I指“新兴当地市场指数”。

从而有贬值风险，因此，储备管理需加强透明度和问责制，特别是当储备规模很大时。

周期性和结构性因素

近年来国际投资者基础扩大，可投资资金总供给增加，这是在许多国家宏观经济形势非常有利的情况下出现的，并且事实上可能促进了这种有利的宏观经济形势。很显然，对于从石油和初级产品价格高涨中受益的国家，其资本流出依赖于强劲的出口收入，但在所有资本流动中，周期性因素似乎都起了很大作用。周期性因素包括，在本十年期的大部分时间里，全球流动性充裕，实际和名义利率较低，并且，许多国家的经济增长一直保持强劲。这些因素也对投资者的决策产生影响。一个例子是，很多机构投资者普遍开展“套利交易”，将其资金从低利率国家转到高收益市场（见第一章）。

事实上，一项近期研究（Chadha 和 Nystedt, 2006 年）发现，人们谈论很多的资产价格波动性下降主要是周期性的，但也有金融市场内在的结构性因素。这些因素包括：（1）由于商业周期恢复，公司减少负债融资，使信用风险下降；（2）20 世纪 90 年代后期股市泡沫期间波动性加剧的状况得到逆转；（3）金融创新，如市场参与者出售波动性的能力。然而，最近可以看到，不同类型资产之间的平均相关性显著提高，从历史上看（20 世纪 90 年代中期），是资产价格波动性最终增大的先行指标。因此，外生因素（如地

缘政治风险或大规模全球失衡的调整）可能改变投资者的资产偏好，使跨境资产的风险溢价上升，波动性增大（Goldstein, 2005 年）。

2006 年 4 月至 5 月，国际金融市场出现了严重的波动，主要是因为对美国通货膨胀的担心导致对世界利率上升的忧虑。这些担心引起了对许多新兴市场国家前景的重新评估，导致许多金融资产价格下跌。这一情况似乎表明，投资者目前更注意区分不同国家（至少是在最初的普遍不确定时期之后），并且，投资者的多元化起到稳定作用。那些具有大量经常账户逆差和较低储备（按目前标准衡量）的对外状况较弱的国家，最终经历了本币大幅贬值、外债风险溢价上升和大规模市场抛售（见表 2.8）。对于那些对外状况较强的国家，价格的下跌集中在许多国家前一段时间大幅上涨的某些市场（如股市）。一部分原因似乎是，持有外债的机构投资者有准备且有能力度过动荡，而“快钱”投资者（更关注股票等资产）更加易变，或因杠杆成本上升而不得不平仓。

进一步的分析表明，尽管全球因素是跨境资本流动的重要决定因素，各国特有的因素也起了重要作用。一项计量经济研究表明，每个国家的具体国情对于该国的资本流出起到重要的决定作用（见专栏 2.5）。世界性的普遍因素也被认为发挥了重要作用。

专栏 2.5. 资本外流的国别、地区和全球决定因素

一般认为，从一国流出的资本取决于该国的经济状况和世界经济状况，并特别取决于潜在资金接受国的状况。对资本外流决定因素进行的一项调查表明，一国特有的因素和全球流动性因素过去是、今后仍将是决定一国国际投资供给的、非常重要的因素。¹

该项研究以 137 个国家为大规模样本，采用简单的技术，将资本外流的波动分为不同的部分，分别归因于世界年度因素（时间虚拟变量）、地区因素（地区组虚拟变量）和资本流动的类型（按不同类型工具划分的虚拟变量）。Bayoumi 和 Prasad（1997 年）使用了类似的方法对经济波动的普遍和地区因素进行估计。该技术在解释波动时排除了各国特有的经济因素。资本外流量分三类，这里所用的因变量是其中一类资本外流量与世界 GDP 的比率。

结果显示，跨境资本供给总量已变得越来越多元化和稳定。1974 年以来，地区因素的重要性远远高于全球因素。1996—2005 年期间，地区因素仍起主导作用，但总预测功效（ R^2 ）显著高于 1974—1996 年期间确定的因素之和。这一变化表明，地区和全球因素之间的互动有所加强，这与一体化程度较高地区的商业周期趋向同步并相吻合（Imbs, 2004 年）。

以下分析力图量化资本外流的敏感性及其对全球状况和国内经济表现变化的波动程度。下一页的表格列出了直接投资和证券投资外流的敏感性和波动性，是用各国特有的因素来解释的，如 GDP 增长率、信贷与 GDP 比率（衡量金融发展程度的指标）和资本账户开放度（见 Quinn 的定义，1997 年），而不是所确定的全球流动性因素，如广义货币相对

截面时间序列数据：在 1974—2005 年截面时间序列数据回归中，总因素、地区因素和资本外流类型因素对资本外流影响的预测功效（ R^2 ）

| | 总计 | 世界因素 | 地区因素 | 资本类型因素 ¹ |
|------------------------|-------|-------|-------|---------------------|
| 1974—2005 ² | 0.236 | 0.012 | 0.222 | 0.000 |
| 1996—2005 ² | 0.170 | 0.002 | 0.095 | 0.000 |

资料来源：国际货币基金组织。

1. 小的负贡献视作零。

2. 其他时期的贡献很小且为负值。

于 GDP 的增长率以及七国集团国家的短期实际利率。对于该表上半部分列出的结果，因变量是资本外流量（直接投资和证券投资）与 GDP 的比率。样本覆盖具有数据的 26 个成熟市场经济体。在该表下半部分，因变量是资本外流量与 GDP 比率的标准差的移动平均值，样本包括 23 个成熟市场。为解决内生性问题，表的下半部分使用了广义矩估计方法；今后五年的标准差对当年资本流动决定因素进行回归。²

能够明显得出两个结论。首先，国别和全球流动性因素是资本外流的流向和波动性的重要决定因素。影响的方向通常是直观的。例如，GDP 增长率高会产生更多储蓄，从而平均而言导致更多的资本外流和更高的波动性。其次，资本外流的差异主要取决于各国特有的因素，用全球因素进行解释并无多大用处。然而，如该表下半部分显示的，国内因素和全球因素都是资本外流波动性的重要决定因素。

注：本专栏的作者是 André Santos。

1. 有关结果见 Alfaro、Kalemli-Ozcan 和 Volosovych（2005 年）以及 de Santis 和 Lührmann（2006 年）。

2. 详见 Bekaert、Harvey 和 Lundblad（2001 年和 2006 年）。

截面A. 对26个成熟市场经济体的资本外流决定因素的固定效应估计¹

| 模型 | 外国直接投资与GDP的比率 ² | | | 证券投资与GDP的比率 ² | | | 其他流量与GDP的比率 ² | | |
|-----------------------|----------------------------|------------------|-----------------|--------------------------|-------------------|------------------|--------------------------|-------------------|------------------|
| | I | II | III | I | II | III | I | II | III |
| 国内因素 | | | | | | | | | |
| 实际GDP的变化 | 17.50 (4.46) | 21.88 (4.50) | 26.80 (4.77) | 40.88 (3.31) | 44.33 (2.97) | 46.57 (2.71) | 50.72 (5.93) | 63.96 (6.19) | 73.57 (6.24) |
| 信贷与GDP的比率 | 2.48 (5.97) | 2.54 (4.98) | 2.81 (4.91) | 7.97 (6.11) | 8.35 (5.34) | 10.64 (6.10) | 3.99 (4.42) | 3.21 (2.97) | 5.49 (4.59) |
| Quinn的资本账户开放度指标 | 59.62 (5.60) | 57.63 (4.07) | 57.58 (3.46) | 201.49 (6.01) | 216.70 (4.98) | 278.93 (5.47) | 99.52 (4.29) | 55.77 (1.85) | 86.91 (2.49) |
| 全球流动性因素 | | | | | | | | | |
| 七国集团的短期实际利率 | | -7.15 (-0.89) | | | -60.88 (-2.47) | | | -50.83 (-2.99) | |
| 七国集团的超额货币供给 (广义货币) | | | 19.34 (3.13) | | | 18.36 (0.97) | | | -8.30 (-0.64) |
| R ² | 0.46 | 0.45 | 0.46 | 0.35 | 0.39 | 0.42 | 0.47 | 0.50 | 0.53 |

截面B. 对23个成熟市场经济体五年资本流动标准差决定因素的广义矩估计^{3,4}

| 模型 | 外国直接投资与GDP的比率 ² | | | 证券投资与GDP的比率 ² | | | 其他流量与GDP的比率 ² | | |
|-----------------------|----------------------------|-------------------|------------------|--------------------------|-------------------|------------------|--------------------------|-------------------|------------------|
| | I | II | III | I | II | III | I | II | III |
| 国内因素 | | | | | | | | | |
| 实际GDP的变化 | -1.47 (-1.69) | 1.29 (1.31) | 1.28 (0.85) | 13.34 (5.34) | 20.11 (8.68) | 28.65 (9.65) | 3.92 (4.16) | 21.96 (11.01) | 20.28 (7.90) |
| Quinn的资本账户开放度指标 | 47.59 (29.49) | 46.92 (14.20) | 47.28 (10.16) | 72.42 (24.11) | 80.27 (17.53) | 93.86 (21.14) | 47.01 (12.81) | 45.44 (7.58) | 58.32 (11.84) |
| 信贷与GDP的比率 | -0.60 (-4.09) | 0.03 (0.12) | -0.25 (-0.65) | -0.21 (-0.76) | -0.70 (-3.69) | -0.78 (-4.95) | 0.52 (2.37) | 1.63 (5.35) | 0.78 (2.07) |
| 全球流动性因素 | | | | | | | | | |
| 七国集团的短期实际利率 | | -20.99 (-5.73) | | | -24.45 (-6.76) | | | -18.14 (-3.68) | |
| 七国集团的超额货币供给 (广义货币) | | | 17.88 (4.67) | | | 16.99 (4.51) | | | 14.71 (3.63) |
| J-检验统计量 (显著水平) | 0.96 | 0.99 | 0.99 | 0.64 | 0.99 | 0.99 | 0.04 | 0.99 | 0.99 |

资料来源：国际货币基金组织和Quinn (1997年)。

注：括号中是t-统计量。

1. 截面A中的经济体包括澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、香港特别行政区、冰岛、爱尔兰、意大利、日本、韩国、卢森堡、荷兰、新西兰、挪威、葡萄牙、西班牙、新加坡、瑞典、瑞士、英国和美国。

2. 变量用100比例换算。

3. 截面B包括除截面A中比利时、希腊和卢森堡以外的所有其他国家。

4. 计算资本外流标准差时使用五年滚动窗口。见Bekaert、Harvey和Lundblad (2001年和2006年)。

对机构的影响

对投资者而言，在全球范围内分散资产的能力在几个方面有助于稳定（Davis，2002年；国际清算银行全球金融体系委员会，2007年）。多元化扩大了在不承担更大风险前提下获取更高收益的机会，比如通过投资于周期和人口趋势相关程度较低的经济体。¹¹ 国际范围内的多元化可以使投资者接触到国内市场上不足或不存在的工业部门和金融工具（如通货膨胀指数债券），或者使基金能够减少对某些类别公司或产业大量集中的国内市场的投资。有证据表明，世界各地的投资者正在更大程度上理性地利用国际资产，以获得资产分散化的好处，并取得更高收益。

然而，许多投资者不仅仅是重新平衡对国际资产的投资，而且还在承担更多的国际风险。投资者承担更多风险的能力得益于全球性银行提供的信贷，部分是利用表外机制，另外还得益于风险模型（如风险价值模型）。这些模型目前显示，发生损失的概率降低，主要是由于较低的历史波动性。然而，在存在如此大规模跨境债权的情况下，全球金融体系（特别是某些新的信用风险转移市场）尚未经受严重或持续下滑的考验。这种严重下滑可能使风险价格模型中使用的参数变得无效，因为这些参数依赖的是近期历史数据。因此，在面临更大压力时，机构和市场将如何作出反应，这尚不清楚。

转向新的资产类型

有利的宏观经济和金融形势、技术进步和金融创新以及金融市场全球化这一过程本身可能促使投资者承担新的、他们不太了解的风险。很多国家持续的高经济增长体现在风险资产的风险溢价降低，促使投资者降低信用等级要求，以寻求更高收益。一些投资者（如中央银行）过去仅投资于等级非常高、流动性非常强的资产，目前正在涉足收益较高、但更加波动的资产（Carver，

11. 实际上，鉴于公司养老基金通过其发起机构的契约而对当地经济有风险暴露，受托人减少国内经济资产、增加外国资产可能是最佳的选择。

2006年）。养老基金和保险基金过去侧重于蓝筹股和投资级证券，现在则将一部分资金投资于过去视作异类的资产，并且有迹象表明这些基金愿意持有更大的头寸，甚至是空头头寸（经合组织，2006年b）。这类投资在他们资产组合中所占比例依然很小（尽管很可能进一步增大），但鉴于他们所管理的资产的增长，这类投资的绝对额很大。

新兴市场公司债务和银团贷款市场显示出这种趋势（见图2.15和图2.16）。许多新兴市场国家的可交易非主权债务证券的平均信用质量以及银团贷款的承销标准都已下降。越来越多的非投资级发行者利用了当前的低风险溢价，这种低风险溢价使信用利差进一步缩小，或使更低质量的借款人能够以不变借款成本借款。这一趋势自20世纪90年代后期以来就很明显，但最近似乎在加强。过去五年里，新的非投资级或无评级新兴市场公司债券的发行量几乎增加了两倍，2006年达到2000亿美元以上，目前占每年发行量的66%。拉丁美洲和欧洲新兴市场经济体的公司债券信用质量的下降尤为显著，这两个地区的非投资级公司债券发行量所占比例从2005年的47%和37%分别升至目前的61%和44%（见第一章）。

这些发展情况使人担心投资者是否有能力和意愿根据过去繁荣时期积累的经验评估风险。有人推断，投资者在形势有利的情况下不太重视调查借款人，而当形势趋紧时会大幅收紧信贷（Calvo和Mendoza，2000年）。另外，有观点认为，资产组合更加多元化的投资者不太愿意承担开展细致、独立分析工作所带来的成本，而是更多地依赖于金融市场价格信息。因此，有关价格的信息量可能减少。

近年来，金融部门创新的步伐使以下方面产生不确定性，即当面临不熟悉的压力时，经济行为人将如何反应。据报道，一些外国投资已流入投机性新兴市场工具，如危机债务或对住房计划的参股，不明确的争议解决机制或结构复杂性所带来的风险往往是不明朗的。新近加入国际投资者行列的许多机构在如何应对更困难的交易环境方面几乎毫无经验。

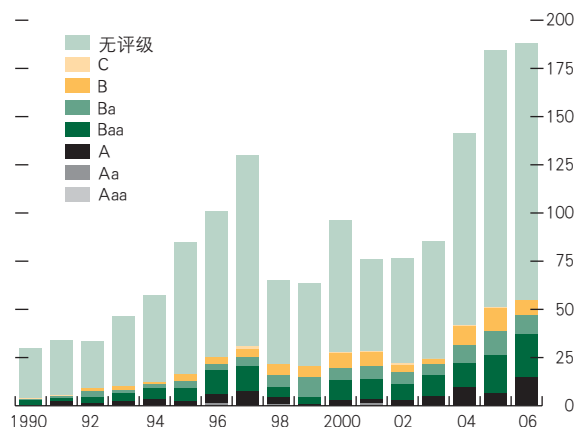
此外，一些规模较小的资产类型的资金供给扩大和参与者数量增加可能增大一种风险，即如果情况恶化，流动性会突然枯竭。可能发生所谓的“从众交易”，即投资战略的趋同使投资者持有头寸的多样性降低。在这种情况下，在一些投资者的高杠杆率和某些市场流动性缺乏的共同作用下，资本流动可能出现痛苦的逆转。巴西以本币计值的政府债务市场的近期经历显示了这种脆弱性（见专栏 2.6）。

在更广泛的投资者之间分散风险

投资者基础的扩大可以更广泛地分散风险，并将风险转移给具有更强风险管理能力的机构，从而减轻系统性影响。一般而言，一旦风险变为现实，影响可能是非线性的（即大规模冲击产生不成比例的严重影响）：小的负面冲击可以在不进行显著调整的情况下进行管理，但大的冲击可能导致资产组合的重新调整，甚至引起严重损失。因此，在投资者之间分散风险，而不是让每个投资者都承受数量较少的严重风险，能够降低每个投资者遭受灾难性冲击的可能性，从而减轻自我加强的反馈和波及效应。投资者基础的多元化可能有助于实现更平衡的风险分布，从而减轻系统脆弱性。

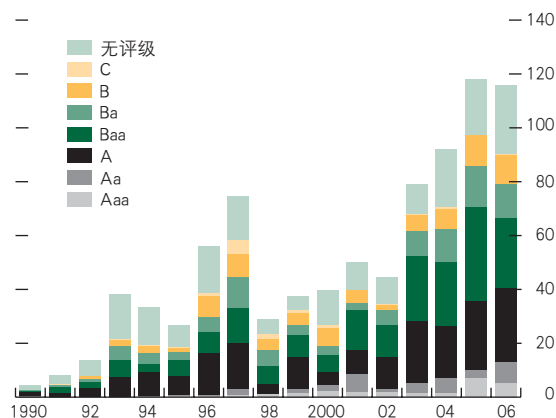
投资者基础扩大的一个影响是，金融体系能够比过去更好地吸收单个机构或主权实体的破产。市场深度的增加及对某些类型资产风险暴露的下降可能意味着，即使破产涉及大量资金，其他机构也不会陷入绝境。另外，有许多健康的机构可以购买破产机构的资产，而无须进行“火灾品贱卖”式的出售。例如，最近 Amaranth 对冲基金的破产得到迅速而平衡的处理，几乎未引起怕产生更广泛影响的任何担心。而八年前，长期资本管理公司（LTCM）事件引起了极大的担心，促使官方参与（国际清算银行，2006 年；法国银行，2006 年）。然而，对 Amaranth 的自愿救助是在全球金融市场形势非常有利的情况下发生的，而长期资本管理公司事件是紧接着 20 世纪 90 年代后期的亚洲和俄罗斯危机发生的。

图 2.15. 按信用等级划分的向新兴市场公司提供的国际银团贷款
(10亿美元)



资料来源：Standard & Poor's, Thompson Financial, 及 Dealogic 的数据。

图 2.16. 按信用等级划分的新兴市场在国际上发行的公司债券
(10亿美元)



资料来源：Standard & Poor's, Thompson Financial, 及 Dealogic 的数据。

注：新兴市场公司普通债务、浮动利率债券和中期债券的年度发行量（1990—2006 年）。

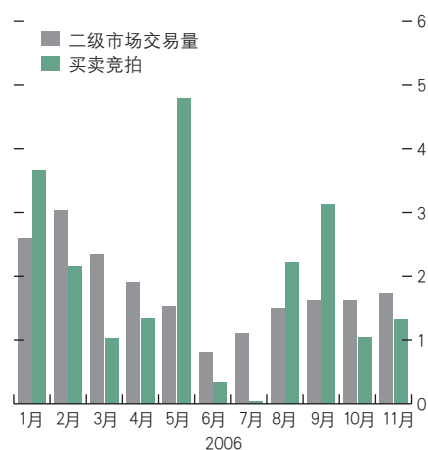
专栏 2.6. 巴西通胀指数工具的流动性

2006年5月至6月，在世界范围的新兴市场重估背景下，巴西金融市场出现动荡，显示出突发事件给外国投资者造成了多大影响。投资者追求高收益，但对当地情况了解有限，购入了一些投资头寸，当环境趋紧时，发现难以从这些头寸中撤出。

2005年中期以来，巴西政府试图通过偿还外债减轻本国的对外脆弱性。因此，寻求在巴西投资的外国投资者不得不投资于国内金融市场，特别是本币计值的政府债券。在2006年2月实行的当地债券市场的外国投资享受免税这一措施的鼓励下，截至2006年3月底，外国金融机构对本币计值政府债券的投资累计达到520亿雷亚尔，比2005年3月高出47%。长期通胀指数政府债券（B系列国库券）尤为流行。截至2006年4月，外国金融机构持有的B系列国库券约占发行总量的10%。随着这些机构参与B系列国库券市场，债券价格在实行免税措施的下一个月上上升了18%。

当2006年4月至5月波动加剧时，B系列国库券的外国投资者受到国内利率上升的冲击。外国投资者纷纷从他们持有的B系列国库券多头头寸中撤出。由于国内养老基金已经退出市场，债券二级市场的流动性枯竭。结果是，B系列国库券的价格急剧下降；通胀指数债券的指数在5月下降了11%。随着投资者寻求减少头寸，汇率贬值了13%，从而加剧了损失。另外，2006年2月至3月期间，二级市场的交易量减少了49%（见图）。因此，B系列国库券二级市场深度不够和流动性不足

巴西：B系列国库券二级市场的交易量和国库局对B系列国库券的买卖竞拍
(10亿雷亚尔)



资料来源：巴西国库局。
注：NTN-B=National treasury note, series B, 即国库券B系列。

是造成这些债券价格敏感性的重要因素。

2006年5月，为防止政府债券市场受到进一步冲击，巴西国库局介入市场，对B系列国库券进行同时买卖竞拍，从而向市场提供流动性。2006年7月，巴西中央银行将B系列债券作为与中央银行进行回购和逆回购交易的合格证券。接下来的几个月内，随着对美国经济减缓的担心（市场动荡的最初触发因素）减退，B系列国库券市场趋于稳定。

注：本专栏的作者是 Marcelo Carvalho 和 André Santos。

结论和政策影响

本章的分析表明，国际资本的供给扩大，并且在几个方面变得更加多元化。不仅是跨境债权的流量和存量比十年前大得多，而且，它们相对于国内经济活动量和金融市场规模而言也增加了。这涉及所有类型的资产。特别是，一些传统上几乎只由国内投资者持有的某些资产类型（如新兴市场本币债务）目前在国际市场上交易活跃。在欧洲一体化，特别是欧洲货币联盟的背景下，欧洲成熟市场经济体内部资本流动的规模变得非常大。

本章还强调，尽管投资者基础的扩大总体上应产生相对稳定和持续的资本流动，但资本流出国和流入国面临的更大资金流量带来的挑战。过去，国际资本流量的迅速增加有时导致糟糕的结果。多数这样的情况具有一个共同点：金融机构和投资者突然意识到风险过高，随后采取行动减小遭受损失的可能性（Geithner, 2006年）。当前一轮全球化所处的有利环境（包括，这个十年期的大部分时间里，实际经济增长率较高，名义和实际利率较低）提供了关于该体系在显著和持续压力下的强健性方面的有限指导。资本流动的增长速度和持续的严重全球失衡意味着，不能排除急剧调整的可能性（国际货币基金组织，2007年）。

尽管难以预测风险判断的急剧变化，但各国可继续解决本国自身的脆弱性，使本国对长期投资具有吸引力。许多新兴市场国家已经在接受更多的资本流入，反映出他们改善的宏观经济政策和成功的结构改革，但这也是由于资产大增的成熟市场投资者从国内资产中获得的收益相对较低。然而，无论是什么原因，这些资本流动给借款国政府带来了强有力的约束，使他们继续保持良好表现，并使各国当局有机会推进改革，增强本国金融体系的抗冲击能力。为此，一些新兴市场国家已经通过实施积极的负债管理而改善其债务结构，其中许多国家已在积累官方储备。这些努力应有助于防止这些国家的国际收支受到不利冲击。这意味着，潜在调整可能与过去出现的情

况不同。

一些新兴市场国家已在实施结构性政策，确保他们能够从资本市场全球化中充分受益。有关政策包括，采取有针对性的措施促进资本市场的深化，增强其流动性。这些努力包括根据国际标准实施法律、监管和会计体系方面的改革，以及改革税收体制。在加强各国金融基础设施和机构发展的一致性以及支持资本市场一体化方面，还有很大的潜力。所有这些努力有望带来预期的收益增长，也将使这些市场对稳定的投资者基础更具吸引力。

然而，应指出的是，这些积极的发展情况可能使一些新兴市场国家规模本已很大的资本流入进一步增加，进一步加剧资产价格上涨，并使当局的政策实施复杂化。如本章前面所述，放开资本流出虽然不是万能药，但在国内机构投资者基础更为广泛的改革背景下，能够允许当地投资者更好地管理风险，并至少能够在一定程度上抵消资本流入的影响。为解决有关问题，需要发展、完善的当地资本市场，并促进长期储蓄。因此，建立基金型养老金计划等措施具有重要的宏观经济意义。

新兴市场国家也成为国际市场上重要的资金来源地。他们作为一个整体已成为资本净提供者，特别是向美国提供资本，渠道主要是通过中央银行持有的储备或主权财富基金积累的资产。由于官方部门持有的、可投资资产的规模很大，应谨慎地传达投资战略的变化。尽管每个国家的官方部门都制定了自己的投资政策和相关战略，但市场参与者对这些政策的理解，特别是对最大储备持有国政策的理解往往是基于市场传闻。结果是，市场对储备多元化步伐和官方政策变化的猜测时不时导致汇率和利率的波动。

本章提供了一些证据，表明对新兴市场本地资产投资中承担的金融风险在增大，这种风险目前给一些国家带来脆弱性。投资者冒险投资于一些他们几乎不具备任何经验或信用质量更值得怀疑的领域。另外，由于杠杆投资者（如对冲基金）作用增大，资产价格在繁荣时期可能被高估，使金融状况恶化时出现下行风险的可能性增大。

还需进一步开展工作，以便更好地理解驱动全球化过程的金融市场趋势，特别是信用风险转移工具和机构（包括对冲基金）的迅速发展。这些工具有助于稳定，并能提供市场流动性，将风险转移给更广泛的、愿意承受风险的投资者，从而减少市场无效率现象。然而，跨境资本流动的增加可能导致私人部门资产负债表上未对冲的货币不匹配问题的加剧。

这说明，审慎性监管的重点需转向金融市场工具传递的国际风险。这些风险往往是不透明的，原因可能是无法孤立地看待某项产品：一项风险暴露可能与多个衍生产品、保险产品或货币保值产品捆在一起，并且可能往往涉及几个管辖区。另外，在进行监管时，需认识到保持投资者行为多样化的好处，并应谨慎确保，正在实施的改革不会导致机构投资者的行为更加趋同（国际货币基金组织，2005年a）。

尽管当前的全球环境有利，出现市场压力的可能性不大，但应针对上述不断发生的变化采用综合和系统性的方法。市场参与者应适当地对他们的交易头寸承担风险，而决策者应力图确保整个金融体系的稳健。存在一些明显的外部效应，如在面临巨大市场压力的情况下提供流动性，使公共部门有必要参与进来，但可能使道德风险增大。市场参与者多元化程度的提高可能对这种市场压力下的适当政策回应产生影响。也就是说，与持有对公众短期负债的国内银行占主导地位的市场相比，在国际对冲基金或养老基金是主要参与者的市场上，为限制系统性波及影响所采取的政策措施可能是不同的。第三章更详细地探讨了这些问题。

最后，同样重要的一点是，由于缺乏全面数据和信息，难以对国际投资者基础的扩大和深化所带来的好处和风险进行评估。需要建立有关机制，弥补在全球资金流动信息上存在的相当大的缺口，以便于各国当局进行审慎性监管和有效监督，并便于市场参与者更好地评估风险。几个国家的当局已建立相关的信息收集机制，按资金来源国和投资者类型对资本流动进行监测。国际货币基金组织和其他国际金融机构在这一领域采取

了一些举措，包括本章讨论的几项联合行动。一些市场参与者利用调查和专有数据评估总体投资活动。然而，需采取进一步努力获得更好的信息，以便对正在形成的压力和潜在的脆弱性进行更准确和及时的评估。

参考文献

- Alfaro, Laura, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Vadym Volosovych, 2005, "Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions," NBER Working Paper No. 11696 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Aurelio, Marcela M., 2006, "Going Global: The Changing Pattern of U.S. Investment Abroad," *Federal Reserve Bank of Kansas Economic Review* (Third Quarter).
- Bank for International Settlements (BIS), 2006, "The Recent Behavior of Financial Market Volatility," BIS Paper No. 29 (Basel, Switzerland, August).
- Bank for International Settlements (BIS) Committee on the Global Financial System (CGFS), 2007, "Institutional Investors, Global Savings, and Asset Allocation," CGFS Publication No. 27 (Basel, Switzerland, February).
- Bank of New York, and Casey, Quirk & Associates, 2006, "Institutional Demand for Hedge Funds 2: A Global Perspective," Thought Leadership Series White Paper (New York, October).
- Banque de France, 2006, "Are Risk Transfer Mechanisms Sufficiently Robust?" *Financial Stability Review No. 9* (Paris).
- Battelino, Ric, 2006, "Regional Capital Flows," address to the Sixth Asia-Pacific Economic Cooperation Conference, Future Economic Leaders Think Tank, Sydney, June 28.
- Bayoumi, Tamim, and Eswar Prasad, 1997, "Currency Unions, Economic Fluctuations, and Adjustment: Some New Empirical Evidence," *Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 44 (March), pp. 36-58.
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad, 2001, "Does Financial Liberalization Spur Growth?" NBER Working Paper No. 8245 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2006, "Growth Volatility and Financial Liberalization," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25 (April), pp. 370-403.
- Calvo, Guillermo, and Enrique Mendoza, 2000, "Capital Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictions Approach," *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 90 (May), pp. 59-64.
- Carvajal, Ana, 2006, "Regulatory Lessons from the Crisis of Costa Rica's Mutual Fund Industry," IMF Working Paper No. 06/288 (Washington: International Monetary Fund).
- Carver, Nick, 2006, "Trends in Reserve Management—2006

- Survey Results,” in *RBS Reserve Management Trends 2006*, ed. by Robert Pringle and Nick Carver (London: Central Banking Publications).
- Center for International Securities and Derivatives Markets, 2006, “Benefits of Hedge Funds: 2006 Update” (Amherst, Massachusetts: CISDM Research Department, Isenberg School of Management, University of Massachusetts).
- Chadha, Bankim, and Jens Nystedt, 2006, “When and What Will Turn Vol Around?” Deutsche Bank Foreign Exchange Research, November 17 (unpublished; New York: Deutsche Bank).
- Chan-Lau, Jorge Antonio, 2004, “Pension Funds and Emerging Markets,” IMF Working Paper No. 04/181 (Washington: International Monetary Fund).
- Davis, E. Phillip, 2002, “Institutional Investors, Corporate Governance and the Performance of the Corporate Sector,” *Economic Systems*, Vol. 26, No. 3, pp. 203-29.
- Deloitte Touche Tohmatsu, 2006, “Global Asset Management Industry Outlook: Integrating Strategy with Experience in a Changing World” (June).
- De Santis, Roberto A., and Melanie Lüthmann, 2006, “On the Determinants of External Imbalances and Net International Portfolio Flows: A Global Perspective,” ECB Working Paper No. 651 (Frankfurt, Germany: European Central Bank, July).
- Edwards, Sebastian, 2001, “Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?” NBER Working Papers Series No. 8076 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- European Central Bank, 2006, “Hedge Funds: Developments and Policy Implications,” *ECB Monthly Bulletin* (January), pp. 63-76.
- French, Kenneth R., and James M. Poterba, 1991, “Investor Diversification and International Equity Markets,” *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 81 (May), pp. 222-26.
- Froot, Kenneth A., Paul G.J. O’Connell, and Mark S. Seasholes, 2001, “The Portfolio Flows of International Investors,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 59 (February), pp. 151-93.
- Galati, Gabrieli, and Philip D. Woodbridge, 2006, “The Euro as a Reserve Currency: A Challenge to the Pre-Eminence of the US Dollar?” BIS Working Paper No. 218 (Basel: Bank for International Settlements).
- Geithner, Timothy F., 2006, “Hedge Funds and Derivatives and Their Implications for the Financial System,” remarks at the Distinguished Lecture 2006, sponsored by the Hong Kong Monetary Authority and Hong Kong Association of Banks, Hong Kong SAR, September 15. Available via the Internet: <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2006/gei060914.html>.
- Goldstein, Morris, 2005, “What Might the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like?” IIE Working Paper No. 05-7 (Washington: Institute for International Economics, July). Available via the Internet: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=771045.
- Grinblatt, Mark, Sheridan Titman, and Russ Wermers, 1995, “Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior,” *American Economic Review*, Vol. 85 (December), pp. 1088-105.
- Hauner, David, and Manmohan Kumar, 2006, “Fiscal Policy and Interest Rates: How Sustainable Is the ‘New Economy?’” IMF Working Paper No. 06/112 (Washington: International Monetary Fund).
- Imbs, Jean, 2004, “Trade, Finance, Specialization and Synchronization,” *Review of Economics and Statistics*, Vol. 86 (August), pp. 723-34.
- International Monetary Fund, 2004, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, September).
- , 2005a, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- , 2005b, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, September).
- , 2006a, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- , 2006b, *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- , 2007, *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April, forthcoming).
- JPMorgan Fleming Asset Management, 2005, “Asset Allocation: Manager Survey.”
- Kho, Bong-Chan, René M. Stulz, and Francis E. Warnock, 2006, “Financial Globalization, Governance, and the Evolution of the Home Bias,” NBER Working Paper No. 12389 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Klein, Michael W., and Giovanni Olivei, 1999, “Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth,” NBER Working Paper No. 7384 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kodres, Laura E., and Matthew Pritsker, 2002, “A Rational Expectations Model of Financial Contagion,” *The Journal of Finance*, Vol. 57 (April), pp. 769-99.
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, 2006, “Financial Globalization: A Reappraisal,” IMF Working Paper No. 06/189 (Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Philip, 2006, “Global Bond Portfolios and EMU,” *International Journal of Central Banking* (June), pp. 1-23.
- McGuire, Patrick, and Nikola Tarashev, 2005, “The International Banking Market,” *BIS Quarterly Review* (December), pp. 15-30.
- , 2006, “Tracking International Bank Flows,” *BIS Quarterly Review* (December), pp. 27-40.
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), 2006a, “Global Pension Statistics” (Paris, October).
- , 2006b, *Pension Markets in Focus*, No. 3 (Paris,

- October).
- Quinn, Dennis, 1997, "The Correlates of Change in International Financial Regulation," *American Political Science Review*, Vol. 91 (September), pp. 531-51.
- Rajan, Raghuram G., 2006, "Is There a Global Shortage of Fixed Assets?" Keynote speech at the G-30 meetings, New York, December 1.
- Rodrik, Dani, 1998, "Who Needs Capital-Account Convertibility?" in *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?* Princeton Essays in International Finance No. 207 (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- Scharfstein, David, and Jeremy Stein, 1990, "Herd Behavior and Investment," *American Economic Review*, Vol. 83 (June), pp. 465-79.
- Toloui, Ramin, 2007, "Petrodollars, Asset Prices, and the Global Financial System" (New York: Pacific Investment Management Company, January).
- Turner, Phillip, 2006, "Local Currency Bonds in Emerging Markets: What Are the Links with Financial Stability," paper prepared for the LACEA session on "The Development of Domestic Bond Markets: Achievements, Challenges, and Implication for Financial Stability," Bank for International Settlements, November.
- UBS Global Asset Management, 2005, "Pension Fund Indicators 2005" (London).
- , 2006, "Pension Fund Indicators 2006," (London).
- Van Steenis, Huw, 2006, "On- and Off-Piste Trends in European Asset Management" (London: Morgan Stanley).
- World Bank, 2006, "Financial Integration Among Developing Countries," in *Global Development Finance 2006: The Development Potential of Surging Capital Flows* (Washington), Chapter 4.

在过去十年里，金融机构全球化的速度似乎加快，并对金融稳定产生了重要影响。¹ 本章考察此走势，介绍全球化与金融稳定两者之间关联度的新实证结果，同时，讨论一些重要的政策性影响。

分析表明，在冲击规模相对较小的情况下，单个金融机构的全球化似乎总体上有助于改善金融稳定。但是，这同时也表明，尽管全球化总体上是有益的，但也不能想当然地认为，在极端事件面前，全球化增强了整个金融体系的抵御能力。金融机构自身及相互间国际关联度的扩大也可能会使危机波及面更大，更难以处理。正如一位观察家指出的，金融体系在分散风险方面可能比以往更为有效，但是，在传递风险方面也会更快（Gieve, 2006年a）。如果是这样，危机的普遍性会降低，但可能会更为严重。

这就凸显了政策制定者不断确保其国内法律和监管制度能适应金融机构这种不断全球化特点的重要性。为了确保机构全球化的好处能充分地体现出来，同时，使潜在的风险得到控制，需要进一步开展工作，形成有效的多边合作机制，这种合作不仅涉及监管上的协调，也涉及危机管理和解决方案的安排。

注：本章由 Mark Swinburne 牵头的小组撰写，小组成员有 Jorge A. Chan-Lau、Martin Čihák、Andrea M. Maechler 和 Paul Mills。同时还得到了 Patricia Gillett、Oksana Khadarina、Yoon Sook Kim、Srobona Mitra、Kalin Tintchev 和 Neeltje van Horen（世界银行）等人的帮助。

1. 本章的重点是银行业全球化，同时也涉及保险问题。尽管对银行的某些分析还涵盖了一些大的投资银行，但是，本章未涉及一些国际化的证券公司业务和产品更为普遍的趋势。这些行业对金融稳定的影响以及全球金融各类基础设施和支持性行业的一些走势将在后面几期《全球金融稳定报告》中加以考察。

背景

金融机构进一步国际化的趋势与金融部门的其他结构性变化密切相关。² 许多国家除了扩大了对外国中介机构的开放度之外，还放开了管制，从而造就了一些金融财团，这些财团将银行、证券、资产管理或保险业务集于一身；并购业务也带来了金融业的整合；衍生品市场的持续证券化和扩张使得金融机构可以将其资产负债表中潜在的各种风险转移出去，甚至可以将这种风险进行跨国转移；³ 而且金融机构自身对风险的管理能力也普遍提高。

上述走势造就了一批超大型机构，这些机构具有更为广阔的国际空间，其业务往往跨多个部门（称为“大型综合性金融机构”），而且此类机构越来越多地依赖于国际市场而非国内市场。与此同时，机构全球化并不限于大型综合性金融机构的业务：另一个重要的层面是较小的和综合程度较低的银行集团也在向境外市场扩张，而且他们在这些市场上已变得具有系统重要性了。⁴

尽管没有一项指标能全面地反映所有这些方面和所有形式的机构全球化，但是，一个很有说服力的例子是金融部门跨境并购数量。⁵ 正如表 3.1 所显示的，自 2000 年以来，金融体系的并

2. 此外，金融机构的全球化趋势既影响了新兴市场经济体，也影响了成熟市场经济体，这并不仅仅是因为前者往往是东道国，还因为一些新兴的、市场导向的金融机构的国际化经营程度越来越高。低收入国家也非这种趋势的例外，尽管其规模通常要小得多。

3. 一些主要机构在这种产品的市场以及向那些新兴市场上的其他主要参与者提供服务（如对冲基金的主要经纪服务）方面起着核心作用。

4. 尽管本章重点放在机构全球化对金融稳定的影响上，但是，此处介绍的相关趋势可能也会产生重要的影响。

5. 全面的金融部门外国直接投资数据尚缺。参看国际清算银行全球金融体系委员会（2004年）和 Moshirian（2006年）。

表3.1. 金融业的并购, 1996—2006年

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|-------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | (10亿美元) | | | | | | | | | | |
| 地区 | | | | | | | | | | | |
| 发达国家 ¹ | 76.4 | 238.9 | 477.5 | 362.0 | 459.5 | 306.0 | 215.0 | 302.1 | 442.1 | 513.0 | 778.5 |
| 跨境 | 0.3 | 0.0 | 8.3 | 4.9 | 56.2 | 79.6 | 93.1 | 80.0 | 117.9 | 174.9 | 273.8 |
| 世界其他国家 | 2.7 | 4.8 | 23.7 | 16.2 | 42.5 | 70.2 | 44.1 | 28.8 | 57.3 | 85.3 | 124.1 |
| 跨境 | 0.0 | 0.2 | 0.0 | 2.0 | 8.5 | 29.5 | 17.6 | 14.8 | 22.2 | 54.6 | 85.6 |
| 总数 | 79.1 | 243.7 | 501.2 | 378.2 | 502.0 | 376.1 | 259.1 | 330.9 | 499.4 | 598.2 | 902.5 |
| 跨境 | 0.3 | 0.2 | 8.3 | 6.9 | 64.8 | 109.1 | 110.6 | 94.9 | 140.1 | 229.4 | 359.5 |
| | (占总数百分比) | | | | | | | | | | |
| 跨境并购 | | | | | | | | | | | |
| 发达国家 ¹ | 0.3 | 0.0 | 1.7 | 1.3 | 11.2 | 21.2 | 35.9 | 24.2 | 23.6 | 29.2 | 30.3 |
| 世界其他国家 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.5 | 1.7 | 7.8 | 6.8 | 4.5 | 4.5 | 9.1 | 9.5 |
| 总数 | 0.3 | 0.1 | 1.7 | 1.8 | 12.9 | 29.0 | 42.7 | 28.7 | 28.1 | 38.4 | 39.8 |

资料来源: Bloomberg L.P.的数据。

注: 只包括收购标的和收购方均为金融机构的交易。

1. 澳大利亚、加拿大、日本、新西兰、美国和西欧。

购业务有了大幅上升, 跨境并购占金融部门并购业务总额从 1997 年的不到 1% 上升至近 40%。同期, 发展中国家的金融机构越来越多地成为并购目标。截至 2006 年, 跨境金融并购近 1/4 (或金融并购总额的 10%) 涉及发达国家之外的机构。在欧洲, 继大幅放开金融和非金融市场跨境经济活动和欧元应市后, 跨境整合尤为活跃。

信息处理、电信及金融技术的改善在促进金融机构全球化方面起着十分重要的作用。例如, 风险管理方面的技术创新、后台支持及交易的处理使得银行和其他机构可以以较低的成本并在不在空间上接近客户的条件下对风险加以管理 (Berger 等人, 2003 年)。同样地, 在保险部门, 信息技术的进步也使得可对精算、理赔、承保及保单持有数据进行跨境整合。

机构国际化有着广泛的原因, 包括这样的期望, 即在一个市场上从事经营和对风险进行承保的知识和效率可以转移到其他市场; 可在多国经营中实现规模效益; 以及一个跨境集团可以将庞大和稳定的资金跨业务、跨行业分配到利润率最大化的地方去, 同时可以通过地域多元化分散风险。⁶

跨境扩张进入新兴市场一直是十分有吸引力

6. 关于机构全球化战略的进一步资料, 可参看跨境银行决定性因素方面的文献, 如 Buch 和 DeLong (2004 年)。

的。新兴市场也一直被看作是企业扩大经营和提高利润提供了前景, 尤其是在其金融市场和机构相对不发达的情况下。对于许多新的欧洲国家而言, 加快与欧盟的经济接轨, 包括通过加入欧盟, 并最终成为欧元区的成员, 一直是这方面的重要驱动力量。此外, 这些国家有这样的人文或社会经济走向, 即鼓励长期储蓄的增长, 这对像寿险这样的行业十分重要。

银行

在所有类型的金融机构中, 银行在走国际化道路的过程中是最积极的。⁷ 近些年来, 银行迅速国际化的一个指标是国际清算银行报告行的对外求偿数量 (对外贷款和存款) 的不断上升。图 3.1 按水平和占接受国私人部门信贷比例两个方面显示了这种趋势。这种普遍趋势也得到了各个银行跨境所有权数据的支持 (见表 3.2)。在东欧的外国所有权增长尤为迅速, 外国控制的银行资产比例从 1995 年的 25% 上升到了 2005 年的 58%; 在拉丁美洲, 外国拥有银行总资产的比例从 18% 上升到 38%。然而, 银行的国际化在非洲、亚洲

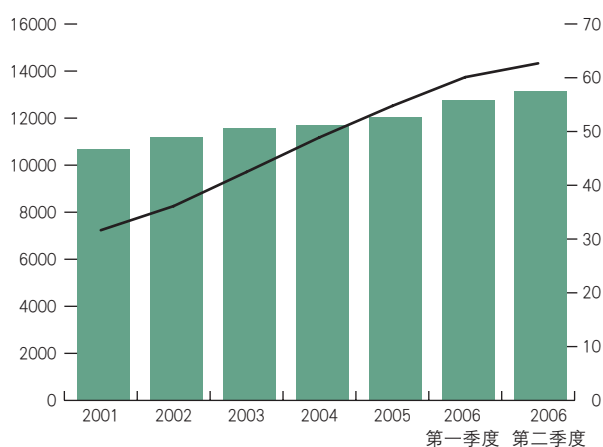
7. 还有更多银行方面数据为这方面的分析提供了佐证。

表3.2. 按地区分的外国银行所有权

| 地区 (国家数) | 1995 | | | | 2005 | | | | 外国资产 变化 (10亿 美元) | 外国资产 比例 变化 (百分比) | 外国资产 平均比 变化 (百分 比) |
|-------------|--------------------------|----------------------------|------------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------------|------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------------------------|
| | 银行总 资产 (10亿 美元) | 外国控制 总资产 (10亿 美元) | 外国总 资产 (百 分比) | 外国资产 平均比 (百分 比) | 银行 总资产 (10亿 美元) | 外国控制 总资产 (10亿 美元) | 外国总 资产 (百 分比) | 外国资产 平均比 (百分 比) | | | |
| 所有国家 (105) | 33,169 | 5,043 | 15 | 23 | 57,165 | 13,039 | 23 | 35 | 7,996 | 8 | 12 |
| 北美 (2) | 4,467 | 454 | 10 | 8 | 10,242 | 2,155 | 21 | 17 | 1,701 | 11 | 9 |
| 西欧 (19) | 16,320 | 3,755 | 23 | 24 | 31,797 | 9,142 | 29 | 30 | 5,387 | 6 | 6 |
| 东欧 (17) | 319 | 80 | 25 | 21 | 632 | 369 | 58 | 49 | 289 | 33 | 28 |
| 拉丁美洲 (14) | 591 | 108 | 18 | 14 | 1,032 | 392 | 38 | 29 | 284 | 20 | 15 |
| 非洲 (25) | 154 | 13 | 8 | 38 | 156 | 12 | 8 | 35 | -1 | -1 | -3 |
| 中东 (9) | 625 | 85 | 14 | 14 | 1,194 | 202 | 17 | 17 | 117 | 3 | 3 |
| 中亚 (4) | 150 | 3 | 2 | 4 | 390 | 9 | 2 | 5 | 6 | 0 | 1 |
| 东亚和大洋洲 (13) | 10,543 | 545 | 5 | 6 | 11,721 | 758 | 6 | 7 | 213 | 1 | 1 |

资料来源：国际货币基金组织工作人员根据《国际金融统计》数据计算和©2003 Bureau van Dijk Electronic Publishing-BankScope。

图3.1. 国际清算银行报告行的对外贷款和存款



资料来源：国际清算银行。

注：国际清算银行报告行的对外贷款和存款是按私人部门信贷额百分比计算的（右轴标示的柱状图），单位为10亿美元（左轴标示的实线）。

及中东则较为缓慢。⁸

对一些大银行国内、地区及全球业务的分析可以补充这种所有权情况的走势。

8. 然而，值得注意的是，这些数据仅反映了 Fitch-ICBA/BankScope 数据所包括的机构情况，因此，对于一些国家而言，这些数据可能不具代表性。

表3.3. 90家最大银行的跨境业务，2005年
(业务地区比，百分比)

| | 业务地区比： | | |
|----------|--------|--------------|-------------|
| | 本国 | 地区内的 其他国家 | 世界上 其他国家 |
| 银行所在地： | | | |
| 北美 (20家) | 77 | 8 | 15 |
| 欧洲 (50家) | 55 | 24 | 21 |
| 亚太 (20家) | 86 | 5 | 9 |

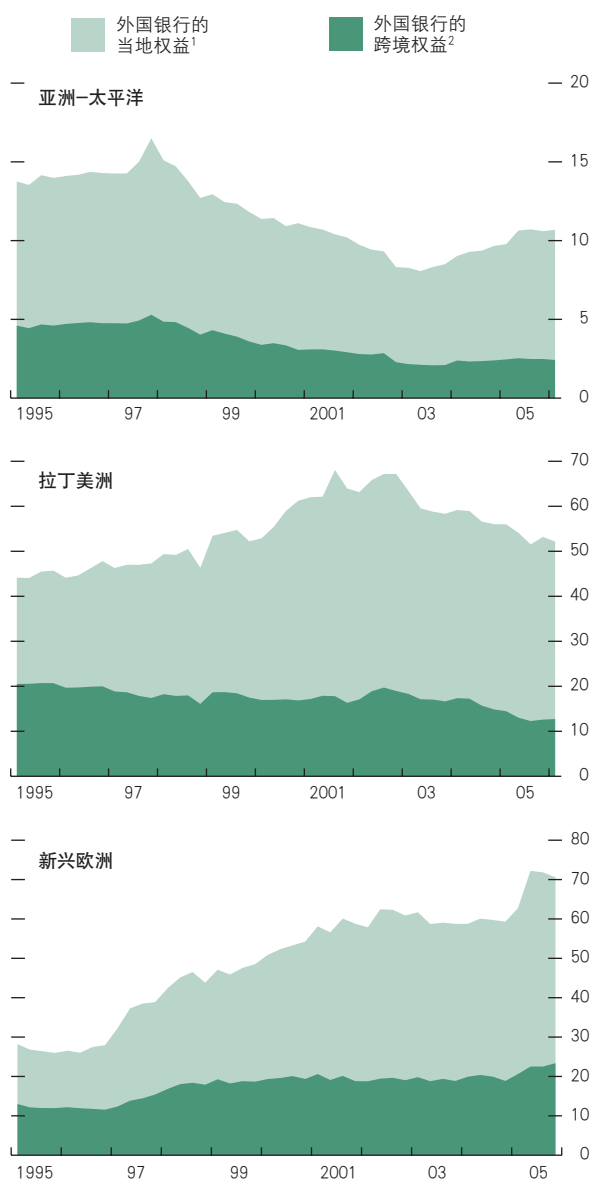
资料来源：国际货币基金组织工作人员根据BankScope数据的推算和各家银行2005年年报。

注：“地区”分别指北美、欧洲及亚太。本分析报告中所用的银行业务地区比为在一个地区或国家的资产份额、收入及员工的非加权平均。此方法沿用了“跨国指数”方法，此方法由Sullivan (1994年) 提出，最近，Schoenmaker和van Laecke (2006年) 用此方法对世界上“最大银行”中的60家银行做了计算。本报告用同样方法对欧洲最大的50家银行、亚太地区最大的20家银行及北美最大的20家银行做了计算。这里给出的各个地区的数据为银行对银行数据的加权平均，并采用银行规模作为权数（所有银行在该地区资产、收入及员工的非加权平均）。

表3.3显示的结果表明，世界上90家最大银行的大部分业务仍然是在其国内进行的，尽管每个银行和不同地区之间存在很大的差别。北美和亚太地区银行总部往往都更为本国化，而欧洲的银行总体来看往往更为国际化，即使不考虑其大量的欧洲内部股权。地区银行的战略重心也会

图3.2. 外国银行在新兴国家的参与

(占整个私人部门信贷的百分比)



资料来源：国际清算银行。

注：原始方法、背景分析及数据见诸于McGuire和Tarashev文章（2005年a和2005年b）。更新数据由国际清算银行工作人员提供。

1. 外国分支机构对私人部门当地权益（所有货币）占私人部门信贷总额的比例。国际清算银行的数据对跨境权益中的同业权益以及外币当地权益做了轧平，但对于本币权益没有部门细分数据。为了统一起见，采用可得的当地权益部门数据对非银行本币当地权益的比重做了估计。

2. 外国银行私人部门跨境权益占私人部门信贷总额的百分比。

大相径庭。尽管一些银行在其地区内的发达市场上已经有了强有力的存在，但是，还有另外一些银行正在将其业务集中于其地区内一些有所选择的国家。还有一类是在新兴市场上开展大部分业务。

新兴和发展中市场银行的全球化

如上所述，涉及的目标机构位于新兴市场的跨境金融部门并购的比例有了大幅增加（Domanski，2005年；国际清算银行全球金融体系委员会，2004年和2005年；以及国际清算银行，2006年）。正因为如此，在2004年加入欧盟的10个国家里，外国银行已成为主要玩家，他们在2005年年末银行总资产中所占的比重达77%。（欧洲中央银行，2005年）。类似地，在墨西哥，外国银行在银行部门总资产中所占的比重已超过75%。然而，这种趋势并非完全具有代表性，在其他一些新兴国家（如印度尼西亚、以色列、马来西亚、沙特阿拉伯和泰国），自1999年以来，外国银行的进入一直停滞不前（国际清算银行，2006年）。

过去的十年还看到了外国银行在新兴市场中作用的转变。首先，尽管国际大银行仍在有所选择的市场上继续扩张，但是，自20世纪90年代中期以来，还有相当数量的中等银行在跨境业务上也变得越来越积极，尤其是在新兴欧洲的业务。这种情况的出现反映了有限的扩张机会，国内市场竞争强度的加大，以及东道国市场上的强势利润前景。⁹

第二，新兴市场中的外国银行一直在大幅度地扩大其在当地的业务。传统上，外国银行的注意力主要放在向在东道国经营的国际公司客户提供服务，但是，现在注意力越来越多地放在了与住房有关的个人信贷和其他个人信贷上（国际货币基金组织，2006年a，第二章）。此走势的

9. 参看Focarelli和Pozzolo（2005年）。例如，Bank-Scope和RZB集团的数据（2006年）显示，对于4家奥地利银行而言，2005年，来自中东欧业务的收入为69%，而资产所占的比重则为39%；而且对于两家意大利银行而言，则为19%，资产比为7%。

表现之一是，国际性银行总行的跨国直接信贷已逐步被其外国分支机构的当地信贷所取代（见图 3.2）。^{10,11} 例如，在拉丁美洲和新兴欧洲，外国银行在当地信贷市场上参与的不断增长完全是由于外国分支机构权益的扩大（见图 3.2 中上部阴影部分）。

第三，尽管大多数进入发展中国家的银行都来自工业化国家，但是，发展中国家的银行近年来也是十分活跃的投资人（世界银行，2006 年；Van Horen 和 Claessens，即将发表）。2005 年，发展中国家所有外国银行的 27% 为来自另一发展中国家的一家银行拥有，尽管这些银行只持有资产的 5%（见图 3.3）。尤其是从低收入发展中国家情况看，发展中国家外国银行具有十分重要的意义（从数量上看，占到了外国银行的 47%，资产的 27%）。此外，此类外国银行在地区上十分集中。来自其他发展中国家银行的直接投资往往是由经济一体化、共同的语言及相近因素驱动的，来自工业化国家外国银行的进入也是如此。然而，发展中国家银行倾向于投资一些工业化国家银行不愿意去的制度薄弱的小国，这也许是由于发展中国家银行对付那些制度框架薄弱的国家有一定的比较优势（Claessens 和 van Horen, 2007 年）。

保险公司

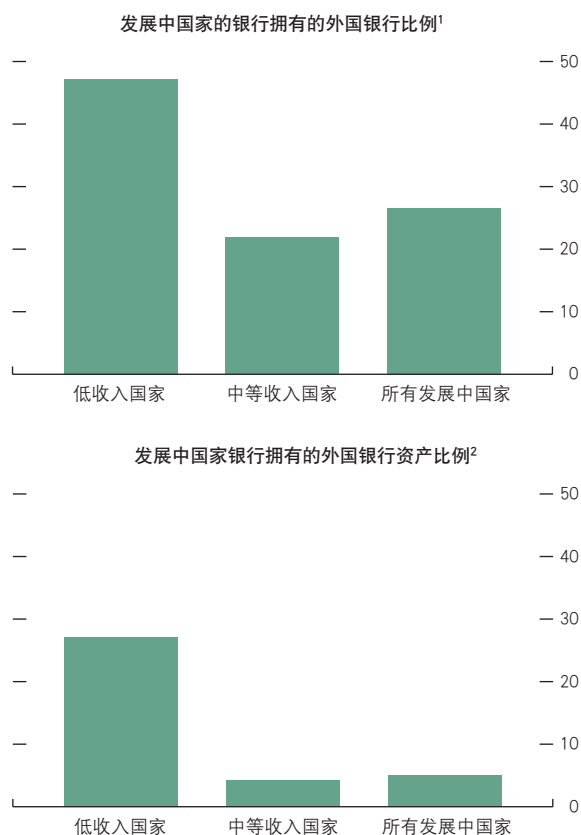
本节主要介绍保险部门有关方面问题，但是，应指出的是，某种意义上讲，金融业的其他非银行部门的国际化程度也在提高。例如，对于养老基金和资产管理公司来讲，全球化的主要形式是资产配置国际化程度越来越高。这些公司的投资业务在第二章中做了介绍。

保险业的跨境业务主要表现为这样两种形

10. 外国分支机构由于其当地业务造成的货币（或其他）不匹配，通常都会因为其作为某个较大的国际机构的一部分而较为容易地得到对冲，或是对这种不匹配加以其他处理，例如，与其母公司进行对冲。

11. 这种走势似乎还带来了过去十年间各国利率（包括零售水平上）的趋同。同期，不论是从国际来看，还是从个别地区来看，实际存贷利率的跨国标准差都在下降。一份对实际利率与当地基准利率“ β ”趋同的分析也显示明显存在这种趋同。

图3.3. 发展中国家外国银行的进入，按国家收入水平分类，2005年
(百分比)



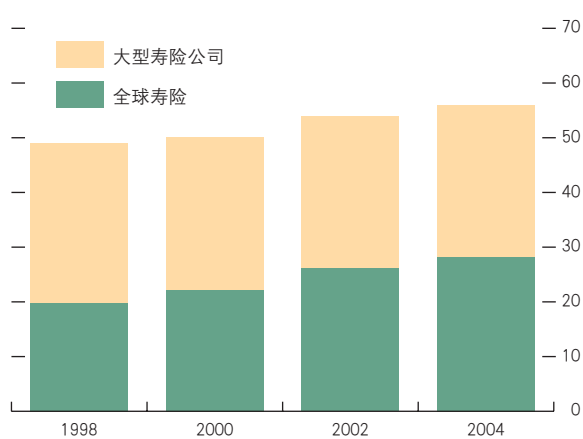
资料来源：世界银行（2006年）。

注：收入分类采用世界银行公布的定义（2006年）。

1. 占各收入水平组外国银行总数的百分比。

2. 占各收入水平组外国银行总资产（2000–2004年平均值）的百分比。

图3.4.40家最大的寿险集团公司世界市场份额
(百分比)



资料来源：瑞士再保。

式：一是一个国家的保险公司直接对另一个国家的风险进行承保，二是由外国保险公司控制的分公司或子公司承保国内风险。直接跨境业务占世界保费总额很小比例，¹² 而保险公司通过跨国并购确保了越来越多的保险业务现在已由外国母公司控制的机构所承保。

