

# 全球金融稳定报告

金融市场动荡

起因、后果和政策

## 金融市场动荡 起因、后果和政策

2007年10月



上架类别 国际金融

定价：48.00元

中国金融出版社 国际货币基金组织

中国金融出版社 国际货币基金组织

世 界 经 济 与 金 融 概 览

# 全球金融稳定报告

金融市场动荡  
起因、后果和政策

2007年10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 (October 2007 issue)

Copyright©2007

International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2007年10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：赵天朗 罗邦敏

责任校对：刘 明

责任印制：裴 刚

#### 图书在版编目(CIP)数据

全球金融稳定报告：金融市场动荡 起因、后果和政策. 2007年10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，2008.1

(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-4587-7

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 196363 号

出版

发行

**中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里3号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

开本 215毫米×280毫米

印张 10.75

字数 286千

版次 2008年1月第1版

印次 2008年1月第1次印刷

定价 48.00元

ISBN 978-7-5049-4587-7/F.4147

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

# 目 录

前言	vii
概要	ix
<b>第一章 评估全球金融稳定面临的风险</b>	<b>1</b>
全球金融稳定图	1
成熟市场信用纪律松弛	6
需要针对信用纪律和市场纪律松弛现象加大对新兴市场的监督力度	20
投资流入新兴市场是否会破坏当地市场的稳定?	24
政策挑战	31
附录 1.1. 全球金融稳定图	34
附录 1.2. 主权财富基金	39
参考文献	44
<b>第二章 市场风险管理技术是否放大了系统性风险?</b>	<b>45</b>
风险价值和其他风险管理技术	47
在程式化市场风险管理框架下评估放大影响	48
银行和对冲基金市场风险管理做法的发展	55
评论	58
政策含义	61
结论	62
参考文献	63
<b>第三章 国内金融市场的质量与资本流入</b>	<b>66</b>
国内金融发展是否是资本流入的决定因素?	67
资本流入带来的挑战和相关对策：案例分析	73
主要结果和结论	78
附录 3.1. 估算设定和结果	79
附录 3.2. 近来资本流入取得的经验：巴西、印度、罗马尼亚、南非和越南	86
附录 3.3. 近来资本流入取得的经验：部分国家	89
参考文献	91

## 目 录

词汇表	92
-----	----

附件 代理主席的总结发言	97
--------------	----

统计附录	101
------	-----

## 专栏

专栏 1.1. 估算次级抵押贷款的损失	10
专栏 1.2. 对资产支持商业票据市场的担忧	16
专栏 1.3. 流入新兴市场的股权投资	26
专栏 1.4. 对冲基金在亚洲新兴市场的作用	30
专栏 1.5. 主权财富基金的统计	40
专栏 2.1. 对基于风险价值的风险管理模型的批评和替代方法	48
专栏 2.2. 构建风险价值指标的基本原理	49
专栏 2.3. 金融机构的风险测量和披露	56
专栏 2.4. Amaranth 对冲基金的破产和流动性风险	59
专栏 3.1. 亚洲和拉丁美洲新兴市场资本流动近来发生的变化	69
专栏 3.2. 与进入新兴市场的投资者进行讨论：“微观”金融因素是否有助于吸引国际资本？	72
专栏 3.3. 在存在资本控制的情况下投资者如何进入新兴市场：印度的例子	77

## 表

表 1.1. 杠杆收购状况反映次级贷款纪律日益松弛	12
表 1.2. 私人股权交易情况	15
表 1.3. 杠杆头寸强制平仓示例	19
表 1.4. 债券、杠杆贷款以及资产支持证券和担保债务证券的通常垫头	20
表 1.5. 外部融资结构以及银行体系稳健性和所有权状况	22
表 1.6. 2007 年 4 月期《全球金融稳定报告》发表以来的风险和状况变化	35
表 1.7. 主要主权财富基金的规模和结构	41
表 2.1. 交互模型中部分资产类别之间的相关系数	54
表 3.1. 资本总流入决定因素的面板最小二乘估算	71
表 3.2. 五年期间（1998–2006 年）资本总流入标准差决定因素的一般化动差估算	73
表 3.3. 部分国家的指标，2001 年和 2006 年	74
表 3.4. 面板回归中使用变量的描述性统计量，1975–2006 年	81
表 3.5. 资本流入决定因素的固定效应面板最小二乘估算（所有国家，完整抽样）	82
表 3.6. 资本流入决定因素的固定效应面板最小二乘估算（新兴市场经济体，完整抽样）	83
表 3.7. 资本流入决定因素的固定效应面板最小二乘估算（所有国家，1998–2006 年）	84
表 3.8. 资本流入决定因素的固定效应面板最小二乘估算（新兴市场经济体，1998–2006 年）	85

图

图 1.1. 全球金融稳定图	2
图 1.2. 各类资产回报	2
图 1.3. 美国高收益公司债券利差指数	3
图 1.4. 一些投资组合的多重违约概率	4
图 1.5. 按部门排列的债务发行总量	5
图 1.6. 按发放年份排列的次级抵押贷款 60 天内违约率	6
图 1.7. 抵押贷款利率月度调整量	7
图 1.8. 抵押贷款相关产品评级下调数目日益增多	7
图 1.9. 抵押贷款资产支持证券和以资产支持证券作保的担保债务证券的代表性利差	9
图 1.10. 抵押贷款市场流量与风险暴露程度	12
图 1.11. 以资产支持证券作保的担保债务证券的买方	13
图 1.12. 美国现有担保债务证券量	14
图 1.13. 低门槛贷款量占机构定期贷款总量的百分比	14
图 1.14. 美国和欧洲杠杆贷款的买方平均报价	15
图 1.15. 私人股权的利息保障比率数据	15
图 1.16. 2007 年美国货币市场利率	18
图 1.17. 新兴市场私募贷款	21
图 1.18. 2006 年银行外部融资与私人部门信贷增长情况	21
图 1.19. 2004–2006 年信贷增长与银行外部融资增长的相关率	22
图 1.20. 亚洲新兴市场：以外币计值的短期债务	23
图 1.21. 韩国：商业银行、专业银行和外国银行的外汇贷款	23
图 1.22. 市盈率	24
图 1.23. 新兴市场与成熟市场股票的相关率	25
图 1.24. 2006 年 5–6 月新兴市场股权投资净流入量	29
图 1.25. 对冲基金对新兴市场的投资配置	29
图 1.26. 全球金融稳定图：货币与金融状况	36
图 1.27. 全球金融稳定图：风险偏好	36
图 1.28. 全球金融稳定图：宏观经济风险	36
图 1.29. 全球金融稳定图：新兴市场风险	37
图 1.30. 全球金融稳定图：信用风险	38
图 1.31. 全球金融稳定图：市场风险与流动性风险	39
图 2.1. 隐含波动性指数	46
图 2.2. 回测结果：广义资产组合，1997 年 10 月至 1998 年 10 月	50
图 2.3. 回测结果：广义资产组合，2006 年 6 月至 2007 年 6 月	50
图 2.4. 波动性下降期间的风险价值	51
图 2.5. 风险价值：历史模拟与 EWMA	52
图 2.6. 亚洲危机：99% 置信水平上的受压风险价值估计	52
图 2.7. 1998 年 8 月：99% 置信水平上的风险价值估计	53



图 2.8. 长期资本管理公司的情景：EWMA 与历史模拟，2007 年 3 月	53
图 2.9. 不同模型设定下的资产价格走势	55
图 2.10. 交互模型下的部分资产波动性	55
图 3.1. 资本流入总量	67
图 3.2. 资本流入的构成	68
图 3.3. 市场基础设施和资本流入总额的波动	73

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。

在国际货币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 和 Laura Kodres 以及副处长 L. Effie Psalida 对项目提供了指导。货币与资本市场部副主任 Christopher Towe 和助理主任 Mahmood Pradhan 对报告提出了有益的意见和建议。

本期报告的主要撰稿人包括：Brian Bell、Sean Craig、Udaibir S. Das、John Kiff、Ulrich Klueh、Rebecca McCaughrin、Paul Mills、Christopher Morris、Shinobu Nakagawa、Mustafa Saiyid、Olaf Unteroberdoerster 和 Christopher Walker。其他撰稿人包括：Roberto Benelli、Turgut Kisinbay、Annamaria Kokenyne、Gillian Nkhata、Seiichi Shimizu、孙涛、Leslie Teo 和 Judit Vadasz。Jon Danielsson 和 Badi Baltagi 教授提供了咨询意见。Martin Edmonds、Oksana Khadarina、Yoon Sook Kim、Ned Rumpeltin 和 Kalin Tintchev 为分析工作提供了协助。Shannon Bui、Norma Cayo 和 Christy Gray 负责文字处理工作。对外关系部的 David Einhorn 编辑了文本并协调了出版工作。

本期部分内容取自与许多重要金融中心和各国的商业银行和投资银行、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。本期报告反映 2007 年 9 月 4 日前掌握的信息。

本期报告还得益于国际货币基金组织其他部门的工作人员提出的意见和建议以及各位执董在 2007 年 9 月 14 日对《全球金融稳定报告》进行讨论后提出的意见和建议。报告中的分析和政策考虑由参与撰稿的工作人员完成，但是不代表执董、其国家当局或国际货币基金组织的观点。





# 概 要

2007年4月期《全球金融稳定报告》发表以来，全球金融稳定经历了一场严峻的考验。信用风险和市场风险已经上升，市场变得更加波动。各市场正意识到信贷纪律在近年来的恶化程度，其中最显著的是美国的次级房屋贷款市场和杠杆贷款市场，但也包括其他相关的信贷市场。这促使投资者退出某些风险资产和实行非杠杆化，从而在风险较高的资产类别导致信用差价的扩大，并增加了债券和股票市场中的波动性。由于某些结构性信贷产品没有价格和缺乏二级市场，并由于人们担心潜在损失的位置和规模，某些交易对手不愿向那些被视为持有质量和流动性较低的资产的机构提供信贷，从而使某些货币市场出现混乱，并使一些金融机构面临融资困难。为了应付由此产生的混乱，一些国家的中央银行应采取例外措施，注入流动性，以帮助这些市场有序地运作。

不应低估这段时期的潜在后果，调整过程很可能非常漫长，信贷环境可能不会很快正常化，结构性信贷市场中形成的某些做法将需要改变。与此同时，全球经济在进入这一动荡时期展现出稳固的增长，新兴市场国家尤其如此。在这段时期开始的时候，对全系统具有重要影响的金融机构具有充足的资本来应付信贷损失可能达到的水平。迄今为止，尽管金融市场正在发生大幅度修正，全球经济仍然稳固增长，尽管其速度预计会有所放慢。向下风险已经大大增加，即使这些风险最后没有成为现实，这段动荡时期也将产生重大和深远的影响。人们最终将需要吸取私人部门和监管领域的经验教训，以增强金融体系的活力，来抗御今后的压力。

随着提供短期融资的货币市场（特别是商业票据市场）中的不确定性变得显而易见，金融稳定所面临的威胁不断增加。这场动荡的中心是融

资失配，即用非常短期的货币市场证券，往往是资产担保商业票据，为流动性低和难以定价的中期资产，如结构性信贷资产融资。由于市场流动性低，而且作为资产持有的复杂的结构性产品难以定值，使得融资失配风险更为严重。因此，虽然结构性信贷产品有可能帮助保护金融体系，使其免于信用风险集中于银行所造成的损害，但这类产品的扩散大大增加了关于风险程度和最终是谁持有这些资产的不确定性。

这种融资失配发生于大量中介和特殊目的的工具，它们以为自己能够一直持有流动性低的资产，直至到期。很多这样的中介和工具与受监管的银行挂钩，其融资战略在很大程度上依靠这些银行提供的应急流动性额度作担保。一旦人们对某些标的资产的质量感到怀疑，并认为高信用评级不那么可靠，资产价格就会下降，相关的资产担保商业票据的转期就会变得非常困难，融资开始受到挤压。因此，受监管银行的或有表外负债有可能“进入资产负债表”。融资困难首先在欧洲显露出来，随后出现在其他地区。动荡从金融体系的一个部分迅速波及到其他部分，有时是通过不透明和错综复杂的渠道扩散，使市场参与者和官方部门都感到吃惊。关于银行的表外风险暴露下一次将在哪家银行变成现实，存在着不确定性，从而使银行间贷款利率分出不同的等级。银行如果被认为遭受了结构性信贷产品损失，或是需要满足其中介和特殊目的工具的或有信贷额度，银行就将面临较高的银行间利率。在某些情况下，某些大型银行希望保持流动性，以防需要为其他活动融资，如为定于本年度剩余时间进行的杠杆并购融资，从而妨碍了银行间市场的流动性。总的来说，人们心目中的交易对手风险和在手上保持更多流动性的希望都急剧上升，至少目前是如此。

2007年4月期《全球金融稳定报告》指出

了当前所进行修正的根本原因。该报告着重指出了信贷纪律的削弱和潜在的沾沾自喜，这些情况导致美国抵押贷款市场、杠杆并购市场和某些面向新兴市场的放贷活动不断积累风险。近年来良性的经济和金融环境削弱了对借款人和交易对手进行尽职调查的意愿。此外，很多金融机构对信贷产品采用“发起和推销”模式，意味着很多这样的机构可以选择持有自己发起的信用风险，从而削弱了它们对借款人进行监测的意愿。所推销证券的投资者可能在对流动性或杠杆风险进行评估时放松了尽职调查，或是选择仅依靠信用评级机构来分析复杂金融工具中的风险。这样，美国住房市场中的压力削弱了房贷担保证券，而这些证券是全球金融体系中的一个重要组成部分。由此导致信用评级机构连续降低对这些证券的评级，使其价格受到下跌的压力，并使一段时间之前开始的重新定价过程变得更为深入。

杠杆活动在扩大动荡方面起着关键作用。某些银行和其他投资工具，包括对冲基金，由于难以定价的抵押物作担保借债能够容易地用在流动性低的市场交易中，在市场流动性蒸发的时候使情况大大恶化，导致被迫以“甩卖”价格实行非杠杆化的过程，并导致某些基金的倒闭。那些受损害最大的机构一直实行以高度的杠杆化为基础的战略，并在二级市场得到不断的流动性。

市场波动性在长时期内异常之低，很可能加剧了这次动荡。越来越多的投资者的决策依据是，良性和低波动的环境将继续下去，使得很多市场的风险溢价下降到历史上的最低水平。投资回报变得更加相互关联。随着市场下跌，风险溢价迅速扩大。相似的风险管理技巧、共同的投资者和相似的头寸可能使情况更加恶化。随着许许多多市场参与者试图同时撤出相似的头寸，损失规模被扩大。

本报告在第一章采用2007年4月期《全球金融稳定报告》提出的全球金融稳定分布图，概述了对稳定状况的整体评估。该章发展了上期报告的工作，集中讨论美国次级房贷市场和杠杆并购市场中信贷纪律的削弱所产生的影响（包括2007年8月的市场动荡，这次动荡导致货币市

场当中定期贷款的枯竭），并详细介绍了各个市场之间的联系。第一章解释了高度的杠杆状态如何扩大了波动性，并说明风险是如何在机构之间传播的。这一章提出了各种证据来说明，现在的风险存在于何处，并说明银行、公司和住户在损失显现时将受到何种影响。

这一章还探讨了缺乏信贷纪律问题的全球因素。总的来讲，新兴市场风险仍然相当平衡，很多国家获益于得到改善的宏观经济基本要素和更好的决策框架。主权外债已经减少，债务结构得到更好的管理。然而，一些新兴市场中的信贷迅速增长，某些银行（包括本国银行和外国银行）在国外借取外币债务，将其用于国内放贷，从而通过其以外币计价的贷款间接承担了信用风险，这种情况抵消了上述有利因素。此外，由于成熟市场中的低收益率和高风险意愿，使得新兴市场的公司能够轻易获得外国资本，包括通过合成产品和结构性产品来产生更高的收益。

第一章还讨论了外国投资者为了进入某些实行资本账户限制的新兴市场所使用的一些途径。这一章警告说，某些新兴市场易于在资本供应下降的时候受到损害，即使在成熟市场的融资困难减退时，这种下降仍会继续下去。为了更深入地理解外国在当地新兴市场中的参与对稳定性造成的影响，这一章提供了关于进入若干不同新兴市场的外国资本流动的实验研究结果，用以区分机构投资者和其他投资者。最后，这一章讨论了新兴市场中对冲基金活动的增长情况。

第一章还包括一个附件，该附件从某些方面探讨了主权财富基金（SWF）。可以把这些实体的增长视为官方部门的外国资产大量积累的后果，这种积累部分归因于高涨的自然资源价格，或者归因于庞大的国际收支盈余和资本流入。主权财富基金正成为一个重要的投资者集团，已经有人就其跨界资产配置所造成的影响提出问题。该附件试图理清围绕这些基金的结构和目标开展的某些讨论，为此对主权财富基金及其资产配置框架进行了分类。

虽然近期的这一段动荡时期还在继续，作出明确的结论仍然为时过早，但从第一章的分析中

已经可以清楚地看出，有几个方面的问题需要得到更多注意。第一，不确定性和缺乏信息所起的重要作用。在市场区分风险并正确地为风险定价的能力中，关键组成部分之一是准确和及时的关于标的风险的信息。这种信息包括关于风险管理、定值和核算方式的定性和定量信息，特别是风险转让方面的这类信息。全系统具有重要意义的金融机构与这些机构的某些表外工具之间的联系也需要更为透明。只有充分披露这些机构与资产管理、中介和特殊目的实体之间的相互关系，才会使投资者们能够评估他们与之打交道的金融机构的真正信誉。然而，考虑到可能提供的信息数量庞大和非常复杂，并考虑到提供信息的成本，有必要仔细考虑为了减轻在这段时期暴露出来的问题，需要披露多大数量和什么类型的信息。

第二，虽然证券化乃至更多的金融创新通过改善风险分布，提高了市场效率，但有必要理解它们如何促成了当前的局面。特别重要的是，应考虑在非常良性发展的时期，奖惩结构在何种程度上淡化了贷款发起人监测风险的动机。在美国抵押贷款市场中，如果考虑由于某些房屋抵押贷款发起人没有受到足够监管而使公共部门付出的代价，将需要平衡兼顾，也考虑到某些住户因而较易得到信贷。总的来讲，可能需要反省一下整个结构性产品供应链上的各种制衡机制之间的关系。

第三，有必要检查对信用衍生工具和结构性产品进行的风险分析以及信用评级机构的作用。信用评级和评级机构将继续是金融市场运作中的一个基本构成部分。然而，对复杂产品的评级方法引起了某些关切，当结构、假设和流动性特点非常不同的证券得到同样评级的时候尤其如此。对复杂的结构性产品进行评级与协助发债之间的联系可能变得过于密切。在动荡时期，迅速的降级使人们质疑这些评级的可靠性及其对投资者的用处。我们重复 2006 年 4 月期《全球金融稳定报告》中的呼吁，即应该对结构性产品实行更细分的评级等级。投资者也有义务和责任了解与自己所购买的产品有关的动态和流动性风险，而他们此前错误地以为，低违约概率意味着由于市

场变化而遭受损失的可能性很低。对于复杂的结构性信贷产品，投资者需要了解评级背后的因素，不应以为评级机构提供的简单的字母评级所显示的风险与其他资产类别的风险完全相同。对基本假设和不同结构的构造加以区分并使其透明，将有助于投资者们妥善地进行尽职调查。

第四，在流动性不足以提供可靠市场价格的市场中，需要更多地考虑复杂产品的定值问题。在购买复杂产品时，投资者将需要考虑相关的流动性因素，包括在价格中纳入适当的流动性风险“溢价”。持有这些证券，以之作为抵押物的金融机构将需要实行把流动性特点考虑在内的“扣减”。重要的是，金融机构需要确保实行可靠的并适合本机构业务模式的融资战略，因为这样的融资战略可以应付高压环境。更为普遍地讲，某些低流动性金融工具的迅速增长使人们提出这样的问题：这些证券的发起人是否应该提供二级市场，以便帮助定值过程。

第五，银行的相关风险整合范围证明比通常的会计或法律范围更大。这方面有两个显著的例子：(1) 名誉风险可能迫使银行在内部承担法律上的独立实体蒙受的损失；(2) 新的金融工具或结构可能掩盖了表外负债或者或有负债。由此产生的结果是，看来已经分散的风险可能仍然以各种形式回到当初分散这些风险的银行中。相关范围并不只是监督者的问题，而且还是金融机构本身的问题，还涉及其风险管理制度、审计程序以及内部监督和治理结构。

决策者们现在需要进行微妙的平衡。他们必须建立框架，用以鼓励投资者无论是在顺利时期还是在艰难时期，都保持高信贷标准和加强风险管理制度。只有在公共政策的效益超过代价的时候才应采取行动，并注意详细彻底地检查可能产生的意外后果。总的来讲，迄今为止，现行监管制度证明具有承受能力，监管者们必须不断想到住户和公司已经从金融创新以及近年来的稳固增长和金融稳定中得到好处。

\* \* \*

第二章和第三章讨论了成熟市场在很长一段时期内的低收益率和过去几年来异常低的金融市

场波动性所产生的结果。第二章探讨了在这段相对良性发展的时期内，风险管理方法可能在何种程度上鼓励了更多的风险行为，在环境发生变化时，这些方法导致人们撤出风险资产的速度也许超过其他方法。鉴于资本迅速流入新兴市场国家，第三章探讨了各国可以采用何种方式，通过改善国内金融市场的深度、流动性和制度质量来最妥善地应付资本流动在中期内的波动。

第二章特别讨论了市场风险管理技巧，以分析这些技巧尽管看来对于单个机构是审慎的办法，但它们的共同运用是否会在市场条件受到压力的时期加剧市场波动。该章以两个方法探讨了这个问题。第一个方法使用了最常见的市场风险模型——风险价值（VaR）模型的一个程式化版本，即一家公司在某一置信水平上不大可能超过的损失估计值。例如，如果在95%的置信水平上，一家公司的每天估计风险价值为1000万美元，意味着该公司的资产组合的损失预计在100天内只有5天会超过1000万美元。第二章采用了一个程式化模型来显示风险价值如何在波动性较低的时候下降，而在波动性再次升高的时候上升。然后，对程式化组合“加压”，检查风险价值将对以前各次金融市场动荡时期的数据作出何种反应。最后，进行了模拟分析，假设存在几家公司，使用同样或稍有不同风险价值模型再次对压力期间的情况进行分析。分析结果显示，这些公司如果按照自己的模型采取行动来遏制风险，作为一个整体将加剧市场的波动性，在避险意愿很低的情况下尤其如此。模拟分析还显示，如果模型更为多样化，将有助于减少这样的潜在不稳定性。

第二章还讨论了投资银行和对冲基金的风险管理程序，以分析这些程序是否符合在实践中扩大市场波动性所必需的先决条件。尽管所有公司都坚持说，它们在压力条件下不会僵硬地奉行自己的风险价值模型，但风险价值衡量尺度或相关的风险限制可以通过若干方式来扩大市场的波动性。事实上，近期的情况显示，某些这样的技巧可能正在某种程度上助长当前的动荡。从整体来讲，风险价值模型和其他风险管理技巧将鼓励金融机构更为迅速地对风险的变化采取行动。在通

常情况下，将有助于及早发现和迅速纠正据有关机构认为是过大的风险。然而，如果各机构在压力期间使用类似的技巧，导致的价格波动幅度将超过使用不同技巧所导致的波动幅度。因此，管理者和监督者有必要认识到在执行风险管理制度时斟酌处理的好处（包括通过新的办法把信用和流动性风险考虑在内），并提倡采用“压力测试”方法，即鼓励所有公司采用某些公司已经采用的做法，在压力期间考虑它们的互动效应。投资头寸和参与者类型的多样化在帮助稳定市场方面甚至更为重要。另一个对管理者和监督者有所帮助的办法是，在单个公司自然而然地试图保护本公司的特许权价值时，应比现在更为具体地考虑如何针对扩大效应采取措施。

第三章对一个常见的观点进行了实验分析，即除了强有力的宏观经济基本要素之外，运转良好的国内金融市场是否也鼓励资本流入，并减少这种流入的中期波动。该章采用面板估计法对一个包括发达经济体和新兴市场经济体在内的样本进行分析，以检查1977年至2006年期间对年度资本流入的数量和波动性起决定作用的各种因素。这些因素包括像股票市场的深度和波动性以及金融开放性这样的金融变量，一个较小的样本还包括制度质量变量，如公司治理质量和会计标准。实验分析的结果显示，股票市场的流动性和金融开放性对资本流入水平会产生正面影响。此外，面板估计还显示，通过提高金融开放性，将降低资本流入的波动。该章在另一处显示，一套广泛的制度质量变量的改善与波动性的降低之间存在相关关系。

第三章还探讨了近期，五个新兴市场国家是通过何种方法来应付资本流入的增加的，并讨论了这些国家的某些政策选择。这五个国家的例子显示，难以找到一套通用的金融政策来帮助应付资本流入。一般来讲，鼓励金融市场中期发展的政策，包括良好的管理制度、更高的透明度、更大范围的制度质量，以及经过改进的金融机构风险管理，将很可能比短期补救办法更好地减弱资本突然外流而可能造成的破坏稳定的影响，从而保护金融体系。



# 第一章 评估全球金融稳定面临的风险

2007年4月期《全球金融稳定报告》发表以来，金融风险加剧，基本环境恶化。这一时期可能会再度出现震荡，调整将持续一段时间，下一阶段也许会相当困难。短期而言，由于无法确知损失的最终规模以及损失发生的时间和地点，市场情绪和环境仍将动荡不安。本章概述了近期动荡的一些起因和后果，并就私人部门和公共部门为协助增强全球金融抵抗力而考虑应当采取的对策发表了一些初步看法。

**金**融市场环境在过去相当长的一段时期内是极为有利的，而现在，国际金融市场已进入困难时期。目前的动荡使得用于广泛分散风险的几种创新金融工具首次面临严峻考验。虽然市场动荡（尤其是短期融资市场动荡）幅度较大，有些动荡甚至完全出乎人们的意料，但幸好本期动荡是在全球经济增长率超过平均水平的时期发生的。迄今遇到的信用重新定价和流动性紧张问题可能会使全球经济增长放缓。具有系统重要性的金融机构在进入本期时，拥有雄厚的资本，足以消除可能发生的信贷损失。公司大多能获得继续开展业务所需的资金。但调整期尚未结束，如果中介程序受阻和金融环境进一步恶化，全球金融部门和实体经济可能会受到更严重影响。

本章首先概述了我们应用2007年4月期《全球金融稳定报告》（国际货币基金组织，2007a）中首次采用的全球金融稳定图对金融稳定作出的总体评估。尽管为便于正式分析，稳定图将各种风险因素与基本状况分开处理，但近期的动荡凸显了实际上各因素之间的关系，其中首当其冲的是市场流动性风险和资金流动性风险。首先，信用质量的下降改变了一些结构性信用产品的流动

性。其次，缺乏市场流动性造成了这些产品的不确定性，扰乱了相关融资市场，进而影响了这些市场的流动性。结果，货币状况与金融状况以及市场参与者的风险偏好受到不利影响。

本章较详细地论述了一些有关问题，首先，审查了美国抵押贷款市场尤其是次级抵押贷款市场信用纪律松弛和杠杆收购市场过速发展并延伸至更广泛的结构性产品融资领域的情况。其次，审查了短期融资市场随后出现的动荡。在论述全球联系时重点阐述了向新兴市场的投资对金融稳定的影响。最后，我们在分析后得出了一些结论。

## 全球金融稳定图

全球金融稳定图（见图1.1）概述了基本状况和风险因素的变化预计在下一阶段将对全球金融稳定产生的影响。<sup>1</sup>

信用风险显著上升。

据我们估计，信用风险恶化程度最为严重。<sup>2</sup>

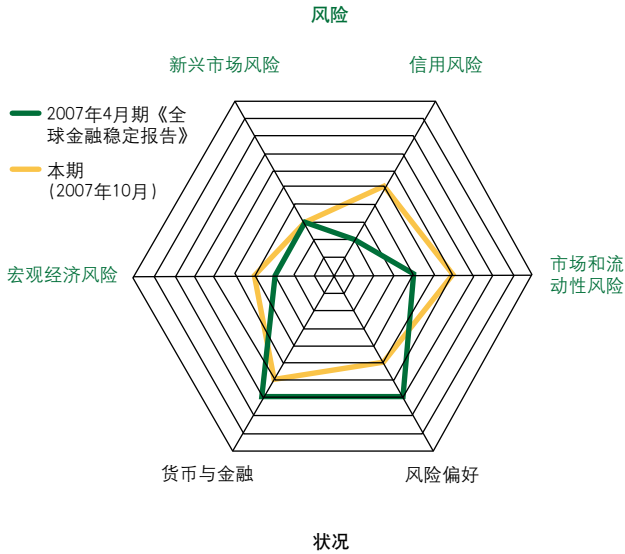
注：本章由Peter Dattels主持的一个小组撰写，小组成员为：Brian Bell、Sean Craig、John Kiff、Rebecca McCaughrin、Christopher Morris、Mustafa Saiyid、Olaf Unteroberdoerster和Christopher Walker。

1. 附录1.1详述了如何衡量和解释图中所示各项指标。该图以图解方式描述了全球金融稳定状况，其中涉及一定程度的判断，可作为进一步分析的起点。关于这些指标及其在图中位置的较全面论述，见2007年4月期《全球金融稳定报告》。

2. 信用风险反映信用质量的变化可能会造成损失，进而可能对具有系统重要性的金融机构造成压力。

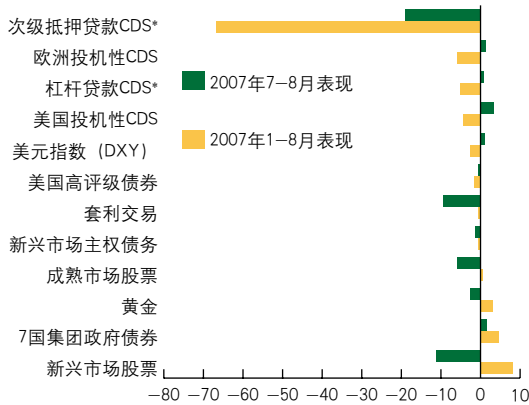


图1.1. 全球金融稳定图



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. 各类资产回报 (百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.、JPMorgan Chase & Co.、Merrill Lynch的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。  
注：DXY是美元对全球六种主要货币的加权平均汇率。CDS=信用违约掉期；投机性CDS指数主要由投机级证券和一些高收益投资级证券构成。  
\*自指数构建之日起。

2007年4月期《全球金融稳定报告》主要阐述了美国抵押贷款相关证券日益加剧的信用风险、一些市场中越来越松的信用标准以及向其他信用市场的溢出风险。此后，这些信用风险已成为现实，且日益严重，各信用评级机构纷纷调低了大量抵押贷款相关证券的评级，抵押贷款相关证券的利差扩大（见图1.2）。杠杆收购部门类似的信用纪律松弛迹象恶化了这些风险。到2007年中期，低门槛贷款、信用较差的交易、杠杆率以及收购价格倍数明显上升。此外，随着评信机构纷纷调整对结构性抵押担保产品的模型设定，在对更广泛的结构性信用市场的评级上，包括在对向机构提供杠杆贷款融资的担保贷款证券的评级方面，不确定性越来越大。由于信用风险较普遍地重新定价，高收益企业债券利差已不像今年早些时候那么紧窄，利差有所扩大（见图1.3）。企业总杠杆率仍然较低，但过去一年来已有所上升，被购企业的总杠杆率升幅尤其显著，致使脆弱性加剧，特别容易受到金融环境和经济环境恶化的影响。

与此同时，从大型复杂金融机构的信用衍生工具来看，成熟市场金融体系的违约风险大幅上升（见图1.4）。<sup>3</sup> 造成风险加剧的主要因素是，美国大型投资银行对次级抵押贷款和杠杆贷款市场的风险暴露程度特别高。利率掉期与一些投资银行信用违约掉期之间的价差的扩大，使市场担心金融机构将承受更大压力。虽然潜在损失看来尚可应付，而且银行资金充足，能够经受更大的压力，但目前关于信用市场调整引致的损失的规模和分布以及可能对更广泛的金融稳定造成的影响，仍存在相当大的不确定性。

3. 本期《全球金融稳定报告》继续使用基于信用衍生工具的信用风险指标，审查成熟市场金融体系违约风险的市场认识演变情况。成熟市场信用风险指标根据信用违约掉期价格情况，衡量三组共11个金融机构多重违约概率（基金组织，2005，第二章）。这三组金融机构分别是大型复杂金融机构、商业银行和保险公司。

总体损失和风险暴露程度的不确定性加剧了市场风险和流动性风险，可能会对金融机构造成较广泛的影响。

考虑到具有系统重要性的金融机构对信用市场的风险暴露程度以及市场可能会蒙受更多损失，我们提高了所估算的市场风险和流动性风险水平。<sup>4</sup> 不仅结构性信用产品面临市场风险，最终损失的不确定性还加剧了大量资产的市场风险。面对这种不确定性和波动加剧现象，贷款机构提高了保证金限额，甚至提高了信用好的借款人的保证金，并降低了抵押担保品的市值。其他一些指标也显示了市场风险已加剧。例如，各类资产的回报相关性越来越高，侵蚀了组合投资多样化的优势，同时，期货市场的投机头寸日益集中。另外，一系列指标显示市场流动性减少。例如，买卖差价扩大，交易量减少，一些通常具有良好流动性的市场上融资成本提高等。

风险酬金近期上升在某种程度上缓解了市场风险和流动性风险总体恶化状况。固定收入和股票的实际波动和隐含波动已加剧。在2007年2月底调整期间，只有短期隐含波动加剧，而这一次，整个波动曲线上移，显示风险酬金的上升可能会持续较长时间。

#### 风险偏好从原先高点普遍减弱。

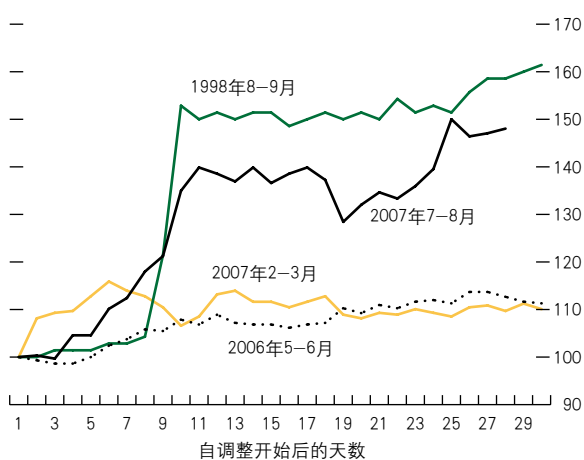
投资者普遍对各种信贷比较挑剔，因此，其冒险性降低。2007年4月期《全球金融稳定报告》发表时，风险偏好较强，我们认为现在风险偏好总体水平为中性。尽管在近期动荡中，市场波动加剧，建立在低波动环境基础上的头寸被抛售，但全球一些广泛指标仍显示投资者愿意购入或增购高风险资产。我们预计全球经济持续扩张的前景将决定投资者对风险的态度。

#### 新兴市场风险持平。

关于新兴市场风险，我们的总体评估是，一方面，在有利的经济背景下主权风险略为降低，

4. 市场风险和流动性风险指标衡量在风险定价上造成不稳定，且引致较广泛的外溢效应和（或）按市价计值损失的可能性。

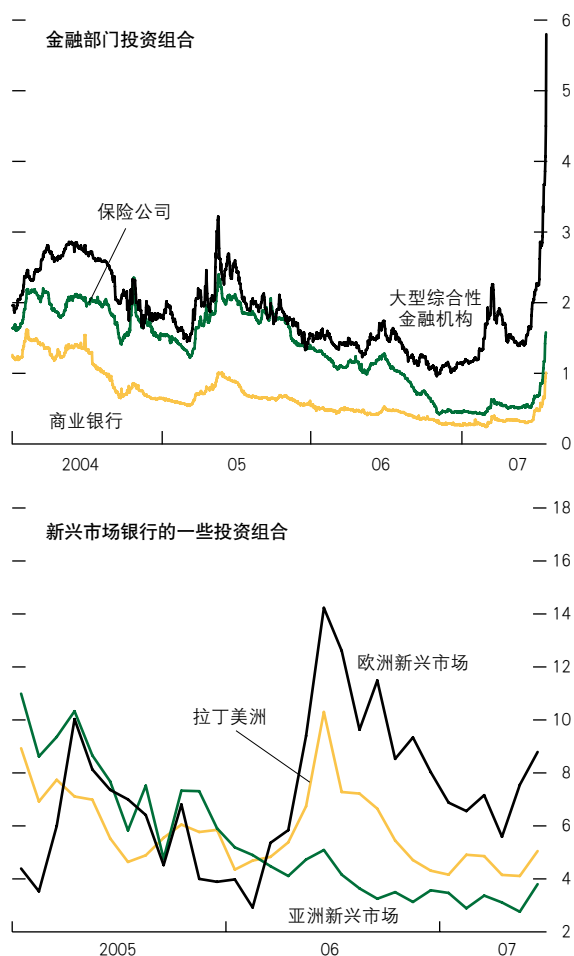
图1.3. 美国高收益公司债券利差指数



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

注：危机开始时利差指数为100。

图1.4. 一些投资组合的多重违约概率  
(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。

Note: LCFIs = large complex financial institutions.

另一方面，在一些经济体中，由于信贷急剧增加且越来越依赖国际资本市场上的资金，风险持续上升，这两个方面保持着微妙平衡，总体上相互抵消了压力。随着信贷的增加，信用纪律日益松弛，一些新兴市场私人部门借款人采取较为冒险的融资战略，他们往往面临汇率风险或汇率期权风险，因此，一旦波动加剧，就会受到较大影响。尤其令人关注的是，在一些东欧和中亚国家，银行日益依赖资本市场融资来协助增加信贷。新兴市场银行体系普遍较为温和的违约风险指标显示，市场依然认为资本和利润状况良好，收入来源多种多样，资产质量稳健（见图1.4）。<sup>5</sup> 由于各国的具体情况相差很大，需要进一步跟踪这些趋势。一些新兴市场国家的当局需要确保脆弱性不会积累到进一步影响整个系统的程度。考虑到全球市场环境可能会持续波动一段时间，各新兴市场国家不妨采取适当政策，继续保持抗冲击能力。

#### 金融和货币环境收紧……

2007年4月期《全球金融稳定报告》发表以来，一些国家提高了政策利率，与此同时，随着对目前信用市场的重新定价，美国收紧了对信用状况较差的申请房贷者和高杠杆借贷公司等一些借款人的融资环境。鉴于目前以及今后的事态发展情况，我们调整了对货币与金融状况的评估，以反映略紧的环境。

#### ……宏观经济可能面临下行风险。

货币和信用环境收紧可能会通过以下几个渠道影响经济活动。首先，收紧对信用状况较差住户的信贷供应可能会加剧美国住房市场下滑。其次，股价下跌通过减弱财富效应和影响消费者情绪，可能会抑制消费。再次，企业部门资本成本升高可能会抑制资本支出。最后，也许是最重要

5. 本期《全球金融稳定报告》引入一套股市信用风险指标，审查了市场对新兴市场金融体系违约风险认识的变化情况。新兴市场信用风险指标衡量三组银行（每组五家银行）的多重违约概率，采用了Moody's KMV 预期违约率（EDFs<sup>TM</sup>）。EDFs<sup>TM</sup> 使用Merton 违约概率估算结构模型，并使用了资产负债数据和股价数据（Kealhofer, 2003）。所涵盖的三个地理区域为亚洲新兴市场、欧洲新兴市场和拉丁美洲。

的，在市场动荡期间的信用和融资市场紊乱可能会有碍信贷的总体供应和输送渠道。

不能忽视进一步收紧信用环境的可能性。进一步收紧信用环境可能会对全球宏观经济造成严重后果，信用较差的借款人受影响程度最大。由于发行高收益债券的美国借款企业的重要地位以及其他原因，美国可能会受到更严重影响。到2007年8月，企业的高收益债券发行以及抵押担保证券和担保贷款发行急剧放慢（见图1.5）。而8月份高等级债券的发行量回升。由于近期的借款主要用于增加资本结构杠杆率（通过股票回购和杠杆收购），而不是增加业务投资，所以，在一定程度上，贷款量减少对美国资本投资支出的经济影响可能并不太大。在欧洲，企业较为依赖银行贷款，所以债务发行受影响的程度低于美国。另外，欧洲大陆杠杆收购活动没有美国热，因此，即使收购活动放缓，所受影响也会较小。但欧洲银行对资产支持商业票据的或有负债风险暴露程度较高，从这一点看，欧洲银行紧缩信用环境的程度可能超过美国银行。由于上述各项因素，目前尚不清楚信用环境收紧的前景以及紧缩对美国 and 欧洲的影响。

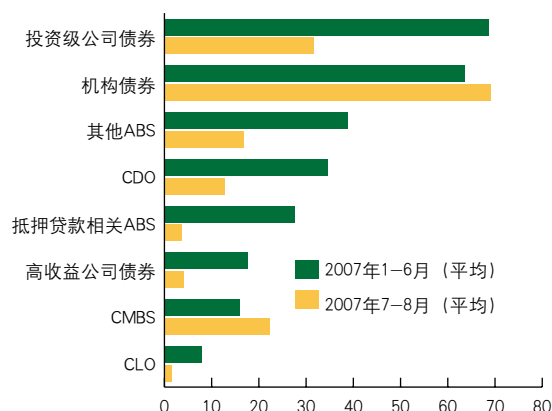
关于美国收紧房贷的影响，虽然向次级贷款人提供的房贷放缓，而且收紧的贷款标准可能会进一步抑制房地产活动，但由于住户收入增长强劲，财富净值对可支配收入的比率较高，以及低失业率等因素，住户应该能够消除房价下跌的一些影响。<sup>6</sup>

尽管新兴市场经济体的经济发展继续保持强劲，但全球宏观经济风险普遍加剧。

这一看法与2007年10月期《世界经济展

6. 部分由于房价持续上涨，到2006年底，财富净值相当于可支配收入的5.75倍。如果房价下跌10%，住户财富净值将缩水3%左右，财富净值将降至相当于可支配收入的5.5倍左右，大体相当于2004年的水平。虽然住户杠杆率将进一步增加，这样的下跌看来尚可应付。但资金过于紧张且积累的房屋股权很低的少数借款人无疑将面临严重的资金困难。近几年，随着住户房屋股权贷款的增加和“杠杆率”的提高（财富净值对资产比率下降），抵押贷款债务相当于总资产的比例以及偿债负担持续上升。

图1.5. 按部门排列的债务发行总量  
(10亿美元)

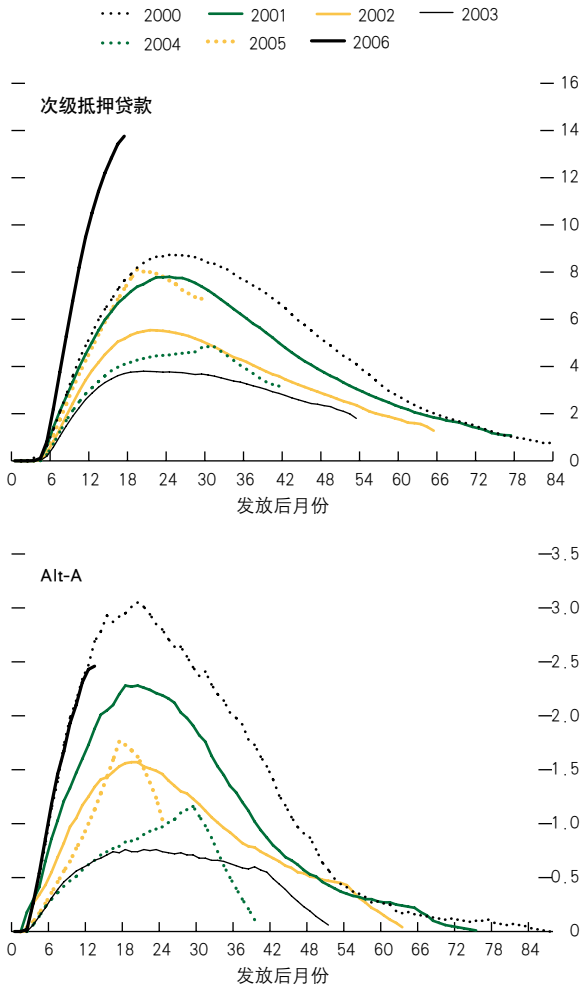


资料来源：Bloomberg L.P.、Citigroup和JPMorgan Chase & Co.的数据。

注：ABS=资产支持证券；CDO=担保债务证券；CMBS=商业抵押贷款支持证券；CLO=担保贷款凭证。

图1.6. 按发放年份排列的次级抵押贷款60天内违约率

(占原发放量的百分比)



资料来源：Merrill Lynch和Intex的数据。

望》中的基准预测大体一致。该期《世界经济展望》预测全球经济将保持强劲增长势头，通货膨胀压力大多有限（国际货币基金组织，2007b）。导致这一基准预测下行风险的主要因素是，上述金融风险和市场状况变化可能造成美国的内需疲弱，进而产生连锁反应。一个次要因素是，全球通货膨胀可能会抬头。如果全球增长放缓，全球通货膨胀将减弱。全球失衡无序调整仍是一项风险，如果外国投资者随着金融市场动荡而降低对美国资产的偏好，则将尤其如此。另外，美国经济放缓和美元贬值将有助于美国减少经常账户逆差，从而降低所需融资额。这些风险近期有所加剧，我们为此略微调高了宏观经济风险。但在经济增长方面，新兴市场经济体依然强劲的表现可能会再度带来意外惊喜。

### 成熟市场信用纪律松弛

美国次级抵押贷款市场遇到明显压力，情况可能会进一步恶化。<sup>7</sup>

2007年4月期《全球金融稳定报告》发表以来，美国次级抵押贷款市场上还本付息拖欠现象日益严重。<sup>8</sup> 该报告详细指出，造成恶化的因素有：承销标准松懈，高风险贷款，<sup>9</sup> 以及某些地区不利的就业和收入趋势等。2006年提供的次级抵押贷款的违约率升至13%以上，alt-A贷款的拖欠率也上升了（见图1.6）。从贷款的提供时间上看，2006年提供的次级抵押贷款拖欠率高于2000年提供的次级抵押贷款，这是近期

7. 次级抵押贷款主要指次级和 alternative-A (alt-A) 级抵押贷款。次级贷款的借款人通常具有以下一项或多项特点：信用记录不良，其中包括拖欠和破产；用信用积分或债务对收入比率衡量，偿债能力较弱；或信用记录不全。Alt-A 抵押贷款的质量高于次级抵押贷款，但由于借款人、财产或贷款的一项或多项非标准特征，质量低于优惠抵押贷款。

8. 其他抵押贷款指标显示出类似的恶化现象，其中包括早期付款拖欠（即在获得抵押贷款6个月之内付款逾期达30天以上）和取消抵押品赎回权等。

9. 贷款机构对非传统的抵押贷款实行较弱的信用控制，例如接受较高贷款对房屋价值的比率，降低文件要求，无须首付或首付额很低。



最糟糕的一年，而且，按照历史模式估算，估计还会进一步升高。<sup>10</sup> 2007年贷款由于时间不够长，尚无法判断其总体表现，但这些贷款的特征类似于2006年的贷款。尽管据说收紧了承销标准，但2006年贷款普遍存在的一些高风险特点至少在2007年上半年依然如故。<sup>11</sup>

不管抵押品质量是否改善，随着浮动利率贷款极低的起始利率的调高，以及抵押贷款开始摊还，早先的过度行为的影响可能将至少持续至2008年底（见图1.7）。<sup>12</sup> 与前些年不同的是，遇到付款困难的借款人再融资办法估计不多，因为房价持续下跌，减少了房屋股权净值，另外，收紧贷款标准限制了次级借款人可获得的抵押贷款的范围。

评信机构广泛进行了重估，于2007年采取了一连串调低评级措施。

在某些次级抵押贷款和 alt-A 抵押贷款恶化后，各评信机构纷纷调低了由次级抵押贷款作保的资产支持证券的评级，进而调低了使用资产支持证券较低信用档作保的担保债务证券的评级（见图1.8）。<sup>13</sup> 多数证券被调低了三至四级，大多从BBB级降至BB-级。一些AAA级信用档也被调低了几级。市场参与者预计，随着标的贷款时间的推移、付款利率的调高和在拖欠付款后被取消抵押品的赎回权，信用评级可能会继续降低。

各评信机构指出，多种因素导致抵押贷款尤其是近些年发放的贷款的表现未达到预期水平，

10. 在提供贷款大约24个月至30个月 after, 违约率通常最高。据市场参与者估计，2008年，2006年提供的次级抵押贷款拖欠率将达20%至25%。

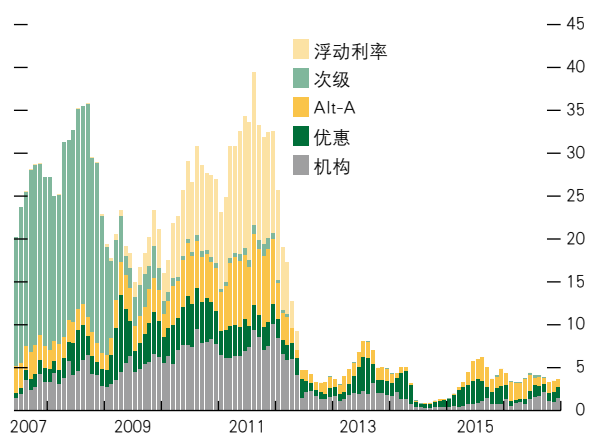
11. 例如，2007年上半年提供的次级抵押贷款对价值的综合比率和信用积分情况与2006年提供的贷款大同小异，但第二贷款的比例增高。各信用评级机构针对抵押品基本质量下降状况，提高了担保贷款所需的平均信用支持程度。美联储高级贷款人员调查显示，2007年上半年，由于进一步限制了贷款活动，收紧房贷标准的银行比例上升，达到1991年上半年以来的最高水平（美联储，2007）。

12. 只付利息的浮动利率抵押贷款往往采用负摊还办法，借款人通常在获得贷款两三年后，付款额会大幅增加。

13. 关于次级抵押贷款证券化问题的论述，见2007年4月期《全球金融稳定报告》（国际货币基金组织，2007a）。

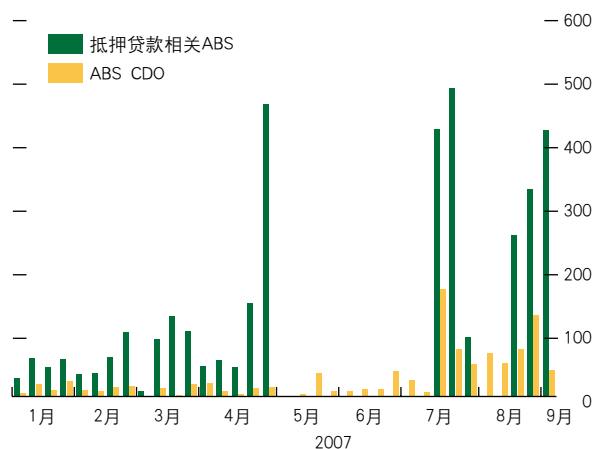
图1.7. 抵押贷款利率月度调整量

（首次调整额，10亿美元）



资料来源：Credit Suisse的数据。

图1.8. 抵押贷款相关产品评级下调数目日益增多



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：ABS=资产支持证券；CDO=担保债务证券。



其中，特别提到了风险堆积和高质量数据造成的影响。更为严重的是，欺诈行为普遍盛行，造成这一现象的原因，至少是其中部分的原因是，借款人的收入证据不足，而且贷款机构采用咄咄逼人的促销手段，如提供短期的、低于市场水平的利率，以便让借款人达到贷款标准。住房贷款行业的激励机制可能是导致贷款承销标准松弛和欺诈行为猖獗的部分原因。在住房贷款行业，放贷机构因发放大量贷款而获得丰厚回报，而贷款表现不佳却不用承担多大责任。

各评信机构为此调整了评级方法，列出了可能出现更严重损失的假设，进行了更严格的压力测试，并增大了对贷款机构预防欺诈工作的监督力度，资产支持证券和以资产支持证券作保的担保债务证券的违约风险随之增大。据评信机构目前的估计，房价下跌幅度将超过以前预期的水平。房价下跌幅度上升意味着贷款回收率将降低，取消抵押品赎回权造成的损失将增大。这些机构还正在调高尚未出现拖欠问题的贷款的预计损失额，估计标的抵押贷款的提早还款额将减少，对次级证券的保护将随之降低。

即使在作出这些调整后，结构性信用产品评级方法和程序仍存在较大的问题。

首先，结构性信用产品可能会受到更严格处理，连降几级，而企业债券的降级路径通常平缓得多，这引发了使用企业债券评级是否适当的问题。<sup>14</sup>

其次，对资产支持证券和担保债务证券的担保池中抵押贷款违约相关性的估算可能会明显影响这些证券的价值。<sup>15</sup> 相关性越高，违约就越可能对较高信用档造成影响。所以，如果相关性估算过低，AAA 档和 AA 档可能属于被高估。评信机构通常认为次级抵押贷款的相关性高于其他典型的担保债务证券资产（如企业债券和贷款），一些人士对是否已够高提出质疑。主要由于市场尚未成熟到能够提供充分数据的地步，缺乏对这

个问题的实证研究。

再次，就资产支持证券作保的担保债务证券而言，评信机构按照与被评级的资产支持证券的违约概率和损失的严重性，而不是基于标的抵押贷款来评估信用风险。因此，如果标的抵押贷款表现转坏，就可能先需要等资产支持证券降级和分析担保债务证券的复杂的现金流量动态之后，才能调整对担保债务证券的评级。

最后，信用评级只评估违约风险，不评估市场风险或流动性风险，对许多投资者来说尚未充分意识到这一点。

对损失的估算很不确定。

甚至在一系列下调之前，市场参与者就已开始调高对次级抵押贷款相关损失的估算额。这具体反映在，自 2007 年初起，用近期发放的次级抵押贷款作保的资产支持证券和担保债务证券的现金利差和信用违约利差明显扩大。此后，在整个资本结构中，尤其是资产支持证券和以资产支持证券担保债务证券中较低信用档以及 AAA 级高级信用档的利差均扩大了（见图 1.9）。按这些利差推算出的损失总额约达 2000 亿美元，比估计会实现的损失的上限高出约 300 亿美元，这表明，受市场不确定性和流动性的影响，价格下降幅度可能过大，与基本面不符（见专栏 1.1）。投资者在购买许多结构性信用产品时原期望持有这些产品至到期，按市价对证券标值的市场参与者已经或在今后将继续被迫确认的损失额大大高于不按市价标值的市场参与者的损失额。迄今为止，实际现金流损失较小，这说明，如果持有至到期，评级较高的许多结构性信用产品的损失可能有限。

抵押贷款供应链上的损失——由谁承担风险？

按市价标值的损失和对今后现金流损失的不确定性已开始对抵押贷款供应链的各个环节造成影响。供应链的外围受到的影响最显著，一些资

14. 关于结构性信用产品信用评级变动风险的分析，见 Violi (2004)；关于担保债务证券结构性风险如何将增加连降几级的可能性，见 Fender 和 Mitchell (2005) 的论述。

15. 违约相关性用于衡量发生连串违约的程度。

本不足的专业金融公司受到的影响非常大。<sup>16</sup> 抵押贷款服务公司迄今受到的影响有限，不过，随着拖欠数量的继续增加，其应付损失的能力可能将受到考验。

活跃在抵押贷款市场的金融中介机构的风险暴露情况很复杂，但国际货币基金组织工作人员和私人部门分析人士认为，其中最大的金融机构，即那些核心商业银行和投资银行集团资本雄厚，业务多样化，且利润丰厚，足以消化直接损失（见图 1.10）。<sup>17</sup> 总体风险暴露程度难以估算。迄今为止，各商业银行蒙受的房地产贷款有关损失总额不大，房地产贷款的净注销额仅相当于 1 级资本的 0.04%。今后，人们预计一些银行将因利差扩大而蒙受重新估值损失，因所持有的证券而遭受信用损失，抵押贷款交易、证券化和结构化收入将减少，中介动用表外应急信用额度造成资产负债表项目增加，进而导致提高监管资本额。对整个行业造成的负面影响估计尚可应付。规模较小、且不够多样化的机构则较脆弱。

在非银行投资机构中，杠杆账户对以资产支持证券作保的担保债务证券的风险暴露程度最大（见图 1.11）。<sup>18</sup> 一些专门从事抵押贷款交易的对冲基金因遭受与抵押贷款相关证券的交易损失，已倒闭或面临赎回压力。但迄今为止，相对于所管理的资产总值而言，损失相当有限，拥有充裕流动资金的一些基金事实上正积极寻求购入出问题的廉价资产。

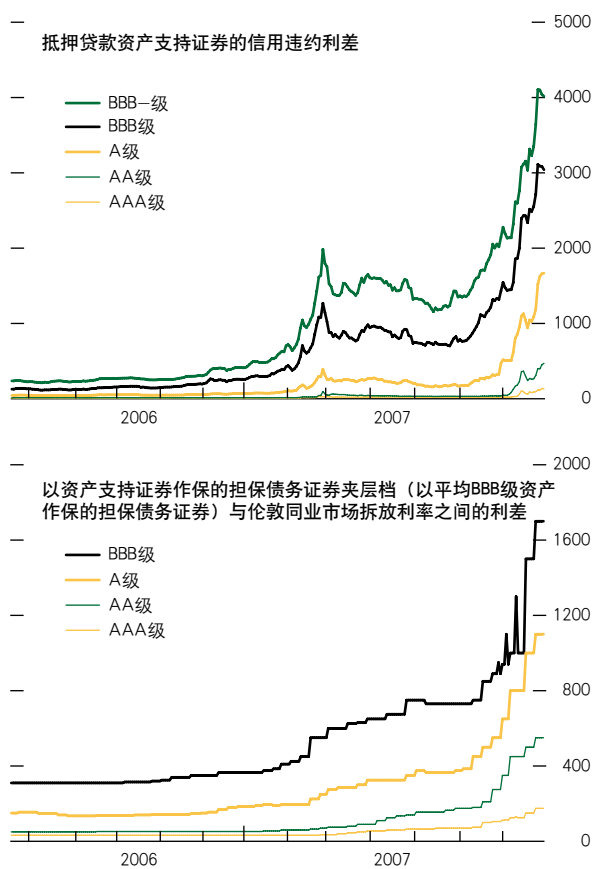
一些金融担保机构，尤其是向高评级信用档

16. 进行整顿或因破产而退出此行业的贷款机构占次级抵押贷款市场的 40% 左右。

17. 近些年积累的大量缓冲资本可能有助于美国主要商业银行和投资银行应付冲击。例如，如果次级抵押贷款的损失达到 2000 亿美元，假如这些银行的损失额占该总额的 1/4，其损失额不到其资本的 1/20，其监管资本对风险加权资产的比率将从目前的 13% 降至 12.5%。如果这些银行针对已计划提供的约 3000 亿美元的杠杆贷款，平均拨备 5% 的损失准备金，那么，其监管资本对风险加权资产的比率将降至 12.4%，这仍高于 2000 年时的水平，且远远超过长期平均值。欧洲和亚洲银行对资产支持证券以及以资产支持证券作保的债务证券的风险暴露程度较低，受到的影响可能会相应较小。

18. 有些银行据说向对冲基金提供诱人的条件，为对冲基金增加投资杠杆率提供便利，鼓励它们购入由银行创设的担保债务证券的股权档。

图 1.9. 抵押贷款资产支持证券和以资产支持证券作保的担保债务证券的代表性利差（基点）



资料来源：JPMorgan Chase & Co.的数据。

注：ABS=资产支持证券；CDO=担保债务证券。

## 专栏 1.1. 估算次级抵押贷款的损失

## 估算2007年2月以来资产支持证券和以资产支持证券作保的担保债务证券的损失

	未结清证券 现有总额 (10亿美元)	占抵押贷款 债务总额的 百分比	假设违约率 (占发放额的 百分比)	假设损失率 (百分比)	预计现金流 损失 (10亿美元)	按市价计值的 损失估算额 (10亿美元)
次级抵押贷款总计	1,300	15	25	45	~145	
Alt-A总计	1,000	11	7	35	~25	
次级贷款合计	2,300				~170	
资产支持证券 以资产支持证券作保的担 保债务证券						~65-70 ~120-130
资产支持证券以及以资产 支持证券作保的担保债务 证券总计						~200
	AAA	AA/A		BBB/BBB-		未评级
	抵押贷款资产支持证券的发行量 (10亿美元)					
2004	258	41		9		13
2005	283	57		13		11
2006	281	54		14		28
	抵押贷款资产支持证券档ABX隐含市值的损失估算额 (占现有票面总额的百分比)					
2004	2-3	5-10		8-10		不适用
2005	4-5	10-20		20-22		不适用
2006	7-8	20-40		48-50		不适用
	以资产支持证券作保的担保债务证券发行量 (10亿美元)					
2004	35	3		1		6
2005	61	8		3		23
2006	135	15		5		11
	担保债务证券档ABX (TABX) 隐含市值的损失估算额 (占现有票面总额的百分比)					
2004-06	40-70	40-60		40-45		不适用

资料来源：Lehman Brothers和Merrill Lynch的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：发行量乘以信用档估计损失额即为按市价价值损失。表中所示，资产支持证券、以资产支持证券作保的担保债务证券的损失加总额以及合计总额是使用5个不同信用档（AAA，AA，A，BBB和BBB-）计算的结果；为简便起见，并为了显示广泛的定价范围，表中将AA和A以及将BBB和BBB-并在一起。ABS=资产支持证券；ABX=合成资产支持证券；CDO=担保债务证券；TABX=分档资产支持证券。

本专栏使用两种方法估算了美国次级抵押贷款和 alt-A 抵押贷款的损失。第一种方法估算了整个抵押贷款期间的损失，第二种方法估算了按市价计值的损失。

由于对所涉因素不同的假设以及估价方法的差异等，抵押贷款损失的估算额相差很大。上表假设房价第一年下跌 5% 后稳住，在此基础上估算了整个贷款期的损失。<sup>1</sup> 根据这

一假设，次级抵押贷款和 alt-A 抵押贷款的最终违约率估计分别为 25% 和 7%，平均损失幅度（即最终未收回的数额）分别为 45% 和 35%。在 1700 亿美元的估计损失额中，银行系统直接承受约 25% 的损失，剩下的 1300 亿美元的损失由资产支持证券以及以资产支持证券作保的担保债务证券承受。

上表估算了 2007 年 2 月以来的所有次级抵押贷款相关证券的市价损失。需指出的是，这可能是在最悲观假设基础上作出的估算，其中未考虑提前偿付和违约因素，并假设 2004

注：本专栏的作者是 John Kiff 和 Mustafa Saiyid。

1. 次级抵押贷款的潜在损失与今后房价走势的高度相关，所以房价假设是预测损失的一项关键因素。

### 专栏 1.1 (续完)

年至 2006 年发行的所有资产支持证券以及以资产支持证券作保的担保债务证券仍然有效。另外，所有证券均按资产支持证券的 ABX 指数和以资产支持证券作保的担保债务证券的 TABX 档计值，因此，损失估算额可能是最悲观的估算额。<sup>2</sup> 另一方面，由于次级抵押贷款支持的合成担保债务证券市场很不透明，这些证券的潜在损失额难以估算，因此，在估算中未计入可能的损失额。考虑到所有这些因素，附表估算的市价损失总额约为 2000 亿美元。