此外，保险公司可以通过将其风险的一部分转移给再保公司来降低其风险组合在地理或部门的集中程度。反过来，再保公司也可以持有一个相关度较低的、地理上更分散的风险组合，或是将其风险暴露的一部分通过与保险挂钩的证券（包括巨灾债券）转移给投资人。再保险业务的存在给保险公司在其愿意承担的地理风险集中度上提供了一定程度的灵活性。正因为如此，保险公司可以对其风险组合进行多元化，而不需对其自己的承保业务进行国际化。

寿险

如银行业一样，寿险业的全球化格局十分复杂，一些大公司现已在多个市场上开展经营，扩

12. 最新数据是指 2000 年的数据，该年寿险公司业务的 0.7% 和非寿险公司全球保费的 2.2% 为跨境保险业务（瑞士再保，2001 年）。

大其市场份额，这主要是通过收购外国市场的一些现有公司来实现的。从 1998 年到 2004 年这段时间里，12 家“全球”寿险集团（在本国市场之外有实质性经营，而且全球保费收入至少占 1%）的全球保费比重从 20% 上升到了 28%（见图 3.4）。¹³ 这种增长主要是通过收购其他寿险公司实现的，这种收购包括国内和国外两个市场，这种增长与有机增长是相对的。¹⁴

寿险公司的对外扩张趋势远非是整齐划一的。从 1994 年到 2003 年这段期间，在日本、英国及美国这些最大的寿险市场上，外国寿险公司的市场份额出现了强劲增长，在德国和荷兰处于相对停滞状态，而在加拿大和西班牙则出现了大幅下降。捷克共和国、韩国、墨西哥、波兰及土耳其等外国寿险公司的市场份额增长也十分强劲，全球寿险公司都在扩张，这主要是通过收购现有公司（经合组织，2005 年，表 2.1 和表 2.2）。欧盟各国监管机构和规模较小的一些国内市场对保险公司互保机制的认可对欧洲跨境保险整合提供了支持。这种整合的步子很有可能会因《新清偿力法案》的实施得到加快，该法将出台一种风险资本框架，此框架将有利于对持有风险进行地理上的多元化，并将鼓励经济资本的管理。¹⁵ 在日本，几家寿险公司互保的放宽加快了美国和欧洲保险集团对若干家寿险公司的收购，从而导致保险业集中度下降。外国公司进入美国市场倾向于走收购路线，而非成立新公司，这是因为各州分散监管体制使得一个新的进入方成立新公司来开展跨州业务的成本十分昂贵。2004 年，（按保费收入计）最大的 10 家固定和可变年金提供商都是外国拥有的企业，其合并市场份额超过了 20%。

13. 瑞士再保（2006 年 a，18 页）。寿险的全球化集中度大大低于银行业，这是因为各国的寿险产品存在很大差异，开办寿险公司的资本要求较低，同时，寿险公司的规模经济只适用于本国经营。

14. 以并购方式来进行地域扩张的保险公司的股票市场表现要远好于跨部门扩张的保险公司的业绩（Bø, Hultström 和 Pilskog, 2003 年）。

15. 新清偿力法案是正在实施的一项计划，其目的在于改革欧盟保险公司的资本结构制度。预计出台时间为 2009-2010 年。

普通保险

从广义上看，非寿险部门比寿险部门的国际化程度更高，在责任定价和风险的国际转移方面更是如此。但是，从制度本身来看，目前可以得到的跨境数据显示，国际实践进程要比其他保险部门慢得多。非寿险公司的国际化似乎更多地体现为少数大公司为客户提供一系列保险服务，包括向其公司客户提供全球资产险和意外险。

市场准入问题也许可以部分地解释为什么非寿险公司的国际化步子较慢（Ma 和 Pope 2003 年）。尽管在国际会计标准和保险清偿要求方面的协调努力在不断取得进展，但是，合同法仍然是以国内管辖为基础，这就大大增加了对外扩张的成本。抑制普通保险公司跨境扩张的另一个因素是，可以通过再保方式来分散风险，或是通过各种国营保障体系对风险加以处理。此外，规模经济和风险多元化甚至可在一些较小的国内普通保险市场上实现。

再保险

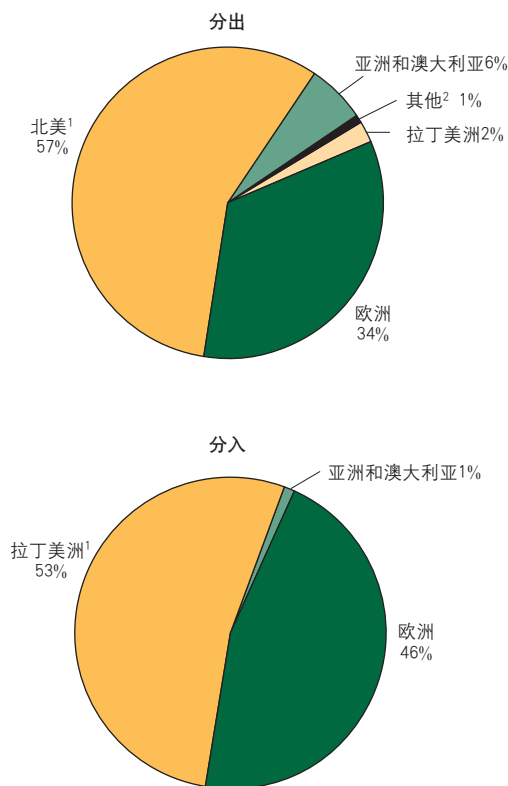
保险风险多元化的理念认为，“再保险几乎一定是一种全球性业务”（30 国集团，2006 年，第 9 页），它将孤立的风险分散到不同国家、不同的行业，从而使得保险公司将其资本利益最大化。¹⁶ 通过再保险，初保公司可以降低由于灾害或意外的保险损失带来的破产风险，同时，再保公司可以实行多元化，减少其对单一灾害风险的暴露。

2005 年，向非关联再保人支付（“分出”）的保费占全球非寿险保费的 6.2%，占寿险保费的 1.1%（国际保险监督机构协会，2006 年；瑞士再保，2006 年 c）。图 3.5 显示了再保公司分出和分入保费的地区分布。欧洲的再保公司传统上一直是来自世界其他国家（主要是日本和美国）风险的最大净接受者。然而，设在百慕大的再保公司大幅度地扩大了其对风险升水（尤其是来自

16. 瑞士再保（2006 年 b）估计，如果灾害险由所有 6 个市场上的再保公司共同承保，对法国、德国、意大利、英国及美国的财险承保所需的资本至少可以减少 20%。

图3.5. 按地区计算的分入和分出再保费总额，2005年

(占总额的百分比)



资料来源：国际保险监督机构协会。

1. 北美包括百慕大。

2. 非洲和中东。

美国的风险升水) 的净承保。

全球再保市场已变得越来越集中，10 家大公司在全球保费中所占的比重已接近 60%，10 年前还只有 40%（30 国集团，2006 年，第 12 页）。整合主要是通过并购活动实现的，尽管在 20 世纪 90 年代后期再保周期出现“疲软”，即承保能力十分富余，保费在低位徘徊。尽管此过程一直是由规模经济以及在不同国家和行业实行多元化所驱动的，但是，它还意味着，主保公司越来越依赖一个日益集中的全球性再保行业。

机构全球化是如何影响稳定的

有多方面的原因可以做这样的预期：金融机构全球化程度的提高从金融稳定以及金融部门的发展和效率来看都是有好处的。在相对温良的时期，当然会是这样，至少从单个机构和系统水平角度看都是这样。但是，一个关键的问题是，金融体系的稳定（国内、东道国或是国际间）可能会由于跨境内在联系的存在更容易受到极端情形下干扰的影响。

对于机构全球化对金融稳定的影响，文献给出的分析存在相互矛盾之处。一方面，它指出了若干潜在好处，包括以下这些层面：

- 多元化好处来自于较低的收入波动和较低的资产价格，而这种情形的出现是因为对国内市场形势暴露的降低；
- 境外经营利润增加，这是由于运用了更为复杂的技术和产品；
- 改善的风险管理制度传递到境外经营，同时，内部资本市场能更好地将资本配置到最为有利可图的机会上去；
- 提高信贷服务的稳定性，这是由于母银行与任何一个国家的信贷周期都存在距离；
- 更深入地进入国际资金市场的机会得到改善；
- 改善投资和对冲的流动性；以及
- 更多地利用对冲工具的机会和更为多元化的投资组合。

此外，新兴市场东道国可以更普遍地得益于外国金融机构带来的知识和技术转让。

另一方面，也存在一些潜在的问题。尤其是，从股票市场的预期看，母公司的扩张可能会耗费资金，或是失去对核心本国市场的“重视”（例如，如果银行技术和产品不能有效地转移给东道国市场，或者不能根据东道国市场形势对管理做出微调）。对于跨越若干文化和时区经营的综合性集团而言，风险管理自然会比在一个简单的一国文化结构下更加困难，尽管风险管理技术将不断完善。对于母公司而言，确保对境外公司进行有效的经营（包括名声）管理和市场风险管理尤为如

此。¹⁷ 信用风险管理也许会更困难，如果对借款人在东道国的信誉的了解十分有限或这种了解不可靠，从而限制了母公司风险措施和管理制度的有效性，更为如此。

目前，还没有什么实证证据为这些相矛盾的观点提供佐证，或是显示金融机构的跨境多元化可以减少或增加特定机构或系统脆弱性。¹⁸ 从分析角度看，一个十分复杂的问题是，金融机构全球化一直与其他趋势并存，例如功能多元化的提高（例如，从银行业务扩展到非银行业务）。对于一般机构多元化问题已有大量的文献，¹⁹ 最近，对于金融机构多元化成本和好处这样的专门问题也有新的研究问世。但是，这种研究的着眼点是职能的多元化而非跨境多元化。²⁰ 采用会计数据或仅强调狭义多元化（即不同信用产品的多元化）的研究往往会发现多元化有利于金融机构。²¹ 与此相反，但与财团方面的文献相一致的

17. 尽管纯国内公司也会发生欺诈或管理上的失误，但是，在跨境组织结构中，风险控制挑战性更大。巴林和爱尔兰联合银行就是很好的例子。

18. 研究跨境多元化的文章很多，但是，这些研究通常都是分析其他问题，而非着眼于与金融稳定的联系。关于银行跨境程度方面的论述，可参看 Manna（2004 年）及 Schoemaker 和 van Laecke（2006 年）；关于驱动银行跨境流动因素的解释，参看 Claessens、Demirgüç-Kunt 及 Huizinga（2001 年）；Garcia-Herrero 和 Vázquez（待发表）；关于对效率的影响，参看 Berger 等人（2000 年）；关于对金融部门发展和对取得金融服务的影响，参看 Detra-giache、Tressel 和 Gupta（2006 年）。

19. 尤其值得一提的是，Wernerfelt 和 Montgomery（1988 年）发现，跨行业的多元化对公司的价值有负面影响（用 Tobin 的 q 或某个类似的指标来衡量，此研究结果已得到后来一些研究的证实，现在被称为“多元化折扣”。对此，一个普遍的解释是，财团会存在结构和管理上的弱点，同时，它们的风险分散特点对于那些能够对其投资组合进行多元化管理的投资人而言没有什么价值。

20. 同时，跨境银行、竞争及稳定之间存在一种不平凡关系。在对这方面的文献做了广泛的考察后，Claessens（2006 年）发现了大量但非一致的证据：跨境银行扩大了竞争。关于竞争和稳定之间的关系，若干研究表明两者间存在一种平衡关系（例如，Beck、Demirgüç-Kunt 和 Levine，2006 年）。然而，此类文献采用的是国家层面上的集中度比，这种比例关系也许不能反映跨境竞争。采用更为直接竞争指标的研究（例如，Schaeck、Čihák 和 Wolfe，2006 年）发现，在外国银行的竞争和稳定之间存在正面关系。

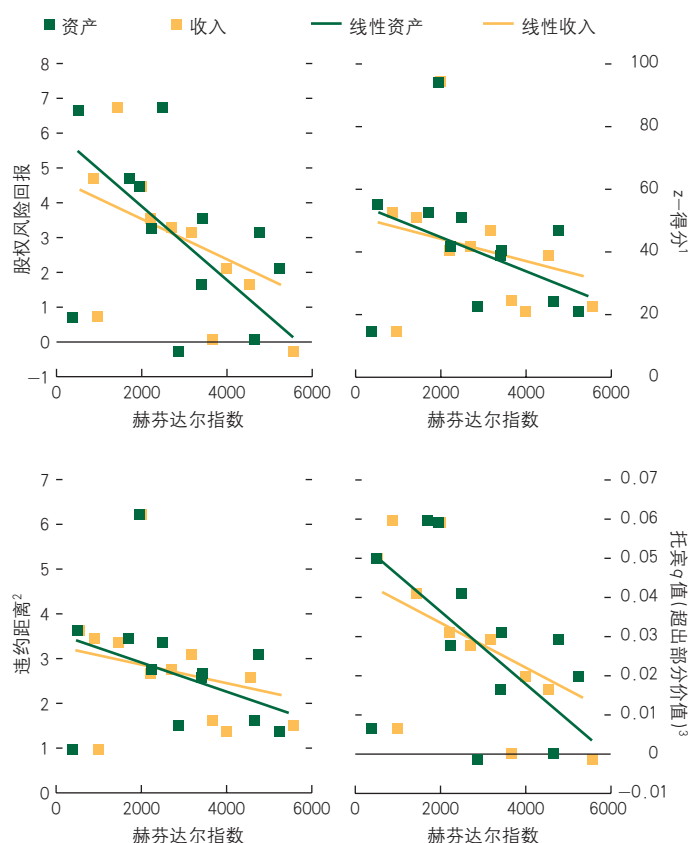
21. 参看 Berg-Yuen 和 Medova（2005 年），Laderman（2000 年）；以及 Everts 和 Liersch（2006 年）。

是，Laeven 和 Levine（2005 年）发现，43 个国家中大银行的股价存在明显的多元化折扣。换言之，从事多种经营的金融集团的市场价值要低于那些分拆为各个专业领域公司的市场价值。²² 此情况显示了这种可能性，即这种集团的“机构成本”可能会上升，而且可能会大于规模经济效益和多元化带来的好处。

尽管如此，仍然有理由相信，金融机构的跨境多元化带来的好处可能比职能多元化带来的好处更多。²³ 多元化带来的好处可能占主导地位的一个理由是，各国经济活动之间不存在完全的关联（尽管某些地区经济周期的关联度正在提高）。另外一个线索来自于这样一个事实，即跨境并购方面的一般公司财务文献往往发现跨国公司的价值往往要高于行业基准指标，而职能多元化的公司往往会出现折价。²⁴

为了考察市场对金融机构跨境并购的看法是否是正面的，我们对亚洲、欧洲及美国一些大银行的抽样会计和市场数据做了分析。图 3.6 中的四个板块显示了一些实施跨境多元化银行的利润、稳健及市值等项指标数据。²⁵ 为了反映国际多元化程度（横坐标），我们对每家银行的赫芬达尔（Herfindahl）指数做了计算（即所考察的跨境资产或收入比的平方和）：指数越低，银行的跨境多元化程度就越高。从纵轴看，四组数据显示了绩效指标（股权的风险回报，ROE）；违约可能性会计指标（z-得分）；违约可能性的股价指标（违约距离，即 DD）；以及市场定价指标

图3.6. 跨境多元化和单个银行的稳健性，1994—2004年



资料来源：©2003 Bureau van Dijk Electronic Publishing—Bankscope；Thompson ONE Banker，及国际货币基金组织工作人员的计算。

注：赫芬达尔指数为一个银行在选定国家资产或收入比重的平方和——指数越低，该银行的跨境多元化程度就越高。

1. z-得分的定义是： $z = (k + \mu) / \sigma$ ，式中的 k 为股权资本，以占资产的比率计算， μ 为收益，以占资产的比率计算， σ 为资产收益的标准差，代表收益的波动性。

2. 违约距离定义为到期资产预期价值与违约门槛值之差，此差值为负价值的函数。

3. “高出部分价值”定义与“财团折扣”文献中的定义是一致的（如，Laeven和Levine，2005年），即为构成企业的实际托宾 q 值和估计托宾 q 值之差。

22. 然而，这并不一定意味着，集团就比那些多元化程度较低的机构风险更大。股价反映的是市场对股东利益的看法，而非对存款人利益或更为一般的金融稳定利益的看法。

23. 例如，Schmid 和 Walter（2006 年）发现，美国银行地理上的多元化往往会带来正向（但统计上并不明显）的股价上扬，而业务的多元化会带来明显的股价折损。

24. 十分明显，对不同行业目标的跨境并购往往导致明显的多元化折损。不论是采取何种并购，都会给外国目标企业的股东带来明显的财富收益，（参看 Dos Santos 等人，2003 年）。

25. 此分析为 Tieman 和 Čihák（即将发表）的一种延伸，此前的分析只限于欧洲，而且变量的范围也较窄。

专栏 3.1. 银行全球化对系统稳定性影响的一些证据

正文中的计算表明，对于单个银行来讲，跨境多元化通常与较高的市场价值和较大的强度有关（强度用会计和市场两方面指标来反映）。然而，这种结果并没有简单地传递到系统层面上去。随着银行跨境多元化程度的提高，亏损的风险并没有下降，主要原因在于单个银行的亏损概率存在一定的关联。

本专栏中的图显示了此观点，该图将对所有大银行资产组合每美元的预期亏损与对国际上活跃的大银行（即 50% 的业务是在本国之外进行的大银行）资产组合的每美元亏损做了比较。为了计算预期亏损，我们将市场数据（股票价格）与会计数据按类似于单个银行违约距离模型做了综合处理，作为银行违约概率的近似值。然而，与违约距离模型不同的是，预期亏损还考虑了系统中各家银行违约估计值的差异（反映了其规模差异）以及在其股价出现协同（反映同业溢出或受到共同冲击的可能情况）情况下的不同亏损。

此图还显示，作为一个整体的国际多元化银行的风险似乎高于作为一个整体的大银行的风险。在 20 世纪 90 年代初的几年间，情况正好相反，原因在于国际多元化银行在此期间具有相对较强势的表现（较低的波动性）。到了 20 世纪 90 年代末预期亏损出现了大幅增加，而且在此后的时间里，亏损一直处于高位。进一步的分析显示，这种情况反映了较高程度的资本化已被国际上活跃银行较高的风险暴露所抵消。

国际上活跃的大银行每100美元资产的预期亏损减去所有大银行每100美元资产的预期亏损
(美元, 月平均)



资料来源：国际货币基金组织工作人员基于Bloomberg L.P.数据所做的计算，及©2003 Bureau van Dijk Electronic Publishing-Bankscope。

对此图的解释需谨慎，因为采用市场数据来反映违约概率（甚或违约的或然性）有着明显的局限性，这方面文献对此已多有论述。尽管如此，它还是提供了一个十分重要的、值得注意的证据，即跨境多元化在宏观层面上的好处可能不像在微观层面上那样明显。

注：本专栏的主要作者是 Martin Čihák。

(托宾 q 值)。²⁶

分析家指出,收入及资产国际多元化程度较高的大银行的平均风险回报都较高,自身的稳健度也较高,市场价值也高于其他大银行。此外,这些银行中约有 2/3 有着更为多元化的营业收入,而且其国外业务往往比其国内业务的利润更高。

因此,从单个机构来看,跨境多元化在利润和市场价值以及稳健指标等方面都会有好处。²⁷然而,国际化和自身稳健之间的关系远非整齐划一。如图 3.6 显示的,许多多元化银行的 z -得分很低。

此外,图 3.6 并没有对因果关系进行分析:对跨境多元化对银行稳健性影响进行正确判断需要考虑各个银行稳健性和多元化决策的具体特点。一份更为详细的计量经济分析确认,即使考虑了其他因素(例如银行的规模或职能的多元化,以非利息收入在总收入中所占的比重表示),各不同规格之间仍然存在一致的正向关联,尽管跨境多元化与单个机构的利润和稳健性之间的关联度较弱。²⁸

更重要的是,尽管对单个机构的正向影响普遍存在,在过去十年中,大银行跨境多元化程度的提高是否导致了这些机构作为一个整体的系统性风险下降仍是一个尚没有答案的问题。例如,专栏 3.1 中给出的计算显示这种风险可能并没有

26. z -得分和违约距离是机构稳健性的两个可比指标:前者是基于会计数据,后者采用股票价值数据。这两个指标都显示了这种可能性,即金融机构资产的市场价值会低于其债务的价值(指标越高,概率就越小)。违约距离是个别银行违约风险的一种十分有用的代表值(当其股票在流动的市场上交易时); z -得分则是不要求这种市场前提的一种替代性指标。对此方法正反两面更为详细的讨论及这方面文献概述,参看 Čihák (即将发表)。

27. 图 3.6 中所有的斜率系数在 10% 的水平上都是显著的。风险调整后的股权收益斜率系数和托宾 q 值在 5% 的水平上也是显著的。

28. Čihák (2007 年) 提供了更多的细节。与利润有关的结论很大程度上与 García-Herrero 和 Vázquez (将发表) 所做的研究是一致的。他们发现(采用略为不同的样本和多元化定义),配置到外国分支机构的资产越大,国际银行的风险利润率就越高,即使在这些机构的区域分布相对集中的情况下此收益有所下降。作者认为,银行业国际多元化收益是巨大的,而且很大程度上还有待于进一步开发。

下降。与上面对单个银行的发现不同的是,专栏 3.1 中的分析将大银行作为一个整体来考察,并反映了其各自亏损情况间的相关性。此背后直观的看法是,当所有或大部分银行都实行国际多元化时,整个系统可能会更加容易受到大规模的共同冲击和溢出影响。²⁹例如,随着主要当地和国际化银行市场集中化程度的提高,一些关键市场上起着核心作用的国际大玩家的数量也相对少了,大型国际化机构之间的交易和其他联系似乎也提高了。这种作用增加了金融体系和国际间潜在的系统性风险。³⁰

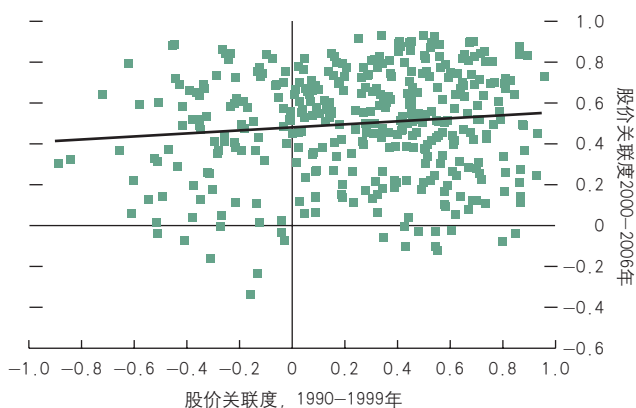
上述结论与 Wagner (2006 年) 介绍的模型是一致的,与 Nicoló 和 Tieman (2006 年) 的观点也一致,他们都提出这样的观察意见:欧洲的一体化进程对于金融稳定并没有产生十分明显的正面作用。对于一组大型欧洲金融机构,他们发现,在 1990–2004 年这段期间里,系统性风险指标并没有下降,而且,银行的风险状况出现了趋同,同时,在大多数国家,银行和保险公司的系统风险指标对于共同实际和金融的冲击,敏感性提高了。

另外几项指标显示了这种可能性的增加,即随着银行及其他大型综合金融机构国际化程度提高,系统性风险可能也随之增加。首先,图 3.7 显示主要大型综合性金融机构间股票价格关联度在增加。其次,尽管存在广泛的多元化,暴露的分布仍然相当集中:在主要经济体之间,英国或美国在国际清算银行报告行的合并跨境权益中占有相当大的比重(见图 3.8)。最后,在出现极端事件的情况下,大型综合性金融机构间的国际溢出效应可能会增加,即使国内和全球冲击因素

29. 此外,在某些地区,各经济体自身的一体化程度也在增加,这种趋势往往会减少国际多元化有利于提高稳定性的作用。

30. Gieve (2006 年 a) 对于英国主要银行集团和其他全球性大型综合性金融机构之间的关系也提出了类似的看法。

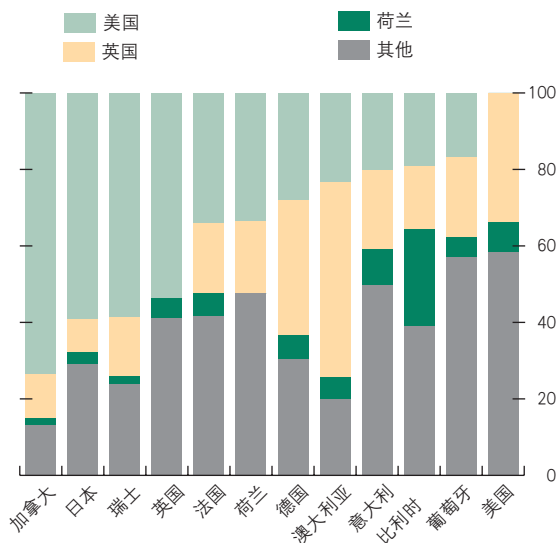
图3.7. 主要银行间的股价关联度，1990—2006年



资料来源：国际货币基金组织工作人员基于Bloomberg L.P.数据所做的计算。

注：每个点都与一对美国、欧洲及亚洲的主要银行股相对应。左上方的点为从1990—1999年间的负相关变为2000—2006年间正相关的那些股票。水平轴上方回归线的位置显示，总体上看，两个期间的关联度出现了增加。协同一体化分析得出的结果也十分类似。

图3.8. 跨境风险的集中度，2006年6月底 (百分比)



资料来源：国际货币基金组织工作人员基于国际清算银行数据所做的计算。

注：报告行合并跨境权益比重（基于最后风险）。

保持不变（见专栏 3.2）。³¹

东道国角度

若干进一步的视角对于新兴市场和其他东道国金融稳定具有十分重要的意义。强劲和有活力的外国银行驻足新兴市场似乎使得其银行体系处理传统的国内银行业危机方面能力得到了普遍的提高。³² 例如，中、东欧大多数外国银行都为欧盟的大银行所有，它们都有着稳健的资本基础，并且在该地区都有大量的商业存在。可以认为，这些母银行对其外国分支机构都进行更为有效的监管，而且在必要的时候，它们也都会得到较有力的金融支持，这些都会加强东道国的国内金融稳定，即使在其他方面与东道国的银行具有同样的条件。还存在这样的证据，即在新兴市场中，外国银行的权益更多地是通过外国银行的分支机构延伸，而非通过跨境信贷，这样，它们可以获得更为稳定的外国融资（García-Herrero 和 Martínez Peria, 2005 年）。³³

此外，国际型银行在当地的的存在还会带来其他好处，包括效率得到提高，并且从宏观经济层面看，获得资本流动的渠道更加放开。这些资本流动往往都是由母银行提供的，它们可以提高当地金融服务和银行业务的质量和扩大服务范围，

31. 专栏 3.1 和专栏 3.2 以及图 3.6 和图 3.7 最下面两组数据的分析都依赖于股价数据。在对结果进行解释时，需要看到这种分析所具有的优点（例如，它是基于高频数据，并且允许采用市场对稳健性的看法）和其局限性（如，这种分析的好坏取决于其所依据的数据的好坏。只要市场是流动的，运作平稳，这种分析结果就比较合理）。

32. 此处的讨论并不区别外国银行分支机构在东道国的存在形式（分行或子行）。的确，银行集团层面上核心业务操作的集中化使得在其他条件都相同的情况下，从操作角度看公司结构的区别没有多大的意义，对此将在本章的下节做进一步讨论。参看 Dermine（2006 年）关于公司结构决定性因素的概述；以及 Cerutti、Dell’Ariccia 和 Martínez Peria（2005 年）对最新趋势的讨论。

33. 然而，大多数研究只是注意到了银行跨境和当地权益行为的区别，而没有讨论这种区别对金融稳定产生的影响。参看 De Haas 和 van Lelyveld（2002 年）对东欧的讨论，以及 Peek 和 Rosen-gren（1997 年）对日本和拉丁美洲的讨论（2000 年）。

专栏 3.2. 对世界最大银行集团溢出风险的评价

可以采用极端价值理论对大型综合性金融机构的跨境溢出范围加以估计，此理论分析极端事件的协同（“同风险”），尤其是银行稳健性指标极端（左尾）反向实现的协同。

本分析中选择的稳健性指标为违约距离（Crosbie 和 Bohn，2003 年）。我们采用 2000 年 5 月 30 日到 2006 年 8 月 2 日这段期间的每日股价和年度资产负债表数据（Bloomberg L.P.），对欧洲大陆、日本、英国及美国 24 家最大银行集团的每日违约距离做了计算。我们采用二项分对数模型对某家银行在其他银行的违约距离受到大面积的负面冲击情况下，其违约距离出现大面积负面变化的概率做了

注：本专栏的主要作者是 Jorge A. Chan-Lau。本专栏取材于 Chan-Lau、Mitra 及 Ong（将发表）。文章最初是为国际货币基金组织 2006 年与英国的第四条磋商准备的。此组数据包括世界上最大的 24 家上市银行（包括投行集团）（根据 2005 年年底的资产数据排名）。

显著的共同风险 (银行总传递渠道的百分比)

| | 2000年5月至2003年5月 向下列银行的传递： | | | 2003年6月至2006年8月 向下列银行的传递： | | |
|------------------------|------------------------------|----|----|------------------------------|----|----|
| | 欧洲大陆 | 英国 | 美国 | 欧洲大陆 | 英国 | 美国 |
| 下列地区（国家）银行受到的 最初冲击： | | | | | | |
| 欧洲大陆 | 14 | 11 | 7 | 17 | 11 | 6 |
| 英国 | 4 | 17 | 6 | 19 | 17 | 6 |
| 美国 | 2 | 0 | 17 | 7 | 6 | 23 |

资料来源：Chan-Lau、Mitra及Ong（将发表）。

加快当地金融服务的深化。

但是，也应看到，外国在许多东道国系统中参与规模的扩大和不断变化的特点也改变了当地金融稳定风险的特点，同时，也给所在国当局带来了新的挑战。³⁴ 外国银行已成为各种风险积累的渠道。

34. Domanski（2005 年）及 Moreno 和 Villar（2005 年）讨论了外国银行涉足新兴市场不断变化的特点。

估计。

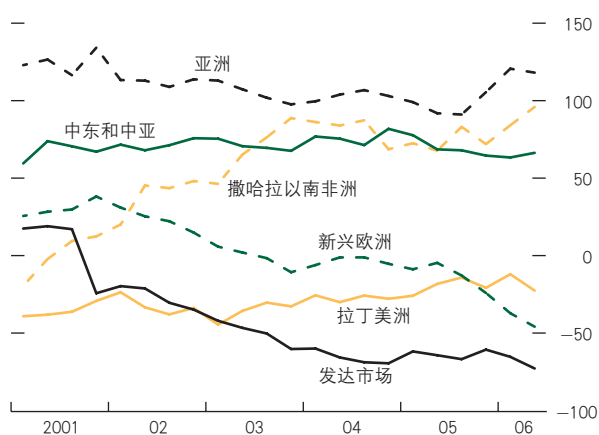
大面积负面冲击的定义为所有银行违约距离变化的共同分布左尾前 10 个百分位的那些冲击。此对数模型还包括了三个独立的变量：国内股市的波动性，期限结构斜率的变化，以及摩根斯坦利国际资本公司所有国家世界指数的波动性，我们以此来分别说明影响国内金融市场、现实经济以及全球市场因素的共同因素。结果见于下表中，该表显示了在 5% 的置信区间若干具有统计意义的共同风险。

结果表明，尽管这种溢出通常更有可能限于国内银行体系，但是，跨境溢出的可能性也许在增加，至少在某些情况下是这样的。请记住，此分析系基于欧洲大陆间的跨境溢出。从这些指标看，在极端情况下从英国和美国溢向欧洲大陆的可能性似乎也在增加，从美国溢向英国的可能性也是如此。

尽管有着外国银行大量参与的金融体系受来自国内冲击的影响会低些，但是，它更容易受到严重影响其母银行的外国冲击的影响（外国银行的存在越集中，这种影响就会越大）。在外国银行具有高质量的情况下，后一种事件的可能性就会较小。尽管如此，从东道国当局角度看，这种外国冲击的影响可能会非常严重。从某种意义上讲，这种冲击可能会很大，对于东道国当局来

图3.9. 所选地区：外国净资产

(相当于银行资本的百分比)



资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计》数据库。

讲，自然也更难以处理，甚至难以看出这种冲击的到来。

人们普遍相信，在东道国出现金融危机的情况下，外国银行的存在有利于金融稳定，有利于提高信贷增长水平，其贷款的波动性也会低于东道国同业。³⁵ 然而，这种发现往往强调在出现国内冲击时外国银行和国内银行会做出不同的反应。两相比较，在考察不同类型的冲击时（包括本国的冲击和其他东道国的冲击），其所产生的影响差异会更为明显。例如，为了应对20世纪90年代初日本股市大幅下跌给日本银行带来的资本损失，在美国的日本银行子公司比其母公司更大幅度地减少了其在当地的贷款（Peek 和 Rosengren, 1997年）。其他研究发现，个别东道国权益的变化与对其他东道国权益的变化是相关的（Martinez Peria、Powell 及 Vladkova-Hollar, 2005年）。

上面这些问题需通过许多新兴国家信贷迅速增长这个多面镜来看待，尤其是在新兴欧洲和

35. 参看 Dages、Goldberg 及 Kinney (2000年)。类似地，De Haas 和 van Lelyveld (2000年) 发现，在中东欧国家最近出现的危机期间，外国银行权益似乎并没有减少。

拉丁美洲国家，这些市场上的外国银行往往已成为当地主要信贷提供者（见表3.2和图3.2）。2006年9月期《全球金融稳定报告》（国际货币基金组织，2006年a）第二章详细地考察了新兴市场住户信贷增长情况。一个十分重要的问题是，外国银行信贷资金源于何处。通常，外国银行提供的新增贷款的大部分资金都来自境外，而非来自于国内存款。其中的一部分是从国际市场上借来的，一部分是母公司直接提供的，或是国际集团的其他分支机构提供的。图3.9显示了银行外国净资产，尤其显示了这种趋势对于作为一个整体的欧洲新兴市场的重要性。但是，从有限的其他新兴市场外国银行分支机构的当地权益和负债数据可以看出，这在其他市场也是十分重要的，至少在拉丁美洲一些国家是这样的。在正常情况下，这种外部资金都会被看作是相当稳定的，而且为延长资金的期限带来了灵活性。然而，同样道理，更大的银行集团或国际资金市场上出现任何负面的走势都可能会对东道国的金融体系产生溢出效应。

此处的中心问题在于，在许多国家，外国银行的信贷业务已达到了相当规模。由此而产生的可能性是，由于外国银行的原因而造成的信贷供给中断或明显放慢可能会对其国内信贷总供给和解决大量的经常账户逆差所需的资本流入产生宏观层面的影响。图3.10显示，在新兴欧洲（其中的许多国家都实行严格管理或盯住汇率制度）外国银行净权益迅速上升的同时，其经常账户逆差在不断增加。这种广泛的影响当然会对东道国金融体系产生进一步的第二轮影响。

欧洲新兴市场面临的另一个问题是，外国银行在该地区强有力的存在很大程度上集中于同样一些为数不多的外国银行集团。2005年年底，所有中东欧国家外国拥有银行资产的一半集中于8家银行集团（见图3.11）。同样地，外国银行对中东欧国家权益几乎有一半集中于四个原籍国。（见图3.12）。这种集中的意义在于，某个影响一家外国银行的极端事件（更不用说影响多家银行的事件）可能会对中东欧地区产生潜在广泛的溢出效应。在出现严重的负面事件情况下，如果不

同新兴市场国家的银行间不具有充分的差异（即使平时它们之间存在充分的差异），这些影响就会更大。

保险视角

将保险风险在国际间加以分散有若干好处。首先，在对某个有着多个法律管辖区的经营账户所需的资本进行加总时，弥补风险所需的资金额会随之减少，从而增加了资本水平给定的保险公司的吸收能力。与对同样的风险分别资本化的情况相比，这种多元化可以使经济资本要求降低40%—50% (De la Martinière, 2003年, 第88页)。此外，如果国内保险市场存在不同的保险定价和监管“周期”，在不同的市场间实行多元化可以拉平保险公司的利润率，降低破产风险。

尽管如此，有着多重辖区的保险公司在实现这些好处过程中会遇到一些挑战，包括监管、税收及文化上的差异，这种差异使保险公司无法将保险产品在不同的市场间进行方便的转移；对多重辖区和经营线路之间的风险进行管理变得十分艰巨；同时，需要根据所在地的分销网络对其策略加以调整。

关于再保险，对其全球同业的透明程度存在着种种担心。³⁶ 由于此行业在很大程度上相对缺乏公开披露和全球性的监管标准，这种担心显得更为突出。然而，国际保险监督机构协会再保险透明度小组通过编纂横跨七大管辖区域主要再保险公司中的46家数据，成功地填补了某些信息方面的空白。这些信息有助于30国集团得出这样的结论：即使占全球再保险能力20%的全球性再保险公司出现问题似乎也不至于导致保险部门主保公司破产。³⁷ 新的再保险资本相对容易进场，尤其是通过设在百慕大的特殊目的工具进场，这意味着，任何新设限制都是短命的。

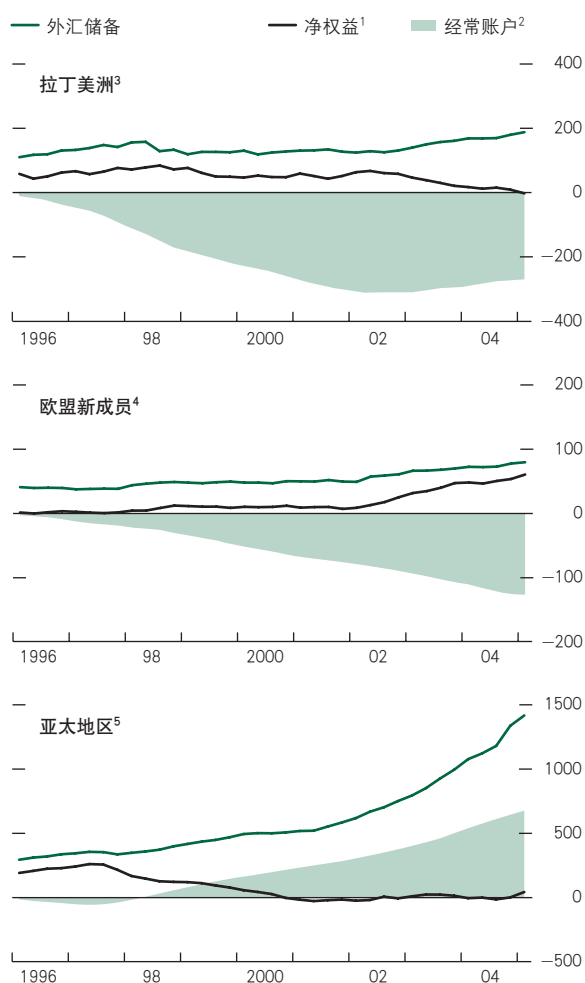
然而，一些国家的监管机构要求再保险公司针对某些承保风险提供资本备付增加了在这些

36. 例如，2002年9月2—4日，在加拿大多伦多市举办的金融稳定论坛上，就提出了这种关注。参看 http://www.fsforum.org/press/press_releases_47.html。

37. 30国集团(2006年, 第31—39页)和瑞士再保(2003年)。

图3.10. 外国银行相对新兴市场的净权益及对外头寸

(10亿美元)

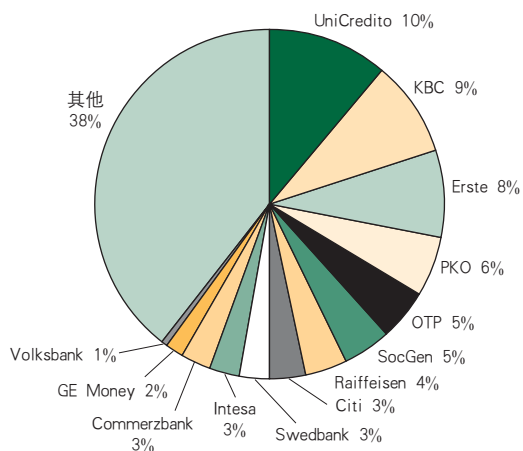


资料来源：国际清算银行。数据和分析最初见诸于McGuire和Tarashev (2005年b)。更新数据由国际清算银行工作人员提供。

1. 国际清算银行报告行净权益总量。
2. 1995年第4季度以来的累计经常账户余额。
3. 阿根廷、巴西、哥伦比亚、墨西哥和委内瑞拉。
4. 捷克共和国、匈牙利和波兰。
5. 中国（为年度报告；转换为季报频率假定资金的流动每年都是平均分布的）、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚（始于1997年第一季度）、菲律宾、中国台湾和泰国。

图3.11. 中、东欧国家银行的资产结构，按主要银行集团区分，2005年年底

(占中、东欧银行业资产的百分比)

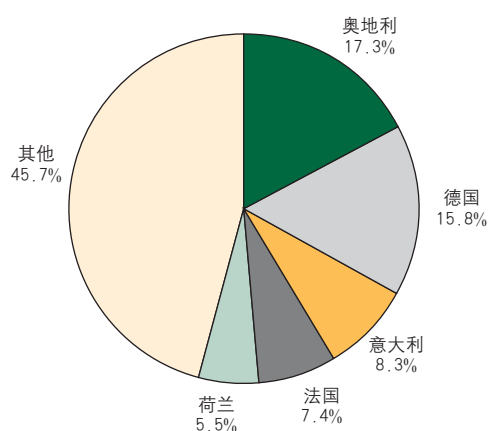


资料来源：RZB 集团（2006年）。

说明：市场包括阿尔巴尼亚、白俄罗斯、波斯尼亚和黑塞哥维纳、保加尼亚、克罗地亚、捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、科索沃、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、塞尔维亚（这里给出的数据为塞尔维亚和黑山的数据）、斯洛文尼亚及乌克兰。

图3.12. 中、东欧国家外国权益结构，按主要债权国区分，2006年3月底

(占外国银行对中、东欧国家总权益的百分比)



资料来源：国际清算银行。

注：基于国际清算银行报告行合并的外国权益。

国家中的再保险成本。由于这种要求使得全球多元化的好处无法惠及这样的保险市场。要求针对特定的区域风险进行资本备付限制了承保商通过持有非关联风险来降低其总体经济资本要求的做法，从而提高了全球保险成本，而非仅仅是在这些要求提供备付的国家。

政策影响

以上讨论凸显了这样的事实，即金融机构国际化程度不断提高似乎总体上是有益处的，尤其是与单个机构的利润和稳定性的提高是密切相关的。但是，在发生严重冲击的情况下，金融体系也更容易受到跨境、跨市场及跨行业传导的影响。这是由于对共同冲击的暴露³⁸或是由于所有权、交易或其他形式的联系带来的潜在的溢出效应。综合考察各家之说可以看出，尽管上述观点的证据不是结论性的，但是，它们有一定的启示。

进而言之，此观点并不只是涉及一些主要大型综合性金融机构的全球层面问题，它对于地区或国家层面以及那些从事国际经营的、规模较小的银行也具有潜在的意义。例如，在出现严重冲击时，流向新兴市场的银行业务（在某些情况下这种流动占更为广泛的资本流动很大的比重）可能会受到相当明显的抑制。怎样才能控制潜在风险的同时，将机构全球化的好处最大化呢？

政策制定者面临着两个关键的挑战。其一是确保对国际化的金融机构进行不间断的监督，在第一时间里防范危机的出现。其二是实施跨境危机管理，并做出各种解决方案的安排，充分应对严峻的冲击，从而将溢出效应降低到最小程度。这两个方面都要求以多边方式来解决多边机构问题。³⁹此问题的症结在于，一方面，这些机构的业务范围不匹配，另一方面，法律、监管规定及监管机构之间存在不匹配。

在本国和东道国当局的利益严重不对称的情况下，如在一些新兴市场和其他东道国遇到情况

38. 例如，随着各个地区业务日趋同步（国际货币基金组织，2007年）。

39. 从国际上看，证券监管机构已达成一个多边谅解备忘录，指导跨境合作，而且保险监管机构也宣称将效法此道。

一样，这种不匹配带来的问题尤其明显。例如，在信贷增长迅速，外国银行有大量业务的国家，东道国当局可能会关注国内资产价格的繁荣 / 破灭周期，或是关注更为普遍的需求和对外平衡压力，在此情况下，宏观经济政策工具可能被认为是十分有限的。当局也许不清楚外国银行对于竞争往往十分激烈的当地市场上的相关风险是如何进行管理的。在此情况下，承受大多数金融不稳定风险的当局可能并不是那些最有能力处理这些风险的当局。

图 3.13 基于国际清算银行关于跨境银行权益的数据，对所选择国家的不对称程度提供了部分说明。⁴⁰ 例如，外国银行对克罗地亚权益中的 78% 来自于两个国家（奥地利和意大利），这个数字代表了克罗地亚 100% 有统计的私人部门信贷（其中部分为直接跨境权益）。另一方面，克罗地亚在这些国家对中、东欧地区总权益中所占的比重很小（占奥地利的 14%，意大利的 27%）。类似的，在拉丁美洲，外国银行对智利权益中的 54%（相当于智利私人部门信贷的 72%）来自于西班牙，而智利仅占西班牙对该地区总权益的 15%（见图 3.13 的中间部分）。这种不对称在其他一些国家似乎更为突出。

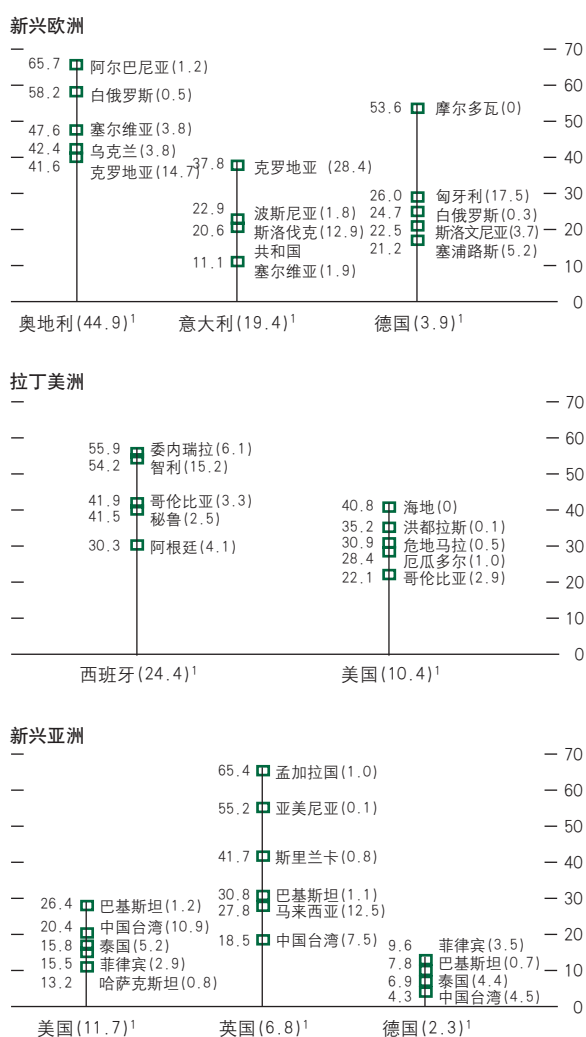
跨境监管协调

在日常水平上，东道国的监管需确保对从其当地情况看具有系统重要性的外国银行的分支机构实施连续有效的监管。⁴¹ 然而，当该外国分支机构在其整个银行集团中或对其本国的监管当局不具有重要地位的情况下，本国或原籍国监管机构采取的任何具体措施（或是不采取任何措施）都会对东道国的金融体系产生很大的影响。

40. 图 3.2 中显示的数据包括直接跨境权益和外国银行的当地权益。图 3.13 集中反映了国际清算银行数据显示出存在最严重不对称的那些国家情况。其中几个国家，像巴西和墨西哥，外国银行的业务都十分重要，但并未在图中显示，因为国际清算银行数据显示的不对称并不严重（事实上，对于墨西哥，图中显示的定义所讲的不对称与其他东道国的情况正好相反）。

41. 关于欧元区某些涉及监管协调和监管结构的问题，参看 Belaisch 等人的文章（2001 年）。

图 3.13. 外国银行暴露在本国—东道国的不对称，2006年3月
(跨境权益百分比)



资料来源：国际清算银行。

注：每条纵线都代表一个特定的原籍国；选择东道国对此原籍国的暴露（占东道国对外总暴露的百分比）被放在此纵线的左边。原籍国对东道国的暴露（占原籍国对一个地区对外暴露的百分比）放在括号里。

1. 原籍国银行对此地区的对外权益（占原籍国对外暴露的百分比）。

原则上,对于那些在东道国具有系统重要性的外国银行而言,确保其作为一家当地公司而非一家分公司有助于解决这些关注。⁴² 在所有其他条件都相同的情况下,这就使得东道国当局对当地的经营具有更大的监控权,包括在其关联机构或更大的银行集团出现问题时,对其资产实行隔离,甚至可以实施特定的报告和与资本有关的审慎要求。

然而,尽管子公司仍然是比分公司更为常见的进入形式,但实际中,这是一个相当复杂的问题。⁴³ 归根到底,即使是子公司也不一定就能确保得到相关的信息,或是能够在出现危机的情况下做出及时和有效的反应。但是,这种结构对于母公司而言成本会更高,并使其资本结构更为复杂,同时,也不能完全避免在出现亏损或经营战略出现变化时的资本抽逃。

尤其是,随着集团其他部分的主要治理安排和关键管理制度和职能(包括风险管理)越来越集中化,这种子公司实际上可能会更像分行。⁴⁴ 这会给东道国的监管以及在出现危机时进行有效的干预带来进一步的挑战。监管机构都在不同程度上试图应对可能由集中化带来的挑战,与此同时,它们也认识到,过于严格的限制会抵消全球化带来的一些商业好处。⁴⁵

在任何情况下,不论外国银行的分支机构是分行还是子公司,其行为在很大程度上都将取决于其母公司的风险胃口和财务实力,分支机构的领导权和其本国的监管机构都是境外的。因此,在可行的情况下,财务上的监督需辅之以强有力

42. 例如,在新西兰,所有的大银行均为澳大利亚人所有,当局要求所有具有系统重要性的银行须在当地注册成立,以提高其危机管理能力。

43. 按欧盟的许可规定,一家在欧盟任何一个地方得到许可的银行可以在任何其他欧盟国家开设分支机构,不需要得到进一步的授权。

44. 集团职能的集中化对于具有系统重要性的业务风险管理也会产生影响(见专栏3.3)。

45. 在新西兰,外国银行都很大,而且在许多业务职能方面与澳大利亚母公司有着广泛的外包安排,当局已出台一项政策,旨在确保那些对其核心管理系统进行外包的大银行不至于在其中的某个服务提供商出现问题或无法正常运作时,牺牲其提供核心流动性和支付服务的能力。

的监管协调,包括地区层面上的监管协调。⁴⁶ 从国际上看,监管机关一直在强化原籍国/东道国之间的协调安排,但是,主要金融中心之间以及欧盟之间在这方面做得较好,这反映了全球化程度最高的大型综合性金融机构的重要性。

十分重要的是,这方面的协调工作能继续进行下去,而且加快与新兴市场东道国的协调也是十分重要的,从目前情况看,这方面的工作进展普遍较慢。具体说来,理想的情形是,东道国的监管机关能确保与具有系统重要性的外国银行的原籍国当局合作和交流信息,同时,保持与这些外国集团在其境内也很活跃的其他东道国的合作和交流。

然而,必须认识到,这种协调实际当中能走多远会遇到一些法律、成本及其他障碍。例如,相矛盾的保密要求和信息自由要求可能会限制私下信息的分享。实际中,原籍国和东道国监管机构可以根据不同的情况,选择进行不同程度的联手和合作。这些合作可以是对双方感兴趣的问题开展专题讨论(如通过联手开展一些项目),也可以是共同执行某些任务和委托某些工作事项。监管机关在此方面能走多远将取决于其各自的法定权力和宗旨、相对专业水准和资源、风险偏好以及跨境分支机构对东道国和该集团清偿能力的系统重要性(Wright, 2006年)。

对外国成分很高的金融体系的监管还需要密切注意实际或潜在的宏观经济和金融互动。这包括更多地注意信贷增加的融资问题以及这种增长与宏观经济发展和风险有何种联系。监管还应更多地注意各种潜在的风险集中以及跨境外溢和机构间的协调。这方面的问题之一是地区性外溢风险的潜在可能性。图3.13中的数据显示,尽管对个别东道国的权益可能相当小,但是,对某个地区所有国家的权益也许就很大了。

最后,除了进一步的实际跨境合作安排之外,国际监管和其他标准和良好惯例(尤其是那些与跨境监管直接有关的标准和惯例)的进一步演化和实践对于支撑有效的政策协调和合作都起着十

46. 而且还包括离岸金融中心。

专栏 3.3. 操作风险和经营的连续性

为了削减成本，全球化大型综合性金融机构在不断地将其业务职能集中化，如贸易结算或流动性管理，将某些职能转移到一个金融中心。如果某个这样的机构是某个主要清算或结算系统的主要成员，这种中央化的职能一旦中断，就会产生系统性的后果，而且还会在国际间造成外溢。通常，随着金融服务业全球化程度不断提高，一个地区的操作风险会扩散到整个公司。

正因如此，全球化公司都越来越重视制订周密的横跨其整个全球网络的连续经营计划。

这种计划往往都会有一些地理上不同的

注：本专栏的主要作者是 Charles R. Blitzer 和 David Hoelscher。

备用场地，往往都是在中央总部出台，然后再由地区和当地办公室根据其自身的情况加以调整。一个典型的例子是在过去的 18 个月中为预防禽流感大流行制订的连续经营计划。全球化的金融公司都已准备将其许多业务（包括后台职能和某些交易职能）临时从高风险地区搬至其他地点，同时，维持对其客户需求做出反应的能力。员工上班时间可能需做出调整，业务上的需要也许可以通过在家工作安排或是通过安排工作人员在与流行病隔离的安全场所工作加以解决。许多公司还在更新其技术能力，并且鉴于流行病的危险性改善其卫生设施。这些措施加强了全球性公司在发生意外扰乱之下仍然可以继续开展业务的能力。

分关键的作用。此过程促进了不同国家对共同原则和目标的重视，包括鼓励实施风险监管框架，即使各国的执行方式不同。这有助于建立一种改善多边合作所需的相互信任关系。《巴塞尔新资本协议》和最近修订的《巴塞尔有效银行监管核心原则》就是一个十分重要的例子。政策应继续关注的另一个重要领域是对在多个国家和多种货币环境下从事经营的大型综合性金融机构对潜在流动性压力的处理（Gieve, 2006 年 a）。应十分强调确保主要机构自身的审慎流动性安排，包括适当和积极的应力试验和应急计划。与此密切相关的是确保有效和灵活的中央银行贷款和基础设施，这些贷款和基础设施有助于避免系统层面的流动性压力。

此外，由于最大和最为核心的机构通常也在很大程度上参与证券市场业务或保险业务（或两者兼而有之），这方面的工作会超越狭义的银行业范畴。例如，在保险部门，要制订一个共同的以风险为基础的清偿力标准，还有很长的路要走，在欧盟和清偿力新框架之外制订这种标准更是如

此。⁴⁷ 在公认的国际会计标准的运用方面不断取得进展是另一个很好的例子。

危机管理和解决方案

近些年来，全球金融机构都很好地度过了一系列负面事件。但是，迄今为止，金融体系和政策制定者有幸尚未经受过涉及跨境大型综合性金融机构大面积瘫痪，或是几家国际性机构同时瘫痪，而且这种瘫痪可能会更广地波及其他大型机构和经济体这样的全面危机的考验。⁴⁸ 尽管这种事件也许不太可能发生，但是，做出有效的协调安排对付可能出现的事件是很有必要的，如果不做出这种安排，这种事件一旦发生，其代价将是十分巨大的。此外，新兴市场和其他东道国可能会面临十分类似的问题，即使它们所关注的问题

47. 例如，2005 年欧盟再保法加强了对欧盟公司的原籍国监管。

48. 例如，基于以往经验对银行危机管理的讨论（例如，Hoelscher 和 Quintyn, 2003 年）很少触及如何处理潜在的跨境危机。

专栏 3.4. 带跨境因素的银行破产实例

赫尔斯塔银行 (Herstatt Bank)。在发现这家银行资不抵债后 (主要是因为其在外汇市场出现了巨大亏损), 德国 (原西德) 当局于 1974 年关闭了这家银行。当局在欧洲市场闭市后宣布了这项措施, 但是, 纽约市场仍然开市。外汇交易的涉欧部分已清算, 但关闭消息一抵达纽约, 所有涉及这家银行的交易都被中止。由于纽约中止了所有交易, 在欧洲已经被借记的交易对手没有在纽约收到相应的美元。正如 Latter (1999 年) 所指出的, 此事件促使央行更多地关注支付程序的清算风险, 尤其是跨境外汇交易中的清算风险。

国际信贷和商业银行 (Bank of Credit and Commerce International, BCCI)。1991 年关闭的 BCCI 银行是单个银行中最大的破产案。在其破产的时候, 这家银行在 70 多个国家有经营。它在贷款和外汇交易方面出现了巨额亏损, 破产时对债权人欠债额超过 180 亿美元。BCCI 由多层面的企业构成, 这些企业通过一些复杂的控股公司、联营公司、子公司及其他关系联系在一起。BCCI 案凸显了跨境破产带来的挑战。例如, 不同的冲减处理给 BCCI 的清算造成了困难, 卢森堡这方面的法律不同于英国的法律, 从而导致了债权人处理方面的差异 (Campbell, 2002 年)。然而, 所幸的是, BCCI 破产对其他银行的传导性影响十分有限 (Kanas, 2004 年)。

巴林银行 (Barings)。这家机构有 233 年的历史, 1995 年 2 月, 这家银行的交易亏损高达 13 亿美元。事件缘于一位在新加坡工作的交易员, 该交易员最后承认了两项欺诈罪名, 并被判了 6 年监禁。其亏损超过了该银行的全部资本和准备金。巴林银行被强制宣布破

产, 后被荷兰银行用 1 英镑买下, 该家银行同意承担破产银行大量的债务。从分析角度看, 重要的一点是, 尽管巴林银行是总部位于伦敦的商人银行, 其问题缘于其在新加坡的经营。

里捷卡银行 (Riječka Banka)。该案显示, 外国所有权尽管往往起到了积极的作用, 但当其某个当地子行压力不断增加的时候, 它并不是一剂灵丹妙药。里捷卡银行是克罗地亚第三大银行, 它在 1998–2002 年间外汇交易亏损高达 9700 万美元 (约为该银行资本的 3/4)。根据克罗地亚国民银行的分析, 亏损的出现主要是由于该家银行的主要股东德国 Bayerische Landesbank 银行没有实施有效的控制机制 (克罗地亚国民银行, 2003 年)。出现亏损后, Bayerische Landesbank 银行并没有注资, 相反, 它以 1 美元的价格将其所持有的该银行 59% 的股份转给了克罗地亚政府。里捷卡银行最终被奥地利的 Erste 银行重新私有化了。

阿根廷和乌拉圭危机。几起“一般”单个国家银行危机也在一定程度上涉及跨境问题。例如, 2000 年年初的阿根廷宏观经济危机带来了许多银行破产; 然而, 只有一家国际性银行受到了损失, 原因是该家银行的一个子公司由于事关提供流动性的争议而破产。2002 年, 邻国乌拉圭出现了严重的银行危机。由于阿根廷危机引起的非居民存款提款 (占存款总额的一半以上) 引发了对乌拉圭银行存款的普遍挤兑。流动性压力和贬值后不良贷款的大幅增加以及公司治理方面的问题致使当局对银行体系进行了重组, 包括提高了流动性和资本充足率, 改善了系统应对冲击的能力 (国际货币基金组织, 2006 年 b)。

注: 本专栏的主要作者是 Martin Čihák。

不一定涉及最大的大型综合性金融机构。过去，已经出现过几起明显的带跨境因素的银行破产事件，这些事件给政策制定者提供了十分有益的教训（见专栏 3.4）。

对于跨境背景下的事件采取果断的措施具有很大的挑战性，这有多方面的原因，包括难以从不同的当局得到陷入危机之中的机构和市场稳健性完整的信息；大型企业的结构十分复杂；要对横跨多个法律管辖区从事复杂交易的企业进行破产从技术上讲是十分困难的。问题还涉及跨境集团内流动性和资本转移的难易程度。更困难的是，私人部门的解决方案在跨境背景下不易实施，仅仅是交易对手的数量和多样化就使得他们难以坐到同一张桌子边上，而且进行“挽救”性的合并还需克服竞争法障碍（如在欧盟背景下）。大型综合性金融机构的复杂性和规模可能会使原本愿意参与私人挽救性操作的企业望而却步。

近年来，许多国家的当局都试图改善国内危机管理体制和支付系统，并且签署了国际性的对有跨境机构银行的金融危机进行管理的谅解备忘录。然而，即使有了这样一个谅解备忘录，在有关当局意见出现很大分歧，甚至出现利益冲突的情况下，这种协调将是十分困难的，与此同时，跨境协调还会遇到技术上的困难，受到多方面的制约。

从技术上看，在极端和瞬息万变的情况下，不同的法律和管理结构可能会成为十分严重的障碍。这些障碍可能包括法律对合作和信息交流的限制；无法实际执行的谅解备忘录；在对来自不同国家的债权人和不同类别的投资人的清偿进行协调时出现的各种困难；不同破产制度的实施，不同破产制度下的债权人优先权可能存在差异（例如，即使是在欧盟国家中，有些制度更偏向于债权人，有些制度则偏向债务人），此外，有的国家可能采用“全球原则”，有的国家则采用“地

域原则”；⁴⁹ 另外，不同的国家对资产的处理以及冲减和抵扣的方法也是不同的。

即使法规方面的差异可以克服（这是十分不确定的因素），由于一系列其他因素，不同国家当局之间的协调还会出现困难，这些因素包括上面提到的利益不对称；对银行危机实行国家干预的原则、涉及的道德危害以及早期干预的必要性问题所持不同的态度；一些较小的原籍国无法向大型跨境企业提供支持（“太大而无法挽救”问题）；存款保护制度的资金来源和范围以及支付时间方面的差异；以及挽救形式或解决方案所采用方法的差异。这些差异可能还存在于一个国家的政府、央行及银行监管机构之间。

如果各国当局先期介入挽救计划，提供流动性、担保或资本来支持某个跨境机构或对其重新资本化，还会出现这样的问题，即如何分配各有关当局所承担的亏损（潜在的或实际亏损）。⁵⁰ 这些协调工作方面的挑战致使一些评论家们拥护在有关当局之间提前谈判一个负担的分担公式。⁵¹

然而，这种协议的广泛实施存在许许多多的障碍。最为重要的可能是，许多国家对于将这种援救程序正式化带来的道德影响尚有不同看法。对这种援救做出不明确的安排也有其好处，即存款人、债权人及跨境银行集团的持股人并不清楚在出现危机的情况下，多大程度上可以得到这种

49. 在全球化破产制度下，破产跨境机构的资产和负债都被转移到原籍国，并按该国的法律框架对该机构进行清算。在地域制度下，该机构的外国分公司或子公司将被隔离开来，并按其所在地逐一加以清算。例如，在 BCCI 一案中，其美国分行则按美国属地原则做了处理，而在其他东道国的经营则在卢森堡按欧盟的全球化原则做了处理。

50. 欧洲对此问题的处理十分谨慎，原因在于，在欧盟国家中，具有系统重要性银行的外国所有权在不断增加，而且由于欧洲央行和欧元区成员国央行责任划分问题带来了一系列复杂问题。

51. 在欧盟，已出台两项建议，涉及如何分配这种挽救操作的成本（Goodhart 和 Schoemaker, 2006 年）。其一是，欧洲央行负责这种援救操作，其资本由成员国政府按其相对人口和 GDP 来分担；或是按某一经同意的公式来加以分配，分配比例可以根据接受影响的国家在某家银行中的资产比重来定，然后按此比例将成本分摊给原籍国和东道国政府。

援救，因而可以鼓励他们对本行的风险行为进行监督。

这些挑战以及大型综合性金融机构的危机可能会不胫而走的可能性的存在，⁵² 都凸显了当局需尽可能采取措施，建立强有力的系统，做出必要的安排，以防范这种危机的发生，至少是对其加以管理，将危机的风险减少到最低程度。在此方面达成多边谅解比负担共担机制更为可行，尽管这样做也具有很大的挑战性。关键的问题包括确保支付体系足以经受跨境银行破产，各有关国家当局之间建立起相互信任关系，方便敏感信息的迅速流动，以及对现有的危机管理制度加以清楚的界定，并进行很好的预演（Gieve, 2006年b）。最终要解决的是，具有系统重要性的跨境银行的国家需要对外国银行清偿力出现问题的情况做好准备，同时，鉴于破产所产生的外部负面影响，还需要与外国当局就可能的挽救操作进行协调（Freixas, 2003年）。

为此，一些国家当局一直在进行金融危机模拟演习，有的国家只是在国内进行，有的则是与其他国家当局联手进行（尤其是欧洲）。这种演习需经常与其他国家当局进行互动，同时也需要在那些对具有系统重要性的跨境机构进行合作监管的国家中进行。尽管准备这种演习代价很高，也费时，但是这种演习需有一定的规模，这样才能使当局及其最高领导人对大面积影响金融体系的金融危机有所准备，同时，这种演习还应是经常性的，以使每一茬管理人员都熟悉其职责，并对其与国内和国际同行的关系进行适当的检验。⁵³

来自欧洲“战争游戏”的经验显示一些需要做出进一步努力的优先领域。这些领域包括：澄清法律上取得抵押和其他资产的渠道；进一步建

52. 大型综合性金融机构对批发流动性越来越程度的依赖以及其交易头寸按市价计值的做法意味着，一家银行的流动性和/或清偿能力可能会在几小时内出现问题。

53. 这方面有待回答的一个问题是，私人部门管理者对演习的介入。在目前开展过的“战争游戏”中，私人部门参与者一直被排除在与金融危机有关的演习之外（往往只是参与经营连续性演习），这样做的主要考虑是将道德危害降低到最小程度。让私人部门参与在跨国市场上经营的大型综合性金融机构的模拟演习好处也许是很大的，但同时，需要通过对方案的认真设计来减少对道德危害的关注。

立和健全监管机关、央行及财政部等部门间的国内危机管理安排；以及继续开展跨境危机管理演习，进一步加强相互间关系、联系以及更为重要的是针对所涉及的问题形成共同的认识，尽管不一定需就如何解决危机达成协议。急需继续开展和深化这项工作并将其扩大到在此方面已十分活跃的那些国家之外。许多国家在建立和健全国内制度方面尚需有较大的步子。

进一步统一已有的危机前管理措施和工具并增加互信将有助于避免破产的发生和控制破产成本，同时建立起这样的信任，即某个原籍国监管机构对某个濒临破产的机构进行干预不至于损害外国债权人的利益。目前，国际上在这方面取得进展还十分有限，原籍国和东道国之间的理解和信任需要通过更透明的、以规则为基础的干预和危机防范框架来加以提高，同时，还需制订一个总的对风险更为敏感的监管框架。这种干预框架需对所采取的纠正措施的性质、干预时机以及触发事件等加以界定（欧洲影子金融监管委员会，2006年）。

总而言之，多边合作和协调机制的改善成本很高，同时也存在其他一些障碍，但是，实际中，在金融机构全球化的背景下，监管当局和政策制定者在推进危机防范和管理方面仍然有很大的空间。从国际上看，政策制定者近年来在应对这方面的挑战上做了大量工作，各国之间的监管安排也更为透明，相互间的理解也得到了进一步的加深。这方面的工作在一些关键领域中尚在继续进行；十分重要的是，这项工作会持续不断地进行下去，而且更多的国家应加入进来。这方面的工作十分复杂，富有挑战性，但是，随着机构国际化步子的加快，这方面工作的步子也必须加快。

参考文献

- Bank for International Settlements (BIS), 2006, "The Banking System in Emerging Economies: How Much Progress Has Been Made?" BIS Paper No. 28 (Basel, Switzerland, August).
- Bank for International Settlements (BIS) Committee on the Global Financial System (CGFS), 2004, "Foreign Direct Investment in the Financial Sector of Emerging Market

- Economies,” CGFS Publication No. 22 (Basel, Switzerland).
- , 2005, “Foreign Direct Investment in the Financial Sector—Experiences in Asia, Central and Eastern Europe, and Latin America,” CGFS Publication No. 25 (Basel, Switzerland).
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and R. Levine, 2006, “Bank Concentration, Competition, and Crises: First Results,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30 (May), pp. 1581-603.
- Belaisch, Agnes, Laura Kodres, Joaquim Levy, and Angel Ubide, 2001, “Euro-Area Banking at the Crossroads,” IMF Working Paper No. 01/28 (Washington: International Monetary Fund).
- Berg-Yuen, Pia E.K., and Elena A. Medova, 2005, “Economic Capital Gauged,” *Journal of Banking and Regulation*, Vol. 6, No. 4, pp. 353-78.
- Berger, Allen N., Robert DeYoung, Hesna Genay, and Gregory F. Udell, 2000, “Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance,” in *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, Vol. 3, ed. by Robert E. Litan and Anthony Santomero (Washington: Brookings Institution Press), pp. 23-120.
- Berger, Allen N., Qinglei Dai, Steven Ongena, and David C. Smith, 2003, “To What Extent Will the Banking Industry Be Globalized? A Study of Bank Nationality and Reach in 20 European Nations,” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27 (March), pp. 383-415.
- Bø, Lars Jacob, Måns Hulterström, and Terje Pilskog, 2003, “Assessing Insurance Deals,” *The McKinsey Quarterly*, No. 2, pp. 18-19.
- Buch, Claudia, and Gayle DeLong, 2004, “Cross-Border Bank Mergers: What Lures the Rare Animal?” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28 (September), pp. 2077-102.
- Campbell, Andrew, 2002, “Issues in Cross-Border Bank Insolvency: The European Community Directive on the Reorganization and Winding-Up of Credit Institutions” (unpublished; Washington: International Monetary Fund). Available via the Internet: <https://www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/campb.pdf>.
- Cerutti, Eugenio, Giovanni Dell’Ariccia, and Maria Soledad Martinez Peria, 2005, “How Banks Go Abroad: Branches or Subsidiaries?” Policy Research Working Paper No. 3753 (Washington: World Bank).
- Chan-Lau, Jorge A., Srobona Mitra, and Li Lian Ong, forthcoming, “Contagion Risk in the International Banking System and Implications for London as a Global Financial Center” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Čihák, Martin, 2007, “Systemic Loss: A Measure of Financial Stability,” *Finance a uver/Czech Journal of Economics and Finance*, Vol. 57, No. 1-2.
- , forthcoming, “Cross-Border Diversification of Large Banks and Financial Stability,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, 2006, “Competitive Implications of Cross-Border Banking,” Policy Research Working Paper No. 3854 (Washington: World Bank).
- , Asli Demirgüç-Kunt, and Harry Huizinga, 2001, “How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets?” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25 (May), pp. 891-911.
- Claessens, Stijn, and Neeltje Van Horen, 2007, “Location Decisions of Foreign Banks and Competitive Advantage,” Policy Research Working Paper No. 4113 (Washington: World Bank).
- Croatian National Bank, 2003, “Report on Riječka Banka Completed,” press release, January 15.
- Crosbie, Peter, and Jeffrey R. Bohn, 2003, “Modeling Default Risk” (San Francisco: Moody’s KMV).
- Dages, B. Gerard, Linda Goldberg, and Daniel Kinney, 2000, “Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons from Mexico and Argentina,” *Economic Policy Review*, Vol. 6 (September), pp. 17-36.
- De Haas, R.T.A., and I.P.P van Lelyveld, 2002, “Foreign Bank Penetration and Private Sector Credit in Central and Eastern Europe,” DNB Staff Report No. 91/2002 (Amsterdam: De Nederlandsche Bank).
- De la Martinière, Gérard, 2003, “The Complexity of Managing a Global Company: Regional Exposure vs. Global Exposure,” *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, Vol. 28 (January), pp. 87-93.
- De Nicoló, Gianni, and Alexander F. Tieman, 2006, “Economic Integration and Financial Stability: A European Perspective,” IMF Working Paper No. 06/296 (Washington: International Monetary Fund).
- Dermine, Jean, 2006, “European Banking Integration: Don’t Put the Cart Before the Horse,” *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 15 (May), pp. 57-106.
- Detragiache, Enrica, Thierry Tresselt, and Poonam Gupta, 2006, “Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence,” IMF Working Paper No. 06/18 (Washington: International Monetary Fund).
- Domanski, Dietrich, 2005, “Foreign Banks in Emerging Market Economies: Changing Players, Changing Issues,” *BIS Quarterly Review* (December).
- Dos Santos, Marcelo Braga, Vihang Errunza, and Darius Miller, 2003, “Does Corporate International Diversification Destroy Value? Evidence from Cross-Border Mergers and Acquisitions” (unpublished). Available via the Internet: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=502322.
- European Central Bank (ECB), 2005, “Banking Structures in the New EU Member States” (Frankfurt, January).
- European Shadow Financial Regulatory Committee, 2006, “Basel II and the Scope for Prompt Corrective Action in Europe,” Statement No. 25 (London, November).
- Everts, Hugo, and Hartwig Liersch, 2006, “Diversification and Aggregation of Risks in Financial Conglomerates,” in *Eco-*

- nomical Capital Modeling: Concepts, Measurement and Implementation*, ed. by Iman van Lelyveld (London: Risk Books).
- Focarelli, Dario, and Alberto Franco Pozzolo, 2005, "Where Do Banks Expand Abroad? An Empirical Analysis," *Journal of Business*, Vol. 78 (November), pp. 2435-464.
- Freixas, Xavier, 2003, "Crisis Management in Europe," in *Financial Supervision in Europe*, ed. by J. Kremers, D. Schoenmaker, and P. Wierst (Cheltenham, United Kingdom: Edward Elgar), pp. 102-28.
- García-Herrero, Alicia, and Maria Soledad Martínez Peria, 2005, "The Mix of International Banks' Foreign Claims: Determinants and Implications," Policy Research Working Paper No. 3755 (Washington: World Bank).
- García-Herrero, Alicia, and Francisco Vázquez, forthcoming, "International Diversification Gains and Home Bias in Banking," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Gieve, Sir John, 2006a, "Financial System Risks in the United Kingdom—Issues and Challenges," *Bank of England Quarterly Bulletin* (Third Quarter), pp. 337-41.
- , 2006b, "Practical Issues in Preparing for Cross-border Financial Crises," *Bank of England Quarterly Bulletin* (Fourth Quarter), pp. 452-55.
- Goodhart, Charles A.E., and Dirk Schoenmaker, 2006, "Burden Sharing in a Banking Crisis in Europe," Financial Markets Group Special Paper No. 164 (London: London School of Economics).
- Group of Thirty, 2006, "Reinsurance and International Financial Markets," Study Group Report (Washington).
- Hoelscher, David, Marc Quintyn, and others, 2003, "Managing Systemic Banking Crises," IMF Occasional Paper No. 224 (Washington: International Monetary Fund).
- International Association of Insurance Supervisors (IAIS), 2006, *Global Reinsurance Market Report 2006* (Basel, Switzerland, November).
- International Monetary Fund, 2006a, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, September).
- , 2006b, *Uruguay: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the Following Topics: Banking Supervision and Payment Systems*, IMF Country Report No. 06/439 (Washington).
- , 2007, *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April).
- Kanas, Angelos, 2004, "Contagion in Banking Due to BCCI's Failure: Evidence from National Equity Indices," *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 9 (July), pp. 245-55.
- Laderman, Elizabeth S., 2000, "The Potential Diversification and Failure Reduction Benefit of Bank Expansion into Non-banking Activities," Working Paper No. 2000-01 (San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco).
- Laeven, Luc, and Ross Levine, 2005, "Is There a Diversification Discount in Financial Conglomerates?" CEPR Discussion Paper No. 5121 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Latter, Tony, 1999, "Silver Anniversary" (Hong Kong: Hong Kong Monetary Authority). Available via the Internet: <http://www.info.gov.hk/hkma/eng/viewpt/991111e.htm>.
- Ma, Yu-Luen, and Nat Pope, 2003, "Determinants of International Insurers' Participation in Foreign Non-Life Markets," *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 70 (June), pp. 235-48.
- Manna, Michele, 2004, "Developing Statistical Indicators of the Integration of the Euro Area Banking System," ECB Working Paper No. 300 (Frankfurt: European Central Bank).
- Martínez Peria, Maria Soledad, Andrew Powell, and Ivanna Vladkova-Hollar, 2005, "Banking on Foreigners: The Behavior of International Bank Claims on Latin America, 1985-2000," *IMF Staff Papers*, Vol. 52 (December), pp. 430-61.
- McGuire, Patrick, and Nikola Tarashev, 2005a, "The International Banking Market," *BIS Quarterly Review* (June), pp. 15-30.
- , 2005b, "The International Banking Market," *BIS Quarterly Review* (September), pp. 15-30.
- Moreno, Ramon, and Augustin Villar, 2005, "The Increased Role of Foreign Bank Entry in Emerging Markets" in "Globalisation and Monetary Policy in Emerging Markets," BIS Paper No. 23 (Basel, Switzerland: Bank for International Settlements, May), pp. 9-16.
- Moshirian, Fariborz, 2006, "Aspects of International Financial Services," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30 (April), pp. 1057-64.
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), 2005, *Insurance Statistics Yearbook 1994-2003* (Paris).
- Papaioannou, Elias, 2005, "What Drives International Bank Flows? Politics, Institutions, and Other Determinants," ECB Working Paper No. 437 (Frankfurt: European Central Bank).
- Peek J., and E.S. Rosengren, 1997, "The International Transmission of Financial Shocks: The Case of Japan," *American Economic Review*, Vol. 87, No. 4, pp. 495-505.
- , 2000, "Implications of the Globalization of the Banking Sector: The Latin American Experience," *New England Economic Review* (September/October), pp. 45-62.
- RZB Group, 2006, "CEE Banking Sector Report" (Vienna, September). Available via the Internet: http://www.rzb.at/eBusiness/rzb_template1/0,6589,1026359884948-1026067948581_19286413656686496-1028410307311-NA-NA-NA,00.html.
- Schaeck, Klaus, Martin Čihák, and Simon Wolfe, 2006, "Are More Competitive Banking Systems More Stable?" IMF Working Paper No. 06/143 (Washington: International Monetary Fund).
- Schmid, Markus M., and Ingo Walter, 2006, "Do Financial

- Conglomerates Create or Destroy Economic Value?" Working Paper No. 06-028 (New York: Stern Business School, New York University).
- Schoenmaker, Dirk, and Christiaan van Laecke, 2006, "Current State of Cross-Border Banking," Financial Markets Group Special Paper No. 168 (London: London School of Economics).
- Sullivan, Daniel, 1994, "Measuring the Degree of Internationalization of a Firm," *Journal of International Business Studies*, Vol. 25, No. 2, pp. 325-42.
- Swiss Re, 2001, "World Insurance in 2000: Another Boom Year for Life Insurance; Return to Normal Growth for Non-Life Insurance," *Sigma*, Number 6.
- , 2003, "Reinsurance—A Systemic Risk?" *Sigma*, Number 5.
- , 2006a, "Getting Together: Globals Take the Lead in Life Insurance M&A," *Sigma*, Number 1.
- , 2006b, "Solvency II: An Integrated Risk Approach for European Insurers," *Sigma*, Number 4.
- , 2006c, "World Insurance in 2005: Moderate Premium Growth, Attractive Profitability," *Sigma*, Number 5.
- Tieman, Alexander, and Martin Čihák, forthcoming, "European Internationally Active Large Banking Groups," in *Integrating Europe's Financial Markets*, ed. by Jörg Decressin, Hamid Faruquee, and Wim Fonteyne (Washington: International Monetary Fund).
- Van Horen, Neeltje, and Stijn Claessens, forthcoming, "Foreign Banking in Developing Countries: Origin Matters," *Emerging Markets Review*.
- Wagner, Wolf, 2006, "Diversification at Financial Institutions and Systemic Crises," CentER Discussion Paper No. 71 (Tilburg, Netherlands: Center for Economic Research, Tilburg University).
- Wernerfelt, Birger, and Cynthia A. Montgomery, 1988, "Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance," *American Economic Review*, Vol. 78 (March), pp. 246-50.
- World Bank, 2006, *Global Development Finance 2006: The Development Potential of Surging Capital Flows* (Washington: World Bank).
- Wright, Paul, 2006, "Nonbank Supervision," paper presented at the Ninth Annual International Banking Conference, "International Financial Instability: Cross-Border Banking & National Regulation," Federal Reserve Bank of Chicago, October 5-6.

词汇表

| | |
|---------------|--|
| 资产支持证券 (ABS) | 用贷款、租约、应收款或个人财产或不动产的分期付款合同作担保物的证券。由抵押贷款作为担保物的证券通常称为抵押贷款支持证券 (MBSs)，但原则上说，MBSs是一种资产支持证券。 |
| 资产分配 | 根据个人或机构的具体目标和风险偏好，在不同种类的资产，如股票、债券、不动产和现金之间分配投资，以期实现最优的风险/回报组合的过程。 |
| 资产/负债管理(ALM) | 管理资产以确保负债在任何时候都得到适当资产的充分保障。 |
| 管理的资产(AUM) | 由投资公司代为投资者管理的资产。 |
| 资产负债表不匹配 | 资产负债表是一种财务报表，反映一家公司在某个日期的资产、负债和股东权益状况。资产负债表不匹配通常是指负债期限与资产不同（通常比较短），和/或负债是以外币计值，而资产不是以外币计值。 |
| 银行稳健性 | 某银行或某国家银行体系的财务健康程度。 |
| 布雷迪债券 | 由新兴市场国家在重组违约的商业银行贷款过程中发行的债券。这些债券以美国前财长尼古拉·布雷迪 (Nicholas Brady) 的名字命名，1990年3月第一次发行。 |
| 买入 (卖出) 期权 | 一种金融合同，赋予买方在某一指定日期或某一指定日期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)。 |
| 现金证券化 | 通过为此目的而设立的特殊中介机构，从置于投资者合法控制的、事先存在的资产和应收款项中创设证券。这不同于“合成的”证券化，在后者中，新的证券从衍生工具中创设出来。 |
| 巨灾债券 | 巨灾债券是一种与保险挂钩的债券，为了获得利息升水，投资者承担发生事先规定的巨大灾害的风险。 |
| 担保债务证券 (CDOs) | 用某个证券、贷款或信用违约掉期组合作为担保的结构性的债务证券。组合中的资产所产生的利息被分为不同的档，每个档具有不同的偿还办法和利息收入。如果出现不付款或违约情况，组合中无论任何地方出现的损失首先由风险较高的“股本”档吸收，但是有一个限度。在股本档用尽后，多余的本金损失由下一个担保最少的档吸收，以此类推。如果各档获得信用违约掉期支 |

| | |
|-------------|--|
| | 持，则称为“合成”担保债务证券。 |
| 公司治理 | 根据公司章程、规章、正式的政策和法治原则管理公司所有利益相关方（股东、董事和管理层）之间的关系。 |
| 信用违约掉期（CDS） | 是一种由违约引起的衍生工具。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，金额为合同信用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。 |
| 信用风险 | 因发行和对手方违约而造成固定收入投资和衍生工具合约损失的可能性和因信用质量恶化而造成市值损失的可能性。 |
| 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，某一期限的美国国债收益率与A级公司债券收益率之差），有时简称“利差”。 |
| 确定给付的计划 | 一种养老金计划，福利与工资历史和工作年限等因素有关。主办公司负责投资风险和投资组合管理。 |
| 确定缴款的计划 | 一种养老金计划，福利由该计划投资的回报决定。受益人承担投资风险。 |
| 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。 |
| 违约距离 | 一公司的资产价值与违约临界点之间的标准差数，后者是公司负债价值的函数。违约概率越低，违约距离越远，当公司资产的市场价值低于违约临界点时，就会发生违约。 |
| 美元化 | 系指在国内广泛利用他国货币（通常是美元）来履行标准的货币职能（记账单位、交换手段和价值贮藏）。 |
| EBITDA | 扣除利息、税项、折旧和摊销的收益。 |
| EMBI | JPMorgan的新兴市场债券指数的缩写，该指数跟踪在新兴市场上交易的外债工具的总回报。 |
| 新兴市场（EMs） | 发展中国家尚未全面发展，但却基本向外国投资者开放的金融市场。 |
| 极值理论（EVT） | 该理论着重分析极端事件间的联动（超量间的联动），在本报告中，系指银行稳健性测算指标的极端负值实现（左尾）间的联动。 |
| 外国银行联营机构 | 是指其总部设在国外的外国银行的分行、子公司或合资机构。 |

词汇表

| | |
|-----------------------------|--|
| 外国银行的债权 | 是指外国银行资产负债表上的金融资产，包括其在国内银行的存款和其他余额、贷款、对国内非银行的预付款和持有的国内债务证券。 |
| 外国直接投资 | 在国外（即在母国以外）获得实物资产（例如，工厂和设备）或控制性股份（通常超过股权的10%）。 |
| 前瞻市盈率 | 前瞻市盈率是指股票价格相对于未来预期盈利的倍数。计算方法是用当前股票价格（针对拆股进行调整后）除以未来某一时期（一般是今后12个月）每股盈利的估计数。 |
| 设有基金的养老金计划 | 积累了专门的资产以支付养老金福利的养老金计划。 |
| 对冲基金 | 投资基金，一般采用私人合伙的方式；出于税收目的，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）来增加收益和减少风险。 |
| 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。 |
| 赫芬达尔指数 | 是一种衡量集中程度的指数，通常以一公司占某行业市场份额的平方和表示。在本报告中，用于测量银行跨国多元化的程度。计算为一家银行的资产或收入在所讨论国家中所占份额的平方和；该指数越低，表明银行的跨国多元化程度越高。 |
| 房屋权益贷款/房屋权益信贷额度 (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重债权，即从属于第一抵押贷款（如果有的话）的债权。 |
| 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。隐含波动上升表明市场愿意支付更高的价格，以防止更大幅度波动的风险。因此，隐含波动有时用于测算风险偏好（较高的风险偏好与低隐含波动相关）。最广泛采用的测算隐含波动的方法是VIX，一种衡量美国股票标准普尔500指数隐含波动的指数。 |
| 利率掉期 | 一种协议，协议双方定期交换就某预定金额本金（称为名义本金金额）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。 |
| 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。 |
| 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。 |
| 投资级债券 | 投资级债券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。 |
| 大型综合性金融机构(LCFI) | 在多种部门，并经常在国际范围内从事活动的主要金融机构。 |
| 杠杆率 | 债务与股权的比率。杠杆率可通过借款（资产负债表表内杠杆率，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的比率非常高或以远高于LIBOR的水平（例如超过150个基点）交易。 |
| 按市价计值 | 参考最近正常数量买卖金融工具的价格，对头寸或投资组合定值。按市价计值的价值可能等于当前市场价值（与历史核算或账面价值相对），也可能等于预期未来现金流量的现值。 |
| 夹层资本 | 可以是一种无担保的、高收益的次级债务，或是一种优先股，代表对一公司资产的债权，其地位优先于公司的股东。 |
| 抵押支持证券(MBS) | 一种由抵押贷款支持的证券。可以是居民房屋抵押贷款支持（RMBS）或商业房地产抵押贷款支持（CMBS）。 |
| 共同基金 | 投资公司从持份额人那里筹资，然后根据一套申明的目标将其投资于一组资产。开放式基金随时直接向持份额人出售或赎回份额，封闭式基金通常出售定量份额，并在交易所中交易。 |
| 不良贷款 | 违约或接近违约的贷款（一般是指拖欠90天或更长时间未偿还的贷款）。 |
| 职业养老金计划 | 由主办公司为其雇员的福利而设立和管理的养老金计划。 |
| 离岸工具 | 在境外发行的证券。 |
| 两两相关 | 衡量两个变量（例如资产或回报率）相关程度的统计指标。 |
| 私人股本 | 指没有在股票交易所挂牌公司的股票。 |
| 私募股权投资基金 | 由私人股权合伙公司投资的资本组合。投资可以包括杠杆收购、夹层资本和风险资本。除保荐私人股本公司之外，其他合格投资人可以包括养老基金、金融机构和一些富有的人。 |
| 私人养老金计划 | 由私人实体管理养老金缴款和福利支付的计划。 |
| 卖出（买入）期权 | 一种金融合同，赋予买方在某一指定日期或该日期之前按规定的价格出售（购 |

| | |
|--------------------|---|
| | 买)某一金融工具的权利(但不是义务)。 |
| 股本收益率 (ROE) | 以股本资本的百分比表示的年收益率。 |
| 再保险 | 由一保险公司向另一保险公司购买的保险,目的是减少在原保险合同下承担的风险。 |
| 风险回避 | 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,它衡量投资者回避不确定的结果或后果的程度。 |
| 风险升水 | 投资者因接受某一资产的相关风险而要求获得的该资产的预计额外回报。 |
| 2002年通过的萨宾斯-奥克斯利法案 | 美国国会通过的一项法案,本法案为美国上市公司执董会、管理层和会计事务所制定出新的或强化的标准。该法案涉及的问题包括审计独立性、公司治理、加强的财务披露,其目的是保护投资者不受公司财务造假事件的伤害。 |
| 二级市场 | 证券在最初于一级市场上发售/销售后进行交易的市场。 |
| 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”证券化系指从衍生工具组合中创设证券。 |
| 利差 | 参见“信用利差”(有时略去“信用”一词)。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。 |
| 次投资级债券 | 信用评级低于投资级以下的债务,有时被称为“高收益”或“垃圾”债券。 |
| 次级抵押贷款 | 向信用历史不佳或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。 |
| 银团贷款 | 多家银行联合向一名借款人发放大额贷款。通常由牵头银行提供一小部分贷款,将剩余部分分给(分贷)其他银行。 |
| 尾端事件 | 发生大规模或极端的证券价格变动,按照发生的概率,这些事件处于可能出现的各种价格变动的、分布范围的尾端区域之内。 |
| 托宾q理论 | 一公司资产的市场价值与其重置成本之比。 |
| 受托人 | 有义务接收、管理和拨付一项计划的资产的私人实体(个人或组织)。 |
| 风险价值 (VaR) | 在特定时间内和特定概率水平上,从统计学角度上看不大可能超过的损失估计值。 |
| 带有利润的保单 | 保险公司保证在未来特定时间支付商定的金额,并可能通过支付红利增加这一得到保证的金额。实际上,投保人分享寿险公司的利润。 |
| 收益曲线 | 一种图表,描绘具有相同或相似的信用风险,但到期日不同的债务证券在某 |

| | |
|-----|---|
| | 一特定时点的到期收益率。 |
| z得分 | 一种采用会计数据测算银行稳健性的方法。在第三章中， z 得分定义为 $z = (k + \mu) / \sigma$ ，其中 k 代表股本资本占资产的百分比， μ 代表收益占资产的百分比， σ 是资产收益的标准差，用以表示收益波动率。 z 得分越高，公司资不抵债的可能性越小。 |

以下是主席在2007年3月19日执董会关于《全球金融稳定报告》讨论结束时所作的发言。

执董们赞赏《全球金融稳定报告》对金融危机进行的平衡和深入的分析和讨论。他们同意，尽管某些领域的下行风险有所增加，但良好的经济前景继续支持着全球金融稳定。

对全球金融稳定风险的评估

执董们认为，市场上的若干动态应引起更多的注意，因为自发表2006年9月期《全球金融稳定报告》以来，主要的金融风险 and 条件已发生变化。尽管在所发现的短期风险中，单个风险本身不能对金融稳定构成威胁，但一个领域中的有害事件会导致对其他领域的风险进行重新评估，从而有可能对经济产生更广泛的影响。最近的市场动荡证实了这一评估意见，有助于提醒市场参与者们，这样的重新评估可能会来得非常迅速。

执董们同意工作人员们在全球金融稳定分布图中描绘的全面评估结果，即宏观经济风险和新兴市场面临的风险自2006年9月以来略有缓和，但市场风险和信用风险已经上升，尽管上升的起点较低。发生这种情况的背景是货币和财政状况相对而言良好，投资者的风险偏好继续增加。执董们赞赏全球金融稳定分布图，认为这是一个有用的工具，直观地显示了近期主要风险发生的变化。他们认为，工作人员们如果进一步完善分布图所依据的分析结果，并将其纳入《全球金融稳定报告》，应有助于加强金融稳定的评估框架。

执董们就全球金融体系面临的近期风险进行了广泛讨论。一些执董认为，考虑到强劲的住户收入增长和低失业率所提供的基本支持，并考虑到次级抵押贷款市场的规模比较小，而且问题贷款集中于就业情况疲软的几个州，美国次级抵押

贷款市场的信用质量恶化对更多的市场产生溢出效应的风险相对而言很小。然而，多数执董对于今后的情况表示了不同程度的谨慎态度或关切。由于更广泛的证券化，公共部门和私人国际投资者现在更加广泛地持有抵押贷款证券。执董们指出，风险已经分散得更广，从而加强了金融市场的承受能力。与此同时，在与抵押贷款挂钩的衍生金融工具市场中，确定最终风险持有者的过程变得更加复杂，很多执董呼吁更加集中注意高风险头寸突然平仓可能对其他资产类别或美国消费者信心产生的溢出效应。

执董们指出，由于更广泛地运用杠杆收购和大量资本流入非上市股权，导致公司部门的风险上升，但他们同意，这尚不足以引起不安。与此同时，需要继续警惕地进行监督，并仔细检查信贷纪律和放贷标准。若干执董指出公司杠杆状况可能受到的长期影响，在这方面，新购入的公司杠杆比率很高，如果当前良好的财政状况发生变化，这些公司可能遇到困难。此外，杠杆贷款市场中的事态发展显示，信贷纪律有些松弛，从而可能损害全面的公司信用质量。一个关键的问题是，如果信用风险转让市场中的投资者对情况变化做出反应，这些可能的反应是否会导致更广泛的有关金融稳定的不安因素。一个很有价值的、供进一步研究的领域是非上市股权活动产生的中期影响，包括监管成本可能在多大程度上鼓励了从上市公司到非上市公司的转变。

执董们指出，全球失衡状况无序调整的风险虽然有所缓和，但仍然令人关切，因此需要对其实行适当的政策。资本的大量流入仍然有必要，以便为美国的经常账户逆差融资。执董们强调，固定收入资金的流入已经占据更为主导地位，

并对各国与美国之间的利差更为敏感。很多执董表示，更大的敏感性有可能使得对流入资本的吸引力更易于受到投资者心理变化的影响，因此提出，有必要继续注意汇率预期的变化在对美国固定收入证券的需求方面所起的作用。

执董们普遍同意，新兴市场中的风险和脆弱性已经广泛降低，这归功于改善的经济基本面、健全的宏观经济政策和审慎的债务管理。这种情况与投资者寻求收益的倾向结合在一起，导致资本大量流入一些国家，从而对决策者们构成挑战。执董们评论说，有助于保持信心的投资环境、对资本的高效率利用和本地金融市场的发展势必有助于新兴市场利用外国资本带来的效益。与此同时，执董们促请工作人员们继续努力，确定措施和战略，用以帮助缓解迅速的资本流入或这种流入可能发生的逆转所带来的有害影响。

当前很低的金融市场波动和有史以来最小的风险利差鼓励了风险承担行为，执董们讨论了结构因素和周期因素在导致这种情况方面所起的相对作用。执董们有些担心的是，投资者们可能没有充分重视下行风险，特别是促成低波动环境的周期因素，包括充裕的全球流动性、仍然很低的公司杠杆比率和高风险偏好。同时有人提出，市场参与者们普遍了解风险前景，而最近发生的动荡证明，价格的迅速变化可以很容易地被吸纳。在这方面，尽管套利交易是当前的利率形式和外汇市场的低度波动带来的自然结果，但某些执董表示担心，投资者们如果由于基本的波动性增加，试图突然消除套利交易头寸，可能致使币值大幅度变化。执董们指出，对冲基金在提高市场效率和增进市场稳定方面发挥了建设性作用，但警告说，这些基金的规模和复杂的风险结构有可能增加冲击的传导或扩大冲击的影响。他们强调，必须增加透明度，以有助于投资者和交易对手监督对冲基金的活动，从而支持金融稳定。某些执董强调，间接监督对冲基金活动的办法很可能仍然是最有效和最实际的办法。执董们注意到当前在国家与国际范围内进行的努力和分析，包括在金融稳定论坛进行的这些工作，一些执董还认为，基金组织在为对冲基金的监管或监督工作制定建

设性的解决办法方面发挥了积极作用。

国际投资者基础的变化及其对金融稳定的影响

执董们指出，资产、来源国和投资者类型日益多样化，促成了金融体系的全球化，这个体系使得资本可以自由地流动，应能更为有效地分散风险，提高资本市场效率，并支持金融稳定。他们强调了市场参与者为其头寸承担风险的重要性，并强调，决策者们应该促使金融市场更为强健，为此进行结构改革和奉行强有力的宏观经济政策。执董们还强调，必须设计机制，消除全球金融流动信息方面存在的重大欠缺。

执董们认为，投资者在全球范围内更为多样化，有着更长期投资规划的机构投资者也比以前增加，这势必有助于金融稳定。然而，若干执董表示担心，在某些国家，增加的需求已超过了可以提供的国内金融资产，导致资产价格迅速上升，信贷迅速增长和货币升值。

执董们指出，国内金融市场的发展和运作的改善会帮助减少外国投资者撤出资金的可能性。执董们承认，可能对于某些新兴市场经济体具有特别意义的办法是，促使资本外流，以便国内投资者们能够更好地管理风险，并帮助减缓强劲的资本流入。与此同时，执董们强调，必须逐渐和仔细地为金融市场自由化措施排序。有几个执董评论说，放开资本外流账户的主要理由应该是经济效率，而不是应急因素，例如需要减少资本迅速流入给资产价格和货币带来的压力。

金融机构的全球化：对金融稳定的影响

执董们注意到，金融机构全球化的趋势正在加速，这在银行当中最为明显，但也出现在资产管理、保险和再保险行业。执董们认为，全球化进程总的来说增进了金融稳定，但某些执董警告说，不能掉以轻心地认为，整个全球金融体系对于极端事件的承受力已经增加。在这方面，某些执董指出，国家内部和国家之间的国际联系的增

加会使得危机更为广泛，处理起来更为复杂。

执董赞赏《全球金融稳定报告》对金融部门的监督作出的贡献，包括鼓励国家法律、监管和监督系统进行调整，以适应更为全球化的金融环境。在这方面，执董们赞成改善多边合作机制，特别是以此来加强当前的监督协调，包括为此更

好地适用公认的国际标准，并在管理和解决风险的安排方面进行更多的工作。总的来说，执董们认为，即使是采取相对而言不大，但是实际的步骤，以便在国内政策和程序方面取得进展，同时加强跨界合作与协调，都将增加全球化的益处，同时缓解金融稳定面临的某些风险。

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情况的数据。它旨在提供有关金融市场发展主要方面的额外数据,以补充正文中的分析。这些数据来自国际货币基金组织以外的一些来源,包括银行、商业数据提供者和官方来源。这些数据仅供参考,国际货币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个总体了解。除非另有说明,本统计附录反映的是2007年2月6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的市场发展情况的信息,其中包括:关于全球资本流动的数据;关于外汇、债券、股票和衍生工具市场的数据;美国、日本和欧洲的部门资产负债表数据。
- 图15和图16及表10至表21提供关于新兴市场金融发展情况的信息,其中包括关于股票、外汇和债券市场的数据以及关于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性。

图表目录

主要金融中心

图

| | |
|---------------------------|-----|
| 1. 2006年主要的资本净输出国和资本净输入国 | 115 |
| 2. 汇率:部分主要工业国家 | 116 |
| 3. 美国:公司债券和国债的收益率 | 117 |
| 4. 若干利差 | 118 |
| 5. 非金融公司信用利差 | 119 |
| 6. 股票市场:价格指数 | 120 |
| 7. 股票市场的隐含波动和历史波动 | 121 |
| 8. 部分国家政府债券收益率和债券回报率的历史波动 | 122 |
| 9. 12个月前瞻市盈率 | 123 |
| 10. 流入设在美国的股票基金的资金 | 123 |
| 11. 美国:公司债券市场 | 124 |
| 12. 欧洲:公司债券市场 | 125 |
| 13. 美国:商业票据市场 | 126 |
| 14. 美国:资产支持证券 | 127 |

表

| | |
|--|-----|
| 1.全球资本流动：流入和流出 | 128 |
| 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 | 130 |
| 3.2005年资本市场规模的部分指标 | 131 |
| 4.全球场外交易衍生工具市场：未清偿合约的名义数额和总市场价值 | 132 |
| 5.全球场外交易衍生工具市场：未清偿合约的名义数额和总市场价值（按对手方、剩余期限和货币分类） | 133 |
| 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 | 134 |
| 7.美国：部门资产负债表 | 136 |
| 8.日本：部门资产负债表 | 137 |
| 9.欧洲：部门资产负债表 | 138 |

新兴市场

图

| | |
|-------------------|-----|
| 15.新兴市场的波动指标 | 139 |
| 16.新兴市场债务的交叉相关性指标 | 140 |

表

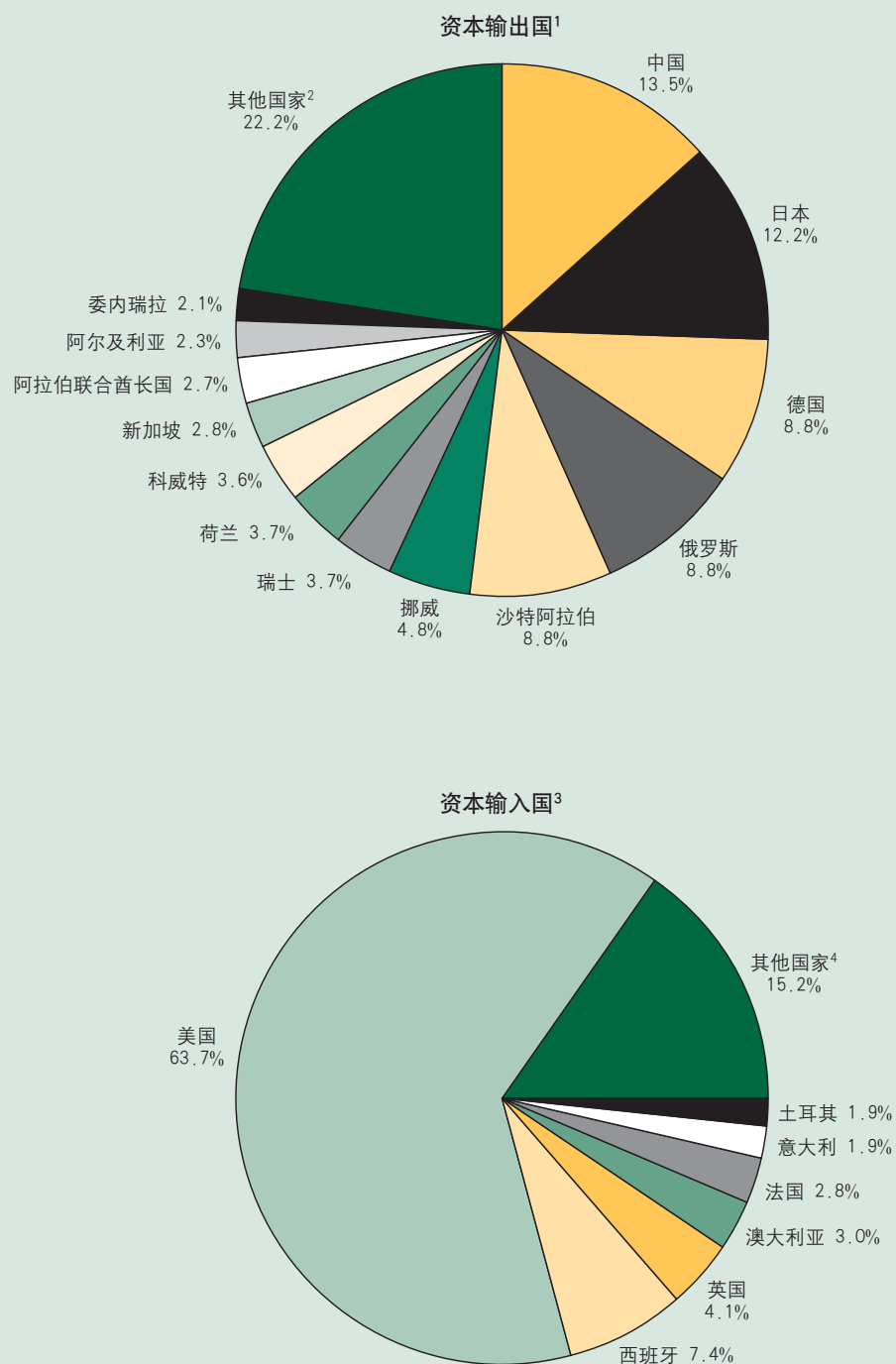
| | |
|--------------------------|-----|
| 10.股票市场指数 | 141 |
| 11.汇率 | 144 |
| 12.新兴市场债券指数：EMBI全球全部回报指数 | 146 |
| 13.新兴市场债券指数：EMBI全球收益率差幅 | 148 |
| 14.新兴市场对外融资：债券、股权和贷款总额 | 150 |
| 15.新兴市场对外融资：债券发行情况 | 152 |
| 16.新兴市场对外融资：股票发行情况 | 153 |
| 17.新兴市场对外融资：银团贷款 | 154 |
| 18.股票定值指标：股息-收益比率 | 156 |
| 19.股票定值指标：价格与账面价值的比率 | 157 |
| 20.股票定值指标：市盈率 | 158 |
| 21.新兴市场国家：共同基金流量 | 159 |

金融稳健指标

表

| | |
|---------------------|-----|
| 22.银行监管资本与风险加权资产的比率 | 160 |
| 23.银行资本与资产的比率 | 162 |
| 24.银行不良贷款与全部贷款的比率 | 164 |
| 25.银行准备金计提与不良贷款的比率 | 166 |
| 26.银行资产回报率 | 168 |
| 27.银行股权回报率 | 170 |

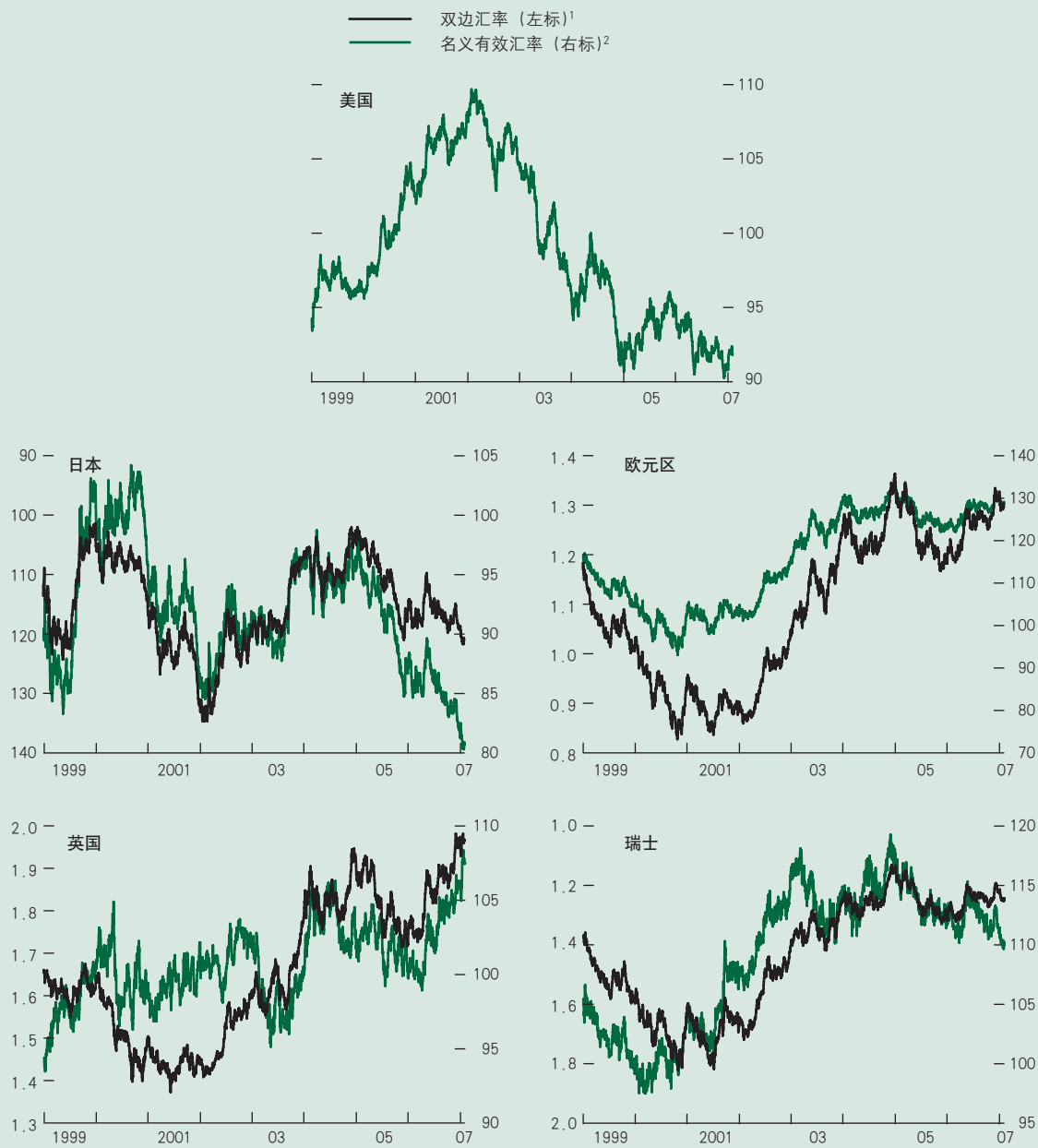
图1. 2006年主要的资本净输出国和资本净输入国



资料来源：2007年3月21日国际货币基金组织《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2.1%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1.9%的所有国家。

图2. 汇率：部分主要工业国家



资料来源：Bloomberg L.P.和国际货币基金组织全球数据系统。

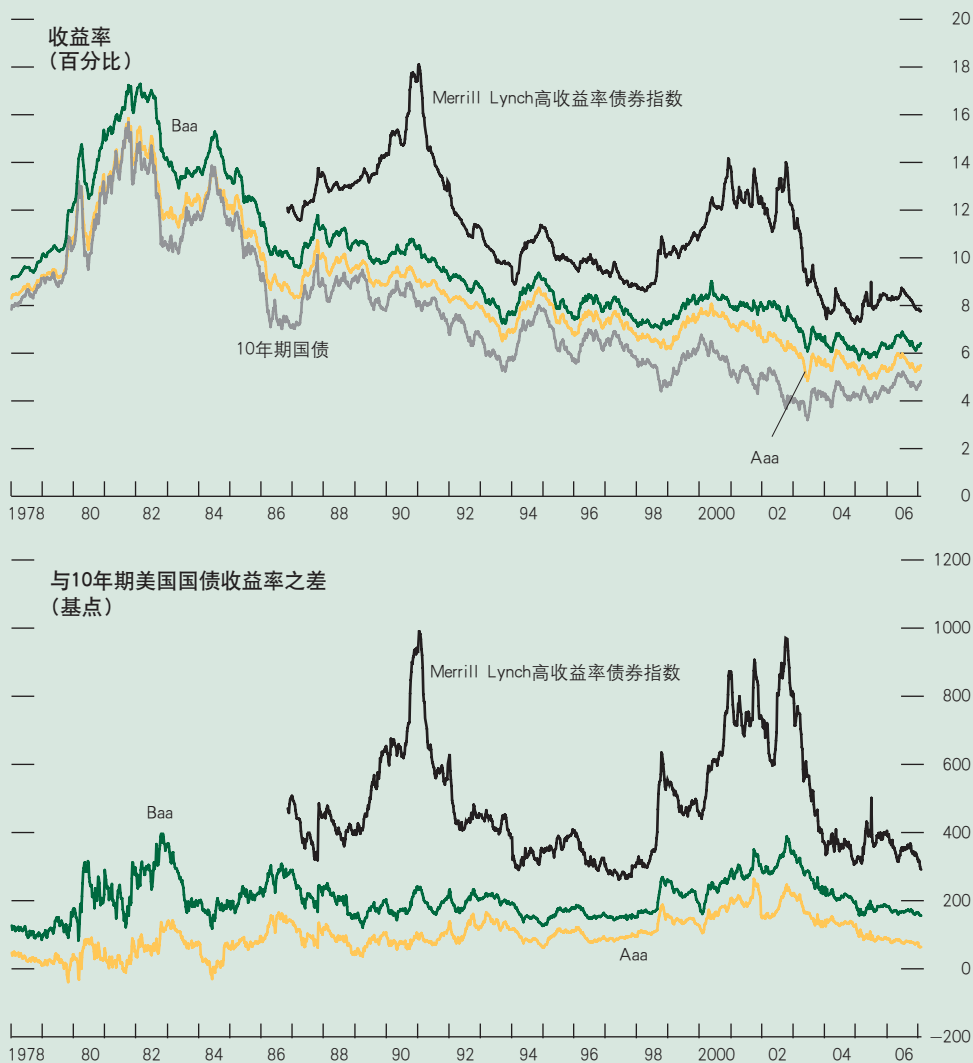
注：在每一个分图中，有效和双边汇率的向上移动意味着本地货币的升值。

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。

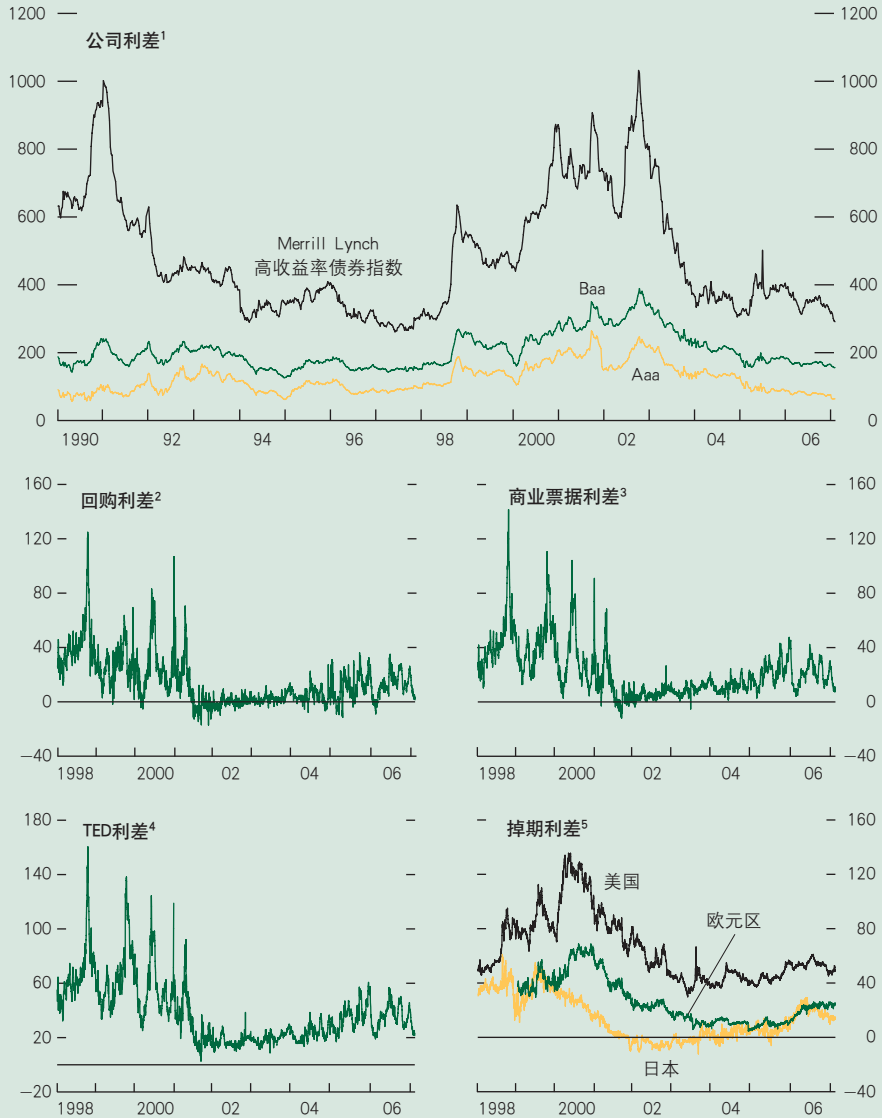
图3.美国：公司债券和国债的收益率

(每周数据)



资料来源：Bloomberg L.P.和Merrill Lynch的数据。

图4. 若干利差
(基点)