除了相关因素假设和估值方法差异外，还有一些因素也增加了估计损失的规模和损失

---

2. ABX 是 20 种标的次级抵押贷款的信用违约掉期指数。TABX 是按 BBB- 级和 BBB 级 ABX 指数对合成担保债务证券进行分档的指数。TABX 指数流动性较差，而且不反映担保品管理对于表中所列资产支持证券和以资产支持证券作保的担保债务证券的影响。事实上，分析显示以资产支持证券作保的担保债务证券的管理人员已尽量降低了对表现最差的 2006 年证券的风险暴露程度。

发生时间的不确定性。难以确定损失规模的一个原因是，近期发放的次级贷款的违约率大大超过过去的趋势，所以进行历史比较没有多大用处。各种抵押贷款证券衍生产品（如以资产支持证券作保的担保债务证券、基于担保债务证券的担保债务证券以及担保债务证券的信用违约掉期等）急剧增加，现金流分配规则各异，从而进一步增加了计算担保品损失对证券影响的难度。<sup>3</sup> 此外，由于结构性证券往往会拖延标的担保品损失的传导，并由于在评级调低的情况下，现金流分配规则可能会改变，现金流损失的发生时间也很难确定。贷款调整的不确定性或拖欠贷款的重新谈判程序的不确定性也增添了估算取消抵押品赎回权和损失的时间和规模的难度。

---

3. 例如，信用强化机制（如证券主/从结构、超额偿付、超额担保和信贷保险等）降低了贷款损失对这些证券现金流的影响。

提供信用增强服务和向抵押贷款发放机构和服务机构证券化业务提供保险的单一险种保险机构，也可能受到抵押贷款市场下滑的影响。虽然整个行业拥有足够的资本，对抵押贷款发放机构和服务机构资产的风险净暴露值看来有限，但金融担保机构的风险暴露可能会对较广泛的结构性信用产品市场和市政债券市场造成重大影响。<sup>19</sup>

美国以外的国家也蒙受了损失，这既显示了风险分散的益处，也反映出信用恶化对全球的影响。

受到直接影响的不仅仅是美国，在资产支持

---

19. 见 Fitch Ratings (2007a) 以及 Standard & Poor's (2007a)。金融担保机构的担保高度集中在企业合成担保债务证券上。金融担保机构通过提供违约保险，在美国市政债券市场上也发挥着非常重要的作用。

证券以及相关市场上进行活跃交易的欧洲和亚洲投资者也受到直接冲击（见图 1.11）。有几个欧洲机构因受美国抵押贷款市场的影响和因不能进行短期融资而面临困难或倒闭，还有更多的机构由于向中介和结构性投资工具提供了信用额度而可能会间接遭受市值损失。<sup>20</sup> 在亚太地区，多项市场分析显示，对抵押贷款相关产品的风险暴露主要集中在日本、澳大利亚、中国台湾地区和韩国，但总体风险暴露程度尚可应付，该地区看来不会面临违约风险。<sup>21</sup>

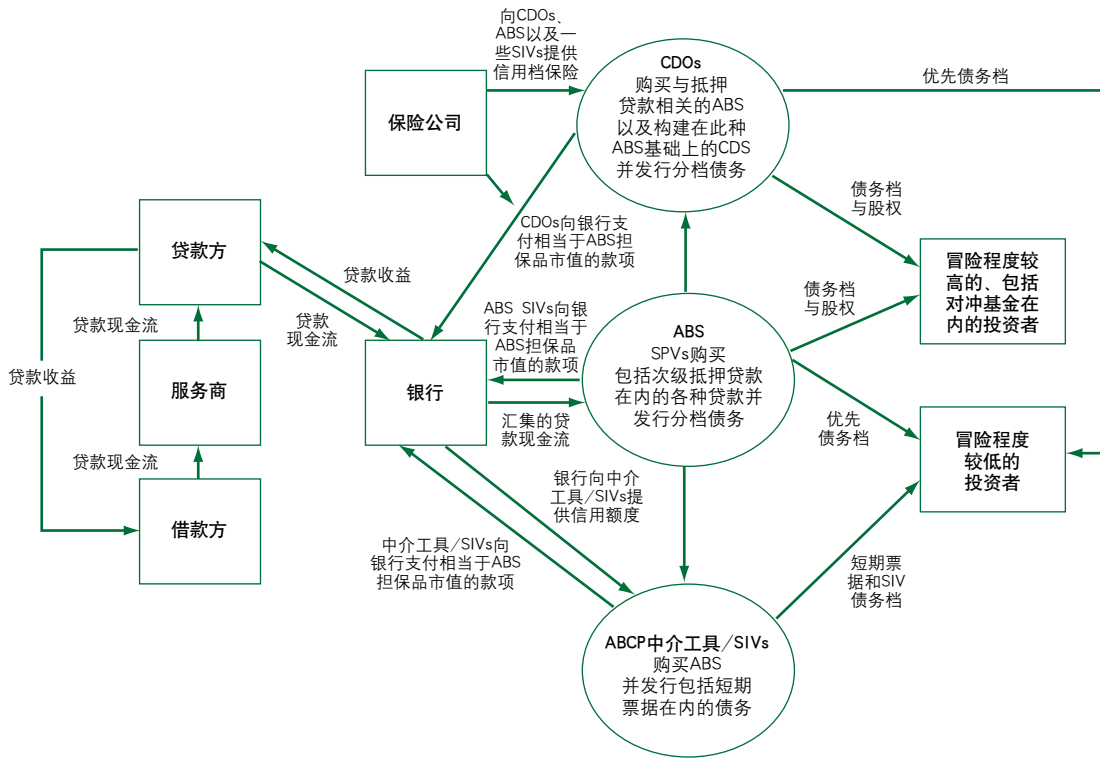
---

20. 欧洲银行向第三方工具提供了大量资金，如果减少融资，这类工具的业务模式就可能受到影响。

21. 见 Standard & Poor's (2007b) 以及 Moody's (2007)。



图1.10. 抵押贷款市场流量与风险暴露程度



资料来源：国际货币基金组织工作人员的估算。

注：ABS=资产支持证券；ABCP=资产支持商业票据；CDO=担保债务证券；CDS=信用违约掉期；SIV=结构性投资工具；SPV=特殊目的工具。

表1.1. 杠杆收购状况反映次级贷款纪律日益松弛

次级贷款	杠杆收购
贷款对总值比率较高	债务对/EBITDA比率较高
仅付利息的负还款贷款	低门槛票据以及延付或借新还旧转换票据
提出现金进行再融资	股息资本重组
零首付	贷款机构提供过渡性股权贷款
房价升值	发起多宗收购案

资料来源：国际货币基金组织工作人员的估算。

注：EBITDA=扣除利息、税项、折旧和摊销的收益。

与此同时企业部门信用纪律也变得很松弛……

杠杆贷款市场的信用松弛状况类似于次级抵押贷款市场（见表 1.1）。这影响了主要用于投资优先杠杆贷款的结构化融资工具——担保贷款证券的市场（见图 1.12）。<sup>22</sup> 杠杆收购热潮于 2006 年进入新的、更火热的阶段，到 2007 年进一步加剧。

承销商和债务市场不断提高杠杆率。杠杆率一度高达 EBITDA（扣除利息、税项、折旧和摊销的收益）的 8 至 10 倍，市盈率超过 10 倍。<sup>23</sup>

与次级抵押贷款市场的创新相似，由于实行低门槛贷款和有条件贷款协议<sup>24</sup>等融资创新办法，可将更多的边缘化公司作为收购对象，这鼓励了交易发起方以更高的市盈率购入公司。到 2007 年第二季度，共有 1/3 以上的收购交易标的公司的信用评级被两个评信机构定为 B 级或 B 级以下，大约 30% 的杠杆贷款为低门槛贷款（见图 1.13）。

……随着短期风险和不确定性的加剧和列入计划的杠杆收购交易数额的剧增，银行面临更大的承销风险和银团风险。

2007 年夏季，信用市场出现紧张，贷款机

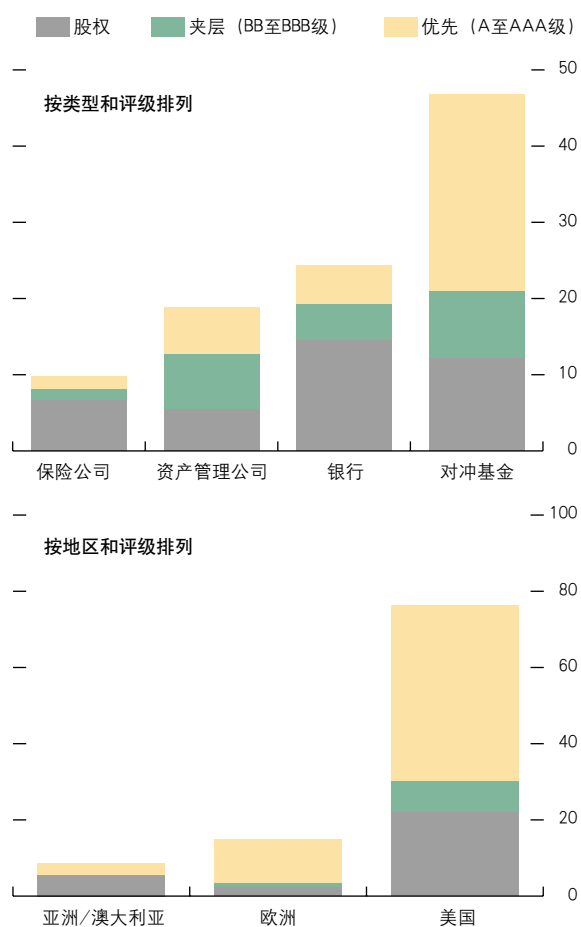
22. 杠杆贷款通常指贷款的债务评级低于 Moody's 和 Standard & Poor's 所确定的 Baa3/BBB- 级，债务对 EBITDA（扣除利息、税项、折旧和摊销的收益）的比率为 3 倍或 3 倍以上，发售价往往比伦敦同业市场拆放利率高出 125 个基点。杠杆贷款市场的膨胀在一定程度上是与成熟的担保贷款证券市场分不开的，2007 年 4 月期《全球金融稳定报告》对此作了详细论述。银行可以在担保贷款证券市场上出售杠杆收购贷款，而不是在其资产负债表上保留这些贷款，以腾出资金向其他私人股权公司提供新的贷款。

23. 以前的杠杆率为 EBITDA 的 4.5 倍左右，平均市盈率为 7.5 倍左右。到 2005 年底，许多人认为这些比率已达到安全区极限。

24. 与传统的贷款协议（即贷款维持协议）不同的是，有条件贷款（incurrence-only loans）类似于高收益债券，借入贷款的公司只有在超过既定限额并且采取某种致使情况恶化的企业行为的情况下，方构成违约。例如，如果公司签订了有条件贷款协议，那么，即使该公司的现金额低于现金利息保障比率协议所规定的最低现金要求，只要该公司后来并没有分红或借入更多资金，即不算违约。

图 1.11. 以资产支持证券作保的担保债务证券的买方

（百分比，经 delta 调整后）



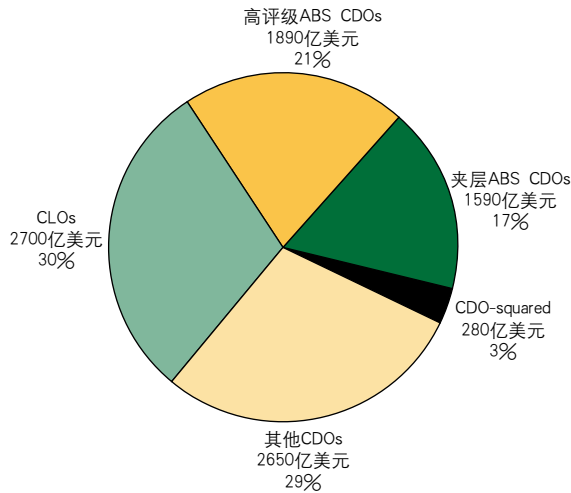
资料来源：Citigroup的数据。

注：ABS=资产支持证券；CDO=担保债务证券。Delta调整系数指信用档的Delta（即杠杆率）乘以持仓量。这增大了优先程度较低的信用档（即股权档）的份额，从而进一步反映了风险偏好。



图1.12. 美国现有担保债务证券量

(截至2007年7月底为9000亿美元)

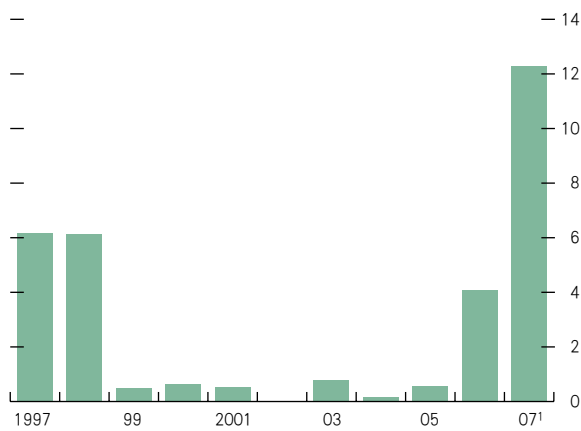


资料来源: Credit Suisse的数据。

注: CDO=担保债务证券; ABS=资产支持证券; CLO=担保贷款凭证。按照基础担保品的平均评级, 担保债务证券为高评级或夹层档证券。高评级CDO的担保品往往为AA/A级, 夹层担保债务证券的担保品为BBB级。CDO-squared是一种担保债务证券, 其担保品含有其他担保债务证券的信用档。

图1.13. 低门槛贷款量占机构定期贷款总量的百分比

(百分比)



资料来源: Standard & Poor's Leveraged Commentary & Data的数据。

1. 2007年上半年。

构开始提高要求, 杠杆贷款、高收益债券和相关衍生产品指数的利差急剧扩大, 致使几项交易延后。杠杆贷款的二级市场交易走弱, 许多交易价格大大低于发行价(见图 1.14)。2007 年下半年, 预计将提供 3000 亿美元的杠杆贷款, 这一数额相当于最积极从事杠杆收购融资业务的 10 家银行总股本的 1/3 左右。但是, 担保贷款证券机构以及其他市场参与者对这类贷款的总体需求现在很不确定。从私人股权交易出价的提高和回购条件的收紧来看, 信用环境变化有助于加强收购市场的纪律。但在短期, 金融机构可能面临风险, 未售出的过渡性贷款安排将增大市场积压量。银行有时在与交易发起方签订的融资协议中所列的特别条款起到了某种缓冲作用。根据这些特别条款, 如果融资环境恶化, 它们可以不向交易发起方提供部分或全部承诺融资额, 这限制了下行风险。另外, 银行可以采取若干办法, 例如临时扩张其资产负债表, 增加贷款损失准备金, 选择支付撤约费, 或向对冲基金直接出售剩余的股本或贷款(但不知对冲基金能否完全消化现有的贷款和抵押贷款头寸)等办法, 对付过渡贷款安排失败造成的一些冲击。

近期杠杆收购对象对商业和经济冲击也变得更加敏感……

如果杠杆率和市盈率较高, 杠杆收购对象会面临较高的商业和经济风险。表 1.2 显示, 面对多种可能情景, 一项典型的私人股本交易会如何反应。从该例可以看出, 这类交易对滞胀最为敏感。<sup>25</sup>

事实表明, 随着杠杆收购交易越来越趋近于极端水平, 持续上升的利率带来了困难环境。从近期交易的利息保障比率(现金流对现金利息付款的比率)变化即可看出这一点。直到 2004 年底, 利息保障比率稳步上升, 但此后大幅降至十年初的水平(见图 1.15)。利率、现金红利或意

25. 这里的假定是, 债务对年度现金流的最初比率为 7 倍, 价格对现金流的比率为 10 倍, 这两项比率与目前市场总体平均水平大致相当, 但与更大胆的交易相比仍较低。债务对年度现金流的最初比率如果达到 9 倍, 则无论如何都会遭受损失。

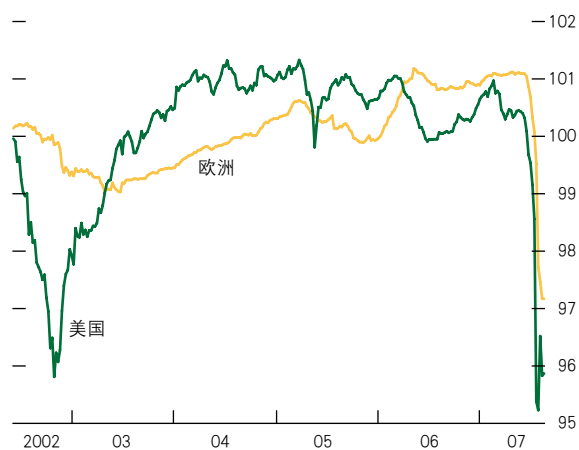
表1.2. 私人股权交易情况

	有利环境	增长放缓	通货膨胀加剧	收益率升高	增长放缓加上收益率升高
假设					
销售增长 (百分比)	10	0	10	10	0
利润对销售的比率 (百分比)	15	10	10	15	5
还债负担 (百分比)	8	8	10	12	12
结果 (第7年底)					
企业价值 (百万美元)	441.0	80.8	229.0	390.0	-62.4
出售时公司股权回报 (百分比)	33.0	6.0	15.1	22.6	-3.6
私人股权资本收益 (百分比)	1,135.0	126.0	543.0	992.0	-274.8
股份有限公司资本收益 (百万美元)	341.0	-19.2	129.0	290.0	-162.4

资料来源：国际货币基金组织工作人员的估算。

注：本例基于以下假设：一家股份有限公司的企业价值为1亿美元，毛利为10%，还债负担为7%，第7年底将公司售出。

图1.14. 美国和欧洲杠杆贷款的买方平均报价

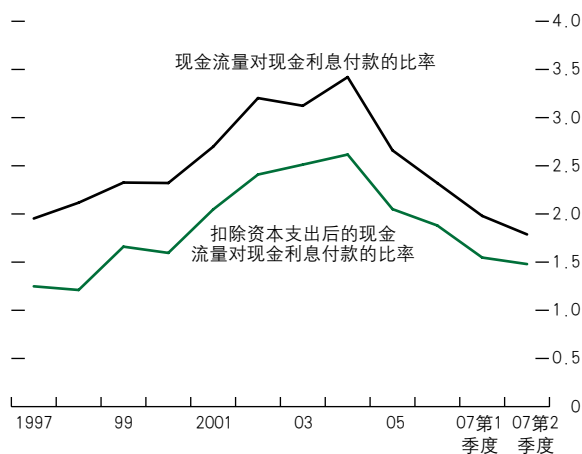


资料来源：Markit Loans和Standard & Poor's Leveraged Commentary & Data的数据。

注：系通常交易贷款的买方出价。

图1.15. 私人股权的利息保障比率数据

(现金流量[EBITDA]达5000万美元以上的美国交易)



资料来源：Standard & Poor's Leveraged Commentary & Data的数据。

注：EBITDA=扣除利息、税项、折旧和摊销的收益。

### 专栏 1.2. 对资产支持商业票据市场的担忧

抵押贷款市场的恶化加剧了短期信用市场上的融资困难。本专栏论述了发行资产支持商业票据市场的主要实体以及最易受此市场上流动性紧缩影响的各种工具。

与资产支持证券相似，资产支持商业票据的方案将资产重新包装后汇入特殊目的工具，并通过发行短期债务进行融资。这些工具使用债务融资购入金融资产。三种最常用工具是：通常使用债务进行应收款项、租赁和贷款融资的传统中介工具；主要用于购买较长期企业债券和评级较低的结构化信用产品的结构性投资工具；使用债务收益进行高评级结构性信贷投资的证券套利工具。与传统中介工具不同的是，结构性投资工具和证券套利工具分成多个信用档，损失先由股东承担，然后由中期票据和商业票据持有人承担。

截至 2007 年 9 月初，美元计值的资产支持商业票据市场总规模为 1 万亿美元左右，占现有商业票据市场的一半以上。但此后数周内，市场价值下跌。由于可以减少高信用评级工具的法定监管资本以及其他因素，北美和欧洲银行尤其乐于采用资产支持商业票据为中介工具和结构性投资工具进行融资。<sup>1</sup>

资产支持商业票据方案大多配置广泛多元化的资产，其中一些方案对抵押贷款风险暴露程度相当大。中介工具对抵押贷款的暴露程度为 11%，此外，对资产支持证券（其中一些是抵押贷款相关证券）的暴露程度也为 11%。结构性投资工具和证券套利工具对房屋抵押贷款相关证券的风险暴露程度约为 20% 至 25%，对担保债务证券（其中一些可能是与抵押贷款相关的担保债务证券）的风险暴露程度



为 11%。有一小类结构性投资工具几乎完全从事抵押贷款相关证券的投资。抵押贷款相关证券的风险已分散至许多国家，其中包括美国、英国、德国、澳大利亚和荷兰等。

资产支持商业票据的方案面临重大流动性风险。<sup>2</sup> 如果它们不能将到期的商业票据延期或展期，就必须获得某种短期融资或自行取消和出售基础资产。在某些情况下，提供支持性融资安排缓解了这项风险。提供流动性虽不能避免出售资产，但能够腾出时间有条不紊地进行资产清算。

主要由于美国抵押贷款相关信用市场上流动性缺失，难以对到期的资产支持商业票据进行延期，导致利差急剧扩大。结构性投资工具和证券套利工具因强行清算资产而遭受的损失通常高于中介工具。首先，由于杠杆率，结构性投资工具和证券套利工具的股权持有

注：本专栏的作者是 John Kiff 和 Mustafa Saiyid。

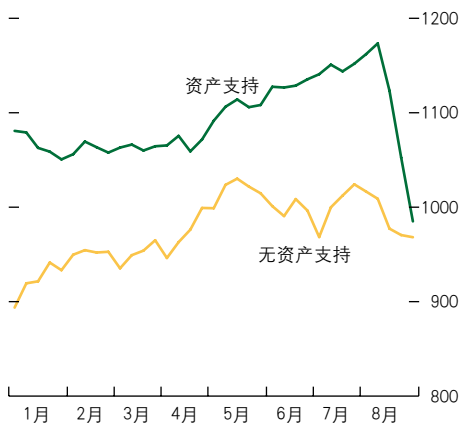
1. 一些资产支持商业票据工具的融资安排条款不够明确是造成加拿大近期不能将这些票据延期的部分原因。由于“普遍市场动荡”定义不明，发行了资产支持商业票据的一些加拿大机构向银行提出的融资请求遭回绝。

2. 此类短期债务的平均期限为 45 天，但也可以长达 364 天。如果是“可延长”商业票据，期限甚至更长。

## 专栏 1.2 (续完)

## 2007年美国未结清商业票据总额

(10亿美元)



资料来源：联邦储备体系理事会的数据库。

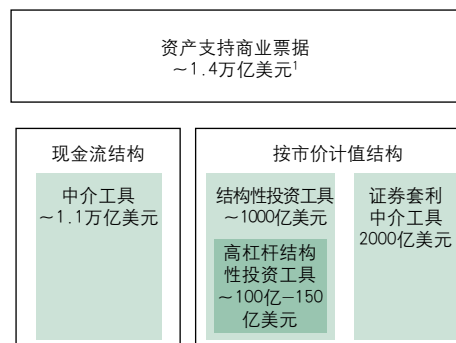
者因标的资产的强行清算而遭受很大的损失。<sup>3</sup>在此方面，它们类似于担保债务证券，但杠杆率较低。其次，与其他种工具相比，结构性投资工具和证券套利工具承担的抵押贷款担保风险过大，这是市场担忧的主要因素。

资产支持商业票据市场困难可能会对资本市场造成广泛的影响，近期银行流动性问题充分显示了这一点。银行对一些担保债务证券的风险暴露可能已被转至表外中介工具，但银

3. 资产清算造成的任何损失先由结构性国内投资工具的股东承担，然后由次级票据承担，最后由最优先的商业票据承担。

外支出的任何增加都将进一步挤压这一比率。随着市盈率和杠杆率的升高以及杠杆贷款利率的上升，私人股东从杠杆收购标的公司获得的收益越来越依靠收益增长。看来私人股权投资已摘取了“伸手可及的果实”，今后，标的公司的维持和增

## 按主要类别排列的资产支持商业票据工具



资料来源：国际清算银行、JPMorgan Chase & Co. 的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：为全球资产支持商业票据的现有票面价值。结构性投资工具仅为短期债务。

1. 美国约为1万亿美元，欧洲约为3000亿美元，加拿大约为1000亿美元。

行向这些中介工具提供的信用额度可能会使风险重返银行资产负债表。由于短期缺乏流动性，一些银行可能会资不抵债，结果不得不需要援救。此外，市场因不清楚商业票据持有者可能蒙受损失的规模，投资者可能会赎回主要持有商业票据的货币市场基金的份额。因此，企业担保债务证券（通常由中介工具持有）的超优先档市场可能会受到影响。

长可能会成问题。

……中期可能会面临杠杆收购再融资风险。

即使杠杆收购市场能经受住最初的冲击，从中期前景来看仍需面临挑战。近期的交易可能会

面临再融资困难。从抵押贷款市场上贷款利率的调整情况类推，一些公司可能难以获得优惠贷款，从而导致其偿债负担可能会超过原来预计的水平。所以，违约数量可能会增加，不过，除非经济严重下滑，违约数量看来不太可能达到以前经济周期时曾达到的高点。

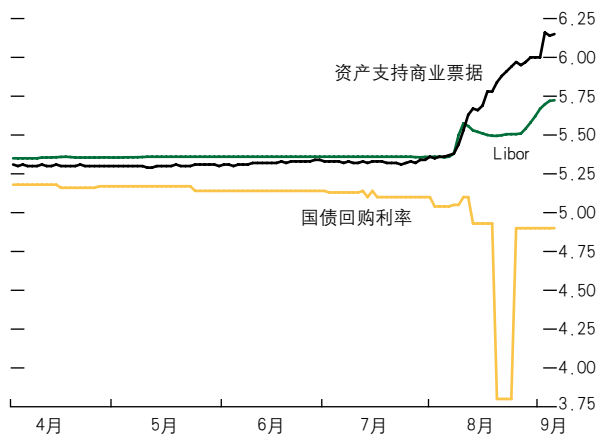
抵押贷款市场问题通过几个渠道最近已蔓延至更广泛的市场，导致蔓延的最直接因素是损失的不确定性和信贷的重新定价。

金融环境变化虽有助于恢复信用纪律，但市场调整加剧了抵押贷款和杠杆贷款部门之外的脆弱性。由于结构性金融产品市场上令人忧虑的问题引致风险溢价普遍上涨，贷款意愿受到影响，各项投资之间的界限已变得较为模糊，以及由于市场心理的其他变化，稍有关联的市场在第二轮和第三轮冲击中也受到了影响。这些影响难以估测，受影响的程度取决于市场调整的持续时间和力度。随着信息的进一步披露，市场可能会较准确地区别各种风险，这有助于遏制不利影响蔓延。

包括对冲基金、结构性投资工具以及其他资产支持商业票据中介等其他实体已造成连锁反应，投资者要求扩大利差，以补偿在风险分布和管理方式上的不确定因素（见专栏 1.2）。在有些情况下，由于资产支持商业票据无法在到期后展期，银行不得不提供融资协助，从而增大了整个市场的融资压力，结果不得不需要扩大可允许的抵押品的范围并需要中央银行注入大量流动性（见图 1.16）。在某种程度上，由于这些法律结构，信用风险变成了对手方风险和融资风险。例如，一些已转出银行体系的风险可能会作为大宗经纪业务对手方风险返回银行体系。与此相类似的是，由于融资支持工具，已转至结构性投资工具以及其他中介工具的风险正返回银行体系。

另外，对“评级迁移”问题的担心为已获评级的广泛产品增添了不确定性。各评信机构承认其资产支持证券以及由资产支持证券作保的担保债务证券模型、假设和方法存在重大失误，这些失误可能会波及较广泛的结构性金融产品市场，引致人们怀疑其他评级的效用。

图1.16. 2007年美国货币市场利率  
(90天利率，百分比)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据。



表1.3. 杠杆头寸强制平仓示例

	资产价值	股权	借款	杠杆率	保证金率 (%)
最初	100.0	15.0	85.0	5.7	15.0
价值损失后	95.0	10.0	85.0	8.5	10.5
在发出补交保证金通知后	66.7	10.0	56.7	5.7	15.0
保证金增加后	40.0	10.0	30.0	3.0	25.0
在为应付赎回压力出售资产后	36.0	9.0	27.0	3.0	25.0

初始保证金	15%
损失价值	5%
价值降低后新的保证金	25%
赎回	10%

略有损失和增大扣减额会迫使大量平仓

资料来源：国际货币基金组织工作人员的估算。

在市场流动性减少的环境下被迫调整杠杆率是波动性从一个市场传至另一市场的一个途径（见第二章）。如果在已有内在杠杆的产品之上还有杠杆，那么，只要价值略微下降，组合投资就会受到巨大影响。例如，如表 1.3 的简单假设例证所示，只要价值稍有损失，基金就会被迫出售大量资产，以满足补交保证金要求和应付同时出现的赎回量增大的情况。<sup>26</sup> 此种“抛售”可能会造成恶性循环：利差扩大迫使按市价标值的对冲基金以及其他实体公布损失，进而可能触发投资者撤资和基金被迫进一步出售资产。抵押信贷风险高度集中的几个对冲基金的清盘加剧了进一步补交保证金要求的风险，从而触发其他市场竞相扩大利差。<sup>27</sup> 这些事例突出显示，那些持有缺乏流动性的结构性产品的基金必须能持续获得流动

资金来为其杠杆头寸进行融资。<sup>28</sup>

与此相类似的是，由于不确定性，人们担心市场流动性可能会因“扣减蔓延效应”而进一步减少，结果导致结构性信用产品以外的更广泛的市场上的融资利率上升。<sup>29</sup> 这可能会造成资产价值持续下降，市场流动性减少，被迫抛售资产，进而引致相互无关联的市场上资产价值下跌等，直到拥有充裕现金并愿意购入资产的一些市场参与者出来支撑市场，情况才会改观（见表 1.4）。投资期较长、杠杆率较低甚至完全没有杠杆率的养老基金、保险公司和主权财富基金等市场参与者可能会逢低购入资产，协助防止价格进一步下跌（主权财富基金的特点见附录 1.2）。

抵押贷款市场的紧张状况还显示了信誉风险作为一个传导机制的重要性。公司为了维护其作为富有活力公司的好声誉，可能会被资助在法律上已分开的实体。所以，风险可以从一个边缘实体传导至具有系统重要性的机构。由于独立资产管理公司、特殊目的工具和中介数目众多，

26. 价值最初下跌后，基金股本减少，杠杆率自动升高。经纪商（或回购部门）发出补交保证金通知，迫使基金出售资产，将杠杆率降至最初水平。但由于资产风险现已增大，经纪商（或回购部门）现在要求补交更高的保证金（或垫头）。基金为此需要减少借款。最后，由于投资者赎回，基金不得不进一步出售资产。这一示例的一项宽泛假设是，基金将最大限度地利用现有杠杆，但其实此项假设仍相当保守，因为它只考虑到了首轮影响，而没有考虑到抵押品出售引致的第二轮跌价。

27. 其他类型的投资也存在类似情况。例如，以资产支持证券作保的担保债务证券档降级后，面临信用评级限制的一些投资者（养老基金和保险公司等）可能会不得不出售已被降级的证券。

28. 例如，在流动性枯竭时，Bear Stearns 向其资产管理部提供了备用资金，另外，其他受影响的基金不得不清盘或降低杠杆率。Bear Stearns 旗下管理的多项基金在短短几周内存失惨重。

29. 扣减指的是，如果为某项证券提供担保的投资者遇到困难时需要出售该项资产，此项资产的价值将下降，因此，考虑到这项风险，需要扣减此项资产的市场价值。扣减额取决于证券的类别、市场风险以及剩余期限。例如，股票的扣减幅度为 0 至 30%，而逾期证券的扣减幅度为 100%。扣减额增加后，资产价值随之下降。

**表1.4. 债券、杠杆贷款以及资产支持证券和担保债务证券的通常垫头**  
(百分比)

评级	2007年1-5月	2007年7-8月
	债券	
投资级	0-3	3-7
高收益	0-5	10+
	杠杆贷款	
优先	10-12	15-20
二级	15-20	20-30
夹层	18-25	30+
	资产支持证券和担保债务证券	
AAA	2-4	8-10
AA	4-7	20
A	8-15	30
BBB	10-20	50
股权	50	100

资料来源：Citigroup的数据。

注：ABS=资产支持证券；CDO=担保债务证券。

这是一个需要加以考虑的重要因素，对需要根据关于这些实体的风险和回报的准确信息来监督这些实体的交易发起机构的董事会而言，这一因素尤为重要。<sup>30</sup>

随着美国次级抵押贷款部门迅速恶化，人们还担心其他国家的抵押贷款市场（尤其是英国的非正规抵押贷款市场以及澳大利亚次级抵押贷款市场）出现动荡。有一些国家的房市被高估，一旦房价下跌，这些国家的经济将受到影响，但它们的非正规抵押贷款部门并不大。<sup>31</sup> 英国的非正规抵押贷款市场规模远不及美国，而且也没有多少证据显示英国的贷款存在美国那样的风险堆积、承销标准不严和房价持续下跌等特点。但由于这些担忧以及国内利率上升，英国市场上近期提供的抵押贷款利率走高，贷款机构据说为此撤

30. 例如，Bear Stearns Cos Inc. 与 Bear Stearns Asset Management 公司旗下倒闭的对冲基金虽无多少直接关联，但在这些基金濒临破产时，Bear Stearns Cos Inc. 仍向其名号的基金提供了备用资金。

31. 见 2007 年 10 月期《世界经济展望》(国际货币基金组织, 2007b) 专栏 1.2。

回了风险较高的抵押贷款产品。<sup>32</sup>

## 需要针对信用纪律和市场纪律松弛现象加大对新兴市场的监督力度

总体而言，与历史状况相比，新兴市场风险仍较低，许多国家的宏观经济基本面获得改善，对外平衡状况良好。但成熟市场的事态发展引起的令人担心的问题是，全球市场信用纪律和市场纪律松弛现象也许加剧了新兴市场的脆弱性，其中一些新兴市场国家的风险暴露程度较大。本节重点论述五个令人担心的问题。

第一，本节考察了向新兴市场提供的私人银团贷款日益增多的问题。此类贷款的信用纪律松弛程度类似于杠杆贷款。

其次，在一些新兴市场地区，银行（包括国内银行以及代表子公司开展活动的外国银行）越来越多地依靠国际借款为国内信贷增长进行融资。这一现象是日益严重的一个脆弱因素。2007 年 4 月期《全球金融稳定报告》专门论述了这一问题。

第三，新兴市场公司看来正从事套利交易式国外借款，一旦套利交易突然平仓，就可能会蒙受损失。

第四，一些新兴市场国家的金融机构为追逐更高的回报，正越来越多地采用结构性工具和合成工具，因此，一旦波动加剧，就可能会遭受损失。

最后，本节探讨了从事新兴市场股票交易的外国投资者是否加剧了波动性风险或是否引致了新兴市场的股票错误定价问题。

32. 例如，英国非正规抵押贷款对抵押品价值平均综合比率为 76%，大大低于美国次级抵押贷款的 85%，而且，英国的承销标准较严，市场上不良信用抵押贷款微乎其微。主要由于取消抵押品赎回权成本较低，英国抵押贷款损失程度预计只有美国的 1/3 左右。同时，与美国市场不同的是，英国贷款机构近期提供的非正规贷款的基本表现优于以前提供的抵押贷款。澳大利亚的次级抵押贷款市场较小，而且澳大利亚房地产贷款机构获得的结构性保护高于美国贷款机构所获保护水平。

新兴市场公司在相当长一段时期内可以很容易在国际市场上借债，导致信用纪律看来日益松弛。

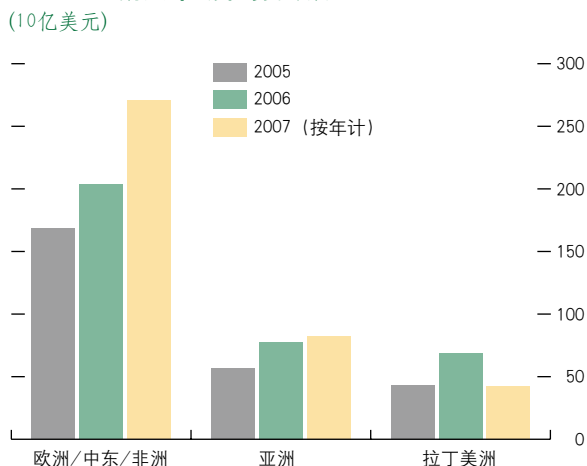
在欧洲新兴市场、中东和非洲地区，私募贷款市场迅速增长，部分取代了公司债券和股票市场的融资功能，亚洲在一定程度上也存在类似现象（见图 1.17）。<sup>33</sup> 在某些情况下，由于私募不能获得公开市场上同样的契约保护，私募发行机构可以绕过对公开发证券较广泛的信息披露要求。在高收益债务市场上，信用状况恶化，越来越多的发行机构是首次发行高收益债务，其中一些机构可能尚未获得分析员和信用评级机构的充分分析和评级。从需求方面看，这些私募贷款顺应了对对冲基金寻求信用风险投资的广泛趋势，许多对冲基金看重一些借款人所提供的高收益以及这类贷款不用按市值核算的特点。一级市场对这类贷款的需求很旺盛，但如果出现经济下滑或信用困境，其在二级市场上的流动性可能就非常有限。

在一些欧洲新兴市场国家和中亚国家中，外资推动国内信贷迅速增长……

全球充裕的流动性近期推动了欧洲新兴市场国家和中亚国家的信贷迅速增长，目前这两个地区的信贷总量近一半来自国际银行和国外债券融资（见图 1.18）。私人部门信贷增长与过去几年当地银行体系利用外资量的增加成正比，银行通过吸引外资增加债务的速度超过了当地储蓄增长所允许的负债增加速度（见图 1.19）。

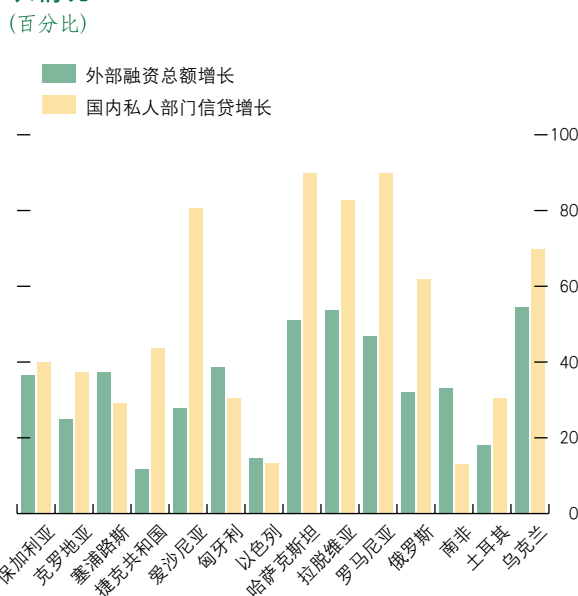
33. 拉丁美洲公司通过当地股市和债市获得的融资量大幅增加。由于有大量国内储蓄（主要得益于私人养老基金的发展），加上持有境外资产往往受到限制，拉丁美洲公司偏重国内市场融资。与此同时，国际投资者据报购入了巴西境内新上市证券发行量的 80%。国际债务往往由大型跨国公司发行，有的以美元计值，但越来越多的债务以当地货币计值。拉丁美洲公司看来并没有用低收益的套利交易货币借入大量债务。

图 1.17. 新兴市场私募贷款



资料来源：Thomson Financial的数据。

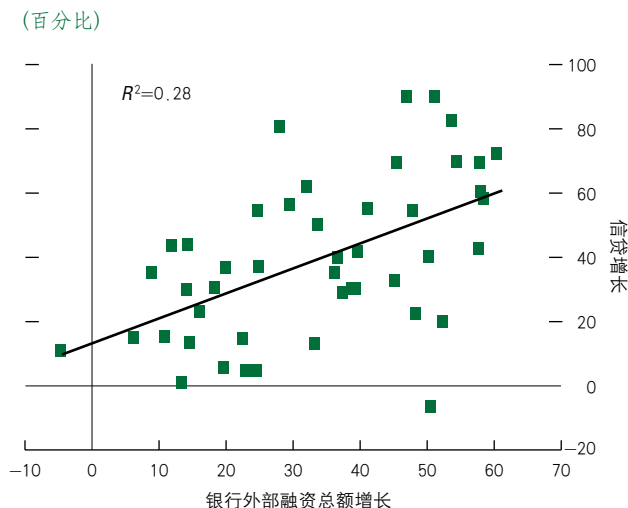
图 1.18. 2006年银行外部融资与私人部门信贷增长情况



资料来源：国际清算银行的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：先将私人部门信贷的增长额换算为美元，然后计算增长率。

图1.19. 2004—2006年信贷增长与银行外部融资增长的相关率



资料来源：国际清算银行的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

表1.5. 外部融资结构以及银行体系稳健性和所有权状况

国别	债券占银行外部融资的份额	Fitch银行稳健性专门评级	2006年私人美元信贷增长
哈萨克斯坦	62	D	90
俄罗斯	53	D	62
南非	47	B	13
保加利亚	33	D	40
波兰	30	D	...
匈牙利	27	D	30
乌克兰	26	D	70
塞浦路斯	23	D	29
土耳其	22	D	30
爱沙尼亚	19	D	81
捷克共和国	16	B	44
克罗地亚	6	B	37
斯洛伐克共和国	6	D	...
罗马尼亚	5	D	90
拉脱维亚	4	C	83

资料来源：国际清算银行和Fitch的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：Fitch最低评级为E，最高评级为A。

……如果国际投资者的偏好突然降低，信用评级较低的银行将面临风险，这可能会对一些银行体系带来系统性风险。

信用评级较低的银行和信贷迅速扩张的国家越来越多地采用债券融资手段（见表1.5），这显示了存在逆向选择问题。由于难以评估这些银行的实际财务状况，国际银行往往不愿通过银行间市场向它们放贷，但这些银行可以通过发行国际债券进行融资，较大的利差反映了所涉及的风险。主要依靠债券进行融资的银行较易受到因国内贷款违约增加或全球风险回避趋势加剧而引致的债券需求突然降低的影响，银行将因此面临融资困难。资本流入量减少可能会为那些依赖资本流入来弥补经常账户巨大逆差的国家带来挑战。由于透明度较高或外国银行向其子公司提供资金，欧洲新兴市场国家中实力较雄厚的银行体系侧重于采用较稳定的在外国银行间融资办法，因此，面临的较小。

鉴于新兴市场公司尤其是亚洲新兴市场公司日益侧重以套利交易方式举借外债，需要加大对这类贷款风险的监督力度。

越来越多的亚洲公司建立或增加以外币计值的头寸（见图1.20）。许多国家限制本国机构举借外债，但有些公司利用漏洞直接借入低收益率货币或利用货币互换安排调换债务。例如，在印度，跨国公司直接借入日元，或像本国公司那样利用货币互换安排将外汇风险转为非美元外汇风险。印度金融和非金融公司借入的外债越来越多地以日元计值，货币风险大多未被对冲。<sup>34</sup> 但债务对股本比率并不太高，所以，即使印度公司借入更多外债，杠杆率仍较低。在韩国，与日元挂钩的贷款据报较为普遍，中小进口企业尤为如此（见图1.21）。目前国内银行资产负债表上的日元贷款量约为150亿美元，相对于本国银行部门的

34. 根据收集的市场信息估计，印度公司只对对冲了50%的汇率风险，其头寸尤其面临尾部风险。



规模，仍不算多。<sup>35</sup> 另外，一些债务未被计入资产负债表，或通过衍生工具市场借入。总之，印度和韩国公司以外币计值的贷款量大幅增加，这主要反映出，它们想以名义利率低于本币的外币进行融资。两国当局近期采取了措施，力求减少外汇贷款风险和减缓短期外债的积累速度。<sup>36</sup>

对收益和久期的追逐推动了合成信用产品和结构性信用产品的发行。

新兴市场除了面临外汇风险外，还较易因波动加剧而受到影响。由于国内利率较低、信贷利差紧和债券市场欠发达，一些投资者越来越多地利用结构性产品和混合衍生产品市场以提高收益率和扩展久期。<sup>37</sup> 随着环境恶化，这类基于波动性进行投资的战略可能会造成损失。据一些人估计，亚洲结构性产品市场总值为 1000 亿美元以上，据说韩国和中国台湾地区的市场最大。<sup>38</sup> 市场上，投资者多种多样，其中不乏散户。中国台湾的保险公司看来特别热衷于这类结构，韩国公司次之。<sup>39</sup> 台湾保险公司购入的结构性产品不得超过其资产的 5%，购入的外汇产品不得超过其资产的 45%，但一些市场参与者称，他们可以绕过这些规定。台湾金融监督管理委员会近期放宽了保险公司的境外投资限额，并正考虑进一步放宽，其中包括将境外投资额度提高至占资产总额的 50%，并允许保险公司举债和更积极地管理投

35. 截至 2007 年 3 月 31 日，韩国商业银行的负债总额为 8880 亿美元。

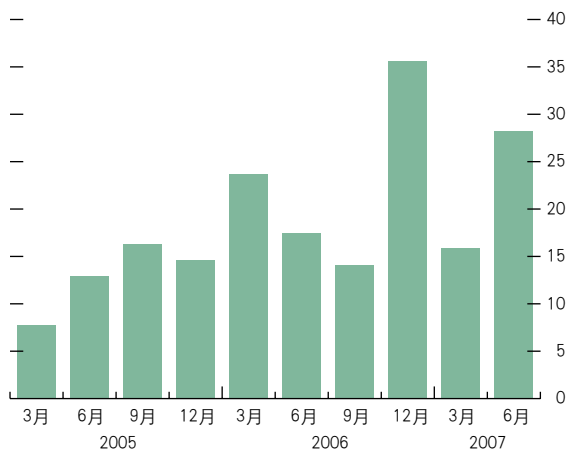
36. 关于限制资本迅速流入造成的影响问题，见第三章对各种限制办法的有关论述。

37. 约有 60% 的结构性产品与利率挂钩，30% 与股票挂钩，其余为外汇产品。

38. 中国台湾地区是亚洲地区最早允许进行资产支持证券（其中包括房屋抵押贷款支持证券、商业抵押贷款支持证券和有担保的固定收入产品）投资的市场之一。近期，台湾投资者开始青睐更新奇的产品，并提高了杠杆率。

39. 面临久期错配和利润率低落问题的台湾寿险公司尤其看重计息式区间型利率联动债券。这类产品的特点是，如果在债券有效期间标的资产位于事先确定的区间，投资者将获得较高的回报。如果利率位于区间之外，则无利息收入。这类产品源于以美元计值的市场，后来开始进入本币计值市场。

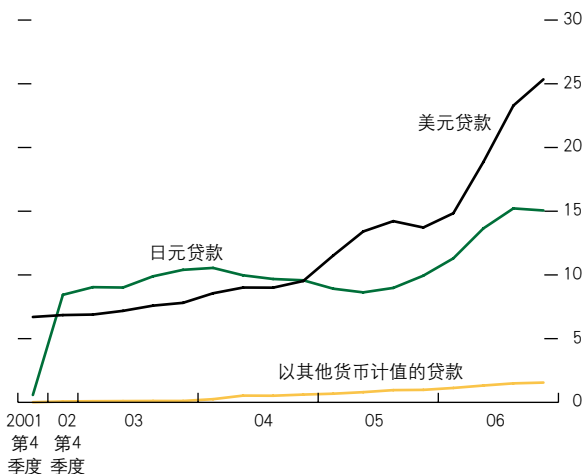
图1.20. 亚洲新兴市场：以外币计值的短期债务 (10亿美元)



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：包括最长期限可达12个月的日元、美元、欧元或英镑借款。

图1.21. 韩国：商业银行、专业银行和外国银行的外汇贷款 (10亿美元)

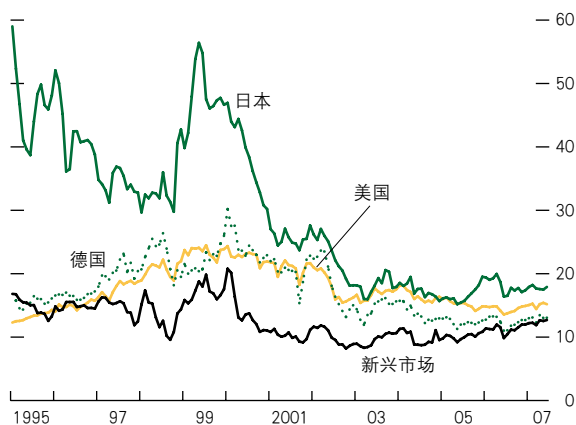


资料来源：韩国中央银行的数据。

注：包括商业银行、专业银行和外国银行的贷款。2007年数据尚未公布。



图1.22. 市盈率  
(12个月前瞻市盈率)



资料来源：I/B/E/S的数据。

资性账户。<sup>40</sup>

在韩国，寿险公司、银行、养老基金和散户是结构性产品的最大投资者，他们通常要求7%的收益率，偏好本币计值产品，产品的平均期限为10年。实际上，发行这些产品的银行可以通知赎回许多产品，从而限制了收益增长的潜力。最热门产品包括利差套利债券和各种计息式区间型利率联动债券。<sup>41</sup> 需要各种久期的国内保险公司和养老基金还乐于购买20年期的合成债券等产品。<sup>42</sup> 韩国保险公司的投资基于韩国一篮子信用产品而不是单名产品的信用挂钩证券，以求获得略高于单名产品的收益。韩国投资者还倾向于购买7年到期或更长期的AAA/AA级担保债务证券（多数以美国和欧洲债务作保）。几乎所有的交易都是有管理的交易，购入的多数产品用于长期持有。这些投资提供杠杆回报，通常涉及出售期权，以提高收益率。因此，这些产品的投资者可能会因波动加剧而受到影响。事实上，可能已有损失，但由于不按市值计算，可能掩盖了对资产负债表的影响。进行担保债务证券投资的亚洲投资者还会受到调低评级导致的波动影响。

### 投资流入新兴市场是否会破坏当地市场的稳定？

新兴市场股票在连续两年的强劲上涨后，平均市盈率已与成熟市场相差不大，约为14倍（见图1.22）。<sup>43</sup> 部分由于投资者进行利率套利交易，新兴市场债券收益率也在趋近成熟市场的水平。

40. 没有关于台湾寿险公司结构性产品持有量的任何官方统计。据报在三大寿险公司中，两家公司持有的担保债务证券量平均占投资量的2%左右。

41. 利差套利债券利用政府债券收益率高于利率掉期收益率的反常情况进行套利。由于境内融资受到限制，发售行在离岸市场购入美元，将美元兑换成韩元，然后用韩元购买政府债券。这类产品的每笔交易额平均为5000万美元至1亿美元，但杠杆率可高达8倍。在离岸市场上借入美元增加了银行的短期债务。同时，这类产品涉及购入大量政府债券，所以起到了拉直政府债券收益曲线的作用（多数产品10年到期）。

42. 以本币计值的韩国债务最长的久期为20年，但往往供不应求，所以经常会出现超额认购的情况。

43. 有一种说法是，一些市场的波动较大可能意味着长期市盈率较低，因为必须用低价来补偿较高的风险。

所以，毫不奇怪，在同期，新兴市场资产回报与成熟市场其他资产回报的相关性增强了（见图 1.23）。相关性上升而预期回报率降低意味着一些全球投资者可能会重新审视可从新兴市场投资中获得的分散投资的好处。所以，随着“垫底”的超额回报率的降低，新兴市场可能已变得对全球事态更为敏感。

本节围绕这一背景以及全球投资者过去几年向新兴市场大量投资的情况，介绍就外国机构投资者和对冲基金可能会损害新兴市场股市稳定问题开展的初步研究工作。

对纽约银行收集的流入新兴市场股票投资的高频率数据进行研究的结果显示，可以就流入新兴市场投资的性质和短期影响得出一些有用的结论。<sup>44</sup> 这些数据主要反映了养老基金、共同基金和保险公司等机构投资者的活动，因此，可用于研究一些种类的外国投资流量对价格的影响。本节考察了这些外资流量对当地股价水平的影响以及当地股价的相应变化和这些变化与外国机构投资者蜂拥进入某一地区若干国家之间的关系。然后，我们比较了在市场调整期间机构投资者与杠杆投资者的头寸。

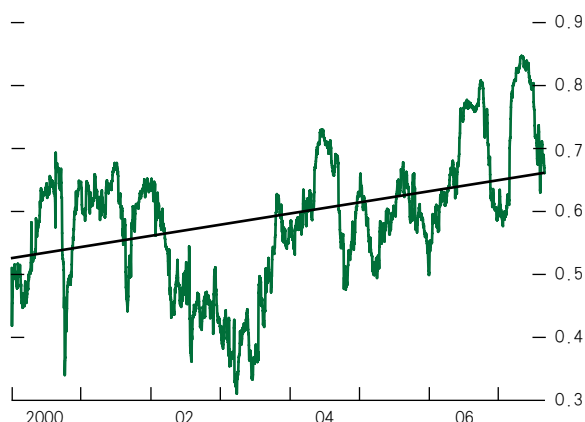
令人惊讶的是，机构投资者的投资似乎对股价影响并不大……

外国投资者涌入当地小型市场对当地股价造成的影响并不像有些人预料的那样大，可估测的影响并不太明显（见专栏 1.3）。对各地区市场进行的测试也证实了这项研究结果。测试结果表明，并无任何或多少迹象显示外国投资对股价产生了净影响。一种解释是，随着当地投资者交易活动的增加和在价格确定上作用的增强，当地市场可能已变得更有深度和更能吸收流入的投资量（见第三章）。

……但有迹象显示“输入”了波动。

同时，有证据显示，确实像人们普遍认为的

图1.23. 新兴市场与成熟市场股票的相关率  
(90天滚动窗口)



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

44. 由于大量市场已放开外国投资和提供大量新的金融投资产品，很难归纳其他流量的性质。

### 专栏 1.3. 流入新兴市场的股权投资

本专栏使用了纽约银行提供的近 5 年多时间流入 16 个主要新兴市场的股权投资的高频率数据,并论述了这些投资的流动情况及其影响。<sup>1</sup>

这里的分析结果显示,外国股权投资对国内股价水平的影响并无统计上的显著性。使用经调整的股权投资流入量和股价百分比变化作为两项内生变量进行面板向量自回归得出的脉冲响应函数显示,就 16 个新兴市场整体而言,股价对外国股权投资的累积反应净值为很小的正数或零(见附图)。<sup>2</sup>而且,从研究结果看,各地区之间的差别也不显著,三个主要新兴市场地区(亚洲、拉丁美洲以及欧洲、中东和非洲)的脉冲响应函数均显示流入量对价格的净影响很小或根本没有。这与 Froot、O'Connell 和 Seasholes 2001 年的研究结果形成鲜明的对比,二者的对比充分显示了 20 世纪 90 年代初与近期 5 年之间投资者行为发生的变化。

纽约银行流量数据的一个很容易观测到的明显特点是具有持续性,这也许反映了从众行为。金融时间序列数据分析中广为采用的方差比检验结果显示,无论用短时滞还是用长时滞检验,流量显然自相关(见附表)。<sup>3</sup>此

注:本专栏的主要作者是 Chris Walker。

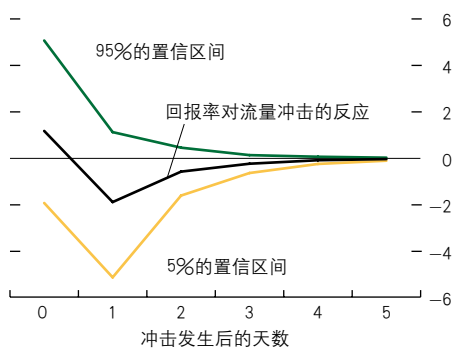
1. 16 个国家 5 年间每日数据共有 22000 个观测值。在很多情况下,纽约银行数据提供的某一市场流量信息的详细程度超过公开信息或国家信息。在能够获得外国净流入某一市场总量的每日加总数据的情况下,纽约银行的流量数据与外国投资的总流入量数据基本吻合,平均占某一市场总流量的 1% 至 5% 左右。相关系数为正数,印度尼西亚为 0.05,韩国为 0.38。完全负相关为 -1,完全正相关为 +1。

2. 对误差项进行了正交化处理,并设定  $t$  时对流量的冲击在  $t$  时价格冲击之前。

3. 在最简单的单期时滞情况下,算出的方差比  $VR(2)$  为:  $VR(2) = \text{Var}(r_t + r_{t+1}) / 2\text{Var}(r_t) = (2\text{Var}(r_t) + 2\text{Cov}(r_t, r_{t+1})) / 2\text{Var}(r_t) = 1 + \rho$ , 其中,  $\rho = \sigma_{xy} / \sigma_x^2$  是  $r$  一阶自回归系数。需指出的是,  $VR(2)$  值大于 1 表明在单时滞情况下具有持久性/自相关性。如果时滞较长(如  $VR(5)$ ),统计值相当于中间时滞各项自回归之和,如果实际采用大于 1 的自回归基本程序  $(AR(n))$ ,则统计值高于  $VR(2)$  数值。

#### 回报率对外资流入量增加一个标准差冲击的反应

(百分比变化)



资料来源:国际货币基金组织工作人员的估算。

注:对 16 个新兴市场国家(总共 9779 个观测值)进行面板向量自回归的结果。

#### 流量方差与回报方差之间的关系

(GARCH模型)

系数	系数值	标准误差	T统计量
$\beta_2$ (流量方差)	6.12	2.0	3.06
$\alpha$	0.06	0.02	3.25
$\beta_1$	0.90	0.03	26.94

模型:  $\sigma_{msci,t}^2 = w + \alpha \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_1 \sigma_{msci,t-1}^2 + \beta_2 \sigma_{flow,t}^2$

外,较长时滞的流量数据自相关比率高得多,这表明投资者蜂拥进入某一市场会持续一段时间,连续数日、数周甚至数月涌入市场。拉丁美洲市场显然就是如此,其 20 日方差比达 7 以上。以前对新兴市场投资流入情况进行的研究结果也显示,持久程度显然与这里报告的持久程度大同小异(Froot、O'Connell 和 Seasholes, 2001)。

投资者还显示出某种追逐高回报的倾向。我们使用了用于估测流量对价格影响的同样

纽约银行收集的每日股权投资流入量的持久性：对2002年1月至2007年5月期间的数据进行方差比（VR）检验

	VR(2)		VR(5)		VR(20)	
	方差比	标准误差	方差比	标准误差	方差比	标准误差
<b>亚洲</b>	<b>1.26</b>	<b>0.004</b>	<b>3.75</b>	<b>0.011</b>	<b>5.88</b>	<b>0.032</b>
印度	1.20	0.010	3.70	0.024	7.72	0.060
印度尼西亚	1.32	0.005	3.86	0.013	5.28	0.039
香港特区	1.24	0.004	3.60	0.010	5.96	0.029
韩国	1.16	0.005	3.21	0.013	4.18	0.034
马来西亚	1.28	0.004	3.87	0.012	6.76	0.043
菲律宾	1.32	0.012	4.13	0.028	6.71	0.059
新加坡	1.20	0.011	3.41	0.023	5.57	0.050
泰国	1.30	0.022	3.71	0.047	5.70	0.076
中国台湾地区	1.23	0.004	3.32	0.010	5.21	0.029
<b>拉丁美洲</b>	<b>1.39</b>	<b>0.021</b>	<b>4.09</b>	<b>0.049</b>	<b>7.16</b>	<b>0.094</b>
巴西	1.37	0.025	3.92	0.055	6.61	0.106
墨西哥	1.22	0.009	3.16	0.021	4.99	0.049
<b>欧洲、中东和非洲</b>	<b>1.38</b>	<b>0.011</b>	<b>4.07</b>	<b>0.025</b>	<b>6.19</b>	<b>0.061</b>
土耳其	1.38	0.035	4.12	0.075	5.30	0.119
波兰	1.30	0.008	3.63	0.019	5.65	0.051
匈牙利	1.15	0.097	2.84	0.189	3.60	0.260
捷克共和国	1.25	0.011	3.54	0.024	5.10	0.066
南非	1.32	0.009	4.07	0.022	7.45	0.048
<b>新兴市场合计</b>	<b>1.39</b>	<b>0.005</b>	<b>4.29</b>	<b>0.012</b>	<b>7.71</b>	<b>0.038</b>

资料来源：国际货币基金组织工作人员的估算。

注：方差比检验对VR(2)、VR(5)和VR(20)使用的时滞分别为1、4、19。地区流量为该地区国别流量之和。

面板向量自回归方法，算出了脉冲响应函数，以估算价格变动对流量的影响。此影响一连数日具有显著性和持久性的特点，显示了股价意外上涨导致连续数日外国投资流入量高于平均水平。这些结果与 Froot、O'Connell 和 Seasholes (2001) 的研究结果相似。

波动性检验在一定程度上证实了决策者经常提出的关于起伏不定的外资流入量与国内市场波动性之间存在某种关系的说法。但我们在这里根据常用的广义自回归条件异方差（GARCH）模型进行的检验结果显示，无法确定何者为因，何者为果。检验结果虽显示同期流量波动与回报波动强烈正相关且具有统计显著性，但本身并不能确定波动冲击源于何处，或确定波动是否源于被忽略的第三项变量。假设价格对冲击的反应速度超过流量，可以推断外资流量的波动导致资产价格的波动，

而不是资产价格的波动导致外资流量的波动。

投资流量市场报告有时提到，由于资产估值过高或随着经济政策的调整，外国投资者趋于从一个新兴市场撤资后转入邻国市场。例如，2005年下半年，外国投资者在连续两年大力投资韩国股市后，降低了在该国的股票持仓量，而当时仍有大量资本源源流入亚洲其他国家。有报道显示，随着单个市场出现问题，投资者在欧洲、中东和非洲新兴市场之间转换投资。为检验是否确实存在此种现象，对一个地区每一市场流入量加总后，得出了整个地区的方差比。结果显示，确有少量证据显示投资者在同一地区不同市场之间转换。拉丁美洲尤其如此，整个地区资本流入量的持久性高于单个拉丁美洲国家资本流入量的持久性。很重要的是，结果还显示整个新兴市场流入量的持久

### 专栏 1.3 (续完)

性高于单个地区流入量的持久性。<sup>4</sup>

与以前研究不同的是，近些年外国资本流入似乎往往并未抬高股价（Froot、O’Connell 和 Seasholes, 2001）。但这里的检验结果显示，流入新兴市场的股权投资具有从众特点，超出正常水平的流入量有时一连持续多日。还有证据显示，外国投资者追逐回报，并在不同市场间转换。此外，研究结果还显示了某种“波动

4. 以两个市场为例，在每个数据系列的自相关性不变的情况下，如果  $t$  时市场 1 的流入量与  $t+1$  时市场 2 的流入量呈正相关关系，而且这两个流量序列在  $t$  时的相关性无法充分解释这一点，即说明发生了市场转换现象。换言之，投资者显示出将资金从一个市场转至同组另一市场的某种倾向。

那样，外国投资者有时喜欢跟风涌入某一市场，有时是从一国移至同一区域另一国。外国投资者的头寸变化还与资产市场上可能令人讨厌的波动加剧有关。即使如此，如前所述，有证据显示，外国投资者对当地股价并无任何明显影响，因此，他们并没有助长当地股市泡沫。