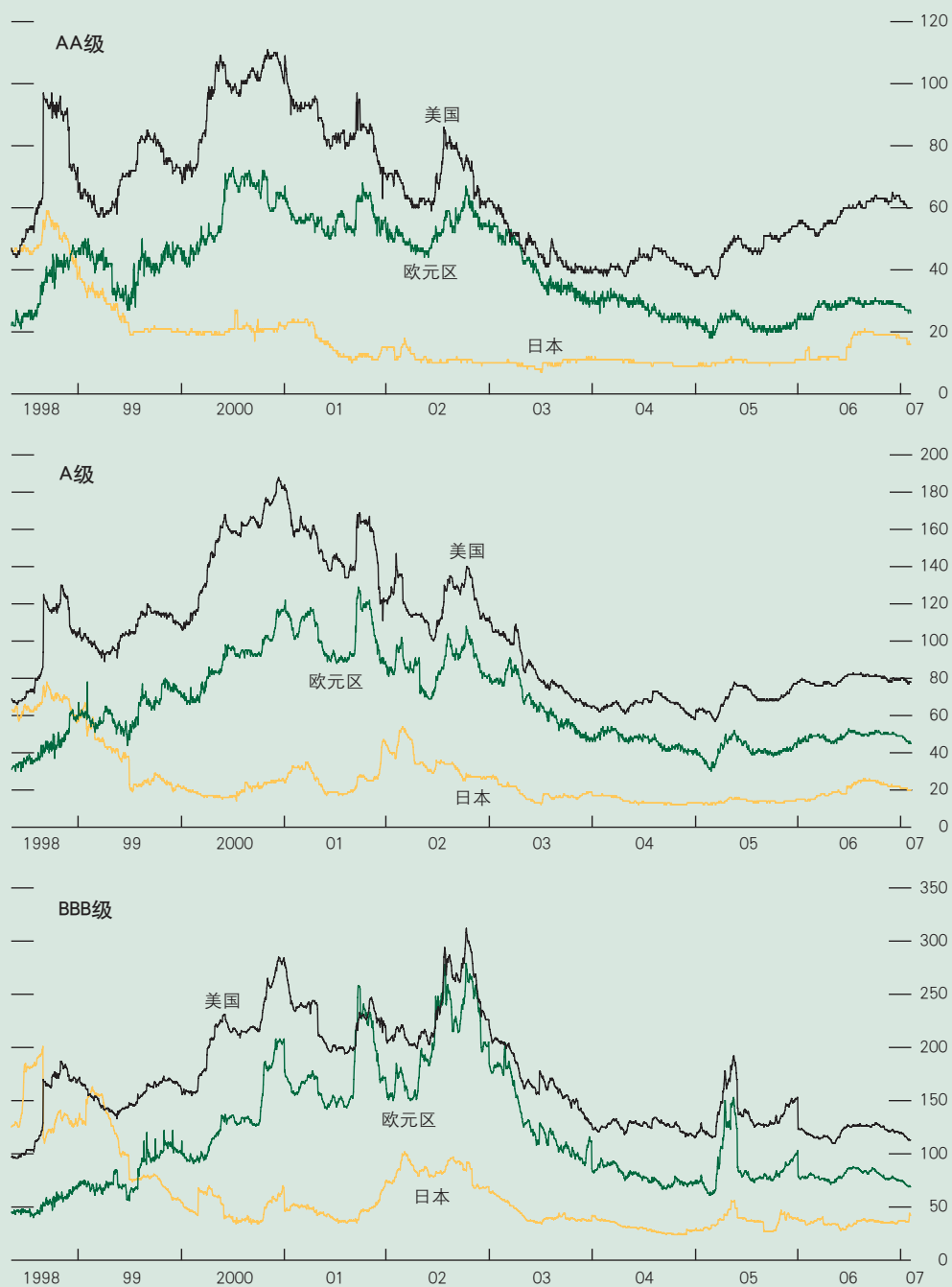


资料来源：Bloomberg L.P.和Merrill Lynch的数据。

1. 高出10年期美国国债的利差，每周数据。
2. 为期3个月的美国国债回购与3月期美国国库券收益率之间的利差。
3. 为期90天的投资级商业票据与3月期美国国库券收益率之间的利差。
4. 3月期美元伦敦同业市场拆放利率与3月期美国国库券收益率之间的利差。
5. 高出10年期政府债券的利差。

图5. 非金融公司信用利差

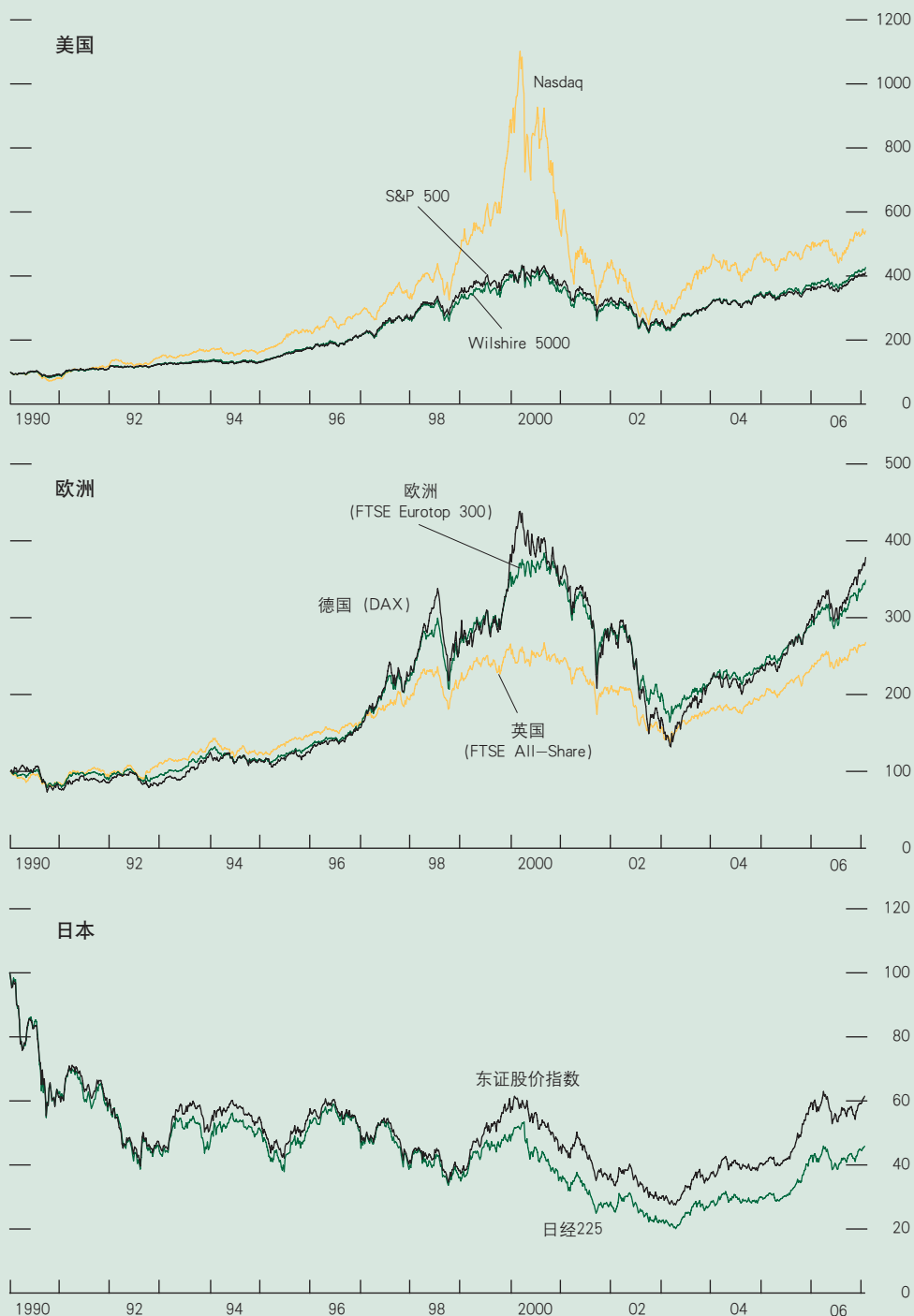
(基点)



资料来源：Merrill Lynch的数据。

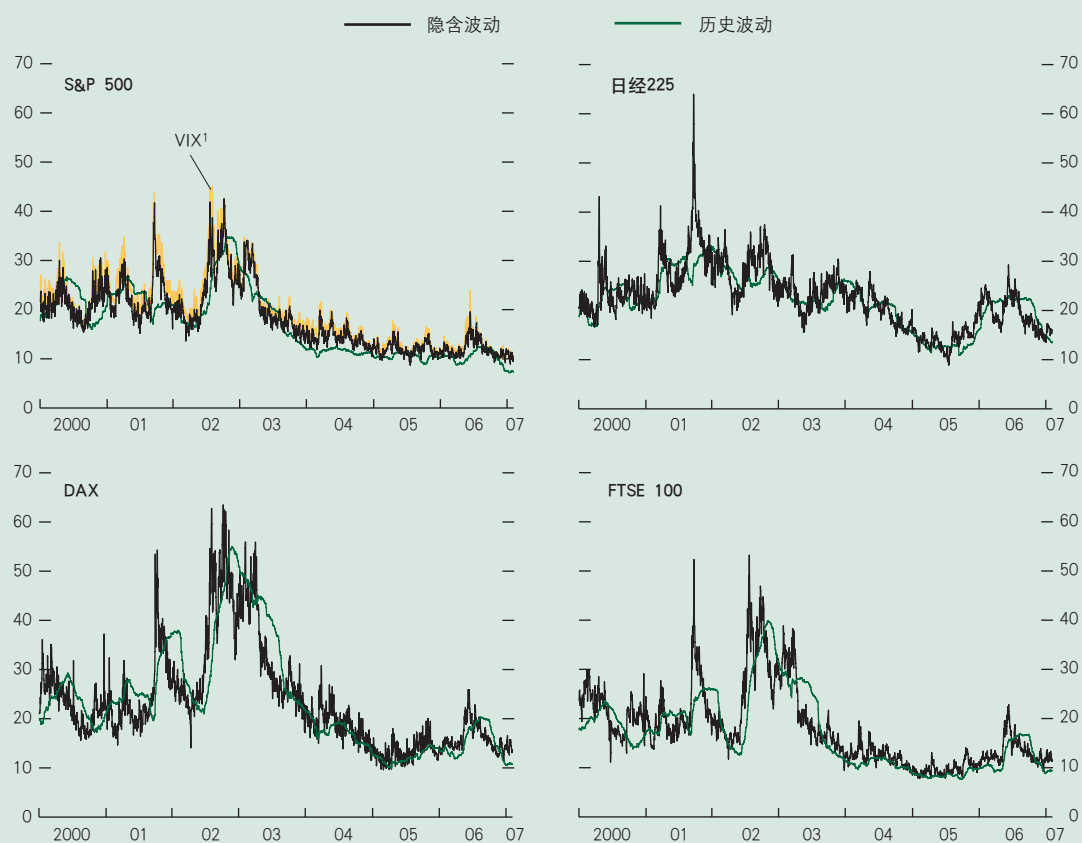
图6. 股票市场：价格指数

(1990年1月1日=100, 每周数据)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据。

图7. 股票市场的隐含波动和历史波动

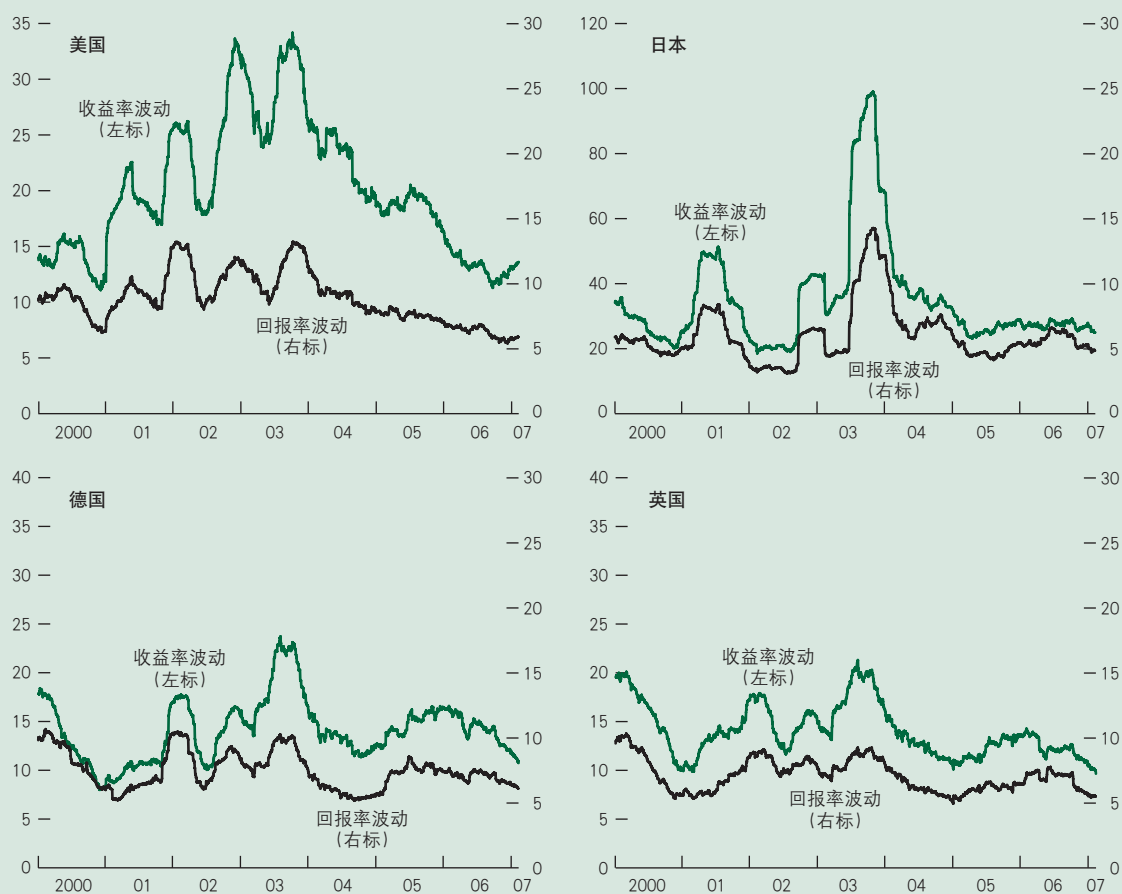


资料来源：Bloomberg L.P.的数据和国际货币基金组织工作人员的估计。

注：隐含波动是衡量股票期货买入期权的市场价格所隐含的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&P500的8种买入和卖出期权的隐含波动的加权平均值得出。

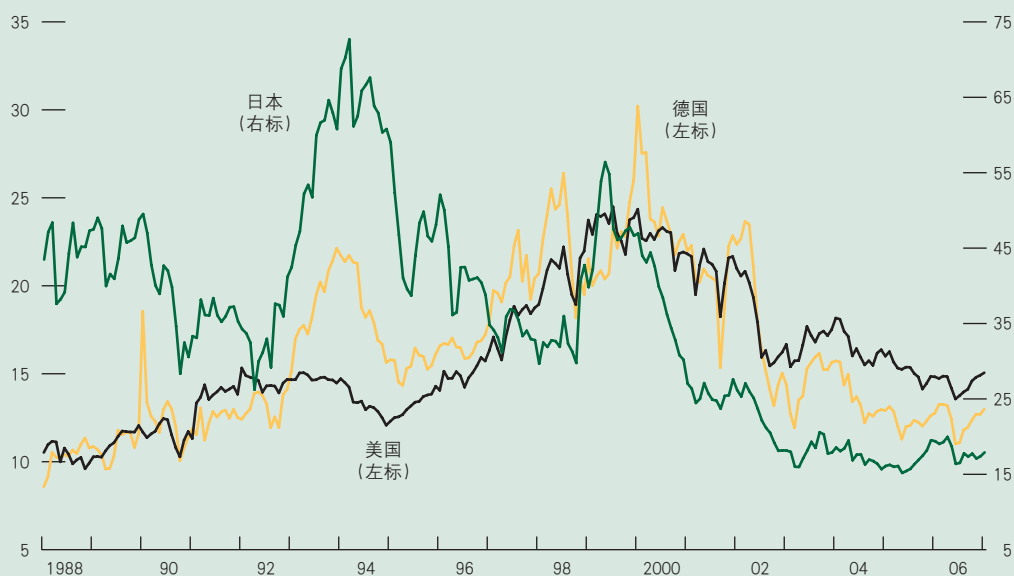
图8. 部分国家政府债券收益率和债券回报率的历史波动¹



资料来源：Bloomberg L.P.和Datastream的数据。

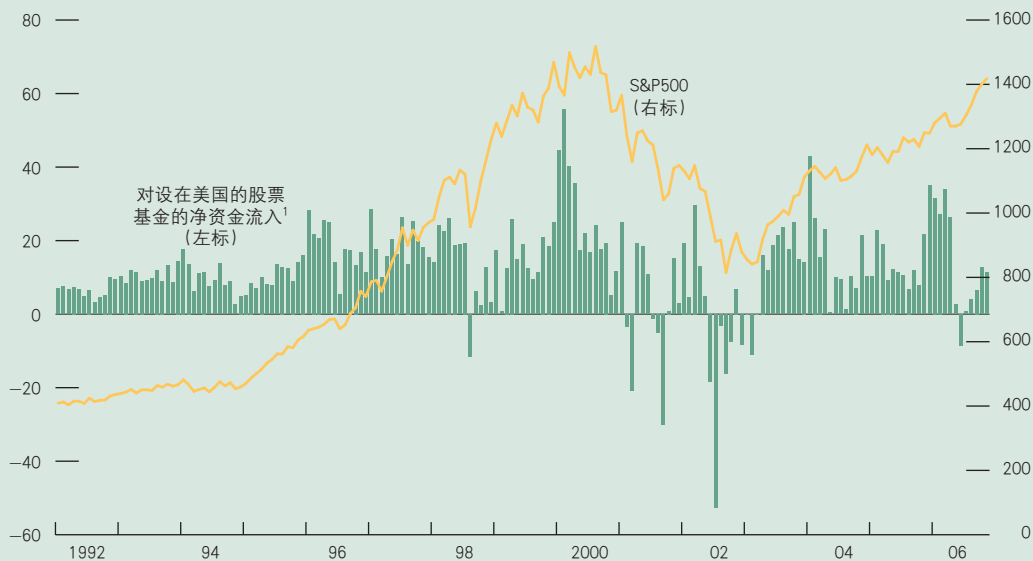
1. 波动计算的是10年期政府债券的收益率和回报率变化的100天滚动年度标准偏差。回报率以10年期以上的政府债券指数为基础。

图9. 12个月前瞻市盈率



资料来源：I/B/E/S的数据。

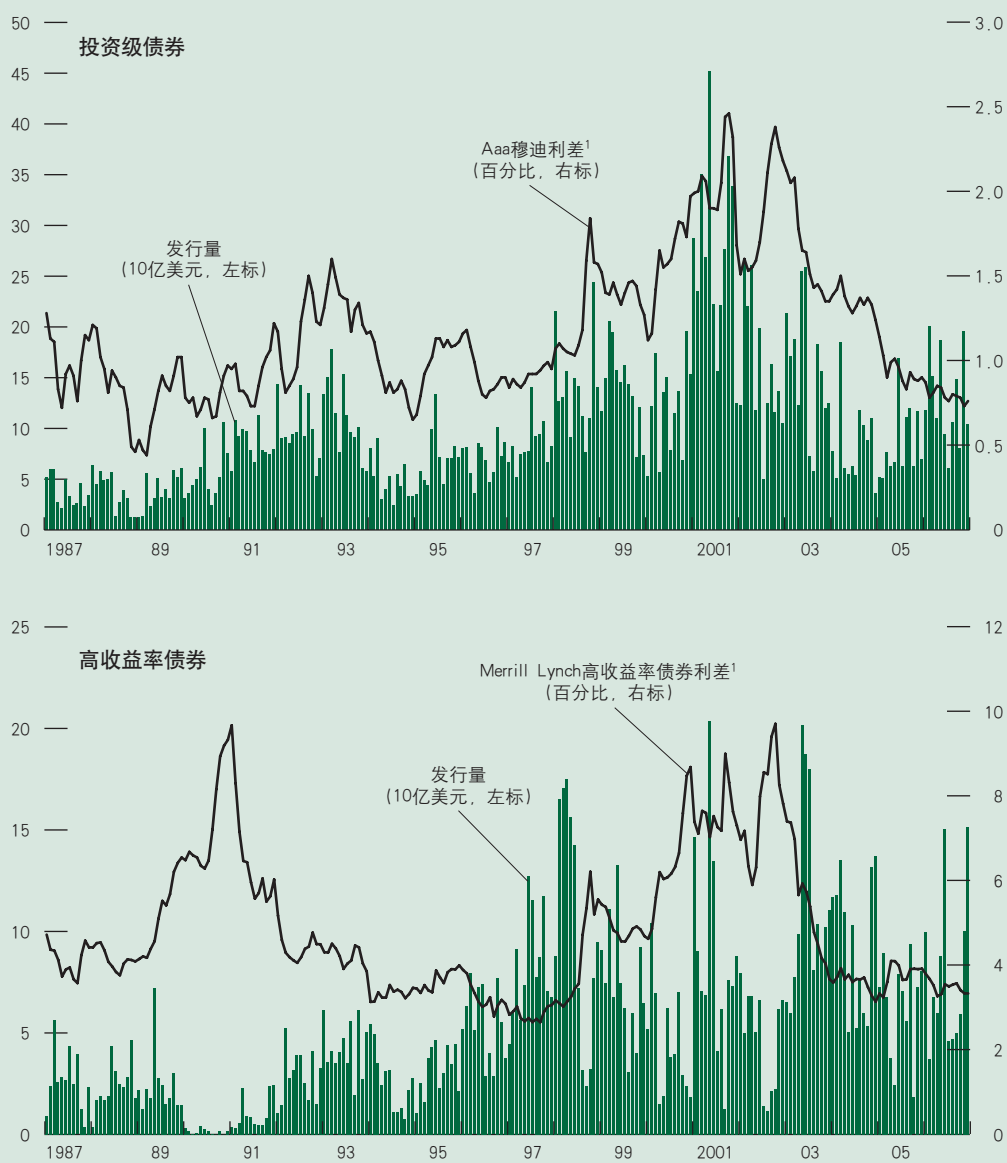
图10. 流入设在美国的股票基金的资金



资料来源：投资公司协会和Datastream的数据。

1. 单位为10亿美元。

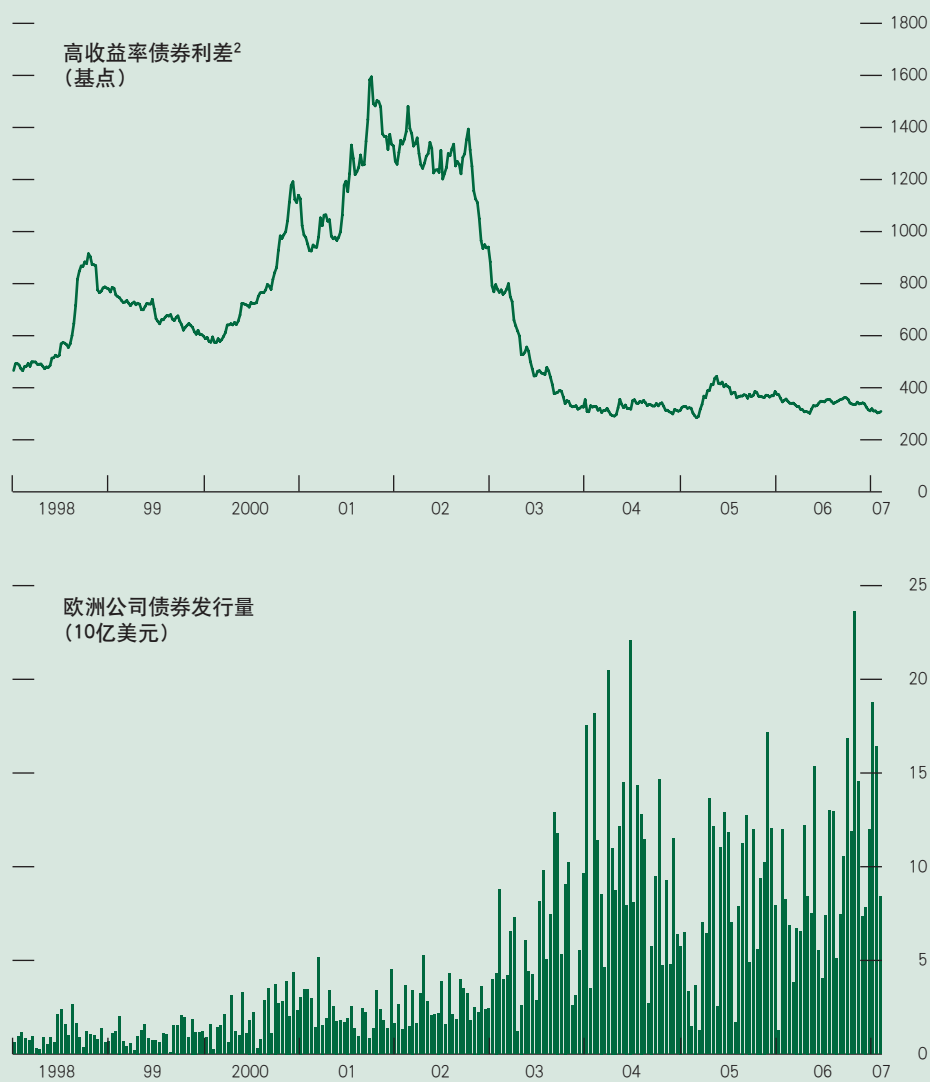
图11. 美国：公司债券市场



资料来源：联邦储备体系理事会和Bloomberg L.P.的数据。

1. 与10年期美国政府债券的收益率之间的差幅。

图12. 欧洲：公司债券市场¹

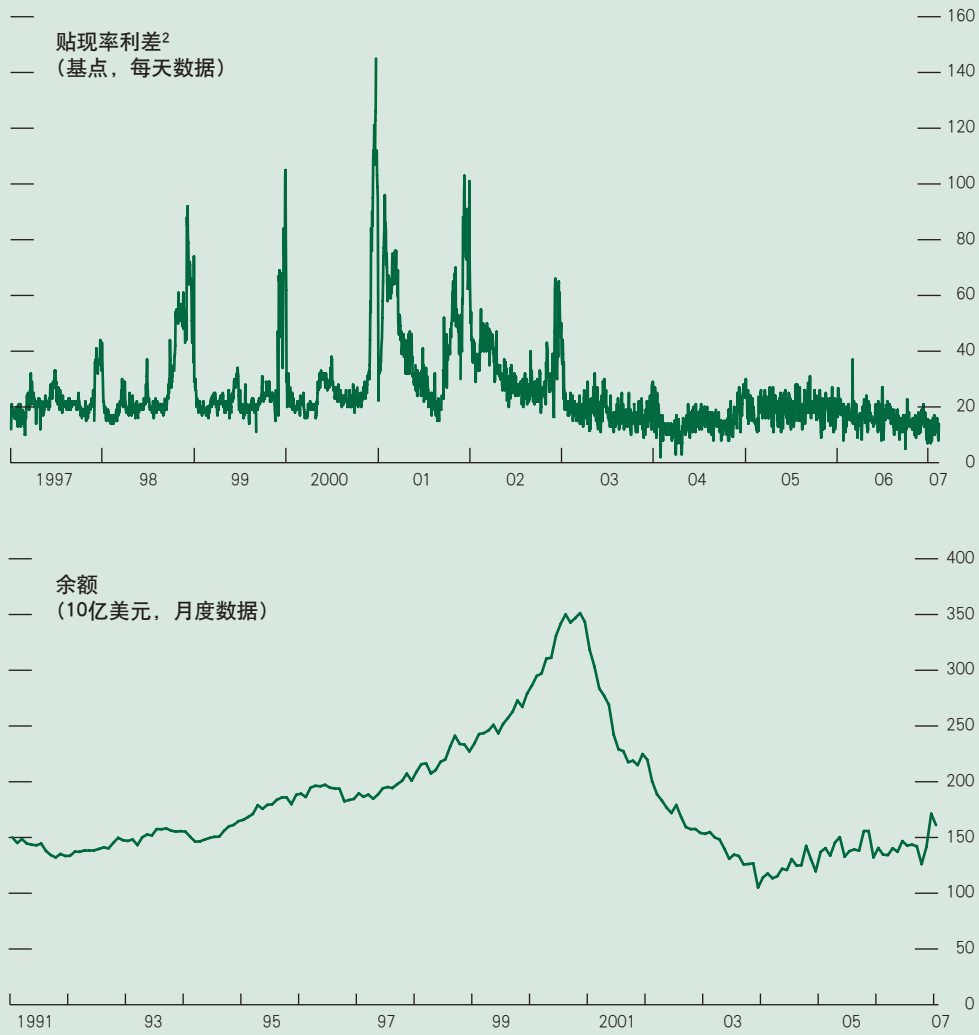


资料来源：Bondware和Datastream的数据。

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差幅。

图13.美国：商业票据市场¹

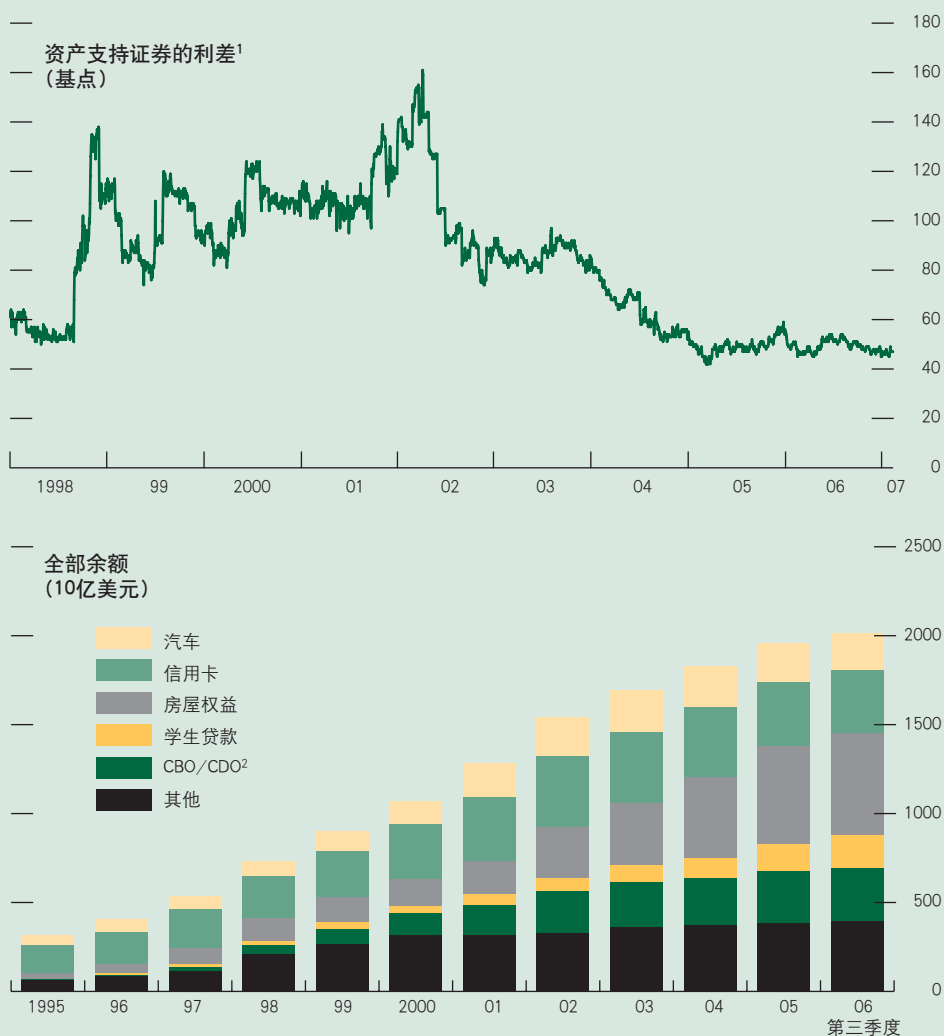


资料来源：联邦储备体系理事会。

1. 非金融商业票据。

2. 30天期A2/P2与AA商业票据之差。

图14. 美国：资产支持证券



资料来源：Merrill Lynch、Datastream和债券市场协会的数据。

1. Merrill Lynch以AAA级资产支持证券的主指数（固定利率）的期权调整差幅。

2. 抵押债券/债务权益。

表1.全球资本流动：流入和流出¹

(10亿美元)

| | 流入 | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|---------|---------|
| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
| 美国 | | | | | | | | | | | |
| 直接投资 | 57.8 | 86.5 | 105.6 | 179.0 | 289.4 | 321.3 | 167.0 | 84.4 | 64.0 | 133.2 | 109.8 |
| 证券投资 | 210.4 | 332.8 | 333.1 | 187.6 | 285.6 | 436.6 | 428.3 | 427.6 | 520.3 | 766.2 | 908.5 |
| 其他投资 | 170.4 | 131.8 | 268.1 | 57.0 | 165.2 | 289.0 | 187.5 | 285.8 | 280.5 | 550.9 | 193.9 |
| 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 | 438.6 | 551.1 | 706.8 | 423.6 | 740.2 | 1,046.9 | 782.9 | 797.8 | 864.8 | 1,450.2 | 1,212.2 |
| 加拿大 | | | | | | | | | | | |
| 直接投资 | 9.3 | 9.6 | 11.5 | 22.7 | 24.8 | 66.1 | 27.7 | 22.1 | 7.3 | 1.2 | 34.1 |
| 证券投资 | 18.4 | 13.7 | 11.7 | 16.6 | 2.7 | 10.3 | 24.2 | 11.9 | 13.9 | 41.6 | 7.0 |
| 其他投资 | -3.9 | 15.7 | 28.0 | 5.4 | -10.8 | 0.8 | 7.8 | 5.1 | 11.4 | -4.7 | 24.9 |
| 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 | 23.9 | 39.1 | 51.2 | 44.8 | 16.6 | 77.2 | 59.7 | 39.0 | 32.6 | 38.1 | 66.0 |
| 日本 | | | | | | | | | | | |
| 直接投资 | — | 0.2 | 3.2 | 3.3 | 12.3 | 8.2 | 6.2 | 9.1 | 6.2 | 7.8 | 3.2 |
| 证券投资 | 59.8 | 66.8 | 79.2 | 56.1 | 126.9 | 47.4 | 60.5 | -20.0 | 81.2 | 196.7 | 183.1 |
| 其他投资 | 97.3 | 31.1 | 68.0 | -93.3 | -265.1 | -10.2 | -17.6 | 26.6 | 34.1 | 68.3 | 45.9 |
| 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 | 157.1 | 98.1 | 150.4 | -34.0 | -125.9 | 45.4 | 49.1 | 15.7 | 121.5 | 272.8 | 232.3 |
| 英国 | | | | | | | | | | | |
| 直接投资 | 21.7 | 27.4 | 37.5 | 74.7 | 89.3 | 122.2 | 53.8 | 25.5 | 27.6 | 77.9 | 195.6 |
| 证券投资 | 58.8 | 68.0 | 43.7 | 35.2 | 183.9 | 255.6 | 69.6 | 76.2 | 155.6 | 159.9 | 230.5 |
| 其他投资 | 106.2 | 251.8 | 322.2 | 110.5 | 90.0 | 414.6 | 327.0 | 109.1 | 396.7 | 741.2 | 938.3 |
| 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 | 186.7 | 347.2 | 403.4 | 220.3 | 363.3 | 792.4 | 450.5 | 210.8 | 579.9 | 979.0 | 1,364.4 |
| 欧元区 | | | | | | | | | | | |
| 直接投资 | ... | ... | ... | ... | 216.3 | 379.5 | 199.7 | 183.8 | 151.1 | 126.2 | 94.5 |
| 证券投资 | ... | ... | ... | ... | 305.1 | 268.1 | 318.3 | 298.3 | 398.0 | 496.6 | 747.7 |
| 其他投资 | ... | ... | ... | ... | 198.4 | 340.3 | 238.1 | 60.5 | 195.7 | 345.2 | 801.7 |
| 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 | 987.8 | 756.2 | 542.5 | 744.8 | 968.0 | 1,643.9 |
| 新兴市场和发展中国家² | | | | | | | | | | | |
| 直接投资 | 125.1 | 148.4 | 191.5 | 187.4 | 213.1 | 211.7 | 225.5 | 182.2 | 199.6 | 272.8 | 361.2 |
| 证券投资 | 89.5 | 176.0 | 146.9 | 32.3 | 102.7 | 91.7 | 11.4 | -10.7 | 91.1 | 143.6 | 221.7 |
| 其他投资 | 104.6 | 95.5 | 150.3 | -116.5 | -70.2 | -5.9 | -57.6 | 1.8 | 124.0 | 202.8 | 133.4 |
| 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 | 319.2 | 419.9 | 488.7 | 103.2 | 245.6 | 297.4 | 179.2 | 173.3 | 414.7 | 619.2 | 716.4 |

资料来源：截至2007年3月21日的国际货币基金组织出版的《世界经济展望》数据库以及《国际金融统计》。

1.全部净资本流动是直接投资、证券投资、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 | | | | | | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
| -98.8 | -91.9 | -104.8 | -142.6 | -224.9 | -159.2 | -142.4 | -154.5 | -149.9 | -244.1 | -9.1 |
| -122.4 | -149.3 | -116.9 | -130.2 | -122.2 | -127.9 | -90.6 | -48.6 | -146.7 | -146.5 | -180.1 |
| -121.4 | -178.9 | -262.8 | -74.2 | -165.6 | -273.1 | -144.7 | -87.9 | -31.3 | -479.9 | -251.7 |
| -9.7 | 6.7 | -1.0 | -6.7 | 8.7 | -0.3 | -4.9 | -3.7 | 1.5 | 2.8 | 14.1 |
| -352.3 | -413.4 | -485.5 | -353.8 | -504.1 | -560.5 | -382.6 | -294.7 | -326.4 | -867.8 | -426.8 |
| -11.5 | -13.1 | -23.1 | -34.1 | -17.3 | -44.5 | -36.2 | -26.8 | -22.2 | -42.5 | -34.2 |
| -5.3 | -14.2 | -8.6 | -15.1 | -15.6 | -43.0 | -24.4 | -18.6 | -13.8 | -18.9 | -42.7 |
| -8.3 | -21.1 | -16.2 | 9.4 | 10.2 | -4.2 | -10.7 | -7.9 | -14.6 | -7.9 | -16.6 |
| -2.7 | -5.5 | 2.4 | -5.0 | -5.9 | -3.7 | -2.2 | 0.2 | 3.3 | 2.8 | -1.3 |
| -27.9 | -53.9 | -45.4 | -44.8 | -28.5 | -95.4 | -73.4 | -53.2 | -47.4 | -66.5 | -94.8 |
| -22.5 | -23.4 | -26.1 | -24.6 | -22.3 | -31.5 | -38.5 | -32.0 | -28.8 | -31.0 | -45.4 |
| -86.0 | -100.6 | -47.1 | -95.2 | -154.4 | -83.4 | -106.8 | -85.9 | -176.3 | -173.8 | -196.4 |
| -102.2 | 5.2 | -192.0 | 37.9 | 266.3 | -4.1 | 46.6 | 36.4 | 149.9 | -48.0 | -106.6 |
| -58.6 | -35.1 | -6.6 | 6.2 | -76.3 | -49.0 | -40.5 | -46.1 | -187.2 | -160.9 | -22.3 |
| -269.4 | -154.0 | -271.6 | -75.8 | 13.4 | -168.0 | -139.2 | -127.7 | -242.3 | -413.6 | -370.8 |
| -49.1 | -36.7 | -60.9 | -122.8 | -202.5 | -246.3 | -61.8 | -50.3 | -65.6 | -98.2 | -91.7 |
| -61.7 | -93.4 | -85.0 | -53.2 | -34.3 | -97.2 | -124.7 | 1.2 | -58.4 | -259.2 | -303.1 |
| -74.9 | -214.7 | -277.8 | -22.9 | -97.1 | -426.8 | -255.5 | -151.0 | -415.6 | -596.9 | -909.1 |
| 0.9 | 0.7 | 3.9 | 0.3 | 1.0 | -5.3 | 4.5 | 0.6 | 2.6 | -0.4 | -1.7 |
| -184.8 | -344.1 | -419.8 | -198.6 | -332.9 | -775.6 | -437.6 | -199.5 | -537.1 | -954.7 | -1,305.6 |
| ... | ... | ... | ... | -348.8 | -413.7 | -298.0 | -163.4 | -165.8 | -178.7 | -287.3 |
| ... | ... | ... | ... | -341.7 | -385.3 | -255.0 | -163.2 | -313.2 | -420.8 | -551.7 |
| ... | ... | ... | ... | -30.3 | -165.8 | -243.8 | -220.1 | -284.4 | -392.0 | -708.1 |
| ... | ... | ... | ... | 11.6 | 16.2 | 16.5 | -2.9 | 33.3 | 15.6 | 23.9 |
| ... | ... | ... | ... | -709.3 | -948.7 | -780.3 | -549.6 | -730.1 | -975.8 | -1,523.2 |
| -27.7 | -31.6 | -41.4 | -27.4 | -35.7 | -43.0 | -42.7 | -30.0 | -34.3 | -82.7 | -94.8 |
| -51.0 | -86.1 | -110.3 | -7.3 | -46.8 | -105.8 | -105.2 | -91.4 | -138.3 | -160.9 | -258.6 |
| -55.7 | -96.3 | -133.6 | 32.6 | -68.4 | -128.0 | 42.9 | 35.6 | -115.5 | -196.3 | -231.1 |
| -110.7 | -101.9 | -87.9 | -28.0 | -98.2 | -131.2 | -120.6 | -198.9 | -358.9 | -508.3 | -590.0 |
| -245.2 | -315.8 | -373.1 | -30.1 | -249.2 | -408.1 | -225.6 | -284.8 | -647.0 | -948.2 | -1,174.4 |

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)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | | |
|----------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | | | | | | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 |
| 按发行货币分类的国际债务证券的余额 | | | | | | | | |
| 美元 | 3,699.0 | 4,122.5 | 4,536.6 | 4,905.5 | 5,381.1 | 5,592.4 | 5,831.1 | 6,043.1 |
| 日元 | 411.4 | 433.2 | 488.0 | 530.5 | 472.1 | 472.8 | 487.7 | 477.4 |
| 英镑 | 505.6 | 618.2 | 776.3 | 981.0 | 1,063.0 | 1,130.6 | 1,244.5 | 1,309.7 |
| 加元 | 47.6 | 51.6 | 79.5 | 112.6 | 146.7 | 155.2 | 168.2 | 175.0 |
| 瑞典克朗 | 8.2 | 11.1 | 15.8 | 20.9 | 23.2 | 24.3 | 27.0 | 28.3 |
| 瑞士法郎 | 123.6 | 159.2 | 195.6 | 227.9 | 208.6 | 218.3 | 240.4 | 238.9 |
| 欧元 | 2,289.8 | 3,283.2 | 4,826.6 | 6,211.7 | 6,313.5 | 6,797.0 | 7,392.5 | 7,583.9 |
| 其他 | 110.4 | 152.0 | 216.7 | 285.7 | 355.8 | 374.2 | 393.7 | 410.9 |
| 总计 | 7,195.5 | 8,830.9 | 11,135.0 | 13,275.8 | 13,964.0 | 14,764.9 | 15,785.1 | 16,267.1 |
| 按发行货币分类的国际债务证券的净发行额 | | | | | | | | |
| 美元 | 667.4 | 423.5 | 414.1 | 368.9 | 475.6 | 211.4 | 238.7 | 211.9 |
| 日元 | 18.5 | -17.5 | 3.7 | 26.9 | 4.0 | -1.7 | 4.9 | 2.1 |
| 英镑 | 65.1 | 52.4 | 84.5 | 133.2 | 198.0 | 60.2 | 48.3 | 42.3 |
| 加元 | -1.1 | 3.6 | 15.6 | 25.5 | 29.4 | 8.9 | 5.7 | 7.0 |
| 瑞典克朗 | 1.4 | 1.1 | 2.0 | 3.4 | 6.2 | 0.7 | 0.9 | 1.5 |
| 瑞士法郎 | -5.2 | 8.0 | 15.8 | 12.7 | 13.1 | 8.4 | 9.0 | 2.6 |
| 欧元 | 622.8 | 492.0 | 779.0 | 917.8 | 991.3 | 317.6 | 251.0 | 222.7 |
| 其他 | 19.3 | 30.7 | 38.0 | 52.9 | 87.6 | 24.4 | 16.2 | 15.6 |
| 总计 | 1,388.2 | 993.8 | 1,352.5 | 1,541.3 | 1,805.1 | 629.8 | 574.6 | 505.8 |
| 按借款人国籍分类的已宣布的国际银团信贷 | | | | | | | | |
| 所有国家 | 1,381.4 | 1,296.9 | 1,241.4 | 1,806.9 | 2,232.3 | 433.3 | 569.5 | 456.5 |
| 工业国家 | 1,270.0 | 1,199.6 | 1,130.4 | 1,635.4 | 1,989.0 | 391.6 | 482.2 | 382.6 |
| 其中： | | | | | | | | |
| 美国 | 845.2 | 739.7 | 606.6 | 897.6 | 977.3 | 193.7 | 226.9 | 199.9 |
| 日本 | 23.8 | 19.5 | 18.2 | 27.5 | 19.3 | 16.6 | 6.4 | 2.6 |
| 德国 | 36.5 | 84.4 | 97.6 | 116.3 | 133.1 | 23.6 | 42.9 | 26.0 |
| 法国 | 50.3 | 64.1 | 65.9 | 150.9 | 171.8 | 37.5 | 44.0 | 17.9 |
| 意大利 | 35.9 | 22.8 | 45.3 | 22.3 | 74.0 | 2.6 | 5.4 | 7.1 |
| 英国 | 106.0 | 109.8 | 103.9 | 150.3 | 178.6 | 28.1 | 32.0 | 24.3 |
| 加拿大 | 39.2 | 34.9 | 30.4 | 38.7 | 71.2 | 13.5 | 17.6 | 16.4 |

资料来源：国际清算银行的数据。

表3. 2005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)

| | 国内生产 总值 | 全部 储备 减去黄金 ¹ | 股票 市场 市价总值 | 债务证券 | | | 银行 资产 ² | 债券、 股票和 银行资产 ³ | 债券、股票和银 行资产 ² (占国内生 产总值的百分比) |
|---------------------|------------|-------------------------------|------------------|----------|----------|----------|-----------------------|---------------------------------|---|
| | | | | 公共 | 私人 | 总计 | | | |
| 全球 | 44,595.0 | 4,243.8 | 41,966.6 | 23,422.4 | 36,268.2 | 59,690.7 | 63,473.2 | 165,130.4 | 370.3 |
| 欧盟 | 12,879.0 | 241.2 | 9,555.7 | 6,673.8 | 12,024.1 | 18,697.8 | 30,975.1 | 59,228.6 | 459.9 |
| 欧元区 | 10,030.7 | 147.7 | 5,990.6 | 5,731.5 | 9,451.2 | 15,182.7 | 21,782.8 | 43,159.0 | 430.3 |
| 北美 | 13,588.3 | 87.0 | 18,483.0 | 6,614.6 | 18,683.2 | 25,297.8 | 11,086.8 | 54,867.7 | 403.8 |
| 加拿大 | 1,132.4 | 33.0 | 1,482.2 | 693.1 | 531.6 | 1,224.7 | 1,762.7 | 4,469.5 | 394.7 |
| 美国 | 12,455.8 | 54.1 | 17,000.9 | 5,921.6 | 18,151.6 | 24,073.1 | 9,324.1 | 50,398.1 | 404.6 |
| 日本 | 4,557.1 | 834.3 | 7,542.7 | 6,607.9 | 2,037.0 | 8,644.9 | 6,647.0 | 22,834.7 | 501.1 |
| 备忘项: | | | | | | | | | |
| 欧盟成员国 | | | | | | | | | |
| 奥地利 | 305.3 | 6.8 | 126.3 | 160.4 | 259.9 | 420.3 | 389.7 | 936.3 | 306.6 |
| 比利时 | 372.7 | 8.2 | 264.3 | 378.1 | 323.1 | 701.3 | 1,527.3 | 2,492.9 | 668.8 |
| 丹麦 | 259.2 | 32.9 | 159.7 | 95.8 | 405.7 | 501.5 | 635.6 | 1,296.9 | 500.3 |
| 芬兰 | 195.8 | 10.5 | 183.7 | 112.8 | 83.7 | 196.5 | 202.9 | 583.1 | 297.8 |
| 法国 | 2,127.2 | 27.8 | 1,550.9 | 1,107.3 | 1,766.3 | 2,873.7 | 6,284.4 | 10,708.9 | 503.4 |
| 德国 | 2,791.7 | 45.1 | 1,221.1 | 1,267.6 | 2,835.5 | 4,103.1 | 3,706.9 | 9,031.1 | 323.5 |
| 希腊 | 284.2 | 0.5 | 145.1 | 294.4 | 59.6 | 354.1 | 275.8 | 775.1 | 272.7 |
| 爱尔兰 | 200.8 | 0.8 | 114.1 | 37.6 | 250.2 | 287.8 | 1,047.9 | 1,449.8 | 722.1 |
| 意大利 | 1,772.8 | 25.5 | 798.1 | 1,514.2 | 1,360.6 | 2,874.8 | 3,111.2 | 6,784.1 | 382.7 |
| 卢森堡 | 36.6 | 0.2 | 51.2 | 0.0 | 49.4 | 49.4 | 686.0 | 786.7 | 2,148.2 |
| 荷兰 | 629.9 | 9.0 | 508.8 | 261.0 | 1,148.9 | 1,409.9 | 2,598.3 | 4,517.1 | 717.1 |
| 葡萄牙 | 185.6 | 3.5 | 67.1 | 133.5 | 152.7 | 286.2 | 177.4 | 530.7 | 285.9 |
| 西班牙 | 1,128.0 | 9.7 | 959.9 | 464.4 | 1,161.2 | 1,625.6 | 1,977.8 | 4,563.2 | 404.6 |
| 瑞典 | 358.5 | 22.1 | 347.2 | 161.0 | 301.2 | 462.2 | 454.9 | 1,264.3 | 352.7 |
| 英国 | 2,230.6 | 38.5 | 3,058.2 | 685.5 | 1,865.9 | 2,551.4 | 7,898.9 | 13,508.5 | 605.6 |
| 新兴市场国家 ⁴ | 12,014.1 | 1,940.0 | 6,385.1 | 3,175.8 | 1,610.4 | 4,786.2 | 10,895.2 | 22,066.5 | 183.7 |
| 其中: | | | | | | | | | |
| 亚洲 | 5,433.1 | 1,248.4 | 4,408.6 | 1,484.9 | 1,189.0 | 2,673.9 | 7,322.9 | 14,405.5 | 265.1 |
| 拉丁美洲 | 2,448.5 | 195.5 | 972.5 | 1,013.9 | 276.8 | 1,290.8 | 1,374.3 | 3,637.6 | 148.6 |
| 中东 | 1,134.2 | 149.5 | 159.0 | 34.0 | 26.8 | 60.8 | 869.0 | 1,088.8 | 96.0 |
| 非洲 | 808.6 | 91.5 | 549.3 | 90.0 | 44.2 | 134.2 | 525.6 | 1,209.1 | 149.5 |
| 欧洲 | 2,189.8 | 255.1 | 295.6 | 552.9 | 73.6 | 626.5 | 803.4 | 1,725.5 | 78.8 |

资料来源: 世界交易所联盟, 国际清算银行, 截至2007年3月21日国际货币基金组织出版的《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。

1. 数据来自《国际金融统计》。
2. 商业银行的资产。
3. 股票市场市价总值、债务证券和银行资产之和。
4. 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。

表4. 全球场外交易衍生工具市场：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 | | | | |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2004年 6月底 | 2004年 12月底 | 2005年 6月底 | 2005年 12月底 | 2006年 6月底 | 2004年 6月底 | 2004年 12月底 | 2005年 6月底 | 2005年 12月底 | 2006年 6月底 |
| 总计 | 220,058 | 257,894 | 281,493 | 297,670 | 369,906 | 6,395 | 9,377 | 10,605 | 9,749 | 10,074 |
| 外汇 | 26,997 | 29,289 | 31,081 | 31,364 | 38,111 | 867 | 1,546 | 1,141 | 997 | 1,134 |
| 直接远期和外汇掉期 | 13,926 | 14,951 | 15,801 | 15,873 | 19,415 | 309 | 643 | 464 | 406 | 436 |
| 货币掉期 | 7,034 | 8,223 | 8,236 | 8,504 | 9,669 | 442 | 745 | 549 | 453 | 533 |
| 期权 | 6,038 | 6,115 | 7,045 | 6,987 | 9,027 | 116 | 158 | 129 | 138 | 166 |
| 利率² | 164,626 | 190,502 | 204,795 | 211,971 | 262,296 | 3,951 | 5,417 | 6,699 | 5,397 | 5,549 |
| 远期利率协议 | 13,144 | 12,789 | 13,973 | 14,269 | 18,117 | 29 | 22 | 31 | 22 | 25 |
| 掉期 | 127,570 | 150,631 | 163,749 | 169,106 | 207,323 | 3,562 | 4,903 | 6,077 | 4,778 | 4,944 |
| 期权 | 23,912 | 27,082 | 27,073 | 28,596 | 36,856 | 360 | 492 | 592 | 597 | 579 |
| 与股票挂钩的 | 4,521 | 4,385 | 4,551 | 5,793 | 6,783 | 294 | 498 | 382 | 582 | 671 |
| 远期和掉期 | 691 | 756 | 1,086 | 1,177 | 1,423 | 63 | 76 | 88 | 112 | 147 |
| 期权 | 3,830 | 3,629 | 3,465 | 4,617 | 5,361 | 231 | 422 | 294 | 470 | 523 |
| 商品³ | 1,270 | 1,443 | 2,940 | 5,435 | 6,394 | 166 | 169 | 376 | 871 | 718 |
| 黄金 | 318 | 369 | 288 | 334 | 456 | 45 | 32 | 24 | 51 | 77 |
| 其他 | 952 | 1,074 | 2,652 | 5,100 | 5,938 | 122 | 137 | 351 | 820 | 641 |
| 远期和掉期 | 503 | 559 | 1,748 | 1,909 | 2,186 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 期权 | 449 | 516 | 904 | 3,191 | 3,752 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 信用违约掉期的 | ... | 6,396 | 10,211 | 13,908 | 20,352 | ... | 133 | 188 | 243 | 294 |
| 单名工具 | ... | 5,117 | 7,310 | 10,432 | 13,873 | ... | 112 | 136 | 171 | 186 |
| 复名工具 | ... | 1,279 | 2,901 | 3,476 | 6,479 | ... | 22 | 52 | 71 | 109 |
| 其他 | 22,644 | 25,879 | 27,915 | 29,199 | 35,969 | 1,116 | 1,613 | 1,818 | 1,659 | 1,707 |
| 备忘项： | | | | | | | | | | |
| 总信用风险暴露 ⁴ | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 1,478 | 2,075 | 1,897 | 1,900 | 2,032 |
| 在交易所交易的衍生工具 | 26,997 | 29,289 | 31,081 | 31,364 | 38,111 | ... | ... | ... | ... | ... |

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。通过对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手方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. 仅包括单一货币合同。

3. 针对重复计算进行的调整数为估计数。

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. 全球场外交易衍生工具市场：未清偿合约的名义数额和总市场价值（按对手方、剩余期限和货币分类）¹
(10亿美元)

| | 名义数额 | | | | | 总市场价值 | | | | |
|--------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| | 2004年 6月底 | 2004年 12月底 | 2005年 6月底 | 2005年 12月底 | 2006年 6月底 | 2004年 6月底 | 2004年 12月底 | 2005年 6月底 | 2005年 12月底 | 2006年 6月底 |
| 总计 | 220,058 | 257,894 | 281,493 | 297,670 | 369,906 | 6,395 | 9,377 | 10,605 | 9,749 | 10,074 |
| 外汇 | 26,997 | 29,289 | 31,081 | 31,364 | 38,111 | 867 | 1,546 | 1,141 | 997 | 1,134 |
| 按对手方分类 | | | | | | | | | | |
| 与其他报告数据的交易商 | 10,796 | 11,668 | 12,179 | 12,161 | 15,281 | 247 | 486 | 377 | 323 | 367 |
| 与其他金融机构 | 10,113 | 11,417 | 12,334 | 12,721 | 15,120 | 352 | 648 | 471 | 412 | 471 |
| 与非金融客户 | 6,088 | 6,204 | 6,568 | 6,482 | 7,711 | 267 | 413 | 294 | 261 | 296 |
| 按剩余期限分类 | | | | | | | | | | |
| 不超过1年 ² | 21,252 | 22,834 | 24,256 | 23,910 | 29,578 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 1-5年 ² | 3,912 | 4,386 | 4,729 | 5,165 | 5,841 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 5年以上 ² | 1,834 | 2,069 | 2,097 | 2,289 | 2,692 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 按主要货币分类 | | | | | | | | | | |
| 美元 ³ | 24,552 | 25,726 | 27,585 | 26,297 | 31,771 | 808 | 1,408 | 1,024 | 867 | 967 |
| 欧元 ³ | 10,312 | 11,900 | 12,405 | 12,857 | 15,348 | 380 | 752 | 512 | 397 | 472 |
| 日元 ³ | 6,516 | 7,076 | 6,907 | 7,578 | 9,510 | 178 | 258 | 220 | 256 | 242 |
| 英镑 ³ | 4,614 | 4,331 | 4,273 | 4,424 | 5,219 | 130 | 220 | 150 | 121 | 148 |
| 其他 ³ | 8,000 | 9,545 | 10,994 | 11,572 | 14,374 | 238 | 455 | 377 | 354 | 439 |
| 利率 ⁴ | 164,626 | 190,502 | 204,795 | 211,971 | 262,296 | 3,951 | 5,417 | 6,699 | 5,397 | 5,549 |
| 按对手方分类 | | | | | | | | | | |
| 与其他报告数据的交易商 | 72,550 | 82,258 | 87,049 | 91,541 | 114,474 | 1,606 | 2,155 | 2,598 | 2,096 | 2,219 |
| 与其他金融机构 | 70,219 | 85,729 | 92,092 | 95,321 | 115,089 | 1,708 | 2,631 | 3,265 | 2,625 | 2,613 |
| 与非金融客户 | 21,857 | 22,516 | 25,655 | 25,109 | 32,734 | 638 | 631 | 837 | 676 | 718 |
| 按剩余期限分类 | | | | | | | | | | |
| 不超过1年 ² | 57,157 | 62,659 | 66,681 | 69,378 | 90,583 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 1-5年 ² | 66,093 | 77,929 | 82,341 | 86,550 | 101,795 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 5年以上 ² | 41,376 | 49,915 | 55,773 | 56,042 | 69,918 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 按主要货币分类 | | | | | | | | | | |
| 美元 | 57,828 | 61,103 | 72,558 | 74,441 | 88,094 | 1,464 | 1,535 | 1,826 | 1,515 | 2,149 |
| 欧元 | 63,006 | 76,162 | 76,426 | 81,442 | 103,607 | 1,774 | 2,986 | 3,692 | 2,965 | 2,358 |
| 日元 | 21,103 | 24,209 | 25,224 | 25,605 | 32,214 | 324 | 352 | 454 | 295 | 472 |
| 英镑 | 11,867 | 15,289 | 16,621 | 15,060 | 19,079 | 188 | 240 | 372 | 344 | 296 |
| 其他 | 10,822 | 13,740 | 13,966 | 15,422 | 19,302 | 201 | 305 | 356 | 279 | 276 |
| 与股票挂钩的 | 4,521 | 4,385 | 4,551 | 5,793 | 6,783 | 294 | 498 | 382 | 582 | 671 |
| 商品 ⁵ | 1,270 | 1,443 | 2,940 | 5,435 | 6,394 | 166 | 169 | 376 | 871 | 718 |
| 信用违约掉期 | ... | 6,396 | 10,211 | 13,908 | 20,352 | ... | 133 | 188 | 243 | 294 |
| 其他 | 22,644 | 25,879 | 27,915 | 29,199 | 35,969 | 1,116 | 1,613 | 1,818 | 1,659 | 1,707 |

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对手方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数为估计数。

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

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|--------------------|-----------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| | (10亿美元) | | | | | | |
| 尚未清偿的名义本金数额 | | | | | | | |
| 利率期货 | 4,960.4 | 5,807.6 | 5,876.2 | 5,979.0 | 7,586.7 | 8,031.4 | 7,924.8 |
| 利率期权 | 2,361.4 | 2,623.2 | 2,741.8 | 3,277.8 | 3,639.8 | 4,623.5 | 3,755.5 |
| 货币期货 | 34.7 | 40.4 | 33.8 | 37.7 | 42.3 | 31.7 | 36.7 |
| 货币期权 | 75.9 | 55.7 | 120.4 | 133.4 | 118.6 | 49.2 | 22.4 |
| 股票市场指数期货 | 110.0 | 127.7 | 172.2 | 195.9 | 210.9 | 291.6 | 346.9 |
| 股票市场指数期权 | 231.6 | 242.7 | 337.7 | 394.5 | 808.7 | 947.4 | 1,510.3 |
| 总计 | 7,774.1 | 8,897.2 | 9,282.0 | 10,018.2 | 12,407.1 | 13,974.8 | 13,596.6 |
| 北美 | 4,359.9 | 4,823.5 | 4,852.3 | 4,841.2 | 6,347.9 | 7,395.1 | 6,930.6 |
| 欧洲 | 1,777.9 | 1,831.8 | 2,241.2 | 2,828.0 | 3,587.3 | 4,397.1 | 4,008.5 |
| 亚太 | 1,606.0 | 2,171.8 | 1,990.1 | 2,154.0 | 2,235.7 | 1,882.5 | 2,407.8 |
| 其他 | 30.3 | 70.1 | 198.4 | 195.0 | 236.2 | 300.1 | 249.7 |
| | (百万份交易合同) | | | | | | |
| 年度交易额 | | | | | | | |
| 利率期货 | 427.0 | 628.5 | 561.0 | 612.2 | 701.6 | 760.1 | 672.7 |
| 利率期权 | 82.9 | 116.6 | 225.5 | 151.1 | 116.8 | 129.7 | 118.0 |
| 货币期货 | 39.0 | 69.8 | 99.6 | 73.7 | 73.6 | 54.5 | 37.1 |
| 货币期权 | 23.7 | 21.3 | 23.3 | 26.3 | 21.1 | 12.1 | 6.8 |
| 股票市场指数期货 | 71.2 | 109.0 | 114.8 | 93.8 | 115.9 | 178.0 | 204.9 |
| 股票市场指数期权 | 144.1 | 197.6 | 187.3 | 172.3 | 178.2 | 195.0 | 322.5 |
| 总计 | 787.9 | 1,142.9 | 1,211.5 | 1,129.4 | 1,207.1 | 1,329.3 | 1,362.0 |
| 北美 | 382.4 | 513.5 | 455.0 | 428.3 | 463.5 | 530.0 | 462.8 |
| 欧洲 | 263.4 | 398.1 | 354.8 | 391.7 | 482.8 | 525.9 | 604.7 |
| 亚太 | 98.5 | 131.7 | 126.4 | 115.9 | 126.9 | 170.9 | 207.7 |
| 其他 | 43.6 | 99.6 | 275.5 | 193.4 | 134.0 | 102.5 | 86.8 |

资料来源：国际清算银行。

| 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006年 | | |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | | | | | | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 |
| (10亿美元) | | | | | | | | |
| 7,907.8 | 9,269.5 | 9,955.6 | 13,123.7 | 18,164.9 | 20,708.7 | 24,438.9 | 24,862.3 | 24,699.0 |
| 4,734.2 | 12,492.8 | 11,759.5 | 20,793.8 | 24,604.1 | 31,588.2 | 48,001.9 | 51,975.7 | 43,369.3 |
| 74.4 | 65.6 | 47.0 | 79.9 | 103.5 | 107.6 | 109.7 | 118.7 | 139.9 |
| 21.4 | 27.4 | 27.4 | 37.9 | 60.7 | 66.1 | 70.8 | 69.1 | 68.0 |
| 377.5 | 344.2 | 365.5 | 549.3 | 635.2 | 802.9 | 922.4 | 1,475.7 | 985.6 |
| 1,148.4 | 1,574.9 | 1,700.8 | 2,202.4 | 3,024.0 | 4,542.6 | 5,400.3 | 5,913.3 | 6,316.5 |
| 14,263.8 | 23,774.4 | 23,855.8 | 36,786.9 | 46,592.4 | 57,816.2 | 78,943.9 | 84,414.7 | 75,578.4 |
| 8,167.9 | 16,203.2 | 13,719.8 | 19,504.0 | 27,608.4 | 36,394.2 | 51,328.5 | 53,499.3 | 45,898.7 |
| 4,197.9 | 6,141.6 | 8,800.8 | 15,406.5 | 16,307.8 | 17,982.4 | 23,393.0 | 25,726.7 | 24,631.3 |
| 1,611.8 | 1,318.4 | 1,206.0 | 1,659.9 | 2,426.9 | 3,014.1 | 3,760.0 | 4,692.3 | 4,534.8 |
| 286.2 | 111.2 | 129.1 | 216.5 | 249.3 | 425.5 | 462.5 | 496.5 | 513.5 |
| (百万份交易合同) | | | | | | | | |
| 781.2 | 1,057.5 | 1,152.1 | 1,576.8 | 1,902.6 | 2,110.4 | 650.3 | 688.8 | 669.3 |
| 107.7 | 199.6 | 240.3 | 302.3 | 361.0 | 430.8 | 139.1 | 157.0 | 146.7 |
| 43.5 | 49.0 | 42.6 | 58.8 | 83.7 | 143.0 | 50.3 | 61.7 | 55.5 |
| 7.0 | 10.5 | 16.1 | 14.3 | 13.0 | 19.4 | 5.5 | 5.7 | 6.4 |
| 225.2 | 337.1 | 530.3 | 725.6 | 804.4 | 918.7 | 268.7 | 354.1 | 291.6 |
| 481.5 | 1,148.2 | 2,235.5 | 3,233.9 | 2,980.1 | 3,139.8 | 874.2 | 835.5 | 773.4 |
| 1,646.0 | 2,801.9 | 4,216.8 | 5,911.6 | 6,144.8 | 6,762.0 | 1,988.1 | 2,102.7 | 1,942.9 |
| 461.3 | 675.6 | 912.2 | 1,279.8 | 1,633.6 | 1,926.8 | 593.7 | 695.4 | 648.9 |
| 718.6 | 957.7 | 1,074.8 | 1,346.3 | 1,412.6 | 1,592.8 | 472.2 | 539.3 | 466.5 |
| 331.3 | 985.1 | 2,073.1 | 3,111.6 | 2,847.6 | 2,932.4 | 825.0 | 770.6 | 722.2 |
| 134.9 | 183.4 | 156.7 | 174.0 | 251.0 | 310.0 | 97.2 | 97.5 | 105.4 |

表7.美国：部门资产负债表
(百分比)

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 公司部门 | | | | | | | |
| 债务/净值 | 50.9 | 48.3 | 50.8 | 49.7 | 47.6 | 44.4 | 42.4 |
| 短期债务/全部债务 | 38.8 | 39.3 | 33.3 | 29.9 | 27.0 | 27.1 | 28.0 |
| 利息负担 ¹ | 13.4 | 15.8 | 17.7 | 14.4 | 11.8 | 8.7 | 8.1 |
| 住户部门 | | | | | | | |
| 净值/资产 | 86.1 | 85.0 | 83.5 | 81.5 | 81.8 | 81.3 | 80.9 |
| 股权/全部资产 | 35.3 | 31.4 | 27.1 | 21.0 | 24.2 | 24.2 | 23 |
| 股权/金融资产 | 50.2 | 46.3 | 41.7 | 34.4 | 38.7 | 39.2 | 38 |
| 净值/个人可支配收入 | 629.0 | 577.5 | 539.4 | 495.7 | 538.7 | 552.5 | 560.4 |
| 房屋抵押贷款债务/全部资产 | 9.0 | 9.8 | 10.9 | 12.5 | 12.7 | 13.2 | 13.9 |
| 消费者信贷/全部资产 | 3.2 | 3.5 | 3.9 | 4.2 | 3.9 | 3.8 | 3.6 |
| 全部债务/金融资产 | 19.7 | 22.2 | 25.5 | 30.2 | 29.3 | 30.2 | 31.5 |
| 债务偿还负担 ² | 12.3 | 12.6 | 13.1 | 13.4 | 13.5 | 13.5 | 14.1 |
| 银行部门³ | | | | | | | |
| 信贷质量 | | | | | | | |
| 不良贷款 ⁴ /全部贷款 | 1.0 | 1.1 | 1.4 | 1.5 | 1.2 | 0.9 | 0.8 |
| 净贷款损失/平均全部贷款 | 0.6 | 0.7 | 1.0 | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |
| 贷款损失准备金/全部贷款 | 1.7 | 1.7 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.5 | 1.3 |
| 坏账注销净额/全部贷款 | 0.6 | 0.7 | 1.0 | 1.1 | 0.9 | 0.6 | 0.6 |
| 资本比率 | | | | | | | |
| 全部风险加权资本 | 12.2 | 12.1 | 12.7 | 12.8 | 12.8 | 12.6 | 12.3 |
| 一级风险加权资本 | 9.5 | 9.4 | 9.9 | 10.0 | 10.1 | 10.0 | 9.9 |
| 股权资本/全部资产 | 8.4 | 8.5 | 9.1 | 9.2 | 9.1 | 10.1 | 10.1 |
| 核心资本(杠杆率) | 7.8 | 7.7 | 7.8 | 7.8 | 7.9 | 8.1 | 8.3 |
| 盈利能力指标 | | | | | | | |
| 平均资产回报率 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| 平均股权回报率 | 15.7 | 14.8 | 13.2 | 14.5 | 15.3 | 13.7 | 13.3 |
| 净利差幅度 | 4.0 | 3.9 | 3.9 | 4.1 | 3.8 | 3.6 | 3.6 |
| 效率比率 ⁵ | 58.7 | 58.4 | 57.7 | 55.8 | 56.5 | 58.0 | 57.2 |

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)

| | 2000财年 | 2001财年 | 2002财年 | 2003财年 | 2004财年 | 2005财年 | 2006财年 |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 公司部门 | | | | | | | |
| 债务/股东权益(账面价值) | 156.8 | 156.0 | 146.1 | 121.3 | 121.5 | 101.7 | 101.9 |
| 短期债务/全部债务 | 37.7 | 36.8 | 39.0 | 37.8 | 36.8 | 36.4 | 36.0 |
| 利息负担 ² | 28.4 | 32.3 | 27.8 | 22.0 | 18.4 | 15.6 | 16.0 |
| 债务/经营利润 | 1,229.3 | 1,480.0 | 1,370.0 | 1,079.2 | 965.9 | 839.9 | 897.4 |
| 备忘项: | | | | | | | |
| 全部债务/国内生产总值 ³ | 104.2 | 102.2 | 101.1 | 90.9 | 96.5 | 85.7 | 89.9 |
| 住户部门 | | | | | | | |
| 净值/资产 | 84.7 | 84.5 | 84.4 | 84.5 | 84.6 | ... | ... |
| 股权 | 4.7 | 3.6 | 3.5 | 4.9 | 5.6 | ... | ... |
| 不动产 | 36.6 | 35.8 | 34.7 | 32.9 | 31.8 | ... | ... |
| 净值/可支配收入净额 | 751.3 | 744.0 | 724.4 | 727.3 | 721.9 | ... | ... |
| 利息负担 ⁴ | 5.4 | 5.2 | 5.1 | 4.9 | 4.8 | 4.7 | ... |
| 备忘项: | | | | | | | |
| 债务/股权 | 324.3 | 426.9 | 449.6 | 316.7 | 275.7 | ... | ... |
| 债务/不动产 | 41.7 | 43.2 | 45.0 | 46.9 | 48.4 | ... | ... |
| 债务/可支配收入净额 | 135.3 | 136.1 | 134.0 | 132.9 | 131.3 | ... | ... |
| 债务/净值 | 18.0 | 18.3 | 18.5 | 18.3 | 18.2 | ... | ... |
| 股权/净值 | 5.6 | 4.3 | 4.1 | 5.8 | 6.6 | ... | ... |
| 不动产/净值 | 43.2 | 42.3 | 41.1 | 38.9 | 37.6 | ... | ... |
| 全部债务/国内生产总值 ³ | 80.3 | 80.2 | 79.2 | 77.3 | 76.0 | ... | ... |
| 银行部门 | | | | | | | |
| 信贷质量 ⁵ | | | | | | | |
| 不良贷款 ⁶ /全部贷款 | 6.3 | 8.4 | 7.4 | 5.8 | 4.0 | 2.9 | 2.7 |
| 资本比率 | | | | | | | |
| 股东权益/资产 | 4.6 | 3.9 | 3.3 | 3.9 | 4.2 | 4.9 | 4.9 |
| 盈利能力指标 | | | | | | | |
| 股权回报率 ⁷ | -0.5 | -14.3 | -19.5 | -2.7 | 4.1 | 11.3 | 13.9 |

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《不良贷款情况》。

1. 数据为从4月1日开始的财年的数据。住户非金融资产和可支配收入的数据只到2004财年底。2006财年的数据为2006年上半年的数据。

2. 利息支付占经营利润的百分比。

3. 根据国内生产总值的变化做了修订。

4. 利息支付占可支配收入的百分比。

5. 2005财年的数据为2005年9月底的数据。

6. 不良贷款以根据《金融再生法》报告的数据为基础。

7. 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
(百分比)

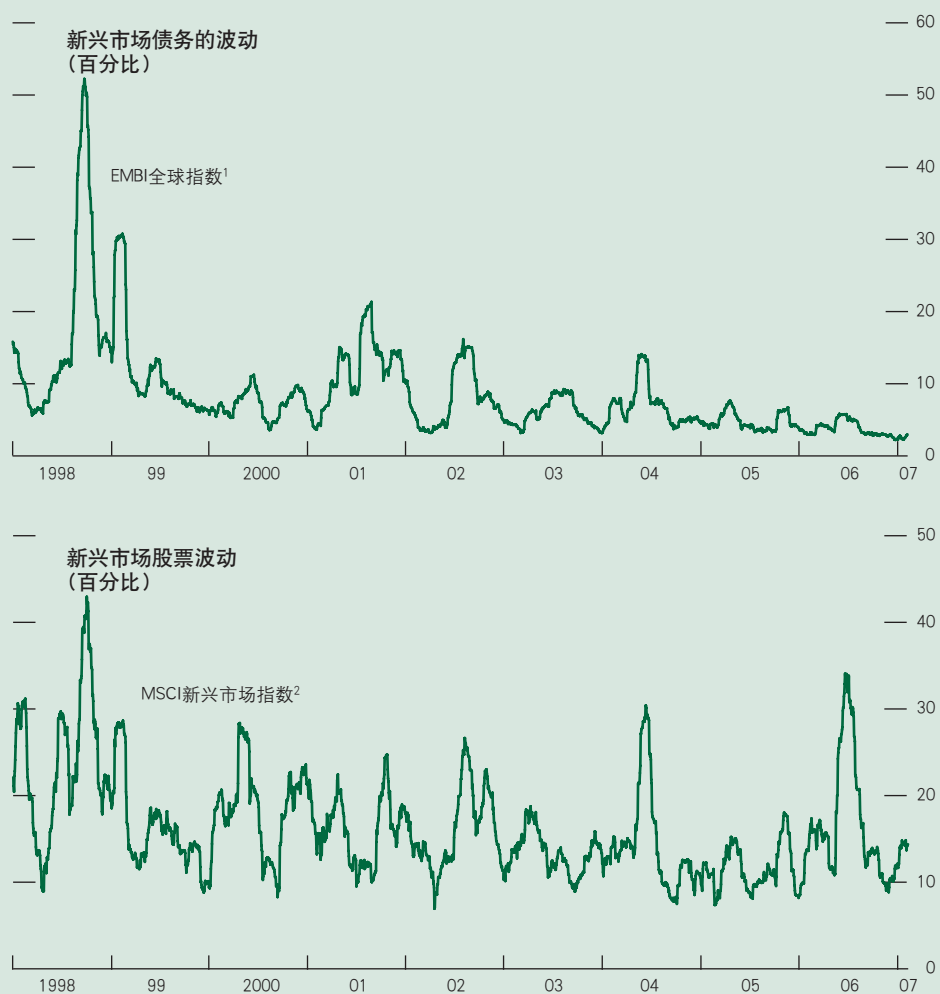
| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 公司部门 | | | | | | | |
| 债务/股权 ¹ | 69.1 | 67.8 | 72.3 | 75.5 | 72.9 | 71.0 | 71.4 |
| 短期债务/全部债务 | 37.8 | 39.6 | 38.8 | 37.1 | 36.4 | 36.9 | 38.4 |
| 利息负担 ² | 15.4 | 18.4 | 19.6 | 18.5 | 17.2 | 17.6 | 18.4 |
| 债务/经营利润 | 289.8 | 317.1 | 323.5 | 339.8 | 330.3 | 328.3 | 342.3 |
| 备忘项： | | | | | | | |
| 金融资产/股权 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 流动资产/短期债务 | 76.0 | 69.7 | 73.3 | 74.1 | 81.0 | 87.9 | 92.0 |
| 住户部门 | | | | | | | |
| 净值/资产 | 84.5 | 84.5 | 83.9 | 83.9 | 84.0 | 84.1 | 84.3 |
| 股权/净值 | 16.2 | 15.5 | 13.5 | 10.8 | 11.4 | 11.3 | 12.2 |
| 股权/净金融资产 | 39.7 | 39.8 | 36.5 | 31.8 | 33.1 | 33.1 | 34.7 |
| 利息负担 ³ | 6.3 | 6.5 | 6.2 | 6.1 | 6.0 | 6.0 | 6.2 |
| 备忘项： | | | | | | | |
| 非金融资产/净值 | 57.8 | 59.7 | 61.7 | 65.7 | 65.6 | 65.9 | 64.9 |
| 债务/净金融资产 | 45.0 | 46.1 | 48.4 | 53.3 | 51.6 | 51.6 | 48.9 |
| 债务/收入 | 93.5 | 94.6 | 94.8 | 98.2 | 100.8 | 104.9 | 107.5 |
| 银行部门⁴ | | | | | | | |
| 信贷质量 | | | | | | | |
| 不良贷款/全部贷款 | 3.3 | 3.0 | 2.9 | 2.5 | 2.3 | 1.7 | 1.5 |
| 贷款损失准备金/不良贷款 | 79.3 | 82.1 | 80.8 | 81.5 | 73.0 | 91.9 | 88.7 |
| 贷款损失准备金/全部贷款 | 2.6 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 1.9 | 1.6 |
| 贷款损失准备金/全部经营收入 | 34.5 | 23.6 | 38.0 | 52.1 | 35.6 | 26.2 | 31.0 |
| 资本比率 | | | | | | | |
| 股权资本/全部资产 | 3.9 | 4.3 | 3.3 | 3.1 | 2.9 | 3.5 | 3.4 |
| 资本金/负债 | 6.5 | 6.9 | 6.8 | 5.4 | 5.0 | 5.7 | 5.5 |
| 盈利能力指标 | | | | | | | |
| 资产回报率 (税后) | 0.6 | 0.8 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.5 |
| 股权回报率 (税后) | 14.2 | 18.3 | 11.2 | 9.0 | 11.3 | 14.2 | 15.8 |
| 净利差幅度 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.1 |
| 效率比率 ⁵ | 65.9 | 66.4 | 68.2 | 69.0 | 73.1 | 63.6 | 63.2 |

资料来源：©2003 Bureau van Dijk Electronic Publishing—Bankscope，欧洲央行《统计月报》，和国际货币基金组织工作人员的估计。

注：除非另有说明，否则为法国、德国和英国按国内生产总值加权的平均值。

1. 针对资产定值的变化，对公司股权进行了调整。
2. 利息支付占总经营利润的百分比。
3. 利息支付占可支配收入的百分比。
4. 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。
5. 成本与收入的比率。

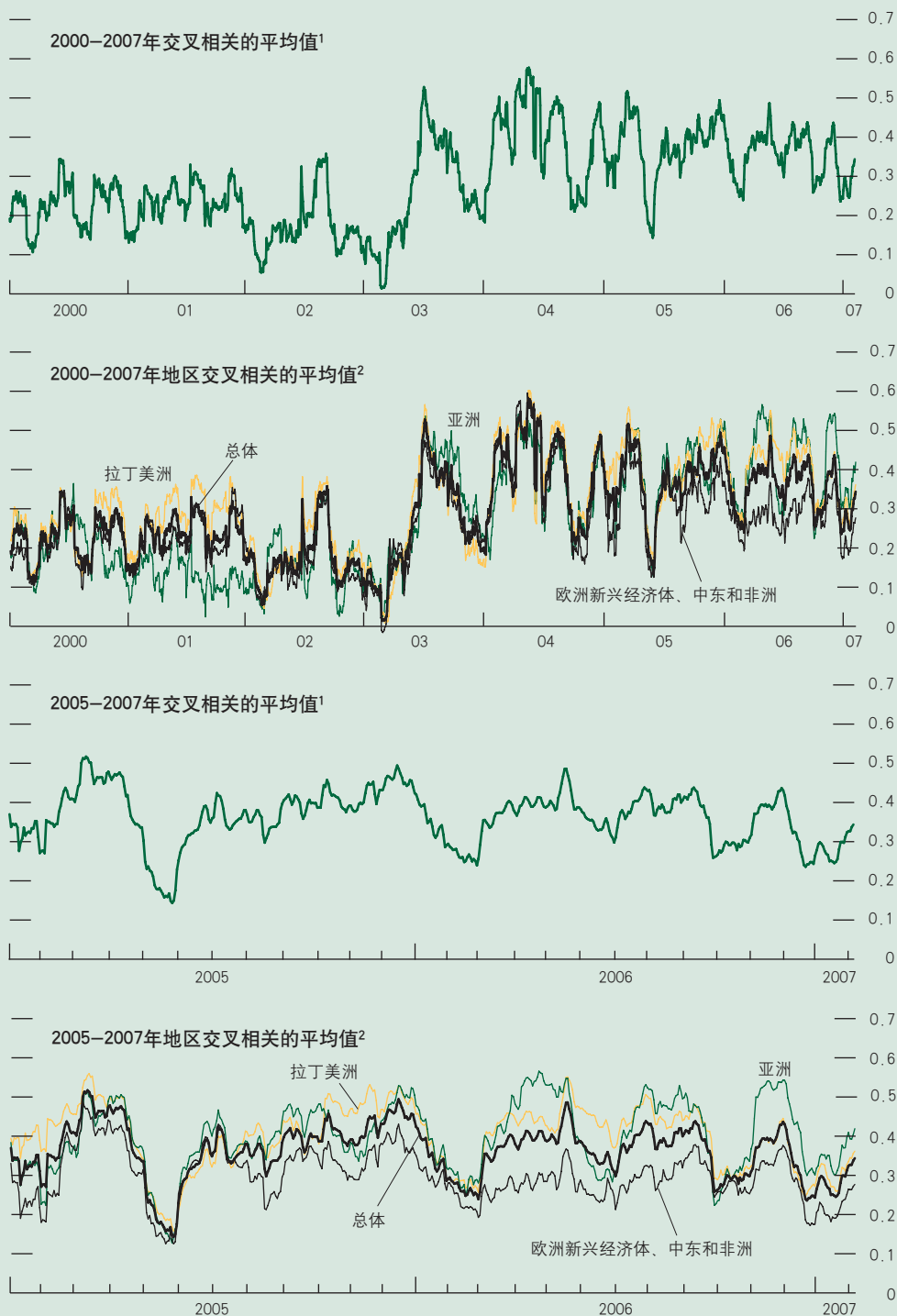
图15. 新兴市场的波动指标



资料来源：新兴市场股票的波动为Morgan Stanley Capital International的数据和国际货币基金组织工作人员的估计。新兴市场债务波动为JP Morgan Chase & Co.的数据和国际货币基金组织工作人员的估计。

1. 此处的数据用按美元计值的EMBI全球全部回报指数计算30天的滚动波动。
2. 此处的数据用按美元计值的新兴市场指数计算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：JP Morgan Chase & Co.的数据和国际货币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

| | 2006年, 期末 | | | | 期末 | | | | | 12个月 中的最 高值 | 12个月 中的最 低值 | 全部时 间内的 最高值 ¹ | 全部时 间内的 最低值 ¹ |
|----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------------|-------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | | | | |
| 全球 | 1,335.1 | 1,319.9 | 1,373.4 | 1,483.6 | 792.2 | 1,036.3 | 1,169.3 | 1,257.8 | 1,483.6 | 1,486.6 | 1,243.9 | 1,486.6 | 423.1 |
| 新兴市场 | 787.8 | 747.5 | 778.2 | 912.6 | 292.1 | 442.8 | 542.2 | 706.5 | 912.6 | 912.6 | 665.3 | 912.6 | 175.3 |
| 拉丁美洲 | 2,469.4 | 2,368.2 | 2,473.1 | 2,995.7 | 658.9 | 1,100.8 | 1,483.6 | 2,150.0 | 2,995.7 | 2,995.7 | 1,986.3 | 2,995.7 | 185.6 |
| 阿根廷 | 2,370.3 | 2,473.9 | 2,307.7 | 3,084.1 | 470.3 | 933.6 | 1,163.0 | 1,857.1 | 3,084.1 | 3,093.6 | 1,879.6 | 3,093.6 | 152.6 |
| 巴西 | 1,886.2 | 1,821.8 | 1,790.8 | 2,205.4 | 395.4 | 802.0 | 1,046.5 | 1,569.4 | 2,205.4 | 2,205.4 | 1,489.8 | 2,205.4 | 84.1 |
| 智利 | 1,263.7 | 1,169.3 | 1,262.8 | 1,492.4 | 445.5 | 800.6 | 997.3 | 1,180.7 | 1,492.4 | 1,512.8 | 1,074.1 | 1,512.8 | 183.0 |
| 哥伦比亚 | 580.4 | 395.2 | 470.7 | 549.8 | 68.3 | 108.6 | 245.0 | 495.7 | 549.8 | 599.1 | 309.0 | 599.1 | 41.2 |
| 墨西哥 | 4,216.0 | 4,016.0 | 4,645.1 | 5,483.3 | 1,442.8 | 1,873.1 | 2,715.6 | 3,943.6 | 5,483.3 | 5,483.3 | 3,446.1 | 5,483.3 | 308.9 |
| 秘鲁 | 483.5 | 543.7 | 598.7 | 671.4 | 182.7 | 344.1 | 343.4 | 441.3 | 671.4 | 696.5 | 442.2 | 696.5 | 73.5 |
| 委内瑞拉 | 161.1 | 151.4 | 156.2 | 174.1 | 77.7 | 103.8 | 151.0 | 107.4 | 174.1 | 174.1 | 105.8 | 174.1 | 56.1 |
| 亚洲 | 311.9 | 303.7 | 322.9 | 371.5 | 140.3 | 206.4 | 231.6 | 286.2 | 371.5 | 371.5 | 276.9 | 433.0 | 104.1 |
| 中国 | 35.6 | 35.7 | 38.6 | 52.3 | 14.1 | 25.5 | 25.3 | 29.3 | 52.3 | 52.3 | 29.3 | 136.9 | 12.9 |
| 印度 | 459.2 | 427.4 | 501.4 | 560.8 | 148.8 | 246.2 | 273.1 | 382.9 | 560.8 | 562.1 | 356.6 | 562.1 | 77.7 |
| 印度尼西亚 | 1,831.5 | 1,808.8 | 2,108.2 | 2,449.0 | 519.6 | 831.1 | 1,324.0 | 1,579.8 | 2,449.0 | 2,470.5 | 1,596.2 | 2,470.5 | 280.0 |
| 韩国 | 386.0 | 365.3 | 383.9 | 395.2 | 184.7 | 246.0 | 256.4 | 386.3 | 395.2 | 414.1 | 337.8 | 414.1 | 59.5 |
| 马来西亚 | 345.9 | 338.5 | 356.8 | 408.8 | 244.0 | 300.4 | 335.9 | 329.0 | 408.8 | 411.3 | 326.6 | 465.7 | 88.3 |
| 巴基斯坦 | 407.3 | 335.8 | 355.4 | 333.7 | 146.0 | 188.2 | 211.7 | 333.2 | 333.7 | 431.5 | 287.6 | 431.5 | 54.4 |
| 菲律宾 | 460.4 | 445.6 | 531.1 | 620.2 | 210.1 | 303.7 | 381.1 | 431.9 | 620.2 | 620.2 | 420.5 | 917.3 | 132.6 |
| 中国台湾 | 279.7 | 279.5 | 286.2 | 318.2 | 189.5 | 259.1 | 257.7 | 275.8 | 318.2 | 318.2 | 258.5 | 483.5 | 103.9 |
| 泰国 | 293.5 | 271.3 | 280.7 | 274.9 | 130.2 | 280.5 | 263.9 | 292.0 | 274.9 | 315.9 | 249.0 | 669.4 | 72.0 |
| 欧洲、中东和非洲 | 342.6 | 306.5 | 306.3 | 364.4 | 108.4 | 163.9 | 222.7 | 300.3 | 364.4 | 377.7 | 271.1 | 377.7 | 80.8 |
| 捷克共和国 | 394.5 | 357.7 | 369.8 | 408.3 | 116.2 | 152.9 | 234.8 | 371.5 | 408.3 | 422.5 | 288.4 | 422.5 | 62.8 |
| 埃及 | 1,320.0 | 960.0 | 1,266.1 | 1,389.3 | 97.4 | 234.6 | 505.2 | 1,215.7 | 1,389.3 | 1,576.2 | 936.5 | 1,576.2 | 89.9 |
| 匈牙利 | 1,586.2 | 1,450.7 | 1,446.0 | 1,690.0 | 535.5 | 646.9 | 1,057.0 | 1,447.0 | 1,690.0 | 1,764.3 | 1,244.6 | 1,764.3 | 77.1 |
| 以色列 | 201.4 | 176.4 | 187.7 | 194.4 | 90.8 | 141.4 | 167.4 | 209.2 | 194.4 | 218.3 | 165.7 | 236.2 | 67.6 |
| 约旦 | 554.4 | 486.0 | 482.2 | 439.6 | 153.4 | 238.3 | 379.2 | 650.6 | 439.6 | 708.1 | 422.7 | 760.7 | 103.1 |
| 摩洛哥 | 315.3 | 303.6 | 333.5 | 342.9 | 138.5 | 171.4 | 189.1 | 231.3 | 342.9 | 362.9 | 230.4 | 362.9 | 99.6 |
| 波兰 | 1,980.2 | 1,953.5 | 1,979.1 | 2,253.2 | 861.0 | 1,118.3 | 1,419.3 | 1,867.4 | 2,253.2 | 2,349.9 | 1,707.1 | 2,349.9 | 99.6 |
| 俄罗斯 | 1,043.6 | 1,065.0 | 1,067.4 | 1,250.3 | 270.7 | 461.1 | 479.9 | 813.4 | 1,250.3 | 1,250.3 | 813.4 | 1,250.3 | 30.6 |
| 南非 | 561.2 | 548.3 | 553.3 | 641.3 | 272.7 | 296.8 | 352.4 | 492.0 | 641.3 | 643.7 | 477.9 | 643.7 | 99.7 |
| 土耳其 | 682,935 | 558,350 | 581,504 | 614,409 | 169,900 | 319,808 | 425,009 | 645,739 | 614,409 | 777,492 | 491,161 | 777,492 | 426 |
| 部门 | | | | | | | | | | | | | |
| 能源 | 680.6 | 680.6 | 654.5 | 760.0 | 163.1 | 287.4 | 349.0 | 548.6 | 760.0 | 803.4 | 552.4 | 803.4 | 81.7 |
| 材料 | 374.6 | 382.2 | 374.5 | 442.1 | 182.8 | 250.1 | 265.0 | 325.4 | 442.1 | 442.1 | 322.4 | 442.1 | 98.5 |
| 工业 | 175.0 | 166.8 | 181.5 | 210.7 | 61.8 | 98.9 | 128.0 | 156.1 | 210.7 | 210.7 | 152.7 | 276.8 | 52.6 |
| 可选消费 | 398.4 | 352.5 | 370.2 | 422.6 | 138.8 | 233.8 | 292.3 | 381.1 | 422.6 | 426.4 | 323.0 | 426.4 | 74.1 |
| 主要消费 | 225.1 | 211.4 | 226.1 | 266.2 | 88.2 | 118.6 | 147.0 | 197.0 | 266.2 | 266.2 | 189.3 | 266.2 | 80.4 |
| 医疗保健 | 405.5 | 328.0 | 350.5 | 356.3 | 169.8 | 272.5 | 290.8 | 393.3 | 356.3 | 433.8 | 308.8 | 433.8 | 83.3 |
| 金融 | 269.1 | 250.3 | 266.0 | 328.8 | 98.6 | 138.8 | 187.9 | 240.6 | 328.8 | 328.8 | 228.9 | 328.8 | 74.6 |
| 信息技术 | 212.9 | 202.6 | 216.4 | 231.8 | 103.9 | 149.6 | 161.5 | 209.1 | 231.8 | 237.0 | 185.5 | 300.0 | 73.1 |
| 电信 | 169.7 | 158.4 | 180.7 | 218.0 | 72.7 | 100.8 | 131.6 | 158.9 | 218.0 | 218.0 | 145.7 | 218.0 | 62.9 |
| 公用事业 | 229.6 | 217.8 | 232.2 | 282.1 | 72.4 | 127.2 | 149.8 | 197.0 | 282.1 | 282.1 | 193.7 | 282.1 | 63.1 |

表10 (续)

| | 各期之间百分比变化 | | | | | | | | |
|----------|-----------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2006年, 期末 | | | | 期末 | | | | |
| | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
| 全球 | 6.1 | -1.1 | 4.1 | 8.0 | -21.1 | 30.8 | 12.8 | 7.6 | 18.0 |
| 新兴市场 | 11.5 | -5.1 | 4.1 | 17.3 | -8.0 | 51.6 | 22.4 | 30.3 | 29.2 |
| 拉丁美洲 | 14.9 | -4.1 | 4.4 | 21.1 | -24.8 | 67.1 | 34.8 | 44.9 | 39.3 |
| 阿根廷 | 27.6 | 4.4 | -6.7 | 33.6 | -51.0 | 98.5 | 24.6 | 59.7 | 66.1 |
| 巴西 | 20.2 | -3.4 | -1.7 | 23.2 | -33.8 | 102.9 | 30.5 | 50.0 | 40.5 |
| 智利 | 7.0 | -7.5 | 8.0 | 18.2 | -21.7 | 79.7 | 24.6 | 18.4 | 26.4 |
| 哥伦比亚 | 17.1 | -31.9 | 19.1 | 16.8 | 18.3 | 59.0 | 125.7 | 102.3 | 10.9 |
| 墨西哥 | 6.9 | -4.7 | 15.7 | 18.0 | -15.0 | 29.8 | 45.0 | 45.2 | 39.0 |
| 秘鲁 | 9.6 | 12.4 | 10.1 | 12.1 | 26.8 | 88.4 | -0.2 | 28.5 | 52.1 |
| 委内瑞拉 | 50.0 | -6.0 | 3.1 | 11.5 | -18.6 | 33.6 | 45.4 | -28.9 | 62.2 |
| 亚洲 | 9.0 | -2.6 | 6.3 | 15.0 | -6.2 | 47.1 | 12.2 | 23.5 | 29.8 |
| 中国 | 21.5 | 0.3 | 8.2 | 35.4 | -16.0 | 80.3 | -0.7 | 15.6 | 78.7 |
| 印度 | 19.9 | -6.9 | 17.3 | 11.8 | 5.3 | 65.5 | 11.0 | 40.2 | 46.5 |
| 印度尼西亚 | 15.9 | -1.2 | 16.6 | 16.2 | 18.9 | 60.0 | 59.3 | 19.3 | 55.0 |
| 韩国 | -0.1 | -5.4 | 5.1 | 2.9 | -3.0 | 33.2 | 4.2 | 50.6 | 2.3 |
| 马来西亚 | 5.1 | -2.1 | 5.4 | 14.6 | -2.7 | 23.1 | 11.8 | -2.1 | 24.2 |
| 巴基斯坦 | 22.2 | -17.5 | 5.8 | -6.1 | 116.7 | 28.9 | 12.5 | 57.5 | 0.1 |
| 菲律宾 | 6.6 | -3.2 | 19.2 | 16.8 | -28.1 | 44.5 | 25.5 | 13.3 | 43.6 |
| 中国台湾 | 1.4 | -0.1 | 2.4 | 11.2 | -25.8 | 36.7 | -0.6 | 7.0 | 15.4 |
| 泰国 | 0.5 | -7.6 | 3.5 | -2.1 | 21.1 | 115.4 | -5.9 | 10.6 | -5.9 |
| 欧洲、中东和非洲 | 14.1 | -10.5 | -0.1 | 19.0 | 4.7 | 51.2 | 35.8 | 34.9 | 21.3 |
| 捷克共和国 | 6.2 | -9.3 | 3.4 | 10.4 | 19.2 | 31.6 | 53.6 | 58.2 | 9.9 |
| 埃及 | 8.6 | -27.3 | 31.9 | 9.7 | -4.4 | 140.8 | 115.4 | 140.6 | 14.3 |
| 匈牙利 | 9.6 | -8.5 | -0.3 | 16.9 | 5.4 | 20.8 | 63.4 | 36.9 | 16.8 |
| 以色列 | -3.8 | -12.4 | 6.4 | 3.6 | -31.6 | 55.7 | 18.4 | 25.0 | -7.1 |
| 约旦 | -14.8 | -12.3 | -0.8 | -8.8 | 2.6 | 55.3 | 59.1 | 71.6 | -32.4 |
| 摩洛哥 | 36.3 | -3.7 | 9.9 | 2.8 | -23.1 | 23.8 | 10.4 | 22.3 | 48.3 |
| 波兰 | 6.0 | -1.4 | 1.3 | 13.9 | -3.5 | 29.9 | 26.9 | 31.6 | 20.7 |
| 俄罗斯 | 28.3 | 2.0 | 0.2 | 17.1 | 13.9 | 70.3 | 4.1 | 69.5 | 53.7 |
| 南非 | 14.1 | -2.3 | 0.9 | 15.9 | -11.8 | 8.8 | 18.7 | 39.6 | 30.3 |
| 土耳其 | 5.8 | -18.2 | 4.1 | 5.7 | -27.5 | 88.2 | 32.9 | 51.9 | -4.9 |
| 部门 | | | | | | | | | |
| 能源 | 24.1 | 0.0 | -3.8 | 16.1 | 0.6 | 76.2 | 21.4 | 57.2 | 38.5 |
| 材料 | 15.1 | 2.0 | -2.0 | 18.1 | 5.2 | 36.8 | 6.0 | 22.8 | 35.9 |
| 工业 | 12.1 | -4.7 | 8.8 | 16.1 | -3.2 | 60.1 | 29.5 | 22.0 | 35.0 |
| 可选消费 | 4.5 | -11.5 | 5.0 | 14.1 | 6.3 | 68.4 | 25.0 | 30.4 | 10.9 |
| 主要消费 | 14.2 | -6.1 | 6.9 | 17.8 | -6.7 | 34.4 | 24.0 | 34.0 | 35.1 |
| 医疗保健 | 3.1 | -19.1 | 6.9 | 1.6 | 15.9 | 60.5 | 6.7 | 35.2 | -9.4 |
| 金融 | 11.8 | -7.0 | 6.2 | 23.6 | -8.4 | 40.7 | 35.4 | 28.1 | 36.7 |
| 信息技术 | 1.8 | -4.8 | 6.8 | 7.1 | -22.6 | 43.9 | 8.0 | 29.5 | 10.9 |
| 电信 | 6.8 | -6.6 | 14.1 | 20.7 | -20.9 | 38.7 | 30.5 | 20.8 | 37.2 |
| 公用事业 | 16.5 | -5.1 | 6.6 | 21.5 | -20.9 | 75.7 | 17.8 | 31.5 | 43.2 |

表10 (续完)

| | 2006年, 期末 | | | | 期末 | | | | | 12个月 | 12个月 | 全部时 | 全部时 |
|-------------|-----------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|-----------|-----------|-------------------------|-------------------------|
| | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 中的最 高值 | 中的最 低值 | 间内的 最高值 ¹ | 间内的 最低值 ¹ |
| 发达市场 | | | | | | | | | | | | | |
| 澳大利亚 | 1,036.4 | 1,025.2 | 1,037.9 | 1,135.1 | 604.4 | 655.5 | 797.9 | 959.6 | 1,135.1 | 1,135.1 | 959.6 | 1,135.1 | 250.2 |
| 奥地利 | 290.3 | 266.1 | 277.3 | 316.6 | 91.8 | 118.0 | 185.3 | 262.7 | 316.6 | 316.6 | 240.1 | 316.6 | 79.7 |
| 比利时 | 102.0 | 95.5 | 106.8 | 113.0 | 55.3 | 60.1 | 77.8 | 94.8 | 113.0 | 113.1 | 89.1 | 113.1 | 35.4 |
| 加拿大 | 1,518.8 | 1,448.8 | 1,464.4 | 1,628.3 | 818.3 | 1,019.7 | 1,139.3 | 1,406.8 | 1,628.3 | 1,647.0 | 1,356.7 | 1,647.0 | 338.3 |
| 丹麦 | 3,161.1 | 2,997.2 | 3,285.4 | 3,662.6 | 1,448.8 | 1,772.7 | 2,115.9 | 2,994.0 | 3,662.6 | 3,662.6 | 2,787.1 | 3,662.6 | 556.5 |
| 芬兰 | 141.2 | 129.6 | 132.4 | 140.3 | 100.3 | 97.4 | 93.9 | 123.4 | 140.3 | 149.5 | 121.2 | 383.1 | 22.9 |
| 法国 | 137.8 | 131.3 | 138.9 | 147.1 | 81.3 | 93.2 | 100.6 | 124.9 | 147.1 | 147.1 | 121.6 | 178.6 | 42.9 |
| 德国 | 108.8 | 100.6 | 106.4 | 116.9 | 56.0 | 74.6 | 79.2 | 98.2 | 116.9 | 117.1 | 93.5 | 163.6 | 41.4 |
| 希腊 | 121.1 | 109.1 | 115.7 | 127.3 | 46.8 | 63.5 | 83.3 | 108.1 | 127.3 | 128.5 | 100.1 | 197.2 | 38.2 |
| 中国香港 | 8,556.6 | 8,438.1 | 8,940.4 | 10,152.8 | 4,808.4 | 6,341.3 | 7,668.4 | 8,016.2 | 10,152.8 | 10,152.8 | 7,925.8 | 10,165.3 | 1,995.5 |
| 爱尔兰 | 104.2 | 97.9 | 107.0 | 120.3 | 56.8 | 65.9 | 85.2 | 93.5 | 120.3 | 120.7 | 90.1 | 120.7 | 40.5 |
| 意大利 | 112.3 | 107.7 | 113.5 | 121.4 | 69.6 | 78.1 | 93.2 | 106.0 | 121.4 | 121.4 | 103.7 | 132.1 | 39.5 |
| 日本 | 1,061.4 | 980.5 | 1,001.1 | 1,060.2 | 524.3 | 637.3 | 699.1 | 999.3 | 1,060.2 | 1,097.3 | 897.3 | 1,655.2 | 462.1 |
| 荷兰 | 95.9 | 88.9 | 98.6 | 101.3 | 66.0 | 68.4 | 69.3 | 88.3 | 101.3 | 101.7 | 83.2 | 134.9 | 38.5 |
| 新西兰 | 135.7 | 124.5 | 123.7 | 138.2 | 90.0 | 107.6 | 127.0 | 130.0 | 138.2 | 140.2 | 117.2 | 141.0 | 56.7 |
| 挪威 | 2,710.5 | 2,499.8 | 2,454.9 | 2,951.8 | 898.3 | 1,240.9 | 1,690.3 | 2,267.7 | 2,951.8 | 2,957.2 | 2,249.7 | 2,957.2 | 455.9 |
| 葡萄牙 | 97.1 | 90.1 | 97.5 | 105.5 | 57.0 | 66.1 | 74.7 | 82.2 | 105.5 | 105.5 | 81.9 | 128.0 | 35.2 |
| 新加坡 | 1,398.8 | 1,352.4 | 1,431.3 | 1,696.1 | 764.9 | 1,005.1 | 1,148.1 | 1,295.3 | 1,696.1 | 1,696.1 | 1,263.8 | 1,696.1 | 508.2 |
| 西班牙 | 133.4 | 129.4 | 144.9 | 158.2 | 69.8 | 89.6 | 104.3 | 122.1 | 158.2 | 160.5 | 121.1 | 160.5 | 27.4 |
| 瑞典 | 8,366.7 | 7,434.4 | 8,083.7 | 9,047.5 | 3,517.4 | 4,675.2 | 5,785.4 | 7,489.8 | 9,047.5 | 9,055.7 | 6,762.3 | 12,250.4 | 787.2 |
| 瑞士 | 1,052.8 | 1,005.2 | 1,104.4 | 1,159.5 | 603.2 | 714.3 | 747.1 | 994.6 | 1,159.5 | 1,164.1 | 939.8 | 1,164.1 | 158.1 |
| 英国 | 1,785.9 | 1,742.6 | 1,782.6 | 1,865.6 | 1,179.2 | 1,348.7 | 1,453.0 | 1,685.3 | 1,865.6 | 1,874.3 | 1,645.5 | 1,974.2 | 585.4 |
| 美国 | 1,224.1 | 1,199.3 | 1,257.9 | 1,336.3 | 824.6 | 1,045.4 | 1,137.4 | 1,180.6 | 1,336.3 | 1,345.4 | 1,153.3 | 1,493.0 | 273.7 |
| 相对上期的百分比变化 | | | | | | | | | | | | | |
| 发达市场 | | | | | | | | | | | | | |
| 澳大利亚 | 8.0 | -1.1 | 1.2 | 9.4 | -12.5 | 8.5 | 21.7 | 20.3 | 18.3 | ... | ... | ... | ... |
| 奥地利 | 10.5 | -8.3 | 4.2 | 14.2 | -3.0 | 28.5 | 57.0 | 41.7 | 20.5 | ... | ... | ... | ... |
| 比利时 | 7.7 | -6.4 | 11.9 | 5.7 | -29.7 | 8.7 | 29.5 | 21.7 | 19.2 | ... | ... | ... | ... |
| 加拿大 | 8.0 | -4.6 | 1.1 | 11.2 | -15.3 | 24.6 | 11.7 | 23.5 | 15.7 | ... | ... | ... | ... |
| 丹麦 | 5.6 | -5.2 | 9.6 | 11.5 | -29.7 | 22.4 | 19.4 | 41.5 | 22.3 | ... | ... | ... | ... |
| 芬兰 | 14.4 | -8.2 | 2.2 | 6.0 | -41.6 | -2.9 | -3.6 | 31.4 | 13.7 | ... | ... | ... | ... |
| 法国 | 10.4 | -4.7 | 5.8 | 5.9 | -34.0 | 14.6 | 7.9 | 24.2 | 17.8 | ... | ... | ... | ... |
| 德国 | 10.7 | -7.5 | 5.8 | 9.9 | -44.1 | 33.2 | 6.1 | 24.1 | 19.0 | ... | ... | ... | ... |
| 希腊 | 12.0 | -9.9 | 6.1 | 10.0 | -39.1 | 35.8 | 31.1 | 29.8 | 17.7 | ... | ... | ... | ... |
| 中国香港 | 6.7 | -1.4 | 6.0 | 13.6 | -20.6 | 31.9 | 20.9 | 4.5 | 26.7 | ... | ... | ... | ... |
| 爱尔兰 | 11.4 | -6.0 | 9.3 | 12.4 | -39.0 | 16.0 | 29.2 | 9.8 | 28.7 | ... | ... | ... | ... |
| 意大利 | 6.0 | -4.1 | 5.4 | 6.9 | -23.6 | 12.2 | 19.3 | 13.8 | 14.6 | ... | ... | ... | ... |
| 日本 | 6.2 | -7.6 | 2.1 | 5.9 | -19.4 | 21.6 | 9.7 | 42.9 | 6.1 | ... | ... | ... | ... |
| 荷兰 | 8.6 | -7.3 | 10.9 | 2.7 | -34.3 | 3.6 | 1.3 | 27.5 | 14.7 | ... | ... | ... | ... |
| 新西兰 | 4.4 | -8.3 | -0.6 | 11.7 | -4.4 | 19.6 | 18.0 | 2.4 | 6.3 | ... | ... | ... | ... |
| 挪威 | 19.5 | -7.8 | -1.8 | 20.2 | -29.7 | 38.1 | 36.2 | 34.2 | 30.2 | ... | ... | ... | ... |
| 葡萄牙 | 18.2 | -7.3 | 8.2 | 8.2 | -28.3 | 15.9 | 13.1 | 10.0 | 28.3 | ... | ... | ... | ... |
| 新加坡 | 8.0 | -3.3 | 5.8 | 18.5 | -18.4 | 31.4 | 14.2 | 12.8 | 30.9 | ... | ... | ... | ... |
| 西班牙 | 9.2 | -3.0 | 12.0 | 9.1 | -29.5 | 28.3 | 16.4 | 17.0 | 29.5 | ... | ... | ... | ... |
| 瑞典 | 11.7 | -11.1 | 8.7 | 11.9 | -43.1 | 32.9 | 23.7 | 29.5 | 20.8 | ... | ... | ... | ... |
| 瑞士 | 5.8 | -4.5 | 9.9 | 5.0 | -25.8 | 18.4 | 4.6 | 33.1 | 16.6 | ... | ... | ... | ... |
| 英国 | 6.0 | -2.4 | 2.3 | 4.7 | -25.7 | 14.4 | 7.7 | 16.0 | 10.7 | ... | ... | ... | ... |
| 美国 | 3.7 | -2.0 | 4.9 | 6.2 | -24.0 | 26.8 | 8.8 | 3.8 | 13.2 | ... | ... | ... | ... |

资料来源：数据由Morgan Stanley Capital International提供。地区和部门构成符合Morgan Stanley Capital International的定义。

1. 自1990年或开始编制指数时起。

表11. 汇率

(每一美元的货币单位数)

| | 2006年, 期末 | | | | 期末 | | | | | 12个月 中的最 高值 ¹ | 12个月 中的最 低值 ¹ | 全部时 间内的 最高值 ¹ | 全部时 间内的 最低值 ¹ |
|-------------------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | | | | |
| 新兴市场 | | | | | | | | | | | | | |
| 拉丁美洲 | | | | | | | | | | | | | |
| 阿根廷 | 3.08 | 3.09 | 3.10 | 3.06 | 3.36 | 2.93 | 2.97 | 3.03 | 3.06 | 3.03 | 3.11 | 0.98 | 3.86 |
| 巴西 | 2.16 | 2.17 | 2.17 | 2.14 | 3.54 | 2.89 | 2.66 | 2.34 | 2.14 | 2.06 | 2.35 | 0.00 | 3.95 |
| 智利 | 526.35 | 538.85 | 535.10 | 533.38 | 720.25 | 592.75 | 555.75 | 512.00 | 533.38 | 511.00 | 550.35 | 295.18 | 759.75 |
| 哥伦比亚 | 2,290.85 | 2,573.80 | 2,397.52 | 2,240.00 | 2,867.00 | 2,780.00 | 2,354.75 | 2,286.50 | 2,240.00 | 2,226.50 | 2,644.00 | 689.21 | 2,980.00 |
| 墨西哥 | 10.87 | 11.34 | 10.98 | 10.82 | 10.37 | 11.23 | 11.15 | 10.63 | 10.82 | 10.44 | 11.48 | 2.68 | 11.67 |
| 秘鲁 | 3.37 | 3.26 | 3.25 | 3.20 | 3.51 | 3.46 | 3.28 | 3.42 | 3.20 | 3.20 | 3.45 | 1.28 | 3.65 |
| 委内瑞拉 | 2,147 | 2,147 | 2,147 | 2,147 | 1,389 | 1,598 | 1,918 | 2,147 | 2,147 | 2,147 | 2,147 | 45 | 2,148 |
| 亚洲 | | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | 8.02 | 7.99 | 7.90 | 7.81 | 8.28 | 8.28 | 8.28 | 8.07 | 7.81 | 7.81 | 8.07 | 4.73 | 8.73 |
| 印度 | 44.62 | 46.04 | 45.92 | 44.26 | 47.98 | 45.62 | 43.46 | 45.05 | 44.26 | 44.12 | 46.99 | 16.92 | 49.05 |
| 印度尼西亚 | 9,070 | 9,263 | 9,223 | 8,994 | 8,950 | 8,420 | 9,270 | 9,830 | 8,994 | 8,703 | 9,815 | 1,977 | 16,650 |
| 韩国 | 972 | 949 | 947 | 930 | 1,186 | 1,192 | 1,035 | 1,010 | 930 | 914 | 1,008 | 684 | 1,963 |
| 马来西亚 | 3.68 | 3.67 | 3.69 | 3.53 | 3.80 | 3.80 | 3.80 | 3.78 | 3.53 | 3.53 | 3.78 | 2.44 | 4.71 |
| 巴基斯坦 | 60.12 | 60.21 | 60.55 | 60.88 | 58.25 | 57.25 | 59.42 | 59.79 | 60.88 | 59.77 | 60.95 | 21.18 | 64.35 |
| 菲律宾 | 51.05 | 53.13 | 50.25 | 49.01 | 53.60 | 55.54 | 56.23 | 53.09 | 49.01 | 49.01 | 53.52 | 23.10 | 56.46 |
| 中国台湾 | 32.46 | 32.38 | 33.10 | 32.59 | 34.63 | 33.96 | 31.74 | 32.83 | 32.59 | 31.33 | 33.32 | 24.48 | 35.19 |
| 泰国 | 38.88 | 38.12 | 37.57 | 35.45 | 43.11 | 39.62 | 38.92 | 41.03 | 35.45 | 35.19 | 41.03 | 23.15 | 55.50 |
| 欧洲、中东和非洲 | | | | | | | | | | | | | |
| 捷克共和国 | 23.50 | 22.27 | 22.32 | 20.82 | 30.07 | 25.71 | 22.42 | 24.55 | 20.82 | 20.82 | 24.55 | 20.82 | 42.17 |
| 埃及 | 5.75 | 5.76 | 5.74 | 5.71 | 4.62 | 6.17 | 6.09 | 5.74 | 5.71 | 5.71 | 5.77 | 3.29 | 6.25 |
| 匈牙利 | 217.88 | 221.39 | 215.30 | 190.29 | 224.47 | 208.70 | 181.02 | 212.97 | 190.29 | 190.29 | 224.21 | 90.20 | 317.56 |
| 以色列 | 4.66 | 4.43 | 4.30 | 4.22 | 4.74 | 4.39 | 4.32 | 4.61 | 4.22 | 4.17 | 4.72 | 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 | 11.48 | 11.34 | 11.42 | 11.70 | 9.80 | 10.08 | 11.09 | 11.94 | 11.70 | 11.13 | 12.06 | 7.75 | 12.06 |
| 波兰 | 3.24 | 3.18 | 3.13 | 2.90 | 3.83 | 3.73 | 3.01 | 3.25 | 2.90 | 2.85 | 3.29 | 1.72 | 4.71 |
| 俄罗斯 | 27.70 | 26.85 | 26.80 | 26.33 | 31.95 | 29.24 | 27.72 | 28.74 | 26.33 | 26.17 | 28.74 | 0.98 | 31.95 |
| 南非 | 6.18 | 7.17 | 7.77 | 7.01 | 8.57 | 6.68 | 5.67 | 6.33 | 7.01 | 5.96 | 7.88 | 2.50 | 12.45 |
| 土耳其 | 1.35 | 1.59 | 1.51 | 1.42 | 1.66 | 1.41 | 1.34 | 1.35 | 1.42 | 1.30 | 1.71 | 0.00 | 1.77 |
| 发达市场 | | | | | | | | | | | | | |
| 澳大利亚 ² | 0.72 | 0.74 | 0.75 | 0.79 | 0.56 | 0.75 | 0.78 | 0.73 | 0.79 | 0.70 | 0.79 | 0.84 | 0.48 |
| 加拿大 | 1.17 | 1.12 | 1.12 | 1.17 | 1.57 | 1.30 | 1.20 | 1.16 | 1.17 | 1.01 | 1.17 | 1.10 | 1.61 |
| 丹麦 | 6.16 | 5.83 | 5.88 | 5.65 | 7.08 | 5.91 | 5.49 | 6.30 | 5.65 | 5.59 | 6.31 | 5.34 | 9.00 |
| 欧元区 ² | 1.21 | 1.28 | 1.27 | 1.32 | 1.05 | 1.26 | 1.36 | 1.18 | 1.32 | 1.18 | 1.33 | 1.36 | 0.83 |
| 中国香港 | 7.76 | 7.77 | 7.79 | 7.78 | 7.80 | 7.76 | 7.77 | 7.75 | 7.78 | 7.75 | 7.79 | 7.70 | 7.82 |
| 日本 | 117.78 | 114.42 | 118.18 | 119.07 | 118.79 | 107.22 | 102.63 | 117.75 | 119.07 | 109.76 | 119.78 | 80.63 | 159.90 |
| 新西兰 ² | 0.62 | 0.61 | 0.65 | 0.70 | 0.52 | 0.66 | 0.72 | 0.68 | 0.70 | 0.60 | 0.71 | 0.74 | 0.39 |
| 挪威 | 6.55 | 6.22 | 6.53 | 6.24 | 6.94 | 6.67 | 6.08 | 6.74 | 6.24 | 5.99 | 6.84 | 5.51 | 9.58 |
| 新加坡 | 1.62 | 1.58 | 1.59 | 1.53 | 1.73 | 1.70 | 1.63 | 1.66 | 1.53 | 1.53 | 1.66 | 1.39 | 1.91 |
| 瑞典 | 7.80 | 7.20 | 7.33 | 6.85 | 8.69 | 7.19 | 6.66 | 7.94 | 6.85 | 6.77 | 7.98 | 5.09 | 11.03 |
| 瑞士 | 1.30 | 1.22 | 1.25 | 1.22 | 1.38 | 1.24 | 1.14 | 1.31 | 1.22 | 1.19 | 1.32 | 1.12 | 1.82 |
| 英国 ² | 1.74 | 1.85 | 1.87 | 1.96 | 1.61 | 1.79 | 1.92 | 1.72 | 1.96 | 1.72 | 1.98 | 2.01 | 1.37 |