外国机构投资者在压力下的所作所为似乎与对冲基金并无差别。

在 2006 年 5 月至 6 月和 2007 年 2 月至 3 月市场动荡期间，有证据显示，一些外国机构投资者的抛售确实对包括股票在内的几类资产的价格产生了强烈影响。有时被视为市场风向标的对冲基金的活动看来就是如此。像对冲基金和银行自营部门等杠杆投资者往往需要设置止损位，以免杠杆操作造成资本过度损失（见第二章）。所以，在价格大跌时，往往会出现强制平仓现象。比较一下机构投资者和外国投资者在 2006 年 5 月至 6 月调整期间的行为，即可找到间接证据。当时，相对外国投资者的平均数而言，整体上机构投资

蔓延”现象，流入量波动反映了同期股价波动。

一个核心要点是，外资流量并不一定反映外资需求本身的变化。例如，国内需求增加加上国内因素引发的股价上涨可能会导致外资流出（外国人向国内投资者出售股票）。如果流量只反映投资者对国内股票的需求，结果本应完全相反才是。如果的确如第三章所言，股市近些年已变得更有深度且更有流动性，这可能是造成外资流量对价格产生的影响减弱或消失的原因。需指出的是，第三章的分析对短期股价波动并不适用。模型显示，不管是外国需求还是本国需求波动都较大，总之，此种波动直接传至股价，此影响有可能检测到。

者的股票仓位并没有多大变化（见图 1.24）。<sup>45</sup> 这证实了机构投资者的投资往往比对冲基金的投资更为稳固的说法。

然后，对冲基金与机构投资者之间的界限日益模糊。

一方面，机构投资者越来越多地被获准进行信用违约掉期等衍生工具的投资，许多机构投资者现在已有一定的灵活性，可以从事卖空交易。此外，一些机构投资者现在还可以通过所谓的 130/30 基金等构建杠杆头寸。<sup>46</sup> 另一方面，对冲基金日益调整对新兴市场的投资战略重点，不再侧重传统的固定收入投资，而是寻找股市和结构性产品中的其他高收益资产。图 1.25 显示了从新兴市场债务投资到新兴市场股票投资的变化。

45. 图 1.24 使用的其官方外国股票流动数据与纽约银行提供的数据看来是基本相符的，而且在 2006 年 5 月至 6 月调整期间还面临外国股票投资资金大量外流的新兴市场国家的数据。

46. 130/30 基金允许最多将 30% 的资金用于空头投资，然后可使用卖空的资金，建立高达 130% 的多头头寸。

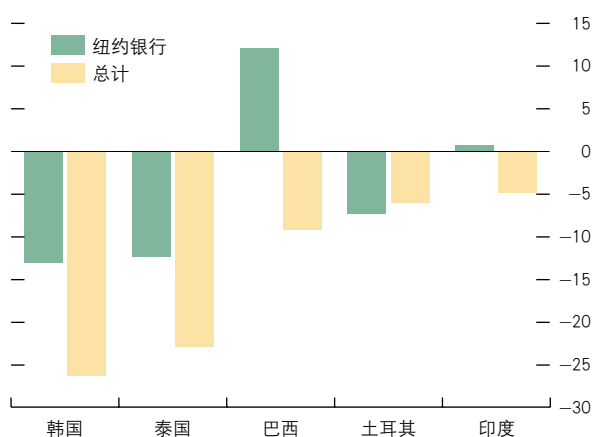


一些对冲基金还通过购入缺乏流动性的产品寻求似乎无关联的风险，如进入较新的股市（如越南、斯里兰卡等）和购置实际资产（如私人股权和房地产等），并通过结构性产品向难以进入信贷市场的当地公司积极提供融资。<sup>47</sup> 其他结构性交易的例子还包括直接从拉丁美洲商业银行手中购入不良贷款组合投资。一些对冲基金在经营中对损失的容忍度大大超过对外部债券等较传统的流动性工具损失的容忍度。这些对冲基金力图延长限售期，以降低较长期投资产品的赎回风险，使资产与负债日期更为匹配，并进一步仿效机构投资者的投资。因此，对冲基金和其他杠杆投资者（如自营交易部门）与机构投资者之间的传统界限日益模糊。

**新兴市场国家涌现了大量对冲基金，引发了重大的监管问题。**

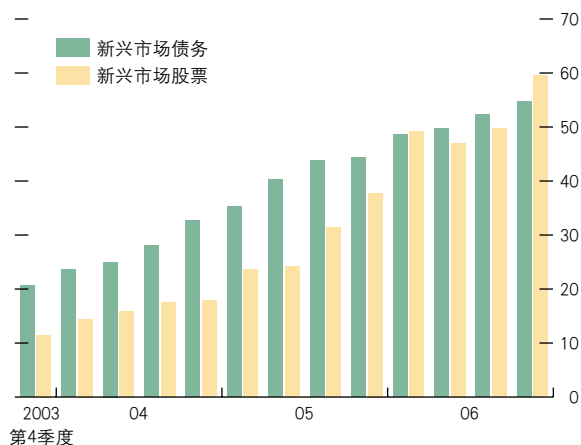
在若干新兴市场，当地对冲基金发展迅速，政策制定者面临新的金融稳定问题。在过去几年中，巴西国内对冲基金管理的资产总值激增。巴西证券监管机构和中央银行将这些对冲基金视为跨越多个市场的共同基金进行监管。像对冲基金业中较为发达的成熟市场中的监管机构一样，向散户提供保护也是新兴市场监管机构的主要重点。同时，若干国家的当局正根据其金融部门发展计划，积极计划调整对当地对冲基金的监管结构。在亚洲，当地对冲基金业的发展尤为迅速（见专栏 1.4）。为应付对冲基金的迅速增长，香港简化了许可证颁发手续，鼓励成立对冲基金或鼓励对冲基金回归管辖地。另外，韩国近期出台了一项计划，允许在 2012 年之后设立当地对冲基金，以使该国成为一个国际金融中心。

**图1.24. 2006年5-6月新兴市场股权投资净流入量**  
(占前四年累积流量的百分比)



资料来源：纽约银行、CEIC数据库的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

**图1.25. 对冲基金对新市场的投资配置**  
(管理资产额，10亿美元)



资料来源：Hedgefund.net/II News 2006-2007年对冲基金资产流量和趋势报告。

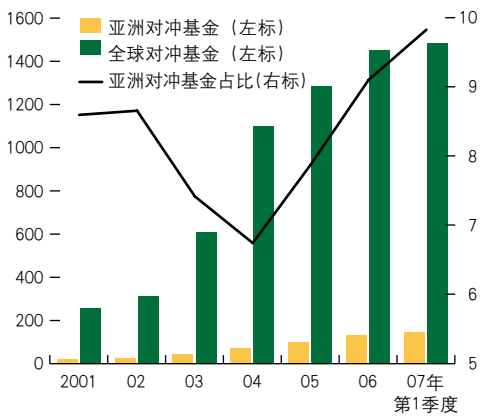
47. 这类融资产品往往对较优先的信用档提供一些保护。对冲基金大多购买的是夹层档和股权档。

### 专栏 1.4. 对冲基金在亚洲新兴市场的作用

本专栏论述在亚洲新兴市场进行投资的对冲基金的扩张和主要特点。

近些年，主要从事亚洲业务的对冲基金的增长速度超过了全球对冲基金业的迅速扩张速度(见附图 1)。2001 年至 2007 年第 1 季度，亚洲对冲基金（主要在亚洲开展投资业务和（或）其管理人位于亚洲的对冲基金）增长了近六倍，从 220 亿美元增至 1460 亿美元，相比之下，全球对冲基金业管理资产总额增长了 5 倍，增至 1.5 万亿美元。<sup>1</sup> 在亚洲，部分由于较高回报的再投资，行业增长的主要动力源自新兴市场。2005 年以来，主要从事日本投资业务的对冲基金的规模基本稳定。2006 年底，新兴市场对冲基金的管理资产约为 1000 亿美元，占全球新兴市场基金的近 60%。<sup>2</sup>

亚洲和全球对冲基金管理的资产总值  
(10亿美元)



资料来源：另类投资管理协会的数据。

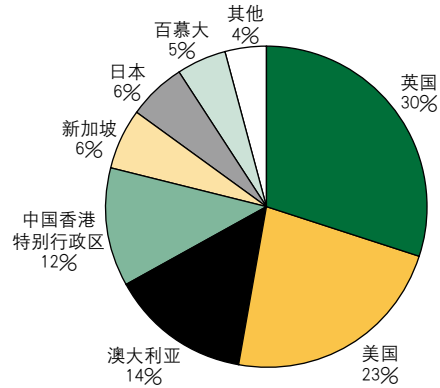
注：本专栏的作者是 Olaf Unteroberdoerster。

1. 按照 Ryback (2007) 的定义，对冲基金是由专业人士管理的按业绩收费的私人投资工具。对冲基金授权灵活，采用的是另类投资战略。

2. 据 Laurelli (2007) 估计，截至 2006 年底，新兴市场对冲基金总额达 1745 亿美元。

亚洲对冲基金：按地区排列的管理资产

(百分比；2007 年第 1 季度)



资料来源：Eurekahedge 的数据。

但美国和英国仍是亚洲对冲基金的两大中心，在亚洲区内，中国香港特别行政区的对冲基金规模最大（见附图 2）。在亚洲对冲基金设址上优先考虑的因素是：有利的监管环境，跨境资本交易的方便性，拥有大量人才，以及具有良好的交易基础设施。<sup>3</sup>

多数亚洲对冲基金将战略和投资配置重点放在股票上（见附图 3），约有 60% 的对冲基金采用买空卖空股票战略，但近些年比例略有下降。这在一定程度上反映了亚洲资本市场上股票交易举足轻重的作用。相比之下，债券市场仍处于零散状态，不够发达。在香港特别行政区自称对冲基金的机构中，40% 无任何杠杆率，绝大多数（85%）的其他基金自报杠杆率为所报资产净值的 200% 以下。<sup>4</sup> 亚洲对冲

3. 据 Baddepudi (2007) 的文章，令人感到有些惊讶的是，设在亚洲的对冲基金的业绩并不一定优于设在其他地区的主要从事亚洲业务的对冲基金。

4. 据香港特别行政区证券及期货监察委员会报告，杠杆率的计算方法多种多样，最常用的是：(多头市场总值 + 空头市场总值) / 资产净值。不过这些数据并未考虑到对冲基金所购入资产的内在杠杆率。

### 专栏 1.4 (续完)

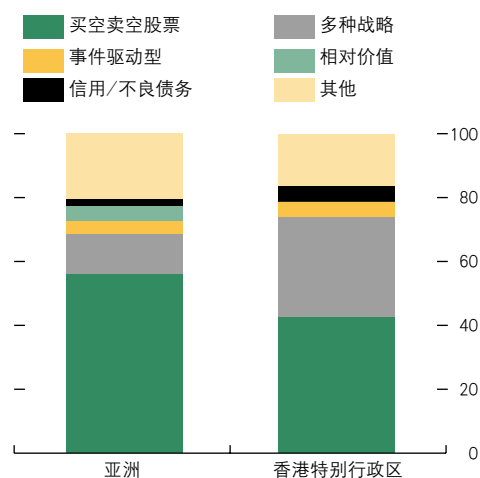
基金的管理资产仅占亚洲资产市场的极小份额，在某些市场占比还不到 1%。与亚洲新兴市场的债券总量相比，由于该地区债券市场发展较为缓慢，占比为 2.5% 以上。

然而，现有数据不易反映出对冲基金持有杠杆头寸和使用衍生工具的能力。对冲基金活跃的交易还反映出，其占市场成交量的份额比其规模所显示的要高得多。2006 年，全球对冲基金占信用衍生产品交易量的近 60%，占不良债务和新兴市场债务交易量的近 50% (Fitch Ratings, 2007b)。

与全球趋势一样，对冲基金正逐渐放弃在发现价格异常和利用套利机会方面的传统作用。它们变得越来越像商业银行，忙于提供银团贷款 (Irvine, 2007)、资产支持融资和结构性产品 (如担保债务证券) 或与传统的私人股权公司按业务专长进行投资分工。在亚洲，澳大利亚、日本、新加坡和香港特别行政区建立了结构性产品的法律框架，因此，在这些国家或地区，结构性产品发展迅速。随着资本源源不断地流入亚洲，对冲基金的资金实力持续增强，资金锁定期越来越长，从而助长了它们进入信用衍生工具市场和流动性较差市场的趋势。对冲基金利用构建能力，越来越多地作

#### 投资战略配置

(占对冲基金数目的百分比)



资料来源：Eurekahedge 和中国香港特别行政区证券及期货事务监察委员会的数据。

为资金提供机构绕过投资银行直接参与谈判。同时，共同基金以及其他机构投资者开始模仿对冲基金的战略，设立了有限杠杆率基金，并且收费标准与业绩挂钩。

## 政策挑战

决策者需要更好地辨识和了解现代金融体系中风险的形成和演变方式……

造成全球信用市场动荡的根本原因是，信用纪律松弛，金融体系的某些部门杠杆率增加，以及在流动性充裕和良好的金融环境下投资者滋生的盲目自信情绪。现代金融构架的特点使得难以发现何处存在这些风险。发生损失后，一些部门的杠杆率和缺乏透明度加剧了损失。结构性产品

分散了损失，但一些市场参与者准备不足，难以应付所承担的风险。

负责维持金融稳定的机构需要加强运用其工具，以辨识这类情况，防止此类事件重演。加强对具有系统重要性的金融机构使用的或提供的直接杠杆和内在杠杆的监督和制度有助于预测对金融稳定的挑战。<sup>48</sup> 另外，尤为重要，为抑制市场动荡的金融传导，市场参与者需要在投

48. 应审查的变量有：抵押贷款对总值的比率；收购债务水平和价格倍数；大宗经纪业务利润率和回购扣减额；以及信用衍生产品和融资工具的内在杠杆率和过度担保水平等。

资群体、市场、战略、投资期限、风险管理体系、对手方、回报等方面具有一定程度的多元化。在长期稳定的环境下，监管机构和私人机构应注意不得盲目自满，应重点关注风险转移趋势，监管机构和负责金融稳定的机构可以进一步调查信用风险转移技术可能改变稳定风险的情况。

在分析过程中，监管机构不仅应审视所监管对象的表内风险暴露程度，而且应审视其表外风险暴露程度，另外，还应评估在市场紧张期间可能最终会转至这些机构的一系列风险。明了这些相互关系，才能加强市场纪律，改进对手方风险评估，决策者和中央银行也就可以做更好的准备。

……并协助维护市场纪律，确保金融中介机构具备适当的风险管理能力，以评估复杂的结构性产品的相关风险。

许多投资产品远比过去复杂，信用市场上的投资产品尤其如此。监管机构需要作出更多努力，检验其监管对象管理所承担风险的能力。被监管的金融机构应透彻地审查作为担保物（尤其是难以定价和难以在二级市场上出售的担保物）持有和使用的资产的动态和敏感性，并应意识到可能出现的各种“尾部风险”情况。监管机构可以改进对这些机构使用的风险管理体系的审查工作，以证实其风险管理体系能够适当应付各项风险（见第二章）。

监管机构必须检查对手方风险是否已获得高度重视。尤其是，仍应重视负责大宗经纪业务的部门与对冲基金之间的关系。金融体系高度依赖这一关系的适当运作，以确保对冲基金的借款不会带来超过谨慎限度的风险。接受难以定值的担保物从事贷款业务的机构应检查是否已设立限制杠杆率增加的适当机制。2007年7月和8月间出现的对冲基金降低杠杆率现象，引发了回购交易的担保物要求是否适当的问题。为招徕生意而只收取很少担保物垫头的贷款机构蒙受的损失高于收取通常垫头的贷款机构。收取通常的垫头后，一些风险从对冲基金转至大宗经纪商。

需要提高表内实体与表外实体之间关系的透明度。

表外实体在现代金融中发挥着关键作用。它们可以是进行风险管理和确保有效使用风险资本的有用工具。公司本身及其投资者需要能够透彻了解母公司与其他关联实体之间的全部关系。监管机构需要考虑目前存在的透明度问题，进一步澄清各投资实体与发起这些实体、从中受益、向其提供服务或在某些情况下向其提供支持的机构之间的关系。银行和监管机构都需要评估可能发生的紧急动用融资渠道的情况并评估在担保物难以定值的情况下此种融资最终可能引致的信用风险。可能还需要考虑提供此类备用信用额度所收费用是否足够的问题。由于通常的会计范围和法律范围看起来不足以保障适当的风险控制，因此，可能需要重审银行风险调整的相关范围。

一个大型对冲基金的崩溃如果并没有对具有系统重要性的机构造成严重损害，就不会带来系统性威胁，但近期情况显示，若不知有何损失以及投资工具和表外投资缺乏透明度，信心可能很容易发生动摇。从中得出的一个教训是，需要进一步披露相互关系以及设有结构性投资工具的大型银行和其他中介实体可能面临的资金困难程度。

尤其重要的是，必须检查短期融资市场，查明可能存在的流动性不匹配的风险。

短期大额融资货币市场，尤其是商业票据和资产支持商业票据融资市场，在全球金融体系中发挥着关键作用，但往往被忽视。在其他地方出现市场紧张状况之前，往往先在这些市场中出现征兆。如果一个机构丧失融资渠道，往往会因缺乏流动性而丧失清偿能力。因此，当局应继续严密监视回购市场和货币市场的运作，注意任何紧张迹象，一旦发现紧张迹象，应立即发出警告。它们还需要核实，从事大额融资业务的具有系统重要性的实体拥有适当控制手段和办法对担保物进行评估。

近期的动荡显示，如果一个国家或一个大洲



的银行需要进入海外短期资金市场，那么，随着问题的传导和加剧，全球各融资市场的关联度就会增加。例如，一些银行在需要流动性时，难以通过外汇掉期交易获得所需币种。投资者对资产支持商业票据和结构性投资工具的信心近期遇到挑战。另外，信用额度有时成为投资工具虚假的保障或信用问题蔓延的渠道。考虑到这些情况，应将这些投资工具广泛的流动性错配问题作为一项系统性风险加以评估。近期动荡还显示，货币市场基金的投资者对追求高收益的投资组合可能遭受损失的程度感到难以接受。

再度显示需要实行有差异的信用评级制度。

由于抵押贷款市场的影响，人们开始关注信用评级机构在结构性信用市场中的作用。缺乏经验的投资者通常根据信用评级机构的评级对自己的投资头寸进行风险评估，他们对降级的强度感到难以置信。我们在以前的《全球金融稳定报告》中曾指出，与公司债券通常较平缓的降级路径相比，结构性信用产品评级的调整可能较为严重，有可能会被连降几级（国际货币基金组织，2006）。过去一年的经验表明，需要更努力地向投资者介绍这些风险，评信机构最好应专门针对结构性信用产品进行评级。例如，可以实行结构性信用产品的专门评级表，以便向投资者显示，这些产品的信用评级的调整速度预计会超过传统的公司债券。

与此相关的是，如果某些结构性信用产品基于其他结构性信用产品（如以资产支持证券作保的担保债务证券、资产支持商业票据以及用其他担保债务证券作保的担保债务证券等），投资者应注意降级的复合作用。另外，如果评信机构动作缓慢，评级未能反映一些结构性信用产品标的资产的恶化情况，投资者应明白降级可能延后，并可能较为严重。

购买结构性信用产品的机构投资者必须确保不要过分依赖信用评级机构的字母表示的评级结果来作出投资决定，并确保不会间接将审查复杂资产的任务留给评信机构。由于内在杠杆率，担保债务证券的价格波动通常超过获得类似评级

的公司债券，所以，担保债务证券的利差较高。投资者和经纪商为此不应只依靠公布的信用评级来了解这些工具的价格走势。他们应明白资产价值可能发生变动的速度和程度。他们应尽可能主动进行分析，弄清楚资产价值的主要驱动因素以及对这些变量变化的敏感度，其中包括按照多种设想对极端值进行测试。投资者还应努力了解此资产市场在顺境和逆境下的流动性以及平仓难易程度。投资者最好应使用担保物的实时标价，按市价对资产标值。

与此同时，监管机构应在保护消费者与促进创新之间保持平衡。

贷款发放和融资新技术似乎增强了美国金融体系的稳定性，但也暴露出美国消费者保护监管框架的漏洞，其他国家可引以为鉴。政策制定者需要在维持能够分散银行体系在高风险抵押贷款上的风险处理办法的同时，收紧贷款标准和限制胡乱贷款。例如，监管机构收紧了对次级抵押贷款适当做法的指导，并指示如何改进对不用接受银行监督的抵押贷款发放机构的监管。但也有人提出，开展证券化业务的银行以及抵押贷款相关证券的持有者应该为其处理或持有的任何“欺诈性”贷款负责。如果不限定潜在责任，就可能没人愿意发放次级抵押贷款或将其证券化，而且即使发放这样的贷款，也会很少。

在全球市场持续波动的环境下，新兴市场需要确保实行适当的政策，以协助继续增强抵抗力。

用短期资本流动弥补经常账户逆差的新兴市场国家可能特别容易受到全球风险偏好迅速变化的影响，这些国家在制定政策时应考虑到这一点。此外，从事套利交易相关活动的国家或套利交易相关活动目的地国可能会因全球套利交易平仓引致的汇率调整而受到影响。例如，以瑞士法郎计值向居民提供抵押贷款的欧洲新兴市场国家就可能受到这样的影响。更笼统地说，信贷的重新定价将提高新兴市场公司的外债成本，从而制约增长。



新兴市场需要加强对信用纪律松弛和相关脆弱性风险的监督。

信用纪律和市场纪律松弛引致的脆弱性不断积累的问题令人关注。在一些情况下，新兴市场私人部门的借款人采用高风险筹资办法，往往承担了汇率风险，却加剧了受市场波动影响的程度。资本市场融资助长了信贷迅速增长，但投资者在持续动荡的情况下也许并不愿意向较弱的银行贷款。此外，新兴市场还面临大量资本流入带来的其他挑战。因此，即使成熟市场资金流动性问题获得解决，降低杠杆率和撤离高风险资产行为可能也会持续下去。GDP 高速增长和良好的宏观经济政策会在一定程度上抵消这些影响，但一些新兴市场国家当局不妨加强监督和加大政策力度，确保能应付各种风险。

需要进一步监督新兴市场公司增借外债的风险和汇率风险以及国内金融机构受合成产品和结构性产品影响的风险。

许多新兴市场中央银行收集当地公司举借外债情况。但鉴于多种货币互换市场的增长以及各种汇率风险转换方法的存在，需要加强监督制度。监管机构应积极收集市场信息，查明资本流动的基本规模和动机。此外，官方数据也许无法充分披露通过金融工程方法透过各种实体将信用风险移至国外情况。在当地市场不够发达或收益率较低的国家中，结构性工具和合成工具对金融机构很有吸引力。在实行稳健的资产和负债的管理下，这些工具有合理用处，但这些工具的用户同时也需要认识到，如果价格和回报受到市场波动的影响，他们将面临风险。监管机构必须努力确保当地投资者和借款人透彻了解高收益的利率和汇率衍生工具的风险，并确保能够应付这些风险。

由于国家与国际市场之间存在许多双向渠道，并由于衍生工具相关交易的增长，资本管制的隔离效果可能在减弱。

汇率升值预期可能会引致对新兴市场的短期债务流量的增加。汇率升值预期还可能会加大政

策制定难度，导致国内市场失衡，并加剧外部融资风险。这可能会使决策者较难确定独立的利率和（或）汇率路径。官方限制海外与国内之间的交易会对投机性流动起到一定的抑制作用。但如果国内利率或汇率与国外利率或汇率持续失衡，可能会助长迂回规避行为，若干亚洲和拉丁美洲市场的情况就是如此。严厉实施阻隔措施的结果有利有弊（见第三章）。

处理当地市场的结构性缺陷和脆弱性，并加强货币操作框架是一个关键焦点。

资本流入可能会为决策者带来重大挑战，有时可能会使外汇和货币市场不堪重负。随着对冲日益困难，短期的市场波动（其中一些波动是资金迅速流入造成的）可能会阻碍银行管理其资产和负债。决策者需要发展灵活的货币操作框架，消除货币市场中依然存在的僵硬因素，以免意外诱发投机资本的流入。

总之，近期事态显示，公共部门和私人部门需要关注若干领域的问题。以上总结了一些初步教训并提出了一些可以采取的对策，但由于事态仍在演变之中，许多内容仍有待研究。决策者必须在迅速采取应对措施的好处与可能造成的较长期的成本消耗（也许是意外的）之间进行权衡。

## 附录 1.1. 全球金融稳定图

本附录概述全球金融稳定图选用的每项广泛风险和状况指标。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 2007 年 4 月期《全球金融稳定报告》而言和更长远而言各项指标的现况。为此，我们尽可能选用了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的，而是根据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。<sup>49</sup>

表 1.6 显示了 2007 年 4 月期《全球金融稳定报告》发表以来的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

此指标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（见图 1.26）。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 7 国集团短期实际利率的平均水平，审查了中央银行流动性成本，然后广泛衡量了剩余流动性（广义货币增长与货币需求估计增长之间的差额）。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，我们还使用了一项金融状况指数，其中涵盖了汇率、利率、信用利差以及资产市场回报等变动情况。中央银行官方储备的激增为本币市场和全球市场增添了中央银行的流动性。近年来，这些储备中的相当一部分资金投资于美国国库券和机构债券，致使全球固定收入市场上的收益率持续低落。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。

## 风险偏好

此指标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（见图 1.27）。这项指标显示了投资者主动承担更多风险的程度。一种办法是进行直接衡量，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承担风险的程度。我们然后推算出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购置高风险资产的情况，这类头寸的增加意味着机构投资者愿比

表 1.6. 2007 年 4 月期《全球金融稳定报告》发表以来的风险和状况变化

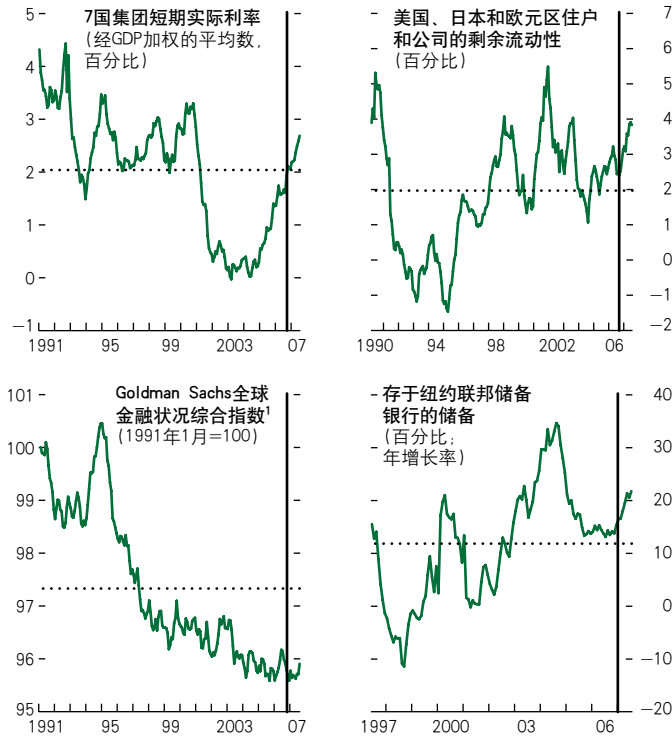
状况与风险	2007 年 4 月期 《全球金融稳定 报告》发表以 来的变化
货币与金融状况	↓
7 国集团平均实际短期利率	↓
美国、日本、欧元区多余流动性	↑
金融状况指数	↓
官方储备增长	↑
风险偏好	↓↓
投资者风险偏好调查	↓
State Street 投资者信心指数	↑
新兴市场债券和股票基金的资金流入量	↓
风险规避指数	↓
宏观经济风险	↑
《世界经济展望》所列的全球增长风险	↑
美国、日本、欧元区信心指数	↔
经济意外指数	↓
新兴市场风险	↔
EMBIG 基本利差	↔
主权评级上调/下调	↔
私人部门信贷增长	↑
通货膨胀的波动性	↔
信用风险	↑↑↑
全球高收益指数利差	↑
高收益指数的信用质量构成	↑
投机违约率预测	↑
大型综合性金融机构组合投资违约概率	↑
市场风险与流动性风险	↑↑
对冲基金的杠杆率估算	↓
期货市场中的投机头寸	↑
资产回报的共同因素	↑
全球隐含股票风险升水	↔
综合波动指标	↑
金融市场流动性指数	↑

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。

国内散户投资者承担更大的风险。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。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。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，衡量投资者愿意投资有风险资产而不

49. Bell 和 Dattels（即将发表）较详细地论述了全球金融稳定图的概念和建构。

图1.26. 全球金融稳定图：货币与金融状况

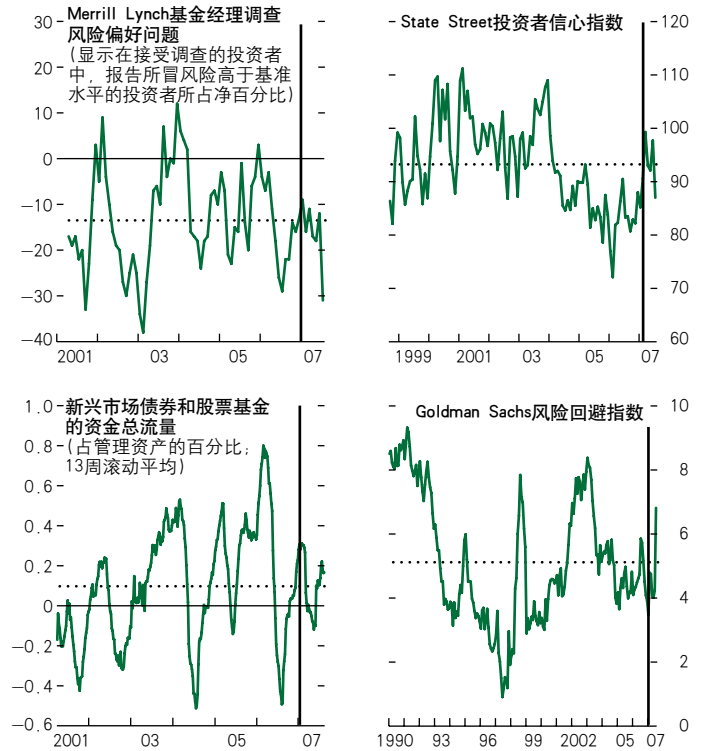


资料来源：Bloomberg L.P.、Goldman Sachs和经合组织的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：虚线反映各期平均水平，竖线反映2007年4月发表《全球金融稳定报告》时的数据。

1. 中国、欧元区、日本和美国经GDP加权的平均数。每项国别指数反映3月期LIBOR（权重为35%）、10年期掉期利率加10年期信用违约掉期或CDX（55%）、Goldman Sachs经贸易加权的名义美元指数（5%）以及S&P 500股价指数（5%）的加权平均数。2003年10月之前的公司债券收益率数据使用了Moody's的A级公司债券指数。

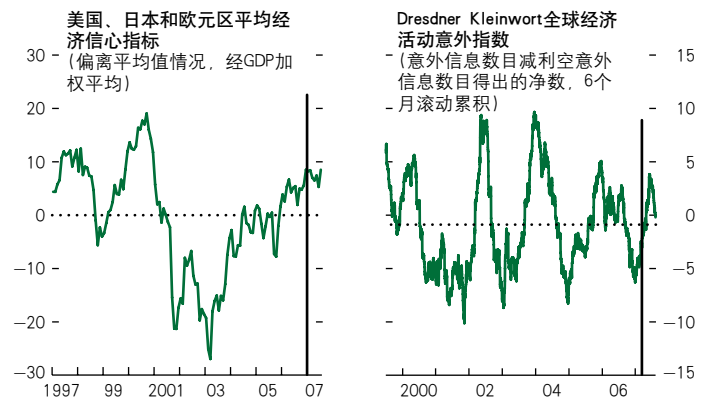
图1.27. 全球金融稳定图：风险偏好



资料来源：Emerging Portfolio Fund Research, Inc.、Goldman Sachs、Merrill Lynch和State Street Global Markets的数据以及国际货币基金组织工作人员估算。

注：虚线反映各期平均水平，竖线反映2007年4月发表《全球金融稳定报告》时的数据。

图1.28. 全球金融稳定图：宏观经济风险



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

注：虚线反映各期平均水平，竖线反映2007年4月发表《全球金融稳定报告》时的数据。

是无风险证券的程度。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。

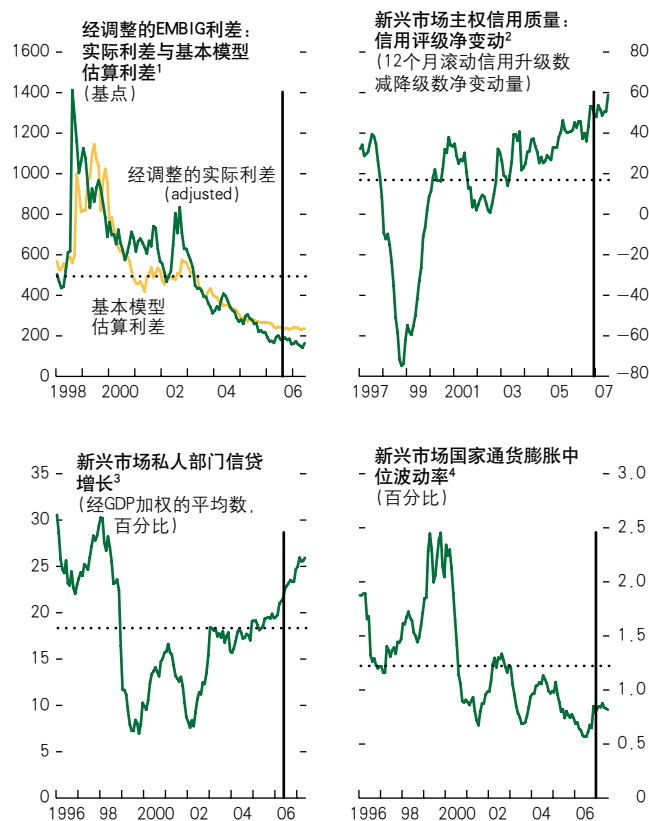
## 宏观经济风险

此指标用于衡量在现有资本市场环境下可能触发市场剧烈调整的宏观经济冲击风险（见图1.28）。对宏观经济风险的评估主要参照了《世界经济展望》中的分析，它与该报告关于全球增长前景和风险的总体结论相吻合。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。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，以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。

## 新兴市场风险

此指标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（见图1.29）。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。首先，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，可以查明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。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Standard&Poor's和Moody's主权信用评级行动的趋势。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的基本环境。我们为此审查了各新兴市场国家

图1.29. 全球金融稳定图：新兴市场风险



资料来源：Bloomberg L.P.的数据；国际货币基金组织《国际金融统计》；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。

注：虚线反映各期平均水平，竖线反映2007年4月发表《全球金融稳定报告》时的数据。

1. EMBIG指全球新兴市场债券指数。由于阿根廷债务重组导致数据序列中断，在模型和计算结果中剔除了阿根廷。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。

2. 显示信用评级净变动量，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。

3. 使用了44个国家的数据。

4. 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。



私人部门信贷的增长情况。信贷迅速增长可能会引致金融部门和住户的脆弱性和加剧通货膨胀的压力。最后，我们考察了各新兴市场通货膨胀率的波动情况，以了解国内货币政策在抑制通货膨胀方面的功效。

图1.30. 全球金融稳定图：信用风险



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

注：虚线反映各期平均水平，竖线反映2007年4月发表《全球金融稳定报告》时的数据。

### 信用风险

此指标用于衡量可能会造成损失进而使具有系统重要性的金融机构面临压力的信用质量的变化和对信用质量的看法（见图 1.30）。全球高收益指数利差以市场价格反映投资者对公司信用风险的评估。不过，我们意识到，这样的评估只是此种资产定价的一部分，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。准确地说，我们报告了 CCC 级或 CCC 级以下债务发行量占该指数的份额。这反映了两方面情况：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。预测违约率取决于基本计量经济模型的可靠程度，这至少提供了前瞻违约率，而不是通常滞后的已发生的违约率。最后，考虑到我们应主要审议金融稳定问题，我们使用大型复杂金融机构的信用风险指标，着重反映了市场对金融部门系统性违约风险的看法。

### 市场风险与流动性风险

此指标用于衡量风险定价可能引致较广泛外溢效应和（或）按市价计值损失进而有损稳定的可能性（见图 1.31）。反映对冲基金回报为市场敏感度的一项指标提供了这类重要交易机构的市场风险指标。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。投机者在期货市场上比商业交



易商进行更大规模的投机时，此项指标将上升。然后，我们估算了一系列资产类别的回报方差可由某一共同因素解释的程度。不同资产类别的相关性上升，往往会加剧市场价格在面临冲击时以更加无序的方式进行调整的风险。我们还应用三阶段股息贴现模型考察了成熟市场股票风险酬金情况。如果事先股票风险酬金较低，可能意味着投资者低估了与股票回报相关的风险，从而加剧了潜在的市场风险。我们还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，并显示市场在何种程度上轻视了这些风险。最后，我们还努力反映核心市场中融资、二级市场交易和对交易对手方风险的看法。为衡量这方面的情况，我们审查了主要成熟市场政府证券收益率与银行间利率的差异、主要成熟市场货币的买卖价差以及股市每日回报对交易量的比率。

## 附录 1.2. 主权财富基金

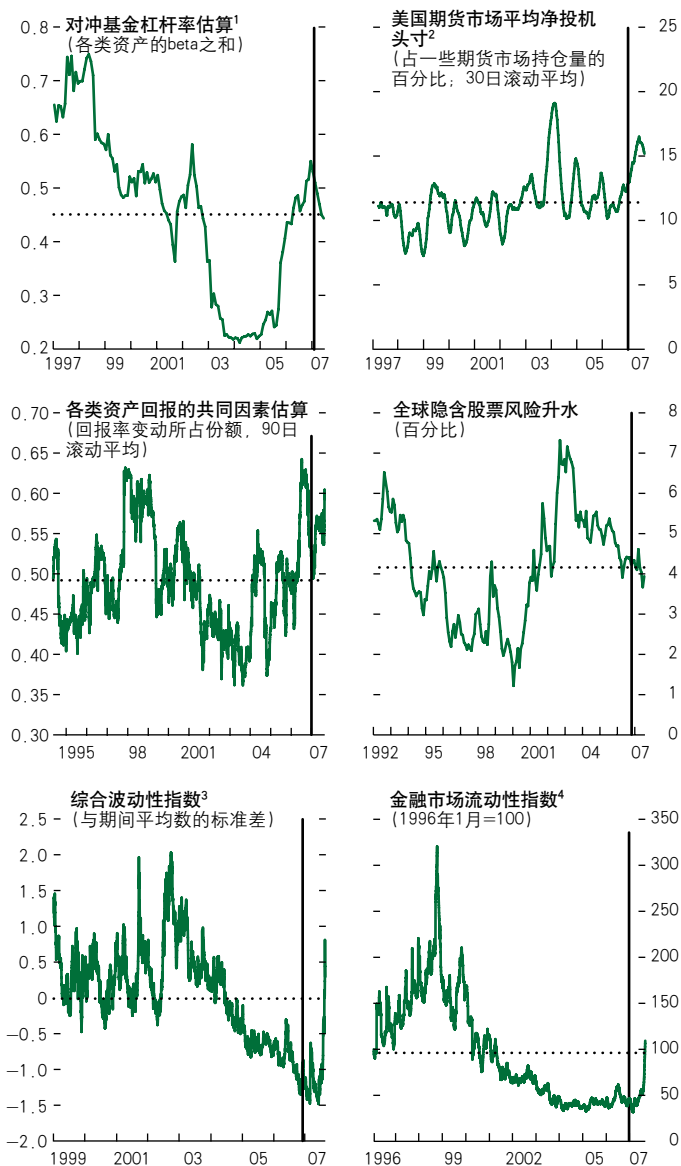
注：Udaibir S. Das 主建的货币与资本市场部工作小组在财政事务部和统计部的协助下，撰写了本附录。

据初步估计，各国政府持有的外国资产包括 5.6 万亿美元的国际储备和总共 1.9 万亿美元至 2.9 万亿美元的各种主权财富基金。据 2007 年金融稳定论坛收集的资料，它们约为成熟市场机构投资者管理资产总额（53 万亿美元）的 1/10，略高于对冲基金管理的资产总额（1 万亿美元至 1.5 万亿美元）。据国际货币基金组织目前的预测，各国政府（主要是新兴市场国家）每年新增国际资产达 8000 亿美元至 9000 亿美元，到 2012 年，主权实体管理的外国资产总额将达 12 万亿美元左右。在此预计增长的背景下，本附录对各种主权财富基金予以分类，论述了其资产配置框架，并重点阐述了一些操作问题。

### 概述

可将这类主权财富基金安排的增长视为官方部门大力积累外国资产导致的结果。但主权财富

图 1.31. 全球金融稳定图：市场风险与流动性风险



资料来源：Bloomberg L.P.、JPMorgan Chase & Co.、Credit Suisse Tremont Index LLC、I/B/E/S和Morgan Stanley Capital International的数据以及国际货币基金组织工作人员的估算。

注：虚线反映各期平均水平，竖线反映2007年4月发表《全球金融稳定报告》时的数据。

1. 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。
2. 数据显示17个美国期货市场非商业性交易机构净头寸的绝对值。高绝对值意味着市场净多头或净空头的投机头寸居高。
3. 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(1998年12月31日可获得数据以来)平均值相符， $\pm 1$ 指平均隐含波动性高于或低于期间平均值的一个标准差。
4. 此指数根据政府债券收益与银行间利率之差、汇率买卖价差以及股市每日回报对交易量比率编算。指数越高，说明市场流动性环境越紧张。

### 专栏 1.5. 主权财富基金的统计

国际货币基金组织正研究主权财富基金引起的统计和数据问题。本专栏围绕这些问题提供了一些信息。

《国际收支和国际头寸手册》第六版草稿提出了确定主权财富基金持有的外国资产是否应计入储备资产的一项方法。主权财富基金持有的外国资产被计入储备的条件是，必须随时可供货币当局使用，并且应是以外汇计值的、具有流动性的对非居民的债权。

主权财富基金的一个问题是，是否有某种法律或行政指示导致资产无法供货币当局随时使用。如果主权财富基金的外部资产计入

中央银行或中央政府内负责控制资金使用的机构的账簿，只要满足储备资产的所有其他标准，尤其是流动性标准（《国际收支和国际头寸手册》第六版草稿），此外部资产即为国际储备。而如果此资产由专门建立的长期基金持有，则不应被计入储备。所以，需要在认真审查具体情况后，才能最终确定某一资产是否可被计为储备资产。

居民主权财富基金持有的虽构成对非居民的债权，但未满足储备资产归类标准的资产，应计在金融账户（交易）和国际投资头寸适当的工具和职能项下。

基金并非新生事物，在盛产自然资源（如石油）的国家就更不新奇了。在国际收支存在巨额顺差的几个（非石油）新兴市场国家和出口初级产品的发展中国家中，主权财富基金近期的发展尤为显著。

经常账户巨额盈余和大量资本流入引发了目前关于政府基本政策和可能采取的调整措施的辩论，辩论内容包括汇率灵活性的适当水平、储备的“最佳”水平以及主权财富基金中可能配置外国资产等问题。

随着主权资产的增长，官方部门成为日益活跃的投资方。<sup>50</sup> 就公共金融资产的审慎管理而言，政府跨境资产配置选择问题变得越来越重要。近期关于主权财富基金的文献主要涉及：（1）对外账户和政府账户的透明度问题；（2）各主权财富基金不同的目标以及在风险和较长期投资期限上不同的做法；（3）较为重视“回报”，而不是为满足国际收支需要提供流动性。尤须指出的是，国家的资产配置和战略投资对国际资本流动和资产价格究竟会产生何种影响的问题尚未获得

解决。

### 主权财富基金：一种还是多种？

迄今，关于主权金融资产的报道主要围绕如何适当处理储备资产问题（见专栏 1.5）。主权财富基金并无统一定义，通常定义是政府设立或拥有的用于长期持有外国资产的专门投资基金。主权财富基金至少可按以下两项标准分类：（1）主权财富来源；（2）其政策目标（见表 1.7）。

#### 主权财富基金的来源

主权财富基金的资金来源不一，有些资金源于多种渠道。一些基金是出口收入和约束支出而累积的财政预算盈余的结果。国内产生的财政盈余和公共储蓄（如私有化收益）以及国际收支巨额顺差（不管是否有相应的预算盈余）也可以是主权财富基金的资金来源。<sup>51</sup>

50. 见 2007 年 4 月期《全球金融稳定报告》（国际货币基金组织，2007a）第二章。

51. 公共储蓄和私有化主权财富基金与不可再生资源基金相近，均为净增的金融财富。

表1.7. 主要主权财富基金的规模和结构

国别	基金名称	资产	资金来源	所有权与投资管理	投资战略与战略资产配置
阿联酋	阿布扎比投资局 / 阿布扎比投资委员会	2500 亿至 8750 亿美元 <sup>1</sup>	石油	1976 年以来, 阿联酋政府阿布扎比投资局主要负责利用石油收入进行海外资产投资。政府最近设立了另一法人机构——阿布扎比投资委员会, 鼓励其与阿布扎比投资局竞争。阿布扎比政府盈余资金将在阿布扎比投资局与阿布扎比投资委员会之间分配。	全球大型投资机构。投资战略和资产配置不明。
挪威	政府全球养老基金	3080 亿美元 (截至 2007 年 3 月 31 日)	石油	政府所有, 由 Norge 银行投资管理公司负责管理。	在全球范围内配置资产, 其中 40% 用于股票投资, 60% 用于全球固定收入投资。
沙特阿拉伯	无固定名称	2500 亿美元以上 <sup>2</sup>	石油	沙特阿拉伯货币局负责管理国外资产; 其资产负债表上持有 2250 亿美元, 其中一部分定为储备, 另外它还还为政府各部门代管 510 亿美元。	全球大型投资机构。虽然知道资产规模, 但仅大致了解投资战略和资产配置。
科威特	科威特投资局 一般储备基金和未来基金	1600 亿至 2500 亿美元 <sup>1</sup>	石油	科威特投资局是拥有自主权的政府机构, 负责管理一般储备基金和未来基金以及代表科威特政府管理任何其他托管基金。	一般储备基金在当地、阿拉伯以及国际金融市场上进行投资。未来基金按照其董事会批准的投资方针, 在全球范围内配置资产。
新加坡	政府投资公司  淡马锡控股公司	1000 亿美元以上  1000 亿美元以上	其他  其他	政府全资专门性投资公司, 设于 1981 年。  私人公司, 设于 1974 年, 用于持有和管理以前由主要股东——财政部负责的投资。	在全球范围内配置资产 (未公布)。投资于各种主要资产。  战略资产配置权重不明。截至 2006 年 3 月, 38% 投资于新加坡资产, 40% 投资于亚洲其他国家, 20% 投资于经合组织各成员国, 2% 投资于“其他”国家。
中国	国家外汇投资公司 <sup>3</sup>	2000 亿美元	其他	待定。	待定。
俄罗斯	石油稳定基金 <sup>4</sup>	1270 亿美元 (截至 2007 年 8 月 1 日)	石油	政府所有, 由俄罗斯中央银行负责管理。	主要投资于固定收入资产, 其中 44% 为美元, 46% 为欧元, 10% 为英镑。
澳大利亚	澳大利亚未来基金	420 亿美元 (截至 2007 年 5 月 1 日)	其他	设于 2006 年。政府所有, 由未来基金管理局负责管理。其目的是履行政府今后的退休金义务。	澳大利亚
美国 (阿拉斯加)	阿拉斯加永久储备基金	350 亿美元 (截至 2007 年 6 月 30 日)	石油与矿石	设于 1976 年, 阿拉斯加州政府所有, 由州政府属下的阿拉斯加永久基金公司负责管理。	战略资产配置是: 53% 为股票, 29% 为固定收入, 10% 为不动产, 8% 为另类资产。
文莱	文莱投资局一般储备基金 <sup>1</sup>	300 亿美元	石油	政府所有, 由文莱投资局负责管理。	构建了由金融资产和实物资产组成的一个大规模全球资产组合。战略资产配置未公布。
韩国	韩国投资公司	200 亿美元	其他	设于 2005 年, 用于管理 200 亿美元的托管外汇储备, 其中 170 亿美元来自韩国中央银行, 30 亿美元来自政府。	计划进行全球资产配置。战略资产配置未公布。
加拿大	Alberta 财产储蓄信托基金	150 亿美元 (截至 2007 年 3 月 31 日)	石油	Alberta 省政府所有, 由 Alberta 省财政厅负责管理。	在全球范围内进行战略资产配置, 30% 为固定收入, 45% 为股票, 10% 为不动产, 15% 为另类资产。
智利	经济和社会稳定基金  养老储备基金	98.3 亿美元 (截至 2007 年 7 月 31 日)  13.7 亿美元 (截至 2007 年 7 月 31 日)	铜  铜	设于 2006 年。政府所有, 由智利中央银行代管。  设于 2006 年。政府所有, 由智利中央银行代管。	战略资产配置是: 72% 为政府债券, 28% 为美元、欧元和日元货币市场工具。  战略资产配置是: 79% 为政府债券, 21% 为美元、欧元和日元货币市场工具。

表1.7 (续完)

国别	基金名称	资产	资金来源	所有权与投资管理	投资战略与战略资产配置
博茨瓦纳	普拉基金 <sup>2</sup>	50 亿美元以上	钻石	由博茨瓦纳政府和中央银行共同拥有。政府所占份额列入博茨瓦纳中央银行的资产负债表。	投资于工业化经济体的上市股票和固定收入工具。由于新兴市场可能高度依赖初级产品，该基金不在新兴市场进行投资。

资料来源：源自各网站上的公开信息；国际货币基金组织和Morgan Stanley Research的数据。

注：已知设有主权财富基金的国家或地区还有：阿塞拜疆、巴林、乍得、厄瓜多尔、赤道几内亚、加蓬、伊朗伊斯兰共和国、爱尔兰、哈萨克斯坦、基里巴斯、利比亚、马来西亚、毛里塔尼亚、墨西哥、阿曼、卡塔尔、苏丹、中国台湾地区、东帝汶、特立尼达和多巴哥、乌干达和委内瑞拉。

1. Morgan Stanley Research和PIMCO的估算。

2. 沙特阿拉伯和博茨瓦纳等一些国家并无正式的主权财富基金，政府货币管理局代政府各部门管理国外资产。

3. 2007年3月9日宣布将成立。可能于2007年底组建。

4. 从2008年2月起，石油稳定基金将分为追求不同政策目标的两个基金（稳定基金和国家福利基金）。

### 按政策目标分类

可按主要目标将主权财富基金分为以下几类：

- **平准基金**，是由蕴藏丰富自然资源的国家设立，用于防止预算和经济受到起伏不定的初级产品（通常是石油）的价格冲击。国家在有大量财政盈余的年份将资产注入基金，以备困难年份的需要。
- **储蓄基金**，是用于子孙后代分享财富。对自然资源丰富的国家而言，储蓄基金将稀缺资产转入多样化国际金融资产投资组合中，以造福子孙后代或用于追求其他长期目标（国际货币基金组织，2007c）。<sup>52</sup>
- **储蓄投资公司**，是作为单独实体设立的基金，用于降低储备持有成本或用于实行追求较高回报的投资政策。这类安排所涉及的资产往往仍被算做储备。
- **发展基金**，是用于调动资金，为重点社会经济项目（如基础设施项目）供资。
- **养老金储备基金**，是用于支付政府资产负债表上的养老金以及或有负债。<sup>53</sup>

政策目标还包括提高（初级产品）出口收入

和财政收入管理的透明度。实际上，主权财富基金往往有多项目标，有的目标还会逐渐变化。例如，一些国家设立用于稳定价格或储蓄的基金，但随着情况变化，基金的目标可能也会相应演变。自然资源出口国的情况尤其如此。最初设立平准基金是为了稳定财政收入或中和流入的外汇。随着基金资产不断增长并超越价格稳定所需的水平，国家当局可能会重审基金的目标和重新设计基金的结构，以拓宽基金的目标。这往往导致用途不一的几个资产档，或导致设立目标各异的单独基金。<sup>54</sup>

### 主权财富基金与战略资产管理

关于主权财富基金资产的配置和分布，通常需要考虑两项因素。一是关于基金今后现金流的积累和取用规则，二是基金的目标。这两项因素决定着战略资产配置，而战略资产配置则反映回报目标、风险容忍度以及已知的制约因素（如流动性需求和融资需求、投资期限以及法规要求等）。

主权财富基金可以根据本国面临的风险状况，通过其战略资产配置决策，持有与本国主要出口（如石油出口）呈负相关的资产，或抵

52. 见国际货币基金组织（2007c）。较新的石油基金主要用于平准目的，但由于近期油价上涨，储蓄目的被进一步重视，有的基金还加强了资产管理。

53. 发展基金甚至养老储备基金在某种程度上可被视为直接或间接与长期财政承诺挂钩的分项主权财富基金。

54. 不同类型安排的管理机构分为三大类。第一类和第二类管理机构是中央银行和（或）独立机构。第三类主权财富基金是现有的从事多种账户经营的、用途不一的专项基金。中央银行有时向主权财富基金划拨资金，有时基金将资金转交中央银行管理。



消今后进口的价格风险。不与具体责任挂钩的基金可以较专注于追求回报目标和确定可接受的风险水平。但对一些主权财富基金而言，尤其从综合资产和负债管理角度，用于吸纳过剩流动性的中和工具可能需要被视为负债。<sup>55</sup> 公共部门在其他领域积累的负债可能会影响主权财富基金的目标。<sup>56</sup> 养老储备基金等可能需要在战略资产配置框架下与已知负债挂钩，以便有明确可循的操作框架和透明的目标。

主权财富基金动用主权储备资产进行国内投资将造成宏观经济影响，尤其对发展中国家和新兴市场经济体而言。为进行国内投资，主权财富基金通常需要将其积累的一部分资产换成本币，这也许需要改变引致储备积累的经济政策。国内投资可能会刺激内需和引发通货膨胀。如果这些投资实际上是本应通过预算划拨的政府支出措施，还可能会引起财政核算、透明度和风险等问题。因此，主权财富基金往往不在国内进行投资。

不同类型的主权财富基金因追求的目标和所受的限制不同，可能会实行明显不同的资产配置战略。例如，平准基金的资产配置战略一般较保守，投资期较短，风险一回报程度较低，或者使用与基金所涵盖的风险呈负相关的（也许较长期的）其他工具。通常，这类基金的用意是防止预算受到贸易条件冲击和满足应急融资需要。因此，它们类似于储备管理，首要考虑是安全性和流动性，只有在满足这些要求后才会确定较高的风险一回报目标。

追求长期目标的主权财富基金（如储蓄基金）可能较易应付资产回报的短期波动。但储蓄基金和养老储备基金还追求资产实际保值，以保障基金的购买力。与明确的负债责任挂钩的养老储备基金通常遵循的资产配置基本战略则是维持养老储备基金的支付能力。

55. 因此，主权财富基金的回报已剔除向中和工具持有者支付的利息。同时，在确定主权财富基金投资战略时，将需考虑往往由发行本币债务导致的货币错配问题。

56. 如果主权财富基金的资产源于发行公债，那么，主权财富基金的资产积累可能并不影响公共部门的财富净值。

## 有待考虑的一些问题

主权财富基金持有国外资产引起了与其他国际市场参与者面临的类似问题，其中包括其在全球金融市场中的作用问题。

有一种观点是，主权财富基金增强市场流动性并有助于金融资产配置。持此种观点者认为，主权财富基金尤其是大型基金通常既拥有训练有素的内部工作人员，又可利用在国际上享有良好信誉的外部基金经理的专长，而且投资期限较长，所以足以应付短期波动。与期限较短的资产管理相比，这类基金的投资操作可能会抑制资产价格的变动和降低流动性风险酬金。

但有些人则认为，由于一些主权财富基金的公开信息有限、目标多重、体制结构和投资管理不够明确等因素，主权财富基金的资产管理活动及其对资本市场的影响较难评估。如果不增强公众问责制，基金也许会在蒙受损失后改变治理结构，这可能会导致大幅调整投资政策，进而加剧一些种类资产的市场波动。主权财富基金以及其他国营实体的公共所有权还引起了投资目的地国尤其为阻止某些类型外国直接投资而可能采取资本账户限制措施的问题。

随着主权财富基金的规模、数目和使用的增长，并且随着国内和国际公众对其关注程度的提高，主权财富基金在体制和操作层面可能面临若干挑战，其中包括：

- 确定目标以及制订和落实主权资产配置方案。公共投资基金操作的一项关键内容是，根据明确的投资政策进行良好的战略资产配置。随着新的事态发展，可能需要重估现有的目标和限制因素并依照重估结果调整总体风险容忍度。
- 体制安排，其中包括资金提取和积累规则。它们是政府与主权财富基金或中央银行之间的风险分担安排，用于确定在作出投资决定和承担后果方面的责任。<sup>57</sup>
- 问责安排，其中包括向公民报告财务状况的

57. 例如，就一些石油主权财富基金而言，往往很难确定资产究竟被计入了哪个机构的资产负债表。



责任、法律依据和内部治理结构。实际上，在公众对主权资产实施一定程度监督方面，从所披露信息的性质和及时性来看，主权财富基金向公众披露信息的程度相差很大。

主权财富基金可以根据一些相关倡议自愿提高透明度。<sup>58</sup> 有关倡议包括：国际货币基金组织的外汇储备管理指导准则、国际收支数据和国际投资头寸数据、协调的证券投资调查以及财政透明度良好做法准则等。还可遵循一些专门性倡议，例如石油数据联合倡议和资源行业透明度行动计划等。

## 参考文献

- Baddepudi, Rajeev, 2006, "Key Trends in Asian Hedge Funds," *The Hedge Fund Journal*, Issue 21 (October). Available via the Internet: <http://www.thehedgefundjournal.com/commentary/index.php?articleid=26332327>.
- Bell, Brian, and Peter Dattels, forthcoming, "The Global Financial Stability Map: Concepts and Construction," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Federal Reserve Board, 2007, "The 2007 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices" (Washington, July). Available via the Internet: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SloanSurvey/200708/default.htm>.
- Fender, Ingo, and Janet Mitchell, 2005, "Structured Finance: Complexity, Risk and the Use of Ratings," *Bank for International Settlements Quarterly Review* (June), pp. 67-79. Available via the Internet: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0506f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0506f.pdf).
- Financial Stability Forum, 2007, "Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions" (Basel: Bank for International Settlements, May 19). Available via the Internet: [http://www.fsforum.org/publications/HLI\\_Update-finalwithoutembargo19May07.pdf](http://www.fsforum.org/publications/HLI_Update-finalwithoutembargo19May07.pdf).
- Fitch Ratings, 2007a, "Subprime Worries? Financial Guarantors Exposure to Weaker RMBS Originator/Servicers," Special Report (March 14). Available via the Internet: [http://www.afgi.org/pdfs/SubprimeWorries\\_FG\\_3.14.07.pdf](http://www.afgi.org/pdfs/SubprimeWorries_FG_3.14.07.pdf).
- , 2007b, "Hedge Funds: The Credit Market's New Paradigm," Special Report (June 5). Available via the Internet: [http://www.fitchratings.com/corporate/reports/report\\_frame.cfm?rpt\\_id=299928](http://www.fitchratings.com/corporate/reports/report_frame.cfm?rpt_id=299928).
- 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.
- International Monetary Fund (IMF), 2005, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April). Available via the Internet: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2005/01/index.htm>.
- , 2006, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April). Available via the Internet: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2006/01/index.htm>.
- , 2007a, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April). Available via the Internet: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/01/index.htm>.
- , 2007b, *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, October).
- , 2007c, "The Role of Fiscal Institutions in Managing the Oil Revenue Boom," IMF Policy Paper (Washington, March 5), SM/07/88. Available via the Internet: <http://www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/030507.pdf>.
- Irvine, Steven, 2007, "Why 'Syndicated Investing' Is the New Big Thing," *Finance Asia.com* (May 8).
- Kealhofer, Stephen, 2003, "Quantifying Credit Risk I: Default Prediction," *Financial Analysts Journal*, Vol. 59 (January/February), pp. 30-44.
- Laurelli, Peter, 2007, "Hedge Fund Industry Asset Flows and Trends," Hedge Fund Asset Flows & Trends Report No. 11 (New York: Channel Capital Group, Inc.). Available via the Internet: <http://www.ialternatives.com/AIN/fundflows/sample.pdf>.
- Moody's, 2007, "U.S. Subprime Market Crisis: Limited Impact on Asian Banks Due to Small Exposures," Special Comment (August). Available via the Internet: <http://www.moody.com/moodys/cust/research/MDCdocs/02/200680000444201.pdf>.
- Ryback, William, 2007, "Hedge Funds in Emerging Markets," *Banque de France Financial Stability Review*, Special Issue on Hedge Funds, No. 10 (April).
- Standard & Poor's, 2007a, "U.S. Bond Insurers Withstand Subprime Stress," *RatingsDirect* (August 2). Available via the Internet: <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.article/3,1,1,0,1148446441747.html>.
- , 2007b, "U.S. Subprime Impact Limited on Rated Asia-Pacific Banks and Insurers," *RatingsDirect* (August 3). Available via the Internet: <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.article/3,1,1,0,1148446442262.html>.
- Violi, Roberto, 2004, "Credit Ratings Transition in Structured Finance" (Basel, Switzerland: Bank for International Settlements, Committee on the Global Financial System Working Group on Ratings in Structured Finance, December). Available via the Internet: <http://www.bis.org/publ/cgfs23violi.pdf>.

58. 国际货币基金组织在收到国家的具体请求后或作为技术合作工作的一部分，就如何建立主权财富基金或如何以其他方式使用储备问题提供进一步的建议。

本章评估市场风险管理技术是如何促进近年来的有利的金融环境的，以及各公司为应对类似的市场风险体系而采取的看似谨慎的行为是否会在市场面临压力的情况下增加波动性。根据各项模拟和观察到的风险管理的做法，我们有理由相信，可能是这种情况。模拟结果显示，采用多种不同风险模型比单一模型在面临压力的情况下更能发挥稳定作用。然而，由于存在具有不同投资期限和风险偏好的各类金融机构，有余地在价格过高和发生减价出售时建立抵消头寸，也许更为重要。

从2002年到2007年初，全球经济和金融市场的波动性降低体现在市场风险指标下降，这鼓励公司承担更大风险，从而提高了市场流动性，导致波动性进一步降低（见图2.1）。相反，在更加冒险的环境下，如果发生冲击，将导致这种有利的环境迅速恶化，因为减少高风险头寸会导致波动性和资产相关性增大，市场流动性降低，承担风险的程度进一步缩小。<sup>1</sup> 随着类似的市场风险测量技术扩展到更多机构，产生了这样一个问题，鉴于过去和当前的压力事件表明许多金融机构通过遵循风险管理系统的基本原则而做出反应（出售风险资产，要求更高质量的抵押品，以及提高保证金要求等），强化行为的可能性是否增大。<sup>2</sup>

当然，在过去十年里，金融机构的风险管理技术显著改善，得到了更广泛的运用，加上专门工具的使用，促进了市场波动性的降低和动荡程度的减轻。金融机构越来越通盘考虑风险，并采

用更好的风险管理做法。这包括改善对按各种指标衡量的各类风险的内外报告，改善决策结构，以及董事会在更大程度上参与决定公司的风险偏好和监督风险管理政策。另外，运用更加精确的风险模型使公司对风险更加敏感，更加意识到风险的存在，这是抵御系统性问题的第一道防线。

目前，银行和许多对冲基金几乎普遍使用风险价值（VaR）方法来衡量市场风险。简单地说，风险价值测量的是，在特定置信水平下，一个机构在给定期限内不太可能超出的预期损失。风险价值通常由其他工具提供补充。风险管理者说，他们不（今后也不会）对任何一个风险模型发出的信号作出机械反应。然而，多数市场参与者保持头寸限制，其中一些与本章讨论的指标有关，这些做法和类似的缓解风险技术可能增强公司在面临价格压力和流动性紧张的情况下关闭头寸的自然倾向。

本章特别侧重于讨论风险价值，不仅是因为它已成为银行最普遍使用的市场风险管理指标，而且因为它是其他风险管理技术的原型——既影响风险价值的因素也驱动其他风险指标。此外，风险价值构成若干风险控制（如头寸限制和保证金要求）以及监管性市场风险资本的基础，具有很多与银行经济风险资本（ERC）模型相同的特

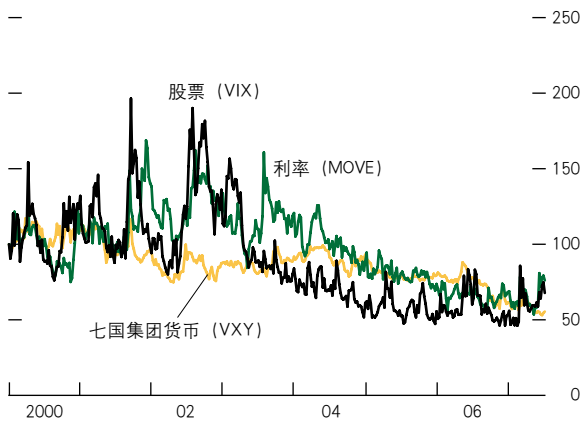
注：本章由 John Kiff、Laura Kodres、Ulrich Klueh 和 Paul Mills 撰写，在风险模型方面得到 Jon Danielsson 的协助。Yoon Sook Kim 提供了研究支持。

1. 对这一可能性的早期表述，见 Persaud (2000年、2003年)。

2. 本章主要侧重于大型投资和商业银行交易账户的市场风险。持有交易账户头寸的目的是从交易费或短期价格变化中获利。银行在其银行业务账户中承担信用风险和利率风险（市场风险的一部分），银行在这类业务中的意图是持有头寸一年以上。对于许多商业银行，这可能是它们面临风险最大的领域。本章后面将讨论不同类风险的加总问题。

图2.1. 隐含波动性指数

(2000年1月=100)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据。

注：VIX是芝加哥期权交易所S&P波动性指数。MOVE是Merrill Lynch期权波动性估计指数。JPMorganVXY指数衡量七国集团一篮子货币的波动性。

征。<sup>3</sup> 在显示有利环境下和出现压力时，风险价值指标的变化，应说明其他风险管理指标给银行和对冲基金发出的信号。例如，其他方法也具有标准化风险价值技术的特征（后视性和对尾部事件的处理），如果使用这些方法，也可能导致波动性扩大。

本章第一部分介绍风险价值模拟结果，目的在于表明，即使按不同组参数计算，风险价值指标在波动性低和出现压力时有类似的反应。这意味着，风险管理系统可能导致市场参与者的类似反应。随后介绍了一种新的分析，即一组公司根据基于风险价值的风险判断来调整其资产持有。其反应的总体影响表明，在压力期间，模型可能增强市场价格的变化。

本章第二部分研究在压力期间，可以在多大程度上遵照市场风险指标，以及它们可能如何扩大市场压力。鉴于模拟结果只是示意性的，市场风险模型与公司行为之间的联系是理解波动性放大和从众行为的关键。<sup>4</sup> 令人放心的是，多数风险管理者了解其模型的缺点，并相信他们在压力期间能够对其承担风险的状况作出独立的评估。然而，一些公司的风险管理系统不太完善，可能会比较僵硬地理解其模型。

为防止因对风险模型信号作出机械反应而放大冲击，除了应具有多种风险模型外，更重要的一点似乎是，金融机构持有不一样的基础头寸，或其他市场参与者在压力期间能够以充足资本参与进来，承担高风险头寸。对冲基金是这类机构的一种，它们更灵活地运用市场风险模型，并且头寸限制的约束性较小。其他机构（如养老基金和保险公司）尽管不是本章的重点，但它们也有不同的投资期限和战略，这可能使它们能够安全渡过压力时期而不加剧混乱（国际货币基金组

3. 经济风险资本模型衡量的是在长期内吸收极端不可能事件带来的损失所需的资本。例如，典型的经济风险资本模型使用最高99.97%的置信区间（风险价值模型使用95%–99%的置信区间）以及最长一年的期限（风险价值模型为1–10天）。经济风险资本模型的计算不仅考虑市场风险，而且考虑信用风险和操作风险，并且可能考虑流动性风险、法律风险和信誉风险。

4. 在金融市场上，当市场参与者根据他人的短期行动，而非根据基本特征作出投资决定时，从众效应就产生了。



织，2004)。

本章对市场风险管理技术和模型的研究得出了三项重要的政策含义：

- 在继续提高市场风险管理总体质量的同时，监管者和其他决策者需要承认和鼓励采用能够反映公司特定业务和风险状况，并能通过相关压力情景进行检验的风险管理方法。
- 金融机构可以更加透明，让投资者和交易对手方了解其市场风险管理系统在压力环境下如何作出反应以及如何得到管理，而不是仅仅报告某个风险指标（如风险价值）的有关方面。
- 决策者应认识到，具有不同投资战略和期限以及不同风险管理系统的多样化的市场参与者更可能有利于市场稳定。

为帮助缓解在出现系统性压力期间对市场风险模型（或风险限制）的类似反应可能引起的集体行动问题，更多的金融机构必须事先意识到这种情况可能发生，并为此做好准备，从而在发生这种情况时能够更灵活地作出反应。

## 风险价值和其他风险管理技术

尽管典型的市場风险管理框架使用一组复杂的技术，但风险价值指标是多数金融机构现有做法的核心。主要金融机构在 20 世纪 80 年代后期首次使用风险价值方法。JP Morgan 在 1994 年以 RiskMetrics™ 的形式公布了其风险价值方法，使其成为主流做法。从那以后，它成为多数金融机构衡量市场风险的主要量化指标，特别是对于固定收益、股权和外汇头寸，并且，是 1996 年对巴塞尔协议作出市场风险修改的基础（国际清算银行，1996）。风险价值是衡量一个公司不同时期各种资产组合的有用的标准化尺度，其基本概念已被扩展到更近期的经济风险资本指标中（见专栏 2.1）。

从技术上讲，风险价值测量的是，在特定置信水平下，一个机构在给定期间内不太可能超出预期损失。它是以公司账户的货币单位或资产价值表示的。例如，如果某家公司一天的风险价

值为 1000 万美元，置信水平是 95%，这意味着，在 100 个交易日中，预期有 5 个交易日的损失为 1000 万美元或更高。所选择的时间期限通常从 1 天到 10 天不等，取决于估计要用多长时间对头寸或资产进行清盘或对冲。统计置信水平通常定在 95% 至 99%——置信水平越高，指标越谨慎。巴塞尔新资本协议规定，从建立银行监管性市场风险资本的目的出发，10 天期限使用 99%（单尾）的置信区间。<sup>5</sup>

在计算风险价值时，需要两个要素，一是金融工具（资产）的一组头寸，二是其预期收益（或价格变化）。通常认为，头寸在被考虑的时间期限（如 1 天或 10 天）内是固定不变的，因此，重要的假设涉及预期价格变化的分布。不同的假设产生不同的风险价值测量值（下面使用的两种测量方法，见专栏 2.2）。

风险价值最适合测量典型市场状况下的资产风险。并且与多数统计模型一样，风险价值关于未来价格变化的假设是从近期实际变化中得出的，与其他模型具有类似的缺陷（见专栏 2.1）。可以通过压力测试评估不典型事件可能对资产造成的影响（国际清算银行，2005），包括情景分析或敏感性分析。<sup>6</sup> 情景分析通常利用历史上的压力事件（例如，1987 年的股市崩溃，1997 年的亚洲危机，或技术股票泡沫的破裂），估计如果再次出现类似情况，现有资产的最大损失和（或）风险价值。敏感性分析是对相关金融工具的标准化的大幅变动的的影响进行量化，从而确定对假设极端事件的脆弱性。

5. 协议还规定，概率计算的统计输入量（市场价值波动性和相关性）应基于至少一年的损益数据——如果计算时间较短，银行必须根据“时间平方根法则”按比例换算成 10 天。例如，1 天 1 亿美元的风险价值应换算成 10 天 3.16 亿美元的风险价值，方法是乘以 10 的平方根（3.16）。对这一换算法则的批评，见 Danielsson 和 Zigrand (2006)。

6. 当国际货币基金组织对一个成员国的金融体系开展“金融部门评估规划”时，该国当局与国际货币基金组织联合进行压力测试。但这与银行通常的情景或敏感性分析不同，因为它测试一国中期内对宏观经济或整个体系范围内的冲击的脆弱性，而不是针对市场价格的短期极端变化进行测试。

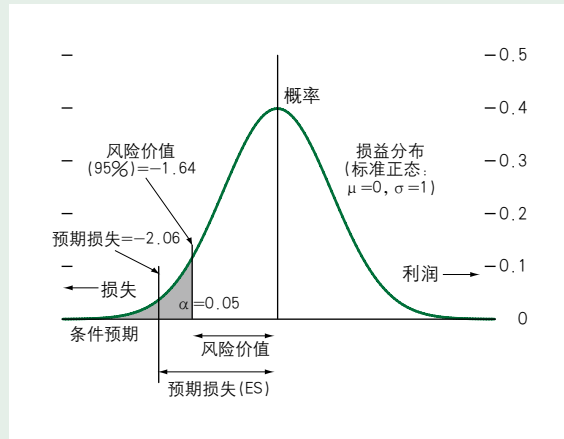
### 专栏 2.1. 对基于风险价值的风险管理模型的批评和替代方法

尽管风险价值是多数市场风险管理系统的基礎，但它受到了批评，理由是它没有反映损益分布尾部的潜在大额收益或损失。这容易导致人们开展大量工作分析更极端可能的结果。

预期损失衡量的是损失超过风险价值情况下将发生的损失，被认为是一种能够克服这种批评的替代方法（Artzner 等人，1999）。在特定置信水平  $\alpha$  上的风险价值被定义为在概率  $p = (1 - \alpha)$  情况下预期发生的最大损失，而预期损失是在损失超过风险价值的情况下对损失的条件期望。Liang 和 Park (2007) 发现，预期损失能更好地解释对冲基金的收益，因为它们更可能出现损益分布的尾部情况。<sup>1</sup>

风险价值可能也不适合于具有“厚”或“超厚”尾部的损益分布——资产组合含有这样一些资产，它们的价格在多数时间里几乎不发生变化，但偶尔会突然大幅上涨，如极少发生违约的贷款和一些期权头寸（Danielsson 等人，2006）。因此，多数学术文章侧重于通过使用更适当的分布假设和极值理论来改善风险价值。Bams、Lehnert 和 Wolff (2005) 根据更标准的技术对若干这些方法进行了评估。然而，其结论表明，更复杂的尾部模型往往使风

1. Lo (2001) 介绍了风险价值不适合作为对冲基金风险指标的其他原因。



险价值的估计具有更大的不确定性，因为基础尾部观测值太少，难以精确估计。<sup>2</sup>

总体来说，这些其他测量技术尚未在金融机构得到广泛运用。许多公司认识到，风险价值不能充分反映极端波动和市场丧失流动性的情况，但替代方法通常对数据的要求更高，难以通过回测来核实，并且难以向高级管理人员解释。因此，金融机构往往以更直接的压力测试来补充风险价值指标，以评估尾部事件的影响。

2. 欧洲中央银行 (2007) 更详细地分析了风险价值的替代方法，Bervas (2006) 总结了在包含流动性风险的风险价值指标上开展的近期工作。

## 在程式化市场风险管理框架下评估放大影响<sup>7</sup>

### 分析框架

本节有两个目的：首先，分析两类环境下（近期波动性降低以及假设的压力期间）不同资产风

7. 这部分的讨论总结了风险价值模拟研究的方法和结果。Danielsson、Klueh 和 Zigrand 的一份即将发表的文章提供了更全面的描述和分析。

险价值指标的行为和表现；其次，研究基于风险价值的风险管理程序是否有可能对价格走势产生不稳定影响。为此，风险价值类型的指标与交易行为需要至少在一定程度上产生机械的联系，这是通过以风险价值为基础制定的交易限额、保证金要求和资本监管或者行为渠道实现的。此外，各机构的风险指标需要足够类似，从而产生更相关的行为。最后，风险价值指标需要对具有相关性的行为产生的市场走势作出反应，以生成反馈机制。



## 专栏 2.2. 构建风险价值指标的基本原理

在所报告的模拟研究中，考虑两种构建风险价值指标的方法：指数加权移动平均和历史模拟。在每种方法中，各项资产在资产组合中的比例固定，价格变化（收益）的方差及各资产价格变化的协方差采用不同假设。

指数加权移动平均：该方法假设每种资产的价格变化（收益）可以由随时间变化的方差来表示。每日更新方差，使用昨日估计方差和昨日资产收益平方的加权平均值：

$$h_t = \lambda h_{t-1} + (1-\lambda) r_{t-1}^2,$$

其中， $h_t$  是  $t$  时点的资产方差， $r_{t-1}$  是  $t-1$  时点的收益。计算初始方差  $h_0$  时，使用样本的早期部分（如头 30 天）。权重（ $\lambda$ ）通常在 0.86 和 0.98 之间，近期的估计方差具有较高权重。运用类似的方法确定资产组合中每两种资产之间协方差的权重。使用这些方差和协方差以及资产组合比例，来计算资产组合的价值

和方差。这种条件方差加上正态性假设用于计算次日的风险价值估计值。通常采用第 95 或 99 百分位数的正态分布。

历史模拟：第二种方法假设资产组合中的某项资产在过去一段时间（如过去 300 天）的价格变化历史能够很好地反映未来的价格变化。随后，将这些价格变化运用于资产组合的头寸，以得出可能的资产组合结果的范围（或分布）。根据这一分布，第 95 或 99 百分位数确定风险价值，计算方法是将最小的 15 个观测值从历史样本中取出（对于样本规模为 300 天的第 95 百分位风险价值）。历史数据“窗口”随时间推移而移动，从而在近期使用。需要足够长的时间段，以使第 95 百分位数（或其他百分位数）与整数点的数据观测值相对应，并至少还具有几个其他尾部观测值，以降低统计的不确定性。

第一项研究通过分析两种截然不同的情景，衡量风险价值指标对市场环境波动性变化的敏感性：<sup>8</sup>

- 过去几年许多金融资产波动性降低。波动性降低在多大程度上导致了未发生变化的资产的风险价值下降？不同资产是否具有类似的调整路径？对不同风险价值技术的选择如何影响结果？
- 金融市场出现困难，波动性和相关性急剧大幅上升。在持续困境下出现的调整路径和清盘压力是怎样的？这些走势如何受到抽样期间和其他假设的影响？

这项研究利用三项资产，它们类似于投资银行自营交易部可能建立的程式化头寸。<sup>9</sup>

- 具有各类资产的广义资产组合，包括几个国家成熟市场股票、新兴市场股票、10 年期

固定收益证券的多头头寸、对商品价格波动的暴露，以及外币和两年期利率掉期多头头寸；

- 在较大程度上暴露于新兴市场风险的资产组合，以亚洲和拉丁美洲地区为重点；<sup>10</sup>
- 在较大程度上暴露于风险较高的成熟市场工具（特别是股票和高收益债务工具）的资产组合。

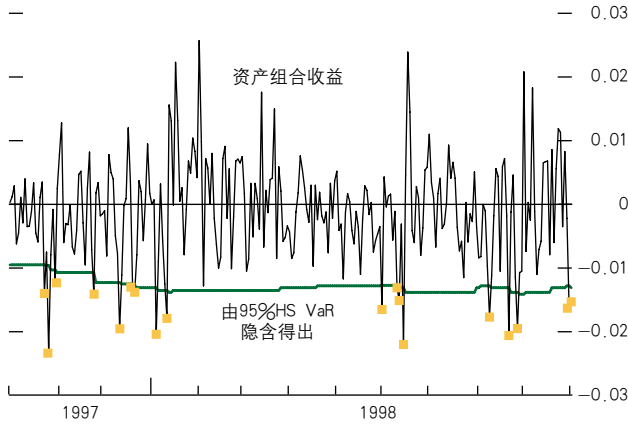
一个资产组合的风险价值反映了每天的损益（这里以美元计值），意味着对于每项非美元资产，必须将货币增加为一项额外资产。每个资产组合的价值固定在 1000 美元。对风险价值方法的两种选择受以下两个因素的指导，一是行业实际做法，二是需要充分区别不同方法，以便作出有意义的比较（见专栏 2.2）。

8. 这第一项研究以英格兰银行（2007）采用的方法为基础。

9. 资产组合不涉及期权或具有非线性收益的其他头寸。

10. 选择这些地区代表新兴市场。在数据期间内（包括亚洲危机和长期资本管理公司危机），投资银行和对冲基金对新兴市场的暴露程度最大。

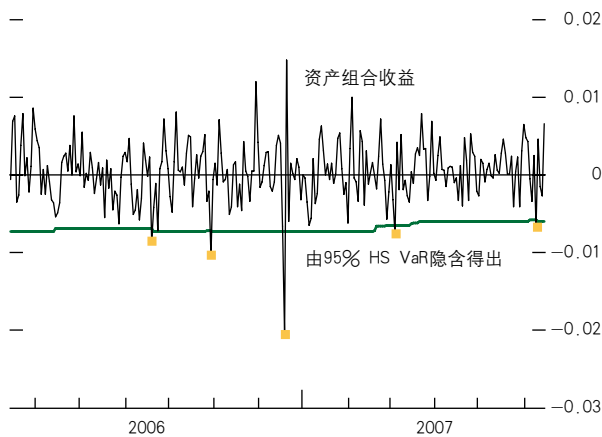
图2.2. 回测结果：广义资产组合，1997年10月至1998年10月



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：HS VaR是指风险价值的历史模拟。黄色方块表示超出风险价值的情况。

图2.3. 回测结果：广义资产组合，2006年6月至2007年6月



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：HS VaR是指风险价值的历史模拟。黄色方块表示超出风险价值的情况。

- 历史模拟方法假设近期的价格变化将代表未来的变化。它使用过去 400 天的实际损益观测值来估计未来一天损益分布的理论分位数。
- 指数加权移动平均方法将指数式下降权重运用于资产收益的方差和协方差。加权参数  $\lambda$  的值越高，意味着对给定冲击的反应越持续。这里将  $\lambda$  定为 0.94，这是 RiskMetrics™ 方法产生的标准市场做法（JP Morgan, 1993）。随后使用协方差矩阵加上条件正态性假设，计算未来一天的风险价值预测值。若干验证程序（称为“回测”）证实，所估计的风险价值的例外损失的数目基本上与模型预想的构建结构相一致。例如，在 95% 的置信水平上，损失超过一天风险价值的情况应当是每 100 天约有 5 天发生。

### 波动性下降期间公司层面的风险价值

尽管近年来许多资产类别的波动性确实在下降，但有趣的是看这种下降如何转化为更低的风险价值估计值，以及所观察到的风险价值调整路径如何取决于实际估计方法。回测分析显示了历史资产波动性的下降如何影响风险价值例外情况的数目。运用历史模拟方法和广义资产组合中各种资产的不变比例，1997–1998 年动荡期间出现了众多例外情况（见图 2.2），近期较平稳期间的例外情况极少（见图 2.3）。

对于所有资产组合，历史模拟（见图 2.4 的上图）和指数加权移动平均（见图 2.4 的下图）两种方法都显示风险价值下降。另外值得注意的是，新兴市场资产组合的风险价值目前类似于成熟市场资产组合 20 世纪 90 年代后期的水平。风险价值的主要趋势以类似的方式重现，并且近年来的估计值显著趋同，尽管资产组合和方法显著不同，这反映了许多资产类别的波动性趋同，部分原因是经济波动性（根本波动性）下降。<sup>11</sup>

11. 在这方面，该分析假设头寸规模不变。一个实际资产组合或机构的风险价值下降可能反映了波动性下降、暴露程度下降和（或）多样性提高。

因此，看风险价值的后视性如何能够导致转折点的显著不同结果是很有趣的。图 2.5 显示，在波动性持续下降期间，历史模拟方法的具有相同权重的历史每日价格可能产生更高的风险价值。同时，历史模拟方法有时产生阶梯式或非常急剧的变化。

### 压力期间公司层面的风险价值

这里所作分析的目的在于说明金融动荡期间风险价值的变化。为了强调风险价值估计，运用两种不同的方法。第一种方法是基于对特定压力事件期间收益分布的估计，假设收益是正态或尾部  $t$  分布。另一种方法通过区分波动性和资产相关性的影响而分析压力事件对风险价值的影响。

图 2.6 使用 1997 年亚洲危机的数据，给出了新兴市场资产组合在面临压力情况下的风险价值的估计值。它将基线期间（1999 年 1 月至 2007 年 6 月）的风险价值与压力期间（1997 年 10 月至 12 月）的风险价值相比较，使用关于损益基础分布的其他假设。结果显示对压力事件的高度敏感性，资产组合的风险价值至少增加一倍。为了判断风险价值对资产相关性相端变化的敏感性，我们计算了资产组合在假设情景下的风险价值。根据这一假设情景，波动性显著增加（75%），并且资产相关性极度上升（78%）。<sup>12</sup> 同样，资产组合的风险价值增加了一倍多，因为随着资产相关性的增加，多样化效应降低。

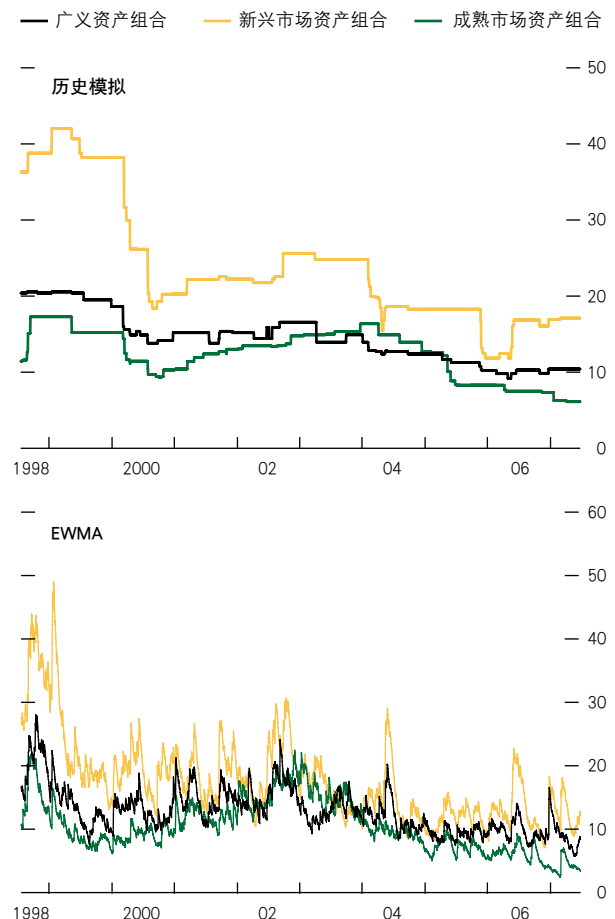
图 2.7 显示，对于 1998 年俄罗斯危机，在资产相关性上升到极端水平情况下的风险价值估计值。这一估计扩展到广泛的资产类别和更持续的期间。在这一分析中，这种情景的放大效果非常显著， $t$  分布的风险价值相对于基线情景增加了近三倍。

该分析的一个缺点是压力期间和非压力期间

12. 风险价值的一个优点是能够考虑资产组合中不同资产的相关性，这使风险降低（“多样化效应”）。从形式上，衡量这种效应的方法是单个组成部分的风险价值之和减去资产组合的风险价值。注意，在图 2.6 和图 2.7 中，所观测到的压力情景下的风险价值的多样化效应仍然显著，这是因为资产组合具有非常多样化的资产类别。

图2.4. 波动性下降期间的风险价值

(美元；1998年7月17日至2007年6月21日)

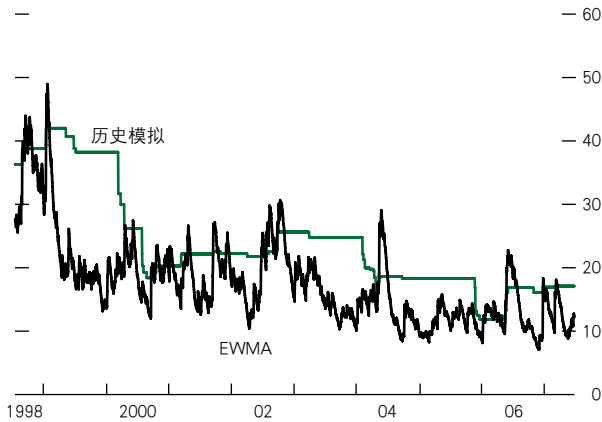


资料来源：Bloomberg L.P.的数据和国际货币基金组织工作人员的估计。

注：VaR=风险价值；EWMA=指数加权移动平均。历史模拟的窗口长度是400天，指数加权移动平均的修匀常数为0.94。图中显示的是价值为1000美元的资产组合的风险价值。

图2.5. 风险价值：历史模拟与EWMA

(美元，1998年7月17日至2007年6月21日)

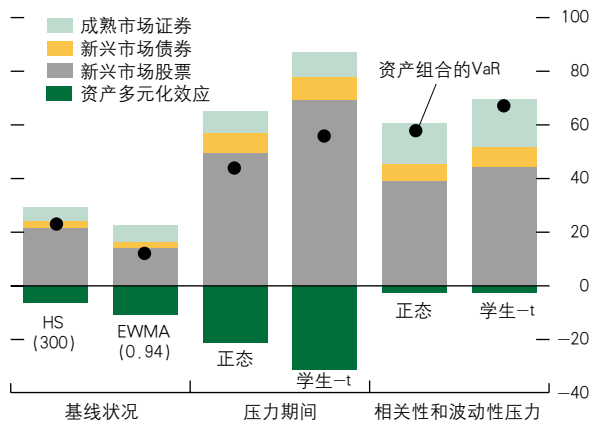


资料来源：Bloomberg L.P.的数据和国际货币基金组织工作人员的估计。

注：VaR=风险价值；EWMA=指数加权移动平均。历史模拟的窗口长度为400天，指数加权移动平均的修匀常数为0.94。图中显示的是价值为1000美元的资产组合的风险价值。

图2.6. 亚洲危机：99%置信水平上的受压风险价值估计

(美元)



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：VaR=风险价值；HS=历史模拟；EWMA=指数加权移动平均。基线状况是指1999年1月1日至2007年6月21日期间，压力期间是从1997年10月1日至1998年1月1日。图中显示的是价值为1000美元的资产组合的风险价值。右边的条形显示，相对于基线情景，各类资产之间的相关性增加78%、波动性增加76%时的风险价值。

的风险价值基于不同的估计方法。具体而言，基线期间运用历史模拟和指数加权移动平均的方法，而另两项分析则通过压力期间的损益数据估计正态和  $t$  分布，并计算下尾第 99 百分位的风险价值。最后，我们将压力期间的数据加到非压力数据组的末尾。例如，有人可能有兴趣了解，如果现在再次发生俄罗斯危机，今天的风险价值将如何变化。因此，我们可以分析，在出现极端冲击的情况下，不同风险指标的动态反应。

图 2.8 显示波动性和相关性在更近期显著增加的影响，从而考虑到当前风险价值包含的波动性极低这样一个情况。数据显示，指数加权移动平均一开始就反映了更加不稳定的环境，而历史模拟在大部分时间都保持不变。然而，在接近观测期结束出现更极端的变动时，用历史模拟方法计算的风险价值大幅上升，用指数加权移动平均方法计算的风险价值的上升幅度类似。两种衡量方法虽然基于不同的估计战略，但同时出现数值大幅上升，这一事实说明，使用不同的风险价值估计技术不一定意味着市场压力不会产生统一的结果。

### 当许多公司使用风险价值指标时

我们已经分析了单个公司层面的风险价值指标，现在建立一个新的程式化模型，分析采用基于风险价值技术的不同机构之间的互动。这项分析有两个目的。

首先，模型说明，机械地运用风险管理系统如何可能导致过大幅度的价格变动和反馈效应。该分析运用一个模型得出各机构对特定资产的需求，采用的是标准资产组合选择模型（均值一方差优化法），并规定特定的风险偏好。各机构还力图根据预期风险保持一定水平的资本金。价格冲击改变其风险价值，从而改变其希望持有的资产组合（包括与其希望保持的资本水平相挂钩的无风险证券）。对风险资产和无风险资产需求的变化导致市场价格的变化，并反馈到风险价值上。

其次，该模型能够考虑风险价值模型异质性的影响。为此，考虑两种情况。一种情况是所有



积极从事交易的机构都使用相同的方法，另一种情况是市场不同部分使用不同的模型。

该模型是这样构建的。一家金融机构每天将其实际资本水平与其希望保持的水平进行比较。它希望保持的资本水平是其必需资本（以该金融机构风险价值的一定倍数表示）加上缓冲资本。于是，这将一家机构的风险价值与其对风险资产和资本的需求直接挂钩。<sup>13</sup> 波动性下降导致的风险价值降低能够腾出资金，使该机构能够增加其持有的风险资产。相反，风险价值上升意味着，资本金相对于目标水平不足，促使该机构将风险资产转换为安全资产。由于假设该机构是重要的市场参与者，因此，在正常市场条件下，相比平均规模的参与者，该机构的交易决策将在更大程度上改变价格。

基本原理是，对收益协方差矩阵的不利冲击（收益绝对相关性增大）导致风险价值上升，从而使目标资本水平提高，促使一家机构出售风险资产。在其他机构没有至少相同幅度增加其持有量的情况下，又导致风险资产供给过剩，意味着风险资产的价格将下跌，以使市场出清。因此，该机构重新调整其资产组合的行动进一步产生价格压力。在模型中，这种价格变化还导致相关性增大，因为各机构同时出售不同类型的资产。这种影响又反馈到经修正的风险价值和资产组合的重新调整中。

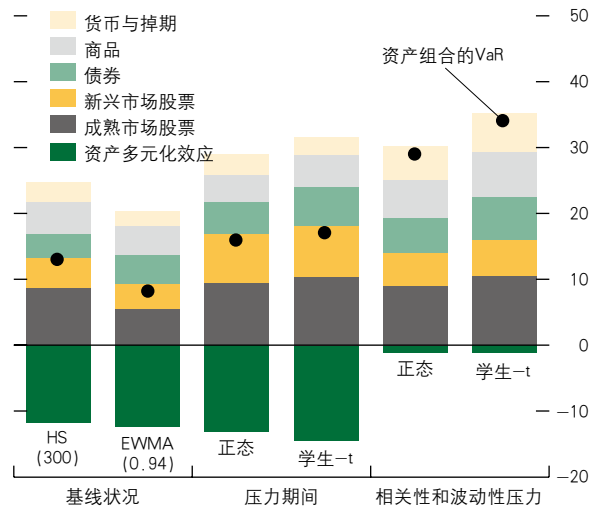
## 结果

根据三种不同的情况区分上述活动的影响（使用广义资产组合）：第一种是所有机构采用历史模拟方法，第二种是所有机构采用指数加权移动平均方法，第三种是按相同比例采用两种方法。主要重点是压力期间的价格走势。为此，从整个抽样期间抽出 1998 年 8 月的数据，为分析提供基线。

除了风险价值技术的参数化（对历史模拟方法的窗口规模和指数加权移动平均方法的修匀常

13. 模型使用的倍数（3）与巴塞尔市场风险框架相同，该框架规定监督资本是风险价值的三倍。

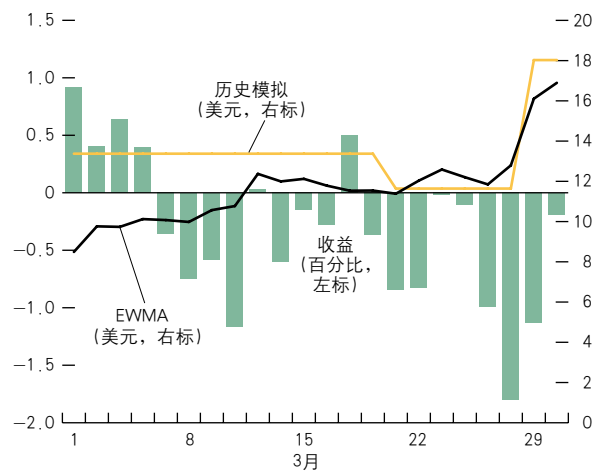
图2.7. 1998年8月：99%置信水平上的风险价值估计 (美元)



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：VaR=风险价值；HS=历史模拟；EWMA=指数加权移动平均。基线状况是指1999年1月1日至2007年6月21日期间，压力期间是从1998年7月10日至8月10日。图中显示的是价值为1000美元的资产组合的风险价值。右边的条形显示，相对于基线情景，各类资产之间的相关性增加80%、波动性增加95%时的风险价值。

图2.8. 长期资本管理公司的情景：EWMA与历史模拟，2007年3月 (风险价值)



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：EWMA=指数加权移动平均。历史模拟的窗口长度为400天，指数加权移动平均的修匀常数为0.94。图中显示的是价值为1000美元的资产组合的风险价值。对于历史模拟和指数加权移动平均，长期资本管理公司2007年3月的情景计算的是第99百分位数的风险价值。



表2.1. 交互模型中部分资产类别之间的相关系数

	S&P 500	FTSE 100	10年期美国国债	EMBI全球指数
基线结果				
S&P 500	1.00	0.34	0.35	-0.25
FTSE 100		1.00	-0.14	-0.06
10年期美国国债			1.00	0.22
EMBI全球指数				1.00
所有实体使用EWMA				
S&P 500	1.00	0.79	-0.02	0.05
FTSE 100		1.00	-0.26	0.12
10年期美国国债			1.00	0.16
EMBI全球指数				1.00
所有实体使用HS				
S&P 500	1.00	0.79	0.19	0.14
FTSE 100		1.00	-0.07	0.20
10年期美国国债			1.00	0.22
EMBI全球指数				1.00
以相同比例使用EWMA和HS				
S&P 500	1.00	0.45	0.20	-0.26
FTSE 100		1.00	-0.22	-0.07
10年期美国国债			1.00	0.21
EMBI全球指数				1.00

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：EWMA=指数加权移动平均；HS=历史模拟。

数的选择)，有必要确定该机构的风险容忍度以及该机构对市场价格的影响程度。在其他条件相同的情况下，如果风险容忍度很低，该机构就会在刚出现不确定性时退出市场；如果风险容忍度很高，该机构总会寻求增加风险。同样，如果该机构的价格影响力很小，则它不影响价格；如果其价格影响力很大，则其交易会主导价格变动。其他参数值可以产生两种情况，一种是多个机构之间没有互动；另一种是出现产生不稳定影响的行为。参数值的选择反映了从实际使用者获得的信息和行业做法。

模型结论可以总结如下：

- 对于收益的协方差结构和波动性，相对于历史基线而言，各机构采用同样的风险模型会产生不稳定的影响。相反，如果各机构使用不同的模型，稳定性会更高。可以从图 2.9 显示的一种特定资产的价格情况看出，在一些机构采用指数加权移动平均方法、其他机构采用历史模拟技术的情况下，与历史数据序列的偏离可以忽略不计。相反，对于所有机构都采用历史模拟方法的模型，在波动性

超过某一水平的情况下，出现了显著不同的出售和购买格局。

- 模型显示，相对于历史基线，各机构根据其使用的不同风险价值模型而采取的行动如何影响收益的相关性结构（见表 2.1）。风险资产（S&P500 和 FTSE100 指数）之间的正相关性显著增加，而这组资产与安全资产（10 年期美国国债）之间的相关性普遍下降，因为“弃劣从优”效应强化。
- 波动性相对于基线情况倾向于上升，但如果以相同比例采用两种风险价值方法，上升幅度就很小（见图 2.10）。如果只使用一种风险价值方法，风险资产的波动性会显著增大。
- 较低水平的风险容忍度意味着较强的不稳定趋势。在两个机构采用相同风险模型的情况下，这种影响尤其显著。

总体而言，两个模拟模型的结果显示，在基于风险价值的系统下，有可能产生自我强化的机制。各公司互动的模型显示，风险价值指标的多样性有助于降低资产的波动性。

## 银行和对冲基金市场风险管理做法的发展

本节考察市场风险测量和管理做法，它们来自公开文件以及工作人员与商业银行、投资银行、对冲基金和评级机构人员的讨论。

### 风险偏好和治理

积极参与金融市场的投资银行和商业银行明确认识到，它们的业务就是在了解信息的情况下承担风险。为了确定风险偏好，董事会通常在风险价值或经济风险资本框架下定期审议公司的风险承担状况，而接受业务单位管理者提出的风险资本要求（或风险预算）反映了他们看到的机会。

目前，风险管理者越来越多地参与评估业务单位在承担风险方面的提议。十年前，风险管理被视为合规检查职能，对交易员施加风险限制。风险管理者目前越来越适当地将自身视为与交易员处于同等地位，致力于促进和控制有利可图的风险承担行为。他们往往将其主要目标明确表达为，确保不出现董事会风险容忍度以外的“意外”损益，并确保在出现机会时交易员有能力承担风险。

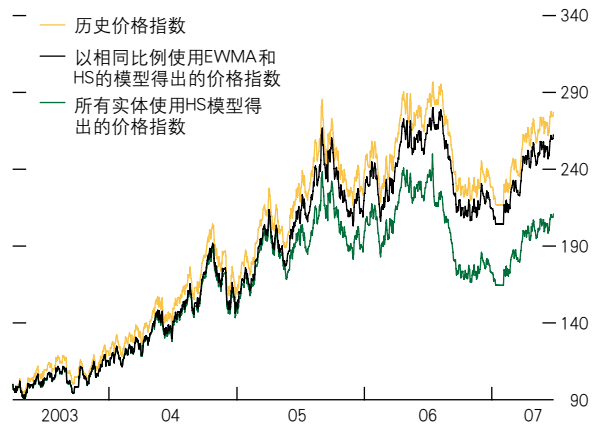
对冲基金的风险偏好和管理文化主要来自它如何向投资者推销自己，即它所希望实现的风险收益权衡关系以及相应的战略，这在最初的要约文件和定期报告中有明确说明。整体而言，对冲基金往往更灵活地看待其风险偏好，一些对冲基金有意利用波动或不稳定的状况。由于缺乏对这些基金的直接监管，因此，它们的方法相对自由。

相比受监管的机构，对冲基金风险管理者与交易员的合作似乎更加密切。他们根据市场机会调整风险承担状况，如果不存在盈利机会，则会强化不入市的纪律（Bookstaber, 2007）。如果基金采用纯数量战略，风险控制往往是战略选择和实施过程的组成部分。

### 风险测量与分析

所有主要投资银行目前都使用风险价值作为

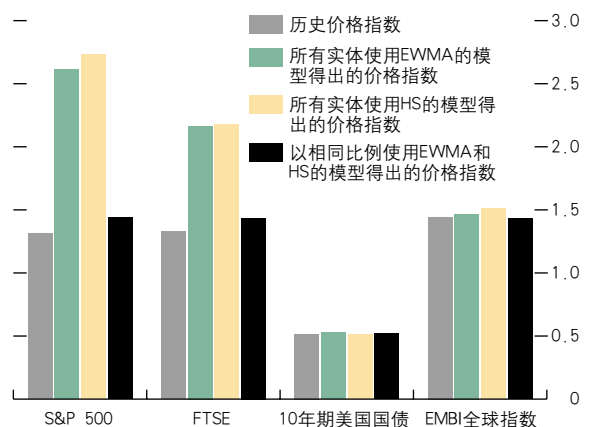
图2.9. 不同模型设定下的资产价格走势  
(指数; 2003年4月1日=100)



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: EWMA=指数加权移动平均; HS=历史模拟。价格指数是指美国商品调查局能源期货指数, 模拟金融机构风险价值中包含的一种资产。

图2.10. 交互模型下的部分资产波动性  
(标准离差; 百分比)



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: EWMA=指数加权移动平均; HS=历史模拟。标准离差是针对1998年8月的压力期间计算的。

### 专栏 2.3. 金融机构的风险测量和披露

所有主要受监管的金融机构都以不同的详细程度公布风险价值信息。该图显示了美国主要投资银行平均风险价值的变化情况。<sup>1</sup> 平均风险价值总体而言在上升，原因包括这些银行涉足更多类型的业务（如商品交易和杠杆贷款）。然而，如果按对有形权益的比率，风险价值指标则更加稳定。<sup>2</sup> 然而，鉴于风险价值波动性的促成因素在下降，风险价值对有形权益比率略有上升，这样一种趋势表明，直接承担风险的行为在增加。

投资银行通常公布报告期间风险价值的高值、低值和平均值，按各风险类别进行细分（一般包括利率风险、汇率风险、股票风险和商品风险），加上一项隐含的资产多元化好处。一些银行还包括敏感性测试（不同期间和置信区间的风险价值，使用不同基础因素数据得出的风险价值）以及回测结果（如 UBS AG 公布其风险价值的假设敏感性和回测结果）。然而，只有少数几家机构目前在其年度报告中公布压力测试和情景分析的细节，Société Générale 和 BNP Paribas 是两个主要例子。

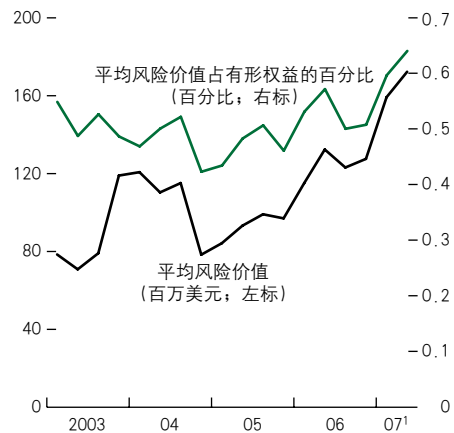
1. 美国主要经纪人—交易商目前都在“合并受监管实体”的体制下受证券交易委员会的监管。这要求他们根据风险价值指标保持监管资本，达到巴塞尔新资本协议对银行规定的若干资本和风险管理要求。

2. 有形权益定义为公司普通股（股份资本、其他实缴资本和留存收益）减去无形资产。美国和欧洲 20 家大型商业银行的风险价值明显存在类似趋势（Jeffrey, 2006）。

衡量市场风险的指标之一，主要采用历史模拟方法（见专栏 2.2），显著水平为 95%–99%，持有期间为 1–10 天。银行使用一至两年的市场数据来计算风险因素。一些银行对更近期的观测值给予更高权重。其他银行有意使用更长期间的数据，以便包括更波动的期间。

无法对各公司公布的风险价值进行有意义的

#### 投资银行：平均风险价值



资料来源：Fitch。

注：五家投资银行 (Bear Stearns、Goldman Sachs、Lehman Brothers、Merrill Lynch 和 Morgan Stanley) 的平均风险价值 (不计多元化作用)。

1. 2007年上半年以前的数据。

此外，多数公司评估对特别冲击（例如，股市下跌 10%–20%，或波动性和（或）相关性急剧上升）的脆弱性，以及不同产品的脆弱性——某些机构甚至使用冲击相关性（例如，假设所有资产之间的相关性结构为  $+/-1.0$ ）。一些公司将其纳入公布的报告，但多数公司不这样做。应鼓励按此方向公布信息。

比较，因为其计算过程使用不同的假设。然而，如果在一致的基础上进行计算，这些数值可以为公司长期风险状况提供有用的加总指导（见专栏 2.3）。此外，在公布风险价值实际结果和损益例外的情况下，投资银行已变得越来越透明和成熟，但更多细节（特别是关于压力测试结果的细节）将有助于投资者和债权人更全面地评估银行对极

端事件的风险暴露。<sup>14</sup>

所有主要投资银行目前都致力于用经济风险资本指标补充对风险价值的计算，以确保公司有充足的资本度过极端和持续的市场压力事件并达到监管要求，但对这种数据的公布要少得多。经济风险资本指标基于风险价值原则，但包括更广泛的风险（如信用风险、流动性风险、操作风险、法律风险和信誉风险），并以更高的置信区间评估这些风险。然后，使用这些经济风险资本指标将资本分配给机构的不同业务单位，将预期收益率和风险联系在一起。少数公司正着手将交易员的报酬与其经济风险资本指标相联系，而不是与直接损益相联系，这是因为，如果风险指标能够准确衡量收益的风险程度，并且无法被轻易地操纵，那么，交易员应按其经风险调整的收益，而非绝对利润得到报酬。

目前，几乎所有银行都运用模拟和压力测试来研究可能的损益分布的极端尾部情况，并确定其风险偏好或补充资本。投资银行往往开展一系列非常类似的历史压力测试和假设模拟，部分原因是高级管理层可能不会考虑非常极端的情景，认为其不现实。典型的事件通常包括近期股市崩溃或低迷（如1987年、2001—2002年）、固定收益和信用压力（如1994年、2005年）、新兴市场危机（特别是1997年）、流动性压力（如长期资本管理公司的破产、9·11恐怖分子袭击）以及石油价格冲击，有时还包括流感大流行。

成熟的公司选择那些最适合考察其资产组合和头寸特有风险的情景。它们还利用压力期间的历史数据，以考虑市场创新和发展，并假设出现压力时它们在一定期间内（通常至少10天）无法交易头寸，从而考虑到流动性风险。然而，存在着这样一种倾向，即假设货币当局将通过提供紧急流动性而缓解危机的严重程度。

14. Pérignon 和 Smith (2006) 发现，在2005年之前的10年里，最大的全球性商业银行的风险价值披露得到系统性的改善，西班牙、加拿大和荷兰的银行是最透明的。然而，银行的做法有很大差别，一些最大的银行公布的数据很少。Pérignon、Deng 和 Wang (2007) 发现，加拿大银行公布的风险价值数据一贯过于保守（其他人也得出这样的结论），因为超出风险价值限额的例外情况相对罕见 (Jeffrey, 2006)。

使用风险价值、经济风险资本和压力测试与限制承担市场风险之间的联系很复杂。头寸限制最普遍。投资银行往往对未经考验的交易员设定相对保守的头寸限制，确保风险价值限额或“压力限额”（若其他限制）充分接近实际头寸，从而促使风险官员与交易员之间定期、迅速地开展讨论，探讨承担更大风险是否合理。对有经验、成功的交易员设定的限额相对比较宽松。尽管临时提高限额的灵活性掌握在管理人员手中，但波动性突然或持续上升可能导致整个公司内多次突破限额，需要在整个公司范围内对适当的风险暴露程度进行重新评估。

多数对冲基金计算风险价值指标，但相比银行和证券公司，它们往往不那么重视将风险价值作为风险指标，增加其他指标报告给投资者。这是因为风险价值无法充分反映与一些基金的战略和头寸有关的流动性或信用风险。根据近期的一项调查，在大型对冲基金中，46%采用风险价值作为其主要市场风险衡量指标，40%采用某种形式的波动性衡量指标，9%采用未来潜在风险暴露程度（今后发生违约时可能遭受损失的信用风险的潜在数额，因此，最适合于信贷基金）(Mercer Oliver Wyman, 2006)。其他指标可包括资产净值波动性（以总资产对资产净值的比率衡量），以及对市场利率变化（如收益率曲线的移动）的暴露程度。

长期资本管理公司破产之后，对冲基金比投资银行更加重视压力测试和情景分析（相对于风险价值）。基金经常用一系列专门针对其面临的特定风险的假设情景来补充历史压力情景。相比银行，对冲基金往往能够更频繁地对其头寸开展更复杂和大量的压力测试，因为与受监管的银行的交易部门相比，对冲基金的交易头寸要少得多，风险管理信息技术系统更加一体化，并且报告层次更少。与多数投资银行相比，对冲基金往往更灵活地控制风险，对可靠的、积极的交易员设定的头寸限制更加宽松，以利用可能出现的机会。



## 市场风险管理挑战

### 市场流动性风险管理

尽管投资银行和对冲基金充分认识到陷入“从众交易”的风险，但难以通过量化方式管理流动性风险。<sup>15</sup> 一些银行和基金试图在设定其自身头寸限额时评估竞争者的动态，采用的方法是使用多种衡量指标（出价与要价之差、交易额、对投资者风险偏好的调查以及观察到的下单情况）。然而，这些因素往往未被正式纳入其市场风险衡量指标中，多数机构将重点放在限制其自身相对于整体市场的风险暴露，而不考虑潜在的互动影响（见专栏 2.4 关于 Amaranth 对冲基金的介绍）。许多机构采用类似的、往往是简单的经验方法来限制建立头寸（如规定新兴市场证券的最高头寸为平均日交易额的 10%）。如果大量机构采用同样的方法，这种限制规定可能并不能令人放心。<sup>16</sup> 事实上，如果只使用近期的数据计算平均交易额，在从众交易期间市场交易额增加时，可以放松头寸限制，在压力期间交易额下降时，应迅速收紧这种限制。风险管理者需要考虑其他机构采取类似方法的后果——楼房着火时不是所有人都能第一个撤出。

为了避免在缺乏流动性的市场上被迫清盘，审慎的机构力求仔细管理其最高流动性要求。多数机构在这方面的做法是，将一定比例的资产以非杠杆形式投资于流动资产，并考虑变现资产可能需要的额外时间。对冲基金还采用以下做法，即要求投资者遵守封闭期规定和撤资时提前三至六个月通知的规定，并保留实行“闸门”的能力，即将每个月的撤资量限制在资产净值的一定比例上。然而，一些对冲基金担心其交易对手方的流动性错配程度太高，即它们允许投资者过快地撤资，而其资产（如结构性信贷产品）缺乏流动性。在赎回量异常大的情况下，这可能导致恐慌性抛

售。<sup>17</sup> 一些对冲基金（特别是投资于基金的基金以及在流动市场上交易的基金）允许投资者每月赎回。在行情下跌时，如果投资者同时撤资，则这些基金可能很快被迫变现头寸。

### 交易和银行业务账户风险

投资银行风险官员目前面临的最大的一项挑战是如何一致地评估和加总其交易账户和银行业务账户的风险。这可能是一个方法问题——例如，将市场风险价值和信用风险价值简单地加在一起是不适当的，而计算加总的风险价值有技术难度。更重要的是，随着证券化和信用衍生产品的使用增加，信用风险不再是银行业务账户特有的风险，有合理的理由分配到交易账户中。

目前的一个特殊问题是对杠杆贷款和承诺的适当处理。投资银行在这种交易中的信用风险往往是短期的，所以很自然包括在交易账户中，但由于贷款承诺无法交易，也不易对冲，因此，难以将其纳入市场风险价值的计算当中。多数银行似乎以特别方法评估这些交易，考虑对借款人的现有信用风险暴露和潜在贷款承诺的集中度。但危险在于，所报告的风险价值数据可能显著低估了银行通过杠杆贷款活动产生的风险。

信贷市场的近期事件突出显示了风险管理者在以下方面面临的困难，即根据信用风险交易能力增强而调整其系统，同时考虑市场流动性在压力情况下的潜在脆弱性。

## 评论

尽管难以对不同银行和对冲基金的做法进行概括，但从风险管理方法中可以观察到若干趋势，从中可以得出政策含义。

总体而言，最大型机构的风险管理系统各不相同，看来风险管理者了解他们所采用的风险测

15. 根据最近对大型金融机构的一项调查，多数公司在计算经济风险资本时尚未包括流动性风险（Deloitte, 2007a）。

16. 国际货币基金组织（2007a，第 92 页）描述了 2006 年 5 月至 6 月期间巴西通货膨胀挂钩政府债券市场出现的从众交易。

17. Bear Stearns 发起的高收益对冲基金 2007 年夏出现的问题是由投资者撤资和追加保证金通知引起的，需要出售缺乏流动性的以资产支持证券为抵押的债务（见第一章）。近期对 60 家对冲基金的调查发现，1/3 的基金根本不监控其流动性要求（Deloitte, 2007b）。约 54% 的对冲基金采用闸门或封闭期规定管理投资者的撤资（Mercer Oliver Wyman, 2006）。



## 专栏 2.4. Amaranth 对冲基金的破产和流动性风险

“我们认为[2006年]9月那样的市场变化的发生概率非常小，我们的能源风险模型相应地不看重[Amaranth]基金在这种情景下遭受损失的可能性……但有些时候，即使是极不可能发生的事情也会发生……然而，我们的基金经历这种严重的减值不是因为我们没有将资源或人力投入能源风险分析。只要我们仍开展大量能源业务，我们就派全职、有良好资格、有经验的风险专业人员对我们的能源资产风险进行模型分析和监测。”

——摘自 Amaranth 首席执行官 Nick Maounis 与基金投资者在 2006 年 9 月 22 日召开的电话会议的会议记录

2006 年 9 月，多战略对冲基金 Amaranth Advisors 因天然气期货市场的交易损失，在其 90 亿美元的净资产价值中损失了约 60 亿美元。这导致该基金清理其剩余头寸。这是一家对冲基金遭受的最大净资产价值损失。Amaranth 的风险管理究竟出了什么问题？

该基金看来显著低估了极端清算事件中潜在损失的规模。Amaranth 当时主要的交易战略涉及天然气日历差价交易（例如，3 月的多头合约和 4 月的空头合约）。事后风险分析表明，与在交易所交易的天然气期货市场的普遍敞口头寸相比，该基金的头寸过大。例如，Chincarini (2007) 估计，Amaranth 的头寸占纽约商品交易所天然气衍生产品敞口头寸的比例可能高达 80%，尽管可能涉及在两个交易所和场外交易的头寸。另外，据估计，Amaranth 的一些头寸比一些合约的平均日交易量高出几百倍。该基金 2008–2010 年的一些头寸的流动性风险可能尤为严重 (Finger, 2006)。一旦 Amaranth 最初的损失为人所知，为其清理头寸提供的条件将显著恶化。

然而，Amaranth 的头寸是符合大额风险价值的。Chincarini (2007) 估计，对于

Amaranth 总额为 92 亿美元的资产，其 99% 置信水平下的一日风险价值在 30 亿–40 亿美元，取决于在其每日损益分布方面采用的假设，其损失是与这一风险相一致的。估计该基金的杠杆程度达七倍多。这是在追求 10 亿美元的预期月利润的过程中发生的。换言之，“他们在追求 11% 的回报……对于一种损失为 36% 的‘最坏’（概率为 1%）情景” (Chincarini, 2007, 第 22 页)。在一项类似的分析中，Finger (2006, 第 5 页) 得出以下结论，即 60 亿美元的实际损失“完全在以[风险价值]模型为基础的政策所针对的大幅波动范围内。”仔细分析该基金每月的损益数据可以看出，一个月损失 60 亿美元的可能性并非极小 (Till, 2006)。

Amaranth 2006 年 9 月的倒闭并未导致更广泛的市场动荡，这是因为资本充足的其他市场参与者相对容易地承担了该基金的头寸。该事件突出表明考虑流动性风险的重要性。然而，如果公司负责人下决心承担重大风险以实现高额收益，那么，无论风险管理程序如何先进，都存在失败的可能性。

量模型的含义。这有助于增强风险意识，防止问题加剧。不过，有一些因素可能缩小风险管理做法和方式的范围，特别是对于商业银行和投资银行：

- 巴塞尔协议和巴塞尔新协议以及其他监管要求往往侧重于银行为满足风险管理要求而必须达到的最低标准——这提高了对小机构的标准，但会导致资源配置不太好的机构仅仅

满足于最低风险管理系统；

- 评级机构审查银行风险管理程序时运用指定的方法，作为评级过程中的一个重要因素；<sup>18</sup>
- 银行采用通过类似方式建立起来的模型，这些模型来自有限的几家学术机构；
- 最佳做法通过风险管理专业人员在各机构之间的流动而转移；
- 中小型银行利用有限范围的咨询机构来设计和建立其风险管理系统，它们倾向于采用“非定制的”风险管理做法。

毫无疑问，这些因素能够提高许多公司的风险管理质量，并增强它们在一定资本水平上对本公司面临的特定冲击的抵御能力。但是，尽管风险管理要求在提高，但围绕这一要求的差异可能已有所缩小，特别是随着新进入某些市场的机构力图与现有参与者竞争。这意味着，如果发生整个市场范围内的严重压力事件，许多银行采取类似行动的可能性也许已增大。

近期，在市场出现压力时，对冲基金所采用的战略的多样性以及风险管理方法的灵活性帮助稳定了市场。例如，在2005年Refco经纪公司破产和2006年Amaranth公司清算的处理过程中，对冲基金对受损资产进行了投标。然而，即使在这种情况下，由于投资者日益机构化（通过养老基金和投资于基金的基金的参与），并且越来越多的基金（虽然数量仍然较少）发行公开交易的证券并寻求获得评级，风险管理方法可能会越来越类似。对系统稳定性而言，这突出表明，对冲基金在市场出现压力时保持战略或承担风险行为的灵活性非常重要。

根本的问题是，一些类型的风险管理技术可能出现的这种趋同在实际中是否真正会强化系统性风险。关键问题在于，每个公司的高级管理层和风险官员如何理解其风险指标，以便在不稳定或危机条件下适当地确定其风险偏好。事实上，如果直接询问银行和对冲基金，它们会说，在决定如何对不稳定状况做出反应时，它们不会机械

18. 一个例子是 Standard & Poor's (2005)。监管者难以留住有经验的风险管理专业人员，这可能也促使采用“选择框”法，而不是能够全面分析各种特定模型的方法。

地遵循风险价值的限额规定。

即使落实这种想法，但还存在其他一些因素，使风险管理技术削弱公司在出现压力情况下承担风险的集体能力。

**追加保证金通知。**在制定对对冲基金和其他对手方的保证金要求时，主要经纪人往往使用基于风险价值的方法，因此，如果基础资产的波动性较低，则要求较低比例的先期抵押。这使对手方能够以更高的杠杆率建立头寸。如果资产价值随后下跌，波动性增大，那么首先发出“变动”保证金追加通知，因为借款人的风险暴露增加，并且，今后将提高保证金要求，因为资产的风险增大。结果是，借款人被迫寻找现金或变现其他资产，以应付追加保证金的要求，贷款条件收紧，仅仅是因为资产市场状况变得更加波动。<sup>19</sup> 如果最初更保守地制定保证金要求，但对风险的敏感性较低，那么市场走势会更稳定。

大型对冲基金通过与其主要经纪人谈判保证金的“锁定”来应对这一潜在危险。作为对相对高的保证金比率的回报，主要经纪人同意不在短时间内提高保证金要求，这也将巩固与对手方的更长期关系。<sup>20</sup>

然而，可能只有非常成熟的主要经纪人及其最有信誉的对手方才有这种长期行为。据称，近期在向对冲基金提供经纪服务方面的竞争已导致新入市者制定更慷慨的先期保证金要求，尽管有关银行完全预计会在波动性上升时收紧这些要求，据称，在最近一些情况下已经这样做。<sup>21</sup>

**压力测试的共性。**如上所述，主要银行往往

19. 如果一些经纪人将基于风险价值的保证金要求运用于暴露于某一对手方的整个资产组合，则会加剧这一过程。在开始时，对手方从对经纪人风险暴露的轧差和分散化中获益，这能够节省保证金，但也意味着，如果出现压力，那些头寸的波动性或相关性上升，那么，保证金要求可能迅速提高。

20. 如果主要经纪人利用较长期的数据计算平均市场的波动性，并在“压力”流动性的基础上确定初始保证金（因此降低了在波动状况下提高保证金的可能性），那么会产生类似的结果。

21. 2007年6月，ABX（ABS信用违约掉期指数，大量涉足美国次级抵押贷款）的波动性比2007年2月前的水平高出10倍（Rosenberg, 2007），结果是，King（2007）估计ABS各档的初始保证金要求升至两倍到五倍。

运用类似的一组压力情景。然而，为了对预料之外的压力事件做充分准备，单个公司需要更高水平的资本充分保护自己。在这一过程中，公司可能失去竞争力。

**监管资本要求。**随着越来越多地运用基于风险的银行资本要求，市场风险因素的不利变动可能导致监管资本同时受到侵蚀，至少对于那些主要面临市场风险的公司。至少从假设情况来看，足够不利的市场变动可能开始侵蚀公司持有的超出最低监管要求的经济风险资本缓冲。又可能导致公司进一步筹集资本，或降低其业务的风险程度（如通过结清其风险最高的资本密集头寸或资产）。<sup>22</sup> 做市商将发现，在波动状况下，持有库存需要更多资本，因此，会扩大买卖价差或报出较小的可交易额，从而降低市场流动性。

**自动头寸和止损风险限制。**自动资产保险交易战略（如果股价下跌到某一水平，自动出售股票）的流行加剧了1987年10月的股市抛售。<sup>23</sup> 如果足够多的公司和基金通过相对于市场交易额的自动头寸限制或自动止损交易管理流动性风险，那么可能会再次出现类似的自我加强走势。<sup>24</sup>

**风险管理者对显著市场损失的反应。**最终，无论风险测量的复杂程度如何，公司的行为将取决于银行风险委员会如何对近期市场波动造成的显著损失作出反应。当然，这在很大程度上取决于与本公司同类的公司、监管当局的预期、股票分析人士的反应，以及风险资本高出最低监管要求的幅度。例如，如果受监管的实体经历了一系列风险价值的例外情况，最初的反应可能是减少风险头寸，以避免向监管当局报告违反情况。

**对冲基金灵活反应的能力。**对冲基金的反应取决于它们是如何向投资者说明其风险偏好和

限制的。如果是根据具体风险指标或杠杆使用对风险偏好和限制作出相对严格的界定，那么基金的现值将取决于遵守对投资者事先作出的这些承诺，在出现压力时关闭其多头或空头头寸。相反，如果对冲基金的风险容忍度较大，风险暴露程度较低，或能获得充分的资本或融资来源，那么，它们完全可以利用机会增加其冒险头寸。

## 政策含义

为解决系统性风险，应改善单个金融机构的风险管理（降低其他机构面临的对手方风险），同时，也应促进风险管理方法和市场参与者的多元化，以扩大压力期间相异行动的范围。<sup>25</sup> 此外，尽管一些机构制订有具体的计划，其他机构也应事先考虑如何对压力情景作出反应，并在情况有利时做好准备应对这种事件。

从以上分析可以得出对政策制定者和风险管理者的若干含义。

**更系统地用压力测试补充市场风险模型。**银行的基于市场风险的模型可以用压力测试来补充，以确定适当的资本水平。如本章所示，若结果在正常经历范围内，风险价值和相关的经济风险资本模型通常运作良好，但是，在出现压力时，它们有众所周知的局限性。因此，正在形成的标准做法是，监督当局对巴塞尔新资本协议的第二支柱需自行判断，以确保具有系统重要性的机构评估它们在极端事件下的风险暴露。由于产品创新使银行能够在更大程度上对其银行业务账户进行对冲或交易，因此，强调信用利差扩大和流动性冲击带来的风险暴露（表内和表外）将变得尤其重要，包括在对流动性风险进行模型分析时力图预测其他公司的行为。<sup>26</sup>