表11 (续完)

| | 各期之间百分比变化 | | | | | | | | |
|-----------------|-----------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|
| | 2006年, 期末 | | | | 期末 | | | | |
| | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
| 新兴市场 | | | | | | | | | |
| 拉丁美洲 | | | | | | | | | |
| 阿根廷 | -1.7 | -0.1 | -0.6 | 1.4 | -70.2 | 14.7 | -1.4 | -1.9 | -1.0 |
| 巴西 | 7.9 | -0.1 | -0.2 | 1.6 | -34.7 | 22.4 | 8.9 | 13.7 | 9.4 |
| 智利 | -2.7 | -2.3 | 0.7 | 0.3 | -8.2 | 21.5 | 6.7 | 8.5 | -4.0 |
| 哥伦比亚 | -0.2 | -11.0 | 7.4 | 7.0 | -20.6 | 3.1 | 18.1 | 3.0 | 2.1 |
| 墨西哥 | -2.2 | -4.1 | 3.2 | 1.5 | -11.7 | -7.6 | 0.7 | 4.8 | -1.7 |
| 秘鲁 | 1.5 | 3.3 | 0.4 | 1.7 | -2.0 | 1.5 | 5.6 | -4.1 | 7.1 |
| 委内瑞拉 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -45.5 | -13.1 | -16.7 | -10.7 | 0.0 |
| 亚洲 | | | | | | | | | |
| 中国 | 0.7 | 0.3 | 1.1 | 1.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 2.6 | 3.4 |
| 印度 | 1.0 | -3.1 | 0.3 | 3.8 | 0.6 | 5.2 | 5.0 | -3.5 | 1.8 |
| 印度尼西亚 | 8.4 | -2.1 | 0.4 | 2.5 | 16.2 | 6.3 | -9.2 | -5.7 | 9.3 |
| 韩国 | 3.9 | 2.4 | 0.2 | 1.8 | 10.8 | -0.5 | 15.2 | 2.5 | 8.6 |
| 马来西亚 | 2.6 | 0.2 | -0.4 | 4.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.5 | 7.1 |
| 巴基斯坦 | -0.5 | -0.1 | -0.6 | -0.5 | 2.8 | 1.7 | -3.7 | -0.6 | -1.8 |
| 菲律宾 | 4.0 | -3.9 | 5.7 | 2.5 | -3.7 | -3.5 | -1.2 | 5.9 | 8.3 |
| 中国台湾 | 1.1 | 0.2 | -2.2 | 1.6 | 0.9 | 2.0 | 7.0 | -3.3 | 0.7 |
| 泰国 | 5.5 | 2.0 | 1.5 | 6.0 | 2.6 | 8.8 | 1.8 | -5.1 | 15.7 |
| 欧洲、中东和非洲 | | | | | | | | | |
| 捷克共和国 | 4.5 | 5.5 | -0.2 | 7.2 | 18.4 | 16.9 | 14.7 | -8.7 | 17.9 |
| 埃及 | -0.2 | -0.1 | 0.3 | 0.5 | -0.9 | -25.1 | 1.3 | 6.1 | 0.5 |
| 匈牙利 | -2.3 | -1.6 | 2.8 | 13.1 | 22.4 | 7.6 | 15.3 | -15.0 | 11.9 |
| 以色列 | -1.2 | 5.3 | 2.9 | 2.1 | -7.3 | 8.0 | 1.6 | -6.1 | 9.2 |
| 约旦 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | -0.1 |
| 摩洛哥 | 4.0 | 1.3 | -0.7 | -2.5 | -1.9 | -2.7 | -9.2 | -7.1 | 2.0 |
| 波兰 | 0.3 | 1.8 | 1.5 | 7.9 | 3.5 | 2.6 | 24.0 | -7.2 | 11.8 |
| 俄罗斯 | 3.7 | 3.2 | 0.2 | 1.8 | -4.5 | 9.3 | 5.5 | -3.6 | 9.2 |
| 南非 | 2.5 | -13.9 | -7.7 | 10.9 | 39.6 | 28.2 | 18.0 | -10.5 | -9.7 |
| 土耳其 | 0.2 | -15.1 | 4.9 | 6.7 | -12.4 | 17.7 | 4.7 | -0.6 | -4.7 |
| 发达市场 | | | | | | | | | |
| 澳大利亚 | -2.2 | 3.6 | 0.5 | 5.7 | 10.2 | 33.9 | 3.8 | -6.1 | 7.6 |
| 加拿大 | -0.6 | 4.7 | -0.2 | -4.1 | 1.3 | 21.2 | 7.9 | 3.4 | -0.3 |
| 丹麦 | 2.3 | 5.6 | -0.9 | 4.1 | 17.9 | 19.8 | 7.8 | -12.9 | 11.5 |
| 欧元区 | 2.3 | 5.5 | -0.9 | 4.1 | 18.0 | 20.0 | 7.6 | -12.6 | 11.4 |
| 中国香港 | -0.1 | -0.1 | -0.3 | 0.2 | 0.0 | 0.4 | -0.1 | 0.2 | -0.3 |
| 日本 | 0.0 | 2.9 | -3.2 | -0.7 | 10.8 | 10.8 | 4.5 | -12.8 | -1.1 |
| 新西兰 | -9.9 | -1.2 | 7.3 | 7.8 | 25.9 | 25.0 | 9.5 | -4.8 | 3.0 |
| 挪威 | 2.9 | 5.3 | -4.8 | 4.8 | 29.2 | 4.1 | 9.6 | -9.8 | 8.1 |
| 新加坡 | 2.9 | 2.1 | -0.3 | 3.5 | 6.4 | 2.1 | 4.2 | -1.9 | 8.4 |
| 瑞典 | 1.8 | 8.3 | -1.9 | 7.1 | 20.6 | 20.9 | 8.0 | -16.2 | 15.9 |
| 瑞士 | 0.7 | 6.6 | -2.2 | 2.6 | 20.0 | 11.7 | 8.7 | -13.2 | 7.7 |
| 英国 | 0.8 | 6.4 | 1.3 | 4.6 | 10.7 | 10.9 | 7.4 | -10.2 | 13.7 |

资料来源: Bloomberg L.P.的数据。

1.最高值表示对美元最大升值的价值,最低值表示对美元最大贬值的价值。“全部时间”指自1990年或该货币出现以来的时期。

2.每货币单位的美元数。

表12. 新兴市场债券指数：EMBI全球全部回报指数

| | 2006年，期末 | | | | 期末 | | | | | 12个月中的最高值 | 12个月中的最低值 | 全部时间内的最高值 | 全部时间内的最低值 |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | | | | |
| EMBI全球 | 355 | 348 | 370 | 385 | 225 | 283 | 316 | 350 | 385 | 386 | 342 | 386 | 64 |
| 拉丁美洲 | | | | | | | | | | | | | |
| 阿根廷 | 98 | 92 | 106 | 126 | 57 | 68 | 81 | 83 | 126 | 126 | 83 | 194 | 47 |
| 巴西 | 522 | 516 | 555 | 580 | 230 | 390 | 446 | 505 | 580 | 581 | 500 | 581 | 68 |
| 智利 | 176 | 175 | 182 | 185 | 150 | 162 | 172 | 178 | 185 | 187 | 174 | 187 | 98 |
| 哥伦比亚 | 264 | 252 | 271 | 283 | 169 | 201 | 228 | 256 | 283 | 284 | 247 | 284 | 70 |
| 多米尼加共和国 | 164 | 162 | 176 | 184 | 117 | 99 | 126 | 156 | 184 | 184 | 156 | 184 | 83 |
| 厄瓜多尔 | 702 | 687 | 681 | 561 | 230 | 464 | 562 | 636 | 561 | 750 | 561 | 750 | 61 |
| 萨尔瓦多 | 138 | 134 | 145 | 152 | 98 | 110 | 123 | 134 | 152 | 153 | 132 | 153 | 95 |
| 墨西哥 | 327 | 322 | 343 | 353 | 254 | 284 | 308 | 333 | 353 | 354 | 318 | 354 | 58 |
| 巴拿马 | 583 | 558 | 610 | 637 | 395 | 452 | 511 | 567 | 637 | 638 | 550 | 638 | 56 |
| 秘鲁 | 519 | 528 | 565 | 591 | 341 | 431 | 486 | 515 | 591 | 592 | 511 | 592 | 52 |
| 乌拉圭 | 156 | 146 | 162 | 177 | 62 | 97 | 130 | 151 | 177 | 177 | 144 | 177 | 38 |
| 委内瑞拉 | 595 | 571 | 602 | 634 | 281 | 393 | 484 | 562 | 634 | 635 | 558 | 635 | 59 |
| 亚洲 | | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | 256 | 256 | 267 | 271 | 230 | 241 | 253 | 260 | 271 | 274 | 254 | 274 | 98 |
| 印度尼西亚 | 136 | 136 | 146 | 154 | ... | ... | 121 | 133 | 154 | 154 | 132 | 154 | 98 |
| 马来西亚 | 211 | 209 | 219 | 224 | 176 | 194 | 207 | 215 | 224 | 226 | 208 | 226 | 64 |
| 菲律宾 | 349 | 342 | 368 | 394 | 230 | 261 | 280 | 337 | 394 | 394 | 337 | 394 | 81 |
| 越南 | 102 | 100 | 107 | 112 | ... | ... | ... | 101 | 112 | 112 | 98 | 112 | 98 |
| 欧洲、中东和非洲 | | | | | | | | | | | | | |
| 保加利亚 | 635 | 622 | 662 | 676 | 525 | 579 | 630 | 643 | 676 | 685 | 622 | 685 | 80 |
| 科特迪瓦 | 95 | 95 | 90 | 84 | 43 | 58 | 66 | 79 | 84 | 97 | 79 | 101 | 29 |
| 埃及 | 152 | 151 | 157 | 161 | 122 | 140 | 150 | 155 | 161 | 161 | 151 | 161 | 87 |
| 匈牙利 | 144 | 142 | 150 | 153 | 137 | 142 | 144 | 148 | 153 | 155 | 142 | 155 | 97 |
| 伊拉克 | 100 | 101 | 102 | 102 | ... | ... | ... | ... | 102 | 106 | 98 | 106 | 98 |
| 黎巴嫩 | 217 | 218 | 216 | 215 | 148 | 177 | 195 | 212 | 215 | 221 | 202 | 221 | 99 |
| 摩洛哥 | 288 | 292 | 296 | 299 | 237 | 262 | 268 | 285 | 299 | 299 | 285 | 299 | 73 |
| 尼日利亚 | 731 | 739 | 758 | 760 | 377 | 586 | 656 | 727 | 760 | 760 | 721 | 760 | 66 |
| 巴基斯坦 | 113 | 110 | 117 | 123 | 160 | 160 | 107 | 112 | 123 | 123 | 109 | 160 | 91 |
| 波兰 | 321 | 319 | 335 | 340 | 280 | 290 | 312 | 327 | 340 | 344 | 317 | 344 | 71 |
| 俄罗斯 | 531 | 523 | 554 | 568 | 348 | 426 | 475 | 538 | 568 | 571 | 517 | 571 | 26 |
| 塞尔维亚 ¹ | 110 | 102 | 110 | 117 | ... | ... | ... | 108 | 117 | 118 | 102 | 118 | 99 |
| 南非 | 334 | 328 | 344 | 350 | 271 | 297 | 323 | 337 | 350 | 353 | 324 | 353 | 99 |
| 突尼斯 | 141 | 139 | 147 | 149 | 112 | 127 | 138 | 143 | 149 | 150 | 138 | 150 | 98 |
| 土耳其 | 339 | 314 | 340 | 356 | 213 | 279 | 307 | 336 | 356 | 358 | 307 | 358 | 91 |
| 乌克兰 | 331 | 325 | 342 | 353 | 241 | 289 | 310 | 334 | 353 | 354 | 319 | 354 | 100 |
| 拉丁美洲 | 324 | 318 | 340 | 354 | 189 | 252 | 285 | 316 | 354 | 356 | 312 | 356 | 62 |
| 非拉丁美洲 | 414 | 404 | 428 | 443 | 291 | 342 | 374 | 413 | 443 | 444 | 399 | 444 | 72 |

表12 (续完)

| | 各期之间百分比变化 | | | | | | | | |
|-------------------|-----------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| | 2006年, 期末 | | | | 期末 | | | | |
| | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
| EMBI全球 | 1.5 | -2.1 | 6.6 | 3.8 | 13.1 | 25.7 | 11.7 | 10.7 | 9.9 |
| 拉丁美洲 | | | | | | | | | |
| 阿根廷 | 17.9 | -6.0 | 14.8 | 19.0 | -6.4 | 19.1 | 19.8 | 2.7 | 51.3 |
| 巴西 | 3.4 | -1.2 | 7.6 | 4.4 | -3.6 | 69.8 | 14.3 | 13.2 | 14.8 |
| 智利 | -0.9 | -0.4 | 3.9 | 1.5 | 15.8 | 8.3 | 6.0 | 3.2 | 4.1 |
| 哥伦比亚 | 3.1 | -4.3 | 7.2 | 4.7 | 13.3 | 19.4 | 13.2 | 12.4 | 10.7 |
| 多米尼加共和国 | 5.3 | -1.3 | 8.6 | 4.6 | 13.9 | -15.3 | 27.2 | 24.1 | 18.0 |
| 厄瓜多尔 | 10.4 | -2.2 | -0.9 | -17.6 | -4.7 | 101.5 | 21.1 | 13.2 | -11.8 |
| 萨尔瓦多 | 2.9 | -2.8 | 8.7 | 5.0 | ... | 11.9 | 11.5 | 8.8 | 14.1 |
| 墨西哥 | -1.7 | -1.4 | 6.4 | 2.8 | 16.1 | 11.6 | 8.6 | 8.1 | 6.0 |
| 巴拿马 | 2.8 | -4.3 | 9.3 | 4.4 | 11.9 | 14.4 | 13.0 | 11.1 | 12.3 |
| 秘鲁 | 0.9 | 1.8 | 7.0 | 4.5 | 10.8 | 26.6 | 12.6 | 6.0 | 14.8 |
| 乌拉圭 | 3.8 | -6.7 | 11.2 | 8.8 | -40.6 | 55.6 | 34.0 | 16.3 | 17.3 |
| 委内瑞拉 | 5.9 | -3.9 | 5.3 | 5.3 | 18.9 | 39.9 | 23.2 | 16.1 | 12.8 |
| 亚洲 | | | | | | | | | |
| 中国 | -1.5 | -0.1 | 4.2 | 1.6 | 13.6 | 4.5 | 5.1 | 3.0 | 4.1 |
| 印度尼西亚 | 2.0 | 0.1 | 7.4 | 5.7 | ... | ... | ... | 9.7 | 15.9 |
| 马来西亚 | -1.8 | -0.8 | 4.9 | 2.1 | 16.9 | 10.7 | 6.6 | 3.7 | 4.3 |
| 菲律宾 | 3.4 | -1.9 | 7.6 | 7.0 | 14.6 | 13.4 | 7.1 | 20.6 | 16.8 |
| 越南 | 0.8 | -2.2 | 6.7 | 5.1 | ... | ... | ... | ... | 10.6 |
| 欧洲、中东和非洲 | | | | | | | | | |
| 保加利亚 | -1.3 | -1.9 | 6.3 | 2.1 | 12.2 | 10.2 | 8.9 | 2.1 | 5.1 |
| 科特迪瓦 | 21.4 | 0.0 | -5.9 | -6.3 | -20.7 | 34.8 | 12.9 | 20.0 | 7.1 |
| 埃及 | -1.9 | -0.7 | 3.8 | 2.7 | 18.5 | 14.4 | 6.8 | 3.8 | 3.8 |
| 匈牙利 | -2.7 | -1.2 | 5.6 | 2.2 | 12.3 | 3.7 | 1.2 | 2.8 | 3.7 |
| 伊拉克 | ... | 1.0 | 0.6 | 0.7 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 黎巴嫩 | 2.6 | 0.4 | -0.9 | -0.5 | 14.1 | 19.5 | 9.9 | 8.7 | 1.6 |
| 摩洛哥 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.0 | 7.2 | 10.2 | 2.4 | 6.3 | 5.0 |
| 尼日利亚 | 0.5 | 1.2 | 2.5 | 0.3 | 3.3 | 55.8 | 11.9 | 10.7 | 4.6 |
| 巴基斯坦 | 1.7 | -2.7 | 6.0 | 5.2 | 31.3 | -0.2 | -33.3 | 4.5 | 10.3 |
| 波兰 | -1.9 | -0.7 | 5.0 | 1.5 | 14.2 | 3.7 | 7.5 | 5.0 | 3.8 |
| 俄罗斯 | -1.3 | -1.5 | 5.9 | 2.5 | 35.9 | 22.4 | 11.5 | 13.3 | 5.5 |
| 塞尔维亚 ¹ | 2.2 | -7.0 | 7.7 | 5.9 | ... | ... | ... | ... | 8.3 |
| 南非 | -1.0 | -1.8 | 5.1 | 1.5 | 22.9 | 9.6 | 8.8 | 4.3 | 3.7 |
| 突尼斯 | -1.7 | -1.1 | 5.3 | 1.4 | ... | 13.3 | 8.7 | 3.7 | 3.8 |
| 土耳其 | 1.1 | -7.4 | 8.2 | 4.7 | 21.1 | 30.8 | 10.0 | 9.5 | 6.1 |
| 乌克兰 | -0.9 | -1.8 | 5.2 | 3.5 | 21.0 | 19.8 | 7.2 | 7.7 | 5.9 |
| 拉丁美洲 | 2.5 | -2.0 | 7.0 | 4.2 | 6.8 | 33.0 | 13.4 | 10.9 | 11.9 |
| 非拉丁美洲 | 0.1 | -2.3 | 5.9 | 3.4 | 21.0 | 17.7 | 9.2 | 10.6 | 7.2 |

资料来源: JP Morgan Chase & Co.的数据。

1. 2006年以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全球收益率差幅
(基点)

| | 2006年，期末 | | | | 期末 | | | | | 12个月中的最高值 | 12个月中的最低值 | 全部时间内的最高值 | 全部时间内的最低值 |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|------------|
| | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | | | | |
| EMBI全球 | 191 | 218 | 208 | 171 | 725 | 403 | 347 | 237 | 171 | 237 | 170 | 1,631 | 170 |
| 拉丁美洲 | | | | | | | | | | | | | |
| 阿根廷 | 344 | 385 | 342 | 216 | 6,342 | 5,485 | 4,527 | 504 | 216 | 504 | 216 | 7,222 | 216 |
| 巴西 | 232 | 252 | 232 | 190 | 1,460 | 459 | 376 | 308 | 190 | 308 | 190 | 2,451 | 190 |
| 智利 | 73 | 83 | 85 | 84 | 176 | 90 | 64 | 80 | 84 | 90 | 67 | 260 | 52 |
| 哥伦比亚 | 174 | 239 | 202 | 161 | 633 | 427 | 332 | 244 | 161 | 265 | 146 | 1,076 | 146 |
| 多米尼加共和国 | 278 | 299 | 250 | 196 | 499 | 1,141 | 824 | 378 | 196 | 378 | 192 | 1,750 | 192 |
| 厄瓜多尔 | 503 | 506 | 608 | 920 | 1,801 | 799 | 690 | 661 | 920 | 920 | 436 | 4,764 | 436 |
| 萨尔瓦多 | 171 | 217 | 201 | 159 | 411 | 284 | 245 | 239 | 159 | ... | ... | ... | ... |
| 墨西哥 | 140 | 154 | 141 | 115 | 329 | 201 | 174 | 143 | 115 | 172 | 113 | 1,149 | 113 |
| 巴拿马 | 176 | 212 | 187 | 146 | 446 | 324 | 274 | 239 | 146 | 239 | 146 | 769 | 146 |
| 秘鲁 | 226 | 202 | 169 | 118 | 609 | 325 | 239 | 257 | 118 | 263 | 117 | 1,061 | 117 |
| 乌拉圭 | 223 | 307 | 254 | 185 | 1,228 | 636 | 388 | 298 | 185 | 311 | 185 | 1,982 | 185 |
| 委内瑞拉 | 190 | 226 | 233 | 183 | 1,131 | 586 | 403 | 313 | 183 | 313 | 161 | 2,658 | 161 |
| 亚洲 | | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | 68 | 65 | 67 | 51 | 84 | 58 | 57 | 68 | 51 | 70 | 50 | 364 | 39 |
| 印度尼西亚 | 213 | 220 | 205 | 153 | ... | ... | 244 | 269 | 153 | 273 | 153 | 433 | 153 |
| 马来西亚 | 86 | 97 | 89 | 66 | 212 | 100 | 78 | 82 | 66 | 99 | 65 | 1,141 | 65 |
| 菲律宾 | 233 | 259 | 232 | 155 | 522 | 415 | 457 | 302 | 155 | 305 | 153 | 993 | 153 |
| 越南 | 149 | 175 | 155 | 95 | ... | ... | ... | 190 | 95 | 197 | 95 | 197 | 95 |
| 欧洲、中东和非洲 | | | | | | | | | | | | | |
| 保加利亚 | 83 | 105 | 87 | 66 | 291 | 177 | 77 | 90 | 66 | 105 | 51 | 1,679 | 51 |
| 科特迪瓦 | 2,568 | 2,713 | 2,895 | 3,325 | 3,195 | 3,013 | 3,121 | 3,070 | 3,325 | 3,325 | 2,496 | 3,609 | 582 |
| 埃及 | 80 | 103 | 101 | 52 | 325 | 131 | 101 | 58 | 52 | 123 | 20 | 646 | 20 |
| 匈牙利 | 75 | 90 | 79 | 58 | 52 | 28 | 32 | 74 | 58 | 90 | 55 | 196 | -22 |
| 伊拉克 | 465 | 444 | 514 | 526 | ... | ... | ... | ... | 526 | 549 | 376 | 549 | 376 |
| 黎巴嫩 | 172 | 189 | 366 | 395 | 776 | 421 | 334 | 246 | 395 | 419 | 158 | 1,082 | 111 |
| 摩洛哥 | 87 | 54 | 90 | 72 | 390 | 160 | 170 | 75 | 72 | 112 | 48 | 1,606 | 48 |
| 尼日利亚 | 259 | 253 | 325 | 66 | 1,946 | 499 | 457 | 329 | 66 | 392 | 13 | 2,937 | 13 |
| 巴基斯坦 | 144 | 251 | 240 | 154 | 271 | ... | 233 | 198 | 154 | 273 | 122 | 2,225 | 122 |
| 波兰 | 64 | 69 | 61 | 47 | 185 | 76 | 69 | 62 | 47 | 77 | 42 | 410 | 17 |
| 俄罗斯 | 105 | 123 | 115 | 99 | 478 | 257 | 213 | 118 | 99 | 135 | 93 | 7,063 | 92 |
| 塞尔维亚 ¹ | 181 | 266 | 246 | 186 | ... | ... | ... | 238 | 186 | 285 | 165 | 322 | 165 |
| 南非 | 85 | 123 | 99 | 84 | 250 | 152 | 102 | 87 | 84 | 138 | 65 | 757 | 65 |
| 突尼斯 | 92 | 121 | 90 | 83 | 273 | 146 | 91 | 81 | 83 | 124 | 49 | 394 | 48 |
| 土耳其 | 182 | 294 | 256 | 207 | 696 | 309 | 264 | 223 | 207 | 328 | 168 | 1,196 | 168 |
| 乌克兰 | 198 | 257 | 218 | 172 | 671 | 258 | 255 | 184 | 172 | 282 | 160 | 2,314 | 157 |
| 拉丁美洲 | 208 | 231 | 218 | 180 | 981 | 518 | 415 | 272 | 180 | 272 | 179 | 1,532 | 179 |
| 非拉丁美洲 | 164 | 198 | 193 | 159 | 444 | 248 | 239 | 179 | 159 | 210 | 150 | 1,812 | 150 |

表13 (续完)

| | 各期之间百分比变化 | | | | | | | | |
|-------------------|-----------|------|------|------|------|--------|------|--------|------|
| | 2006年, 期末 | | | | 期末 | | | | |
| | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
| EMBI全球 | -46 | 27 | -10 | -37 | -3 | -322 | -56 | -110 | -66 |
| 拉丁美洲 | | | | | | | | | |
| 阿根廷 | -160 | 41 | -43 | -126 | 979 | -857 | -958 | -4,023 | -288 |
| 巴西 | -76 | 20 | -20 | -42 | 596 | -1,001 | -83 | -68 | -118 |
| 智利 | -7 | 10 | 2 | -1 | 1 | -86 | -26 | 16 | 4 |
| 哥伦比亚 | -70 | 65 | -37 | -41 | 125 | -206 | -95 | -88 | -83 |
| 多米尼加共和国 | -100 | 21 | -49 | -54 | 53 | 642 | -317 | -446 | -182 |
| 厄瓜多尔 | -158 | 3 | 102 | 312 | 568 | -1,002 | -109 | -29 | 259 |
| 萨尔瓦多 | -68 | 46 | -16 | -42 | ... | -127 | -39 | -6 | -80 |
| 墨西哥 | -3 | 14 | -13 | -26 | 23 | -128 | -27 | -31 | -28 |
| 巴拿马 | -63 | 36 | -25 | -41 | 42 | -122 | -50 | -35 | -93 |
| 秘鲁 | -31 | -24 | -33 | -51 | 88 | -284 | -86 | 18 | -139 |
| 乌拉圭 | -75 | 84 | -53 | -69 | 944 | -592 | -248 | -90 | -113 |
| 委内瑞拉 | -123 | 36 | 7 | -50 | 1 | -545 | -183 | -90 | -130 |
| 亚洲 | | | | | | | | | |
| 中国 | 0 | -3 | 2 | -16 | -15 | -26 | -1 | 11 | -17 |
| 印度尼西亚 | -56 | 7 | -15 | -52 | ... | ... | ... | 25 | -116 |
| 马来西亚 | 4 | 11 | -8 | -23 | 5 | -112 | -22 | 4 | -16 |
| 菲律宾 | -69 | 26 | -27 | -77 | 56 | -107 | 42 | -155 | -147 |
| 越南 | -41 | 26 | -20 | -60 | ... | ... | ... | ... | -95 |
| 欧洲、中东和非洲 | | | | | | | | | |
| 保加利亚 | -7 | 22 | -18 | -21 | -142 | -114 | -100 | 13 | -24 |
| 科特迪瓦 | -502 | 145 | 182 | 430 | 777 | -182 | 108 | -51 | 255 |
| 埃及 | 22 | 23 | -2 | -49 | -35 | -194 | -30 | -43 | -6 |
| 匈牙利 | 1 | 15 | -11 | -21 | -41 | -24 | 4 | 42 | -16 |
| 伊拉克 | ... | -21 | 70 | 12 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 黎巴嫩 | -74 | 17 | 177 | 29 | 131 | -355 | -87 | -88 | 149 |
| 摩洛哥 | 12 | -33 | 36 | -18 | -128 | -230 | 10 | -95 | -3 |
| 尼日利亚 | -70 | -6 | 72 | -259 | 843 | -1,447 | -42 | -128 | -263 |
| 巴基斯坦 | -54 | 107 | -11 | -86 | -844 | ... | 233 | -35 | -44 |
| 波兰 | 2 | 5 | -8 | -14 | -10 | -109 | -7 | -7 | -15 |
| 俄罗斯 | -13 | 18 | -8 | -16 | -191 | -221 | -44 | -95 | -19 |
| 塞尔维亚 ¹ | -57 | 85 | -20 | -60 | ... | ... | ... | ... | -52 |
| 南非 | -2 | 38 | -24 | -15 | -69 | -98 | -50 | -15 | -3 |
| 突尼斯 | 11 | 29 | -31 | -7 | ... | -127 | -55 | -10 | 2 |
| 土耳其 | -41 | 112 | -38 | -49 | -6 | -387 | -45 | -41 | -16 |
| 乌克兰 | 14 | 59 | -39 | -46 | -269 | -413 | -3 | -71 | -12 |
| 拉丁美洲 | -64 | 23 | -13 | -38 | 93 | -463 | -103 | -143 | -92 |
| 非拉丁美洲 | -15 | 34 | -5 | -34 | -79 | -196 | -9 | -60 | -20 |

资料来源: JP Morgan Chase & Co.的数据。

1. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。

表14. 新兴市场对外融资：债券、股权和贷款总额
(百万美元)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2006 | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|
| | | | | | | | | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 |
| 总计 | 216,841.9 | 148,946.0 | 133,282.8 | 195,744.8 | 276,541.2 | 401,288.8 | 483,460.0 | 101,324.5 | 121,399.9 | 97,267.0 | 163,468.5 |
| 非洲 | 10,006.9 | 6,169.3 | 7,014.0 | 10,862.0 | 11,359.9 | 11,601.3 | 11,650.7 | 4,529.4 | 3,816.2 | 1,914.3 | 1,390.8 |
| 阿尔及利亚 | ... | 50.0 | 150.0 | 40.0 | 271.7 | 412.7 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 安哥拉 | ... | 455.0 | 350.0 | 1,522.0 | 2,900.0 | 3,122.7 | 88.0 | 38.8 | 37.1 | 12.1 | ... |
| 博茨瓦纳 | ... | 22.5 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 布基纳法索 | ... | ... | ... | ... | ... | 11.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 喀麦隆 | ... | 53.8 | ... | 100.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 乍得 | ... | 300.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 刚果民主共和国 | 20.8 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 科特迪瓦 | ... | 15.0 | ... | ... | 100.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 吉布提 | ... | ... | ... | ... | 40.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 埃塞俄比亚 | ... | ... | ... | ... | 40.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 加蓬 | ... | ... | ... | ... | 22.0 | ... | 34.3 | 14.4 | 20.0 | ... | ... |
| 加纳 | 320.0 | 291.0 | 420.0 | 650.0 | 870.0 | 662.5 | 846.0 | 50.0 | ... | 796.0 | ... |
| 几内亚 | ... | ... | ... | ... | 70.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 肯尼亚 | 7.5 | 80.2 | ... | 134.0 | ... | 23.5 | 16.8 | 16.8 | ... | ... | ... |
| 马拉维 | ... | ... | ... | ... | 4.8 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 马里 | ... | ... | 150.4 | 287.6 | 288.9 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 毛里求斯 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 180.0 | 100.0 | ... | 80.0 | ... |
| 摩洛哥 | 56.4 | 136.1 | ... | 474.7 | ... | ... | 147.6 | 3.4 | 8.1 | 136.0 | ... |
| 莫桑比克 | ... | 160.0 | ... | 35.5 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 纳米比亚 | ... | ... | ... | 35.0 | ... | 50.0 | 100.0 | ... | ... | 50.0 | 50.0 |
| 尼日尔 | ... | ... | ... | 27.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 尼日利亚 | ... | 95.0 | 960.0 | 488.0 | 225.0 | 618.8 | 480.0 | ... | ... | ... | 480.0 |
| 塞内加尔 | ... | ... | 40.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 塞舌尔 | 40.5 | ... | 150.0 | ... | 80.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 南非 | 8,869.3 | 3,977.7 | 4,053.1 | 6,553.1 | 5,492.2 | 6,118.0 | 9,104.3 | 4,306.0 | 3,202.4 | 840.1 | 755.8 |
| 苏丹 | ... | ... | ... | ... | 31.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 坦桑尼亚 | 135.0 | ... | ... | ... | 210.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 突尼斯 | 557.4 | 533.0 | 740.5 | 485.2 | 924.4 | 582.1 | 473.5 | ... | 473.5 | ... | ... |
| 赞比亚 | ... | ... | ... | 30.0 | ... | ... | 105.0 | ... | ... | ... | 105.0 |
| 津巴布韦 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 75.1 | ... | 75.1 | ... | ... |
| 亚洲 | 84,015.3 | 55,888.3 | 52,129.0 | 85,939.6 | 116,367.8 | 145,731.1 | 194,248.8 | 37,313.5 | 46,989.0 | 33,934.9 | 76,011.4 |
| 孟加拉国 | ... | ... | ... | ... | 176.8 | ... | 32.6 | ... | 32.6 | ... | ... |
| 文莱 | ... | ... | 129.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 中国 | 9,226.9 | 4,254.8 | 4,256.1 | 12,842.9 | 22,850.1 | 34,914.2 | 51,748.0 | 3,435.6 | 17,167.3 | 5,673.9 | 25,471.1 |
| 中国香港 | 30,191.1 | 9,306.4 | 6,591.9 | 7,693.4 | 13,050.2 | 14,569.5 | 18,927.5 | 1,351.8 | 7,381.6 | 3,673.7 | 6,520.4 |
| 印度 | 3,428.0 | 2,065.5 | 1,360.0 | 3,775.7 | 13,059.7 | 18,829.5 | 31,163.9 | 7,153.9 | 4,141.0 | 3,937.9 | 15,931.1 |
| 印度尼西亚 | 1,185.1 | 971.9 | 618.0 | 5,198.2 | 3,636.1 | 5,255.2 | 6,316.9 | 2,102.0 | 521.5 | 365.8 | 3,327.7 |
| 韩国 | 15,105.2 | 16,181.2 | 15,909.3 | 17,244.1 | 23,916.0 | 34,985.6 | 37,442.3 | 11,761.0 | 8,997.7 | 8,268.1 | 8,415.6 |
| 老挝人民民主共和国 | ... | ... | ... | ... | 210.0 | 500.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 中国澳门 | 29.5 | ... | ... | ... | 357.0 | ... | 1,480.3 | ... | 800.0 | 680.3 | ... |
| 马来西亚 | 4,116.9 | 3,878.3 | 4,142.1 | 5,550.1 | 6,300.9 | 5,547.9 | 7,826.3 | 2,487.2 | 469.1 | 2,687.4 | 2,182.7 |
| 马绍尔群岛 | ... | ... | 34.7 | ... | ... | 24.0 | 170.0 | 170.0 | ... | ... | ... |
| 蒙古 | ... | ... | ... | ... | ... | 30.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 巴基斯坦 | ... | 182.5 | 85.0 | ... | 800.0 | 591.8 | 2,713.0 | 900.0 | 119.8 | ... | 771.0 |
| 巴布亚新几内亚 | ... | ... | ... | 153.7 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 922.2 |
| 菲律宾 | 4,548.1 | 3,263.8 | 5,396.2 | 5,727.3 | 6,056.3 | 5,681.6 | 8,876.1 | 2,468.3 | 58.3 | 1,698.4 | 4,651.1 |
| 新加坡 | 8,200.9 | 11,331.6 | 3,094.6 | 6,857.6 | 8,934.8 | 7,678.4 | 15,957.6 | 3,050.4 | 3,847.9 | 4,502.4 | 4,556.9 |
| 斯里兰卡 | 100.0 | 105.0 | ... | 186.0 | 135.0 | 367.0 | 128.7 | 9.7 | ... | 19.0 | 100.0 |
| 中国台湾 | 6,382.1 | 3,662.8 | 9,198.4 | 18,337.1 | 12,986.3 | 11,221.6 | 6,362.7 | 1,387.4 | 1,338.7 | 2,062.9 | 1,573.8 |
| 泰国 | 1,484.5 | 684.4 | 930.1 | 2,322.4 | 3,784.6 | 4,520.8 | 4,328.1 | 831.3 | 1,951.2 | 297.2 | 1,248.3 |
| 越南 | 17.0 | ... | 383.5 | 51.0 | 114.0 | 1,014.0 | 774.7 | 204.8 | 162.5 | 68.0 | 339.4 |
| 欧洲 | 41,018.8 | 21,727.4 | 29,940.0 | 46,459.3 | 72,717.6 | 102,213.1 | 139,298.0 | 27,058.6 | 30,502.3 | 35,175.7 | 46,561.4 |
| 阿塞拜疆 | ... | 16.0 | ... | ... | 1,005.0 | 383.7 | 911.2 | 750.0 | 35.0 | 0.3 | 126.0 |
| 白俄罗斯 | ... | ... | ... | 24.0 | ... | 32.0 | 298.0 | 45.3 | 47.7 | 121.3 | 83.8 |
| 保加利亚 | 8.9 | 230.4 | 1,260.8 | 322.5 | 818.1 | 573.7 | 507.5 | ... | 50.5 | ... | 457.0 |
| 克罗地亚 | 1,456.6 | 1,724.2 | 1,384.1 | 1,944.4 | 2,196.9 | 637.2 | 1,268.2 | ... | ... | 475.6 | 792.6 |
| 塞浦路斯 | 384.6 | 633.0 | 547.9 | 648.2 | 1,174.0 | 1,453.8 | 3,660.9 | 318.1 | 1,201.4 | 1,300.5 | 840.9 |
| 捷克共和国 | 127.1 | 485.1 | 453.4 | 1,518.8 | 2,904.1 | 2,169.5 | 1,435.6 | 105.0 | ... | 285.8 | 1,044.8 |
| 爱沙尼亚 | 232.4 | 202.1 | 333.9 | 457.3 | 1,187.7 | 693.5 | 449.4 | ... | 449.4 | ... | ... |

表14 (续完)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2006 | | | |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|
| | | | | | | | | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 |
| 欧洲 (续) | | | | | | | | | | | |
| 法罗群岛 | ... | ... | ... | ... | ... | 85.3 | 206.2 | ... | ... | ... | 206.2 |
| 格鲁吉亚 | ... | ... | ... | 6.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 直布罗陀 | 80.0 | 1,319.5 | ... | ... | ... | 2,168.9 | 2,371.7 | 1,934.2 | 437.5 | ... | ... |
| 匈牙利 | 1,252.9 | 1,347.2 | 1,040.2 | 3,870.4 | 8,134.5 | 8,687.5 | 7,597.4 | 3,490.5 | 1,002.4 | 1,072.6 | 2,031.9 |
| 哈萨克斯坦 | 449.6 | 573.5 | 1,043.5 | 2,200.0 | 5,093.2 | 5,457.9 | 15,929.0 | 1,883.1 | 2,125.4 | 3,737.9 | 8,182.6 |
| 吉尔吉斯共和国 | ... | ... | 95.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 拉脱维亚 | 23.0 | 212.1 | 74.6 | 70.7 | 889.3 | 391.3 | 1,401.3 | 237.5 | 293.5 | 656.5 | 213.8 |
| 立陶宛 | 679.4 | 247.3 | 374.3 | 431.7 | 888.2 | 1,222.0 | 1,241.7 | 485.4 | ... | ... | 756.2 |
| 马其顿 | ... | ... | ... | ... | 17.4 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 马耳他 | ... | 85.0 | ... | 114.7 | 392.7 | ... | 256.0 | ... | 60.0 | 196.0 | ... |
| 摩尔多瓦 | ... | ... | ... | ... | ... | 1.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 波兰 | 4,468.5 | 3,135.1 | 5,941.2 | 8,550.3 | 4,909.3 | 14,949.6 | 6,761.0 | 3,653.1 | 431.6 | 108.0 | 2,568.2 |
| 罗马尼亚 | 589.4 | 1,347.2 | 1,442.2 | 1,738.8 | 659.0 | 2,229.8 | 564.3 | 86.1 | 120.9 | 127.4 | 230.0 |
| 俄罗斯 | 8,312.5 | 2,831.2 | 8,534.5 | 12,238.8 | 22,532.1 | 37,062.1 | 60,941.1 | 9,042.8 | 12,809.2 | 20,554.4 | 18,534.7 |
| 塞尔维亚 ¹ | ... | ... | 19.4 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 斯洛伐克共和国 | 1,293.9 | 219.9 | 143.1 | 940.6 | 1,315.7 | 579.3 | 1,217.1 | 1,217.1 | ... | ... | ... |
| 斯洛文尼亚 | 672.7 | 827.2 | 309.3 | 394.8 | 1,430.8 | 1,881.5 | 1,672.5 | 215.5 | 1,124.9 | ... | 332.1 |
| 土耳其 | 19,819.8 | 6,271.3 | 6,382.5 | 9,549.5 | 14,734.5 | 18,521.6 | 25,501.3 | 3,070.3 | 10,193.1 | 5,383.2 | 6,854.7 |
| 乌克兰 | 1,127.4 | 15.0 | 514.0 | 1,400.0 | 2,434.9 | 3,031.8 | 5,101.7 | 524.5 | 120.0 | 1,156.2 | 3,301.0 |
| 乌兹别克斯坦 | 40.0 | 5.0 | 46.0 | 37.8 | ... | ... | 4.9 | ... | ... | ... | 4.9 |
| 中东 | | | | | | | | | | | |
| 巴林 | 1,477.0 | 202.0 | 922.6 | 2,326.6 | 1,767.0 | 3,070.9 | 3,787.1 | 795.0 | 819.1 | 670.0 | 1,503.0 |
| 埃及 | 909.5 | 2,500.0 | 670.0 | 155.0 | 1,138.7 | 3,395.1 | 3,323.2 | 257.8 | 2,777.9 | 200.0 | 87.5 |
| 伊朗伊斯兰共和国 | 757.7 | 887.0 | 2,666.4 | 700.0 | 1,942.7 | 1,928.8 | 134.8 | 73.8 | 43.3 | 17.7 | ... |
| 伊拉克 | ... | ... | ... | ... | ... | 107.8 | 2,877.0 | 2,877.0 | ... | ... | ... |
| 以色列 | 3,150.0 | 1,897.6 | 344.4 | 766.6 | 3,514.0 | 3,986.4 | 4,331.6 | 1,729.7 | 128.0 | 339.1 | 2,134.8 |
| 约旦 | 60.0 | ... | 80.9 | ... | 199.4 | ... | 60.0 | ... | ... | ... | 60.0 |
| 科威特 | 250.0 | 770.0 | 750.0 | 365.0 | 1,282.5 | 4,783.0 | 4,761.3 | 1,271.4 | 2,821.4 | 468.5 | 200.0 |
| 黎巴嫩 | 1,932.4 | 3,300.0 | 990.0 | 160.0 | 4,383.0 | 1,780.0 | 2,956.5 | 248.4 | 2,613.1 | ... | 95.0 |
| 利比亚 | 50.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 阿曼 | 600.0 | ... | 2,332.0 | 818.3 | 1,328.6 | 4,747.1 | 3,245.4 | 250.0 | ... | 2,970.4 | 25.0 |
| 卡塔尔 | 1,980.0 | 895.0 | 1,536.7 | 880.8 | 2,042.7 | 10,418.5 | 11,425.4 | 2,765.2 | 2,283.2 | 2,241.6 | 4,135.4 |
| 沙特阿拉伯 | 2,200.9 | 275.0 | 280.0 | 839.5 | 2,214.0 | 4,981.0 | 8,772.7 | 2,007.0 | 5,650.2 | 89.5 | 1,026.0 |
| 阿拉伯联合酋长国 | 2,045.0 | 520.7 | 370.0 | 1,942.6 | 2,741.0 | 17,402.6 | 27,357.7 | 3,391.0 | 9,062.1 | 4,240.9 | 10,663.8 |
| 拉丁美洲 | | | | | | | | | | | |
| 阿根廷 | 16,643.5 | 5,017.9 | 824.2 | 130.0 | 1,882.4 | 22,180.6 | 2,814.9 | 969.4 | 550.0 | 325.5 | 970.0 |
| 玻利维亚 | ... | 10.0 | 90.0 | ... | 116.0 | 123.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 巴西 | 21,454.1 | 19,265.6 | 11,119.4 | 12,908.6 | 15,834.0 | 24,962.2 | 25,837.9 | 7,383.1 | 5,868.5 | 6,368.9 | 6,217.4 |
| 智利 | 5,747.5 | 4,335.3 | 2,959.6 | 4,631.0 | 6,439.9 | 5,956.0 | 5,279.3 | 1,048.5 | 1,760.4 | 1,117.1 | 1,353.3 |
| 哥伦比亚 | 3,028.2 | 4,974.8 | 2,096.0 | 1,911.2 | 1,626.8 | 2,780.9 | 4,915.6 | 238.1 | 365.0 | 2,300.1 | 2,012.4 |
| 哥斯达黎加 | 250.0 | 365.0 | 250.0 | 490.0 | 310.0 | 117.2 | 1.7 | ... | ... | 1.7 | ... |
| 古巴 | ... | ... | ... | ... | 69.8 | 1.9 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 多米尼加共和国 | 74.0 | 531.1 | 258.0 | 650.4 | 140.5 | 244.4 | 721.9 | 304.9 | 40.0 | 112.0 | 265.0 |
| 厄瓜多尔 | ... | 910.0 | 10.0 | ... | ... | 712.5 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 萨尔瓦多 | 160.0 | 421.5 | 1,391.5 | 381.0 | 467.0 | 454.5 | 1,309.6 | ... | 400.0 | 721.6 | 188.0 |
| 格林纳达 | ... | ... | 100.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 瓜德罗普岛 | ... | ... | 17.4 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 危地马拉 | 505.0 | 325.0 | 44.0 | 300.0 | 439.3 | 365.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 海地 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 96.5 | ... | 56.5 | ... | 40.0 |
| 洪都拉斯 | ... | ... | ... | ... | 169.0 | 4.6 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 牙买加 | 421.0 | 821.5 | 345.0 | 49.6 | 903.2 | 1,466.6 | 1,268.4 | 350.0 | 568.4 | 150.0 | 200.0 |
| 墨西哥 | 14,299.4 | 12,348.0 | 10,040.6 | 16,964.3 | 18,832.8 | 16,314.4 | 16,315.4 | 4,745.6 | 3,351.4 | 2,011.9 | 6,206.5 |
| 尼加拉瓜 | ... | ... | ... | ... | 22.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 巴拉圭 | ... | 70.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 秘鲁 | 465.4 | 237.5 | 1,993.0 | 1,375.0 | 1,475.7 | 2,184.2 | 1,478.8 | 305.0 | 101.9 | 150.0 | 921.9 |
| 圣卢西亚 | ... | ... | ... | 20.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 特立尼达和多巴哥 | 280.0 | 70.0 | 303.0 | 46.0 | 415.0 | 100.0 | 2,454.4 | 400.0 | 812.1 | 1,242.3 | ... |
| 乌拉圭 | 797.1 | 1,147.4 | 400.0 | ... | ... | 1,061.3 | 2,700.0 | 1,000.0 | ... | 500.0 | 1,200.0 |
| 委内瑞拉 | 2,263.3 | 3,063.4 | 1,015.0 | 3,672.5 | 4,399.1 | 6,112.6 | 35.3 | 12.1 | 20.0 | 3.2 | ... |

资料来源：国际货币基金组织的“债券、股票和贷款”数据库，该数据库取自Dealogic公司。

1. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。

表15. 新兴市场对外融资：债券发行情况

(百万美元)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2006 | | | |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | | | | | | | | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 |
| 发展中国家 | 82,994.7 | 80,710.7 | 64,628.1 | 100,538.9 | 135,345.4 | 188,542.2 | 174,841.2 | 49,646.3 | 35,387.2 | 32,640.8 | 57,167.0 |
| 非洲 | 2,119.4 | 1,509.6 | 2,161.1 | 4,357.8 | 2,495.4 | 3,059.2 | 5,904.6 | 1,948.8 | 2,411.9 | 840.1 | 703.7 |
| 摩洛哥 | ... | ... | ... | 464.9 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 南非 | 1,656.3 | 1,047.7 | 1,511.1 | 3,535.9 | 1,950.9 | 2,568.3 | 5,904.6 | 1,948.8 | 2,411.9 | 840.1 | 703.7 |
| 突尼斯 | 463.1 | 462.0 | 650.0 | 357.0 | 544.5 | 490.9 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 亚洲 | 23,067.7 | 27,946.0 | 24,336.7 | 37,076.9 | 52,125.4 | 52,601.1 | 55,784.3 | 14,913.2 | 12,761.3 | 13,471.5 | 14,638.3 |
| 中国 | 652.7 | 2,341.9 | 340.0 | 2,039.2 | 4,888.1 | 3,953.9 | 3,057.0 | 333.3 | 499.6 | 695.7 | 1,528.5 |
| 中国香港 | 3,998.3 | 2,950.3 | 1,923.3 | 2,160.6 | 3,725.3 | 6,457.9 | 5,057.0 | 565.6 | 2,539.4 | 225.0 | 1,727.0 |
| 印度 | 689.3 | 99.3 | 153.0 | 450.0 | 4,631.0 | 4,247.7 | 5,979.5 | 2,396.9 | 1,334.1 | 1,169.5 | 1,079.0 |
| 印度尼西亚 | ... | 137.0 | 275.0 | 609.0 | 1,363.5 | 3,217.7 | 3,000.0 | 2,000.0 | ... | ... | 1,000.0 |
| 韩国 | 8,505.6 | 7,279.7 | 9,071.5 | 11,880.1 | 17,529.2 | 19,426.9 | 20,375.2 | 3,928.6 | 5,008.6 | 6,394.0 | 5,043.9 |
| 马来西亚 | 1,119.7 | 1,816.1 | 1,280.0 | 1,142.5 | 1,414.5 | 2,303.1 | 3,372.4 | 1,200.0 | ... | 1,772.4 | 400.0 |
| 巴基斯坦 | ... | ... | ... | ... | 500.0 | ... | 1,050.0 | 800.0 | ... | ... | 250.0 |
| 菲律宾 | 2,467.3 | 1,842.4 | 4,773.8 | 4,449.6 | 4,458.1 | 3,900.0 | 4,619.0 | 2,214.8 | ... | 1,654.2 | 750.0 |
| 新加坡 | 3,886.8 | 9,048.2 | 826.3 | 4,534.8 | 4,856.0 | 3,203.2 | 5,820.3 | 684.0 | 2,654.5 | 816.8 | 1,665.0 |
| 斯里兰卡 | ... | ... | ... | ... | 100.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 中国台湾 | 1,748.0 | 2,152.4 | 5,645.8 | 9,511.0 | 7,259.7 | 2,898.1 | 2,289.0 | 400.0 | 525.0 | 634.0 | 730.0 |
| 泰国 | ... | 278.6 | 48.0 | 300.0 | 1,400.0 | 2,242.6 | 1,165.0 | 390.0 | 200.0 | 110.0 | 465.0 |
| 越南 | ... | ... | ... | ... | ... | 750.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 欧洲 | 18,521.8 | 10,981.3 | 15,342.0 | 24,173.1 | 37,169.3 | 54,692.3 | 57,596.6 | 16,774.2 | 10,110.2 | 8,664.1 | 22,048.2 |
| 阿塞拜疆 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 保加利亚 | ... | 223.4 | 1,247.8 | 62.1 | 10.0 | 385.4 | 221.4 | ... | ... | ... | 221.4 |
| 克罗地亚 | 858.0 | 934.0 | 847.5 | 983.6 | 1,651.0 | ... | 383.5 | ... | ... | 191.8 | 191.7 |
| 塞浦路斯 | ... | 480.5 | 479.8 | 648.2 | 1,174.0 | 1,133.1 | 1,601.4 | ... | 1,201.4 | 400.0 | ... |
| 捷克共和国 | ... | 50.7 | 428.4 | 337.7 | 2,538.6 | 1,324.5 | 908.3 | ... | ... | 274.9 | 633.4 |
| 爱沙尼亚 | 171.4 | 65.5 | 292.6 | 323.3 | 964.8 | 427.3 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 直布罗陀 | ... | 1,319.5 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 匈牙利 | 540.8 | 1,247.8 | 70.5 | 2,447.5 | 5,751.0 | 7,340.3 | 7,537.3 | 3,490.5 | 1,002.4 | 1,012.5 | 2,031.9 |
| 哈萨克斯坦 | 370.0 | 250.0 | 509.0 | 825.0 | 3,225.0 | 2,850.0 | 6,354.5 | 1,706.1 | 1,600.0 | 1,182.5 | 1,865.9 |
| 拉脱维亚 | ... | 180.8 | ... | ... | 536.1 | 125.4 | 246.8 | ... | 246.8 | ... | ... |
| 立陶宛 | 376.2 | 222.4 | 355.6 | 431.7 | 815.7 | 780.6 | 1,241.7 | 485.4 | ... | ... | 756.2 |
| 波兰 | 724.9 | 1,155.8 | 2,679.9 | 5,220.3 | 3,526.5 | 11,812.8 | 4,632.4 | 3,628.0 | 181.7 | ... | 822.7 |
| 罗马尼亚 | 259.5 | 908.6 | 1,062.2 | 813.6 | ... | 1,199.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 俄罗斯 | 4,660.0 | 1,073.7 | 3,430.0 | 4,455.0 | 7,129.9 | 15,436.7 | 20,826.8 | 3,307.0 | 4,585.1 | 2,652.2 | 10,282.5 |
| 斯洛伐克共和国 | 809.5 | 219.9 | 143.1 | 861.3 | 1,198.8 | ... | 1,217.1 | 1,217.1 | ... | ... | ... |
| 斯洛文尼亚 | 384.7 | 490.0 | 30.2 | ... | 66.3 | 156.7 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 土耳其 | 8,239.3 | 2,158.7 | 3,266.3 | 5,453.8 | 6,266.5 | 9,621.9 | 9,310.4 | 2,493.4 | 1,292.9 | 2,291.7 | 3,232.4 |
| 乌克兰 | 1,127.4 | ... | 499.0 | 1,310.0 | 2,315.0 | 2,098.4 | 3,115.1 | 446.6 | ... | 658.5 | 2,010.0 |
| 中东 | 4,875.6 | 6,285.7 | 3,964.2 | 2,706.6 | 10,155.0 | 17,907.3 | 24,641.5 | 5,746.4 | 6,785.7 | 2,290.2 | 9,819.2 |
| 巴林 | 288.5 | ... | 582.6 | 1,326.6 | 292.0 | 1,299.7 | 1,120.0 | 720.0 | ... | 300.0 | 100.0 |
| 埃及 | ... | 1,500.0 | ... | ... | ... | 1,250.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 伊朗伊斯兰共和国 | ... | ... | 986.3 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 伊拉克 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 2,700.0 | 2,700.0 | ... | ... | ... |
| 以色列 | 1,254.7 | 1,485.7 | 344.4 | 750.0 | 2,520.0 | 905.1 | 2,892.5 | 1,392.5 | ... | ... | 1,500.0 |
| 约旦 | ... | ... | 80.9 | ... | 145.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 科威特 | ... | ... | 750.0 | 200.0 | 500.0 | 500.0 | 534.7 | 19.3 | 515.3 | ... | ... |
| 黎巴嫩 | 1,932.4 | 3,300.0 | 990.0 | 160.0 | 4,383.0 | 1,780.0 | 2,613.1 | ... | 2,613.1 | ... | ... |
| 阿曼 | ... | ... | ... | ... | 250.0 | ... | 25.0 | ... | ... | ... | 25.0 |
| 卡塔尔 | 1,400.0 | ... | ... | ... | 665.0 | 2,250.0 | 3,040.0 | ... | 650.0 | 1,550.0 | 840.0 |
| 沙特阿拉伯 | ... | ... | ... | 270.0 | ... | 1,300.0 | 1,951.8 | ... | 1,393.3 | 58.5 | 500.0 |
| 阿拉伯联合酋长国 | ... | ... | 230.0 | ... | 1,400.0 | 8,622.4 | 9,764.4 | 914.5 | 1,614.0 | 381.7 | 6,854.2 |
| 拉丁美洲 | 34,410.1 | 33,988.1 | 18,824.1 | 32,224.4 | 33,400.4 | 60,282.3 | 30,914.3 | 10,263.8 | 3,318.1 | 7,374.8 | 9,957.6 |
| 阿根廷 | 13,024.8 | 3,094.5 | ... | 100.0 | 1,115.4 | 19,092.6 | 1,745.5 | 200.0 | 250.0 | 325.5 | 970.0 |
| 巴西 | 10,607.1 | 12,053.4 | 6,809.5 | 11,718.8 | 9,573.2 | 17,683.2 | 11,699.7 | 4,039.1 | 875.0 | 3,524.2 | 3,261.3 |
| 智利 | 679.7 | 1,936.0 | 1,728.9 | 2,900.0 | 2,350.0 | 900.0 | 1,100.0 | 200.0 | 200.0 | 200.0 | 500.0 |
| 哥伦比亚 | 1,547.2 | 4,343.1 | 1,000.0 | 1,765.0 | 1,543.8 | 2,432.1 | 3,176.6 | 238.1 | 170.0 | 2,300.1 | 468.4 |
| 哥斯达黎加 | 250.0 | 250.0 | 250.0 | 490.0 | 310.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 多米尼加共和国 | ... | 500.0 | ... | 600.0 | ... | 196.6 | 550.0 | 300.0 | ... | ... | 250.0 |
| 厄瓜多尔 | ... | ... | ... | ... | ... | 650.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 萨尔瓦多 | 50.0 | 353.5 | 1,391.5 | 348.5 | 286.5 | 375.0 | 625.0 | ... | 400.0 | 225.0 | ... |
| 格林纳达 | ... | ... | 100.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 危地马拉 | ... | 325.0 | ... | 300.0 | 380.0 | 200.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 牙买加 | 421.0 | 815.7 | 300.0 | ... | 806.9 | 1,050.0 | 880.0 | 350.0 | 180.0 | 150.0 | 200.0 |
| 墨西哥 | 6,453.4 | 7,881.7 | 4,914.1 | 9,082.1 | 11,369.0 | 8,455.7 | 7,109.4 | 3,436.6 | 760.0 | 150.0 | 2,762.8 |
| 秘鲁 | ... | 100.0 | 1,930.0 | 1,250.0 | 1,305.7 | 2,157.1 | 445.0 | 100.0 | ... | ... | 345.0 |
| 特立尼达和多巴哥 | 250.0 | ... | ... | ... | 100.0 | 100.0 | 883.1 | 400.0 | 483.1 | ... | ... |
| 乌拉圭 | 637.6 | 1,106.1 | 400.0 | ... | ... | 1,061.3 | 2,700.0 | 1,000.0 | ... | 500.0 | 1,200.0 |
| 委内瑞拉 | 489.4 | 1,229.1 | ... | 3,670.0 | 4,260.0 | 5,928.7 | ... | ... | ... | ... | ... |