22. 2002-2003年在英国出现了一种可比的情景，当时寿险监管要求与股市下滑相互作用，鼓励保险人在跌市中出售股票，原因是其相对高的资本要求。金融服务管理局决定对改革前的体制实行豁免（Tiner, 2003），这帮助稳定了英国股票市场。

23. 关于市场机制的总统工作组（1998）；纽约证券交易所（1990）。

24. Garleanu 和 Pedersen（2007）描述了这样一个模型，即如果交易商受基于风险价值的风险限制的约束，这种市场在波动性上升时会出现价格下跌。

25. 稳定市场的投机者需具备风险资本和风险偏好，以便在认为价格显著偏离基本价值的情况下，进入波动的市场建立头寸。如果无法得到风险资本，那么价格可能长期偏离基本水平（Shleifer 和 Vishny, 1997）。

26. 经流动性调整的风险价值的概念于20世纪90年代后期出现，目前已得到运用。从最简单的形式来说，经流动性调整的风险价值对交易头寸相对于市场基础交易量的规模作出限制规定。从最复杂的形式来说，经流动性调整的风险价值将流动性引起的调整纳入风险价值的波动性和相关性结构中。

**压力测试适应最相关的情景。**一些监管机构已经意识到，公司倾向于从监管机构得到建议，这种建议是关于它们“应当”考虑什么情景，而不是与其状况最相关的威胁。因此，监管机构避免提供这种建议。监管当局需要对其在危机中的反应保持“建设性的含糊”，从而确保公司不会在其压力测试中想当然地假设监管当局将自动进行干预或提供监管救助。

**更好地预期对压力事件的反应。**监管者和中央银行可以考虑，他们预期金融机构在压力情景下作出什么反应，他们自身的反应又如何。鉴于公司对系统性压力可能存在集体脆弱性，货币当局和银行监管者谨慎的做法是在其自身风险管理计划中纳入以下情景，即可能有必要在整个体系内注入流动性和提供监管救助，并考虑这种行动在什么情况下是适当的（如在内部“危机模拟”中）。

**监管者在评估风险管理系统和模型时保持灵活性。**在评估银行的资本模型和风险管理系统时，监管者可承认促使公司采用目前被认做标准最佳做法的趋势。银行监管者应维持稳妥的最低要求，但避免在模型细节上过于死板，运用在国际协议下保留的自由决定权，允许公司根据其自身要求和参数制定模型，以促进创新和方法多样化。

**银行改善风险管理报告。**根据巴塞尔新资本协议第二支柱的精神，银行自身可进一步提高其风险管理报告的全面性，以使交易对手方、债权人和股东对于银行对尾部事件的风险暴露、应急计划和已开展的准备工作放心。特别是，在对风险价值模型的强健性进行外部评估的同时，还应公布更多关于回测分析和例外情况报告的结果。<sup>27</sup>此外，为了便于理解公司对尾部事件的脆弱性，可公布部分压力测试的细节和结果（见专栏 2.3）以及公司在假设极端市场压力事件下的

27. 作为详细披露压力测试的一个例子，Société Générale 的年度报告列出了其 18 项压力测试中的 11 项，并说明与这些和其他七个极端，但可能发生的假设情景有关的年末潜在损失。

风险价值。<sup>28</sup>

**考虑对冲基金在稳定市场方面所起的积极作用。**监管当局在评估风险管理要求时，可考虑对冲基金在压力时期对稳定市场发挥的积极作用。不受监管的流动性提供机构（对冲基金）在市场面临压力时，如果认为资产价值出现根本性的偏离，并且能够获得足够的资本，则往往提供买卖报价。由于它们不必计算和持有最低经济资本，这种集合的私人资本可以自由利用其他机构可能出现的从众行为，这种从众行为可能是要求受监管机构实行的更为严格的风险管理程序造成的。自然地，一些对冲基金过去未能谨慎地管理风险，其他对冲基金将来无疑也会偶尔这样做。尚不清楚的是，从总体来说，对冲基金在市场上起到的是稳定作用还是扰乱作用。但是，对于确保对冲基金的风险管理系统的足够稳健性，对冲基金的投资者和交易对手方有主要责任并要求出于此目的披露这种信息。因此，在制定行业或监管方面的“对冲基金最佳做法准则”时需要谨慎，确保这些准则不会不经意地限制了基金对其风险承担行为进行模型分析和管理的方式，同时在其他领域（如信息披露和客户保护）提供适当指导。

## 结论

市场风险管理技术是否扩大了系统性风险？

显然，这一问题没有直截了当的答案。首先，必须强调的一点是，尤其是在波动性不高的环境中，如果公司对风险敏感，并对其模型发出的信号作出反应，那么金融体系就比较稳定。如果公司普遍对风险不敏感，发生资产泡沫和危机的可能性会更大。风险价值型的技术显示了公司承担风险的有关方面，特别是关于相关的风险暴露。如果风险是在公司内部进行管理，则不一定能明显看出这些问题。

28. 为了粗略估计压力风险价值，以在不同公司间进行比较，评级机构不得不简单地将业务单位的风险价值相加，假设相关性结构在危机中是 1 (Fitch, 2007)。对于具有大规模交易业务的美国银行控股公司，Hirtle (2007) 发现，更高的透明度（特别是在压力测试结果和风险价值构成上的透明度）与银行风险调整收益的显著提高有关，尽管因果方向不确定。



不过，风险管理技术不是解决所有问题的万能药。本章介绍的在模型分析方面开展的工作表明，风险价值型的风险管理框架显然可能促使公司在有利的环境下提高风险偏好，当再次出现波动时采取逆转行动。即使改变选择数据的期间，或改变近期数据的权重，结果也惊人地一致。涉及多个公司使用风险价值的价格走势模型也显示，有可能形成产生不稳定作用的反馈机制，使市场价格的变动幅度扩大。模型结果显示，多样化的风险管理模型可以起到稳定作用。

问题在于：主要机构实际上是否以符合这些理论结果的方式运作？换言之：是否有足够多的公司充分严格地遵循其风险管理指标，从而导致其行动扩大市场波动性？如果直接向主要机构的风险管理者提出这个问题，他们的回答将十分明确，即他们不会僵硬地遵循其风险管理系统。他们声称，理解其风险价值和经济风险资本模型的局限性，在决定压力环境下是否应降低公司风险偏好时将模型结果作出判断。

然而，其他证明表明，价格压力和风险管理系统可能以破坏性的方式相互作用。首先，银行目前几乎普遍采用风险价值型指标，并且几乎所有银行都使用短期历史模拟。

其次，过去三年到四年里，尽管波动性下降，但投资银行公布的风险价值普遍上升，说明它们增加了风险头寸。公司公布的突破每日风险价值限额的例外情况极少，这说明：（1）它们的模型过于保守，没有经过足够细致的调整，以反映实际例外情况；（2）银行更愿意显示具有极少例外情况的高风险价值；（3）它们的模型受有利状况的影响过大，在实际中对风险价值的使用较少。危险在于，随着近期波动性的增加，一些公司将认识到其基础头寸的风险比预想的要大得多，并将削减头寸。

第三，如上所述，波动性增加可能通过许多非直接的渠道（包括自动止损触发机制和经济风险资本最低要求的经验方法促使产生跌市中的抛售行为）促使产生跌市中的抛售行为。值得强调的是，一些杠杆性对冲基金面临波动性增大时的潜在互动，导致在交易流动性下降时，主要经纪

人发出追加保证金的通知，投资者提出赎回要求。长期资本管理公司和 Amaranth 公司的例子突出表明，看似完善的风险管理系统在不利的市场条件下可能被迅速击垮。鉴于难以将流动性风险纳入大型交易机构的市场风险管理系统中，更多的风险管理者还需要考虑，如果其大部分交易对手方也遵循类似的规则，市场走势将会如何。

我们不应忽视以下情况，即过去十年里，风险测量和控制得到改善，这种改善发挥了积极作用，降低了在信息不充分的情况下承担风险而引起个体失败的可能性。这种进步应促使金融机构提高风险敏感性，从而提早消除预料之外的风险暴露，并改善风险控制。同时，重要的是，不应过于相信公司风险管理系统的各方面，例如，仍未充分建立衡量和评估对极端事件脆弱性的能力。另外，公司的共同脆弱性似乎在增加，因此，当系统公司面临压力，他们更可能是一起，而非单独受压（Chan-Lau、Mitra 和 Ong，2007；国际货币基金组织，2007b）。提高市场风险管理的总体质量，同时减少差异，这可能降低了具有系统重要性的个别机构失败的可能性，但可能增强了机构在压力期间采取类似行动的倾向。在这种情况下，从系统角度而言，重要的是确保存在这样的市场参与者，他们要么具有持有完全不同的资产或实行完全不同的战略，要么能够在压力期间建立大额反向头寸。从中期看，日益多样化的参与者在越来越大的程度上参与全球金融市场，这种普遍趋势应有助于提高市场的抗冲击能力。

## 参考文献

- Artzner, Philippe, Freddy Delbaen, Jean-Marc Eber, and David Heath, 1999, "Coherent Measures of Risk," *Mathematical Finance*, Vol. 9, No. 3, pp. 203-28.
- Bams, Dennis, Thorsten Lehnert, and Christian C.P. Wolff, 2005, "An Evaluation Framework for Alternative VaR-Models," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 24 (October), pp. 944-58.
- Bank for International Settlements (BIS), 1996, "Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks" (Basel: Basel Committee on Banking Supervision, January).
- , Committee on Global Financial System (CGFS), 2005, "Stress Testing at Major Financial Institutions: Survey Results and Practice," CGFS Publication No. 24 (Basel,

- January).
- Bank of England, 2007, "Assessing the Sensitivity of Value-at-Risk to Measures of Stress," *Financial Stability Report*, Vol. 21 (April), p. 33.
- Bervas, Arnaud, 2006, "Market Liquidity and Its Incorporation into Risk Management," *Financial Stability Review*, No. 8 (May), pp. 63-79.
- Bookstaber, Richard, 2007, *A Demon of Our Own Design: Markets, Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovation* (Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons).
- Chan-Lau, Jorge A., Srobana Mitra, and Li Lian Ong, 2007, "Contagion Risk in the International Banking System and Implications for London as a Global Financial Center," IMF Working Paper 07/74 (Washington: International Monetary Fund).
- Chincarini, Ludwig B., 2007, "The Amaranth Debacle: A Failure of Risk Measures or Failure of Risk Management?" Social Science Research Network Working Paper (April). Available via the Internet: <http://ssrn.com/abstract=952607>.
- Danielsson, Jon, and Jean-Pierre Zigrand, 2006, "On Time-Scaling of Risk and the Square-Root-of-Time Rule," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30 (October), pp. 2701-13.
- Danielsson, Jon, Ulrich Klueh, and Jean-Pierre Zigrand, forthcoming, "Asset Price Volatility, Correlation, and Value-at-Risk-Based Capital Constraints," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Danielsson, Jon, Bjorn N. Jorgensen, Mandira Sarma, and Casper G. de Vries, 2006, "Comparing Downside Risk Measures for Heavy Tailed Distributions," *Economics Letters*, Vol. 92 (August), pp. 202-08.
- Deloitte, 2007a, "Global Risk Management Survey: Accelerating Risk Management Practice" (Deloitte Research, 5th ed.). Available via the Internet: <http://www.deloitte.com/dtt/article/0,1002,cid%253D151057,00.html>.
- , 2007b, "Risk Management and Valuation Practices in the Global Hedge Fund Industry: Precautions That Pay Off" (Deloitte Research, January). Available via the Internet: <http://www.deloitte.com/dtt/research/0,1015,cid%253D141897,00.html>.
- European Central Bank (ECB), 2007, "Market Risk Measurement: Beyond Value at Risk," *Financial Stability Review* (June), pp. 108-10.
- Finger, Christopher C., 2006, "The Lights Are On," RiskMetrics Group *Research Monthly* (October). Available via the Internet: [http://www.riskmetrics.com/research\\_monthly.html?article\\_id=84](http://www.riskmetrics.com/research_monthly.html?article_id=84).
- Fitch Ratings, 2007, "Securities Firms: YE06 Peer Data," Fitch Ratings Special Report (March).
- Garleanu, Nicolae B., and Lasse H. Pedersen, 2007, "Liquidity and Risk Management," NBER Working Paper No. 12887 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Hirtle, Beverly, 2007, "Public Disclosure, Risk, and Performance at Bank Holding Companies," Staff Report No. 293 (New York: Federal Reserve Bank of New York, July).
- International Monetary Fund (IMF), 2004, "Risk Management and the Pension Fund Industry," Chapter III, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, September). Available via the Internet: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/index.htm>
- , 2007a, "Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability," Chapter II, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April). Available via the Internet: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/01/index.htm>.
- , 2007b, "The Globalization of Financial Institutions and Its Implications for Financial Stability," Chapter III, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April). Available via the Internet: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/01/index.htm>.
- Jeffrey, Christopher, 2006, "VAR Breakdown," *Risk Management* (July), pp. 43-48. Available via the Internet: [http://www.risk.net/public/showPage.html?validate=0&page=risknet\\_login2&url=%2Fpublic%2FshowPage.html%3Fpage%3D335597](http://www.risk.net/public/showPage.html?validate=0&page=risknet_login2&url=%2Fpublic%2FshowPage.html%3Fpage%3D335597).
- King, Matt, 2007, "Short Back and Sides: Subprime Haircuts—Too Much off the Top?" (Citigroup Research, July 3).
- Liang, Bing, and Hyuna Park, 2007, "Risk Measures for Hedge Funds: A Cross-Sectional Approach," *European Financial Management*, Vol. 13 (March), pp. 333-70.
- Lo, Andrew W., 2001, "Risk Management for Hedge Funds: Introduction and Overview," *Financial Analysts Journal*, Vol. 57 (November/December), pp. 16-33.
- Mercer Oliver Wyman, 2006, "Risk-Taking and Risk Management in the Hedge Fund Industry: Review of Market Practices" (unpublished; New York, July).
- New York Stock Exchange, 1990, "Market Volatility and Investor Confidence Panel," Report to the Board of Directors of the New York Stock Exchange, Inc. (New York, June).
- Pérignon, Christophe, and Daniel R. Smith, 2006, "The Level and Quality of Value-at-Risk Disclosure by Commercial Banks," Social Science Research Network Working Paper (December). Available via the Internet: <http://ssrn.com/abstract=952595>.
- Pérignon, Christophe, Zi Yin Deng, and Zhi Jun Wang, 2007, "Do Banks Overstate Their Value-at-Risk?" Social Science Research Network Working Paper (May). Available via the Internet: <http://ssrn.com/abstract=929750>.
- Persaud, Avinash D., 2000, "Sending the Herd off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction Between Herding and Market-Sensitive Risk Management Practices" (Washington: Institute of International Finance, December). Available via the Internet: [www.erisk.com/ResourceCenter/ERM/persaud.pdf](http://www.erisk.com/ResourceCenter/ERM/persaud.pdf).

- , 2003, "Market Liquidity and Risk Management," in *Liquidity Black Holes: Understanding, Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk*, ed. by A. Persaud (London: Risk Books).
- Presidential Task Force on Market Mechanisms, 1988, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms: Submitted to the President of the United States, the Secretary of the Treasury, and the Chairman of the Federal Reserve Board* (Washington: U.S. Government Printing Office).
- Rosenberg, Jeffrey, 2007, "The Repo Man," Cross Product Debt Research, Bank of America, June 22, pp. 3-7 (unpublished).
- Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, 1997, "The Limits of Arbitrage," *Journal of Finance*, Vol. 52 (March), pp. 35-55.
- Standard & Poor's, 2005, *Enterprise Risk Management for Financial Institutions: Rating Criteria and Best Practices* (New York: McGraw-Hill).
- Till, Hilary, 2006, "EDHEC Comments on the Amaranth Case: Early Lessons from the Debacle" (Nice, France: École de Hautes Études Commerciales du Nord, Risk and Asset Management Research Centre, October). Available via the Internet: <http://www.edhec-risk.com/features/RISKArticle.2006-10-02.0711/view>.
- Tiner, J., 2003, "Required Minimum Margin: Letter to CEOs of Life Insurance Companies," FSAP Press Release (London: Financial Services Authority, January 31). Available via the Internet: <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/PR/2003/017.shtml>.

本章发现，从中期看，新兴市场国家的国内金融市场越是发达，越是能吸引更多的资本流动和降低资本流动的波动。具体估算结果表明，虽然增长是决定资本流入水平的主要因素，但股票市场的流动性和金融开放度也有助于吸引资本流入。此外，金融开放度较高与资本流量波动较低相关。这些分析结果与机构投资者表述的看法一致，表明努力实现提高国内金融市场质量这个中期目标可以带来好处。如能以此作为重点，新兴市场国家就能更充分地利用资本流入带来的好处，同时对付潜在的波动性。

**流**入新兴市场经济体的资本近来出现激增，因此，引起各方面对适当对策的热烈讨论。一方面，资本流入受人欢迎，因为它能增加投资，有助于深化金融中介，并能促进经济发展。然而，如果在短时期内发生大量资本流入，则会带来政策挑战，如汇率升值压力、经济过热和资产价格泡沫。此外，资本流向逆转也会带来风险，并可能对经济造成负面影响。

本章分析了决定资本流入的国内因素，并在此基础上考察了新兴市场国家可以采取哪些对策，以便从中获得最大的收益，并将可能给金融稳定造成的威胁减少到最低限度。尤其是，本章考察了国内金融市场对资本流入的影响，并从中期角度考察了2002年以来的新兴市场资本流入的大幅度增加。

2002年以来，无论是以总值还是以净值衡量，世界范围的资本流动均大幅度增加，其中流向新兴市场的资本在五年里增加了5倍（见图3.1）。<sup>1</sup>与20世纪90年代初的情形不同，近来对新兴市场国家资本流动激增与这些国家总体强劲的经济政策和改善的实绩紧密相关，如经常账户顺差和

改善的债务管理。从资本流动构成来看，债券和银行贷款占资本流动增加的大部分；就新兴市场而言，虽然外国直接投资仍然是规模最大和较稳定的资本流入，但是，近年来资本流动的其他组成部分增加速度更快，因此，外国直接投资占资本总流入的比重已经下降（见图3.2）。<sup>2</sup>如《全球开发融资》所述，在所有发展中国家，资本流入的来源继续从官方转向私人，从债务转向股本融资（世界银行，2007）。外国直接投资流入继续增长，并与强劲的GDP增长同步，同时，2006年的有价证券流动达到历史最高水平。随着金融市场日益一体化，新兴市场在获得资本流入的同时通常还伴随外向投资，这在亚洲和拉丁美洲国家尤其突出（见专栏3.1）。

尽管新兴市场的外向投资增加，但大量的资本流入给许多新兴市场国家带来政策挑战。导致这些流动的因素包括改善的国内实绩（拉动因素）和全球因素，如高流动性、低波动和近年来收益下降（推动因素）。<sup>3</sup>资本流动虽会出现周期性下降，但在较长的时期内，由于全球化进程可能加快，各国需要对付增加的资本流动。那么，在较

注：本章由Shinobu Nakagawa和L. Effie Psalida撰写，Oksana Khadarina和Badi Baltagi分别提供了技术支持和咨询。

1. 分别指包括56个发达经济体和新兴经济体的抽样（占2005年世界资本流入的81%）和41个新兴市场经济体的抽样。

2. 由于一些有价证券类资本流入表现为外国直接投资，外国直接投资与有价证券投资之间的界限日渐模糊。这部分可以解释外国直接投资流动为什么不总是稳定的。

3. 2007年4月期《全球金融稳定报告》第二章讨论了决定资本流动的供给方因素，以及国际投资者基础扩大和深入到新兴市场国家（国际货币基金组织，2007a）。



长的时期内，为更好地对付长期内的资本流动，新兴市场国家可以采取哪些金融对策呢？

本章提出这样一个具体问题，除了强劲的宏观经济基本面外，一个运作良好的国内金融市场是否有助于增加资本流入，同时减少波动性？我们从两个角度进行了分析。

第一，本章找出并评估一些国内“微观”金融因素，这些因素有助于确定在过去30年里56个样本经济体资本流动的数量和波动。我们采用了面板回归估算方法，估算结果将在本章的后面部分讨论。

第二，我们还扩充了长期实证分析，对国内金融市场处在不同发展阶段的国家近来经历的资本流入以及有关的挑战和风险进行了考察。我们以五个国家为例讨论了可选择的金融对策。

最后的部分讨论了主要结果，并得出一些政策结论。

## 国内金融发展是否是资本流入的决定因素？

大量应用文献分析了资本账户开放度和股票市场开放度对增长和投资的影响，但是，与经济理论不同的是，实证结果（主要取自跨国宏观经济分析）含糊不清且不确定。<sup>4</sup> 为了得出更可靠的结果，近来的文献转为采用宏观经济数据，但主要由于数据的局限性，此方法尚处于初级阶段。<sup>5</sup> 另外一些实用文献调查了资本流动与“微观”国内因素，如机构质量之间的联系对金融稳定的影响。<sup>6</sup> 本章在这些文献的基础上作出进一步的分析，以便理解吸引资本流向新兴市场国家的金融和机构因素。此外，本章还通过考察这些因素

4. 参见 Eichengreen (2001) 以及 Prasad 和其他人的调查 (2003)。Prasad 的调查指出：“研究表明，并没有强有力、可靠和统一的证据表明，金融全球化本身可以带来更高速的经济增长” (2003, 第8页)。近期，Henry (2006) 证明，资本账户放开可以暂时增加一国的投资和提高增长速度。还可参见 Edison 等 (2004)，他们就文献提出评论；以及国际货币基金组织关于金融全球化作用的文献 (2007b)。

5. 例如，参见 Smith 和 Valderrama (2007)。

6. 例如，参见 Alfaro、Kalemli-Ozcan 和 Volosovych (2005)。

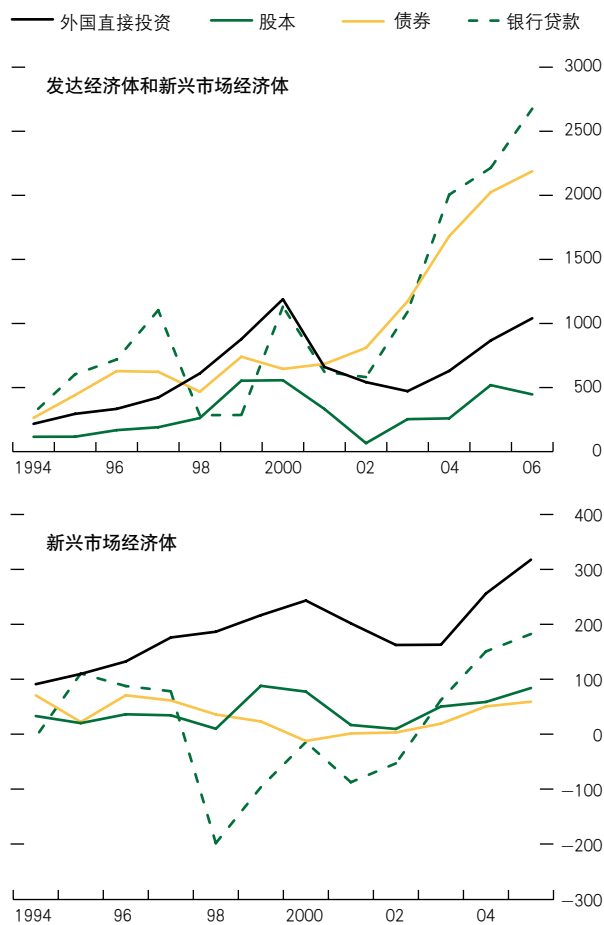
图3.1. 资本流入总量

(10亿美元)



资料来源：《国际金融统计》数据库。

图3.2. 资本流入的构成  
(10亿美元)



资料来源：《国际金融统计》数据库。

与资本流入波动之间的联系来评估对金融稳定的影响。一般的观点认为，一个运作良好和具有深度的金融体系有助于吸引资本流入和减少资本流出的刺激，因此，降低了波动和减少了对实际经济的负面影响。虽然这种看法很普遍，但迄今为止尚没有实证研究来证实这些推测是正确的。

本章通过建立一个实证框架来评估决定年度资本流入水平和波动的因素。<sup>7</sup> 框架对 15 个发达经济体和 41 个新兴市场经济体采用了面板设定 (附录 3.1 包括对数据、设定和估算结果的详细说明)。估算采用两套解释变量：一是股票市场的流动性和深度 (分别以股票市场交易量和股市总市值表示)；二是机构质量指标，这类指标包括金融开放度、对公司治理质量的真实衡量和会计标准。我们还考虑了三个宏观经济指标，即 (1) 滞后的 GDP 增长率，以此代表国内增长预期；(2) 实际利率差异，以此代表风险升水和相对流动性状况；(3) 对全球流动性状况的估计。

对 30 年期间 (1977-2006 年) 30 个国家的完整抽样的估算结果显示，就给定国家而言，资本流入随着市场流动性和金融开放度提高而增加。就新兴市场国家子样本而言，结果也非常可靠和显著。结果显示，平均而言，股票市场的流动性相对于 GDP 提高 1% 与资本流入与 GDP 的比率提高 0.15% 相联 (见表 3.1)。分析亚洲危机后的一段时间 (1998-2006 年) 发现，就整个抽样和新兴市场国家而言，股票市场的流动性、金融开放度和公司治理质量指标对资本流入水平的正面影响更强一些。如所预期的，资本流入随经济增强 (控制变量之一) 而增加，这一结果对所有国家组和两个样本期均如此。考虑到可能发生的反馈效应或逆向因果关系，即资本流入可能影响股票市值，还采用一些统计技术来考虑内生

7. 在国际收支统计的金融账户中，所有交易都按净值记录 (换言之，对某工具的流入总额与流出总额进行轧差)。在本章中，资本流入是指一国负债增加。

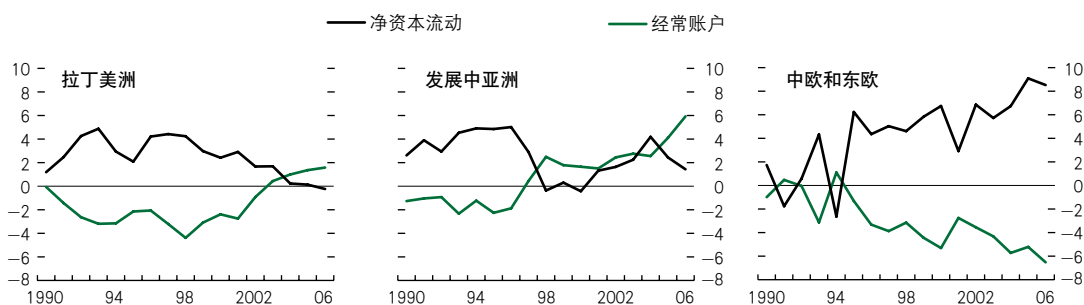
### 专栏 3.1. 亚洲和拉丁美洲新兴市场资本流动近来发生的变化

亚洲和拉丁美洲新兴市场的净资本流入不及十年前的高水平，而中欧和东欧则正经历着创纪录的净资本流入。<sup>1</sup> 2006 年，亚洲和拉丁美洲的净资本流入从近些年 GDP 4% 的水平分别下降到 2% 左右和接近零。这两个地区

- 在拉丁美洲，1998 年至 2002 年间，资本流入总量呈下降趋势，之后直到 2006 年基本保持稳定。由于公共外债还款抵消了非居民购买的新债权，资本流入总量保持不变。近期，由于资本流出总量减少，

#### 从全球角度看经常账户差额和净资本流动

(占 GDP 的百分比)



资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》数据库。

的总体格局包括：

- 在亚洲，1997–1998 年，资本流入总量大幅度下降。之后，资本流入提高到接近历史最高水平。然而，近些年，流出亚洲新兴市场的资本总量迅速上升，超过历史最高水平，因此，造成净资本流入减少（这一总体情况掩盖了国家间的差异：例如，中国和印度继续获得大量的净资本流入）。

这一格局发生了变化，同时，一些国家，尤其是巴西在 2007 年上半年经历了大量资本流入。

即使是暂时的，资本流出总量近来增加反映了金融全球化、管制放开以及经常账户顺差回流，亚洲尤其如此。两个地区的本国偏好都有所下降，国际多元化程度提高，但与工业化国家相比，仍偏低。由于经济全球化程度提高，越来越多的亚洲和拉丁美洲企业进行海外收购，推动了对外的外国直接投资增加。例如，2006 年，巴西一家企业出资 170 亿美元购买加拿大的矿业资产。

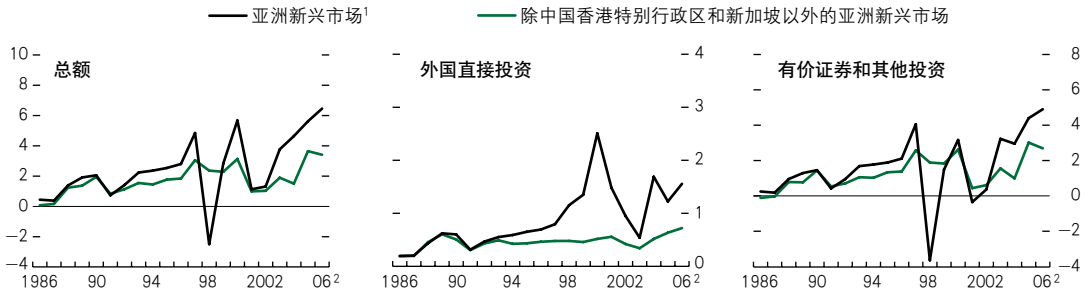
注：本专栏的作者是 Roberto Benelli 和 Leslie Teo。

1. 净资本流入定义为总流入（非居民对国内经济的投资）和总流出（居民在海外的投资）之和。

专栏 3.1 (续完)

亚洲新兴市场：资本流出总额

(占GDP的百分比)



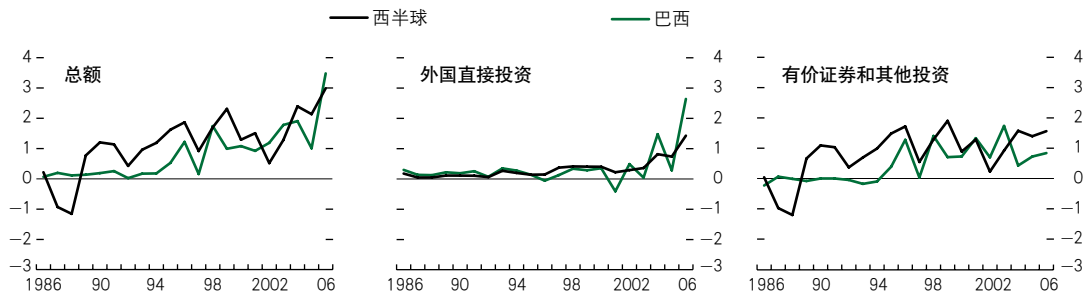
资料来源：CEIC数据有限公司；国际货币基金组织，《国际金融统计》和《世界经济展望》数据库。

1. 1997年前的数据不包括中国香港。

2. 为估算数。

拉丁美洲：资本流出总额

(占GDP的百分比)



资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》数据库；国际货币基金组织工作人员的估算。



表3.1. 资本总流入决定因素的面板最小二乘估算

	1977–2006年		1998–2006年	
	所有国家	新兴市场	所有国家	新兴市场
金融发展指标				
股票市场交易量	0.127 [0.002]***	0.150 [0.003]***	0.139 [0.003]***	0.216 [0.001]***
股市总值	0.027 [0.292]	0.020 [0.512]	0.039 [0.312]	0.018 [0.739]
金融开放度	1.647 [0.000]***	1.550 [0.000]***	3.488 [0.000]***	3.164 [0.001]***
公司治理质量	...	...	30.128 [0.076]*	16.225 [0.290]
会计标准	...	...	0.019 [0.998]	-10.995 [0.647]
宏观经济因素				
增长预期	0.489 [0.000]***	0.404 [0.000]***	0.668 [0.000]***	0.782 [0.000]***
利差	0.043 [0.030]**	0.022 [0.248]	0.109 [0.001]***	0.086 [0.004]***
全球流动性	-0.009 [0.849]	-0.003 [0.948]	0.013 [0.863]	-0.036 [0.353]
经调整的R <sup>2</sup>	0.552	0.510	0.616	0.514

资料来源：Bloomberg；Chinn和Ito（2006）；Datastream；De Nicolò等（2006）；国际货币基金组织《国际金融统计》和《世界经济展望》数据库、标准普尔新兴市场数据库；世界证券交易所联合会。

注：截面固定效应估算。方括号为概率值：\*\*\*表示在1%的水平上显著；\*\*表示在5%的水平上显著；\*表示在10%的水平上显著。

因素，以确保各项参数不受内生因素的影响。<sup>8</sup> 估算结果与新兴市场投资的机构投资者讨论过程中表述的看法一致（见专栏3.2）。

我们还考察了金融市场发展指标对资本流动各组成部分的影响。<sup>9</sup> 发现，随着流动性的提高，不仅资本流入总量会提高，有价证券投资、外国直接投资和其他组成部分（主要是银行资金流动）也提高，同时，有价证券投资和外国直接投资流

动随着金融开放度的提高而增加。<sup>10、11</sup>

金融开放度越高，资本波动越低。就完整国家样本和新兴市场而言，结果显示，就给定国家而言，随着时间推移，资本流入波动会大幅度下降（见表3.2）。虽然其他指标也显示与资本流动呈相反的关系，但系数在统计上不显著，全球流动性是一个例外，平均而言，资本流入波动每下降0.13%，流动性将提高相当于GDP的1%。<sup>12</sup>

还发现更广义的机构质量指标系列与资本流

8. 除机构质量指标外，所有解释变量均滞后一个时期。我们还分别采用两个时期的滞后，进行两个阶段的最小二乘估计，但在两种情况下，结果变化都不大。为了考虑动态因素，我们还采用不同的设定进行了另外一项估算，即在每个等式的独立变量中包括因变量一个时期的时滞。结果差别不大。

9. 大多数关于资本流动的研究只估算资本总流量。还有一些研究考察了资本流动的构成，当然重点是资本管制和对冲干预的影响（例如，参见Montiel和Reinhart，1999）。

10. 就许多国家而言，除了银行贷款之外，资本流入的“其他”组成部分包括金融衍生工具。对这些工具以及货币市场工具，没有单独分类的数据。

11. 1998年之前的样本不包括公司治理工具和会计标准，因为当时尚不存在这些指标。1977–2006年的估算包括一个代理变量，此变量对1998–2006年有着相当大的正向影响，这表明，就整个样本期间而言，还有一些解释变量不能捕捉的因素（如结构性变化）。会计标准在统计上不显著。

12. 一些因素可能可以解释为什么这些系数在统计上不显著。这可能是由于计算波动性采用的方法（如五年期的滚动数据）或数据频率较低（年度）所致。由于不能捕捉资本流动方向变化的实际速度，因此，难以获得统计上的显著性。另一种计算方法（采用资本流动的绝对值除以GDP）得出类似的结果。

### 专栏 3.2. 与进入新兴市场的投资者进行讨论：“微观”金融因素是否有助于吸引国际资本？

与投资于新兴市场的私人金融机构进行的讨论表明，一国金融市场的质量是这些机构作出资产分配决定的主要因素。<sup>1</sup> 然而，各种国内“微观”金融要素，如国内金融市场的流动性和深度以及机构质量（包括透明度、公司治理和市场基础设施）的相对重要性却因投资者的类型而异。总的来说，长期投资者对这些因素的重视程度自然高于较活跃的投资者。

在决定是否进入某市场时，机构投资者使用若干矩阵来确定流动性。一些投资者通过以下方式衡量新兴市场的流动性，如一天内可以买卖股票或债券的数量，在不对价格产生大的影响的前提下可以持仓的数量以及买入和卖出价差如何等。矩阵包括某证券的日平均交易量、市场在危机期间如何作出反应以及自由流通股票的比例。固定收入证券的另一个重要指标是回购市场的流动性，因为如果没有这个市场，需为现货市场上的交易筹资，对于某些类型的投资者来说这是一个抑制因素。<sup>2</sup>

评估市场流动性考虑的其他因素包括一国的经济规模、是否具备广泛和多元化的国内机构投资者，它们可以在外国投资者抛售时起到稳定市场的作用。因此，实施可能加强国内投资者作用的一系列结构改革，如养老金改革或保险部门改革将起重要作用。列举的实例包括墨西哥，债券投资的平均期限延长，从供给方而言，是因为发行长期债券，从需求方而言，是因为当地机构投资者对国内证券的需求不断增加。巴西市场的深度在很大程度上反映了多元化的国内投资者。

国际投资者认为，在作出对新兴市场的资产分配决定时，以下机构质量因素起作用：

1. 本专栏介绍与广泛的机构投资者，包括对冲基金、共同基金、投资管理公司和银行讨论的情况。

2. 遗憾的是，投资者报告的大多数这些测算手段主要是针对单个证券，抽样国家中的许多国家不具备相当长时期的总量数据。

- 透明度是机构质量中最重要的一个因素。与十年前相比，信息（包括及时的数据）和政策的透明度和可预测性均有所改进，尤其是在税收、会计标准和条例方面。加之宏观经济基本面也得到巩固，这一改进对全球流动性“推进”因素构成补充，并促使新兴市场国家作为一个资产等级进入主流。
- 与过去十年不同的是，近来资本流动激增还部分归功于新兴市场国家市场基础设施的改善。例如，市场参与者重视巴西良好的银行和监管体系以及印度高素质的人力资本（信息技术和对英语的掌握）。
- 薄弱的机构因素带来负面影响。例如，虽然某新兴市场国家的本币债券市场的流动性可能相当高，但一些投资者表示，他们会远离这些市场，因为他们非常怀疑这些国家统计机构的独立性和经济数据的可靠性。还有其他投资者谈到，近来在另一个市场上发生的大规模股票抛售是出于对公司治理的关注，包括少数股东的权利。然而，还有一些最活跃的对冲基金表示，只要资产反映适当的风险升水，在大多数情况下，他们还是愿意进入治理薄弱的市场。

投资者对资本流入管制措施有效性的看法十分不同。一些投资者认为，在某些情况下，短期内采取控制措施还是有效的。一些投资者以马来西亚作为实例，在不发生规避的情况下可以避免发生货币的离岸交易。其他资本管制则不完全奏效，如由无本金交割远期外汇交易岸上和离岸税率之间形成税收楔子的情況。尽管有管制措施，但是通过使用新的工具和渠道，投资者总是可以找到进入理想新兴市场的办法（见第一章）。

表3.2. 五年期间（1998–2006年）资本总流入标准差决定因素的一般化动差估算

	资本总流入/GDP的标准差 <sup>1</sup>	
	所有国家	新兴市场
金融发展指标		
股票市场交易量	0.003 [0.881]	-0.009 [0.784]
股市总值	-0.015 [0.441]	-0.014 [0.513]
金融开放度	-2.317 [0.018]**	-3.359 [0.002]***
公司治理质量	5.856 [0.704]	16.530 [0.420]
会计标准	-2.428 [0.916]	-27.769 [0.395]
宏观经济因素		
增长预期	-0.290 [0.196]	-0.133 [0.568]
利差	0.009 [0.883]	0.044 [0.469]
全球流动性	-0.079 [0.083] <sup>†</sup>	-0.128 [0.053] <sup>†</sup>
J-统计量 <sup>2</sup>	8.206 [0.999]	4.614 [0.999]
截面国家数	33	18
观察数 <sup>3</sup>	254	136
工具秩 <sup>4</sup>	49	34

资料来源：Bloomberg；Chinn和Ito（2006）；Datastream；De Nicolò等（2006）；国际货币基金组织《国际金融统计》和《世界经济展望》数据库、标准普尔新兴市场数据库；世界证券交易所联合会。

1. 方括号为概率值：\*\*\*表示在1%的水平上显著；\*\*表示在5%的水平上显著；\*表示在10%的水平上显著。由2SLS加权矩阵的截面固定效应估算设定。

2. 过分识别限制条件有效的零假设的检验统计量。

3. 基于不平衡面板结构的观察值总数。

4. 独立变量的滞后值被用做工具。

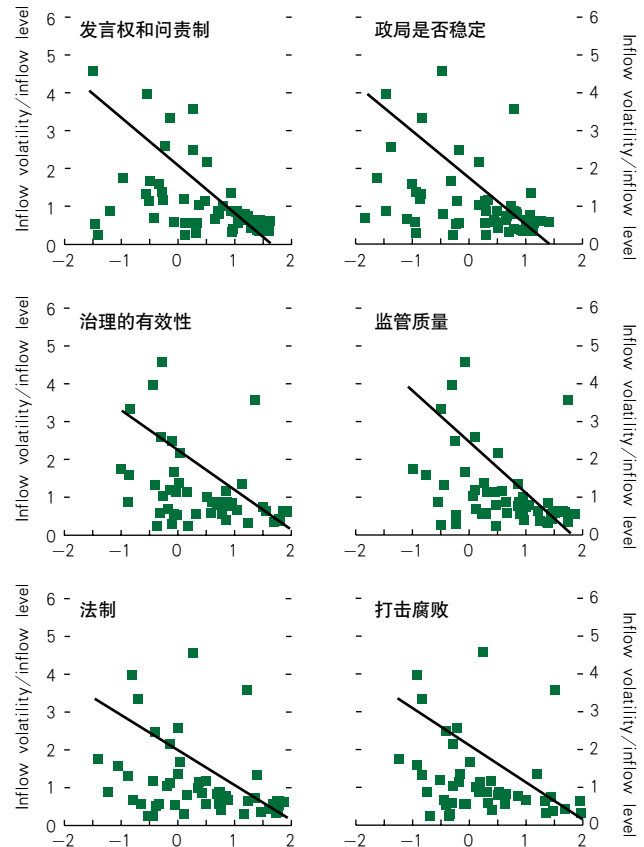
动波动呈负相关关系。针对资本流入波动制定出6项指标（监管质量、法制、打击腐败、发言权和问责制、政局稳定和政府效力），用以补充以上讨论的面板估算。<sup>13</sup> 如散点图显示的，矩阵反映出与流入波动的负相关性（见图3.3）。

### 资本流入带来的挑战和相关对策：案例分析

前面部分介绍的实证分析显示，在中期内，

13. 参见 Kaufmann、Kraay 和 Mastruzzi（2007）。面板估算不包括这些指标，因为它们与已包括在回归中的机构质量指标高度相关，而且只有5年的数据，因此，会影响统计显著性。图3.3显示，在这些年里，数值逐步平均化。

图3.3. 市场基础设施和资本流入总额的波动<sup>1</sup>



资料来源：Kaufmann、Kraay和Mastruzzi（2007）；国际货币基金组织《国际金融统计》数据库；国际货币基金组织工作人员的估算。

1. 资本流入波动指标是绝对值。

表3.3. 部分国家的指标, 2001年和2006年  
(百分比)

	实际GDP 增长率	通货 膨胀率	广义政府 余额/GDP	对外经常账户 余额/GDP	官方储备/ 短期债务 <sup>1</sup>	广义货 币/GDP	向私人部门提 供的信贷/GDP	股市总 值/GDP	股市交 易量/GDP
巴西 <sup>2</sup>									
2001	1.3	6.8	-3.3	-4.2	55.9	24.1	25.1	33.0	11.5
2006	3.7	4.2	-3.0	1.2	125.6	28.0	30.6	66.5	25.8
印度 <sup>3</sup>									
2001	3.9	3.8	-9.8	0.3	380.0	59.8	29.7	23.3	52.6
2006	9.7	6.1	-6.0	-1.1	850.0 <sup>5</sup>	73.2	47.6	92.3	72.0
罗马尼亚 <sup>3</sup>									
2001	5.7	30.3	-3.2	-5.5	496.1	25.7	8.7	5.3	0.6
2006	7.7	4.9	-1.7	-10.3	158.8 <sup>6</sup>	32.4	27.0	26.9	3.5
南非 <sup>2</sup>									
2001	2.7	6.5	-1.5	0.3	38.1 <sup>7</sup>	59.4	66.1	117.9	58.8
2006	5.0	5.0	0.4	-6.5	150.5 <sup>7</sup>	78.1	83.1	280.2	122.4
越南 <sup>4</sup>									
2001	6.9	1.9	-2.8	1.6	261.5	52.1	39.3	0.3	0.2
2006	8.2	7.2	-0.7	-0.4	522.7 <sup>6</sup>	86.4	71.3	22.7	10.1
备忘项:									
德国 <sup>2</sup>									
2001	1.2	1.9	-2.8	0.0	39.7	68.1	118.2	56.6	75.2
2006	2.8	1.8	-1.6	5.0	39.2	72.4	109.9	56.5	94.5
日本 <sup>2</sup>									
2001	0.2	-0.8	-6.3	2.1	136.6	130.0	112.9	55.3	44.8
2006	2.2	0.2	4.1	3.9	229.5	140.3	98.0	109.8	139.1
英国 <sup>2</sup>									
2001	2.4	1.2	0.9	-2.2	1.3	93.8	137.7	150.8	314.9
2006	2.8	2.3	-2.9	-3.7	0.7	114.7	176.1	159.8	319.0
美国 <sup>2</sup>									
2001	0.8	2.8	-0.4	-3.8	...	74.4	177.7	136.5	219.6
2006	2.9	3.2	-2.3	-6.2	1.4	75.5	200.3	148.3	231.2

资料来源:国际货币基金组织《世界经济展望》和《国际金融统计》的数据;美国财政部;国际货币基金组织工作人员的报告。

1.官方储备与短期债务比率中的短期外债数据采用的是下一年的数据,美国和英国除外,这两个国家采用的是同年的短期债务数据。

2.独立浮动的汇率。

3.有管理的浮动汇率。

4.传统的钉住。

5.印度的数据是财年数据(4月至次年3月)。2006年数据为初步数据。

6.2006年数据为初步数据。短期外债加敞口远期头寸。

7.短期外债加敞口远期头寸。

更具深度和流动性的股票市场以及较好的市场基础设施有助于吸引资本流入,而且随着一国金融开放度的提高,资本波动也减少。机构质量改善也有助于减少资本波动。但是,市场变化不会在一夜之间发生,而且经历资本流动激增的国家正在寻求解决短期挑战的办法。本章考察了五个国家(巴西、印度、罗马尼亚、南非和越南)的情形,并分析与大量资本流入相关的挑战和对策是否因

一国国内金融市场处在不同发展阶段而异。<sup>14</sup>

一些背景信息:这五个国家金融中介的程度差异非常大。在过去五年里,罗马尼亚私人信贷增长最快,但该国信贷与GDP的比率和广义货币与GDP的比率却最低(见表3.3)。越南股市价值增长最快,但截至2006年底,该国股市市值与GDP的比率在五个国家中是最低的。相比之下,南非的股市总值在过去五年里从较大基数

14. 附录3.2提供了有关这些国家所面临的挑战和所采取措施的更详细信息。附录3.3提供了关于一个较大组别国家的典型事实。



上增加了一倍以上，用 GDP 进行归一化处理后，其股市总值高于英国和美国；股票市场非常具有流动性，远远高于其他新兴市场。尽管该组中各国金融中介的程度不同，但近年来，五个国家的国内金融市场均得到深化，市场流动性提高。

## 主要挑战

资本流入激增带来三类挑战。

### 宏观经济

从根本上说，如果一国试图以某个汇率或汇率区间作为目标，同时，又保持对国内货币政策的控制，宏观经济目标就会产生冲突。这往往带来一些常见的挑战，其中之一是高水平的资本流入导致的汇率升值压力以及对竞争力的影响。如果无视冲突的宏观经济目标，当局就会陷入两难境地，消除货币升值压力的干预会吸引更多的资本流入。对冲干预一般会提高收益，将促进更多的资本流入和产生进一步的升值压力，因此，会影响对外竞争力和为金融不稳定埋下隐患。有价证券投资（最明显的是巴西、印度和越南）以及当由银行体系疏导资本流入（如罗马尼亚）时均会导致这种冲突（见附录 3.2）。即使当局可能避免名义汇率升值，但在许多情况下，压力仍会通过国内通货膨胀的提高而转化成实际有效汇率升值。<sup>15</sup>

### 国内金融体系

例如，各国应如何对付因大量资本流入和对外商业借款产生的信用风险和（有些国家面临的）外汇风险？在印度，虽然银行部门作为一个整体仍然健康，但信贷增长过快导致对一些银行的信贷质量产生疑虑。在越南，银行涉足高涨的股票市场，如果出现股价修正，则会产生两个方面的风险，一是银行本身股票持有面临的市场风险，

二是银行利用贷款为其客户购买股票产生的间接信用风险。在罗马尼亚，虽然金融稳健指标显示银行具备充分的资本和流动性缓冲，但由于迅速增加向住户部门提供未对冲贷款产生了间接汇率风险。在一些国内资本市场不十分发达的国家，如印度、越南和罗马尼亚以及其他一些中欧和东欧国家，各方面关注资产价格的膨胀（通常同时指股票市场和房地产市场）以及信贷增长过于集中在某些机构或部门。虽然从长期来看，金融深化（通常以私人信贷占 GDP 的比率衡量）是一个令人欢迎的结构性变化，眼下的担心是这种发展的速度是否超过了这些国家国内机构发展的速度。<sup>16</sup> 这些国家的国内资本市场尚不具有流动性，且不够多元化，大部分资本流动都通过银行体系作为中介，因此，面临的挑战主要表现为信用风险和（或）外汇风险。

### 外部挑战

新兴市场面临的外部挑战包括全球金融形势和国际投资者的风险偏好突变。举例来说，尽管南非的宏观经济实绩十分强劲，金融市场相当流动，但在 2006 年 5 月 /6 月和 2007 年 2 月 /3 月期间，汇率经历了十分剧烈的波动，当时兰特是受影响最大的新兴市场国家货币之一；另外一个原因可能是大量经常账户逆差和初级产品价格疲软。对于巴西而言，大部分资本流入是短期有价证券流动，因此，一旦国际投资者突然调整其资产组合，巴西就会面临资本突然逆转的风险。然而，由于宏观经济表现强劲，包括改善的债务构成、监管良好的金融体系和多元化的国内市场，与过去发生的资本流入激增和逆转相比，巴西的对外脆弱性下降。

## 当局采纳的金融政策

除了积累外汇资产作为金融安全缓冲之外，此处讨论的五个国家还采取了一系列旨在长期内减少对外脆弱性的改革措施。结构性改革措施包

15. 本章不讨论汇率政策带来的宏观经济影响，而是重点讨论资本流动激增带来的金融影响以及应对办法。有关宏观经济影响，参见 2007 年 10 月期《世界经济展望》有关资本流入章节的讨论（国际货币基金组织，2007c）。

16. 有关因强劲的资本流入导致的信贷快速增加的讨论，参见 Hilbers 等（2005），重点是中欧和东欧。

括加强审慎和监管框架和市场基础设施，以及促进国内资本市场的平稳发展(见附录 3.2)。例如，在南非，随着放弃汇兑管制和转为对机构投资者实行审慎监管制度，当局近年来放松了对流出资本的限制。巴西取消了对非居民持有政府债券征收预扣税的做法，虽然这种做法刚刚出台，但已吸引了较多投资者的参与。此外，还放松了对巴西机构资产基金对外投资的管制。该组中两个资本市场较发达的国家采取的措施已取得成效，包括进一步扩大了投资者基础，提高了风险多元化程度以及降低了货币和资本流入的波动性等。

还采取了其他旨在迅速减少因资本流入激增(和逆转)导致的短期脆弱性的金融措施。一些政策的效果喜忧参半，另一些政策的效果尚不明朗，因为资本流入激增仍在继续。采取的措施包括：

- 加强了对银行外汇交易的审慎要求(巴西)。另一方面，罗马尼亚在 2007 年初取消了 2005 年实行的对银行未对冲外汇贷款的严格限制，因为这种限制已不再奏效。
- 提高了银行的准备金要求(印度、罗马尼亚和越南)，并对本币和外币存款实行差异准备金要求，以此鼓励转为采用本币提供贷款(罗马尼亚)。自 2005 年开始，罗马尼亚还要求对未对冲外币贷款进行单独分类，不论还款情况如何。不清楚这些措施是否降低了未对冲住户外汇贷款的增长速度或减少了罗马尼亚银行资产负债表币种的不匹配现象。
- 为了控制信贷增长过快，印度将高增长领域(如房地产部门)的风险权重提高到巴塞尔标准以上。
- 越南采取了一系列行政措施处理银行对股票市场的风险暴露和控制过高的股价，包括严格限制银行借用新的贷款购买股票，对外国投资基金实行重新登记和新的报告要求。

### 备选金融政策<sup>17</sup>

各国采用一系列做法解决因资本流入压力带来的短期挑战。包括行政措施或市场措施，在当局的作用与市场力量的相对情况允许时，还采用非正式的官方指导。这类措施包括：(1) 提高中央银行信贷的成本；(2) 提高银行的存款准备金要求；(3) 对本币和外币存款实行不同的准备金要求；(4) 将政府存款存入中央银行；(5) 征税，以拉平本币和外币证券的收益或在两者之间制造一个“楔子”。虽然市场措施优于行政手段，但这些政策仍会直接和间接地对金融体系造成负担，并可能导致利率上升和刺激更多的资本流入。因此，应认真权衡这些措施的成本和潜在扭曲的作用及其有效性。

关于审慎措施，只有当这些措施是针对其最应该发挥作用的领域，即国内金融体系的长期稳健性，而不是勉为其难让其对付资本流入压力时，才能取得最大的效果。具体而言，银行部门审慎措施的重点是让银行了解因资本流入带来的风险和其资本结构适合资本流入的类型；要求金融机构制定适当的风险管理政策和做法，以测量和管理总体风险暴露，包括国内金融机构的境外风险暴露。让借款人更好地了解风险，尤其是外币贷款风险至关重要，因为借款人的汇率风险非常容易转变成银行的信用风险。<sup>18</sup>

与资本市场有关的审慎措施旨在加强公司治理，包括股东权益、上市要求以及清算和结算体系。可根据这样一些因素，如历史波动、剧烈波动的风险、清算期间和经纪人的资本充足率来确定保证金要求。这些系数在推动长期内的系统性和稳定方面最有效，而不是在对付短期资本流动方面。

用以减少因大量资本流入带来压力的另一项政策是放开对资本外流的管制。除巴西以外，一些国家，包括智利、中国和韩国近来放开了针对个人和机构在海外进行投资的限制性规定。这导

17. 本章讨论的重点是金融或微观经济政策，而非宏观经济政策。

18. 有关在信贷快速增长的情况下审慎措施如何确保采用稳健贷款做法的讨论，参见 Enoch 和 Ötker-Robe (2007)。

### 专栏 3.3. 在存在资本控制的情况下投资者如何进入新兴市场：印度的例子

印度强劲的经济表现引起越来越多的国际投资者的关注。但是，国际投资者进入国内固定收入、外汇和股票市场要么受到种种限制，如合格外国机构投资者计划（FII），要么根本无法进入。一些因素限制国际投资者直接投资于印度市场。例如，对外国投资者持有公司和政府债券有上限规定；不允许他们参与银行间市场；不允许他们为投机目的获得本币货币工具。此外，虽然对所有投资者一视同仁的做法令人欢迎，但对于许多外国投资者来说，较高的预扣税和其他税收以及开设和管理国内结算账户的繁杂规定都构成障碍。

许多国际投资者可以通过越来越多的渠道（尤其是随着衍生工具市场的发展）规避印度限制外国人参与当地市场的种种规定。例如，印度各种利率（不超过十年）在整个收益曲线上都存在规模较大和流动性较强的离岸市场。

衍生工具和其他交易的增加为那些有兴趣将印度作为投资场所的投资者提供了双向渠道：

- 外国投资者，包括对冲基金可通过从注册的 FII 手上购买参与凭证的方式进入印度股票市场。因此，离岸参与者可以在不注

册为 FII 的情况下进入印度股票市场。

- 在岸卢比远期市场只可用于对冲商业交易。因此，要表示对直接汇率或利率的看法，外国投资者通过无本金交割的外汇交易和利率掉期市场进行交易。这些市场上的流动性由外国银行和离岸印度账户提供。
- 印度公司通过外币可转换债券（FCCB）获得的借款重新包装成结构性信用产品，如与信用风险连结的证券和债务抵押债券。通常情况下，印度子公司离岸购买信贷组合，而对冲基金、投资银行的自营账户和其他国际机构投资者倾向于购买股票期权。印度公司表示，通过 FCCB 获得低成本融资虽稀释了股权，但还是值得的。更广义地看，印度的信用违约市场相当活跃，因为有印度银行的离岸子公司为国际投资者提供保险，如通过结构性产品。总之，离岸进入印度信用风险市场的机会是存在的。
- 鉴于对外国投资者持有有价证券仍有限制，私人部门参与者可通过私人直接股权投资越来越多地采用直接所有权渠道。为此，私人股权在资本流入中所占的比例越来越高，而且主要流入房地产部门。由于这方面的变化，外国直接投资和有价证券投资间的界线越来越难以划分。

注：本专栏的主要作者是 Rebecca McCaughrin 和孙涛。

致有价证券迅速外流，尤其是在亚洲（见专栏 3.1）。然而，从目前的数据来看，尚不能确定允许资本外流是否会有效地缓解资本流入的压力。更重要的是，决定资本流动方向和水平可能还有其他因素，因此，很难断定放开资本外流措施的有效性。还有指标显示，在以往发生的资本流入激增的情形中，在放开资本外流的同时有更多的资本流入（Reinhart 和 Reinhart, 1998）。

与早先的实证分析结果一致，开放的金融市场会鼓励更多的资本流入，广义的资本管制在管理资本流入方面通常不起作用。这类措施会造成实施和规避问题，包括治理问题，行政管制手段尤其如此，因为当局有权随意采取措施。<sup>19</sup> 我们应该区分已经实行资本管制的国家（包括相应的

<sup>19</sup> 在交易和转移需经外汇管理当局事先审批和没有明确审批标准的情况下，更成问题。



基础设施和声誉), 拖延实施既定的放开措施的国家, 以及在放开资本账户的基础上采取管制的国家。在后一类情况下, 资本管制会对信誉造成损害, 如果一国需要通过国际资本市场来满足其资金支持则更是如此。<sup>20</sup>

如果需要采用资本管制, 最好采用市场措施, 而且应该是一种过渡, 以便为建立充分的监督和管理体系或加强被监管的金融机构赢得时间。同时, 还应进行其他政策调整, 因为资本管制会随着时间推移逐步失效。<sup>21</sup> 最后, 投资者会想办法重返他们所希望进入的新兴资本市场, 因此, 会让当局为减少汇率压力而进行的努力大打折扣(见专栏 3.3)。<sup>22</sup> 无论在哪种情况下, 基于市场的管制措施, 如无息准备金, 要比行政管制手段可取。

## 主要结果和结论

本章估算的主要结果可总结如下:

- 增长和增长前景是决定资本流入水平的主要国内因素。
- 具有流动性和开放的金融市场有助于吸引资本流入。
- 金融开放度越高, 资本波动性越低。
- 资本流入的流动性部分由外部因素决定, 如全球金融流动性, 这些因素不为新兴市场国家所掌控。
- 如不同指标显示的, 机构质量起作用。具体而言, 改善的公司治理会带来更多的资本流

20. 为恢复货币政策的独立性和稳定短期资本流动, 1998年9月, 马来西亚出台一系列直接的资本和汇兑管制措施。这些措施起初是有效的, 但在5个月之后, 由于投资者和市场信心受挫造成成本损失, 当局通过采用对资本流出进行征税的方式放松了管制(Ariyoshi等, 2000)。

21. 为了限制短期资本流入, 智利在1991年出台资本管制, 规定资本最短停留期限和实行20%的无息准备金要求。这些控制成功地减少了短期资本流入。然而, 1998年取消了这些管制措施, 之前还不得不几次修改无息准备金的适用比率和范围, 以消除规避管制的渠道(Ariyoshi等, 2000)。

22. 1993-1997年, 巴西出台了各种管制措施, 以延长资本流入的逗留时间和改变其构成。由于规避成本相对于对投资者的刺激下降, 管制措施逐步失效, 之后出现更多的变种的管制措施(Ariyoshi等, 2000)。

入, 而且若干机构质量和市场基础设施指标, 包括监督质量和法治指标与资本流入波动下降呈正比。

这些结果(表明国内金融市场的质量提高资本流入的水平, 并减少了波动性)为传统的看法提供了佐证, 而且与我们在与私人机构投资者讨论中获得的看法及从五国的例子得出的结果一致。

由于资本流入激增仍在继续, 因此, 还不能就现行政策在处理目前流动激增(以及可能的撤出)中是否有效得出决定性结论。然而, 即使目前的周期转变方向, 鉴于金融全球化日益加强是一个长期趋势, 因此, 各国需要做好应付资本流动波动的准备。本章介绍了对这些国家这方面努力有所助益的长期金融政策。

除了强劲的宏观经济基本面(包括稳健的财政政策 and 更灵活的汇率政策)外, 如果一国具备以下长期结构性特点或在以下方面取得进展, 它们就更有能力对付潜在的资本流动的波动:

- 股票市场得到良好监管, 并具有深度和流动性;
- 各项指标, 包括公司治理、会计标准、法制和腐败控制均显示机构质量优异。

分析证明, 透明的政策(宏观经济和微观金融)和数据都非常重要。如果一国的政策和数据具有透明度, 同时, 对宏观和金融脆弱性进行可靠的自我评估, 金融机构和公共部门具有稳健的风险管理体系, 就能促进改善对付资本流动的能力。私人机构投资者再三强调准确和及时的数据, 以及以可预测和透明的方式与投资者进行交流的重要性, 这些因素均有助于改善对资本流动的有效管理。

除以上提出的建议之外, 由于各国面临的因资本流入带来的政策挑战不一样, 而且也不应一样, 因此, 难以提出统一的建议。各国的汇率体制不同, 所经历的资本流入的类型也不同, 因此, 面临的挑战也不同。由于各国金融市场的深度和多元化程度不同, 机构和监管建设处于不同阶段, 因此, 可采用的政策选择也不同。

然而, 有一些基本原则可以对旨在缓解由大



量资本流入产生的压力的金融部门政策提供一些基本指导：

- 放松或取消对居民资本流出实行的管制，以缓解大量资本流入带来的压力。对外投资也会实现新兴市场国家间资本的国际化，因此，可以作为实现风险多元化的工具。更多的经验可以证明这一政策的效果是否会持续。
- 监管和审慎措施在处理金融体系的健康和稳定方面起关键作用。然而，在理想的情况下，它们最适于处理审慎方面的考虑，如信贷过快增长或未对冲的外汇暴露。它们是用于确保国内金融体系的稳健性，而不是用于缓解因资本流入造成的压力。一个得到良好监管的金融体系有助于提供一个保障，使得资本能够自由流出流进金融体系，而不至于损害金融稳定。
- 资本管制只能用做最后手段，而且是作为一揽子宏观经济审慎措施的一部分。在一些情况下，这些管制手段可能可以起到抑制短期投机性流入激增的目的，尤其是在已经具备基础设施的情况下。除了需考虑这些措施是否奏效之外，还需考虑对声誉的影响。此外，人们可以找到规避管制的金融工具，因此，其有效性会逐渐丧失。

然而，除了强劲的宏观经济表现之外，国内金融市场的质量决定新兴市场经济是否能最大限度地利用资本流入带来的好处和最有效地处理潜在的资本波动。旨在立刻缓解大量资本流入压力的短期手段的效用可能并不确定，而且还会有一些副作用，或者影响实现提高国际市场质量的长期目标，包括提高市场的深度和流动性、市场基础设施、监管和机构。

过去 10 年经历的金融市场全球化（跨国和跨部门）程度日益提高具有长期和周期性因素。然而，即使在目前的周期发生变化之后，基本的金融全球化趋势可能会继续推动金融一体化，并影响先进经济体和新兴市场。因此，对付大量资本流入的最佳方法是放眼未来，发展金融市场，提高抵御资本波动的能力，而不是针对流入激增采取一些短视措施。理想的情形是资本能自由流

出流进，同时又不会破坏一国的金融稳定和实体经济。

### 附录 3.1. 估算设定和结果

我们采用面板设定和 1975 年至 2006 年的年度抽样数据估算决定 56 个抽样国家资本流入水平的因素。<sup>23</sup> 估算采用的因变量包括资本流动总量及其四个主要组成部分，即股票、债券、外国直接投资和“其他”类别。“其他”类别主要包括银行贷款、金融衍生工具（在许多国家这类工具不作为单独类别报告）和货币市场工具。用名义 GDP 处理后，各变量归一化。在建立的模型中，资本流入总量及其各组成部分是一组金融发展变量以及考虑这些变量可能产生影响的两个宏观经济指标的函数。

面板回归使用的是以下 56 个抽样国家的数据：

- 15 个发达经济体：澳大利亚、比利时、加拿大、法国、德国、希腊、意大利、日本、荷兰、新西兰、西班牙、瑞典、瑞士、英国和美国。
- 12 个新兴市场经济体——亚洲：中国、中国香港特别行政区、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、巴基斯坦、菲律宾、新加坡、斯里兰卡、泰国和越南。
- 20 个新兴市场经济体——欧洲、中东和非洲：阿尔及利亚、保加利亚、科特迪瓦、克罗地亚、捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、以色列、约旦、拉脱维亚、立陶宛、摩洛哥、尼日利亚、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、沙特阿拉伯、斯洛文尼亚、南非和土耳其。
- 9 个新兴市场经济体——拉丁美洲：阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、厄瓜多尔、墨西哥、巴拿马、秘鲁和委内瑞拉。

我们考虑了两类因素：宏观经济因素和金融发展指标。

23. 由于面板数据结构不平衡，估算未纳入一些抽样国家。

### 宏观经济因素

(1) 利差：实际利率差异，计算一年期国库券利率与世界利率（经实际 GDP 加权的各国一年期利率的平均值）之差；

(2) 增长率：增长的适应性预期，计算为前一年的实际 GDP 增长率；

(3) 全球流动性：欧元区、日本和美国广义货币供应总量 ( $M_1$ ) 的变化，这是一个较常用的全球流动性替代指标。

### 金融发展指标

(1) 股市总值和股票市场交易量，用名义 GDP 对每项指标进行了正态化处理；<sup>24</sup>

(2) Chinn 和 Ito (2006) 报告的金融开放度是将国际货币基金组织《汇兑安排与汇兑限制年度报告》中报告的对跨境金融交易的限制进行了系统性归纳，作为衡量一国资本账户开放度的指标；

(3) 公司治理的质量：是一个事实上，而不是法律意义上的指标，由三项指标的简单平均数组成，是根据在股票市场上市的抽样非金融公司的会计和市场数据计算的 (De Nicolò、Laeven 和 Ueda, 2006)；

(4) 会计标准：衡量公司披露的会计信息数据 (De Nicolò、Laeven 和 Ueda, 2006)。

我们还对设定中的信贷市场深度（近似于以名义 GDP 进行归一化处理的私人信贷余额变化）做了面板估算，以此作为资本流入水平和波动性的解释变量。然而，在大多数情况下，变量显示的是负号，而且通常并不显著。一个可能的解

24. 这些数据的来源是 World Federation of Exchanges、Datastream 和标准普尔的新兴市场数据库。

释是，由于运行良好的国内资本市场可以提供国内储蓄并减少对国际市场融资的需要，因此，国内银行对私人部门提供的信贷可以代替资本流动（包括对外银行借款）。

估算资本流动水平决定因素使用的设定还用于估算资本流入波动，后者等于五年期滚动数据的标准差除以名义 GDP。<sup>25</sup> 采用一般动差法 (GMM) 估算，以自变量滞后值作为工具变量。<sup>26</sup> 为避免使用非平稳变量，并保持较大的抽样，估算局限于资本流入总量的波动，采用与完整国家抽样相同的平稳程序。

对面板和单个单位根进行了单位平方根检验。Levin、Lin 和 Chu (2002) 以及 Breitung (2000) 分别进行了两种检验，以确定是否存在共同单位根过程。还进行了另外三项检验，即 Im、Pesaran 和 Shin (2003)、Fisher 类检验（采用扩大的 Dickey-Fuller）以及 Phillips-Perron 检验 (Maddala 和 Wu, 1999; Choi, 2001) 来检验单位序列的单位根。检验显示，大多数变量都遵循一个平稳过程。股票、证券和外国直接投资波动的变量除外。1998-2006 年的检验结果类似。

下面的一些表显示面板回归中使用变量的描述性统计量（见表 3.4），涉及所有抽样国家和新兴市场国家 30 年间的水平估算结果（见表 3.5 和表 3.6）和这些国家在 1998-2006 年的估算结果（见表 3.7 和表 3.8）。

25. 见 2007 年 4 月期《全球金融稳定报告》专栏 2.5 采用的类似方法（国际货币基金组织，2007）。

26. 鉴于我们对有关序列相关性的波动性测算的检验结果不一致，一些情况的结果非常不显著，因此，我们不使用因变量滞后值作为工具，因为在一般动差法框架中，对工具的这种使用是不适当的。

表3.4. 面板回归中使用变量的描述性统计量, 1975–2006年

	平均值	中位值	标准差	偏倚度	峰度	观察值 <sup>1</sup>
<b>因变量<sup>2</sup></b>						
<b>水平</b>						
资本流入总量	6.336	4.276	18.439	-0.504	126.707	1 502
有价证券	1.327	0.254	3.207	2.954	43.176	1 470
股票	0.417	0.000	1.616	12.184	242.222	1 482
债券	0.899	0.028	2.602	2.092	60.527	1 486
外国直接投资	2.192	1.110	3.237	2.965	19.351	1 506
其他 <sup>3</sup>	2.821	1.628	16.832	-0.558	148.527	1 512
<b>波动<sup>4</sup></b>						
资本流入总量	4.761	2.562	11.514	9.151	98.941	1 279
有价证券	1.143	0.628	1.796	4.668	34.551	1 250
股票	0.472	0.175	1.049	9.765	147.276	1 262
债券	0.905	0.423	1.493	5.013	40.978	1 266
外国直接投资	1.024	0.516	1.384	3.329	20.172	1 282
其他 <sup>3</sup>	3.950	1.845	11.010	9.353	101.662	1 288
<b>自变量</b>						
<b>宏观经济因素</b>						
利差 <sup>5</sup>	2.955	0.643	17.106	3.884	32.608	1 168
增长预期 <sup>6</sup>	3.560	3.808	4.196	-0.722	5.580	1 668
全球流动性 <sup>7</sup>	9.269	7.505	8.128	0.380	2.494	1 736
<b>金融发展指标</b>						
股市总值 <sup>8</sup>	6.007	2.674	20.948	1.405	30.046	1 196
股市交易量 <sup>8</sup>	5.476	0.766	23.666	2.425	28.604	968
金融开放度 <sup>9</sup>	0.571	-0.062	1.650	0.056	1.403	1 474
公司治理质量 <sup>10</sup>	0.612	0.615	0.076	-0.619	4.495	420
会计标准 <sup>10</sup>	0.843	0.850	0.041	-1.010	5.362	427

资料来源: Bloomberg; Chinn和Ito (2006); Datastream; De Nicolò等 (2006); 国际货币基金组织《国际金融统计》和《世界经济展望》数据库、标准普尔新兴市场数据库; 世界证券交易所联合会。

1. 不同的观察值数是因各国时间序列不同以及截面数据的可得性不同所致。
2. 名义GDP比率 (百分比)。
3. 主要是银行贷款。
4. 计算资本流入各组成部门的标准差采用的是滚动的五年期数据。
5. 一年期实际利率减去世界利率 (每项利率经实际GDP加权的平均值, 以百分比表示)。
6. 用前一年的实际GDP增长率测算 (即适应性预期)。
7. 欧元区、日本和美国为M<sub>1</sub>和官方储备的增长率。
8. 用名义GDP分别除以股市总值和股票交易量 (以百分比表示)。
9. 该指标由Chinn和Ito计算 (2006)。
10. 该指标由De Nicolò、Laeven和Ueda计算 (2006)。

表3.5. 资本流入决定因素的固定效应面板最小二乘估算  
(所有国家, 完整抽样)

	资本流入/GDP <sup>1</sup>					
	总量	有价证券 总量	股票	债券	外国直接 投资	其他 <sup>2</sup>
<b>宏观经济因素</b>						
利差	0.043 [0.030]**	-0.009 [0.448]	-0.003 [0.705]	-0.005 [0.441]	0.021 [0.004]***	0.031 [0.106]
增长预期	0.489 [0.000]***	-0.027 [0.749]	-0.034 [0.471]	0.006 [0.940]	0.109 [0.000]***	0.406 [0.001]**
全球流动性	-0.009 [0.849]	0.002 [0.914]	-0.004 [0.596]	0.006 [0.732]	-0.035 [0.010]**	0.025 [0.452]
<b>金融发展指标</b>						
股市总值	0.027 [0.292]	0.002 [0.764]	0.004 [0.642]	-0.002 [0.703]	0.019 [0.039]**	0.007 [0.789]
股市交易量	0.127 [0.002]***	0.018 [0.002]***	0.014 [0.013]**	0.004 [0.369]	0.018 [0.000]***	0.091 [0.013]**
金融开放度	1.647 [0.000]***	0.680 [0.000]***	0.087 [0.075]*	0.590 [0.000]***	0.435 [0.000]***	0.537 [0.037]**
<b>其他因素</b>						
常量	2.294 [0.010]***	0.979 [0.145]	0.528 [0.126]	0.454 [0.459]	1.470 [0.000]***	-0.198 [0.818]
1998-2006年的虚拟	1.870 [0.008]***	1.034 [0.006]***	0.292 [0.034]**	0.745 [0.031]**	1.232 [0.000]***	-0.297 [0.577]
经调整的R <sup>2</sup>	<b>0.552</b>	<b>0.306</b>	<b>0.239</b>	<b>0.317</b>	<b>0.662</b>	<b>0.418</b>
时间序列抽样 (年度)	1977-2006	1977-2006	1977-2006	1977-2006	1977-2006	1977-2006
截面国家数	47	47	47	47	47	47
观察值数 <sup>3</sup>	672	665	672	665	672	672

资料来源: Bloomberg; Chinn和Ito (2006); Datastream; De Nicolò等 (2006); 国际货币基金组织《国际金融统计》和《世界经济展望》数据库、标准普尔新兴市场数据库; 世界证券交易所联合会。

1. 百分比。方括号为概率值 (\*\*\*)表示在1%的水平上显著; \*\*表示在5%的水平上显著; \*表示在10%的水平上显著)。

怀特型截面标准误差和根据稳健估计量修正的有自由度的协方差。

2. 主要是银行贷款。

3. 观察总数基于不平衡的面板结构。



表3.6. 资本流入决定因素的固定效应面板最小二乘估算  
(新兴市场经济体, 完整抽样)

	资本流入/GDP <sup>1</sup>					
	总量	有价证券总量	股票	债券	外国直接投资	其他 <sup>2</sup>
<b>宏观经济因素</b>						
利差	0.022 [0.248]	-0.023 [0.057]*	-0.011 [0.313]	-0.012 [0.072]*	0.020 [0.010]***	0.025 [0.244]
增长预期	0.404 [0.000]***	-0.115 [0.236]	-0.061 [0.275]	-0.055 [0.535]	0.093 [0.002]***	0.421 [0.008]***
全球流动性	-0.003 [0.948]	-0.007 [0.656]	0.007 [0.442]	-0.014 [0.254]	-0.028 [0.054]*	0.032 [0.415]
<b>金融发展指标</b>						
股市总值	0.020 [0.512]	0.000 [0.972]	0.001 [0.953]	0.000 [0.980]	0.021 [0.072]*	0.000 [0.985]
股市交易量	0.150 [0.003]***	0.020 [0.017]**	0.017 [0.008]***	0.002 [0.616]	0.018 [0.001]***	0.113 [0.010]***
金融开放度	1.550 [0.000]***	0.483 [0.001]***	0.006 [0.921]	0.475 [0.000]***	0.510 [0.000]***	0.559 [0.027]**
<b>其他因素</b>						
常量	3.440 [0.001]***	2.200 [0.013]**	0.839 [0.107]	1.354 [0.088] <sup>b</sup>	1.827 [0.000]***	-0.522 [0.670]
1998-2006年的虚拟	-1.260 [0.062]*	-0.760 [0.107]	-0.066 [0.791]	-0.676 [0.110]	1.141 [0.000]***	-1.679 [0.013]**
经调整的R <sup>2</sup>	<b>0.510</b>	<b>0.129</b>	<b>0.274</b>	<b>0.040</b>	<b>0.730</b>	<b>0.350</b>
时间序列抽样 (年度)	1977-2006	1977-2006	1977-2006	1977-2006	1977-2006	1977-2006
截面国家数	32	32	32	32	32	32
观察值数 <sup>3</sup>	460	453	460	453	460	460

资料来源: Bloomberg; Chinn和Ito (2006); Datastream; De Nicolò等 (2006); 国际货币基金组织《国际金融统计》和《世界经济展望》数据库、标准普尔新兴市场数据库; 世界证券交易所联合会。

1. 百分比。方括号为概率值 (\*\*\*)表示在1%的水平上显著; \*\*表示在5%的水平上显著; \*表示在10%的水平上显著)。  
怀特型截面标准误差和根据稳健估计量修正的有自由度的协方差。

2. 主要是银行贷款。

3. 观察总数基于不平衡的面板结构。

表3.7. 资本流入决定因素的固定效应面板最小二乘估算  
(所有国家, 1998–2006年)

	资本流入/GDP <sup>1</sup>					
	总量	有价证 券总量	股票	债券	外国直接 投资	其他 <sup>2</sup>
<b>宏观经济要素</b>						
利差	0.109 [0.001]***	-0.027 [0.405]	-0.014 [0.648]	-0.013 [0.154]	0.033 [0.084]*	0.103 [0.056]*
增长预期	0.668 [0.000]***	-0.064 [0.667]	-0.099 [0.496]	0.035 [0.435]	0.175 [0.046]**	0.552 [0.016]**
全球流动性	0.013 [0.863]	0.036 [0.198]	0.001 [0.955]	0.036 [0.037]**	-0.060 [0.006]***	0.010 [0.785]
<b>金融发展指标</b>						
股市总值	0.039 [0.312]	0.008 [0.500]	0.009 [0.460]	-0.001 [0.858]	0.023 [0.052]*	0.008 [0.815]
股市交易量	0.139 [0.003]***	0.017 [0.003]***	0.016 [0.030]**	0.001 [0.908]	0.020 [0.000]***	0.103 [0.025]**
金融开放度	3.488 [0.000]***	0.977 [0.002]***	0.387 [0.101]	0.559 [0.132]	1.143 [0.005]***	1.427 [0.038]**
公司治理质量	30.128 [0.076]*	-9.562 [0.170]	-11.948 [0.041]**	2.443 [0.257]	-0.849 [0.895]	40.026 [0.000]***
会计标准	0.019 [0.998]	3.103 [0.772]	2.788 [0.760]	0.224 [0.975]	-12.126 [0.008]***	8.194 [0.569]
<b>其他要素</b>						
常量	-17.696 [0.247]	5.278 [0.494]	6.019 [0.275]	-0.654 [0.915]	12.635 [0.064]*	-34.578 [0.001]***
经调整的R <sup>2</sup>	<b>0.616</b>	<b>0.485</b>	<b>0.221</b>	<b>0.607</b>	<b>0.653</b>	<b>0.469</b>
时间序列抽样 (年度)	1998–2006	1998–2006	1998–2006	1998–2006	1998–2006	1998–2006
截面国家数	34	34	34	34	34	34
观察值数 <sup>3</sup>	277	272	277	272	277	277

资料来源: Bloomberg; Chinn和Ito (2006); Datastream; De Nicolò等 (2006); 国际货币基金组织《国际金融统计》和《世界经济展望》数据库、标准普尔新兴市场数据库; 世界证券交易所联合会。

1. 百分比。方括号为概率值 (\*\*\*)表示在1%的水平上显著; \*\*表示在5%的水平上显著; \*表示在10%的水平上显著)。

怀特型截面标准误差和根据稳健估计量修正的有自由度的协方差。

2. 主要是银行贷款。

3. 观察总数基于不平衡的面板结构。

**表3.8. 资本流入决定因素的固定效应面板最小二乘估算  
(新兴市场经济体, 1998–2006年)**

	资本流入/GDP <sup>1</sup>					
	总量	有价证券总量	股票	债券	外国直接投资	其他 <sup>2</sup>
<b>宏观经济因素</b>						
利差	0.086	-0.036	-0.030	-0.005	0.033	0.089
	[0.004]***	[0.367]	[0.446]	[0.610]	[0.073]*	[0.130]
增长预期	0.782	-0.065	-0.126	0.059	0.158	0.690
	[0.000]***	[0.699]	[0.465]	[0.029]**	[0.046]**	[0.021]**
全球流动性	-0.036	0.028	0.031	-0.003	-0.055	-0.009
	[0.353]	[0.350]	[0.203]	[0.765]	[0.003]***	[0.831]
<b>金融发展指标</b>						
股市总市值	0.018	0.003	0.003	0.001	0.028	-0.013
	[0.739]	[0.843]	[0.885]	[0.839]	[0.078]*	[0.767]
股市交易量	0.216	0.031	0.024	0.006	0.021	0.165
	[0.001]***	[0.008]***	[0.025]**	[0.106]	[0.001]***	[0.003]***
金融开放度	3.164	1.155	0.219	0.900	1.112	0.993
	[0.001]***	[0.001]***	[0.497]	[0.000]***	[0.007]***	[0.226]
公司治理质量	16.225	-20.619	-14.584	-5.793	-1.227	36.792
	[0.290]	[0.001]***	[0.018]**	[0.004]***	[0.846]	[0.002]***
会计标准	-10.995	2.825	-5.631	8.098	-17.868	4.257
	[0.647]	[0.862]	[0.724]	[0.132]	[0.043]**	[0.784]
<b>其他因素</b>						
常量	-1.778	11.322	14.959	-3.463	18.646	-31.190
	[0.914]	[0.325]	[0.188]	[0.500]	[0.004]***	[0.006]***
<b>经调整的R<sup>2</sup></b>	<b>0.514</b>	<b>0.220</b>	<b>0.259</b>	<b>0.137</b>	<b>0.768</b>	<b>0.369</b>
时间序列样本 (年度)	1998–2006	1998–2006	1998–2006	1998–2006	1998–2006	1998–2006
截面国家数	19	19	19	19	19	19
观察值数 <sup>3</sup>	151	146	151	146	151	151

资料来源: Bloomberg; Chinn和Ito (2006); Datastream; De Nicolò等 (2006); 国际货币基金组织《国际金融统计》和《世界经济展望》数据库、标准普尔新兴市场数据库; 世界证券交易所联合会。

1. 百分比。方括号为概率值 (\*\*\*)表示在1%的水平上显著; \*\*表示在5%的水平上显著; \*表示在10%的水平上显著)。怀特型截面标准误差和根据稳健估计量修正的有自由度的协方差。

2. 主要是银行贷款。

3. 观察总数基于不平衡的面板结构。

## 附录3.2. 近来资本流入取得的经验：巴西、印度、罗马尼亚、南非和越南

国家	近来资本流入的类型：政策框架和 金融体系	与资本流入有关的挑战		当局采纳的政策
		宏观经济	金融	
巴西	<p>在2007年3月之前的四个季度里，资本流入超过400亿美元，而在这之前的几个季度里为负流入（即债务还款）和巴西公司的对外投资。除了持续强劲的外国直接投资流入之外，预计2007年的有价证券（股票和债券）流入将创历史新高。2006年巴西首次公开募股约2/3的购买者为外国投资者，预计此趋势将持续。两位数的名义利率和强劲的经济基本面使巴西成为一个有利可图的套利交易场所，短期资本流入因此激增。</p> <p>20世纪90年代初以来，逐步放开对汇率和资本账户的管制。然而，法律制度并没有据此作出相应调整，仍然复杂和不明确。例如，政府仍可以对外汇流出实施管制——登记要求和税收法律为酌情管制跨境资金流动提供了方便。</p> <p>与其他新兴市场相比，巴西的金融体系比较多元化，规模也最大，而且有一个先进的衍生产品市场。其金融体系得到较好的监管，在重组之后变得更为简化和有效。就机构角度而言，由银行主导的金融部门的集中程度较高：2006年底，最大的十家银行占银行部门资产的73%。非银行金融部门在较低的基础上迅速增长。尤其是，投资基金管理的资产急剧上升，从2002年占GDP的22%上升到2006年的34%。股票市场上的交易活动也有所增加，但许多大公司仍倾向于在纽约上市。</p>	<p>2007年头4个月，里尔的名义有效汇率升值5.25%——幅度高于大多数其他新兴市场国家。以实际有效汇率衡量，2004年以来升值近40%。尽管货币在升值，近几个月，出口走出了去年的不景气并开始回升。当然，竞争力还是受到不利影响。</p> <p>收益率继续吸引外国投资者，这加剧了里尔的升值压力。</p> <p>通过出售里尔政府债券进行对冲会因利息成本上升而导致国债增加。</p>	<p>国际风险偏好急剧变化会带来有价证券流入迅速逆转的风险。</p>	<p>汇率体制为独立浮动，但当局在过去几个月里频繁干预预期和远期市场。</p> <p>政策利率大幅度下降（2005年以来累积下降825个基点）。</p> <p>尤其是20世纪90年代危机以来，进行了若干改革，加强了金融部门的审慎监管框架。当局定期对外汇、信贷和利率风险进行压力测试。</p> <p>2007年6月加强了对银行外汇交易的审慎要求。</p> <p>放松了对居民资本流出的管制，共同基金和其他投资基金分别可将不超过资产的20%和10%投资于国外。</p> <p>2007年初，将部分进口关税提高到国际贸易组织允许的最高水平。另外，向受升值影响的传统部门的出口商提供带补贴的信贷额度和税收抵免，当然，这些优惠措施的规模很小。</p>
印度	<p>近几年，资本流入增加到近GDP的5%。2006-2007年的资本流入包括贷款、债券和外国直接投资；同时，印度公司的对外投资流出也在增加。资本流入还反映了跨境对冲交易。近来，股票资金流入回升，部分是由于2007年第一季度发生大量的首次公开募股。</p> <p>虽然2007年的外国直接投资流入总量将首次超过有价证券资金流入，但与其他新兴市场相比，规模仍较小（Poirson, 2007）。虽然股票市场已经深化，包括外国投资者参加了20%以上的交易，但其他市场，如货币市场和公司证券市场仍缺乏流动性。养老金改革近来取得的进展是深化市场和扩大机构投资者基础的前奏。</p>	<p>流动性条件仍较宽松，在取消逆向回购窗口下的吸纳上限之后，预计流动性条件会紧张一些。预计银行隔夜拆借利率将高于目前的低水平。</p> <p>卢比迅速升值，但竞争力迄今尚未受到影响。然而，要保持竞争力要求改善基础设施、降低关税和改善投资环境（Purfield, 2006）。</p>	<p>信贷迅速增长，人们因此对一些银行的信贷质量表示关注，但银行体系作为一个整体仍是健康的。</p> <p>公司国外信贷迅速增加以及对冲程度存在的不确定性可能导致信贷或外汇风险，但流动性/杠杆比率仍适中。</p>	<p>2004年9月以来几次提高关键政策利率，银根逐步紧缩。</p> <p>据报道，2006年11月份以来，印度储备银行每个月都干预汇率市场，为的是放慢卢比的升值速度，部分是通过对冲进行干预。</p> <p>近期，连续四个月几次提高准备金比率，总计提高了1%，目的是吸收银行体系中多余的流动性。</p> <p>提高了市场对冲债券的发行上限。</p> <p>提高了一般存款准备金要求，将迅速增长部门，如房地产部门的风险权重提高到巴塞尔标准以上，以此抑制迅速的信贷增长。</p> <p>继续逐步放开资本流动。尽管仍实施管制，包括程序障碍和审批要求，但近来进行了一些改革，包括放开对一些部门在国外进行投资/直接投资的限制，并放松了对外商业借款的管制。印度储备银行组建的外部专家委员会制定出资本账户可兑换路线图（Tarapore报告），制定了放开资本流入的优先顺序：卢比计值债务优先于外币债务；中长期债务优先于短期债务；直接投资优先于有价证券流动。</p> <p>印度储备银行还采取一些银行改革措施，以提高公有银行的自主性和增加外国银行的参与，2005年以来允许外国银行成立分支机构。目前，外国银行约占银行体系总资产的7%。</p>



## 附录3.2 (续)

国家	近来资本流入的类型；政策框架和金融体系	与资本流入有关的挑战		
		宏观经济	金融	当局采纳的政策
罗马尼亚	<p>强劲的资本流入弥补了日益增加的经常账户逆差，并导致列伊明显升值，因此，引起对丧失竞争力的担心。2004年放开资本账户和即将加入欧盟的前景导致资本流入急剧增加。2006年经常账户逆差中的91%是不产生债务的资本流入。预计私有化流入将减少，因此，2007年，非债务流入的比率将下降。</p> <p>由于不具备发达的资本市场，资本流入主要通过银行体系传导。国内与国外利率的巨大差异导致信贷迅速增长，间接的外汇风险和可能恶化的贷款组合导致银行的脆弱性增加。2005年至2006年，私人部门的外部借款增长了28%，达到GDP的11%。</p>	<p>国内需求导致经常账户逆差扩大。政府预算面临压力（迫切的支出需求、公共部门工资上涨、低收入比率以及近来批准大幅度上调养老金）可能加重经济过热。</p> <p>货币政策面临两难：紧缩银根会导致新的资本流入和汇率升值，因此，担心对外竞争能力会受影响。</p> <p>住房市场过热；资产价格上升。</p>	<p>金融稳健指标表明，银行部门具有充足的资本和流动性缓冲。</p> <p>银行面临严重的间接外汇风险（据悉该国未对冲消费贷款是该地区最高者之一）。</p> <p>信用风险令人关注。竞争日益加剧可能导致银行向信用状况较差的借款人提供信贷。尽管具有良好的操作环境，不良贷款比率基本未变（按总额计算为8%，包括损失贷款、可疑贷款和次级贷款；此外，采用的分类标准和准备金要求比较保守）。</p> <p>由于把抵押品用作缓冲，贷款损失准备金的覆盖率较低，但危机一旦发生，抵押品可能难以收回。</p> <p>易受世界利率变化和全球风险偏好变化的影响。</p>	<p>在取消对短期资本流入的限制之后，2005年采用通货膨胀目标法；但在金融市场看来，货币当局仍处在将通货膨胀目标作为一个优先于汇率政策目标的过程中。</p> <p>为鼓励减少外汇贷款，对银行的准备金水平和基础进行了一些调整（目前外汇和本币负债的准备金比率分别为20%和40%）。</p> <p>严格了对住户贷款的限制，2005年8月出台一个与借款人净月收入挂钩的偿债上限，但2007年3月取消了此上限。还取消了对抵押贷款25%的首付要求。</p> <p>2005年9月，规定银行未对冲的外币贷款不能超过其自有资本的三倍。2007年初，由于不再奏效被取消。此规定带来对列伊贷款需求增长这一短期影响。</p> <p>2005年，无论还款情况如何，要求银行一律将未对冲的外汇贷款归为“关注”贷款。</p> <p>跨国合作得到加强（与在罗马尼亚开设银行国家的监管当局签署谅解备忘录）。</p>
南非	<p>近几年，南非获得大量资本净流入（主要是有价证券），2001年尚为净流出，2006年净资本流入超过GDP的8%，其中主要是有价证券投资，几乎占GDP的5%。</p> <p>1995年以来，取消了对非居民的汇兑管制，并放松了对居民资本交易的控制。对居民资本交易的控制目前主要包括对外国直接投资的管制、对机构投资者资本流出规定上限以及对个人境外投资规定上限。银行体系比较深化，其保险部门的渗透度是新兴市场国家中最高的，接近英国的水平。银行部门资本充足，盈利状况良好，资产迅速增长，不良资产比率较低。当地的资本市场，包括衍生工具市场较发达。证券化发展如雨后春笋，虽然起点较低。</p>	<p>尽管基本面强劲，包括外债较低和金融体系稳健，但过去几年里，经常账户逆差不断增加，这主要是由于国内需求强劲。2006年，逆差达到GDP的6.5%，预计2007年将持平，之后几年将逐步下降。</p> <p>尽管宏观经济成绩骄人，但仍存在脆弱性，2007年2月/3月及2006年5月/6月发生的动荡，就是最好的说明，兰特是受到最严重冲击的新兴市场货币之一。但是，资本流入似乎并没有受到太大的影响。</p> <p>政府的官方“增长诊断”研究发现，汇率波动是制约南非经济增长的一个因素。然而，对此问题的官方立场是，通过加强国际储备和持续奉行稳健的官方经济政策来减少波动。</p>	<p>虽然住户部门债务明显增加，住户的偿债比率仍较适中，截至2007年3月，约为可支配收入的9%，当然，这些平均数的背后可能存在一些薄弱环节。目前的不良贷款比率较低。</p> <p>易受世界利率变化和全球风险偏好变化的影响。易受初级产品价格下降的影响。</p>	<p>财务状况强劲，抵御冲击和突然停顿的能力因此加强，并支持了金融市场信心。</p> <p>由于通货膨胀前景恶化，2006年紧缩银根，2007年再次采取紧缩措施。</p> <p>近年来，放松了对外国直接投资外流的限制。当局的策略是从控制资本流转向对机构投资者实施审慎监管。</p>

## 附录3.2 (续完)

国家	近来资本流入的类型；政策框架和金融体系	与资本流入有关的挑战		
		宏观经济	金融	当局采纳的政策
越南	<p>2006年，有价证券流入总额（主要是股票）估计为19亿美元，外国投资者参与了日股票交易量的30%到50%。股票市场因此出现了前所未有的高涨，2006年，该国的股票指数上涨了145%，截至2007年7月27日，又上涨了25%。</p> <p>主导银行体系，尤其是外汇交易的是少数几家国有银行。非银行金融部门尚处在发展的早期阶段。30%到40%的外汇交易由外贸银行从事。由于对盾和当地银行体系的信心不断提高，加上资本流入，在过去几年里存款每年增加31%，银行信贷迅速增加。资本市场监管框架、交易基础设施和信息系统的尚处于早期发展阶段。债券市场处于分割状态，二级市场不活跃，大多数投资者持有债券直到到期日。</p>	<p>为支持事实上的钉住美元体制，货币政策可进行大量干预。如果这类政策不可持续，允许盾升值，则会影响出口部门的竞争力。</p> <p>股市高涨带来的财富效应可能会带来消费或投资引导的进口激增和再次出现大量的经常账户逆差。</p>	<p>各项指标表明股市严重高估。20家最大上市公司（占股市市值的99%）的市盈率估计为30。</p> <p>大银行对股票市场的风险暴露会引起严重的信用风险。</p> <p>易受世界利率变化和全球风险偏好变化的影响。</p>	<p>当局采取一系列对策，包括大量积累储备，以便在发生有价证券流入逆转时能轻松地满足国际收支需要；进行对冲操作以及近来采取更灵活的汇率体制。</p> <p>近来还采取措施加强对股票市场的监管，并计划进一步加强审慎监管。</p> <p>限制银行以购买股票为目的提供新贷款，以限制股市纠正对银行体系产生波及影响。</p> <p>要求证券公司和投资基金管理人员提供近来股票市场操作的有关信息。</p> <p>要求投资基金代表处在国家证券委员会登记。</p>

注：本附录的作者是L. Effie Psalida。Turgut Kisinbay、Annamaria Kokenyne、Gillian Nkhata、Seiichi Shimizu、Judit Vadasz 和地区部门提供了素材。

## 附录3.3. 近来资本流入取得的经验：部分国家

国家	汇率体制 (事实上的)	资本流入的最主要形式 <sup>1</sup>	与资本流入有关的挑战	当局采纳的政策
中国	爬行钉住	外国直接投资 股票	信贷迅速增长 通货膨胀压力	通过提高基准贷款利率和存款准备金比率紧缩银根。 通过行政管制和贷款指导来控制信贷增长。 逐渐放开汇兑管制（市场改革、放开资本流出）
哥伦比亚	没有事先确定汇率变动路径的管理浮动	银行贷款 外国直接投资 股票	通货膨胀压力 升值压力 内需迅速增长	资本管制（无利息准备金） 外汇干预
埃及	传统的固定钉住 (钉住美元)	外国直接投资 股票和债券 工人汇款（广义的）	升值压力 通货膨胀压力	通过提高政策利率紧缩银根 为防止汇率升值进行干预 结构性改革，包括进行私有化以吸引外国直接投资
匈牙利	水平波幅内的钉住 汇率	外国直接投资 债券（主权） 银行贷款（短期）	通货膨胀压力 升值压力 迅速的信贷增长（住户信贷和外币贷款） 因全球性外因造成资本流动逆转的风险	财政整顿 改善通货膨胀目标 采取行政措施，提高借款人的汇率风险意识。
冰岛	独立浮动	债券（银行发行）	通货膨胀压力 资本流动逆转的风险（突然贬值）	通过提高政策利率来紧缩银根
印度尼西亚	没有事先确定汇率变动路径的管理浮动	外国直接投资 债券 股票	因全球性因素造成资本流动逆转的风险	通过提高政策利率来紧缩银根 根据清迈倡议，印度尼西亚当局与中国和日本达成货币互换协议
哈萨克斯坦	没有事先确定汇率变动路径的管理浮动	总流入（能源出口收入） 银行贷款 外国直接投资	升值压力 信贷快速增长	紧缩银根 采取审慎措施，限制银行借款和信贷膨胀。
韩国	独立浮动	外国直接投资 金融衍生工具	对住户以及中小企业部门的信贷迅速增长（企业利润率下降，尤其是中小企业）	宏观经济/货币政策措施 放开资本外流 转向以风险为基础的监督
新西兰	独立浮动	债券（国内银行和公司）	通货膨胀压力（中期） 资本流动逆转的风险（突然贬值）	通过提高政策利率来紧缩银根 进行外汇干预（2007年6月，1985年以来的第一次）
巴基斯坦	传统的固定钉住（钉住美元）	外国直接投资 债券（主权）	通货膨胀压力 信贷快速增长 因全球性因素造成资本流动逆转的风险	积累储备
秘鲁	没有事先确定汇率变动路径的管理浮动	外国直接投资 股票	升值压力 因全球性因素造成资本流动逆转的风险	积累储备 财政整顿 加强审慎框架
菲律宾	独立浮动（根据重新分析） 没有事先确定汇率变动路径的管理浮动	工人汇款（广义的） 外国直接投资	升值压力（丧失竞争力） 金融部门的风险管理不充分	积累储备 转向国内预算融资 放开外汇体系

## 附录3.3 (续完)

国家	汇率体制 (事实上的)	资本流入的最主要形式 <sup>1</sup>	与资本流入有关的挑战	当局采纳的政策
波兰	独立浮动	外国直接投资 债券 股票 银行贷款	升值压力 通货膨胀压力 本币和外币信贷迅速增长 因全球性因素造成资本流动逆转的风险	紧缩财政(欧洲联盟趋同) 货币自由浮动 放开资本账户 根据加入欧盟的要求加强审慎管理框架 加强对外币计值贷款的风险管理和披露标准
俄罗斯	没有事先确定汇率变动路径的管理浮动	总流入(能源出口收入) 银行贷款(公司), 包括套利交易 外国直接投资	通货膨胀压力 升值压力 信贷快速增长 资产价格膨胀	紧缩银根 提高汇率的灵活性 部分放开资本账户, 包括取消当初为控制资本流动而采用的特别账户和无偿的准备金要求 加强审慎管理和监督
泰国	没有事先确定汇率变动路径的管理浮动	外国直接投资 有价证券 与银行有关的流动	升值压力(对竞争能力和波动性的担心)	干预外汇市场和道义劝告 实行无偿的准备金要求, 以此控制资本控制 部分放开资本外流
土耳其	独立浮动	债券 股票 银行贷款 外国直接投资	升值压力 信贷快速增长 公司部门面临的汇率风险	允许货币升值 提高资本充足率标准 提高准备金要求 采取措施改善流动性管理
乌拉圭	没有事先确定汇率变动路径的管理浮动	债券 股票	升值压力	干预外汇市场、积累储备和放慢升值速度

注: 本附录的作者是 Annamaria Kokenyne、Turgut Kisinbay、Gillian Nkhata、Seiichi Shimizu 和 Judit Vadasz。

1. 资本流入采用的是广义的国际收支分类。



## 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).
- Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Ötker-Robe, Jorge Canales-Kriljenko, and Andrei Kirilenko, 2000, *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, IMF Occasional Paper No. 190 (Washington: International Monetary Fund).
- Breitung, Jörg, 2000, "The Local Power of Some Unit Root Tests for Panel Data," in *Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels*, Advances in Econometrics, Vol. 15, ed. by Badi H. Baltagi (New York: Elsevier Science), pp. 161–78.
- Chinn, Menzie, and Hiro Ito, 2006, "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," *Journal of Development Economics*, Vol. 81 (October), pp. 163–92.
- Choi, In, 2001, "Unit Root Tests for Panel Data," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 20 (April), pp. 249–72.
- De Nicolò, Gianni, Luc Laeven, and Kenichi Ueda, 2006, "Corporate Governance Quality: Trends and Real Effects," IMF Working Paper 06/293 (Washington: International Monetary Fund).
- Edison, Hali J., Michael W. Klein, Luca Antonio Ricci, and Torsten Sløk, 2004, "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis," *IMF Staff Papers*, Vol. 51, No. 2, pp. 220–56.
- Eichengreen, Barry J., 2001, "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?" *World Bank Economic Review*, Vol. 15, No. 3, pp. 341–65.
- Enoch, Charles, and Inci Ötker-Robe, eds., 2007, *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning* (New York: Palgrave Macmillan).
- Henry, Peter Blair, 2006, "Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation," NBER Working Paper No. 12698 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Hilbers, Paul, Inci Ötker-Robe, Ceyla Pazarbasioglu, and Gudrun Johnsen, 2005, "Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies," IMF Working Paper 151/05 (Washington: International Monetary Fund).
- Im, Kyung So, M. Hashem Pesaran, and Yongcheol Shin, 2003, "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels," *Journal of Econometrics*, Vol. 115 (July), pp. 53–74.
- International Monetary Fund (IMF), 2007a, *Global Financial Stability Report*, World Economic and Financial Surveys (Washington, April). Available via the Internet: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/01/index.htm>.
- , 2007b, "Reaping the Benefits of Financial Globalization," IMF Discussion Paper. Available via the Internet: <http://www.imf.org/external/np/res/docs/2007/0607.htm>.
- , 2007c, "Managing Large Capital Inflows," in *World Economic Outlook*, World Economic and Financial Surveys (Washington, October).
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay, and Massimo Mastruzzi, 2007, "Governance Matters IV: Governance Indicators for 1996–2006," Policy Research Working Paper No. 4280 (Washington: World Bank).
- Levin, Andrew, Chien-Fu Lin, and James Chia-Shang Chu, 2002, "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties," *Journal of Econometrics*, Vol. 108 (May), pp. 1–24.
- Maddala, G.S., and Shaowen Wu, 1999, "A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and A New Simple Test," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 61 (November), pp. 631–52.
- Montiel, Peter, and Carmen M. Reinhart, 1999, "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18 (August), pp. 619–35.
- Poirson, Hélène, 2007, "Country Study: India," *IMF Research Bulletin*, Vol. 8 (June), pp. 6–8.
- Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and Ayhan Kose, 2003, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Occasional Paper No. 220 (Washington: International Monetary Fund).
- Purfield, Catriona, 2006, "Maintaining Competitiveness in the Global Economy" in *India Goes Global: Its Expanding Role in the World Economy*, ed. by C. Purfield and J. Schiff (Washington: International Monetary Fund).
- Reinhart, Carmen M., and Vincent R. Reinhart, 1998, "Some Lessons for Policy Makers Who Deal with the Mixed Blessing of Capital Inflows," in *Capital Flows and Financial Crises*, ed. by M. Kahler (Ithaca, New York: Cornell University Press).
- Smith, Katherine A., and Diego Valderrama, 2007, "The Composition of Capital Inflows When Emerging Market Firms Face Financing Constraints," FRBSF Working Paper No. 2007-13, (San Francisco, California: Federal Reserve Bank of San Francisco).
- World Bank, 2007, "Financial Flows to Developing Countries: Recent Trends and Prospects," in *Global Development Finance 2007: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries* (Washington: World Bank).

# 词汇表

ABX指数	参考由次级抵押贷款担保的20种债券的信用违约掉期指数。
资产支持商业票据 (ABCP)	用贷款、租约、应收款或资产支持证券担保的商业票据。
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产生的现金流量作担保物的证券。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 (MBS)，但原则上说，MBS是资产支持证券的一种。
管理的资产 (AUM)	由投资公司代为投资者管理的资产。
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)。
资本与风险加权资产的比率	衡量一机构对付信用风险能力的指标。通常计算为各类资本与风险加权资产的比率。
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 (CAT) 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 (CDO)	用某个证券、贷款或信用违约掉期组合作为担保的结构性债务证券。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。
担保贷款凭证 (CLO)	由商业贷款、循环信用工具、信用证或其他资产支持债券支持的结构性工具。
商业票据	是指由个人签发的、期限较短的无担保票据。如果期限在270天以内，则不需在证券交易委员会登记，通常情况下，新票据发行后，到期票据自动展期。
公司治理	根据公司章程、规章、正式的政策和法制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。
信用联系票据 (CLN)	与内嵌式信用违约互换掉期联系在一起的有价证券，其目的是将某特定信用风险转移给投资者。信用联系票据通常由评信水平较高的抵押品担保。
信用风险指标	用于衡量投资于某些有价证券的公司发生多重违约的可能性。
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）。
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。
EBITDA	扣除利息、税项、折旧和摊销的收益。
经济风险资本 (ERC)	对一金融机构在较长的时间里吸收因极不可能发生的极端事件所造成损失所需资本数量的较可靠估算。根据经济风险资本计算的备付金不仅考虑市场风险，而且还考虑信用和业务风险，有时，还可能考虑流动性、法律和名誉风险。
EMBIG	J.P.Morgan新兴市场债券指数的缩写，该指数跟踪在34个新兴市场经济体（其权重与债务的市场供应基本成比例）交易的外债工具的总回报。
新兴市场	发展中国家尚未全面发展，但却基本向外国投资者开放的金融市场。
预期违约率	对一公司在某特定时期发生违约可能性的估算，估算以Merton模型为基础，采用资产负债表和股票价格数据。
预期损失	在损失超过风险价值临界值的前提下，有价证券的预期平均损失。
外国直接投资 (FDI)	在国外（在母国以外）获得实物资产（如工厂和设备）或控制性股份（通常超过股权的10%）。
一般动差法 (GMM)	是一种广义统计方法，主要为计量经济学使用，其目的是获得对统计模型参数的估算；计量经济学中的许多共同估算式，如普通最小二乘法是GMM的特殊情况。GMM估算式的可靠性很高，因为它不需要有关扰动项精确分布的信息。
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。
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。
机构投资者	代理客户或为自己进行大量投资的银行、保险公司、养老基金、共同基金、对冲基金、券商或其他金融集团。
利率掉期	一种协议, 协议双方定期交换就某预定金额本金 (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。
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 (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。
投资级债务	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积累。
杠杆收购 (LBO)	通过大量举借 (如债券或贷款) 来支付收购公司所需的费用。通常情况下, 以被收购公司的资产作为贷款抵押。
杠杆贷款	向公司提供的投资级以下 (由S&P或Fitch划为BB+级或BB+级以下, 或由Moody's划为Baa1级或Baa1级以下) 的银行贷款。这类公司的债务与EBITDA的比率以非常高或以远高于LIBOR的水平 (如超过150个基点) 交易。
LIBOR	伦敦同业市场拆放利率。
流动性调整后的风险	是一种对构成被评估有价证券资产的交易流动性进行调整的风险价值计算方

价值	法。可以是对与资产的基本交易量相连的有价证券的交易头寸进行限制或调整风险价值的波动和相关结构，从而考虑极端情况下的流动性风险。
按市价计值	参考近期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。
抵押贷款支持证券(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）。
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）。
延付或借新还旧(利息)转换票据	是一种票据（或贷款），为借款人提供延迟支付现有债务利息，或借新还旧（利息）的选择，债务人在此过程中支付较高的利息。
一级市场	新发行证券首次向公众发售/销售的市场。
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个人。
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）。
风险回避	指投资者在面对预期回报相同而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。
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”证券化指从衍生工具组合中创设证券。
证券套利工具	为使用廉价资金进行资产投资而专门设计的工具（只发行ABCP）。资产组合可以随时间而变化。
主权财富基金（SWF）	政府为长期持有资产目的设立/拥有的特殊投资基金；其资金来源通常是储备或其他外汇，主要持有对非居民的外汇债权，或拥有该类外汇债权的很大比例。
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。
结构性投资工具（SIV）	是一种法人实体，其资产包括资产支持证券以及各类贷款和应收款。其负债通常分为几档，包括期限不足一年并必须展期的债务。
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。
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。
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。
风险价值（VaR）	在特定时间内和特定概率水平上从统计学角度不大可能超过的损失估计值。
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时点的到期收益率。

以下是代理主席在2007年9月14日关于  
《全球金融稳定报告》的执董会讨论结束时所作的发言。

## 评估全球金融稳定风险

执董们指出，2007年4月期《全球金融稳定报告》发表以来，全球金融稳定经历了一段困难时期。总体而言，金融风险上升，市场继续波动。工作人员认为，虽然市场的某些方面出现缓和，但风波尚未平息，信贷条件不会很快恢复正常，执董们对此表示赞同。

执董们欢迎《全球金融稳定报告》对近来市场风波作出的清晰、中心明确和及时的分析。他们基本赞同报告对近来市场动荡原因和后果的看法，认为报告就所关注的主要问题和可采取的对策提出了合理的评估。执董们还认为，工作人员采用全球金融稳定图是有益的，据此，可以更具体地跟踪风险和形势的恶化。

执董们指出，金融稳定受到最严重威胁的是提供短期融资的货币市场。这些市场的核心问题是融资不匹配，即中期、缺乏流动性和难以计值的资产，如结构性信用证券一直由短期货币市场证券（通常是资产支持商业票据）提供资金。当这些资产的价值受到债务拖欠增加和信用评级下降的威胁时，这些资产的持有人将更难以获得融资。对于一些实体，尤其是对一些中介和特殊投资工具来说，投资者不再愿意持有为这些缺乏流动性的、难以计值的资产提供支持商业票据。对于其他，如对冲基金而言，一旦其主要经纪人不愿继续提供资金，并要求提供更多作价更低的抵押品，就会导致杠杆贷款无法为继。

执董们指出，针对近来的市场动荡，各中央银行迅速采取行动，向隔夜市场提供流动性，以及期限较长的流动性。尽管注入了大量的流动性，市场参与者对对手方的条件仍持有疑虑，因此，

不肯转贷。

工作人员认为，融资市场尚不能正常运作可能还有其他一些原因，包括大型银行的资产负债表中结构性信用证券或与杠杆收购有关的贷款增加，执董们对此表示赞同。鉴于此，降低利率在多大程度上能平抑货币市场上的压力，以及政策制定者们将如何平衡中期通货膨胀目标与近期金融稳定所受威胁之间的关系还将拭目以待。一些执董告诫指出，须避免道德危害，中央银行须重点解决无序的市场条件，而不是承担信用风险或有选择地帮助某些机构。

执董们赞赏工作人员对由市场动荡引起的各类问题的分析，包括美国次级抵押贷款市场发展所造成损失的潜在影响、其分布及对金融体系的更广泛影响。许多执董告诫指出，美国次级抵押贷款市场的困难局势可能会持续，因此，要求有关方面继续保持警惕。执董们还指出，有关杠杆收购活动的研究为理解主要银行之所以不愿意向其他银行提供流动性帮助，可能性之一是这些银行持有额外流动性是以备资产负债表出现杠杆贷款。

执董们指出，迄今为止，金融市场风波尚未对新兴市场和低收入国家造成大的负面影响。总体而言，这些国家过去几年优异的增长表现吸引居民和非居民对当地市场和私人部门资产进行投资。然而，一些执董提出，新兴市场面临的风险可能过于均衡，并告诫指出，成熟市场风波只是尚未殃及新兴市场国家。预计金融市场对成熟市场的信心减弱将开始影响一些新兴市场国家，尤其是那些信贷增长迅速的新兴市场国家。对于那些信贷扩张主要靠外部资金或存在其他脆弱性，如大量经常账户逆差或大量财政赤字的国家，这

种担心尤其明显。为此，执董们强调，除成熟市场之外，还须提高对新兴市场的警惕和监督，以确保贯彻信贷纪律和金融市场的健康发展。

关于新兴市场国家投资人使用合成利率和结构性信用产品的问题，执董们指出，这些工具的增加与波动温和的环境有关，一旦环境发生逆转，一些投资者可能会遭受损失。新兴市场公司套利交易型外部借款逆转也会给投资者造成损害。执董们建议，加强监测国内公司和金融机构此类风险暴露的机制，以便改善风险管理。

执董们指出，不应该认为此次市场风波已经结束，基于此前提，他们基本同意报告得出的一系列初步的政策结论。执董们强调指出，近年来金融市场的发展带来许多益处和有益的创新，强调不应草率就导致目前市场动荡的原因或其对金融部门的影响作出结论性判断。同时，他们还指出，在改善透明度和披露方面还有很大的余地，尤其是全球金融体系中广泛存在的复杂的结构性产品。这些产品是如何定价的、采用了哪些假设以及它们在投资者之间如何分布，这类信息有助于减少目前因市场参与者担心而导致的许多不确定性的问题。执董们还认为，提高金融机构及其中介和特殊投资工具的透明度和披露尤其重要。执董们总的还认为，近来发生的市场动荡表明，须重新评估许多金融机构为实现证券化和再分配风险而采用的“创造和分配”经营模式，以确保供应链有足够的动力去评估重新包装贷款的信用质量。

许多执董还对评级机构的利益冲突表示关注，因为它们既对那些要求评级的证券发行机构提供评级，又帮助它们设计复杂的证券。一些执董指出，这种利益冲突存在已久，评级机构在评定信用风险方面仍起着有益和重要的作用，因此，须保留。还有执董建议评级机构检查其采用方法的质量。同时，大多数执董认为，投资者也应该负责对这类产品的质量得出自己的评估，因为风险不仅限于信用风险，还存在市场风险和流动性风险。

许多执董还表示，近期的市场动荡提醒监管机构在它们对金融机构的监管中存在漏洞，因此，

须加以更密切的注意和考察。执董们指出，一些金融机构的风险管理体系及其披露做法使得（即使对监管机构）难以发现它们承担的表外风险，此问题须予解决。同时，执董们承认，根据迄今取得的经验，不需要彻底改革监管框架。任何修改意见都须予认真考虑，应预见到可能出现的任何不良后果。

## 市场风险管理技术是否扩大了系统性风险？

执董们欢迎近年来在市场风险管理体系方面取得的改进。同时，他们欢迎工作人员对这些体系存在缺陷的分析，这些分析及时和中肯地提醒我们，没有任何一个风险管理体系是完美无缺的。尤其是，如果机械地采用风险管理做法和模型，包括广为采用的“风险价值模型”方法，可能会加剧流动性和导致系统性风险。

一些执董指出，避免各公司采用风险管理模型进一步趋同的趋势可能比较困难，因为风险管理的许多内容鼓励公司采纳“最佳做法”，如通过监管指南和资本要求、同行压力和接受类似培训的管理人员。尽管如此，执董们总的认为金融机构应重点分析本机构面临的特殊风险，制定自己的模型，对本机构的状况进行严格的压力测试，确保在危机发生时能够持续。

执董们指出，近来所发生的事件表明一些风险管理做法，如保证金要求（导致用做抵押品的某些资产降价出售增加）可能会产生负面影响。然而，如果开始设定的保证金要求比较保守，对风险不是特别敏感，市场变化可能会更稳定一些。此外，讨论中提出，头寸和交易战略多元化可能有助于控制扩大效应。执董们还认为，更好地披露风险如何得到管理方面的信息有助于机构及监管机构在发生危机事件期间更好地预计负面影响。

## 国内金融机构的质量和资本流入

鉴于一些新兴市场国家经历了迅速的资本流入，执董们欢迎报告将重点放在资本流入激增带

来的挑战和相应的对策上。他们认为，宏观经济表现和增长前景是影响资本流动的主要因素，同时股市的流动性和金融开放度也有助于吸引资本流入。大多数执董赞同这样的实证分析，即金融开放度越高，资本流入的波动性越低。此外，金融部门质量提高也降低了资本流入的波动。执董们赞同分析的主要结果，但一些执董指出，报告关于改善金融市场的基础设施和提高深度的建议将带来中期挑战。

执董们承认，不同国情下的大量资本流入要求采取不同的对策。良好的监管以及有效的风险管理做法对于减缓资本流入逆转可能造成的不稳定影响至关重要。在此背景下，许多执董质疑为控制资本流入采取的资本管制的作用和有效性，尤其是考虑到这些措施难以长期实行及其对声誉的损害。然而，一些执董认为，资本管制在控制短期内发生的大量和投机性资本流入方面还是有效的。讨论指出，如果必须采用资本管制，这类措施最好是基于市场，有一个固定的期限，并作为一篮子宏观经济和审慎措施的一部分。一些执董还指出，解决对迅速和高风险的信贷扩张关注的最好方法是审慎措施，而不是试图阻止资本流入。

执董们的欢迎报告对“主权财富基金”的分析中，一些执董指出，一些财富基金已经采纳金

融管理中的最佳做法。此外，财富基金可以在提高市场流动性和促进金融资源分配方面起积极的作用。一些执董建议，鉴于财富基金的宏观经济作用、潜在的规模及其对全球资本流动和资产价格的影响，还须进一步分析。他们促请工作人员进一步研究财富基金的目标和特点，包括资产管理战略、机构和治理安排以及披露做法。

最后，执董们就国际货币基金组织作为一个国际货币机构在类似近期发生的市场动荡中所发挥作用这一广泛问题发表意见。其主要作用是在双边和多边（如通过金融稳定论坛）基础上与成员国监管机构、中央银行和其他国际机构密切合作、交换意见和信息。一些执董强调，鉴于国际货币基金组织对几乎包括所有国家的成员国进行金融监督，并具有独到的见地，应该有能力及时和主动地与国家当局交换意见和提供建议。为此，国际货币基金组织应继续扩大和加深关于金融市场（包括金融体系日益全球化的新兴市场）的专业知识。鉴于评估和处理金融市场动荡需要准确和及时的信息，一些执董强调指出，由于国际货币基金组织在监督活动中可以接触金融部门的信息，因此，在填补信息空白方面可以发挥重要作用。总而言之，执董们认为，在针对目前形势采取适当对策，或更广义地促进全球金融稳定方面的情况下，国际货币基金组织可以有所作为。





# 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一个总体了解。除非另有说明，本统计附录反映的是2007年7月27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、日本和欧洲的部分资产负债表数据。
- 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输入国	103
2. 汇率：部分主要工业国家	104
3. 美国：公司债券和国债的收益率	105
4. 部分利差	106
5. 非金融公司信用利差	107
6. 股票市场：价格指数	108
7. 股票市场的隐含波动和历史波动	109
8. 部分国家政府债券收益率和债券回报率的历史波动	110
9. 12个月前瞻市盈率	111
10. 流入设在美国的股票基金的资金	111
11. 美国：公司债券市场	112
12. 欧洲：公司债券市场	113
13. 美国：商业票据市场	114
14. 美国：资产支持证券	115

## 表

1.全球资本流动：流入和流出	116
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宣布的国际银团信贷	118
3.2006年资本市场规模的部分指标	119
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	120
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）	121
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	122
7.美国：部门资产负债表	124
8.日本：部门资产负债表	125
9.欧洲：部门资产负债表	126

## 新兴市场

## 图

15.新兴市场的波动指标	127
16.新兴市场债务的交叉相关性指标	128

## 表

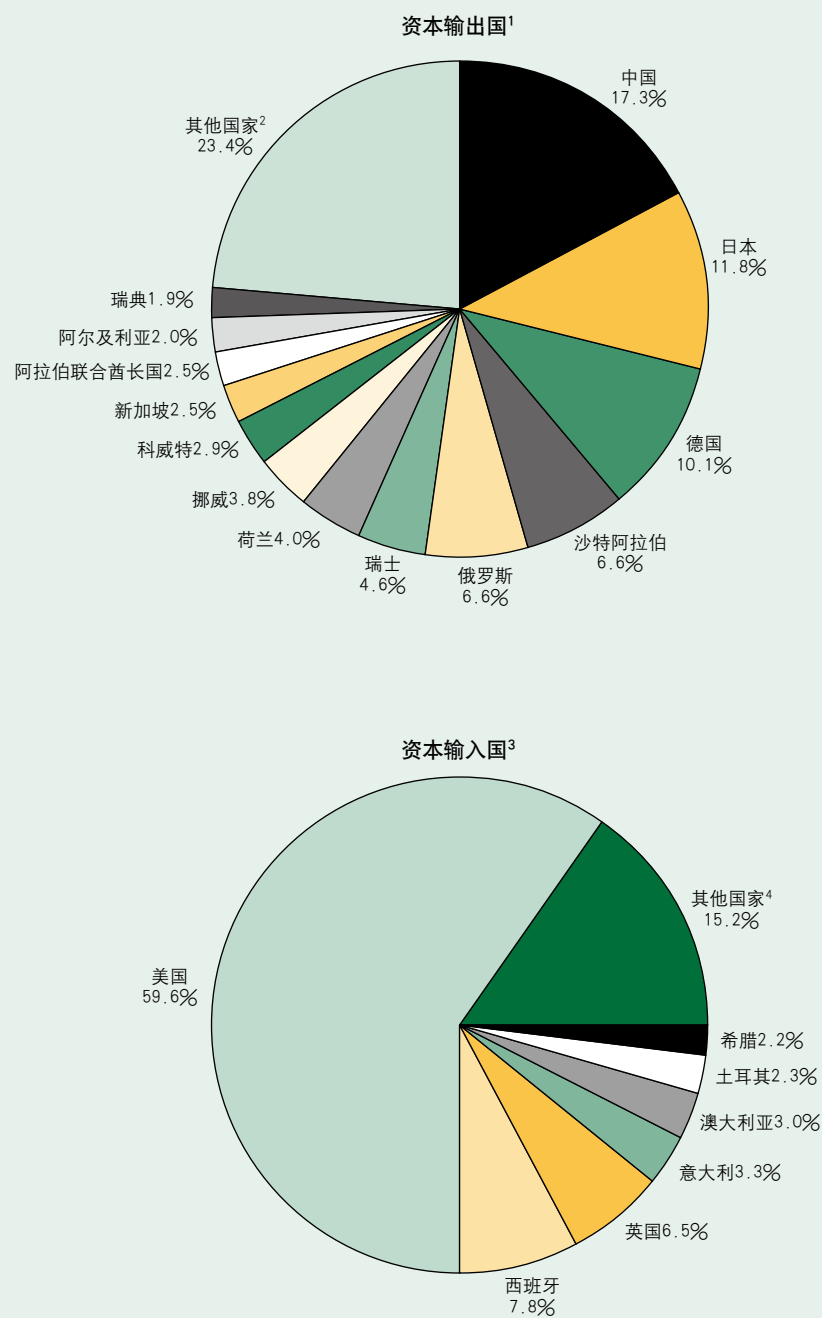
10.股票市场指数	129
11.汇率	132
12.新兴市场债券指数：EMBI全球全部回报指数	134
13.新兴市场债券指数：EMBI全球收益率差幅	136
14.新兴市场对外融资：债券、股权和贷款总额	138
15.新兴市场对外融资：债券发行情况	140
16.新兴市场对外融资：股票发行情况	141
17.新兴市场对外融资：银团贷款	142
18.股票定值指标：股息—收益比率	144
19.股票定值指标：价格与账面价值的比率	145
20.股票定值指标：市盈率	146
21.新兴市场国家：共同基金流量	147

## 金融稳健指标

## 表

22.银行监管资本与风险加权资产的比率	148
23.银行资本与资产的比率	150
24.银行不良贷款与全部贷款的比率	152
25.银行准备金计提与不良贷款的比率	154
26.银行资产回报率	156
27.银行股权回报率	158

图1. 2006年主要的资本净输出国和输入国

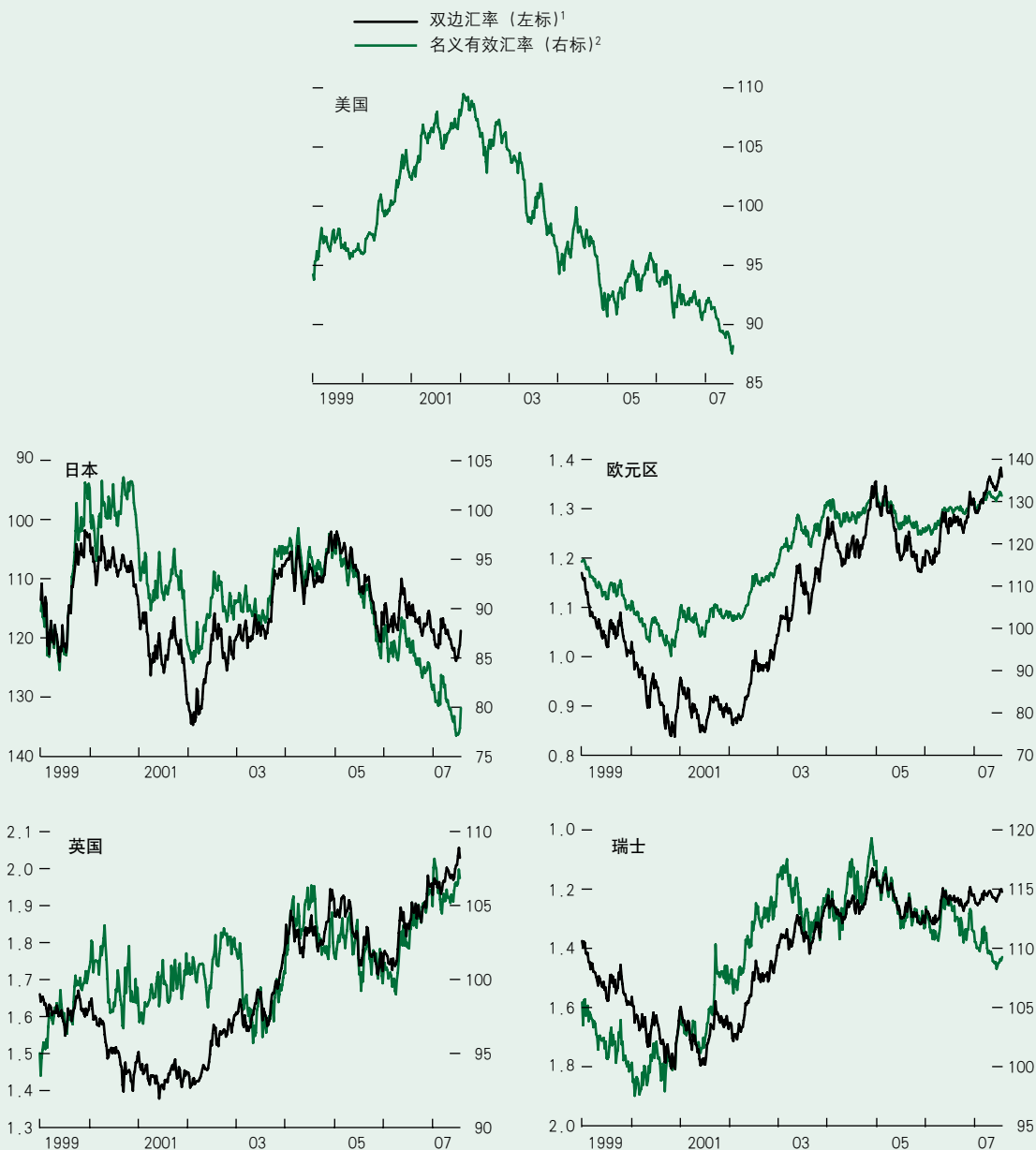


资料来源：2007年8月21日国际货币基金组织《世界经济展望》数据库。

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1.9%的所有国家。
3. 按各国经常账户逆差衡量（假设误差与遗漏是资本和金融账户的一部分）。
4. 其他国家包括占全部逆差的比重不到2.2%的所有国家。