资料来源：国际货币基金组织的“债券、股票和贷款”数据库，该数据库取自Dealogic公司。

表16. 新兴市场对外融资：股票发行情况
(百万美元)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2006 | | | |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | | | | | | | | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 |
| 发展中国家 | 46,192.1 | 12,098.7 | 16,571.9 | 27,825.1 | 45,343.2 | 78,490.1 | 119,809.2 | 22,348.6 | 30,083.9 | 20,782.6 | 46,594.0 |
| 非洲 | 103.3 | 150.9 | 340.5 | 919.6 | 1,855.7 | 924.7 | 2,367.7 | 2,107.2 | 75.1 | 133.3 | 52.1 |
| 科特迪瓦 | ... | ... | ... | ... | 100.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 摩洛哥 | 56.4 | 6.8 | ... | ... | ... | ... | 133.3 | ... | ... | 133.3 | ... |
| 南非 | 46.9 | 144.1 | 340.5 | 919.6 | 1,724.7 | 924.7 | 2,159.2 | 2,107.2 | ... | ... | 52.1 |
| 苏丹 | ... | ... | ... | ... | 31.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 津巴布韦 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 75.1 | ... | 75.1 | ... | ... |
| 亚洲 | 35,177.8 | 10,339.1 | 12,554.6 | 24,252.5 | 35,273.6 | 58,531.0 | 77,598.6 | 11,879.1 | 25,267.4 | 6,691.8 | 33,760.3 |
| 中国 | 7,554.2 | 1,570.0 | 2,475.0 | 6,415.7 | 14,406.6 | 26,003.9 | 41,985.6 | 2,140.8 | 14,029.2 | 2,396.4 | 23,419.2 |
| 中国香港 | 17,601.1 | 1,638.0 | 2,880.6 | 2,962.2 | 5,247.8 | 4,675.3 | 8,527.3 | 75.3 | 3,738.7 | 1,367.3 | 3,346.0 |
| 印度 | 1,791.0 | 467.2 | 264.8 | 1,299.7 | 3,937.6 | 6,708.4 | 7,772.3 | 2,030.9 | 1,878.2 | 286.9 | 3,576.3 |
| 印度尼西亚 | 27.8 | 347.2 | 281.0 | 1,096.7 | 535.2 | 1,283.5 | 665.9 | ... | 52.0 | 204.3 | 409.7 |
| 韩国 | 978.6 | 3,676.4 | 1,553.7 | 1,222.6 | 3,223.3 | 7,814.9 | 7,329.8 | 4,586.2 | 2,577.0 | 97.6 | 69.0 |
| 中国澳门 | 29.5 | ... | ... | ... | ... | ... | 0.3 | ... | ... | 0.3 | ... |
| 马来西亚 | ... | 15.4 | 888.4 | 618.1 | 887.2 | 735.2 | 217.3 | ... | ... | 197.5 | 19.7 |
| 巴基斯坦 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 922.2 | ... | ... | ... | ... |
| 巴布亚新几内亚 | ... | ... | ... | 153.7 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 922.2 |
| 菲律宾 | 194.6 | ... | 11.3 | ... | 114.9 | 535.8 | 756.0 | 253.6 | 58.3 | ... | 444.2 |
| 新加坡 | 2,949.9 | 1,272.9 | 929.6 | 1,168.7 | 2,472.7 | 2,635.9 | 3,687.6 | 1,757.8 | 712.3 | 678.6 | 538.9 |
| 斯里兰卡 | ... | ... | ... | ... | ... | 55.5 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 中国台湾 | 4,007.1 | 1,126.6 | 3,213.9 | 8,276.3 | 3,350.0 | 7,602.6 | 3,644.5 | 720.3 | 758.1 | 1,374.4 | 791.8 |
| 泰国 | 44.0 | 225.3 | 56.3 | 1,038.7 | 1,098.4 | 479.7 | 1,772.4 | 109.4 | 1,351.2 | 88.5 | 223.3 |
| 越南 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 317.3 | 204.8 | 112.5 | ... | ... |
| 欧洲 | 3,784.4 | 259.4 | 1,681.7 | 1,809.0 | 5,287.3 | 10,276.1 | 24,592.4 | 2,487.9 | 1,479.6 | 12,401.9 | 8,223.0 |
| 克罗地亚 | ... | 22.3 | ... | ... | ... | ... | 220.0 | ... | ... | ... | 220.0 |
| 塞浦路斯 | 298.4 | ... | ... | ... | ... | 320.7 | 1,181.7 | 233.1 | ... | 107.7 | 840.9 |
| 捷克共和国 | ... | ... | ... | 824.6 | 174.4 | 295.1 | 287.2 | ... | ... | ... | 287.3 |
| 爱沙尼亚 | ... | ... | 41.3 | ... | ... | 266.2 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 直布罗陀 | ... | ... | ... | ... | ... | 2,168.9 | 437.5 | ... | 437.5 | ... | ... |
| 匈牙利 | 19.1 | ... | ... | 13.2 | 884.7 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 哈萨克斯坦 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 3,953.8 | ... | ... | 2,255.4 | 1,698.4 |
| 拉脱维亚 | ... | ... | 22.7 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 立陶宛 | 150.5 | ... | ... | ... | ... | 51.2 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 波兰 | 403.2 | ... | 245.4 | 602.6 | 841.4 | 944.0 | 712.1 | 25.2 | 41.9 | 108.0 | 537.1 |
| 罗马尼亚 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 172.5 | ... | ... | ... | 172.5 |
| 俄罗斯 | 476.2 | 237.1 | 1,301.0 | 368.7 | 2,480.1 | 6,210.0 | 17,596.3 | 2,229.7 | 1,000.2 | 9,905.5 | 4,460.9 |
| 土耳其 | 2,437.1 | ... | 71.4 | ... | 906.5 | ... | 6.0 | ... | ... | ... | 6.0 |
| 乌克兰 | ... | ... | ... | ... | ... | 19.9 | 25.3 | ... | ... | 25.3 | ... |
| 中东 | 1,974.7 | 86.8 | ... | 16.6 | 868.5 | 2,963.3 | 3,365.6 | 2,154.4 | 780.2 | 31.5 | 399.5 |
| 巴林 | ... | ... | ... | ... | ... | 81.2 | 581.8 | ... | 581.8 | ... | ... |
| 埃及 | 319.4 | ... | ... | ... | 141.0 | 678.3 | 257.8 | 257.8 | ... | ... | ... |
| 以色列 | 1,655.3 | 86.8 | ... | 16.6 | 624.0 | 1,157.5 | 342.3 | 57.2 | 125.2 | ... | 159.8 |
| 约旦 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 黎巴嫩 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 248.4 | 248.4 | ... | ... | ... |
| 阿曼 | ... | ... | ... | ... | 23.6 | 148.4 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 卡塔尔 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 1,133.2 | 1,133.2 | ... | ... | ... |
| 沙特阿拉伯 | ... | ... | ... | ... | 80.0 | ... | 59.2 | 59.2 | ... | ... | ... |
| 阿拉伯联合酋长国 | ... | ... | ... | ... | ... | 898.0 | 742.8 | 398.5 | 73.1 | 31.5 | 239.6 |
| 拉丁美洲 | 5,151.9 | 1,262.5 | 1,995.0 | 827.4 | 2,058.2 | 5,795.2 | 11,884.8 | 3,720.1 | 2,481.5 | 1,524.0 | 4,159.3 |
| 阿根廷 | 393.1 | 34.4 | ... | ... | ... | ... | 769.4 | 769.4 | ... | ... | ... |
| 巴西 | 3,102.5 | 1,228.1 | 1,148.5 | 287.4 | 1,651.0 | 3,433.1 | 8,713.0 | 2,059.4 | 2,366.7 | 1,524.0 | 2,763.0 |
| 智利 | ... | ... | ... | ... | 266.4 | 522.7 | 603.3 | ... | ... | ... | 603.3 |
| 多米尼加共和国 | 74.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 墨西哥 | 1,582.3 | ... | 846.6 | 540.0 | 140.8 | 1,839.3 | 1,222.3 | 891.4 | 114.8 | ... | 216.1 |
| 秘鲁 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 576.9 | ... | ... | ... | 576.9 |

资料来源：国际货币基金组织的“债券、股票和贷款”数据库，该数据库取自Dealogic公司。

表17. 新兴市场对外融资：银团贷款
(百万美元)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2006 | | | |
|-----------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | | | | | | | | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 |
| 总计 | 87,655.1 | 56,136.7 | 52,082.8 | 67,380.8 | 95,852.7 | 134,256.5 | 188,809.6 | 29,329.7 | 55,928.8 | 43,843.6 | 59,707.5 |
| 非洲 | 7,784.2 | 4,508.8 | 4,512.4 | 5,584.6 | 7,008.9 | 7,617.4 | 3,378.4 | 473.4 | 1,329.2 | 940.8 | 635.0 |
| 阿尔及利亚 | ... | 50.0 | 150.0 | 40.0 | 271.7 | 412.7 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 安哥拉 | ... | 455.0 | 350.0 | 1,522.0 | 2,900.0 | 3,122.7 | 88.0 | 38.8 | 37.1 | 12.1 | ... |
| 博茨瓦纳 | ... | 22.5 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 布基纳法索 | ... | ... | ... | ... | ... | 11.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 喀麦隆 | ... | 53.8 | ... | 100.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 乍得 | ... | 300.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 刚果民主共和国 | 20.8 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 科特迪瓦 | ... | 15.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 吉布提 | ... | ... | ... | ... | 40.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 埃塞俄比亚 | ... | ... | ... | ... | 40.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 加蓬 | ... | ... | ... | ... | 22.0 | ... | 34.3 | 14.4 | 20.0 | ... | ... |
| 加纳 | 320.0 | 291.0 | 420.0 | 650.0 | 870.0 | 662.5 | 846.0 | 50.0 | ... | 796.0 | ... |
| 几内亚 | ... | ... | ... | ... | 70.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 肯尼亚 | 7.5 | 80.2 | ... | 134.0 | ... | 23.5 | 16.8 | 16.8 | ... | ... | ... |
| 马拉维 | ... | ... | ... | ... | 4.8 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 马里 | ... | ... | 150.4 | 287.6 | 288.9 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 毛里求斯 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 180.0 | 100.0 | ... | 80.0 | ... |
| 摩洛哥 | ... | 129.3 | ... | 9.8 | ... | ... | 14.2 | 3.4 | 8.1 | 2.7 | ... |
| 莫桑比克 | ... | 160.0 | ... | 35.5 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 纳米比亚 | ... | ... | ... | 35.0 | ... | 50.0 | 100.0 | ... | ... | 50.0 | 50.0 |
| 尼日尔 | ... | ... | ... | 27.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 尼日利亚 | ... | 95.0 | 960.0 | 488.0 | 225.0 | 618.8 | 480.0 | ... | ... | ... | 480.0 |
| 塞内加尔 | ... | ... | 40.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 塞舌尔 | 40.5 | ... | 150.0 | ... | 80.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 南非 | 7,166.1 | 2,786.0 | 2,201.5 | 2,097.5 | 1,816.6 | 2,625.0 | 1,040.5 | 250.0 | 790.5 | ... | ... |
| 坦桑尼亚 | 135.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 突尼斯 | 94.3 | 71.0 | 90.5 | 128.2 | 379.9 | 91.2 | 473.5 | ... | 473.5 | ... | ... |
| 赞比亚 | ... | ... | ... | 30.0 | ... | ... | 105.0 | ... | ... | ... | 105.0 |
| 亚洲 | 25,769.7 | 17,603.3 | 15,237.7 | 24,610.2 | 28,968.9 | 34,599.1 | 60,866.0 | 10,521.3 | 8,960.3 | 13,771.6 | 27,612.8 |
| 孟加拉国 | ... | ... | ... | ... | 176.8 | ... | 32.6 | ... | 32.6 | ... | ... |
| 文莱 | ... | ... | 129.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 中国 | 1,020.0 | 343.0 | 1,441.2 | 4,388.1 | 3,555.3 | 4,956.3 | 6,705.4 | 961.5 | 2,638.6 | 2,581.8 | 523.5 |
| 中国香港 | 8,591.6 | 4,718.1 | 1,788.0 | 2,570.6 | 4,077.2 | 3,436.3 | 5,343.2 | 710.9 | 1,103.5 | 2,081.4 | 1,447.4 |
| 印度 | 947.6 | 1,499.0 | 942.2 | 2,025.9 | 4,491.2 | 7,873.4 | 17,412.1 | 2,726.1 | 928.7 | 2,481.5 | 11,275.9 |
| 印度尼西亚 | 1,157.3 | 487.6 | 62.0 | 3,492.5 | 1,737.4 | 754.0 | 2,651.0 | 102.0 | 469.5 | 161.5 | 1,918.0 |
| 韩国 | 5,621.0 | 5,225.1 | 5,284.2 | 4,141.3 | 3,163.4 | 7,743.8 | 9,737.4 | 3,246.2 | 1,412.0 | 1,776.4 | 3,302.7 |
| 老挝人民民主共和国 | ... | ... | ... | ... | 210.0 | 500.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 中国澳门 | ... | ... | ... | ... | 357.0 | ... | 1,480.0 | ... | 800.0 | 680.0 | ... |
| 马来西亚 | 2,997.2 | 2,046.7 | 1,973.6 | 3,789.4 | 3,999.2 | 2,509.7 | 4,236.7 | 1,287.2 | 469.1 | 717.5 | 1,762.9 |
| 马绍尔群岛 | ... | ... | 34.7 | ... | ... | 24.0 | 170.0 | 170.0 | ... | ... | ... |
| 蒙古 | ... | ... | ... | ... | ... | 30.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 巴基斯坦 | ... | 182.5 | 85.0 | ... | 300.0 | 591.8 | 740.8 | 100.0 | 119.8 | ... | 521.0 |
| 菲律宾 | 1,886.2 | 1,421.4 | 611.1 | 1,277.7 | 1,483.4 | 1,245.8 | 3,501.2 | ... | ... | 44.2 | 3,457.0 |
| 新加坡 | 1,364.2 | 1,010.6 | 1,338.8 | 1,154.1 | 1,606.1 | 1,839.2 | 6,449.7 | 608.6 | 481.0 | 3,007.0 | 2,353.1 |
| 斯里兰卡 | 100.0 | 105.0 | ... | 186.0 | 35.0 | 311.5 | 128.7 | 9.7 | ... | 19.0 | 100.0 |
| 中国台湾 | 627.0 | 383.7 | 338.7 | 549.8 | 2,376.6 | 720.8 | 429.2 | 267.1 | 55.6 | 54.5 | 52.0 |
| 泰国 | 1,440.5 | 180.5 | 825.7 | 983.7 | 1,286.2 | 1,798.6 | 1,390.7 | 331.9 | 400.0 | 98.7 | 560.0 |
| 越南 | 17.0 | ... | 383.5 | 51.0 | 114.0 | 264.0 | 457.4 | ... | 50.0 | 68.0 | 339.4 |
| 欧洲 | 18,712.6 | 10,486.7 | 12,916.3 | 20,477.2 | 30,261.1 | 37,244.8 | 57,109.0 | 7,796.6 | 18,912.5 | 14,109.7 | 16,290.2 |
| 亚美尼亚 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 阿塞拜疆 | ... | 16.0 | ... | ... | 1,005.0 | 383.7 | 911.2 | 750.0 | 35.0 | 0.3 | 126.0 |
| 白俄罗斯 | ... | ... | ... | 24.0 | ... | 32.0 | 298.0 | 45.3 | 47.7 | 121.3 | 83.8 |
| 保加利亚 | 8.9 | 7.0 | 13.0 | 260.4 | 808.1 | 188.2 | 286.1 | ... | 50.5 | ... | 235.6 |
| 克罗地亚 | 598.6 | 768.0 | 536.6 | 960.8 | 545.9 | 637.2 | 664.7 | ... | ... | 283.8 | 380.9 |
| 塞浦路斯 | 86.3 | 152.5 | 68.1 | ... | ... | ... | 877.8 | 85.0 | ... | 792.8 | ... |
| 捷克共和国 | 127.1 | 434.4 | 25.0 | 356.5 | 191.1 | 549.9 | 240.0 | 105.0 | ... | 10.9 | 124.1 |
| 爱沙尼亚 | 61.0 | 136.6 | ... | 133.9 | 222.9 | ... | 449.4 | ... | 449.4 | ... | ... |
| 法罗群岛 | ... | ... | ... | ... | ... | 85.3 | 206.2 | ... | ... | ... | 206.2 |

表17 (续完)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2006 | | | | |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|-----|
| | | | | | | | | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 | |
| 欧洲 (续) | | | | | | | | | | | | |
| 格鲁吉亚 | ... | ... | ... | 6.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 直布罗陀 | 80.0 | ... | ... | ... | ... | ... | 1,934.2 | 1,934.2 | ... | ... | ... | ... |
| 匈牙利 | 693.0 | 99.4 | 969.7 | 1,409.7 | 1,498.8 | 1,347.3 | 60.1 | ... | ... | 60.1 | ... | ... |
| 哈萨克斯坦 | 79.6 | 323.5 | 534.5 | 1,375.0 | 1,868.2 | 2,607.9 | 5,620.7 | 177.0 | 525.4 | 300.0 | 4,618.3 | ... |
| 吉尔吉斯共和国 | ... | ... | 95.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 拉脱维亚 | 23.0 | 31.3 | 51.9 | 70.7 | 353.2 | 265.8 | 1,154.5 | 237.5 | 46.7 | 656.5 | 213.8 | ... |
| 立陶宛 | 152.7 | 24.9 | 18.8 | ... | 72.5 | 390.2 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 马其顿 | ... | ... | ... | ... | 17.4 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 马耳他 | ... | 85.0 | ... | 114.7 | 392.7 | ... | 256.0 | ... | 60.0 | 196.0 | ... | ... |
| 摩尔多瓦 | ... | ... | ... | ... | ... | 1.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 波兰 | 3,340.5 | 1,979.3 | 3,016.0 | 2,727.4 | 541.4 | 2,192.8 | 1,416.4 | ... | 208.0 | ... | 1,208.4 | ... |
| 罗马尼亚 | 329.9 | 438.6 | 380.0 | 925.2 | 659.0 | 1,030.8 | 391.8 | 86.1 | 120.9 | 127.4 | 57.5 | ... |
| 俄罗斯 | 3,176.3 | 1,520.4 | 3,803.5 | 7,415.1 | 12,922.1 | 15,415.3 | 22,518.0 | 3,506.2 | 7,223.8 | 7,996.6 | 3,791.3 | ... |
| 塞尔维亚 ¹ | ... | ... | 19.4 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 斯洛伐克共和国 | 484.4 | ... | ... | 79.3 | 117.0 | 579.3 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 斯洛文尼亚 | 288.0 | 337.2 | 279.0 | 394.8 | 1,364.5 | 1,724.8 | 1,672.5 | 215.5 | 1,124.9 | ... | 332.1 | ... |
| 塔吉克斯坦 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 土耳其 | 9,143.4 | 4,112.6 | 3,044.8 | 4,095.7 | 7,561.5 | 8,899.7 | 16,184.9 | 576.9 | 8,900.2 | 3,091.5 | 3,616.3 | ... |
| 乌克兰 | ... | 15.0 | 15.0 | 90.0 | 119.9 | 913.6 | 1,961.3 | 77.8 | 120.0 | 472.5 | 1,291.0 | ... |
| 乌兹别克斯坦 | 40.0 | 5.0 | 46.0 | 37.8 | ... | ... | 4.9 | ... | ... | ... | 4.9 | ... |
| 中东 | 8,562.2 | 4,874.7 | 6,978.8 | 6,231.2 | 11,530.0 | 35,730.6 | 45,025.6 | 7,765.6 | 18,632.2 | 8,915.9 | 9,711.9 | ... |
| 巴林 | 1,188.5 | 202.0 | 340.0 | 1,000.0 | 1,475.0 | 1,690.0 | 2,085.2 | 75.0 | 237.2 | 370.0 | 1,403.0 | ... |
| 埃及 | 590.1 | 1,000.0 | 670.0 | 155.0 | 997.7 | 1,466.8 | 3,065.4 | ... | 2,777.9 | 200.0 | 87.5 | ... |
| 伊朗伊斯兰共和国 | 757.7 | 887.0 | 1,680.1 | 700.0 | 1,942.7 | 1,928.8 | 134.8 | 73.8 | 43.3 | 17.7 | ... | ... |
| 伊拉克 | ... | ... | ... | ... | ... | 107.8 | 177.0 | ... | ... | ... | ... | ... |
| 以色列 | 240.0 | 325.0 | ... | ... | 370.0 | 1,923.8 | 1,096.8 | 280.0 | 2.7 | 339.1 | 475.0 | ... |
| 约旦 | 60.0 | ... | ... | ... | 54.4 | ... | 60.0 | ... | ... | ... | 60.0 | ... |
| 科威特 | 250.0 | 770.0 | ... | 165.0 | 782.5 | 4,283.0 | 4,226.7 | 1,252.1 | 2,306.1 | 468.5 | 200.0 | ... |
| 黎巴嫩 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 95.0 | ... | ... | ... | 95.0 | ... |
| 利比亚 | 50.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 阿曼 | 600.0 | ... | 2,332.0 | 818.3 | 1,055.0 | 4,598.7 | 3,220.4 | 250.0 | ... | 2,970.4 | ... | ... |
| 卡塔尔 | 580.0 | 895.0 | 1,536.7 | 880.8 | 1,377.7 | 8,168.5 | 7,252.2 | 1,632.0 | 1,633.2 | 691.6 | 3,295.4 | ... |
| 沙特阿拉伯 | 2,200.9 | 275.0 | 280.0 | 569.5 | 2,134.0 | 3,681.0 | 6,761.7 | 1,947.8 | 4,256.9 | 31.0 | 526.0 | ... |
| 阿拉伯联合酋长国 | 2,045.0 | 520.7 | 140.0 | 1,942.6 | 1,341.0 | 7,882.3 | 16,850.5 | 2,077.9 | 7,375.0 | 3,827.6 | 3,570.0 | ... |
| 拉丁美洲 | 26,826.5 | 18,663.2 | 12,437.6 | 10,477.7 | 18,083.9 | 19,064.6 | 22,430.6 | 2,772.8 | 8,094.6 | 6,105.6 | 5,457.6 | ... |
| 阿根廷 | 3,225.6 | 1,889.0 | 824.2 | 30.0 | 767.0 | 3,088.0 | 300.0 | ... | 300.0 | ... | ... | ... |
| 玻利维亚 | ... | 10.0 | 90.0 | ... | 116.0 | 123.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 巴西 | 7,744.6 | 5,984.0 | 3,161.4 | 902.4 | 4,609.8 | 3,845.9 | 5,425.3 | 1,284.7 | 2,626.8 | 1,320.7 | 193.1 | ... |
| 智利 | 5,067.8 | 2,399.3 | 1,230.7 | 1,731.0 | 3,823.5 | 4,533.3 | 3,576.0 | 848.5 | 1,560.4 | 917.1 | 250.0 | ... |
| 哥伦比亚 | 1,481.0 | 631.7 | 1,096.0 | 146.2 | 83.0 | 348.8 | 1,739.0 | ... | 195.0 | ... | 1,544.0 | ... |
| 哥斯达黎加 | ... | 115.0 | ... | ... | ... | 117.2 | 1.7 | ... | ... | 1.7 | ... | ... |
| 古巴 | ... | ... | ... | ... | 69.8 | 1.9 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 多米尼加共和国 | ... | 31.1 | 258.0 | 50.4 | 140.5 | 47.8 | 171.9 | 4.9 | 40.0 | 112.0 | 15.0 | ... |
| 厄瓜多尔 | ... | 910.0 | 10.0 | ... | ... | 62.5 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 萨尔瓦多 | 110.0 | 68.0 | ... | 32.5 | 180.5 | 79.5 | 684.6 | ... | ... | 496.6 | 188.0 | ... |
| 瓜德罗普岛 | ... | ... | 17.4 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 危地马拉 | 505.0 | ... | 44.0 | ... | 59.3 | 165.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 海地 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | 96.5 | ... | 56.5 | ... | 40.0 | ... |
| 洪都拉斯 | ... | ... | ... | ... | 169.0 | 4.6 | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 牙买加 | ... | 5.8 | 45.0 | 49.6 | 96.3 | 416.6 | 388.4 | ... | 388.4 | ... | ... | ... |
| 墨西哥 | 6,263.7 | 4,466.3 | 4,280.0 | 7,342.2 | 7,323.0 | 6,019.3 | 7,983.7 | 417.6 | 2,476.6 | 1,861.9 | 3,227.6 | ... |
| 尼加拉瓜 | ... | ... | ... | ... | 22.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 巴拉圭 | ... | 70.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 秘鲁 | 465.4 | 137.5 | 63.0 | 125.0 | 170.0 | 27.1 | 456.9 | 205.0 | 101.9 | 150.0 | ... | ... |
| 圣卢西亚 | ... | ... | ... | 20.0 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 特立尼达和多巴哥 | 30.0 | 70.0 | 303.0 | 46.0 | 315.0 | ... | 1,571.3 | ... | 329.0 | 1,242.3 | ... | ... |
| 乌拉圭 | 159.5 | 41.3 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 委内瑞拉 | 1,773.9 | 1,834.2 | 1,015.0 | 2.5 | 139.1 | 184.0 | 35.3 | 12.1 | 20.0 | 3.2 | ... | ... |

资料来源：国际货币基金组织的“债券、股票和贷款”数据库，该数据库取自Dealogic公司。

1. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。

表18. 股票定值指标：股息-收益比率

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2006 | | | |
|-------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | | | | | | | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 |
| 阿根廷 | 4.62 | 5.16 | 3.42 | 1.08 | 1.00 | 1.72 | 0.83 | 1.36 | 1.06 | 1.13 | 0.83 |
| 巴西 | 3.18 | 4.93 | 5.51 | 3.46 | 4.43 | 3.89 | 3.13 | 3.53 | 3.23 | 3.37 | 3.13 |
| 智利 | 2.33 | 2.31 | 2.76 | 1.76 | 3.01 | 2.96 | 1.91 | 2.88 | 2.69 | 2.53 | 1.91 |
| 中国 | 0.95 | 1.95 | 2.41 | 2.19 | 2.26 | 2.66 | 1.45 | 2.26 | 2.33 | 1.97 | 1.45 |
| 哥伦比亚 | 11.12 | 5.63 | 4.78 | 3.92 | 2.52 | 1.71 | 2.46 | 1.73 | 2.45 | 2.46 | 2.46 |
| 捷克共和国 | 0.95 | 2.28 | 2.36 | 6.85 | 4.29 | 1.32 | 3.30 | 1.24 | 2.32 | 3.65 | 3.30 |
| 埃及 | 5.75 | 6.48 | 7.53 | 4.69 | 1.98 | 1.41 | 2.31 | 1.19 | 2.88 | 2.21 | 2.31 |
| 中国香港 | 2.58 | 3.25 | 3.85 | 2.82 | 2.74 | 3.18 | 2.57 | 3.10 | 3.04 | 2.85 | 2.57 |
| 匈牙利 | 1.46 | 1.30 | 1.40 | 0.94 | 1.95 | 2.16 | 2.45 | 1.97 | 2.79 | 2.80 | 2.45 |
| 印度 | 1.59 | 2.03 | 1.81 | 1.47 | 1.53 | 1.25 | 1.01 | 1.11 | 1.27 | 1.10 | 1.01 |
| 印度尼西亚 | 3.05 | 3.65 | 4.17 | 3.83 | 3.23 | 3.25 | 2.34 | 2.80 | 2.86 | 2.72 | 2.34 |
| 以色列 | 2.26 | 2.24 | 1.47 | 1.10 | 1.43 | 1.95 | 2.04 | 1.95 | 2.32 | 2.09 | 2.04 |
| 约旦 | 4.54 | 3.51 | 3.77 | 2.36 | 1.57 | 1.05 | 3.42 | 1.26 | 3.10 | 3.14 | 3.42 |
| 韩国 | 2.05 | 1.54 | 1.38 | 1.82 | 2.40 | 1.69 | 1.62 | 1.67 | 1.82 | 1.71 | 1.62 |
| 马来西亚 | 1.70 | 1.87 | 2.04 | 2.38 | 2.22 | 2.89 | 2.59 | 2.76 | 2.78 | 2.90 | 2.59 |
| 墨西哥 | 1.63 | 1.98 | 2.30 | 1.83 | 1.87 | 1.62 | 1.23 | 1.48 | 1.49 | 1.41 | 1.23 |
| 摩洛哥 | 3.59 | 3.97 | 4.84 | 4.18 | 3.61 | 3.84 | 3.45 | 2.84 | 3.90 | 3.55 | 3.45 |
| 巴基斯坦 | 5.12 | 16.01 | 10.95 | 8.63 | 7.04 | 5.04 | 5.80 | 4.18 | 4.73 | 4.72 | 5.80 |
| 秘鲁 | 3.38 | 3.16 | 2.37 | 1.75 | 3.28 | 5.05 | 5.58 | 5.62 | 5.91 | 5.80 | 5.58 |
| 菲律宾 | 1.44 | 1.43 | 1.97 | 1.43 | 1.65 | 2.24 | 2.25 | 2.26 | 2.50 | 2.45 | 2.25 |
| 波兰 | 0.68 | 1.87 | 1.84 | 1.28 | 1.28 | 2.69 | 4.16 | 2.69 | 4.05 | 4.74 | 4.16 |
| 俄罗斯 | 0.92 | 1.11 | 1.87 | 2.38 | 3.12 | 1.59 | 1.03 | 1.24 | 1.38 | 1.17 | 1.03 |
| 新加坡 | 1.40 | 1.80 | 2.27 | 2.03 | 2.25 | 2.58 | 2.29 | 2.39 | 2.80 | 2.66 | 2.29 |
| 南非 | 2.75 | 3.47 | 3.83 | 3.22 | 2.63 | 2.49 | 2.38 | 2.32 | 2.40 | 2.67 | 2.38 |
| 斯里兰卡 | 5.59 | 4.79 | 3.35 | 2.51 | 2.63 | 1.72 | 1.41 | 1.45 | 1.93 | 1.80 | 1.41 |
| 中国台湾 | 1.71 | 1.42 | 1.60 | 1.86 | 2.95 | 3.92 | 3.53 | 3.86 | 3.75 | 3.91 | 3.53 |
| 泰国 | 2.13 | 2.02 | 2.48 | 1.69 | 3.03 | 3.66 | 3.90 | 3.75 | 4.11 | 4.00 | 3.90 |
| 土耳其 | 1.91 | 1.15 | 1.35 | 0.89 | 1.93 | 2.00 | 2.89 | 2.08 | 3.07 | 3.03 | 2.89 |
| 委内瑞拉 | 5.05 | 3.89 | 2.38 | 3.68 | 5.75 | 7.29 | 2.29 | 5.03 | 6.73 | 6.29 | 2.29 |
| 新兴市场 | 2.09 | 2.30 | 2.43 | 2.25 | 2.61 | 2.55 | 2.15 | 2.38 | 2.47 | 2.39 | 2.15 |
| 亚洲新兴市场 | 1.71 | 1.73 | 1.81 | 1.96 | 2.48 | 2.58 | 2.13 | 2.44 | 2.51 | 2.40 | 2.13 |
| 拉丁美洲新兴市场 | 2.69 | 3.37 | 3.64 | 2.61 | 3.30 | 3.03 | 2.40 | 2.81 | 2.66 | 2.65 | 2.40 |
| 欧洲和中东新兴市场 | 1.84 | 1.69 | 1.71 | 1.81 | 2.15 | 1.88 | 1.81 | 1.72 | 2.10 | 1.98 | 1.81 |
| ACWI Free指数 | 1.46 | 1.72 | 2.25 | 1.99 | 2.08 | 2.05 | 2.08 | 2.05 | 2.22 | 2.16 | 2.08 |

资料来源：数据来自Morgan Stanley Capital International的数据。

注：上述国家包括新兴市场指数中的27个组成部分以及中国香港和新加坡。地区分类符合Morgan Stanley Capital International的惯例。所有指数都考虑了对外国所有权的限制，从而反映了可供全球投资者投资的机会。这些指数力图达到相当于自由流动股票85%的代表性。

表19. 股票定值指标：价格与账面价值的比率

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2006 | | | |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | | | | | | | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 |
| 阿根廷 | 1.04 | 0.86 | 1.20 | 1.79 | 2.24 | 3.10 | 3.54 | 3.30 | 3.09 | 2.68 | 3.54 |
| 巴西 | 1.18 | 1.11 | 1.24 | 1.81 | 1.84 | 2.37 | 2.46 | 2.38 | 2.38 | 2.12 | 2.46 |
| 智利 | 1.49 | 1.39 | 1.15 | 1.55 | 1.78 | 1.90 | 2.27 | 2.01 | 1.91 | 1.95 | 2.27 |
| 中国 | 2.75 | 1.88 | 1.30 | 2.16 | 1.98 | 2.05 | 3.24 | 2.46 | 2.35 | 2.39 | 3.24 |
| 哥伦比亚 | 0.49 | 0.53 | 1.18 | 1.34 | 1.92 | 3.42 | 1.88 | 3.40 | 2.64 | 1.72 | 1.88 |
| 捷克共和国 | 1.00 | 0.81 | 0.84 | 1.06 | 1.64 | 2.47 | 2.66 | 2.61 | 2.38 | 2.39 | 2.66 |
| 埃及 | 2.32 | 1.39 | 1.05 | 2.17 | 3.89 | 8.02 | 4.67 | 5.49 | 3.22 | 4.43 | 4.67 |
| 中国香港 | 1.67 | 1.38 | 1.01 | 1.47 | 1.71 | 1.62 | 1.97 | 1.68 | 1.72 | 1.75 | 1.97 |
| 匈牙利 | 2.33 | 2.03 | 1.91 | 1.97 | 2.62 | 2.97 | 2.98 | 3.05 | 2.82 | 2.51 | 2.98 |
| 印度 | 2.71 | 2.13 | 2.15 | 3.79 | 3.63 | 4.39 | 5.18 | 4.81 | 4.13 | 4.70 | 5.18 |
| 印度尼西亚 | 1.03 | 2.72 | 2.23 | 2.26 | 3.01 | 3.09 | 4.40 | 3.47 | 3.21 | 3.81 | 4.40 |
| 以色列 | 3.04 | 2.22 | 1.74 | 2.46 | 2.62 | 3.05 | 2.26 | 2.79 | 2.39 | 2.22 | 2.26 |
| 约旦 | 1.02 | 1.38 | 1.26 | 1.98 | 3.01 | 4.71 | 2.21 | 3.29 | 2.86 | 2.51 | 2.21 |
| 韩国 | 0.82 | 1.33 | 1.21 | 1.52 | 1.36 | 1.91 | 1.73 | 1.78 | 1.69 | 1.69 | 1.73 |
| 马来西亚 | 1.59 | 1.76 | 1.54 | 1.85 | 1.95 | 1.83 | 2.20 | 1.90 | 1.88 | 1.94 | 2.20 |
| 墨西哥 | 1.91 | 1.99 | 1.77 | 2.20 | 2.58 | 3.26 | 3.61 | 3.20 | 3.06 | 3.14 | 3.61 |
| 摩洛哥 | 2.56 | 1.79 | 1.40 | 1.50 | 2.42 | 2.67 | 4.17 | 3.79 | 3.77 | 4.06 | 4.17 |
| 巴基斯坦 | 1.41 | 0.88 | 2.04 | 2.31 | 2.39 | 3.59 | 2.88 | 4.00 | 3.05 | 3.08 | 2.88 |
| 秘鲁 | 1.13 | 1.29 | 1.84 | 2.77 | 2.28 | 2.87 | 3.93 | 2.88 | 3.37 | 3.80 | 3.93 |
| 菲律宾 | 1.27 | 1.11 | 0.85 | 1.40 | 1.61 | 2.01 | 2.77 | 2.12 | 1.97 | 2.29 | 2.77 |
| 波兰 | 2.10 | 1.33 | 1.37 | 1.72 | 2.11 | 2.62 | 2.57 | 2.55 | 2.33 | 2.25 | 2.57 |
| 俄罗斯 | 0.90 | 1.27 | 1.22 | 1.33 | 1.11 | 2.44 | 2.68 | 2.61 | 2.64 | 2.47 | 2.68 |
| 新加坡 | 2.05 | 1.63 | 1.26 | 1.62 | 1.70 | 1.80 | 2.19 | 1.93 | 1.82 | 1.88 | 2.19 |
| 南非 | 2.68 | 1.81 | 1.72 | 1.95 | 2.43 | 3.23 | 3.25 | 3.65 | 3.49 | 3.23 | 3.25 |
| 斯里兰卡 | 0.60 | 0.83 | 1.22 | 1.52 | 1.43 | 1.95 | 2.59 | 2.20 | 2.01 | 1.94 | 2.59 |
| 中国台湾 | 1.87 | 1.98 | 1.53 | 2.10 | 1.88 | 2.03 | 2.18 | 1.96 | 1.82 | 1.98 | 2.18 |
| 泰国 | 1.51 | 1.68 | 1.83 | 2.94 | 2.41 | 2.35 | 1.90 | 2.26 | 1.97 | 2.00 | 1.90 |
| 土耳其 | 2.72 | 3.80 | 1.76 | 2.02 | 1.92 | 2.19 | 2.07 | 2.29 | 1.89 | 1.92 | 2.07 |
| 委内瑞拉 | 0.67 | 0.48 | 0.87 | 1.41 | 1.63 | 1.02 | 2.24 | 1.37 | 1.43 | 1.64 | 2.24 |
| 新兴市场 | 1.64 | 1.59 | 1.45 | 1.90 | 1.91 | 2.38 | 2.55 | 2.42 | 2.27 | 2.28 | 2.55 |
| 亚洲新兴市场 | 1.53 | 1.68 | 1.41 | 1.95 | 1.81 | 2.13 | 2.38 | 2.15 | 2.01 | 2.11 | 2.38 |
| 拉丁美洲新兴市场 | 1.36 | 1.35 | 1.44 | 1.90 | 2.05 | 2.57 | 2.76 | 2.57 | 2.53 | 2.38 | 2.76 |
| 欧洲和中东新兴市场 | 2.15 | 1.70 | 1.42 | 1.67 | 1.78 | 2.59 | 2.56 | 2.62 | 2.48 | 2.36 | 2.56 |
| ACWI Free指数 | 3.46 | 2.67 | 2.07 | 2.46 | 2.46 | 2.63 | 2.65 | 2.64 | 2.51 | 2.53 | 2.65 |

资料来源：数据来自Morgan Stanley Capital International。

注：上述国家包括新兴市场指数中的27个组成部分以及中国香港和新加坡。地区分类符合Morgan Stanley Capital International的惯例。所有指数都考虑了对外国所有权的限制，从而反映了可供全球投资者投资的机会。这些指数力图达到相当于自由流动股票85%的代表性。

表20. 股票定值指标：市盈率

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2006 | | | |
|-------------|---------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | | | | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 |
| 阿根廷 | 20.68 | 19.13 | -12.86 | 13.72 | 47.24 | 19.48 | 16.66 | 12.47 | 14.62 | 12.50 | 16.66 |
| 巴西 | 12.83 | 8.49 | 11.23 | 10.34 | 10.80 | 12.39 | 12.83 | 10.96 | 10.95 | 10.39 | 12.83 |
| 智利 | 31.96 | 18.02 | 17.16 | 30.81 | 23.06 | 21.67 | 23.61 | 23.61 | 21.42 | 20.29 | 23.61 |
| 中国 | 40.60 | 14.09 | 12.14 | 17.11 | 13.83 | 12.16 | 20.96 | 14.64 | 15.02 | 15.19 | 20.96 |
| 哥伦比亚 | -103.44 | 64.91 | 9.55 | 8.94 | 17.67 | 29.70 | 20.14 | 24.90 | 20.80 | 18.43 | 20.14 |
| 捷克共和国 | 16.48 | 9.21 | 10.40 | 12.49 | 26.64 | 23.75 | 20.22 | 24.42 | 22.20 | 18.30 | 20.22 |
| 埃及 | 9.35 | 6.28 | 7.33 | 10.90 | 14.23 | 31.49 | 19.05 | 25.14 | 15.46 | 17.41 | 19.05 |
| 中国香港 | 7.64 | 20.47 | 14.91 | 20.00 | 19.89 | 16.39 | 19.14 | 14.26 | 12.60 | 16.63 | 19.14 |
| 匈牙利 | 14.82 | 19.34 | 10.06 | 13.11 | 11.26 | 12.80 | 11.30 | 12.80 | 11.72 | 9.94 | 11.30 |
| 印度 | 15.61 | 13.84 | 13.56 | 18.95 | 17.65 | 20.17 | 22.92 | 22.67 | 20.21 | 22.70 | 22.92 |
| 印度尼西亚 | 18.68 | 8.37 | 7.14 | 10.37 | 12.91 | 12.06 | 19.54 | 14.47 | 13.49 | 17.00 | 19.54 |
| 以色列 | 23.88 | 228.84 | -46.62 | 34.05 | 20.11 | 21.08 | 17.87 | 18.01 | 15.34 | 17.63 | 17.87 |
| 约旦 | -107.11 | 15.10 | 12.39 | 21.38 | 32.50 | 41.54 | 15.29 | 31.44 | 27.21 | 17.64 | 15.29 |
| 韩国 | 8.12 | 15.23 | 11.44 | 13.93 | 8.24 | 12.28 | 11.85 | 11.61 | 11.42 | 11.60 | 11.85 |
| 马来西亚 | 20.62 | 22.62 | 13.21 | 16.33 | 16.05 | 14.51 | 18.43 | 15.27 | 14.76 | 16.24 | 18.43 |
| 墨西哥 | 13.78 | 14.23 | 14.07 | 15.70 | 15.02 | 17.09 | 17.34 | 16.01 | 14.66 | 14.99 | 17.34 |
| 摩洛哥 | 9.30 | 10.77 | 9.87 | 22.45 | 15.55 | 19.51 | 22.80 | 25.75 | 24.96 | 22.18 | 22.80 |
| 巴基斯坦 | 8.39 | 4.53 | 8.07 | 8.68 | 9.45 | 12.90 | 10.04 | 14.29 | 10.80 | 11.02 | 10.04 |
| 秘鲁 | 15.44 | 14.08 | 20.42 | 26.45 | 11.88 | 12.07 | 11.18 | 10.42 | 11.42 | 11.23 | 11.18 |
| 菲律宾 | -35.06 | 43.72 | 18.21 | 20.18 | 14.87 | 15.68 | 17.67 | 17.46 | 13.96 | 15.17 | 17.67 |
| 波兰 | 14.30 | 18.32 | -261.14 | 19.50 | 13.27 | 15.74 | 13.20 | 15.10 | 14.98 | 11.58 | 13.20 |
| 俄罗斯 | 5.69 | 5.03 | 7.33 | 11.13 | 8.19 | 15.78 | 15.76 | 14.88 | 16.19 | 15.43 | 15.76 |
| 新加坡 | 18.94 | 16.53 | 21.07 | 21.38 | 14.33 | 15.95 | 18.51 | 16.80 | 16.10 | 15.82 | 18.51 |
| 南非 | 14.87 | 11.30 | 10.50 | 12.75 | 14.97 | 17.01 | 16.52 | 16.48 | 15.71 | 14.73 | 16.52 |
| 斯里兰卡 | 4.24 | 8.53 | 14.35 | 12.69 | 11.03 | 15.47 | 21.50 | 25.81 | 20.71 | 16.29 | 21.50 |
| 中国台湾 | 14.06 | 21.08 | 73.13 | 25.70 | 12.40 | 18.57 | 18.06 | 18.75 | 16.43 | 15.70 | 18.06 |
| 泰国 | -14.61 | 16.67 | 15.52 | 15.24 | 11.49 | 10.23 | 9.09 | 10.35 | 9.32 | 9.72 | 9.09 |
| 土耳其 | 11.77 | 25.51 | 101.33 | 11.01 | 13.61 | 16.54 | 12.64 | 16.29 | 11.93 | 12.16 | 12.64 |
| 委内瑞拉 | 21.76 | 18.43 | 13.43 | 24.40 | 12.44 | 7.82 | 14.05 | 14.13 | 8.54 | 10.27 | 14.05 |
| 新兴市场 | 14.85 | 13.99 | 13.95 | 15.03 | 12.15 | 14.98 | 15.69 | 14.62 | 14.01 | 13.97 | 15.69 |
| 亚洲新兴市场 | 15.47 | 16.73 | 14.85 | 16.72 | 11.23 | 14.22 | 16.08 | 14.67 | 13.92 | 14.28 | 16.08 |
| 拉丁美洲新兴市场 | 14.93 | 11.67 | 13.84 | 13.18 | 13.10 | 14.46 | 14.71 | 12.92 | 12.57 | 12.25 | 14.71 |
| 欧洲和中东新兴市场 | 14.05 | 13.10 | 16.27 | 14.65 | 12.64 | 17.06 | 15.20 | 16.04 | 15.36 | 14.64 | 15.20 |
| ACWI Free指数 | 25.43 | 26.76 | 23.18 | 21.94 | 17.94 | 17.63 | 16.72 | 17.30 | 16.55 | 16.00 | 16.72 |

资料来源：数据来自Morgan Stanley Capital International。

注：上述国家包括新兴市场指数中的27个组成部分以及中国香港和新加坡。地区分类符合Morgan Stanley Capital International的惯例。所有指数都考虑了对外国所有权的限制，从而反映了可供全球投资者投资的机会。这些指数力图达到相当于自由流动股票85%的代表性。

表21. 新兴市场国家：共同基金流量
(百万美元)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2006 | | | |
|----------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|
| | | | | | | | 第1季度 | 第2季度 | 第3季度 | 第4季度 |
| 债券 | -444.2 | 605.9 | 3,153.3 | 1,946.6 | 5,729.0 | 6,233.1 | 4,209.3 | -1,240.1 | 31.9 | 3,232.1 |
| 股票 | -1,780.7 | -1,512.2 | 8,500.0 | 2,783.6 | 21,706.1 | 22,440.8 | 23,257.1 | -6,279.0 | -1,813.2 | 7,275.9 |
| 全球 | -66.9 | -2,081.9 | 2,119.2 | -5,348.3 | 3,147.7 | 4,208.6 | 8,056.4 | -1,522.5 | -2,701.9 | 376.5 |
| 亚洲 | -768.1 | 816.8 | 5,148.4 | 5,609.0 | 6,951.8 | 16,790.2 | 9,192.8 | 979.7 | 251.8 | 6,365.8 |
| 拉丁美洲 | -619.2 | -311.9 | 375.9 | 338.1 | 4,019.5 | 3,319.5 | 3,003.9 | -1,464.6 | 650.6 | 1,129.5 |
| 欧洲/中东/非洲 | -326.5 | 64.8 | 856.5 | 2,184.9 | 7,587.2 | -1,877.4 | 3,004.0 | -4,271.6 | -13.7 | -596.0 |

资料来源：Emerging Portfolio Fund Research, Inc.的数据。

表22. 银行监管资本与风险加权资产的比率
(百分比)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 最新 |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|-----|
| 拉丁美洲 | | | | | | | |
| 阿根廷 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 玻利维亚 | 14.3 | 16.1 | 15.3 | 14.9 | 14.6 | 14.5 | 3月 |
| 巴西 | 14.8 | 16.6 | 18.9 | 17.3 | 17.4 | ... | 12月 |
| 智利 | 12.7 | 14.0 | 14.1 | 13.6 | 13.0 | 12.7 | 11月 |
| 哥伦比亚 | 13.0 | 12.6 | 13.1 | 13.8 | 13.5 | 13.0 | 9月 |
| 哥斯达黎加 | 15.1 | 15.8 | 16.5 | 18.1 | 15.9 | 14.8 | 8月 |
| 多米尼加共和国 | 11.8 | 12.0 | 8.8 | 14.0 | 12.5 | 12.3 | 12月 |
| 厄瓜多尔 | 13.5 | 14.4 | 14.9 | 14.5 | 14.4 | ... | 12月 |
| 萨尔瓦多 | 11.8 | 12.2 | 12.8 | 13.4 | 13.5 | 13.5 | 3月 |
| 危地马拉 | 14.1 | 14.9 | 15.6 | 14.5 | 13.7 | 15.1 | 10月 |
| 墨西哥 | 13.9 | 15.5 | 14.2 | 14.1 | 14.3 | 15.2 | 9月 |
| 巴拿马 | 14.0 | 18.5 | 18.1 | 17.6 | 16.8 | 16.2 | 9月 |
| 巴拉圭 | 16.9 | 17.9 | 20.9 | 20.5 | 20.4 | 20.1 | 12月 |
| 秘鲁 | 12.8 | 12.5 | 13.3 | 14.0 | 12.0 | 12.5 | 12月 |
| 乌拉圭 ¹ | ... | ... | ... | 28.9 | 30.7 | ... | 12月 |
| 委内瑞拉 | 17.7 | 20.5 | 25.1 | 19.2 | 15.5 | 15.4 | 5月 |
| 欧洲新兴经济体 | | | | | | | |
| 白俄罗斯 | 20.7 | 24.2 | 26.0 | 25.2 | 26.7 | 22.0 | 9月 |
| 波斯尼亚和黑塞哥维那 | 25.1 | 20.5 | 20.3 | 18.7 | 17.8 | 16.6 | 9月 |
| 保加利亚 | 31.1 | 25.2 | 22.0 | 16.1 | 15.2 | 14.5 | 12月 |
| 克罗地亚 | 18.5 | 17.2 | 16.2 | 15.3 | 13.4 | 12.9 | 6月 |
| 捷克共和国 | 15.0 | 14.2 | 14.5 | 12.6 | 11.9 | 11.3 | 9月 |
| 爱沙尼亚 | 14.4 | 15.3 | 14.5 | 13.4 | 11.7 | 13.2 | 12月 |
| 匈牙利 | 13.8 | 13.0 | 12.3 | 12.8 | 12.0 | 11.4 | 9月 |
| 以色列 | 9.4 | 9.9 | 10.3 | 10.8 | 10.7 | 10.9 | 6月 |
| 拉脱维亚 | 14.2 | 13.1 | 11.7 | 11.7 | 10.1 | 10.5 | 6月 |
| 立陶宛 | 15.7 | 14.8 | 13.3 | 12.3 | 9.8 | 9.5 | 12月 |
| 波兰 ² | 13.5 | 14.2 | 13.5 | 15.6 | 14.5 | 13.6 | 6月 |
| 罗马尼亚 | 28.8 | 25.0 | 20.0 | 18.8 | 20.2 | 17.8 | 9月 |
| 俄罗斯 | 20.3 | 19.1 | 19.1 | 17.0 | 16.0 | 14.8 | 9月 |
| 塞尔维亚 ³ | ... | 25.6 | 31.1 | 27.9 | 26.0 | 25.3 | 9月 |
| 斯洛伐克共和国 | 19.8 | 21.3 | 22.4 | 18.7 | 14.8 | 13.7 | 9月 |
| 土耳其 | 15.3 | 25.1 | 30.9 | 28.8 | 24.2 | 18.6 | 6月 |
| 乌克兰 | 20.7 | 18.0 | 15.2 | 16.8 | 15.0 | 14.2 | 12月 |
| 西欧 | | | | | | | |
| 奥地利 | 13.7 | 13.3 | 14.5 | 14.7 | 14.5 | 15.4 | 6月 |
| 比利时 | 12.9 | 13.2 | 12.9 | 12.9 | 11.5 | 12.0 | 6月 |
| 丹麦 ⁴ | ... | 12.4 | 12.6 | 13.1 | 12.6 | 12.4 | 6月 |
| 芬兰 | 10.5 | 11.7 | 18.9 | 19.6 | 17.3 | ... | 12月 |
| 法国 | 12.1 | 11.5 | 11.9 | 11.5 | 11.4 | ... | 12月 |
| 德国 | 12.0 | 12.7 | 13.4 | 13.2 | 12.2 | ... | 12月 |
| 希腊 | 12.4 | 10.5 | 12.0 | 12.8 | 13.2 | 12.3 | 6月 |
| 冰岛 | 11.4 | 12.2 | 12.3 | 12.8 | 12.8 | 13.3 | 6月 |
| 爱尔兰 ⁵ | 13.2 | 14.4 | 15.0 | 14.6 | 13.6 | ... | 12月 |
| 意大利 | 10.4 | 11.2 | 11.4 | 11.6 | 10.6 | ... | 12月 |
| 卢森堡 | 13.7 | 15.0 | 17.1 | 17.5 | 15.9 | 14.9 | 6月 |
| 荷兰 | 11.7 | 12.0 | 12.3 | 12.3 | 12.6 | 11.7 | 9月 |
| 挪威 | 12.6 | 12.2 | 12.4 | 12.2 | 11.9 | 11.2 | 9月 |
| 葡萄牙 ⁶ | 9.5 | 9.8 | 10.0 | 10.4 | 11.3 | ... | 12月 |
| 西班牙 ⁷ | 12.9 | 12.5 | 12.6 | 12.3 | 12.2 | 11.5 | 6月 |
| 瑞典 ⁸ | 7.0 | 7.1 | 7.4 | 7.7 | 7.1 | 7.0 | 9月 |
| 瑞士 | 12.4 | 12.6 | 12.4 | 12.6 | 12.4 | 12.7 | 6月 |
| 英国 | 13.2 | 13.1 | 13.0 | 12.7 | 12.8 | ... | 12月 |

表22 (续完)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 最新 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|-----|
| 亚洲 | | | | | | | |
| 孟加拉国 | 6.7 | 7.5 | 8.4 | 8.8 | 7.3 | 8.0 | 6月 |
| 中国 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 中国香港 | 16.5 | 15.8 | 15.3 | 15.4 | 15.3 | 15.0 | 9月 |
| 印度 | 11.4 | 11.9 | 12.9 | 13.4 | 12.8 | 12.4 | 9月 |
| 印度尼西亚 | 18.2 | 20.1 | 22.3 | 19.4 | 19.3 | 19.2 | 9月 |
| 韩国 | 11.7 | 11.2 | 11.1 | 12.1 | 13.0 | 13.3 | 9月 |
| 马来西亚 | 13.0 | 13.2 | 13.8 | 14.3 | 13.7 | 12.7 | 11月 |
| 菲律宾 ⁹ | 15.6 | 16.9 | 17.4 | 18.4 | 17.6 | ... | 12月 |
| 新加坡 | 18.2 | 16.9 | 17.9 | 16.1 | 15.8 | 15.4 | 9月 |
| 泰国 | 13.3 | 13.0 | 13.4 | 12.4 | 13.2 | 14.3 | 11月 |
| 中东和中亚 | | | | | | | |
| 亚美尼亚 | 13.6 | 30.5 | 33.8 | 32.3 | 33.7 | 33.7 | 6月 |
| 埃及 | 9.9 | 11.0 | 11.1 | 13.8 | 14.5 | ... | 12月 |
| 格鲁吉亚 | 33.1 | 21.9 | 20.3 | 18.8 | 17.5 | ... | 12月 |
| 约旦 | 17.5 | 16.6 | 15.9 | 17.8 | 17.6 | 20.3 | 6月 |
| 哈萨克斯坦 | 18.6 | 17.2 | 16.9 | 15.9 | 15.1 | 15.0 | 9月 |
| 科威特 | 22.0 | 19.7 | 18.4 | 17.3 | 21.3 | 22.0 | 9月 |
| 黎巴嫩 | 18.0 | 19.4 | 22.3 | 22.2 | 23.1 | 24.0 | 8月 |
| 摩洛哥 | 12.6 | 12.2 | 9.3 | 10.2 | 11.5 | ... | 12月 |
| 阿曼 | 15.6 | 17.1 | 17.6 | 17.6 | 18.1 | 17.2 | 6月 |
| 巴基斯坦 | 8.8 | 8.8 | 8.5 | 10.5 | 11.3 | 12.7 | 9月 |
| 沙特阿拉伯 | 20.3 | 21.3 | 19.4 | 17.8 | 17.8 | ... | 12月 |
| 突尼斯 | 10.6 | 9.8 | 9.3 | 11.6 | 12.4 | ... | 12月 |
| 阿拉伯联合酋长国 | 19.8 | 19.0 | 18.6 | 16.9 | 17.4 | 16.3 | 9月 |
| 撒哈拉以南非洲 | | | | | | | |
| 加蓬 | 17.2 | 17.6 | 19.9 | 17.8 | 24.0 | ... | 8月 |
| 加纳 | 14.7 | 13.4 | 9.3 | 13.7 | 16.2 | ... | 12月 |
| 肯尼亚 | 13.2 | 13.9 | 11.7 | 11.8 | 13.4 | ... | 12月 |
| 莱索托 | ... | ... | ... | 22.0 | 22.0 | 25.0 | 3月 |
| 莫桑比克 | 8.4 | 14.0 | 17.0 | 18.7 | 16.0 | ... | 12月 |
| 纳米比亚 | 15.5 | 14.1 | 14.8 | 15.4 | 14.6 | 14.8 | 6月 |
| 尼日利亚 | 16.2 | 18.1 | 17.8 | 14.6 | 14.3 | ... | 6月 |
| 卢旺达 | 16.6 | 12.5 | 14.6 | 18.3 | 14.7 | ... | 12月 |
| 塞内加尔 | 16.8 | 15.5 | 11.7 | 11.5 | 10.8 | 14.1 | 8月 |
| 塞拉利昂 | ... | 32.5 | 27.3 | 25.1 | 26.4 | ... | 12月 |
| 南非 | 11.4 | 12.6 | 12.2 | 13.3 | 12.3 | 12.4 | 6月 |
| 斯威士兰 | ... | ... | 14.0 | 14.0 | 15.0 | 19.0 | 9月 |
| 乌干达 | 23.1 | 20.7 | 16.9 | 20.5 | 18.3 | 18.3 | 6月 |
| 其他 | | | | | | | |
| 澳大利亚 | 10.4 | 9.6 | 10.0 | 10.4 | 10.4 | 10.6 | 9月 |
| 加拿大 | 12.3 | 12.4 | 13.4 | 13.3 | 12.9 | 12.6 | 9月 |
| 日本 ¹⁰ | 10.8 | 9.4 | 11.1 | 11.6 | 12.2 | 12.3 | 9月 |
| 美国 | 12.9 | 13.0 | 13.0 | 13.2 | 13.0 | 13.1 | 9月 |

资料来源：各国当局和国际货币基金组织工作人员的估计。

1. 银行部门，不含国家住房抵押贷款银行。
2. 10家最大商业银行的数据。
3. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。
4. 1-3组的银行，半年度数据。
5. 所有银行。
6. 2005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）。
7. 2006年是西班牙大型银行有关指标的简单平均数，与前几年数据不完全可比。
8. 一级资本比率，与表内其他数据不可比。
9. 汇总数据。
10. 为财年底，即下一个日历年度3月底的数据；主要银行。