图2. 汇率：部分主要工业国家

(每周数据)



资料来源：Bloomberg L.P.的数据和国际货币基金组织全球数据系统。

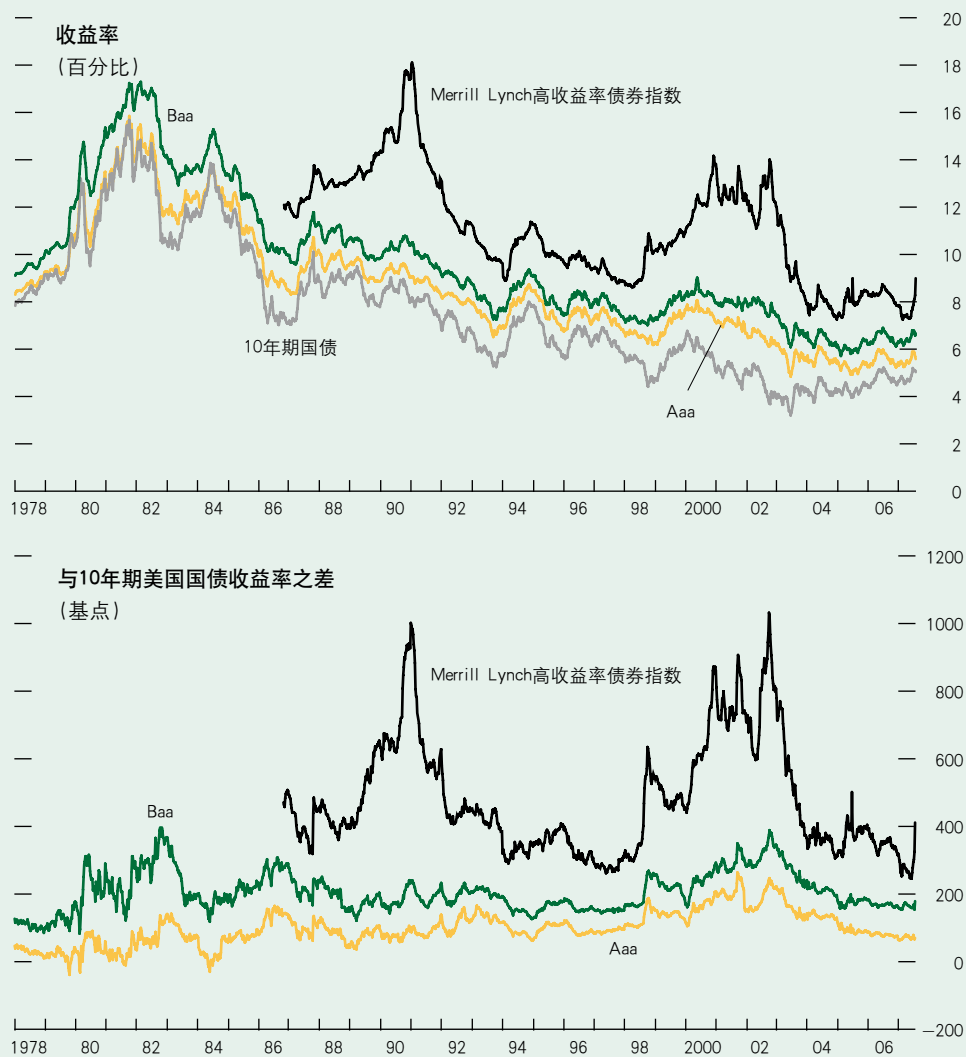
注：在每一个分图中，有效和双边汇率的向上移动意味着本地货币的升值。

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)

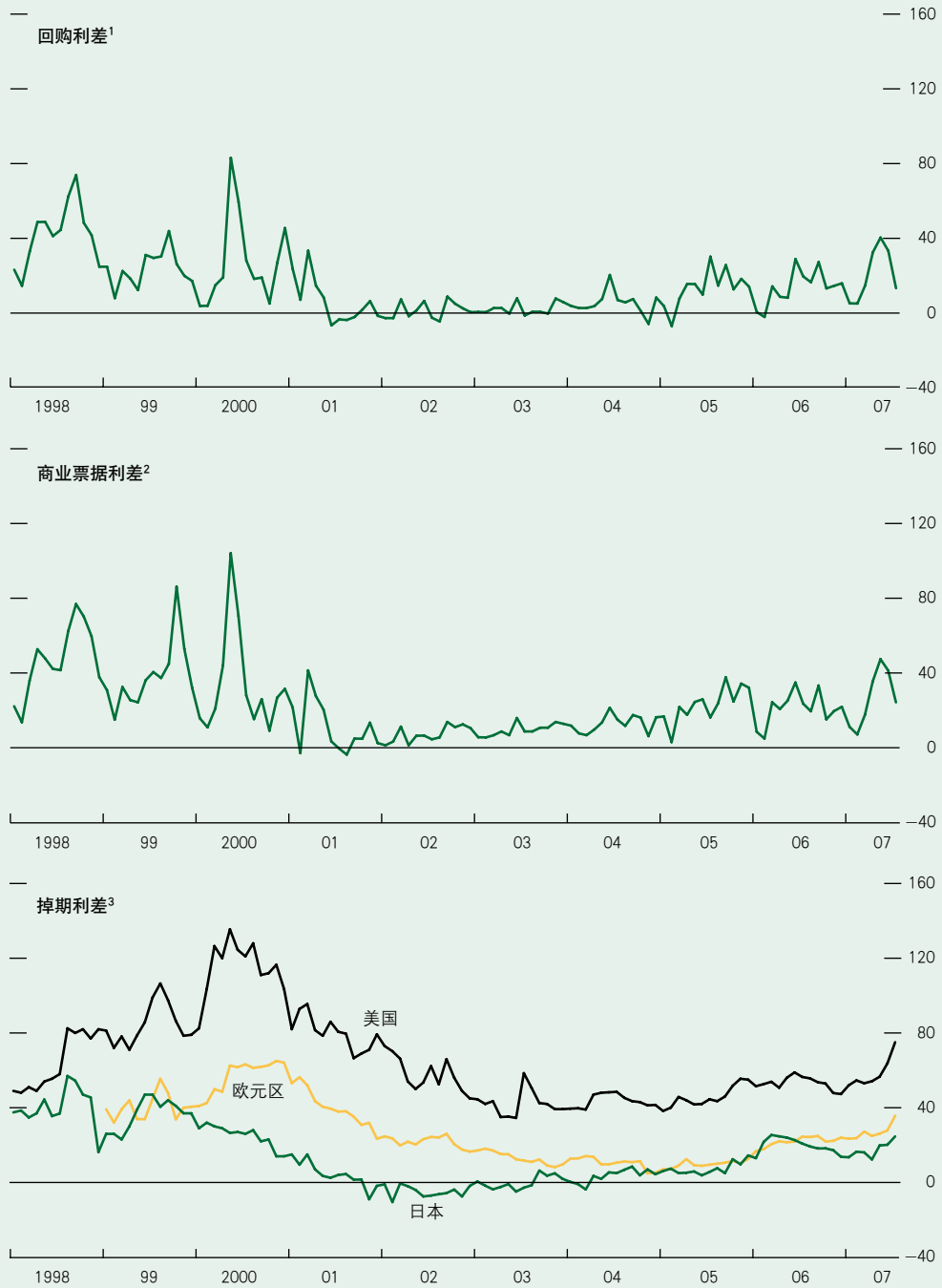


资料来源：Bloomberg L.P.和Merrill Lynch的数据。



**图4. 部分利差**

(基点, 月度数据)

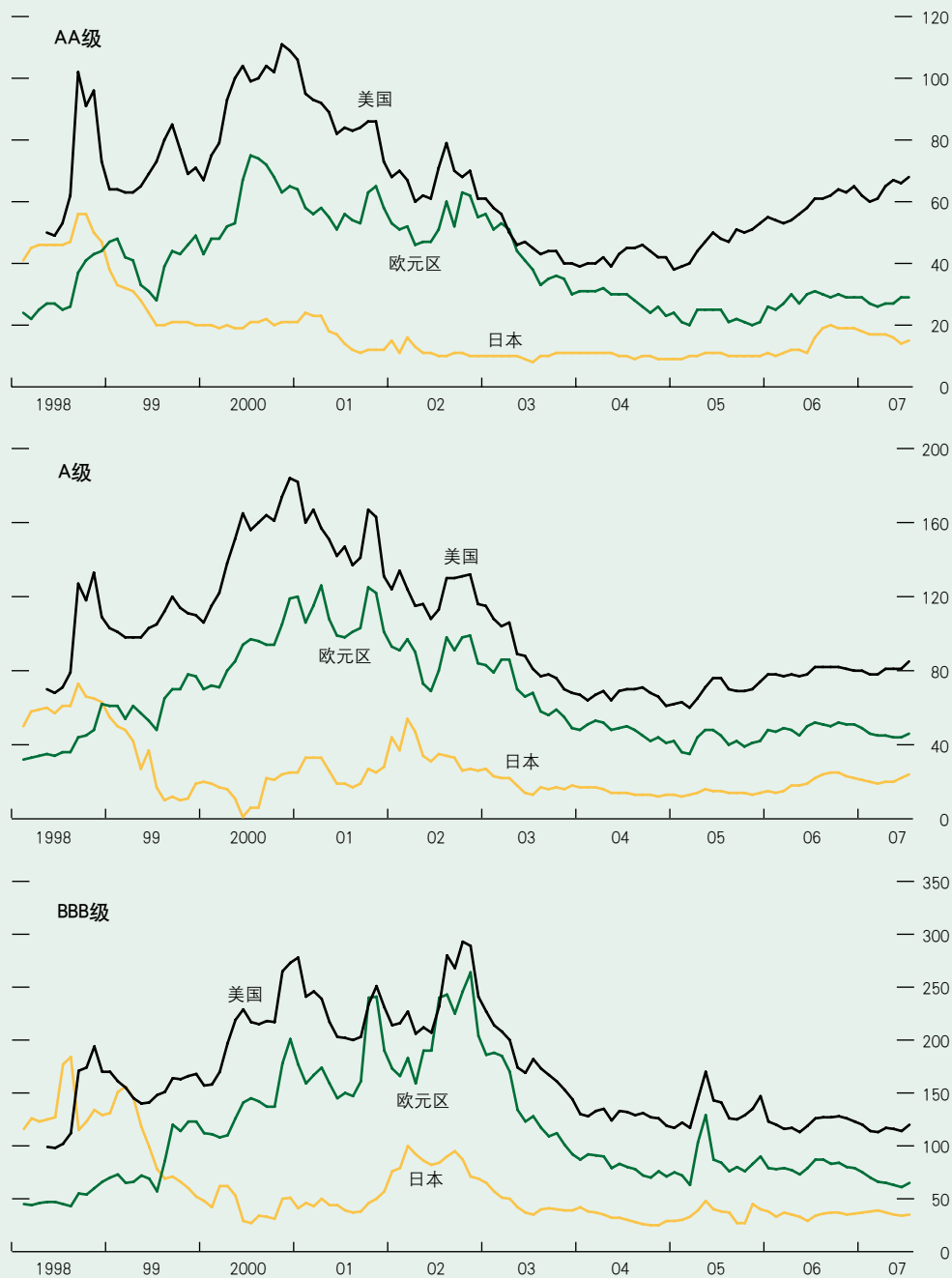


资料来源: Bloomberg L.P.和Merrill Lynch的数据。

1. 为期3个月的美国国债回购与3个月期美国国库券收益率之间的利差。
2. 为期90天的投资级商业票据与3个月期美国国库券收益率之间的利差。
3. 高出10年期政府债券的利差。

图5. 非金融公司信用利差

(基点, 月度数据)



资料来源: Merrill Lynch的数据。

图6. 股票市场：价格指数

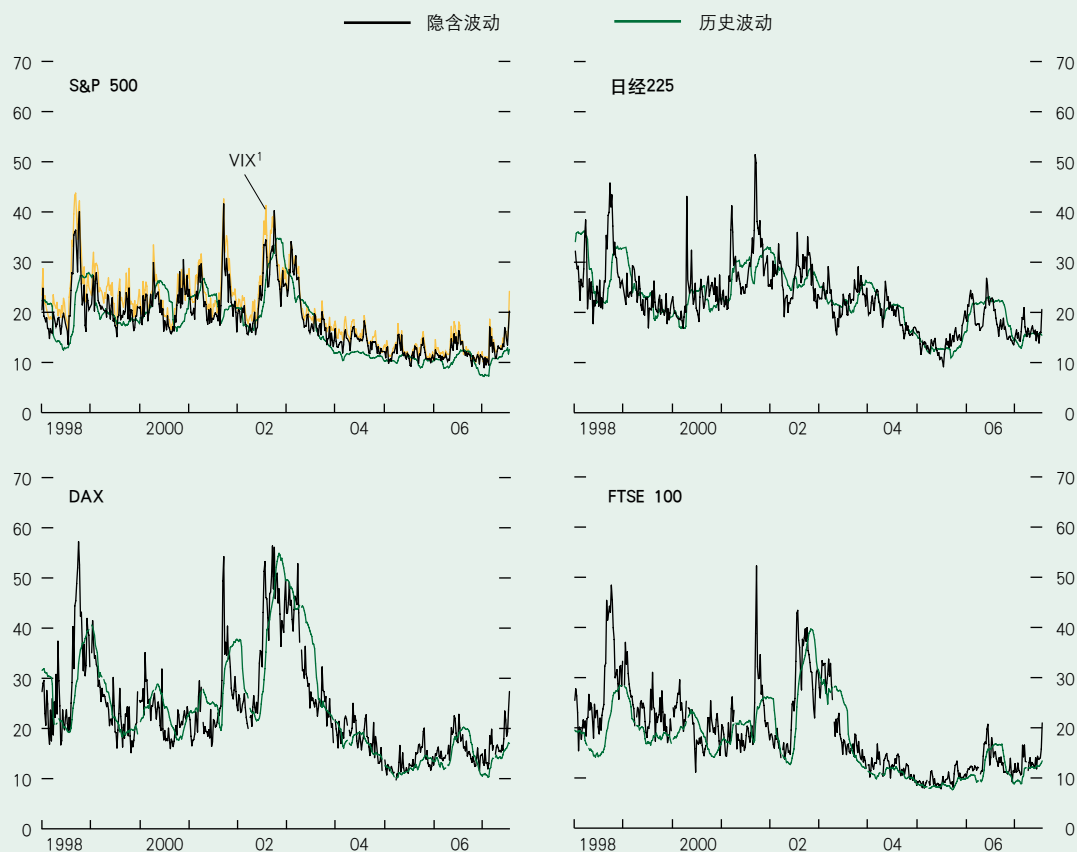
(1990年1月1日=100；每周数据)



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

(每周数据)

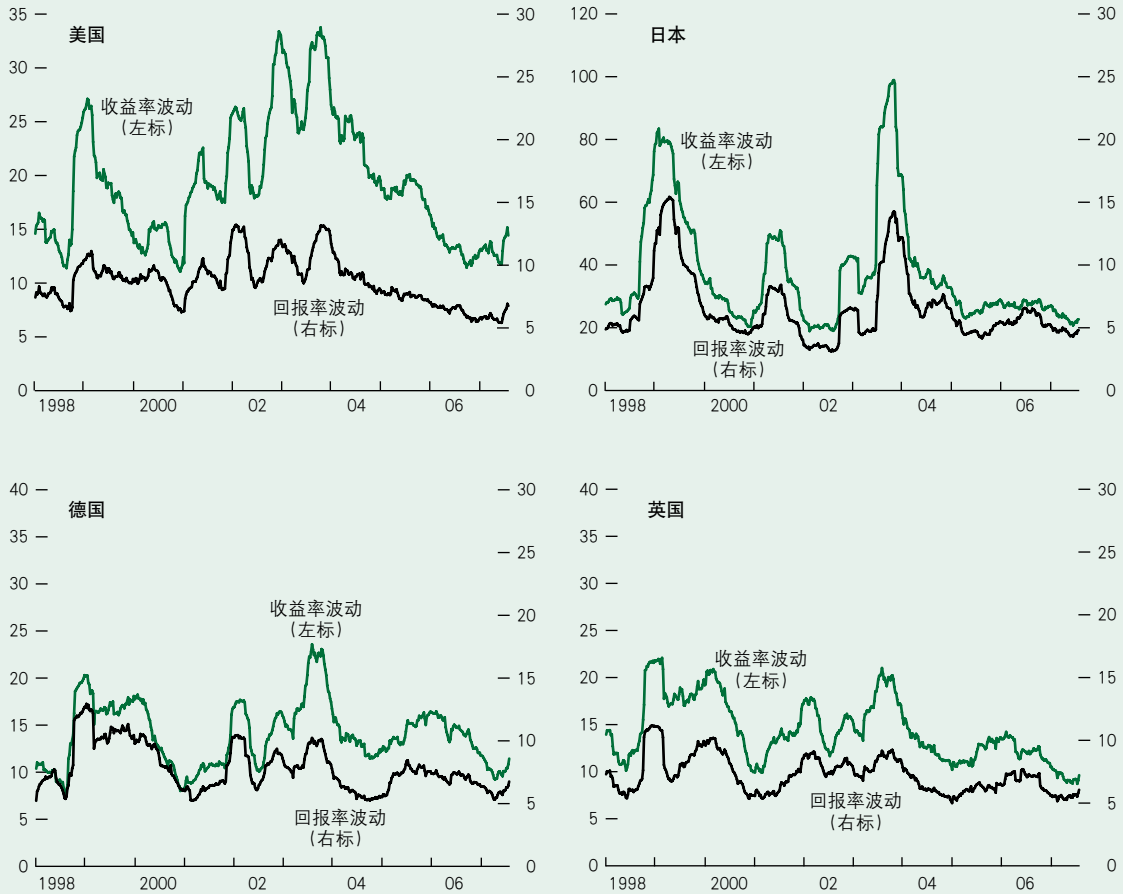


资料来源：Bloomberg L.P.的数据和国际货币基金组织工作人员的估计。

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&P 500的8种买入期权和卖出期权的隐含波动的加权平均值得出。

图8. 部分国家政府债券收益率和债券回报率的历史波动<sup>1</sup>  
(每周数据)

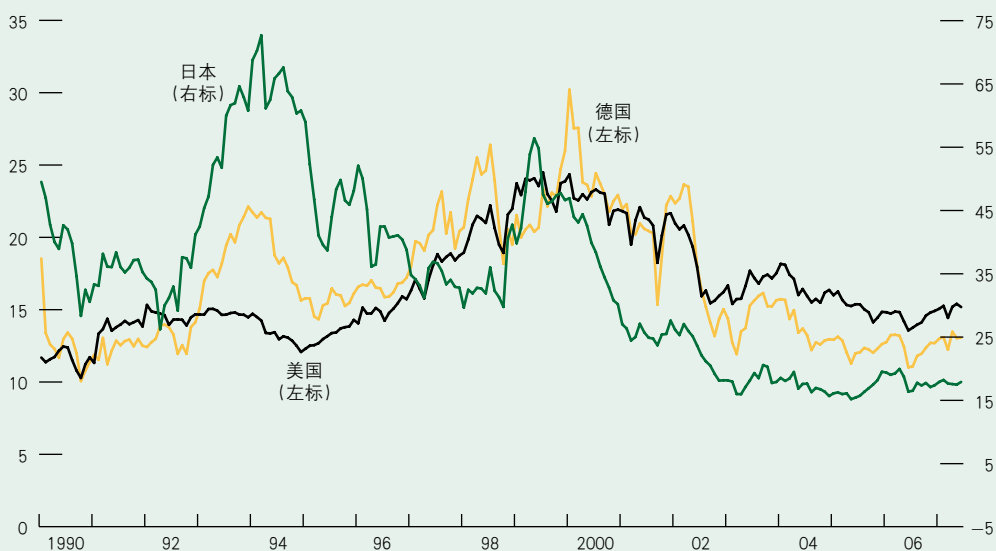


资料来源：Bloomberg L.P.和Datastream的数据。

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。

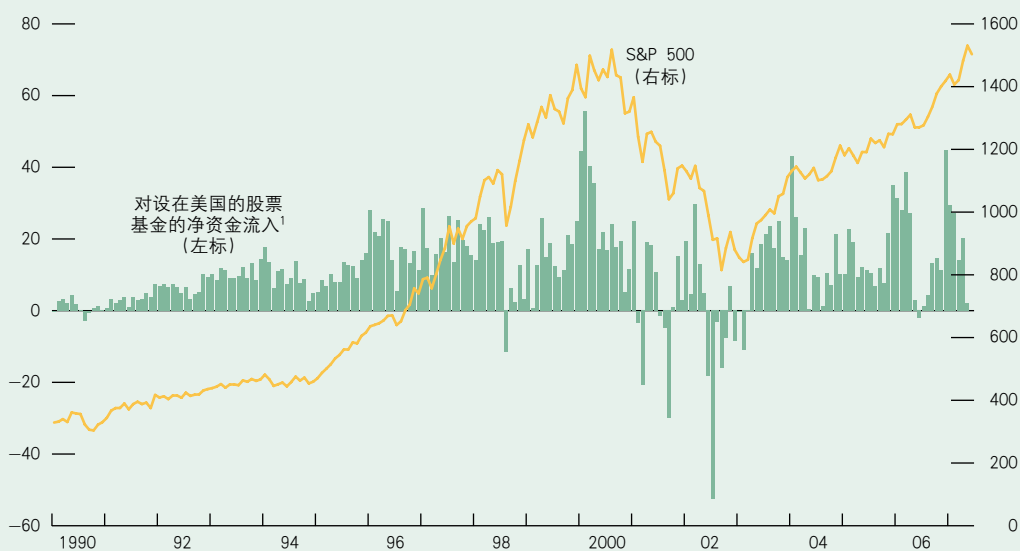


图9. 12个月前瞻市盈率



资料来源：I/B/E/S。

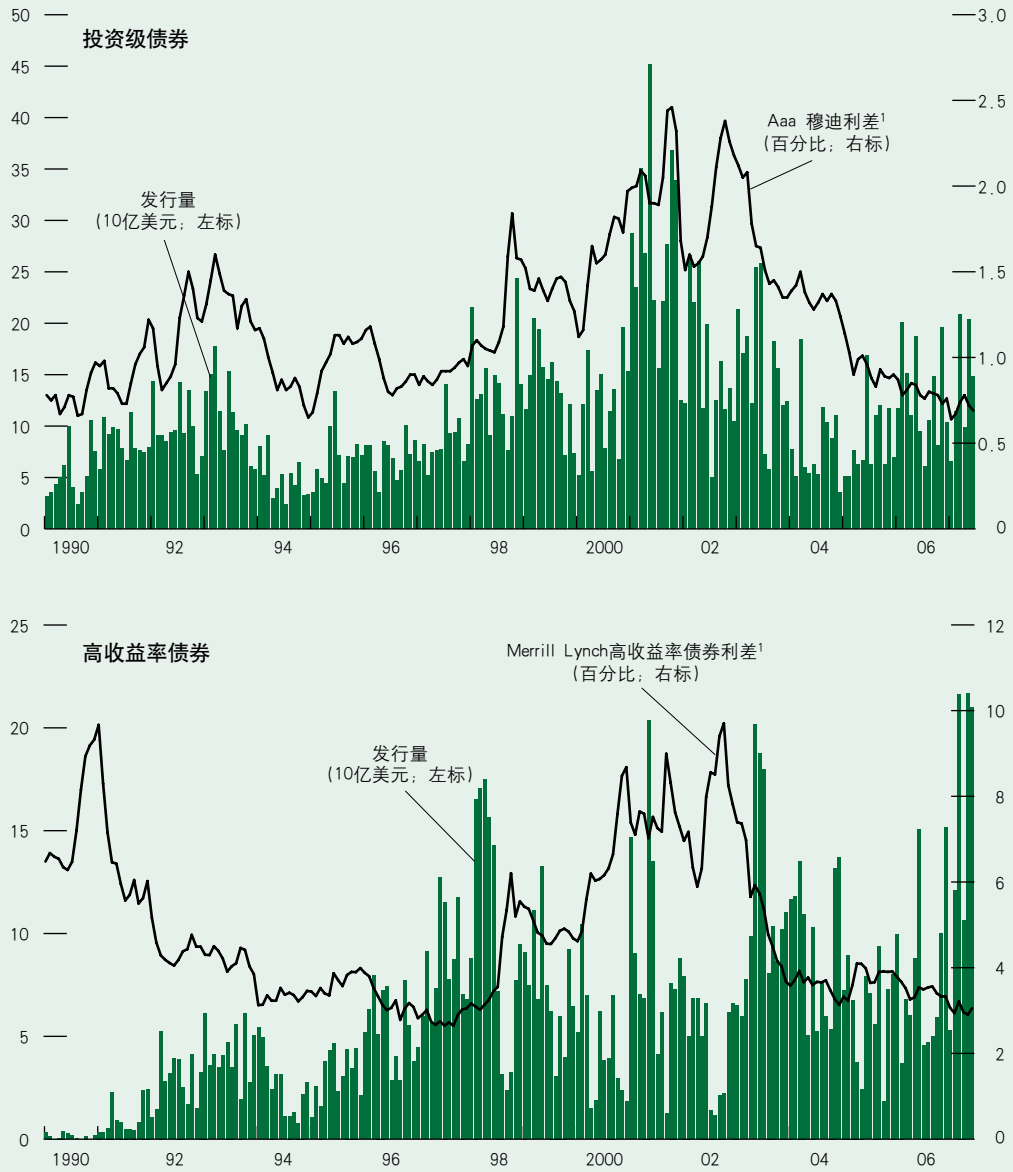
图10. 流入设在美国的股票基金的资金



资料来源：投资公司协会和Datastream。

1. 单位：10亿美元。

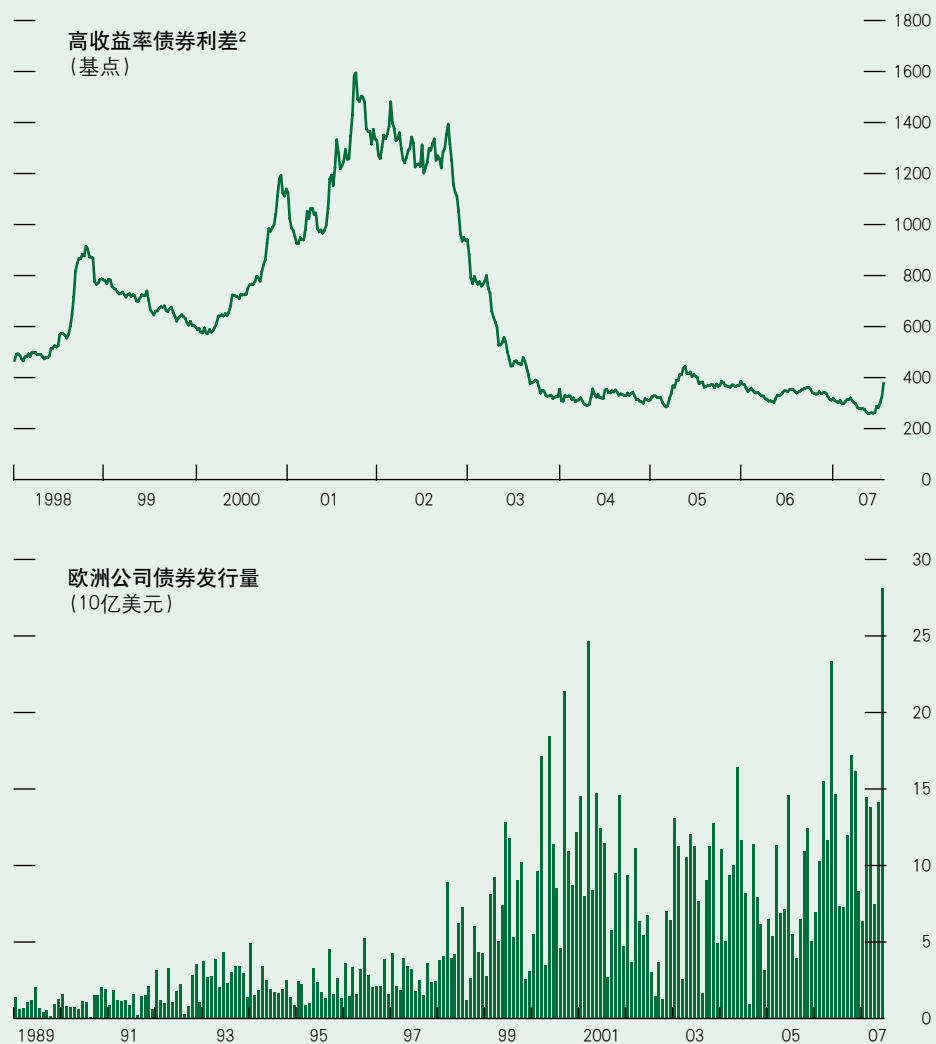
图11. 美国：公司债券市场



资料来源：联邦储备体系理事会和Bloomberg L.P.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<sup>1</sup>

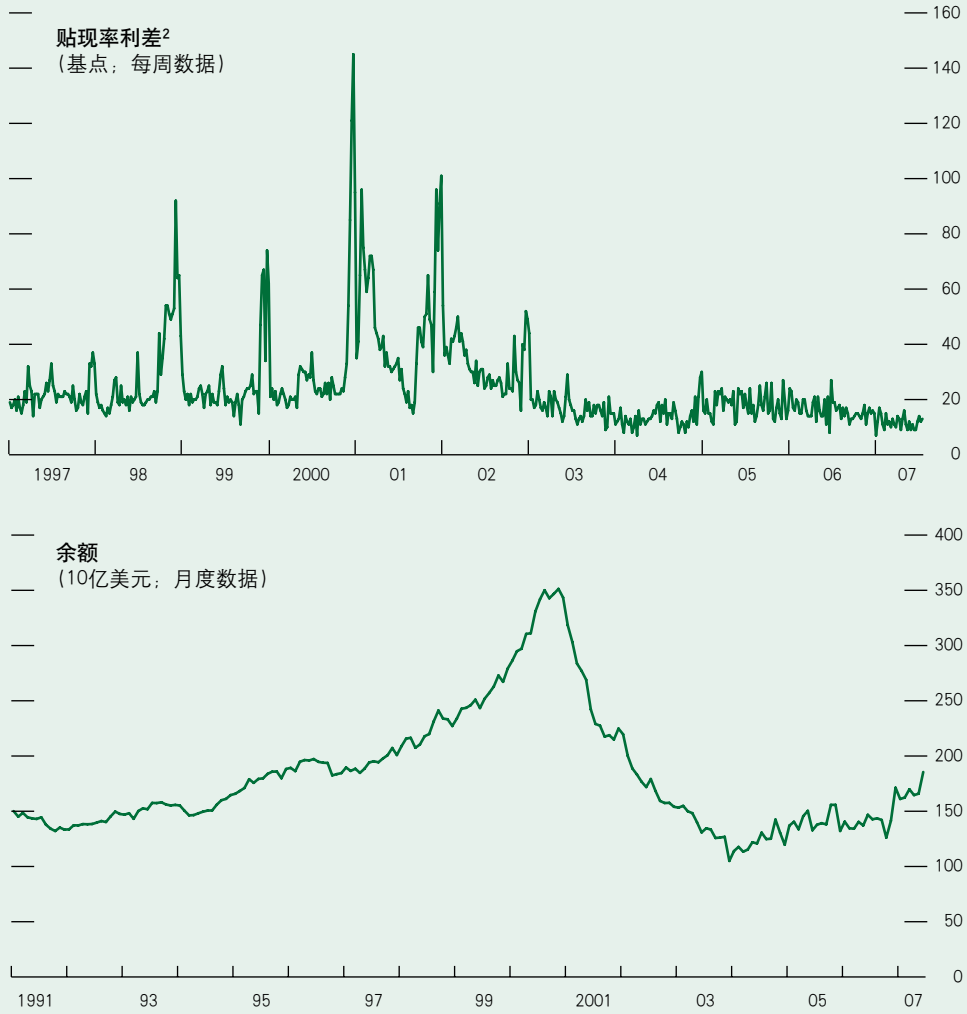


资料来源：Bondware和Datastream的数据。

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<sup>1</sup>

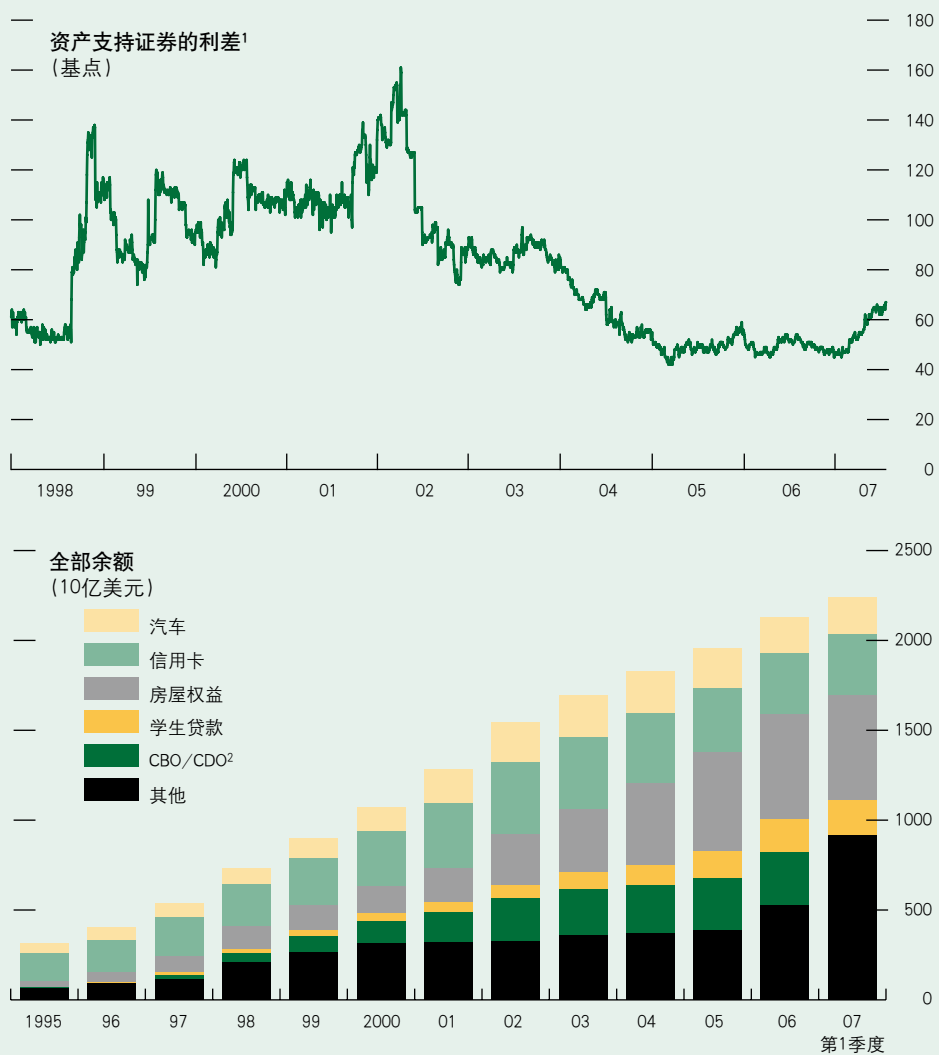


资料来源：联邦储备体系理事会的数据。

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。2007年第一季度的CBO/CDO数据包括在“其他”中。



表1. 全球资本流动：流入和流出<sup>1</sup>

(10亿美元)

	流入										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>美国</b>											
直接投资	86.5	105.6	179.0	289.4	321.3	167.0	84.4	63.8	145.8	109.0	180.6
证券投资	332.8	333.1	187.6	285.6	436.6	428.3	427.6	550.2	867.3	832.0	1,017.4
其他投资	131.8	268.1	57.0	165.2	289.0	187.5	285.8	250.4	448.6	263.2	661.6
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	551.1	706.8	423.6	740.2	1,046.9	782.9	797.8	864.4	1,461.8	1,204.2	1,859.6
<b>加拿大</b>											
直接投资	9.6	11.5	22.7	24.8	66.1	27.7	22.1	7.2	-0.7	29.1	69.1
证券投资	13.7	11.7	16.6	2.7	10.3	24.2	11.9	14.1	42.0	7.9	28.7
其他投资	15.7	28.0	5.4	-10.8	0.8	7.8	5.1	12.3	-3.9	27.0	28.2
储备资产	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
全部资本流动	39.1	51.2	44.8	16.6	77.2	59.7	39.0	33.6	37.4	64.1	126.0
<b>日本</b>											
直接投资	0.2	3.2	3.3	12.3	8.2	6.2	9.1	6.2	7.8	3.2	-6.8
证券投资	66.8	79.2	56.1	126.9	47.4	60.5	-20.0	81.2	196.7	183.1	198.6
其他投资	31.1	68.0	-93.3	-265.1	-10.2	-17.6	26.6	34.1	68.3	45.9	-89.1
储备资产	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
全部资本流动	98.1	150.4	-34.0	-125.9	45.4	49.1	15.7	121.5	272.8	232.3	102.6
<b>英国</b>											
直接投资	27.4	37.5	74.7	89.3	122.2	53.8	25.5	27.6	77.9	195.6	139.7
证券投资	68.0	43.7	35.2	183.9	255.6	69.6	76.2	155.6	159.9	240.3	288.8
其他投资	251.8	322.2	110.5	90.0	414.6	327.0	109.1	396.7	741.2	936.2	817.7
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	347.2	403.4	220.3	363.3	792.4	450.5	210.8	579.9	979.0	1,372.1	1,246.3
<b>欧元区</b>											
直接投资	...	...	...	216.3	416.3	199.8	185.0	151.3	116.0	113.0	198.5
证券投资	...	...	...	305.1	268.1	318.3	298.4	399.6	520.1	697.7	941.8
其他投资	...	...	...	198.4	340.3	238.1	59.9	198.0	354.6	816.2	963.8
储备资产	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
全部资本流动	...	...	...	719.8	1,024.7	756.3	543.2	748.9	990.7	1,626.9	2,104.1
<b>新兴市场和发展中国家<sup>2</sup></b>											
直接投资	148.4	191.5	187.4	213.1	211.7	225.5	182.2	199.6	272.8	361.2	422.3
证券投资	174.7	147.0	32.2	102.8	93.3	11.7	-10.3	91.2	141.3	214.1	211.9
其他投资	95.4	141.1	-119.6	-77.7	-8.8	-61.6	1.8	124.7	200.5	146.3	358.9
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	418.5	479.6	100.1	238.2	296.1	175.5	173.7	415.5	614.5	721.7	993.2

资料来源：截至2007年8月21日的国际货币基金组织《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										
1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
-91.9	-104.8	-142.6	-224.9	-159.2	-142.4	-154.5	-149.6	-279.1	7.7	-235.4
-149.3	-116.9	-130.2	-122.2	-127.9	-90.6	-48.6	-123.1	-153.4	-203.4	-426.1
-178.9	-262.8	-74.2	-165.6	-273.1	-144.7	-87.9	-54.3	-475.4	-245.2	-396.1
6.7	-1.0	-6.7	8.7	-0.3	-4.9	-3.7	1.5	2.8	14.1	2.4
-413.4	-485.5	-353.8	-504.1	-560.5	-382.6	-294.7	-325.4	-905.0	-426.9	-1,055.2
-13.1	-23.1	-34.1	-17.3	-44.5	-36.2	-26.8	-23.6	-43.0	-33.6	-45.4
-14.2	-8.6	-15.1	-15.6	-43.0	-24.4	-18.6	-13.8	-18.9	-44.1	-69.4
-21.1	-16.2	9.4	10.2	-4.2	-10.7	-7.9	-14.2	-7.0	-16.6	-30.4
-5.5	2.4	-5.0	-5.9	-3.7	-2.2	0.2	3.3	2.8	-1.3	-0.8
-53.9	-45.4	-44.8	-28.5	-95.4	-73.4	-53.2	-48.4	-66.1	-95.6	-146.0
-23.4	-26.1	-24.6	-22.3	-31.5	-38.5	-32.0	-28.8	-31.0	-45.4	-50.2
-100.6	-47.1	-95.2	-154.4	-83.4	-106.8	-85.9	-176.3	-173.8	-196.4	-71.0
5.2	-192.0	37.9	266.3	-4.1	46.6	36.4	149.9	-48.0	-106.6	-86.2
-35.1	-6.6	6.2	-76.3	-49.0	-40.5	-46.1	-187.2	-160.9	-22.3	-32.0
-154.0	-271.6	-75.8	13.4	-168.0	-139.2	-127.7	-242.3	-413.6	-370.8	-239.4
-36.7	-60.9	-122.8	-202.5	-246.3	-61.8	-50.3	-65.6	-98.2	-91.7	-128.7
-93.4	-85.0	-53.2	-34.3	-97.2	-124.7	1.2	-58.4	-259.2	-291.5	-368.1
-214.7	-277.8	-22.9	-97.1	-426.8	-255.5	-151.0	-415.6	-596.9	-931.6	-702.8
0.7	3.9	0.3	1.0	-5.3	4.5	0.6	2.6	-0.4	-1.7	1.3
-344.1	-419.8	-198.6	-332.9	-775.6	-437.6	-199.5	-537.1	-954.7	-1,316.5	-1,198.3
...	...	...	-348.8	-413.7	-298.0	-163.8	-165.0	-202.4	-372.0	-396.1
...	...	...	-341.7	-385.3	-255.0	-163.2	-316.2	-427.1	-512.0	-594.3
...	...	...	-30.2	-165.8	-243.6	-220.7	-284.1	-392.5	-715.6	-945.9
...	...	...	11.6	16.2	16.4	-3.0	32.8	15.6	22.9	-5.2
...	...	...	-709.2	-948.7	-780.1	-550.7	-732.5	-1,006.5	-1,576.7	-1,941.4
-31.6	-41.2	-26.6	-34.8	-43.0	-42.5	-33.4	-34.7	-82.4	-106.8	-194.0
-85.9	-110.2	-8.7	-46.7	-105.8	-105.1	-91.0	-137.7	-157.5	-257.8	-414.5
-93.0	-128.2	35.6	-65.0	-127.7	46.5	31.4	-120.2	-194.3	-241.2	-368.8
-103.5	-88.0	-29.0	-97.3	-132.0	-120.8	-199.5	-360.4	-508.5	-592.4	-746.6
-313.9	-367.7	-28.7	-243.8	-408.5	-221.8	-292.5	-653.0	-942.6	-1,198.2	-1,723.8

**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宣布的国际银团信贷**

(10亿美元)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 第1季度
<b>按发行货币分类的国际债务证券的余额</b>							
美元	3,700.4	4,123.9	4,537.8	4,906.7	5,382.1	6,400.9	6,712.7
日元	411.4	433.2	488.0	530.5	472.1	487.4	497.2
英镑	505.6	618.2	776.3	981.0	1,062.6	1,450.5	1,521.9
加元	47.6	51.6	79.5	112.6	146.7	178.0	196.9
瑞典克朗	8.2	11.1	15.8	20.9	23.2	34.3	34.6
瑞士法郎	123.6	159.2	195.6	227.9	208.6	253.7	264.4
欧元	2,289.8	3,283.2	4,826.6	6,211.8	6,309.5	8,313.2	8,814.5
其他	110.4	152.0	216.7	285.4	355.2	455.8	506.1
总计	7,196.9	8,832.3	11,136.2	13,276.6	13,960.0	17,573.9	18,548.4
<b>按发行货币分类的国际债务证券的净发行额</b>							
美元	668.8	423.5	413.9	368.9	475.4	1,018.9	311.7
日元	18.5	-17.5	3.7	26.9	3.9	19.4	6.5
英镑	65.1	52.4	84.5	133.2	197.6	223.7	74.0
加元	-1.1	3.6	15.6	25.5	29.4	32.1	16.9
瑞典克朗	1.4	1.1	2.0	3.4	6.2	7.0	1.1
瑞士法郎	-5.2	8.0	15.8	12.7	13.1	28.1	10.5
欧元	622.8	492.0	779.0	917.8	987.0	1,208.6	401.3
其他	19.3	30.7	38.0	52.6	87.3	79.8	44.1
总计	1,389.6	993.8	1,352.3	1,540.9	1,800.0	2,617.7	866.0
<b>按借款人国籍分类的已宣布的国际银团信贷</b>							
所有国家	1,381.4	1,296.9	1,241.4	1,806.7	2,232.3	2,121.2	451.6
工业国家	1,270.3	1,199.9	1,131.0	1,636.7	1,990.9	1,822.3	358.2
其中：							
美国	845.2	739.7	606.6	897.5	978.5	848.0	195.5
日本	23.8	19.5	18.2	27.5	19.3	42.9	20.0
德国	36.5	84.4	97.6	116.3	132.1	170.8	4.3
法国	50.3	64.1	65.9	150.9	171.8	119.3	33.1
意大利	35.9	22.8	45.3	22.3	74.0	26.0	7.1
英国	106.0	109.8	103.9	150.3	178.6	136.3	33.5
加拿大	39.2	34.9	30.4	38.7	71.2	73.9	8.3

资料来源：国际清算银行的数据。

表3. 2006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 <sup>1</sup>	股票市场 市价总值	债务证券			银行 资产 <sup>2</sup>	债券、股票和银 行资产 <sup>3</sup>	债券、股票 和银行资产 <sup>2</sup> (占国内 生产总值 的百分比)
				公共	私人	总计			
全球	48,204.4	5,091.5	50,826.6	25,634.7	43,099.7	68,734.4	70,860.5	190,421.5	395.0
欧盟	13,644.4	252.7	13,068.8	7,695.0	15,507.7	23,202.7	36,642.0	72,913.5	534.4
欧元区	10,588.9	157.5	8,419.1	6,582.2	12,186.1	18,768.3	25,837.6	53,268.8	503.1
北美	14,470.0	89.8	21,269.7	6,936.0	21,135.5	28,071.6	12,122.6	61,463.9	424.8
加拿大	1,275.3	35.0	1,700.7	702.4	633.4	1,335.8	1,917.9	4,954.5	388.5
美国	13,194.7	54.9	19,569.0	6,233.6	20,502.1	26,735.8	10,204.7	56,509.4	428.3
日本	4,366.2	879.7	4,795.8	6,750.6	1,968.7	8,719.3	6,415.4	19,930.5	456.5
备忘项:									
欧盟成员国									
奥地利	323.8	7.0	192.8	187.7	334.9	522.6	419.7	1,135.0	350.5
比利时	394.5	8.8	335.1	424.3	404.3	828.6	1,837.2	3,000.9	760.7
丹麦	276.4	29.7	239.5	95.9	484.2	580.1	795.2	1,614.7	584.2
芬兰	209.8	6.5	309.5	122.1	102.5	224.5	243.8	777.7	370.8
法国	2,252.0	42.7	2,312.8	1,241.1	2,254.2	3,495.3	7,637.3	13,445.5	597.1
德国	2,899.4	41.7	1,637.6	1,479.1	3,371.7	4,850.9	4,413.0	10,901.4	376.0
希腊	308.7	0.6	208.3	364.3	97.5	461.8	351.7	1,021.7	330.9
爱尔兰	219.4	0.7	163.3	41.8	378.2	420.0	1,246.3	1,829.6	834.0
意大利	1,852.6	25.7	1,026.5	1,759.0	1,732.0	3,491.0	3,627.4	8,144.9	439.6
卢森堡	41.5	0.2	79.5	0.0	96.5	96.5	708.2	884.2	2,130.4
荷兰	666.6	10.8	725.1	286.1	1,414.2	1,700.3	3,097.6	5,523.0	828.6
葡萄牙	194.9	2.1	105.8	155.9	206.3	362.2	203.9	671.9	344.7
西班牙	1,225.8	10.8	1,322.9	520.8	1,793.8	2,314.6	2,295.4	5,933.0	484.0
瑞典	384.4	24.8	615.9	175.5	381.2	556.7	552.8	1,725.4	448.9
英国	2,394.7	40.7	3,794.3	841.5	2,456.2	3,297.7	9,212.6	16,304.6	680.9
新兴市场国家 <sup>4</sup>	14,078.5	1,932.0	11,692.4	3,876.1	2,180.3	6,056.4	11,271.3	29,020.1	206.1
其中:									
亚洲	6,259.5	1,248.9	6,857.0	2,024.5	1,493.1	3,517.5	7,487.1	17,861.6	285.4
拉丁美洲	2,941.8	195.5	1,454.2	1,098.8	458.0	1,556.8	1,433.7	4,444.6	151.1
中东	1,326.1	149.5	657.4	37.9	61.0	98.9	873.7	1,630.1	122.9
非洲	920.2	91.5	850.9	83.5	57.4	140.9	500.4	1,492.2	162.2
欧洲	2,631.0	246.6	1,872.8	631.5	110.8	742.3	976.5	3,591.6	136.5

资料来源: 世界交易所联盟、国际清算银行的数据; 截至2007年8月21日国际货币基金组织《国际金融统计》和《世界经济展望》数据库以及©2003 Bureau van Dijk Electronic Publishing-Bankscope的数据。

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<sup>1</sup>

(10亿美元)

	名义数额					总市场价值				
	2004年 12月底	2005年 6月底	2005年 12月底	2006年 6月底	2006年 12月底	2004年 12月底	2005年 6月底	2005年 12月底	2006年 6月底	2006年 12月底
总计	257,894	281,493	297,670	369,507	415,183	9,377	10,605	9,749	9,936	9,695
外汇	29,289	31,081	31,364	38,091	40,179	1,546	1,141	997	1,134	1,262
直接远期和外汇掉期	14,951	15,801	15,873	19,396	19,828	643	464	406	435	467
货币掉期	8,223	8,236	8,504	9,669	10,772	745	549	453	533	600
期权	6,115	7,045	6,987	9,027	9,579	158	129	138	166	196
利率 <sup>2</sup>	190,502	204,795	211,971	261,960	291,987	5,417	6,699	5,397	5,436	4,834
远期利率协议	12,789	13,973	14,269	18,117	18,689	22	31	22	25	31
掉期	150,631	163,749	169,106	207,043	229,780	4,903	6,077	4,778	4,831	4,166
期权	27,082	27,073	28,596	36,800	43,518	492	592	597	579	636
与股票挂钩的	4,385	4,551	5,793	6,782	7,485	498	382	582	671	851
远期和掉期	756	1,086	1,177	1,431	1,764	76	88	112	147	165
期权	3,629	3,465	4,617	5,351	5,721	422	294	470	523	687
商品 <sup>3</sup>	1,443	2,940	5,435	6,394	6,938	169	376	871	718	668
黄金	369	288	334	456	463	32	24	51	77	56
其他	1,074	2,652	5,100	5,938	6,475	137	351	820	641	611
远期和掉期	559	1,748	1,909	2,188	2,813	...	...	...	...	...
期权	516	904	3,191	3,750	3,663	...	...	...	...	...
信用违约掉期	6,396	10,211	13,908	20,352	28,838	134	188	243	294	470
单名工具	5,117	7,310	10,432	13,873	18,885	112	136	171	186	289
复名工具	1,279	2,901	3,476	6,479	9,953	22	52	72	109	181
其他	25,879	27,915	29,199	35,928	39,755	1,613	1,818	1,659	1,683	1,610
备忘项：										
总信用风险暴露 <sup>4</sup>	无数据	无数据	无数据	无数据	无数据	2,075	1,897	1,900	2,029	2,045
在交易所交易的衍生工具	29,289	31,081	31,364	38,091	40,179	...	...	...	...	...

资料来源：国际清算银行的数据。

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. 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）<sup>1</sup>

(10亿美元)

	名义数额					总市场价值				
	2004年 12月底	2005年 6月底	2005年 12月底	2006年 6月底	2006年 12月底	2004年 12月底	2005年 6月底	2005年 12月底	2006年 6月底	2006年 12月底
总计	257,894	281,493	297,670	369,507	415,183	9,377	10,605	9,749	9,936	9,695
外汇	29,289	31,081	31,364	38,091	40,179	1,546	1,141	997	1,134	1,262
按对手方分类										
与其他报告数据的交易商	11,668	12,179	12,161	15,278	15,597	486	377	323	367	437
与其他金融机构	11,417	12,334	12,721	15,118	15,878	648	471	412	471	520
与非金融客户	6,204	6,568	6,482	7,695	8,704	413	294	261	296	306
按剩余期限分类 <sup>2</sup>										
不超过1年	22,834	24,256	23,910	29,563	30,228	...	...	...	...	...
1-5年	4,386	4,729	5,165	5,837	6,658	...	...	...	...	...
5年以上	2,069	2,097	2,289	2,691	3,293	...	...	...	...	...
按主要货币分类 <sup>3</sup>										
美元	25,726	27,585	26,297	31,756	33,775	1,408	1,024	867	967	1,066
欧元	11,900	12,405	12,857	15,340	15,907	752	512	397	472	508
日元	7,076	6,907	7,578	9,504	9,548	258	220	256	242	323
英镑	4,331	4,273	4,424	5,217	6,128	220	150	121	148	197
其他	9,545	10,994	11,572	14,365	15,000	455	377	354	439	431
利率 <sup>4</sup>	190,502	204,795	211,971	261,960	291,987	5,417	6,699	5,397	5,436	4,834
按对手方分类										
与其他报告数据的交易商	82,258	87,049	91,541	114,465	126,445	2,155	2,598	2,096	2,215	1,954
与其他金融机构	85,729	92,092	95,321	114,865	127,215	2,631	3,265	2,625	2,515	2,252
与非金融客户	22,516	25,655	25,109	32,630	38,327	631	837	676	706	628
按剩余期限分类 <sup>2</sup>										
不超过1年	62,659	66,681	69,378	90,585	104,207	...	...	...	...	...
1-5年	77,929	82,341	86,550	101,608	110,417	...	...	...	...	...
5年以上	49,915	55,773	56,042	69,767	77,362	...	...	...	...	...
按主要货币分类										
美元	61,103	72,558	74,441	88,022	97,612	1,535	1,826	1,515	2,117	1,665
欧元	76,162	76,426	81,442	103,429	112,116	2,986	3,692	2,965	2,298	2,306
日元	24,209	25,224	25,605	32,146	37,954	352	454	295	457	295
英镑	15,289	16,621	15,060	19,066	22,274	240	372	344	291	311
其他	13,740	13,966	15,422	19,296	22,031	305	356	279	273	257
与股票挂钩的	4,385	4,551	5,793	6,782	7,485	498	382	582	671	851
商品 <sup>5</sup>	1,443	2,940	5,435	6,394	6,938	169	376	871	718	668
信用违约掉期	6,396	10,211	13,908	20,352	28,838	134	188	243	294	470
其他	25,879	27,915	29,199	35,928	39,755	1,613	1,818	1,659	1,683	1,610

资料来源：国际清算银行的数据。

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)						
<b>尚未清偿的名义本金数额</b>							
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	4,823.4	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	70.3	198.4	195.0	236.2	300.1	249.7
	(百万份交易合同)						
<b>年度交易额</b>							
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：国际清算银行的数据。

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 第1季度
(10亿美元)							
7,907.8	9,269.5	9,955.6	13,123.7	18,164.9	20,708.8	24,478.3	28,737.5
4,734.2	12,492.8	11,759.5	20,793.7	24,604.1	31,588.3	38,173.7	48,533.5
74.4	65.6	47.0	79.9	103.5	107.6	178.5	423.9
21.4	27.4	27.4	37.9	60.7	66.1	78.6	82.8
377.5	344.2	365.5	549.3	635.2	793.5	1,048.5	1,191.6
1,148.4	1,574.9	1,700.8	2,202.4	3,023.8	4,532.1	6,564.0	8,054.0
14,263.8	23,774.4	23,855.8	36,786.8	46,592.3	57,796.4	70,521.6	87,023.2
8,168.0	16,203.2	13,719.8	19,504.0	27,608.3	36,383.7	42,550.1	52,596.5
4,197.9	6,141.6	8,800.8	15,406.4	16,307.8	17,973.1	23,275.0	28,883.3
1,611.8	1,318.4	1,206.0	1,659.9	2,426.9	3,014.1	4,069.8	4,830.1
286.2	111.2	129.1	216.5	249.3	425.5	626.7	713.3
(百万份交易合同)							
781.2	1,057.5	1,152.1	1,576.8	1,902.6	2,110.4	2,621.2	736.8
107.7	199.6	240.3	302.3	361.0	430.8	566.7	151.4
43.5	49.0	42.6	58.8	83.7	143.0	231.1	76.1
7.0	10.5	16.1	14.3	13.0	19.4	24.3	7.7
225.2	337.1	530.3	725.6	804.4	918.7	1,233.6	412.9
481.5	1,148.2	2,235.5	3,233.9	2,980.1	3,139.8	3,177.5	946.2
1,646.0	2,801.9	4,216.8	5,911.6	6,144.8	6,762.0	7,854.4	2,331.1
461.3	675.6	912.2	1,279.8	1,633.6	1,926.8	2,541.8	704.5
718.6	957.7	1,074.8	1,346.3	1,412.6	1,592.8	1,947.3	609.2
331.3	985.1	2,073.1	3,111.6	2,847.6	2,932.4	2,957.1	882.9
134.9	183.4	156.7	174.0	251.0	310.0	408.2	134.5

表7. 美国：部门资产负债表

(百分比)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>公司部门</b>						
债务/净值	50.8	49.7	47.6	44.3	42.0	40.7
短期债务/全部债务	33.3	30.0	27.1	26.9	27.4	27.1
利息负担 <sup>1</sup>	17.7	14.4	11.8	8.7	8.1	8.4
<b>住户部门</b>						
净值/资产	82.8	80.2	92.4	89.2	80.9	80.7
股权/全部资产	26.8	20.6	27.3	26.5	23.3	23.8
股权/金融资产	41.7	34.3	38.7	39.1	38.4	39.0
净值/个人可支配收入	539.4	495.7	538.7	552.5	560.4	583.4
房屋抵押贷款债务/全部资产	10.9	12.3	14.4	14.5	13.9	14.1
消费者信贷/全部资产	3.9	4.2	4.4	4.1	3.6	3.5
全部债务/金融资产	25.5	30.2	29.2	30.2	31.4	31.6
债务偿还负担 <sup>2</sup>	13.1	13.4	13.5	13.5	14.1	14.4
<b>银行部门<sup>3</sup></b>						
<b>信贷质量</b>						
不良贷款 <sup>4</sup> /全部贷款	1.4	1.5	1.2	0.9	0.8	0.8
净贷款损失/平均全部贷款	1.0	1.1	0.9	0.7	0.6	0.4
贷款损失准备金/全部贷款	1.9	1.9	1.8	1.5	1.3	1.2
坏账注销净额/全部贷款	1.0	1.1	0.9	0.6	0.6	0.4
<b>资本比率</b>						
全部风险加权资本	12.7	12.8	12.8	12.6	12.3	13.0
一级风险加权资本	9.9	10.0	10.1	10.0	9.9	10.5
股权资本/全部资产	9.0	9.2	9.2	10.1	10.3	10.5
核心资本（杠杆率）	7.8	7.8	7.9	7.8	7.9	7.9
<b>盈利能力指标</b>						
平均资产回报率	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4
平均股权回报率	13.2	14.5	15.3	13.7	13.3	13.5
净利差幅度	3.9	4.1	3.8	3.6	3.6	3.4
效率比率 <sup>5</sup>	57.7	55.8	56.5	58.0	57.2	57.1

资料来源：联邦储备体系理事会《资金流量表》；商务部经济分析局、联邦存款保险公司和圣路易斯联邦储备银行的数据。

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. 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<sup>1</sup>

(百分比)

	2000财年	2001财年	2002财年	2003财年	2004财年	2005财年	2006财年
<b>公司部门</b>							
债务/股东权益(账面价值)	156.8	156.0	146.1	121.3	121.5	101.7	98.2
短期债务/全部债务	37.7	36.8	39.0	37.8	36.8	36.4	35.3
利息负担 <sup>2</sup>	28.4	32.3	27.8	22.0	18.4	15.6	15.2
债务/经营利润	1,229.3	1,480.0	1,370.0	1,079.2	965.9	839.9	820.4
<b>备忘项：</b>							
全部债务/国内生产总值 <sup>3</sup>	103.9	102.0	100.9	90.9	96.5	85.7	89.9
<b>住户部门</b>							
净值/资产	84.7	84.5	84.4	84.5	84.6	85.1	...
股权	4.7	3.6	3.5	4.9	5.7	8.8	...
不动产	36.6	35.7	34.6	32.9	31.4	29.7	...
净值/可支配收入净额	752.2	744.9	725.2	728.5	723.0	746.0	...
利息负担 <sup>4</sup>	5.4	5.2	5.1	4.9	4.8	4.7	...
<b>备忘项：</b>							
债务/股权	324.5	427.2	448.2	317.6	268.4	169.4	...
债务/不动产	41.7	43.2	45.1	47.1	49.0	50.3	...
债务/可支配收入净额	135.4	136.1	134.2	133.2	131.5	131.1	...
债务/净值	18.0	18.3	18.5	18.3	18.2	17.6	...
债权/净值	5.5	4.3	4.1	5.8	6.8	10.4	...
不动产/净值	43.2	42.3	41.0	38.9	37.1	35.0	...
全部债务/国内生产总值 <sup>3</sup>	80.3	80.2	79.4	77.5	76.1	75.6	...
<b>银行部门</b>							
<b>信贷质量</b>							
不良贷款 <sup>5</sup> /全部贷款	6.3	8.4	7.4	5.8	4.0	2.9	2.5
<b>资本比率</b>							
股东权益/资产	4.6	3.9	3.3	3.9	4.2	4.9	5.3
<b>盈利能力指标</b>							
股权回报率 <sup>6</sup>	-0.5	-14.3	-19.5	-2.7	4.1	11.3	8.5

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。只有截至2005财年的住户存量数据。
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作了修订。
4. 利息支付占可支配收入的百分比。
5. 不良贷款以根据《金融再生法》报告的数据为基础。
6. 净收入占股东股本的百分比（未就优先股等进行调整）。