表23. 银行资本与资产的比率
(百分比)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 最新 |
|-------------------|------|-------|------|------|------|------|-----|
| 拉丁美洲 | | | | | | | |
| 阿根廷 | ... | ... | 11.9 | 11.8 | 13.0 | 13.2 | 11月 |
| 玻利维亚 | 10.5 | 11.9 | 12.1 | 11.5 | 11.3 | 10.0 | 12月 |
| 巴西 | 8.9 | 8.6 | 9.2 | 9.7 | 9.2 | 9.3 | 3月 |
| 智利 | 7.2 | 7.2 | 7.3 | 7.0 | 6.8 | 6.7 | 11月 |
| 哥伦比亚 | 9.4 | 9.3 | 9.7 | 10.3 | 11.3 | 10.8 | 11月 |
| 哥斯达黎加 | 12.9 | 12.6 | 13.6 | 11.9 | 12.2 | 12.7 | 12月 |
| 多米尼加共和国 | 10.1 | 10.7 | 7.9 | 9.0 | 9.4 | 10.0 | 12月 |
| 厄瓜多尔 | 10.1 | 9.6 | 10.2 | 9.9 | 9.6 | 10.4 | 12月 |
| 萨尔瓦多 | 6.9 | 7.5 | 7.5 | 8.0 | 8.5 | 8.1 | 5月 |
| 危地马拉 | 8.3 | 8.9 | 9.0 | 8.9 | 8.5 | 8.8 | 10月 |
| 墨西哥 | 9.4 | 11.1 | 11.4 | 11.2 | 12.0 | 11.8 | 9月 |
| 巴拿马 | 9.6 | 10.2 | 12.2 | 13.2 | 12.8 | 11.3 | 11月 |
| 巴拉圭 | 12.1 | 10.9 | 9.5 | 10.5 | 11.0 | 12.5 | 12月 |
| 秘鲁 | 9.8 | 10.1 | 9.3 | 9.8 | 7.7 | 9.5 | 12月 |
| 乌拉圭 ¹ | 7.2 | -10.0 | 7.2 | 8.3 | 8.6 | 8.7 | 5月 |
| 委内瑞拉 | 14.1 | 15.9 | 14.3 | 12.5 | 11.1 | 9.8 | 12月 |
| 欧洲新兴经济体 | | | | | | | |
| 白俄罗斯 | 15.1 | 18.7 | 20.4 | 18.8 | 18.8 | 16.1 | 9月 |
| 波斯尼亚和黑塞哥维那 | 20.1 | 19.1 | 17.0 | 15.7 | 14.4 | 13.8 | 10月 |
| 保加利亚 | 13.5 | 13.3 | 13.1 | 11.0 | 10.5 | 10.4 | 9月 |
| 克罗地亚 | 10.4 | 9.4 | 9.2 | 8.7 | 8.8 | 9.2 | 6月 |
| 捷克共和国 | 5.2 | 5.2 | 5.7 | 5.6 | 5.7 | 5.8 | 9月 |
| 爱沙尼亚 | 13.3 | 12.1 | 11.3 | 9.8 | 10.6 | 8.6 | 11月 |
| 匈牙利 | 9.3 | 8.8 | 8.5 | 8.6 | 8.2 | 8.6 | 11月 |
| 以色列 | 4.9 | 4.9 | 5.3 | 5.5 | 5.6 | 5.9 | 6月 |
| 拉脱维亚 | 9.1 | 8.8 | 8.6 | 8.2 | 7.9 | 8.0 | 12月 |
| 立陶宛 | 11.5 | 12.1 | 10.9 | 9.8 | 8.2 | 9.8 | 9月 |
| 波兰 | 8.0 | 8.7 | 8.3 | 8.0 | 7.8 | 7.9 | 3月 |
| 罗马尼亚 | 12.1 | 11.6 | 10.9 | 8.9 | 9.2 | 8.6 | 11月 |
| 俄罗斯 | ... | 14.4 | 14.8 | 14.0 | 13.2 | 12.5 | 9月 |
| 塞尔维亚 ² | ... | 18.3 | 22.5 | 18.8 | 16.2 | 16.1 | 9月 |
| 斯洛伐克共和国 | 11.1 | 10.2 | 10.7 | 8.7 | 7.6 | 6.0 | 9月 |
| 土耳其 | 7.9 | 11.9 | 14.2 | 15.0 | 13.5 | 10.9 | 6月 |
| 乌克兰 | 15.6 | 14.7 | 12.3 | 13.1 | 11.5 | 12.1 | 12月 |
| 西欧 | | | | | | | |
| 奥地利 | 5.1 | 5.6 | 5.8 | 6.0 | 7.4 | 7.6 | 12月 |
| 比利时 | 2.7 | 3.0 | 3.1 | 3.1 | 2.7 | 3.7 | 6月 |
| 丹麦 | 5.9 | 5.2 | 5.6 | 5.2 | 5.0 | 5.8 | 12月 |
| 芬兰 ³ | 5.9 | 5.6 | 9.7 | 8.7 | 8.8 | 8.6 | 6月 |
| 法国 | 6.7 | 6.8 | 6.9 | 6.6 | 5.8 | 5.8 | 12月 |
| 德国 | 4.4 | 4.6 | 4.6 | 4.4 | 4.4 | 4.7 | 12月 |
| 希腊 ⁴ | 8.5 | 6.9 | 6.9 | 5.0 | 5.8 | 5.2 | 6月 |
| 冰岛 ⁵ | ... | ... | ... | 8.3 | 7.4 | 6.8 | 6月 |
| 爱尔兰 | 5.9 | 5.5 | 5.2 | 4.9 | 4.7 | 4.3 | 12月 |
| 意大利 | 6.8 | 6.7 | 6.4 | 6.4 | 6.9 | ... | 12月 |
| 卢森堡 | 4.0 | 4.6 | 4.8 | 4.8 | 4.5 | 4.6 | 12月 |
| 荷兰 | 4.8 | 4.7 | 4.3 | 3.9 | 4.2 | 4.0 | 12月 |
| 挪威 | 6.5 | 6.2 | 5.9 | 5.9 | 5.2 | 5.0 | 9月 |
| 葡萄牙 ⁶ | 5.5 | 5.6 | 5.8 | 6.2 | 5.1 | ... | 12月 |
| 西班牙 | 8.1 | 8.2 | 7.8 | 8.3 | 7.6 | 7.2 | 12月 |
| 瑞典 | 6.5 | 6.2 | 6.2 | 6.3 | 5.8 | 5.4 | 12月 |
| 瑞士 | 5.6 | 5.5 | 5.7 | 5.3 | 5.1 | 4.9 | 6月 |
| 英国 | 9.7 | 9.9 | 9.8 | 9.6 | 9.1 | 8.9 | 12月 |

表23 (续完)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 最新 |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|-----|
| 亚洲 | | | | | | | |
| 孟加拉国 | 3.5 | 4.1 | 3.2 | 2.7 | 2.6 | 4.0 | 9月 |
| 中国 ⁷ | ... | ... | 4.9 | 4.9 | 5.5 | 6.1 | 6月 |
| 中国香港 | 9.2 | 10.1 | 10.6 | 10.8 | 11.8 | 11.8 | 11月 |
| 印度 | 5.3 | 5.5 | 5.7 | 5.9 | 6.4 | 6.6 | 3月 |
| 印度尼西亚 | 6.4 | 8.8 | 9.6 | 10.8 | 10.2 | 10.7 | 11月 |
| 韩国 | 4.8 | 4.7 | 4.6 | 5.6 | 6.8 | 6.6 | 9月 |
| 马来西亚 | 8.3 | 8.7 | 8.5 | 8.2 | 7.7 | 7.6 | 11月 |
| 菲律宾 | 13.6 | 13.4 | 13.1 | 12.6 | 12.0 | 11.5 | 6月 |
| 新加坡 | 10.0 | 11.0 | 10.7 | 10.3 | 10.4 | 10.2 | 9月 |
| 泰国 | 5.9 | 6.1 | 7.4 | 8.0 | 9.6 | 9.2 | 5月 |
| 中东和中亚 | | | | | | | |
| 亚美尼亚 | 8.8 | 18.4 | 18.1 | 17.8 | 21.5 | 22.0 | 6月 |
| 埃及 | ... | ... | 4.9 | 4.8 | 5.0 | 5.2 | 9月 |
| 格鲁吉亚 | 30.5 | 28.3 | 26.2 | 21.9 | 18.8 | ... | 12月 |
| 约旦 | 6.6 | 6.2 | 6.4 | 7.2 | 8.2 | 10.2 | 6月 |
| 哈萨克斯坦 ⁸ | 11.0 | 9.0 | 9.0 | 8.0 | 8.0 | 9.0 | 9月 |
| 科威特 | 11.2 | 10.3 | 10.7 | 12.1 | 12.7 | 12.0 | 7月 |
| 黎巴嫩 | 6.2 | 6.3 | 6.1 | 5.7 | 6.0 | 7.6 | 11月 |
| 摩洛哥 | 8.7 | 8.5 | 7.6 | 7.6 | 7.7 | ... | 12月 |
| 阿曼 ⁹ | 12.6 | 12.8 | 12.6 | 12.9 | 13.7 | 13.2 | 6月 |
| 巴基斯坦 | 3.8 | 4.8 | 5.5 | 6.7 | 7.9 | 8.8 | 9月 |
| 沙特阿拉伯 | 9.3 | 9.3 | 8.8 | 8.0 | 8.8 | 9.3 | 11月 |
| 突尼斯 | 7.5 | 7.7 | 7.6 | 7.5 | 7.7 | ... | 12月 |
| 阿拉伯联合酋长国 | 13.0 | 12.9 | 12.6 | 12.1 | 12.8 | 13.7 | 6月 |
| 撒哈拉以南非洲 | | | | | | | |
| 加蓬 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 加纳 | 12.5 | 12.0 | 12.0 | 12.5 | 13.0 | 12.4 | 8月 |
| 肯尼亚 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 莱索托 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 莫桑比克 | 10.2 | 18.4 | 14.9 | 10.0 | 7.9 | 6.8 | 6月 |
| 纳米比亚 | 8.7 | 7.5 | 8.3 | 8.8 | 7.8 | ... | 6月 |
| 尼日利亚 | 10.2 | 10.7 | 9.6 | 9.3 | 13.1 | 14.7 | 9月 |
| 卢旺达 | 8.5 | 8.1 | 8.9 | 10.1 | 9.4 | 9.2 | 4月 |
| 塞内加尔 | 9.7 | 10.3 | 7.8 | 7.7 | 7.6 | 8.1 | 8月 |
| 塞拉利昂 | 22.9 | 21.4 | 21.1 | 22.5 | 20.0 | 19.0 | 11月 |
| 南非 | 9.0 | 9.3 | 8.0 | 8.2 | 7.9 | 7.8 | 5月 |
| 斯威士兰 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 乌干达 | 10.0 | 9.6 | 9.0 | 10.5 | 8.4 | 9.7 | 11月 |
| 其他 | | | | | | | |
| 澳大利亚 ⁸ | 5.3 | 5.3 | 5.2 | 5.1 | 5.2 | 4.9 | 9月 |
| 加拿大 | 4.6 | 4.6 | 4.7 | 4.4 | 4.4 | 4.6 | 11月 |
| 日本 ¹⁰ | 3.9 | 3.3 | 3.9 | 4.2 | 4.9 | 4.9 | 9月 |
| 美国 | 9.0 | 9.2 | 9.2 | 10.3 | 10.3 | 10.5 | 9月 |

资料来源：各国当局和国际货币基金组织工作人员的估计。

1. 银行部门，不含国家住房抵押贷款银行。
2. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。
3. 2006年为初步数据，大型银行。
4. 非汇总数据。2004年以后采纳IFRS。
5. 大型银行。
6. 2005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）。
7. 其中6家大型银行的数据。
8. 一级资本与总资产的比率。
9. 一级资本和二级资本与总资产的比率。
10. 为财年底，即为下一个日历年度3月底的数据，所有银行。

表24. 银行不良贷款与全部贷款的比率
(百分比)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 最新 |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|-----|
| 拉丁美洲 | | | | | | | |
| 阿根廷 | 13.1 | 18.1 | 17.7 | 10.3 | 5.0 | 3.4 | 11月 |
| 玻利维亚 | 16.2 | 17.6 | 16.7 | 14.0 | 11.2 | 9.6 | 12月 |
| 巴西 | 5.6 | 4.8 | 4.8 | 3.8 | 4.4 | ... | 12月 |
| 智利 | 1.6 | 1.8 | 1.6 | 1.2 | 0.9 | 0.8 | 11月 |
| 哥伦比亚 | 9.7 | 8.7 | 6.8 | 3.3 | 3.2 | 2.7 | 9月 |
| 哥斯达黎加 | 2.4 | 3.2 | 1.7 | 2.0 | 1.5 | 1.6 | 8月 |
| 多米尼加共和国 | 2.5 | 4.9 | 9.0 | 7.4 | 5.9 | 4.5 | 12月 |
| 厄瓜多尔 | 13.4 | 8.4 | 7.9 | 6.4 | 4.9 | 3.3 | 12月 |
| 萨尔瓦多 | 4.3 | 15.8 | 12.3 | 2.3 | 1.9 | 1.9 | 12月 |
| 危地马拉 | 8.1 | 7.9 | 6.5 | 7.1 | 4.2 | 6.2 | 10月 |
| 墨西哥 | 5.1 | 4.6 | 3.2 | 2.5 | 1.8 | 2.0 | 9月 |
| 巴拿马 | 2.8 | 3.5 | 2.5 | 1.8 | 1.8 | 1.5 | 9月 |
| 巴拉圭 | 16.5 | 19.7 | 20.6 | 10.8 | 6.6 | 3.3 | 12月 |
| 秘鲁 | 9.0 | 7.6 | 5.8 | 3.7 | 2.1 | 1.6 | 12月 |
| 乌拉圭 ¹ | 12.4 | 37.2 | 9.4 | 3.8 | 2.7 | 1.7 | 6月 |
| 委内瑞拉 | 7.0 | 9.2 | 7.7 | 2.8 | 1.2 | 1.1 | 12月 |
| 欧洲新兴经济体 | | | | | | | |
| 白俄罗斯 | 14.9 | 9.0 | 3.7 | 3.2 | 2.3 | 2.0 | 9月 |
| 波斯尼亚和黑塞哥维那 | 17.9 | 11.0 | 8.4 | 6.1 | 5.3 | 4.9 | 9月 |
| 保加利亚 | 3.4 | 2.6 | 3.2 | 2.0 | 2.2 | 2.2 | 12月 |
| 克罗地亚 | 7.3 | 5.9 | 5.2 | 4.6 | 4.0 | 3.5 | 6月 |
| 捷克共和国 | 13.7 | 10.6 | 4.9 | 4.1 | 4.3 | 4.1 | 9月 |
| 爱沙尼亚 | 1.3 | 0.8 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 12月 |
| 匈牙利 | 3.6 | 3.7 | 3.0 | 2.9 | 2.7 | 2.7 | 9月 |
| 以色列 | ... | 2.4 | 2.6 | 2.5 | 2.3 | 2.2 | 6月 |
| 拉脱维亚 | 2.8 | 2.0 | 1.4 | 1.1 | 0.7 | 0.5 | 6月 |
| 立陶宛 | 8.3 | 6.5 | 3.0 | 2.3 | 0.6 | 1.1 | 12月 |
| 波兰 | ... | ... | 10.4 | 9.2 | 7.7 | 6.6 | 6月 |
| 罗马尼亚 | ... | ... | 8.3 | 8.1 | 8.3 | 8.4 | 9月 |
| 俄罗斯 | 6.2 | 5.6 | 5.0 | 3.8 | 3.2 | 2.7 | 9月 |
| 塞尔维亚 ² | ... | 21.6 | 22.5 | 23.3 | 23.2 | 21.4 | 9月 |
| 斯洛伐克共和国 | 12.3 | 7.9 | 3.7 | 2.6 | 5.0 | 3.7 | 8月 |
| 土耳其 | 29.3 | 17.6 | 11.5 | 6.0 | 4.8 | 3.7 | 6月 |
| 乌克兰 ³ | 25.1 | 21.9 | 28.3 | 30.0 | 19.6 | 17.8 | 12月 |
| 西欧 | | | | | | | |
| 奥地利 | ... | 3.0 | 3.0 | 2.7 | 2.6 | ... | 12月 |
| 比利时 | 2.9 | 3.0 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 1.8 | 6月 |
| 丹麦 | 0.7 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.4 | ... | 12月 |
| 芬兰 ⁴ | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 6月 |
| 法国 ⁵ | 4.1 | 4.2 | 4.0 | 3.7 | 3.3 | 3.2 | 6月 |
| 德国 ⁶ | 4.6 | 5.0 | 5.3 | 5.1 | 4.1 | 4.0 | 6月 |
| 希腊 | 5.6 | 5.5 | 5.1 | 5.4 | 5.5 | 5.5 | 6月 |
| 冰岛 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 0.8 | 0.3 | ... | 12月 |
| 爱尔兰 ⁶ | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 6月 |
| 意大利 | 6.7 | 6.5 | 6.7 | 6.6 | 5.3 | ... | 12月 |
| 卢森堡 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 6月 |
| 荷兰 ⁶ | 2.3 | 2.4 | 2.0 | 1.5 | 1.2 | 1.0 | 6月 |
| 挪威 | 1.3 | 1.8 | 1.6 | 1.0 | 0.7 | 0.6 | 9月 |
| 葡萄牙 ^{6,7} | 2.2 | 2.3 | 2.4 | 2.0 | 1.5 | 1.5 | 6月 |
| 西班牙 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 11月 |
| 瑞典 | 1.5 | 1.2 | 1.2 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 9月 |
| 瑞士 | 2.3 | 1.9 | 1.4 | 0.9 | 0.5 | ... | 12月 |
| 英国 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 1.9 | 1.0 | ... | 12月 |

表24 (续完)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 最新 |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|-----|
| 亚洲 | | | | | | | |
| 孟加拉国 | 31.5 | 28.1 | 22.1 | 17.6 | 13.6 | 13.2 | 12月 |
| 中国 | 29.8 | 26.0 | 20.4 | 12.8 | 9.8 | 7.5 | 12月 |
| 中国香港 | 6.5 | 5.0 | 3.9 | 2.3 | 1.4 | 1.2 | 9月 |
| 印度 | 11.4 | 10.4 | 8.8 | 7.2 | 5.2 | 3.3 | 3月 |
| 印度尼西亚 ⁸ | 31.9 | 24.0 | 19.4 | 14.2 | 15.6 | 16.0 | 9月 |
| 韩国 | 3.4 | 2.4 | 2.6 | 1.9 | 1.2 | 0.9 | 9月 |
| 马来西亚 ⁹ | 17.8 | 15.9 | 13.9 | 11.7 | 9.6 | 8.7 | 11月 |
| 菲律宾 ¹⁰ | 27.7 | 26.5 | 26.1 | 24.7 | 19.7 | 18.6 | 6月 |
| 新加坡 | 8.0 | 7.7 | 6.7 | 4.0 | 3.0 | 2.4 | 9月 |
| 泰国 | 11.5 | 16.5 | 13.5 | 11.9 | 9.1 | 8.9 | 9月 |
| 中东和中亚 | | | | | | | |
| 亚美尼亚 | ... | ... | 5.4 | 2.1 | 1.9 | 3.0 | 6月 |
| 埃及 | 16.9 | 20.2 | 24.2 | 26.3 | 25.0 | ... | 12月 |
| 格鲁吉亚 | 11.6 | 7.9 | 7.5 | 6.2 | 3.8 | ... | 12月 |
| 约旦 | 19.3 | 21.0 | 19.7 | 13.6 | 9.3 | 7.7 | 6月 |
| 哈萨克斯坦 | ... | 11.9 | 13.1 | 11.9 | 9.6 | 10.2 | 3月 |
| 科威特 | 10.3 | 7.8 | 6.1 | 5.3 | 5.0 | 3.9 | 9月 |
| 黎巴嫩 | 10.0 | 12.4 | 12.8 | 10.1 | 15.8 | ... | 12月 |
| 摩洛哥 | 16.8 | 17.2 | 18.1 | 19.4 | 15.7 | ... | 12月 |
| 阿曼 | 10.6 | 11.3 | 15.5 | 13.5 | 9.1 | 7.8 | 6月 |
| 巴基斯坦 | 23.4 | 21.8 | 17.0 | 11.6 | 8.3 | 7.7 | 9月 |
| 沙特阿拉伯 | 10.1 | 8.8 | 5.4 | 2.8 | 1.9 | ... | 12月 |
| 突尼斯 | 21.0 | 21.4 | 24.2 | 23.6 | 20.9 | 20.7 | 12月 |
| 阿拉伯联合酋长国 | 15.7 | 15.3 | 14.3 | 12.5 | 8.3 | 6.9 | 9月 |
| 撒哈拉以南非洲 | | | | | | | |
| 加蓬 | 8.6 | 11.4 | 13.8 | 15.8 | 15.1 | ... | 8月 |
| 加纳 | 19.6 | 22.7 | 18.3 | 16.1 | 13.0 | ... | 12月 |
| 肯尼亚 | 13.1 | 18.1 | 17.7 | 10.7 | 5.2 | ... | 12月 |
| 莱索托 | ... | ... | ... | 1.0 | 2.0 | 1.0 | 3月 |
| 莫桑比克 | 23.4 | 20.8 | 26.8 | 6.4 | 3.8 | ... | 12月 |
| 纳米比亚 | 3.4 | 3.5 | 3.9 | 2.4 | 2.3 | 2.9 | 6月 |
| 尼日利亚 | 19.7 | 21.4 | 19.8 | 21.6 | 21.9 | ... | 6月 |
| 卢旺达 | 74.1 | 57.0 | 52.0 | 27.0 | 27.2 | ... | 12月 |
| 塞内加尔 | 17.8 | 18.5 | 13.3 | 12.6 | 11.9 | 16.0 | 8月 |
| 塞拉利昂 | ... | 11.0 | 7.4 | 12.1 | 20.9 | ... | 12月 |
| 南非 | 3.1 | 2.8 | 2.4 | 1.8 | 1.5 | 1.2 | 6月 |
| 斯威士兰 | ... | ... | 2.0 | 3.0 | 2.0 | 2.0 | 9月 |
| 乌干达 | 6.5 | 3.0 | 7.2 | 2.2 | 2.3 | 2.8 | 6月 |
| 其他 | | | | | | | |
| 澳大利亚 ¹¹ | 0.6 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 9月 |
| 加拿大 | 1.5 | 1.6 | 1.2 | 0.7 | 0.5 | 0.4 | 9月 |
| 日本 ¹² | 8.4 | 7.2 | 5.2 | 2.9 | 1.8 | 1.5 | 9月 |
| 美国 | 1.3 | 1.4 | 1.1 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 9月 |

资料来源：各国当局和国际货币基金组织工作人员的估计。

1. 银行部门，不含国家住房抵押贷款银行。
2. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。
3. 2003年不良贷款的增加反映了官方定义的变化。
4. 扣除准备金计提数据。
5. 可疑债务总额。
6. 2006年为初步数据；大型银行，与前几年数据不完全可比。
7. 2005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）。
8. 受损资产比率；包括报告的不良贷款、16家最大银行的重组贷款和被取消抵押品赎回权的贷款。与表中其他指标不直接可比。
9. 不良贷款总额。
10. 不良资产比率，包括不良贷款以及所拥有或获得的不动产或其他财产。
11. 不包括有抵押担保的拖欠贷款。
12. 为财年年底，即下一个日历年3月底的数据；主要银行。

表25. 银行准备金计提与不良贷款的比率
(百分比)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 最新 |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| 拉丁美洲 | | | | | | | |
| 阿根廷 | 66.4 | 73.8 | 79.2 | 102.9 | 124.6 | 128.5 | 3月 |
| 玻利维亚 | 63.7 | 63.7 | 74.0 | 84.3 | 81.1 | 87.1 | 12月 |
| 巴西 | 126.6 | 143.6 | 144.6 | 162.1 | 145.4 | ... | 12月 |
| 智利 | 146.5 | 128.1 | 130.9 | 165.5 | 177.6 | 200.4 | 11月 |
| 哥伦比亚 | 77.5 | 86.5 | 98.5 | 149.2 | 167.3 | 148.1 | 9月 |
| 哥斯达黎加 | 113.2 | 102.6 | 145.9 | 122.6 | 153.0 | 145.7 | 8月 |
| 多米尼加共和国 | 143.6 | 68.2 | 65.6 | 102.4 | 127.6 | 144.9 | 12月 |
| 厄瓜多尔 | 115.5 | 131.4 | 127.3 | 119.0 | 143.7 | 182.7 | 12月 |
| 萨尔瓦多 | 103.1 | 115.1 | 129.8 | 129.8 | 130.0 | 116.4 | 12月 |
| 危地马拉 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 墨西哥 | 123.8 | 138.1 | 167.1 | 201.8 | 232.1 | 213.0 | 9月 |
| 巴拿马 | 87.9 | 132.1 | 150.3 | 149.4 | 116.2 | 127.9 | 9月 |
| 巴拉圭 | 37.0 | 46.6 | 54.8 | 54.6 | 57.7 | 59.1 | 12月 |
| 秘鲁 | 63.0 | 69.1 | 67.1 | 68.7 | 80.3 | 100.4 | 12月 |
| 乌拉圭 ¹ | 49.9 | 55.0 | 66.1 | 56.2 | 50.8 | ... | 12月 |
| 委内瑞拉 | 92.4 | 97.9 | 103.7 | 130.2 | 196.3 | 229.1 | 12月 |
| 欧洲新兴经济体 | | | | | | | |
| 白俄罗斯 | 37.7 | 15.8 | 29.9 | 32.4 | 48.4 | 55.4 | 9月 |
| 波斯尼亚和黑塞哥维那 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 保加利亚 ² | 61.6 | 59.6 | 50.0 | 48.5 | 45.3 | 47.6 | 9月 |
| 克罗地亚 | 71.9 | 68.1 | 60.6 | 60.1 | 58.2 | 55.5 | 6月 |
| 捷克共和国 | 60.3 | 77.5 | 76.7 | 69.4 | 63.2 | 62.2 | 9月 |
| 爱沙尼亚 | 110.2 | 130.6 | 214.5 | 276.9 | 215.0 | 153.6 | 11月 |
| 匈牙利 | 57.9 | 50.8 | 47.3 | 51.3 | 54.4 | ... | 12月 |
| 以色列 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 拉脱维亚 | 61.7 | 78.3 | 89.4 | 99.1 | 98.8 | 110.0 | 6月 |
| 立陶宛 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 波兰 | ... | 56.3 | 53.4 | 61.3 | 61.6 | 57.8 | 9月 |
| 罗马尼亚 ³ | ... | ... | ... | 45.6 | 45.6 | 47.1 | 9月 |
| 俄罗斯 ⁴ | 108.1 | 112.5 | 118.0 | 139.5 | 156.3 | 159.3 | 9月 |
| 塞尔维亚 ⁵ | ... | ... | 54.0 | 58.9 | 47.8 | ... | 9月 |
| 斯洛伐克共和国 | 75.0 | 82.5 | 85.8 | 86.4 | 85.1 | 99.0 | 9月 |
| 土耳其 | 47.1 | 64.2 | 88.5 | 88.1 | 89.8 | 89.6 | 3月 |
| 乌克兰 | 39.2 | 37.0 | 22.3 | 21.1 | 25.0 | 23.1 | 12月 |
| 西欧 | | | | | | | |
| 奥地利 ⁶ | 85.1 | 76.9 | 73.5 | 62.0 | 63.8 | 64.1 | 12月 |
| 比利时 | 57.0 | 51.8 | 52.8 | 54.2 | 51.6 | 52.4 | 6月 |
| 丹麦 | 76.5 | 66.5 | 63.0 | 66.0 | 75.7 | ... | 12月 |
| 芬兰 | 72.8 | 66.8 | 77.7 | 78.5 | 85.8 | ... | 12月 |
| 法国 | 59.9 | 58.4 | 57.7 | 57.6 | 59.7 | 58.7 | 6月 |
| 德国 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 希腊 | 45.7 | 46.9 | 49.9 | 51.4 | 61.9 | 60.9 | 6月 |
| 冰岛 ⁷ | 79.6 | 66.8 | 77.5 | 80.9 | 112.9 | ... | 12月 |
| 爱尔兰 | 114.0 | 105.0 | 90.0 | 70.0 | 50.0 | ... | 12月 |
| 意大利 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 卢森堡 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 荷兰 ⁷ | 67.6 | 65.2 | 74.1 | 69.6 | 65.4 | ... | 12月 |
| 挪威 ⁷ | 80.2 | 63.1 | 59.1 | 65.1 | 51.5 | ... | 12月 |
| 葡萄牙 ⁸ | 66.8 | 62.8 | 73.0 | 83.4 | 75.0 | ... | 12月 |
| 西班牙 | ... | 197.2 | 245.4 | 219.6 | 251.8 | ... | 12月 |
| 瑞典 ⁷ | 79.0 | 83.3 | 79.4 | 84.9 | 88.0 | ... | 12月 |
| 瑞士 | ... | 89.4 | 89.9 | 90.9 | 116.0 | ... | 12月 |
| 英国 ⁷ | 72.2 | 75.0 | 71.2 | 64.5 | 56.1 | ... | 12月 |

表25 (续完)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 最新 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| 亚洲 | | | | | | | |
| 孟加拉国 | ... | ... | 18.3 | 18.9 | 25.3 | 26.3 | 6月 |
| 中国 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 中国香港 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 印度 | ... | ... | 46.4 | 56.6 | 60.3 | 58.9 | 3月 |
| 印度尼西亚 ⁹ | ... | 130.0 | 137.5 | 138.1 | 60.1 | ... | 12月 |
| 韩国 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 马来西亚 | 37.6 | 38.1 | 38.9 | 41.0 | 45.4 | 50.1 | 11月 |
| 菲律宾 | 29.6 | 30.1 | 30.9 | 33.2 | 38.3 | 39.2 | 6月 |
| 新加坡 | 60.1 | 61.2 | 64.9 | 76.0 | 80.9 | 86.9 | 9月 |
| 泰国 | 47.1 | 62.9 | 72.8 | 79.8 | 83.7 | 79.4 | 9月 |
| 中东和中亚 | | | | | | | |
| 亚美尼亚 | ... | ... | 34.3 | 77.0 | 70.7 | 51.5 | 6月 |
| 埃及 | 67.5 | 62.3 | 57.0 | 53.1 | 54.9 | ... | 12月 |
| 格鲁吉亚 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 约旦 | 33.6 | 37.7 | 37.0 | 45.0 | 53.5 | 57.8 | 6月 |
| 哈萨克斯坦 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 科威特 | 53.7 | 64.3 | 77.7 | 82.5 | 107.2 | 100.6 | 9月 |
| 黎巴嫩 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 摩洛哥 | 52.9 | 54.7 | 54.9 | 59.3 | 67.1 | ... | 12月 |
| 阿曼 | 59.2 | 75.6 | 59.8 | 75.3 | 72.7 | 77.6 | 6月 |
| 巴基斯坦 | 54.7 | 60.6 | 63.9 | 70.4 | 76.7 | 77.8 | 9月 |
| 沙特阿拉伯 | 107.0 | 110.4 | 136.0 | 164.0 | 178.0 | ... | 12月 |
| 突尼斯 | 47.4 | 43.9 | 43.1 | 45.8 | 46.4 | ... | 12月 |
| 阿拉伯联合酋长国 | 87.0 | 87.5 | 88.5 | 94.6 | 95.7 | 98.2 | 9月 |
| 撒哈拉以南非洲 | | | | | | | |
| 加蓬 | 63.0 | 66.5 | 78.8 | 78.4 | 80.7 | ... | 8月 |
| 加纳 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 肯尼亚 | 66.4 | 73.8 | 79.2 | 102.9 | 115.6 | 115.6 | 9月 |
| 莱索托 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 莫桑比克 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 纳米比亚 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 尼日利亚 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 卢旺达 | ... | ... | 58.4 | 60.2 | 56.7 | ... | 12月 |
| 塞内加尔 | 70.2 | 70.5 | 75.3 | 75.7 | 75.4 | 56.4 | 8月 |
| 塞拉利昂 | ... | 84.2 | 65.0 | 56.6 | 44.2 | ... | 12月 |
| 南非 | 46.0 | 46.0 | 54.2 | 61.3 | 64.3 | ... | 12月 |
| 斯威士兰 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 乌干达 | 70.0 | 81.5 | 76.5 | 97.8 | 103.8 | 93.7 | 6月 |
| 其他 | | | | | | | |
| 澳大利亚 | 107.1 | 106.2 | 131.8 | 182.9 | 203.0 | 204.5 | 9月 |
| 加拿大 | 44.0 | 41.1 | 43.5 | 47.7 | 49.3 | 55.3 | 9月 |
| 日本 ¹⁰ | 36.5 | 39.1 | 43.1 | 47.3 | 37.1 | 37.1 | 9月 |
| 美国 | 128.8 | 123.7 | 140.4 | 168.1 | 155.0 | 148.4 | 9月 |

资料来源：各国当局和国际货币基金组织工作人员的估计。

1. 私人银行。
2. 非标准贷款准备金。
3. 总准备金涵盖的可疑和损失贷款。
4. 2004年修改了定义，与以前年度数据不完全可比。
5. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。
6. 2005–2006年的数据只涉及其中两家最大的银行，与以前年度的数据不完全可比。
7. 大型银行。
8. 2005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）。
9. 以资产总额衡量的最大的12家银行。
10. 为财年底，即下一个日历年度3月底的数据；主要银行。

表26. 银行资产回报率
(百分比)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 最新 |
|--------------------|------|-------|------|------|------|------|-----|
| 拉丁美洲 | | | | | | | |
| 阿根廷 | 0.0 | -8.9 | -3.0 | -0.5 | 0.9 | 1.7 | 11月 |
| 玻利维亚 | -0.4 | 0.1 | 0.3 | -0.3 | 0.6 | 1.2 | 12月 |
| 巴西 | -0.1 | 1.9 | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 2.3 | 3月 |
| 智利 | 1.3 | 1.1 | 1.3 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 12月 |
| 哥伦比亚 | 0.1 | 1.1 | 1.9 | 2.8 | 2.8 | 3.0 | 3月 |
| 哥斯达黎加 ¹ | 1.9 | 1.8 | 2.1 | 2.0 | 2.5 | 2.5 | 8月 |
| 多米尼加共和国 | 2.1 | 2.5 | -0.1 | 1.9 | 1.8 | 1.9 | 12月 |
| 厄瓜多尔 | -0.6 | 1.6 | 1.5 | 1.6 | 1.8 | 2.0 | 12月 |
| 萨尔瓦多 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 1.5 | 12月 |
| 危地马拉 | ... | 0.8 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 1.5 | 10月 |
| 墨西哥 | 0.8 | -1.1 | 1.7 | 1.5 | 2.4 | 3.1 | 9月 |
| 巴拿马 ¹ | 1.0 | 0.5 | 2.1 | 2.3 | 2.1 | 2.3 | 9月 |
| 巴拉圭 ¹ | 2.2 | 1.0 | 0.4 | 1.7 | 2.1 | 3.0 | 12月 |
| 秘鲁 | 0.4 | 0.8 | 1.1 | 1.2 | 2.2 | 2.2 | 12月 |
| 乌拉圭 ² | 0.0 | -25.3 | -1.1 | -0.1 | 0.7 | 1.0 | 6月 |
| 委内瑞拉 | 2.8 | 5.3 | 6.2 | 5.9 | 3.7 | 2.8 | 12月 |
| 欧洲新兴经济体 | | | | | | | |
| 白俄罗斯 | 0.8 | 1.0 | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 9月 |
| 波斯尼亚和黑塞哥维那 | -1.1 | -0.3 | 0.4 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 9月 |
| 保加利亚 | 2.9 | 2.1 | 2.4 | 2.1 | 2.1 | 2.2 | 12月 |
| 克罗地亚 ¹ | 0.9 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 6月 |
| 捷克共和国 | 0.7 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 9月 |
| 爱沙尼亚 ¹ | 2.7 | 1.6 | 1.9 | 2.2 | 2.0 | 1.7 | 12月 |
| 匈牙利 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 9月 |
| 以色列 | 0.6 | 0.3 | 0.7 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 6月 |
| 拉脱维亚 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.7 | 2.1 | 1.9 | 6月 |
| 立陶宛 ¹ | -0.1 | 1.0 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.6 | 12月 |
| 波兰 | 0.9 | 0.5 | 0.5 | 1.4 | 1.6 | 1.7 | 6月 |
| 罗马尼亚 | 2.5 | 2.7 | 2.7 | 2.5 | 1.9 | 1.7 | 9月 |
| 俄罗斯 | 2.4 | 2.6 | 2.6 | 2.9 | 3.2 | 2.5 | 9月 |
| 塞尔维亚 ³ | ... | -8.4 | -0.3 | -1.0 | 0.9 | -0.5 | 9月 |
| 斯洛伐克共和国 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 8月 |
| 土耳其 | -5.5 | 1.1 | 2.3 | 2.3 | 1.7 | 1.7 | 6月 |
| 乌克兰 | 1.2 | 1.2 | 1.0 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 12月 |
| 西欧 | | | | | | | |
| 奥地利 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | ... | 12月 |
| 比利时 ⁴ | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 1.1 | 6月 |
| 丹麦 | 0.8 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | ... | 12月 |
| 芬兰 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | ... | 12月 |
| 法国 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | ... | 12月 |
| 德国 ⁵ | 0.2 | 0.1 | -0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.5 | 6月 |
| 希腊 | 1.0 | 0.5 | 0.6 | 0.3 | 0.9 | 1.2 | 6月 |
| 冰岛 | 0.8 | 1.1 | 1.3 | 1.8 | 2.3 | ... | 12月 |
| 爱尔兰 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 1.0 | 1.4 | ... | 12月 |
| 意大利 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | ... | 12月 |
| 卢森堡 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 6月 |
| 荷兰 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 9月 |
| 挪威 ¹ | 1.0 | 0.6 | 0.8 | 1.2 | 1.4 | 1.2 | 9月 |
| 葡萄牙 ⁶ | 0.9 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | ... | 12月 |
| 西班牙 ⁵ | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 6月 |
| 瑞典 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 12月 |
| 瑞士 ⁴ | 0.5 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | ... | 12月 |
| 英国 ¹ | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | ... | 12月 |

表26 (续完)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 最新 |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|-----|
| 亚洲 | | | | | | | |
| 孟加拉国 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.6 | 0.8 | 12月 |
| 中国 ⁷ | ... | ... | ... | 0.8 | 0.8 | ... | 12月 |
| 中国香港 ⁸ | 1.4 | 1.5 | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 9月 |
| 印度 | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 3月 |
| 印度尼西亚 ¹ | 0.6 | 1.4 | 1.6 | 3.5 | 2.5 | 2.6 | 9月 |
| 韩国 | 0.7 | 0.6 | 0.2 | 0.9 | 1.3 | 1.3 | 3月 |
| 马来西亚 ¹ | 1.0 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 9月 |
| 菲律宾 | 0.4 | 0.8 | 1.1 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 6月 |
| 新加坡 | 1.0 | 0.8 | 1.1 | 1.3 | 1.2 | 1.3 | 9月 |
| 泰国 ¹ | ... | ... | ... | 1.7 | 1.9 | 2.3 | 9月 |
| 中东和中亚 | | | | | | | |
| 亚美尼亚 | -9.1 | 3.9 | 2.7 | 3.2 | 3.1 | 3.6 | 6月 |
| 埃及 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 9月 |
| 格鲁吉亚 | 1.6 | 4.2 | 4.0 | 2.4 | 3.1 | ... | 12月 |
| 约旦 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 1.0 | 1.8 | 1.8 | 6月 |
| 哈萨克斯坦 ¹ | 0.9 | 2.0 | 2.0 | 1.4 | 1.8 | ... | 12月 |
| 科威特 | 2.0 | 1.8 | 2.0 | 2.5 | 3.0 | 2.6 | 9月 |
| 黎巴嫩 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 8月 |
| 摩洛哥 | 0.9 | 0.3 | -0.2 | 0.8 | 0.5 | ... | 12月 |
| 阿曼 | 0.2 | 1.5 | 0.3 | 1.9 | 2.7 | 1.5 | 6月 |
| 巴基斯坦 ¹ | -0.5 | 0.9 | 1.8 | 1.9 | 2.8 | 3.1 | 9月 |
| 沙特阿拉伯 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.5 | 3.4 | 4.0 | 12月 |
| 突尼斯 ⁵ | 1.1 | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.6 | 0.5 | 6月 |
| 阿拉伯联合酋长国 | 2.6 | 2.2 | 2.3 | 2.1 | 2.7 | 2.5 | 9月 |
| 撒哈拉以南非洲 | | | | | | | |
| 加蓬 | 2.4 | 1.8 | 0.7 | 2.7 | ... | ... | 12月 |
| 加纳 ¹ | 8.7 | 6.8 | 6.4 | 6.2 | 4.5 | ... | 12月 |
| 肯尼亚 ¹ | 0.0 | -8.9 | -2.9 | -0.5 | 1.0 | ... | 12月 |
| 莱索托 | ... | ... | ... | 3.0 | 2.0 | 1.0 | 3月 |
| 莫桑比克 | 0.1 | 1.6 | 1.2 | 1.4 | 1.8 | ... | 12月 |
| 纳米比亚 | 4.6 | 4.5 | 3.6 | 2.1 | 3.5 | 2.9 | 6月 |
| 尼日利亚 | 3.3 | 2.4 | 1.7 | 3.1 | 0.5 | ... | 6月 |
| 卢旺达 | 0.4 | -5.0 | 1.4 | 2.2 | 1.5 | ... | 12月 |
| 塞内加尔 | 1.6 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | ... | ... | 12月 |
| 塞拉利昂 | 11.9 | 10.0 | 10.5 | 9.7 | 7.9 | ... | 12月 |
| 南非 | 0.8 | 0.4 | 0.8 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 6月 |
| 斯威士兰 | ... | ... | 4.0 | 3.0 | 3.0 | 4.0 | 9月 |
| 乌干达 | 4.4 | 2.7 | 4.5 | 4.3 | 3.6 | 3.5 | 6月 |
| 其他 | | | | | | | |
| 澳大利亚 ⁴ | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.5 | 1.8 | ... | 12月 |
| 加拿大 | 0.7 | 0.4 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 1.0 | 10月 |
| 日本 ⁹ | -0.6 | -0.7 | -0.1 | 0.2 | 0.5 | ... | 3月 |
| 美国 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 9月 |

资料来源：各国当局和国际货币基金组织工作人员的估计。

1. 税前数据。
2. 银行部门，不含国家住房抵押贷款银行。
3. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。
4. 毛利。
5. 2006年几家大型银行的简单平均数据，与前几年数据不完全可比。
6. 2005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）。
7. 已实行改革的国有商业银行（2家在2004年，3家在2005年）的简单平均值。无汇总数据。
8. 净利差，与表内其他指标不可比。
9. 为财年，即下一个日历年3月底的数据；所有银行。

表27. 银行股权回报率
(百分比)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 最新 |
|--------------------|-------|-------|-------|------|------|------|-----|
| 拉丁美洲 | | | | | | | |
| 阿根廷 | -0.2 | -59.2 | -22.7 | -3.8 | 7.2 | 14.0 | 11月 |
| 玻利维亚 | -4.1 | 0.6 | 2.4 | -2.3 | 5.5 | 12.3 | 12月 |
| 巴西 | -1.2 | 21.8 | 17.0 | 18.8 | 22.8 | 24.5 | 3月 |
| 智利 | 17.7 | 14.4 | 16.7 | 16.7 | 17.9 | 18.4 | 12月 |
| 哥伦比亚 | 1.1 | 9.6 | 16.9 | 23.2 | 22.5 | 25.9 | 3月 |
| 哥斯达黎加 ¹ | 18.7 | 17.1 | 19.5 | 20.7 | 25.0 | 24.3 | 8月 |
| 多米尼加共和国 | 21.5 | 23.7 | -1.2 | 22.1 | 19.3 | 19.7 | 12月 |
| 厄瓜多尔 | -5.5 | 16.1 | 15.0 | 16.2 | 18.1 | 24.0 | 12月 |
| 萨尔瓦多 | 10.7 | 12.2 | 11.5 | 10.9 | 11.8 | 14.6 | 12月 |
| 危地马拉 | 11.6 | 8.5 | 12.2 | 14.0 | 19.1 | 17.1 | 10月 |
| 墨西哥 | 8.6 | -10.4 | 14.2 | 13.0 | 19.5 | 25.0 | 9月 |
| 巴拿马 | ... | ... | 16.9 | 16.7 | 15.7 | 18.5 | 3月 |
| 巴拉圭 ¹ | 21.2 | 9.0 | 4.5 | 18.3 | 22.6 | 31.7 | 12月 |
| 秘鲁 | 4.3 | 8.3 | 10.7 | 11.6 | 22.2 | 23.6 | 12月 |
| 乌拉圭 | ... | ... | ... | ... | ... | ... | ... |
| 委内瑞拉 | 20.3 | 35.6 | 44.0 | 45.2 | 32.6 | 30.7 | 12月 |
| 欧洲新兴经济体 | | | | | | | |
| 白俄罗斯 | 4.9 | 6.5 | 8.4 | 7.8 | 6.9 | 7.2 | 9月 |
| 波斯尼亚和黑塞哥维那 | -3.5 | 2.5 | 3.4 | 5.8 | 6.2 | 2.8 | 3月 |
| 保加利亚 | ... | 14.9 | 22.7 | 20.6 | 22.1 | 21.7 | 9月 |
| 克罗地亚 | 6.6 | 13.7 | 14.5 | 16.1 | 15.6 | 13.7 | 6月 |
| 捷克共和国 | 16.6 | 27.4 | 23.8 | 23.3 | 25.2 | 23.8 | 9月 |
| 爱沙尼亚 | 20.7 | 11.9 | 14.2 | 20.3 | 23.2 | 19.4 | 12月 |
| 匈牙利 | 15.8 | 16.2 | 19.3 | 25.3 | 24.6 | 21.7 | 9月 |
| 以色列 ² | 5.1 | 2.1 | 8.1 | 12.3 | 13.7 | 9.2 | 6月 |
| 拉脱维亚 | 19.0 | 16.4 | 16.7 | 21.4 | 27.1 | 24.2 | 6月 |
| 立陶宛 ¹ | -1.6 | 9.2 | 12.0 | 13.8 | 16.0 | ... | 12月 |
| 波兰 | 12.4 | 6.1 | 5.7 | 16.7 | 19.9 | 21.3 | 6月 |
| 罗马尼亚 ³ | ... | ... | ... | 23.7 | 17.3 | 15.3 | 9月 |
| 俄罗斯 | 19.4 | 18.0 | 17.8 | 20.3 | 24.2 | 20.1 | 9月 |
| 塞尔维亚 ⁴ | ... | -60.6 | -1.2 | -5.2 | 5.9 | ... | 12月 |
| 斯洛伐克共和国 | 8.0 | 11.5 | 10.8 | 11.9 | 16.9 | 19.5 | 8月 |
| 土耳其 | -69.4 | 9.3 | 16.0 | 16.4 | 11.8 | 12.5 | 6月 |
| 乌克兰 | 7.5 | 8.0 | 7.6 | 8.4 | 10.4 | 13.5 | 12月 |
| 西欧 | | | | | | | |
| 奥地利 | 9.8 | 5.4 | 6.3 | 9.3 | 11.4 | ... | 12月 |
| 比利时 ⁵ | 19.2 | 17.1 | 17.1 | 21.1 | 23.8 | 17.7 | 6月 |
| 丹麦 ^{1,6} | ... | 8.9 | 10.0 | 8.6 | 10.5 | 10.6 | 6月 |
| 芬兰 | 13.5 | 10.7 | 11.3 | 8.6 | 10.0 | ... | 12月 |
| 法国 | 9.6 | 9.1 | 8.5 | 10.6 | 11.9 | ... | 12月 |
| 德国 | 4.6 | 2.9 | -1.5 | 1.9 | 9.0 | ... | 12月 |
| 希腊 | 12.4 | 6.8 | 8.9 | 5.6 | 16.2 | 21.7 | 6月 |
| 冰岛 ¹ | 13.5 | 18.1 | 22.1 | 30.9 | 41.7 | 42.3 | 6月 |
| 爱尔兰 | 16.0 | 18.0 | 17.8 | 20.7 | 21.8 | ... | 12月 |
| 意大利 | 8.6 | 7.1 | 7.4 | 9.3 | 8.6 | ... | 12月 |
| 卢森堡 | 40.7 | 36.4 | 34.9 | 39.8 | 37.8 | ... | 12月 |
| 荷兰 | 14.7 | 10.9 | 14.0 | 16.0 | 16.0 | 15.9 | 9月 |
| 挪威 | 11.6 | 6.2 | 9.6 | 14.4 | 17.3 | 15.9 | 9月 |
| 葡萄牙 ⁷ | 14.9 | 11.7 | 13.9 | 12.8 | 14.6 | ... | 12月 |
| 西班牙 ⁸ | 13.5 | 12.1 | 13.2 | 14.1 | 16.9 | 17.5 | 6月 |
| 瑞典 | 13.6 | 10.9 | 13.1 | 15.0 | 17.7 | 18.5 | 9月 |
| 瑞士 ⁵ | 8.3 | 5.1 | 9.5 | 13.0 | 14.3 | ... | 12月 |
| 英国 ¹ | 7.7 | 6.1 | 8.6 | 10.9 | 11.8 | ... | 12月 |

表27 (续完)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 最新 |
|---------------------|-------|--------|-------|------|------|------|-----|
| 亚洲 | | | | | | | |
| 孟加拉国 | 15.9 | 11.6 | 9.8 | 13.0 | 12.4 | 14.1 | 12月 |
| 中国 ⁹ | ... | ... | ... | 13.7 | 15.1 | ... | 12月 |
| 中国香港 ¹⁰ | 17.9 | 17.2 | 17.8 | 20.3 | 19.1 | ... | 12月 |
| 印度 | 10.4 | 15.3 | 18.8 | 20.8 | 13.3 | 12.7 | 3月 |
| 印度尼西亚 ¹¹ | 12.0 | 19.0 | 19.2 | 25.4 | 17.5 | 28.0 | 11月 |
| 韩国 | 12.8 | 10.9 | 3.4 | 15.2 | 22.5 | 21.0 | 3月 |
| 马来西亚 ¹⁰ | 13.3 | 16.7 | 17.1 | 16.6 | 14.1 | ... | 12月 |
| 菲律宾 | 3.2 | 5.8 | 8.5 | 7.1 | 8.7 | 9.3 | 6月 |
| 新加坡 | 9.7 | 7.6 | 10.1 | 11.8 | 11.1 | 12.4 | 9月 |
| 泰国 | 32.8 | 4.2 | 10.5 | 16.8 | 14.2 | 15.1 | 9月 |
| 中东和中亚 | | | | | | | |
| 亚美尼亚 | -78.6 | 21.6 | 14.4 | 18.4 | 15.5 | 16.6 | 6月 |
| 埃及 | 12.4 | 8.9 | 9.8 | 10.6 | 10.6 | 12.1 | 9月 |
| 格鲁吉亚 | 5.0 | 14.9 | 15.0 | 10.0 | 14.9 | ... | 12月 |
| 约旦 | 10.7 | 9.3 | 11.3 | 15.3 | 25.0 | 20.6 | 6月 |
| 哈萨克斯坦 ¹ | 5.4 | 13.8 | 14.2 | 11.2 | 14.1 | ... | 12月 |
| 科威特 | 18.2 | 17.4 | 18.6 | 20.9 | 22.9 | 21.6 | 9月 |
| 黎巴嫩 | 9.1 | 9.4 | 10.9 | 10.6 | 11.9 | ... | 12月 |
| 摩洛哥 | 10.2 | 1.9 | -2.1 | 10.9 | 6.3 | ... | 12月 |
| 阿曼 | 0.9 | 11.0 | 1.7 | 12.9 | 16.6 | ... | 6月 |
| 巴基斯坦 ¹ | ... | 21.1 | 35.4 | 30.5 | 38.2 | 38.2 | 9月 |
| 沙特阿拉伯 | 21.9 | 22.2 | 22.7 | 31.7 | 38.5 | 43.4 | 12月 |
| 突尼斯 ⁸ | 13.2 | 7.6 | 7.3 | 5.1 | 6.9 | 6.4 | 6月 |
| 阿拉伯联合酋长国 | 16.7 | 15.6 | 16.4 | 18.6 | 22.5 | 20.4 | 9月 |
| 撒哈拉以南非洲 | | | | | | | |
| 加蓬 | 15.4 | 11.8 | 14.4 | 17.1 | ... | ... | 12月 |
| 加纳 | 49.7 | 36.9 | 54.0 | ... | 34.5 | ... | 12月 |
| 肯尼亚 | -0.2 | -59.2 | -22.7 | -4.2 | 3.1 | ... | 9月 |
| 莱索托 | ... | ... | ... | 27.0 | 15.0 | 7.0 | 3月 |
| 莫桑比克 | 3.5 | 22.1 | 16.3 | 18.7 | 27.4 | ... | 12月 |
| 纳米比亚 | 52.6 | 59.8 | 43.2 | 24.2 | 45.6 | 34.9 | 6月 |
| 尼日利亚 | 43.7 | 28.1 | 19.8 | 27.4 | 7.2 | ... | 6月 |
| 卢旺达 | 5.1 | -125.3 | 31.1 | 21.6 | 16.5 | ... | 12月 |
| 塞内加尔 | 18.6 | 21.1 | 22.1 | 17.6 | ... | ... | 12月 |
| 塞拉利昂 | ... | ... | 67.1 | 73.2 | 52.5 | ... | 12月 |
| 南非 | 8.9 | 5.2 | 11.6 | 16.2 | 15.2 | 16.0 | 6月 |
| 斯威士兰 | ... | ... | 29.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 9月 |
| 乌干达 | 45.8 | 24.6 | 33.1 | 32.9 | ... | ... | 12月 |
| 其他 | | | | | | | |
| 澳大利亚 ¹² | 20.1 | 20.2 | 24.2 | 22.8 | 25.3 | ... | 12月 |
| 加拿大 | 13.9 | 9.3 | 14.7 | 16.7 | 14.9 | 20.9 | 10月 |
| 日本 ¹³ | -14.3 | -19.5 | -2.7 | 4.1 | 11.3 | ... | 3月 |
| 美国 | 13.0 | 14.1 | 15.0 | 13.2 | 12.7 | 12.8 | 9月 |

资料来源：各国当局和国际货币基金组织工作人员的估计。

1. 税前数据。
2. 其中最大4家金融集团的数据；2006年数据未年度化。
3. 经营股本回报率。
4. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。
5. 毛利。
6. 1-3组的银行；半年度数据。
7. 2005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）。
8. 2006年几家大银行的简单平均值，与前几年数据不完全可比。
9. 已实行改革国有商业银行（2家在2004年，3家在2005年）的简单平均值。无总体数据。
10. 2005年为国内并表数据，与前几年数据不严格完全可比。
11. 以资产总额衡量的最大的12家银行。11月之前为所有银行的资本回报数据，与前几年数据不严格完全可比。
12. 2005年为跨境和跨部门数据，与前几年数据不完全可比。
13. 为财年底，即下一个日历年3月底的数据；所有银行。

World Economic and Financial Surveys

This series (ISSN 0258-7440) contains biannual, annual, and periodic studies covering monetary and financial issues of importance to the global economy. The core elements of the series are the *World Economic Outlook* report, usually published in April and September, the semiannual *Global Financial Stability Report*, and the semiannual Regional Economic Outlooks published by the IMF's area departments. Occasionally, studies assess international trade policy, private market and official financing for developing countries, exchange and payments systems, export credit policies, and issues discussed in the *World Economic Outlook*. Please consult the *IMF Publications Catalog* for a complete listing of currently available World Economic and Financial Surveys.

World Economic Outlook: A Survey by the Staff of the International Monetary Fund

The *World Economic Outlook*, published twice a year in English, French, Spanish, and Arabic, presents IMF staff economists' analyses of global economic developments during the near and medium term. Chapters give an overview of the world economy; consider issues affecting industrial countries, developing countries, and economies in transition to the market; and address topics of pressing current interest.

World Economic Outlook: Annual subscription: \$94

Published twice yearly. Paperback.

ISSN: 0256-6877. **Stock # OPTNEA4**

Available in English, French, Spanish, and Arabic.

Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues

The *Global Financial Stability Report*, published twice a year, examines trends and issues that influence world financial markets. It replaces two IMF publications—the annual *International Capital Markets* report and the electronic quarterly *Emerging Market Financing* report. The report is designed to deepen understanding of international capital flows and to explore developments that could pose a risk to international financial market stability.

\$57.00 (academic rate: \$54.00); paper.

April 2007 ISBN 978-1-58906-637-3. **Stock# GFSREA2007001**

September 2006 ISBN 1-58906-582-4. **Stock# GFSREA2006002**

April 2006 ISBN 1-58906-504-2. **Stock #GFSREA2006001.**

September 2005 ISBN 1-58906-450-X. **Stock #GFSREA2005002.**

April 2005 ISBN 1-58906-418-6. **Stock #GFSREA2005001.**

Regional Economic Outlooks

These in-depth studies of the Asia and Pacific, Middle East and Central Asia, sub-Saharan Africa, and Western Hemisphere regions drill down to specific regional economic and financial developments and trends—bringing the unique resources, experience, and perspective of the IMF to bear. While near-term responses to exogenous shocks, policies for growth, and the effectiveness of financial policies get center-stage examination, the reports also consider vulnerabilities and opportunities developing in the wings.

Regional Economic Outlooks: \$31 (academic rate: \$26). April 2007

Asia and Pacific: ISBN: 978-1-58906-641-0. **Stock# REOEA2007001**

Middle East and Central Asia: ISBN: 978-1-58906-644-1. **Stock# REOEA2007002**

Sub-Saharan Africa: ISBN: 978-1-58906-639-7. **Stock# REOEA2007003**

Western Hemisphere: ISBN: 978-1-58906-642-7. **Stock# REOEA2007004**

Emerging Local Securities and Derivatives Markets

by Donald Mathieson, Jorge E. Roldos, Ramana Ramaswamy, and Anna Ilyina

The volatility of capital flows since the mid-1990s has sparked an interest in the development of local securities and derivatives markets. This report examines the growth of these markets in emerging market countries and the key policy issues that have arisen as a result.

\$42.00 (academic rate: \$35.00); paper.

2004. ISBN 1-58906-291-4. **Stock #WEOEA0202004.**

Official Financing: Recent Developments and Selected Issues

by a staff team in the Policy Development and Review Department led by Martin G. Gilman and Jian-Ye Wang

This study provides information on official financing for developing countries, with the focus on low-income countries. It updates the 2001 edition and reviews developments in direct financing by official and multilateral sources.

\$42.00 (academic rate: \$35.00); paper.

2003. ISBN 1-58906-228-0. **Stock #WEOEA0132003.**

2001. ISBN 1-58906-038-5. **Stock #WEOEA0132001.**

Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets: Developments and Issues

by a staff team led by Shogo Ishii

This study updates developments in exchange arrangements during 1998-2001. It also discusses the evolution of exchange rate regimes based on de facto policies since 1990, reviews foreign exchange market organization and regulations in a number of countries, and examines factors affecting exchange rate volatility.

ISSN 0258-7440

\$42.00 (academic rate: \$35.00)

March 2003. ISBN 1-58906-177-2. **Stock #WEOEA0192003.**

World Economic Outlook Supporting Studies

by the IMF's Research Department

These studies, supporting analyses and scenarios of the *World Economic Outlook*, provide a detailed examination of theory and evidence on major issues currently affecting the global economy.

\$25.00 (academic rate: \$20.00); paper.

2000. ISBN 1-55775-893-X. **Stock #WEOEA0032000.**

Available by series subscription or single title (including back issues); academic rate available only to full-time university faculty and students. For earlier editions please inquire about prices.

The IMF *Catalog of Publications* is available on-line at the Internet address listed below.

Please send orders and inquiries to:

International Monetary Fund, Publication Services, 700 19th Street, N.W.
Washington, D.C. 20431, U.S.A.

Tel.: (202) 623-7430 Telefax: (202) 623-7201

E-mail: publications@imf.org

Internet: <http://www.imf.org>