表9. 欧洲：部门资产负债表<sup>1</sup>

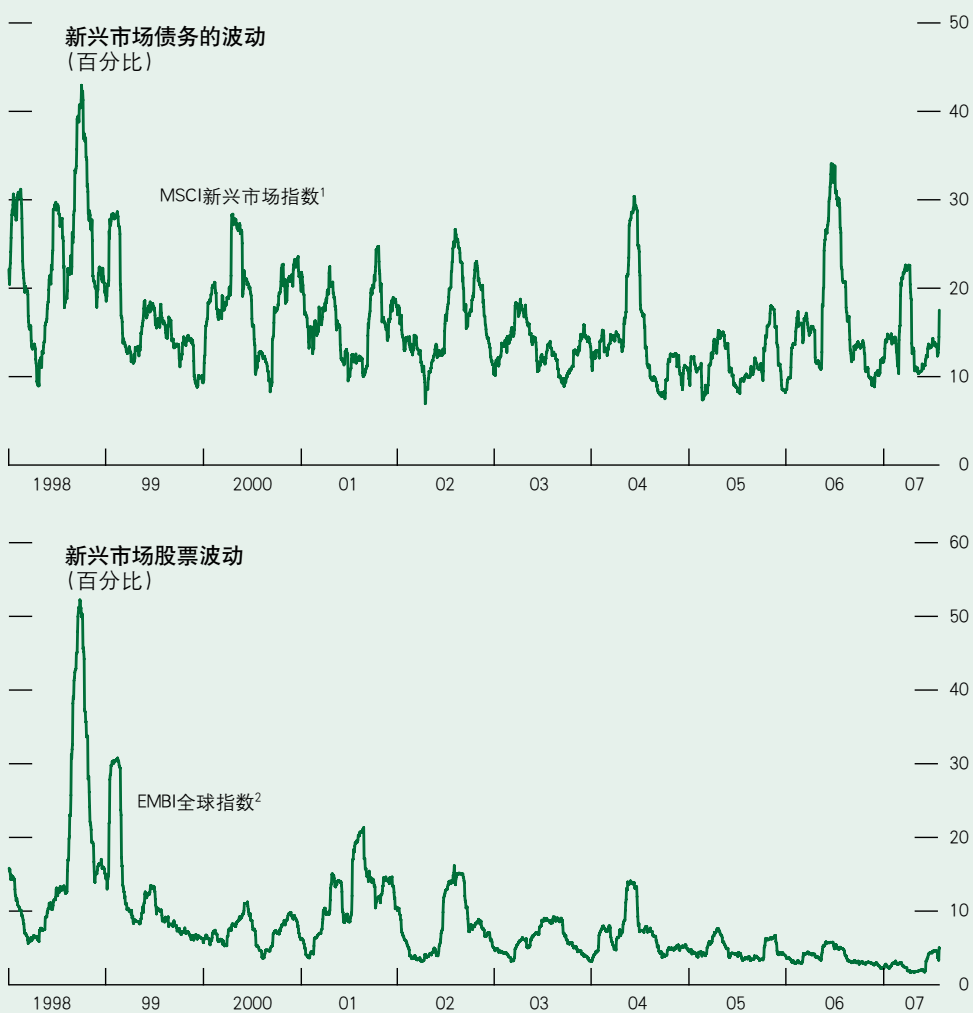
(百分比)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>公司部门</b>							
债务/股权 <sup>2</sup>	68.0	72.5	75.9	73.1	71.7	73.8	77.3
短期债务/全部债务	37.4	36.8	35.2	35.1	35.0	37.1	39.0
利息负担 <sup>3</sup>	18.3	19.4	18.4	17.1	17.4	18.1	19.8
债务/经营利润	315.7	321.6	338.7	327.9	326.2	348.3	381.2
备忘项：							
金融资产/股权	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
流动资产/短期债务	73.6	76.6	77.0	83.3	91.0	95.6	93.7
<b>住户部门</b>							
净值/资产	84.5	83.9	83.9	84.0	84.1	84.6	84.9
股权/净值	15.5	13.5	10.8	11.4	11.4	12.0	11.9
股权/净金融资产	39.8	36.5	31.8	33.1	33.3	34.1	33.8
利息负担 <sup>4</sup>	6.5	6.2	6.1	6.0	5.7	5.7	5.8
备忘项：							
非金融资产/净值	59.7	61.7	65.7	65.6	65.9	64.6	64.7
债务/净金融资产	46.1	48.4	53.3	51.6	51.6	47.6	47.0
债务/收入	94.6	94.8	98.2	100.8	105.6	106.9	110.6
<b>银行部门<sup>5</sup></b>							
信贷质量							
不良贷款/全部贷款	3.0	2.9	2.5	2.3	2.4	2.2	2.2
贷款损失准备金/不良贷款	82.1	80.8	81.5	73.0	67.8	74.6	67.8
贷款损失准备金/全部贷款	2.5	2.4	2.4	2.4	1.9	1.6	1.5
资本比率							
股权资本/全部资产	4.3	3.3	3.1	2.9	3.5	3.5	3.5
资本金/负债	6.9	6.8	5.4	5.0	5.7	5.6	5.7
盈利能力指标							
资产回报率(税后)	0.8	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
股权回报率(税后)	18.3	11.2	9.0	11.3	13.7	15.0	16.7
净利差幅度	1.5	1.4	1.6	1.5	1.1	1.0	0.9
效率比率 <sup>6</sup>	66.4	68.2	69.0	73.1	64.3	62.6	60.2

资料来源：©2003 Bureau van Dijk Electronic Publishing—Bankscope；欧洲央行《统计月报》；国际货币基金组织工作人员的估计。

1. 为法国、德国和英国按国内生产总值加权的平均值，另有说明除外。
2. 针对资产定值的变化，对公司股权进行了调整。
3. 利息支付占总经营利润的百分比。
4. 利息支付占可支配收入的百分比。
5. 欧洲最大的50家银行。对于某些指标来说，由于得不到数据，覆盖范围可能不到50家银行。
6. 成本与收入的比率。

图15. 新兴市场的波动指标

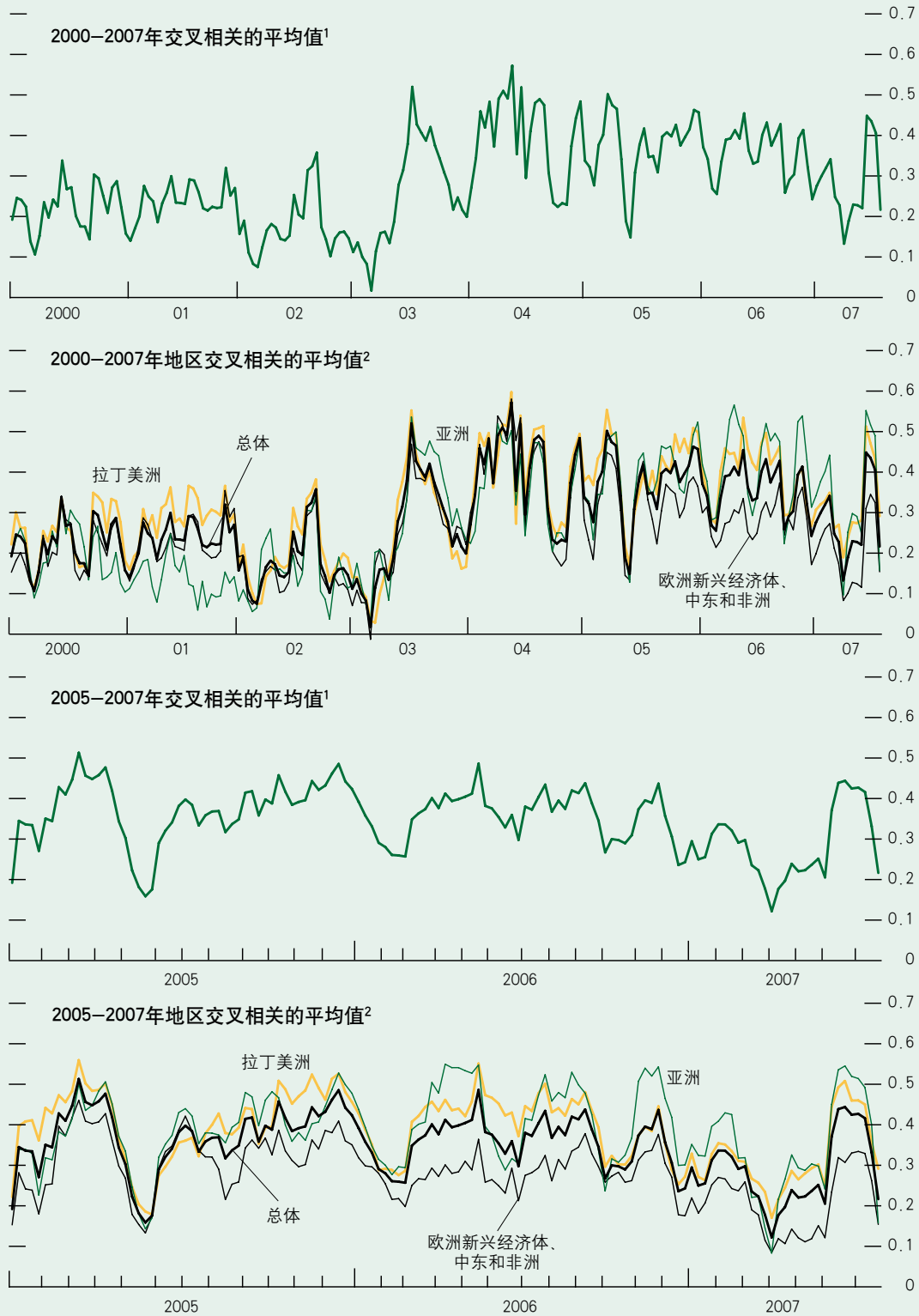


资料来源：新兴市场股票的波动，为Morgan Stanley Capital International的数据和国际货币基金组织工作人员的估计。新兴市场债务波动，为J.P. Morgan Chase & Co.的数据以及国际货币基金组织工作人员的估计。

1. 此处的数据用按美元计值的MSCI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EMBI全球指数计算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：J.P. 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

	2007年, 期末		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 <sup>1</sup>	全部时 间内的 最低值 <sup>1</sup>
	第1 季度	第2 季度	第1 季度	第2 季度	第3 季度	第4 季度	2002	2003	2004	2005	2006				
全球	1,514.2	1,602.4	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	1,630.1	1,261.0	1,630.1	423.1
新兴市场	929.0	1,059.7	787.8	747.5	778.2	912.7	292.1	442.8	542.2	706.5	912.7	1,067.0	710.3	1,067.0	175.3
拉丁美洲	3,163.2	3,754.2	2,469.4	2,368.2	2,473.1	2,995.7	658.9	1,100.9	1,483.6	2,150.0	2,995.7	3,838.6	2,237.7	3,838.6	185.6
阿根廷	3,014.6	3,188.6	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	3,342.8	2,227.6	3,342.8	152.6
巴西	2,325.9	2,857.3	1,886.2	1,821.9	1,790.8	2,205.4	395.4	802.0	1,046.6	1,569.4	2,205.4	2,921.6	1,673.8	2,921.6	84.1
智利	1,592.6	1,891.2	1,263.7	1,169.3	1,262.8	1,492.4	445.5	800.6	997.3	1,180.7	1,492.4	1,891.2	1,111.7	1,891.2	183.0
哥伦比亚	516.9	604.2	580.4	395.3	470.7	549.8	68.3	108.6	245.0	495.7	549.8	627.4	385.9	627.4	41.2
墨西哥	5,802.9	6,497.0	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	6,764.2	3,877.5	6,764.2	308.9
秘鲁	828.2	1,089.4	483.5	543.7	598.7	671.4	182.7	344.1	343.4	441.3	671.4	1,091.6	522.2	1,091.6	73.5
委内瑞拉	154.3	178.6	161.1	151.4	156.2	174.1	77.7	103.8	151.0	107.4	174.1	202.5	103.9	278.4	56.1
亚洲	370.1	435.6	311.9	303.7	322.9	371.5	140.4	206.4	231.6	286.2	371.5	440.6	286.6	440.6	104.1
中国	51.3	63.2	35.6	35.7	38.6	52.3	14.1	25.5	25.3	29.3	52.3	64.1	34.8	136.9	12.9
印度	530.6	598.6	459.2	427.5	501.4	560.8	148.8	246.2	273.1	382.9	560.8	598.6	402.8	598.6	77.7
印度尼西亚	2,433.2	2,757.2	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	2,761.5	1,755.7	2,761.5	280.0
韩国	404.8	469.6	386.0	365.3	384.0	395.2	184.7	246.0	256.4	386.3	395.2	489.4	346.3	489.4	59.5
马来西亚	471.7	508.1	345.9	338.5	356.8	408.8	244.0	300.4	335.9	329.0	408.8	523.5	332.7	523.5	88.3
巴基斯坦	381.2	462.6	407.3	335.8	355.4	333.7	146.0	188.2	211.7	333.3	333.7	462.6	322.0	462.6	54.4
菲律宾	660.3	762.0	460.4	445.6	531.1	620.2	210.1	303.7	381.1	431.9	620.2	780.7	444.7	917.3	132.6
中国台湾	312.8	352.2	279.7	279.5	286.2	318.3	189.5	259.1	257.7	275.8	318.3	355.2	258.5	483.5	103.9
泰国	272.9	312.8	293.5	271.3	280.7	274.9	130.2	280.5	263.9	292.0	274.9	315.4	246.4	669.4	72.0
欧洲新兴市场、中东 和非洲	376.1	391.4	342.6	306.5	306.3	364.4	108.4	163.9	222.7	300.3	364.4	396.9	291.3	396.9	80.8
捷克共和国	436.6	490.2	394.5	357.7	369.8	408.3	116.2	152.9	234.8	371.5	408.3	490.2	337.7	490.2	62.8
埃及	1,431.5	1,553.6	1,320.0	960.0	1,266.1	1,389.3	97.4	234.6	505.3	1,215.7	1,389.3	1,588.2	967.9	1,588.2	89.9
匈牙利	1,594.7	1,965.5	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	2,008.1	1,396.0	2,008.1	77.1
以色列	213.1	232.9	201.4	176.4	187.7	194.4	90.8	141.4	167.4	209.3	194.4	242.1	165.7	242.1	67.6
约旦	481.5	445.6	554.4	486.0	482.2	439.6	153.5	238.3	379.2	650.6	439.6	515.3	422.7	760.7	103.1
摩洛哥	424.4	418.6	315.3	303.6	333.5	342.9	138.5	171.4	189.1	231.3	342.9	461.7	294.5	461.7	99.6
波兰	2,451.5	2,594.7	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	2,627.4	1,933.3	2,627.4	99.6
俄罗斯	1,212.7	1,202.4	1,043.6	1,065.0	1,067.4	1,250.3	270.7	461.1	479.9	813.4	1,250.3	1,252.3	993.9	1,252.3	30.6
南非	699.5	695.4	561.3	548.3	553.3	641.3	272.7	296.8	352.4	492.0	641.3	742.7	516.9	742.7	99.7
土耳其	686,668	731,869	682,935	558,350	581,504	614,409	169,900	319,808	425,008	645,739	614,409	755,480	509,075	777,492	426
部门															
能源	723.4	807.1	680.6	680.6	654.5	760.0	163.1	287.4	349.0	548.6	760.0	807.1	619.3	807.1	81.7
材料	496.6	559.8	374.6	382.2	374.5	442.1	182.8	250.1	265.0	325.4	442.1	572.5	362.5	572.5	98.5
工业	229.1	294.4	175.0	166.8	181.5	210.7	61.8	98.9	128.0	156.1	210.7	294.4	158.5	294.4	52.6
可选消费	441.2	479.7	398.4	352.5	370.3	422.6	138.8	233.8	292.3	381.1	422.6	484.0	327.6	484.0	74.1
主要消费	269.3	301.1	225.1	211.4	226.1	266.2	88.2	118.6	147.0	197.0	266.2	309.8	206.0	309.8	80.4
医疗保健	382.2	420.8	405.5	328.0	350.5	356.3	169.8	272.5	290.8	393.3	356.3	420.8	308.8	433.8	83.3
金融	330.6	372.4	269.1	250.3	266.0	328.8	98.6	138.8	187.9	240.6	328.8	376.8	237.2	376.8	74.6
信息技术	220.0	243.4	212.9	202.6	216.4	231.8	103.9	149.6	161.5	209.1	231.8	247.0	187.8	300.0	73.1
电信	226.6	259.9	169.7	158.4	180.7	218.0	72.7	100.8	131.6	158.9	218.0	260.7	152.8	260.7	62.9
公用事业	288.0	342.8	229.6	217.8	232.2	282.1	72.4	127.2	149.8	197.0	282.1	342.8	206.8	342.8	63.1

表10 (续)

	各期之间百分比变化										
	2007年, 期末		2006年, 期末				期末				
	第1 季度	第2 季度	第1 季度	第2 季度	第3 季度	第4 季度	2002	2003	2004	2005	2006
全球	24.0	5.8	6.1	-1.1	4.0	8.0	-21.1	30.8	12.8	7.6	18.0
新兴市场	1.8	14.1	11.5	-5.1	4.1	17.3	-8.0	51.6	22.4	30.3	29.2
拉丁美洲	5.6	18.7	14.9	-4.1	4.4	21.1	-24.8	67.1	34.8	44.9	39.3
阿根廷	-2.3	5.8	27.6	4.4	-6.7	33.6	-51.0	98.5	24.6	59.7	66.1
巴西	5.5	22.8	20.2	-3.4	-1.7	23.2	-33.8	102.9	30.5	50.0	40.5
智利	6.7	18.8	7.0	-7.5	8.0	18.2	-21.7	79.7	24.6	18.4	26.4
哥伦比亚	-6.0	16.9	17.1	-31.9	19.1	16.8	18.3	59.0	125.7	102.3	10.9
墨西哥	5.8	12.0	6.9	-4.7	15.7	18.0	-15.0	29.8	45.0	45.2	39.0
秘鲁	23.4	31.5	9.6	12.4	10.1	12.1	26.8	88.4	-0.2	28.5	52.1
委内瑞拉	-11.4	15.8	50.0	-6.0	3.1	11.5	-18.6	33.6	45.4	-28.9	62.2
亚洲	-0.4	17.7	9.0	-2.6	6.3	15.0	-6.2	47.1	12.2	23.5	29.8
中国	-1.8	23.0	21.5	0.3	8.2	35.4	-16.0	80.3	-0.7	15.6	78.7
印度	-5.4	12.8	19.9	-6.9	17.3	11.8	5.3	65.5	11.0	40.2	46.5
印度尼西亚	-0.6	13.3	15.9	-1.2	16.6	16.2	18.9	60.0	59.3	19.3	55.0
韩国	2.4	16.0	-0.1	-5.4	5.1	2.9	-3.0	33.2	4.2	50.6	2.3
马来西亚	15.4	7.7	5.1	-2.1	5.4	14.6	-2.7	23.1	11.8	-2.1	24.2
巴基斯坦	14.2	21.3	22.2	-17.5	5.8	-6.1	116.7	28.9	12.5	57.5	0.1
菲律宾	6.5	15.4	6.6	-3.2	19.2	16.8	-28.1	44.5	25.5	13.3	43.6
中国台湾	-1.7	12.6	1.4	-0.1	2.4	11.2	-25.8	36.7	-0.6	7.0	15.4
泰国	-0.7	14.6	0.5	-7.6	3.5	-2.1	21.1	115.4	-5.9	10.6	-5.9
欧洲新兴市场、中东和非洲	3.2	4.1	14.1	-10.5	-0.1	19.0	4.7	51.2	35.8	34.9	21.3
捷克共和国	6.9	12.3	6.2	-9.3	3.4	10.4	19.2	31.6	53.6	58.2	9.9
埃及	3.0	8.5	8.6	-27.3	31.9	9.7	-4.4	140.8	115.4	140.6	14.3
匈牙利	-5.6	23.3	9.6	-8.5	-0.3	16.9	5.4	20.8	63.4	36.9	16.8
以色列	9.7	9.3	-3.8	-12.4	6.4	3.6	-31.6	55.7	18.4	25.0	-7.1
约旦	9.5	-7.4	-14.8	-12.3	-0.8	-8.8	2.6	55.3	59.1	71.6	-32.4
摩洛哥	23.8	-1.4	36.3	-3.7	9.9	2.8	-23.1	23.8	10.4	22.3	48.3
波兰	8.8	5.8	6.0	-1.4	1.3	13.9	-3.5	29.9	26.9	31.6	20.7
俄罗斯	-3.0	-0.8	28.3	2.0	0.2	17.1	13.9	70.3	4.1	69.5	53.7
南非	9.1	-0.6	14.1	-2.3	0.9	15.9	-11.8	8.8	18.7	39.6	30.3
土耳其	11.8	6.6	5.8	-18.2	4.1	5.7	-27.5	88.2	32.9	51.9	-4.9
部门											
能源	-4.8	11.6	24.0	0.0	-3.8	16.1	0.6	76.2	21.4	57.2	38.5
材料	12.3	12.7	15.1	2.0	-2.0	18.1	5.2	36.8	6.0	22.8	35.9
工业	8.7	28.5	12.1	-4.7	8.8	16.1	-3.2	60.1	29.5	22.0	35.0
可选消费	4.4	8.7	4.5	-11.5	5.0	14.1	6.3	68.4	25.0	30.4	10.9
主要消费	1.2	11.8	14.2	-6.1	6.9	17.8	-6.7	34.4	24.0	34.0	35.1
医疗保健	7.3	10.1	3.1	-19.1	6.9	1.6	15.9	60.5	6.7	35.2	-9.4
金融	0.5	12.6	11.8	-7.0	6.2	23.6	-8.4	40.7	35.4	28.1	36.7
信息技术	-5.1	10.6	1.8	-4.8	6.8	7.1	-22.6	43.9	8.0	29.5	10.9
电信	3.9	14.7	6.8	-6.6	14.0	20.7	-20.9	38.7	30.5	20.8	37.2
公用事业	2.1	19.0	16.5	-5.1	6.6	21.5	-20.9	75.7	17.8	31.5	43.2



表10 (续完)

	2007年, 期末		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 <sup>1</sup>	全部时 间内的 最低值 <sup>1</sup>	
	第1 季度	第2 季度	第1 季度	第2 季度	第3 季度	第4 季度	2002	2003	2004	2005	2006					
<b>发达市场</b>																
澳大利亚	1,200.5	1,254.1	1,036.4	1,025.2	1,037.9	1,135.1	604.4	655.5	797.9	959.6	1,135.1	1,279.1	986.5	1,279.1	250.2	
奥地利	331.6	339.7	290.3	266.1	277.3	316.6	91.8	118.0	185.3	262.7	316.6	348.9	256.1	348.9	79.7	
比利时	116.3	117.4	102.0	95.5	106.8	113.0	55.3	60.1	77.9	94.8	113.0	121.0	92.9	121.0	35.4	
加拿大	1,659.0	1,750.7	1,518.8	1,448.9	1,464.4	1,628.3	818.3	1,019.7	1,139.3	1,406.8	1,628.3	1,786.3	1,426.2	1,786.3	338.3	
丹麦	3,884.7	4,066.3	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	4,198.4	2,898.5	4,198.4	556.5	
芬兰	151.6	170.6	141.2	129.6	132.4	140.3	100.3	97.4	93.9	123.4	140.3	176.3	121.6	383.1	22.9	
法国	149.8	159.3	137.8	131.3	138.9	147.1	81.3	93.2	100.6	124.9	147.1	162.9	125.1	178.6	42.9	
德国	123.5	138.8	108.8	100.6	106.4	116.9	56.0	74.6	79.2	98.2	116.9	140.3	95.3	163.6	41.4	
希腊	133.2	136.7	121.1	109.1	115.7	127.3	46.8	63.6	83.3	108.1	127.3	142.4	103.5	197.2	38.2	
中国香港	10,223.1	10,681.2	8,556.6	8,438.1	8,940.4	10,152.8	4,808.4	6,341.3	7,668.5	8,016.2	10,152.8	...	...	...	...	
爱尔兰	117.3	119.0	104.2	97.9	107.0	120.3	56.8	65.9	85.2	93.5	120.3	126.8	93.2	126.8	40.5	
意大利	121.3	121.4	112.3	107.7	113.5	121.4	69.6	78.1	93.2	106.0	121.4	128.7	104.2	132.1	39.5	
日本	1,081.6	1,123.3	1,061.4	980.5	1,001.1	1,060.2	524.3	637.3	699.1	999.3	1,060.2	1,146.6	912.5	1,655.3	462.1	
荷兰	107.7	113.5	95.9	88.9	98.6	101.3	66.0	68.4	69.3	88.3	101.3	115.0	85.5	134.9	38.5	
新西兰	136.0	141.0	135.7	124.5	123.7	138.2	90.0	107.6	127.0	130.0	138.2	145.2	117.3	145.2	56.7	
挪威	3,094.2	3,368.7	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	3,368.7	2,330.6	3,368.7	455.9	
葡萄牙	109.2	123.9	97.1	90.1	97.5	105.5	57.0	66.1	74.7	82.2	105.5	124.4	88.8	128.0	35.2	
新加坡	1,850.2	2,033.2	1,398.8	1,352.4	1,431.3	1,696.1	764.9	1,005.1	1,148.1	1,295.4	1,696.1	2,089.9	1,282.4	2,089.9	508.2	
西班牙	162.8	166.2	133.4	129.4	144.9	158.2	69.9	89.6	104.3	122.1	158.2	173.0	124.9	173.0	27.4	
瑞典	9,624.1	10,011.1	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	10,338.8	6,914.6	12,250.4	787.2	
瑞士	1,183.9	1,215.0	1,052.8	1,005.2	1,104.4	1,159.5	603.2	714.3	747.1	994.6	1,159.5	1,256.8	978.4	1,256.8	158.1	
英国	1,897.2	1,978.1	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	2,016.6	1,692.4	2,016.6	585.4	
美国	1,344.0	1,420.3	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	1,454.5	1,162.9	1,493.0	273.7	
	相对上期的百分比变化															
<b>发达市场</b>																
澳大利亚	5.8	4.5	8.0	-1.1	1.2	9.4	-12.5	8.5	21.7	20.3	18.3	...	...	...	...	
奥地利	4.7	2.5	10.5	-8.3	4.2	14.2	-3.0	28.5	57.0	41.7	20.5	...	...	...	...	
比利时	2.9	1.0	7.7	-6.4	11.9	5.7	-29.7	8.7	29.5	21.7	19.2	...	...	...	...	
加拿大	1.9	5.5	8.0	-4.6	1.1	11.2	-15.3	24.6	11.7	23.5	15.7	...	...	...	...	
丹麦	6.1	4.7	5.6	-5.2	9.6	11.5	-29.7	22.4	19.4	41.5	22.3	...	...	...	...	
芬兰	8.0	12.6	14.4	-8.2	2.2	6.0	-41.6	-2.9	-3.6	31.4	13.7	...	...	...	...	
法国	1.8	6.4	10.4	-4.7	5.8	5.9	-34.0	14.6	7.9	24.2	17.8	...	...	...	...	
德国	5.6	12.5	10.7	-7.5	5.8	9.9	-44.0	33.2	6.1	24.1	19.0	...	...	...	...	
希腊	4.6	2.7	12.0	-9.9	6.1	10.0	-39.1	35.8	31.1	29.8	17.7	...	...	...	...	
中国香港	0.7	4.5	6.7	-1.4	6.0	13.6	-20.6	31.9	20.9	4.5	26.7	...	...	...	...	
爱尔兰	-2.5	1.5	11.4	-6.0	9.3	12.4	-39.0	16.0	29.2	9.8	28.7	...	...	...	...	
意大利	-0.1	0.0	6.0	-4.1	5.4	6.9	-23.6	12.2	19.3	13.8	14.6	...	...	...	...	
日本	2.0	3.9	6.2	-7.6	2.1	5.9	-19.4	21.6	9.7	42.9	6.1	...	...	...	...	
荷兰	6.4	5.3	8.6	-7.3	10.9	2.7	-34.3	3.6	1.3	27.5	14.7	...	...	...	...	
新西兰	-1.5	3.7	4.4	-8.3	-0.6	11.7	-4.4	19.6	18.0	2.4	6.3	...	...	...	...	
挪威	4.8	8.9	19.5	-7.8	-1.8	20.2	-29.7	38.1	36.2	34.2	30.2	...	...	...	...	
葡萄牙	3.6	13.4	18.2	-7.3	8.2	8.2	-28.3	15.9	13.1	10.0	28.3	...	...	...	...	
新加坡	9.1	9.9	8.0	-3.3	5.8	18.5	-18.4	31.4	14.2	12.8	30.9	...	...	...	...	
西班牙	2.9	2.1	9.2	-3.0	12.0	9.1	-29.5	28.3	16.4	17.0	29.5	...	...	...	...	
瑞典	6.4	4.0	11.7	-11.1	8.7	11.9	-43.1	32.9	23.7	29.5	20.8	...	...	...	...	
瑞士	2.1	2.6	5.8	-4.5	9.9	5.0	-25.8	18.4	4.6	33.1	16.6	...	...	...	...	
英国	1.7	4.3	6.0	-2.4	2.3	4.7	-25.7	14.4	7.7	16.0	10.7	...	...	...	...	
美国	0.6	5.7	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)

	2007年, 期末		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 <sup>1</sup>	全部时 间内的 最低值 <sup>1</sup>
	第1 季度	第2 季度	第1 季度	第2 季度	第3 季度	第4 季度	2002	2003	2004	2005	2006				
<b>新兴市场</b>															
<b>拉丁美洲</b>															
阿根廷	3.10	3.09	3.08	3.09	3.10	3.06	3.36	2.93	2.97	3.03	3.06	3.05	3.11	0.98	3.86
巴西	2.06	1.93	2.16	2.17	2.17	2.14	3.54	2.89	2.66	2.34	2.14	1.90	2.22	0.00	3.95
智利	539	528	526	539	535	533	720	593	556	512	533	517	549	295	760
哥伦比亚	2,203	1,975	2,291	2,574	2,398	2,240	2,867	2,780	2,355	2,287	2,240	1,872	2,421	689	2,980
墨西哥	11.04	10.81	10.87	11.34	10.98	10.82	10.37	11.23	11.15	10.63	10.82	10.72	11.21	2.68	11.67
秘鲁	3.18	3.17	3.37	3.26	3.25	3.20	3.51	3.46	3.28	3.42	3.20	3.16	3.25	1.28	3.65
委内瑞拉	2,147	2,147	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
<b>亚洲</b>															
中国	7.73	7.61	8.02	7.99	7.90	7.81	8.28	8.28	8.28	8.07	7.81	7.61	7.94	4.73	8.73
印度	43.47	40.70	44.62	46.04	45.93	44.26	47.98	45.63	43.46	45.05	44.26	40.49	46.08	16.92	49.05
印度尼西亚	9,121	9,025	9,070	9,263	9,223	8,994	8,950	8,420	9,270	9,830	8,994	8,670	9,250	1,977	16,650
韩国	941	924	972	949	947	930	1,186	1,192	1,035	1,010	930	914	964	684	1,963
马来西亚	3.46	3.45	3.68	3.67	3.69	3.53	3.80	3.80	3.80	3.78	3.53	3.38	3.70	2.44	4.71
巴基斯坦	60.74	60.47	60.12	60.21	60.55	60.88	58.25	57.25	59.43	59.79	60.88	60.47	61.00	21.18	64.35
菲律宾	48.27	46.20	51.06	53.14	50.25	49.01	53.60	55.54	56.23	53.09	49.01	45.64	50.36	23.10	56.46
中国台湾	33.06	32.85	32.46	32.38	33.10	32.59	34.64	33.96	31.74	32.83	32.59	32.29	33.44	24.48	35.19
泰国	32.40	31.70	38.88	38.12	37.57	35.45	43.11	39.62	38.92	41.03	35.45	31.44	37.77	23.15	55.50
<b>欧洲、中东和非洲</b>															
捷克共和国	20.97	21.24	23.50	22.27	22.32	20.83	30.07	25.71	22.42	24.55	20.83	20.55	22.60	20.55	42.17
埃及	5.70	5.69	5.75	5.76	5.74	5.71	4.62	6.17	6.09	5.74	5.71	5.68	5.74	3.29	6.25
匈牙利	185.64	182.21	217.88	221.39	215.30	190.29	224.48	208.70	181.02	212.97	190.29	179.95	217.00	90.20	317.56
以色列	4.16	4.25	4.66	4.43	4.30	4.22	4.74	4.39	4.32	4.61	4.22	3.94	4.35	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	0.71	0.71	0.64	0.72
摩洛哥	11.40	10.60	11.48	11.34	11.42	11.70	9.80	10.08	11.09	11.94	11.70	10.60	11.83	7.75	12.06
波兰	2.89	2.78	3.24	3.18	3.13	2.90	3.83	3.73	3.01	3.25	2.90	2.75	3.14	1.72	4.71
俄罗斯	25.99	25.74	27.70	26.85	26.80	26.33	31.96	29.24	27.72	28.74	26.33	25.68	26.98	0.98	31.96
南非	7.26	7.04	6.18	7.17	7.77	7.01	8.57	6.68	5.67	6.33	7.01	6.89	7.88	2.50	12.45
土耳其	1.39	1.31	1.35	1.59	1.51	1.42	1.66	1.41	1.34	1.35	1.42	1.30	1.53	—	1.77
<b>发达市场</b>															
澳大利亚 <sup>2</sup>	0.81	0.85	0.72	0.74	0.75	0.79	0.56	0.75	0.78	0.73	0.79	0.74	0.85	0.85	0.48
加拿大	1.15	1.07	1.17	1.12	1.12	1.17	1.57	1.30	1.20	1.16	1.17	1.06	1.18	1.06	1.61
丹麦	5.58	5.50	6.16	5.83	5.88	5.65	7.08	5.91	5.49	6.30	5.65	5.46	5.96	5.34	9.00
欧元区 <sup>2</sup>	1.34	1.35	1.21	1.28	1.27	1.32	1.05	1.26	1.36	1.18	1.32	1.25	1.37	1.37	0.83
中国香港	7.81	7.82	7.76	7.77	7.79	7.78	7.80	7.76	7.77	7.75	7.78	7.77	7.82	7.70	7.82
日本	117.83	123.18	117.78	114.42	118.18	119.07	118.79	107.22	102.63	117.75	119.07	114.90	123.90	80.63	159.90
新西兰 <sup>2</sup>	0.71	0.77	0.62	0.61	0.65	0.70	0.52	0.66	0.72	0.68	0.70	0.65	0.77	0.77	0.39
挪威	6.08	5.89	6.55	6.22	6.53	6.24	6.94	6.67	6.08	6.74	6.24	5.89	6.78	5.51	9.58
新加坡	1.52	1.53	1.62	1.58	1.59	1.53	1.73	1.70	1.63	1.66	1.53	1.51	1.59	1.39	1.91
瑞典	6.98	6.83	7.80	7.20	7.33	6.85	8.69	7.19	6.66	7.94	6.85	6.69	7.41	5.09	11.03
瑞士	1.22	1.22	1.30	1.22	1.25	1.22	1.38	1.24	1.14	1.31	1.22	1.19	1.27	1.12	1.82
英国 <sup>2</sup>	1.97	2.01	1.74	1.85	1.87	1.96	1.61	1.79	1.92	1.72	1.96	1.85	2.01	2.01	1.37

表11 (续完)

	各期之间百分比变化										
	2007年, 期末		2006年, 期末				期末				
	第1季度	第2季度	第1季度	第2季度	第3季度	第4季度	2002	2003	2004	2005	2006
<b>新兴市场</b>											
<b>拉丁美洲</b>											
阿根廷	-1.2	0.3	-1.7	-0.1	-0.6	1.4	-70.2	14.7	-1.4	-1.9	-1.0
巴西	3.7	6.7	7.9	0.0	-0.2	1.6	-34.7	22.4	8.9	13.7	9.4
智利	-1.1	2.2	-2.7	-2.3	0.7	0.3	-8.2	21.5	6.7	8.5	-4.0
哥伦比亚	1.7	11.5	-0.2	-11.0	7.4	7.0	-20.6	3.1	18.1	3.0	2.1
墨西哥	-2.0	2.2	-2.2	-4.1	3.2	1.5	-11.7	-7.6	0.7	4.8	-1.7
秘鲁	0.4	0.5	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	0.0	0.0	-45.5	-13.1	-16.7	-10.7	0.0
<b>亚洲</b>											
中国	1.0	1.5	0.7	0.3	1.1	1.3	0.0	0.0	0.0	2.6	3.4
印度	1.8	6.8	1.0	-3.1	0.3	3.8	0.6	5.2	5.0	-3.5	1.8
印度尼西亚	-1.4	1.1	8.4	-2.1	0.4	2.5	16.2	6.3	-9.2	-5.7	9.3
韩国	-1.1	1.8	3.9	2.4	0.2	1.8	10.8	-0.5	15.2	2.5	8.6
马来西亚	2.0	0.1	2.6	0.2	-0.4	4.5	0.0	0.0	0.0	0.5	7.1
巴基斯坦	0.2	0.4	-0.5	-0.1	-0.6	-0.5	2.8	1.7	-3.7	-0.6	-1.8
菲律宾	1.5	4.5	4.0	-3.9	5.7	2.5	-3.7	-3.5	-1.2	5.9	8.3
中国台湾	-1.4	0.6	1.1	0.2	-2.2	1.6	0.9	2.0	7.0	-3.3	0.7
泰国	9.4	2.2	5.5	2.0	1.5	6.0	2.6	8.8	1.8	-5.1	15.7
<b>欧洲、中东和非洲</b>											
捷克共和国	-0.7	-1.3	4.5	5.5	-0.2	7.2	18.4	16.9	14.7	-8.7	17.9
埃及	0.3	0.1	-0.2	-0.1	0.3	0.5	-0.9	-25.1	1.3	6.1	0.5
匈牙利	2.5	1.9	-2.3	-1.6	2.8	13.1	22.4	7.6	15.3	-15.0	11.9
以色列	1.4	-2.2	-1.2	5.3	2.9	2.1	-7.3	8.0	1.6	-6.1	9.2
约旦	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.1	-0.1
摩洛哥	2.7	7.5	4.0	1.3	-0.7	-2.5	-1.9	-2.7	-9.2	-7.1	2.0
波兰	0.3	4.0	0.3	1.8	1.5	7.9	3.5	2.6	24.0	-7.2	11.8
俄罗斯	1.3	1.0	3.7	3.2	0.2	1.8	-4.5	9.3	5.5	-3.6	9.2
南非	-3.4	3.0	2.5	-13.9	-7.7	10.9	39.6	28.2	18.0	-10.5	-9.7
土耳其	2.0	5.8	0.2	-15.0	4.9	6.7	-12.4	17.7	4.7	-0.6	-4.7
<b>发达市场</b>											
澳大利亚	2.5	5.0	-2.2	3.6	0.5	5.7	10.2	33.9	3.8	-6.1	7.6
加拿大	1.0	8.3	-0.6	4.7	-0.2	-4.1	1.3	21.2	7.9	3.4	-0.3
丹麦	1.3	1.5	2.3	5.6	-0.9	4.1	17.9	19.8	7.8	-12.9	11.5
欧元区	1.2	1.4	2.3	5.5	-0.9	4.1	18.0	20.0	7.6	-12.6	11.4
中国香港	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	0.0	0.4	-0.1	0.2	-0.3
日本	1.1	-4.3	0.0	2.9	-3.2	-0.7	10.8	10.8	4.5	-12.8	-1.1
新西兰	1.5	8.1	-9.9	-1.2	7.3	7.8	25.9	25.0	9.5	-4.8	3.0
挪威	2.5	3.2	2.9	5.3	-4.8	4.8	29.2	4.1	9.6	-9.8	8.1
新加坡	1.1	-0.9	2.9	2.1	-0.3	3.5	6.4	2.1	4.2	-1.9	8.4
瑞典	-1.9	2.2	1.8	8.3	-1.9	7.1	20.6	20.9	8.0	-16.2	15.9
瑞士	0.3	-0.5	0.7	6.6	-2.2	2.6	20.0	11.7	8.7	-13.2	7.7
英国	0.5	2.1	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价值;最低值表示对美元最大贬值价值。“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

	2007年，期末		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1季度	第2季度	第3季度	第4季度	2002	2003	2004	2005	2006				
<b>EMBI全球</b>	<b>394</b>	<b>388</b>	<b>355</b>	<b>348</b>	<b>370</b>	<b>384</b>	<b>225</b>	<b>283</b>	<b>316</b>	<b>350</b>	<b>384</b>	<b>398</b>	<b>348</b>	<b>398</b>	<b>63</b>
<b>拉丁美洲</b>															
阿根廷	130	108	98	92	106	126	57	67	81	83	126	131	91	194	47
巴西	603	598	522	516	555	580	230	390	446	505	580	617	515	617	68
智利	188	187	176	175	182	185	150	162	172	177	185	190	175	190	98
哥伦比亚	291	296	264	252	271	283	169	201	228	256	283	299	252	299	70
多米尼加共和国	189	191	164	162	176	184	117	99	126	156	184	195	162	195	83
厄瓜多尔	696	668	702	687	681	561	230	464	562	636	561	750	522	750	61
萨尔瓦多	156	157	137	134	145	152	98	110	123	134	152	...	...	...	...
墨西哥	359	358	327	322	343	353	254	284	308	333	353	366	324	366	58
巴拿马	648	650	583	558	610	637	395	452	511	567	637	664	559	664	56
秘鲁	603	599	519	528	565	591	341	431	485	514	591	616	527	616	52
乌拉圭	181	182	156	146	162	177	62	97	129	151	177	188	146	188	38
委内瑞拉	635	570	595	571	602	634	281	393	484	562	634	638	570	638	59
<b>亚洲</b>															
中国	276	274	256	256	267	271	230	241	253	260	271	278	255	278	98
印度尼西亚	155	154	136	136	146	154	...	...	121	133	154	158	135	158	98
马来西亚	227	226	211	209	219	224	175	194	207	215	224	229	208	229	64
菲律宾	398	397	349	342	368	394	230	261	280	337	394	406	342	406	81
越南	113	111	102	100	106	112	...	...	...	101	112	114	99	114	98
<b>欧洲、中东和非洲</b>															
保加利亚	688	682	635	622	662	676	525	578	630	643	676	697	622	697	80
科特迪瓦	99	127	95	95	90	84	43	58	65	79	84	135	84	135	29
埃及	164	165	152	151	157	161	122	140	150	155	161	165	151	165	87
匈牙利	156	154	144	142	150	153	137	142	144	148	153	157	142	157	97
伊拉克	105	101	100	101	102	102	...	...	...	...	102	106	98	106	98
黎巴嫩	225	226	217	218	216	215	148	177	195	212	215	226	202	226	99
摩洛哥	...	...	288	292	296	299	237	262	268	285	299	299	293	299	73
尼日利亚	778	778	731	739	758	760	376	586	656	727	760	787	736	787	66
巴基斯坦	124	124	113	110	117	123	160	160	107	112	123	125	110	160	91
波兰	346	342	321	319	335	340	280	290	312	327	340	348	318	348	71
俄罗斯	577	569	531	523	554	568	348	426	475	538	568	582	522	582	26
塞尔维亚 <sup>1</sup>	120	121	110	102	110	117	...	...	...	108	117	122	102	122	99
南非	359	357	334	327	344	349	271	297	323	337	349	363	327	363	99
突尼斯	152	152	141	139	147	149	112	127	138	143	149	154	139	154	98
土耳其	363	367	339	314	340	356	213	279	307	336	356	371	316	371	91
乌克兰	364	365	330	325	342	353	241	289	310	334	353	369	324	369	100
<b>拉丁美洲</b>	<b>364</b>	<b>356</b>	<b>324</b>	<b>318</b>	<b>340</b>	<b>354</b>	<b>189</b>	<b>252</b>	<b>285</b>	<b>316</b>	<b>354</b>	<b>369</b>	<b>318</b>	<b>369</b>	<b>62</b>
<b>非拉丁美洲</b>	<b>451</b>	<b>450</b>	<b>414</b>	<b>404</b>	<b>428</b>	<b>443</b>	<b>291</b>	<b>342</b>	<b>374</b>	<b>413</b>	<b>443</b>	<b>456</b>	<b>404</b>	<b>456</b>	<b>72</b>

表12 (续完)

	各期之间百分比变化										
	2007年, 期末		2006年, 期末				期末				
	第1 季度	第2 季度	第1 季度	第2 季度	第3 季度	第4 季度	2002	2003	2004	2005	2006
<b>EMBI全球</b>	2.4	-1.4	1.5	-2.1	6.6	3.8	13.1	25.7	11.7	10.7	9.9
<b>拉丁美洲</b>											
阿根廷	3.7	-17.0	17.9	-6.0	14.8	19.0	-6.4	19.1	19.8	2.7	51.3
巴西	4.0	-0.9	3.4	-1.2	7.6	4.4	-3.6	69.8	14.3	13.2	14.8
智利	1.8	-0.6	-0.9	-0.4	3.9	1.5	15.8	8.3	6.0	3.2	4.1
哥伦比亚	2.5	1.7	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	2.6	1.3	5.3	-1.3	8.6	4.6	13.9	-15.3	27.2	24.1	18.0
厄瓜多尔	24.1	-4.1	10.4	-2.2	-0.9	-17.6	-4.7	101.5	21.1	13.2	-11.8
萨尔瓦多	2.3	0.8	2.9	-2.8	8.7	5.0	...	11.9	11.5	8.8	14.1
墨西哥	1.9	-0.4	-1.7	-1.4	6.4	2.8	16.1	11.6	8.6	8.1	6.0
巴拿马	1.7	0.4	2.8	-4.3	9.3	4.4	11.9	14.4	13.0	11.1	12.3
秘鲁	2.0	-0.5	0.9	1.8	7.0	4.5	10.8	26.6	12.6	6.0	14.8
乌拉圭	2.3	0.9	3.8	-6.7	11.2	8.8	-40.6	55.6	34.0	16.3	17.3
委内瑞拉	0.3	-10.4	5.9	-3.9	5.3	5.3	18.9	39.9	23.2	16.1	12.8
<b>亚洲</b>											
中国	1.8	-0.5	-1.5	-0.1	4.2	1.6	13.6	4.5	5.1	3.0	4.1
印度尼西亚	0.8	-0.8	2.0	0.1	7.4	5.7	...	...	...	9.7	15.9
马来西亚	1.5	-0.5	-1.8	-0.8	4.9	2.1	16.9	10.7	6.6	3.7	4.3
菲律宾	1.1	-0.2	3.4	-1.9	7.6	7.0	14.6	13.4	7.1	20.6	16.8
越南	0.7	-1.6	0.8	-2.2	6.7	5.0	...	...	...	...	10.6
<b>欧洲、中东和非洲</b>											
保加利亚	1.8	-0.9	-1.3	-1.9	6.3	2.1	12.2	10.2	8.9	2.1	5.1
科特迪瓦	17.8	28.3	21.4	0.0	-5.9	-6.3	-20.7	34.8	12.9	20.0	7.1
埃及	1.9	0.5	-1.9	-0.7	3.8	2.7	18.5	14.4	6.8	3.8	3.8
匈牙利	1.7	-1.4	-2.7	-1.2	5.6	2.2	12.3	3.7	1.2	2.8	3.7
伊拉克	2.6	-3.8	...	1.0	0.6	0.7	...	...	...	...	...
黎巴嫩	4.8	0.2	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	2.4	0.0	0.5	1.2	2.5	0.3	3.3	55.8	11.9	10.7	4.6
巴基斯坦	0.7	-0.1	1.7	-2.7	6.0	5.2	31.3	-0.2	-33.3	4.5	10.3
波兰	1.8	-1.1	-1.9	-0.7	5.0	1.5	14.2	3.7	7.5	5.0	3.8
俄罗斯	1.6	-1.4	-1.3	-1.5	5.9	2.5	35.9	22.4	11.5	13.3	5.5
塞尔维亚 <sup>1</sup>	2.6	1.2	2.2	-7.0	7.7	5.9	...	...	...	...	8.3
南非	2.6	-0.6	-1.0	-1.8	5.1	1.5	22.9	9.6	8.8	4.3	3.7
突尼斯	2.5	-0.1	-1.7	-1.1	5.3	1.4	...	13.3	8.7	3.7	3.8
土耳其	2.0	1.1	1.1	-7.4	8.2	4.7	21.1	30.8	10.0	9.5	6.1
乌克兰	2.9	0.3	-0.9	-1.8	5.2	3.5	21.0	19.8	7.2	7.7	5.9
<b>拉丁美洲</b>	2.9	-2.3	2.5	-2.0	7.0	4.2	6.8	33.0	13.4	10.9	11.9
<b>非拉丁美洲</b>	1.8	-0.4	0.1	-2.3	5.9	3.4	21.0	17.7	9.2	10.6	7.2

资料来源: J.P. Morgan Chase &amp; 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)

	2007年, 期末		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1 季度	第2 季度	第3 季度	第4 季度	2002	2003	2004	2005	2006				
<b>EMBI全球</b>	<b>170</b>	<b>181</b>	<b>191</b>	<b>218</b>	<b>208</b>	<b>171</b>	<b>725</b>	<b>403</b>	<b>347</b>	<b>237</b>	<b>171</b>	<b>217</b>	<b>151</b>	<b>1,631</b>	<b>151</b>
<b>拉丁美洲</b>															
阿根廷	204	325	344	385	342	216	6,342	5,485	4,527	504	216	385	185	7,222	185
巴西	167	160	232	252	232	190	1,460	459	376	308	190	253	138	2,451	138
智利	85	83	73	83	85	84	176	90	64	80	84	90	77	260	52
哥伦比亚	157	119	174	239	202	161	633	427	332	244	161	251	95	1,076	95
多米尼加共和国	189	157	278	299	250	196	499	1,141	824	378	196	299	122	1,750	122
厄瓜多尔	650	711	503	506	608	920	1,801	799	690	661	920	1,048	458	4,764	436
萨尔瓦多	156	127	171	217	201	159	411	284	245	239	159	225	99	434	99
墨西哥	116	111	140	154	141	115	329	201	174	143	115	145	89	1,149	89
巴拿马	152	130	176	212	187	146	446	324	274	239	146	211	114	769	114
秘鲁	129	117	226	202	169	118	609	325	239	257	118	206	95	1,061	95
乌拉圭	184	157	223	307	254	185	1,228	636	388	298	185	306	133	1,982	133
委内瑞拉	207	354	190	226	233	183	1,131	586	403	313	183	354	181	2,658	161
<b>亚洲</b>															
中国	53	54	68	65	67	51	84	58	57	68	51	67	48	364	39
印度尼西亚	171	165	213	220	205	153	...	...	244	269	153	232	136	433	136
马来西亚	73	75	86	97	89	66	212	100	78	82	66	99	65	1,141	65
菲律宾	167	155	233	259	232	155	522	415	457	302	155	263	132	993	132
越南	108	122	149	175	155	95	...	...	...	190	95	182	89	197	89
<b>欧洲、中东和非洲</b>															
保加利亚	67	68	83	105	87	66	291	177	77	90	66	101	42	1,679	42
科特迪瓦	3,050	2,483	2,568	2,713	2,895	3,325	3,195	3,013	3,121	3,070	3,325	3,426	2,292	3,609	582
埃及	53	51	80	103	101	52	325	131	101	58	52	123	34	646	20
匈牙利	63	71	75	90	79	58	52	28	32	74	58	88	55	196	-29
伊拉克	537	570	465	444	514	526	...	...	...	...	526	575	433	575	376
黎巴嫩	364	371	172	189	366	395	776	421	334	246	395	419	182	1,082	111
摩洛哥	...	...	87	54	90	72	390	160	170	75	72	92	48	1,606	48
尼日利亚	16	37	259	253	325	66	1,946	499	457	329	66	377	9	2,937	9
巴基斯坦	181	214	144	251	240	154	271	0	233	198	154	265	133	2,225	0
波兰	53	61	64	69	61	47	185	76	69	62	47	77	42	410	17
俄罗斯	102	106	105	123	115	99	478	257	213	118	99	125	87	7,063	87
塞尔维亚 <sup>1</sup>	183	152	181	266	246	186	...	...	...	238	186	285	134	322	134
南非	73	87	85	123	99	84	250	152	102	87	84	120	50	757	50
突尼斯	79	73	92	121	90	83	273	146	91	81	83	122	55	394	48
土耳其	216	189	182	294	256	207	696	309	264	223	207	292	175	1,196	168
乌克兰	164	156	198	257	218	172	671	258	255	184	172	257	125	2,314	125
<b>拉丁美洲</b>	<b>173</b>	<b>196</b>	<b>208</b>	<b>231</b>	<b>218</b>	<b>180</b>	<b>981</b>	<b>518</b>	<b>415</b>	<b>272</b>	<b>180</b>	<b>232</b>	<b>157</b>	<b>1,532</b>	<b>157</b>
<b>非拉丁美洲</b>	<b>166</b>	<b>160</b>	<b>164</b>	<b>198</b>	<b>193</b>	<b>159</b>	<b>444</b>	<b>248</b>	<b>239</b>	<b>179</b>	<b>159</b>	<b>202</b>	<b>142</b>	<b>1,812</b>	<b>142</b>

表13 (续完)

	各期之间的基点变化										
	2007年, 期末		2006年, 期末				期末				
	第1 季度	第2 季度	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	11	-46	27	-10	-37	-3	-322	-56	-110	-66
拉丁美洲											
阿根廷	-12	121	-160	41	-43	-126	979	-857	-958	-4,023	-288
巴西	-23	-7	-76	20	-20	-42	596	-1,001	-83	-68	-118
智利	1	-2	-7	10	2	-1	1	-86	-26	16	4
哥伦比亚	-4	-38	-70	65	-37	-41	125	-206	-95	-88	-83
多米尼加共和国	-7	-32	-100	21	-49	-54	53	642	-317	-446	-182
厄瓜多尔	-270	61	-158	3	102	312	568	-1,002	-109	-29	259
萨尔瓦多	-3	-29	-68	46	-16	-42	...	-127	-39	-6	-80
墨西哥	1	-5	-3	14	-13	-26	23	-128	-27	-31	-28
巴拿马	6	-22	-63	36	-25	-41	42	-122	-50	-35	-93
秘鲁	11	-12	-31	-24	-33	-51	88	-284	-86	18	-139
乌拉圭	-1	-27	-75	84	-53	-69	944	-592	-248	-90	-113
委内瑞拉	24	147	-123	36	7	-50	1	-545	-183	-90	-130
亚洲											
中国	2	1	0	-3	2	-16	-15	-26	-1	11	-17
印度尼西亚	18	-6	-56	7	-15	-52	...	...	...	25	-116
马来西亚	7	2	4	11	-8	-23	5	-112	-22	4	-16
菲律宾	12	-12	-69	26	-27	-77	56	-107	42	-155	-147
越南	13	14	-41	26	-20	-60	...	...	...	...	-95
欧洲、中东和非洲											
保加利亚	1	1	-7	22	-18	-21	-142	-114	-100	13	-24
科特迪瓦	-275	-567	-502	145	182	430	777	-182	108	-51	255
埃及	1	-2	22	23	-2	-49	-35	-194	-30	-43	-6
匈牙利	5	8	1	15	-11	-21	-41	-24	4	42	-16
伊拉克	11	33	...	-21	70	12	...	...	...	...	...
黎巴嫩	-31	7	-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	-50	21	-70	-6	72	-259	843	-1,447	-42	-128	-263
巴基斯坦	27	33	-54	107	-11	-86	-844	-271	233	-35	-44
波兰	6	8	2	5	-8	-14	-10	-109	-7	-7	-15
俄罗斯	3	4	-13	18	-8	-16	-191	-221	-44	-95	-19
塞尔维亚 <sup>1</sup>	-3	-31	-57	85	-20	-60	...	...	...	...	-52
南非	-11	14	-2	38	-24	-15	-69	-98	-50	-15	-3
突尼斯	-4	-6	11	29	-31	-7	...	-127	-55	-10	2
土耳其	9	-27	-41	112	-38	-49	-6	-387	-45	-41	-16
乌克兰	-8	-8	14	59	-39	-46	-269	-413	-3	-71	-12
拉丁美洲	-7	23	-64	23	-13	-38	93	-463	-103	-143	-92
非拉丁美洲	7	-6	-15	34	-5	-34	-79	-196	-9	-60	-20

资料来源: J.P. Morgan Chase &amp; 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)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006		2007	
							第三季度	第四季度	第一季度	第二季度
总计	147,523.6	133,509.0	195,504.1	176,759.6	101,699.0	112,726.4	103,463.9	183,063.7	134,546.1	175,558.4
非洲	1,025.3	1,833.2	10,662.6	11,101.2	11,601.3	13,052.1	1,879.3	1,827.2	1,947.4	1,025.0
阿尔及利亚	10.0	150.0	10.0	171.7	112.7	1.0	1.0	—	—	—
安哥拉	155.0	150.0	1,522.0	1,900.0	1,122.7	18.0	12.1	—	14.6	—
博茨瓦纳	12.5	—	—	—	—	—	—	—	—	—
布基纳法索	—	—	—	—	11.0	—	—	—	14.5	—
喀麦隆	13.8	—	100.0	—	—	—	—	—	—	—
乍得	100.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—
科特迪瓦	15.0	—	—	100.0	—	—	—	—	—	—
吉布提	—	—	—	10.0	—	—	—	—	—	—
埃塞俄比亚	—	—	—	10.0	—	—	—	—	—	—
加蓬	—	—	—	12.0	—	14.3	—	—	—	—
加纳	191.0	120.0	150.0	170.0	162.5	160.0	110.0	—	—	150.0
几内亚	—	—	—	10.0	—	—	—	—	—	—
肯尼亚	10.2	—	134.0	—	13.5	10.6	—	13.8	—	—
马拉维	—	—	—	1.8	—	—	—	—	—	—
马里	—	150.4	187.6	188.9	—	—	—	—	149.9	—
毛里求斯	—	—	—	—	—	180.0	10.0	—	—	—
摩洛哥	136.1	—	174.7	—	—	147.6	136.0	—	16.1	170.7
莫桑比克	160.0	—	15.5	—	—	—	—	—	—	—
纳米比亚	—	—	15.0	—	10.0	100.0	10.0	10.0	—	—
尼日尔	—	—	17.0	—	—	—	—	—	125.0	100.0
尼日利亚	15.0	160.0	188.0	125.0	118.8	180.0	100.0	180.0	150.0	127.3
塞内加尔	—	10.0	—	—	—	—	—	—	—	—
塞舌尔	—	150.0	—	10.0	—	—	—	—	—	—
南非	1,833.7	1,872.3	1,353.6	1,233.5	1,118.0	1,953.3	1,689.1	155.8	1,717.2	1,626.9
苏丹	—	—	—	11.0	—	—	—	—	—	—
突尼斯	133.0	140.5	185.2	124.4	182.1	173.5	—	—	—	150.0
乌干达	—	—	—	—	—	12.6	—	12.6	—	—
赞比亚	—	—	10.0	—	—	105.0	—	105.0	—	—
津巴布韦	—	—	—	—	—	15.1	—	—	—	—
亚洲	54,185.0	52,082.5	85,898.3	116,344.9	146,864.7	195,709.4	14,610.2	17,714.3	10,827.0	13,227.0
孟加拉国	—	—	—	176.8	—	12.6	—	—	—	—
文莱	—	129.0	—	—	—	—	—	—	—	—
中国	1,254.8	1,256.1	12,842.9	12,634.6	14,632.2	11,771.5	1,745.3	15,486.1	1,305.5	10,090.0
中国香港	1,406.4	1,591.9	1,693.4	13,041.2	14,569.5	18,040.2	1,175.7	1,208.4	1,057.1	1,403.0
印度	1,340.4	1,443.3	1,775.7	14,447.4	10,229.5	12,492.8	1,105.5	17,082.5	1,659.0	16,066.2
印度尼西亚	171.9	118.0	1,198.2	1,636.1	1,255.2	1,014.4	195.8	1,995.2	1,108.0	1,388.2
韩国	16,181.2	15,909.3	17,244.1	13,916.0	14,985.6	17,920.9	1,499.1	1,663.1	1,855.1	14,021.1
老挝人民民主共和国	—	—	—	110.0	100.0	—	—	—	—	—
中国澳门	—	—	—	157.0	—	1,980.3	1,180.3	—	1,600.0	—
马来西亚	1,628.3	1,142.1	1,550.1	1,300.9	1,547.9	1,964.5	1,825.5	1,182.7	1,559.2	1,965.0
马绍尔群岛	—	14.7	—	—	14.0	170.0	—	—	104.2	—
蒙古	—	—	—	—	10.0	1.0	1.0	—	—	—
巴基斯坦	182.5	15.0	—	100.0	191.8	1,251.5	10.0	1,211.7	—	1,472.4
巴布亚新几内亚	—	—	153.7	—	—	—	—	—	—	—
菲律宾	1,263.8	1,384.9	1,727.3	1,897.3	1,681.6	1,185.2	1,698.4	1,960.2	1,039.1	141.8
新加坡	1,503.4	1,976.2	1,816.4	1,907.7	1,693.9	15,192.0	1,471.8	1,609.2	1,024.1	1,515.0
斯里兰卡	105.0	—	186.0	135.0	167.0	129.7	10.0	100.0	—	110.0
中国台湾	1,662.8	1,198.4	18,337.1	12,986.3	11,221.6	1,385.7	1,077.9	1,581.8	1,029.6	1,990.3
泰国	184.4	130.1	1,322.4	1,784.6	1,520.8	1,397.3	115.5	1,299.2	—	141.2
越南	—	183.5	11.0	114.0	1,014.0	174.7	13.2	134.2	186.1	123.0
欧洲	11,727.4	10,040.0	16,459.3	12,517.6	101,489.8	148,721.5	17,906.7	12,881.4	12,533.7	11,736.0
亚美尼亚	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19.1
阿塞拜疆	16.0	—	—	1,005.0	183.7	1,917.0	1.0	1,130.0	—	164.0
白俄罗斯	—	—	14.0	—	12.0	136.0	123.8	119.3	17.0	15.0
保加利亚	130.4	1,260.8	122.5	118.1	173.7	1,587.5	188.8	148.2	19.2	135.3
克罗地亚	1,724.2	1,384.1	1,944.4	1,196.9	137.2	1,268.2	175.6	192.6	—	137.7
塞浦路斯	133.0	147.9	148.2	1,174.0	1,453.8	1,848.8	1,400.5	128.9	18.0	1,329.1
捷克共和国	185.1	153.4	1,518.8	1,904.1	1,169.5	1,448.4	198.6	1,044.8	119.7	198.0
爱沙尼亚	102.1	133.9	157.3	1,187.7	193.5	149.4	—	—	—	123.9

表14 (续完)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006		2007	
							第3季度	第4季度	第1季度	第2季度
<b>欧洲 (续)</b>										
法罗群岛	—	—	—	—	85.3	206.2	—	206.2	206.1	—
格鲁吉亚	—	—	6.0	—	—	7.0	7.0	—	—	—
直布罗陀	1,319.6	—	—	—	2,168.9	2,371.7	—	—	94.1	—
匈牙利	1,347.2	1,040.2	3,870.4	8,134.5	8,687.5	7,685.9	1,072.6	2,031.9	2,676.7	1,135.6
哈萨克斯坦	573.5	1,043.5	2,200.0	5,093.2	5,457.9	16,094.7	3,741.9	8,098.3	5,480.4	5,025.3
吉尔吉斯共和国	—	95.0	—	—	—	—	—	—	—	—
拉脱维亚	212.1	74.6	70.7	889.3	391.3	1,449.3	656.5	246.8	111.7	897.0
立陶宛	247.3	374.3	431.7	888.2	1,222.0	1,292.1	—	806.6	—	277.2
马其顿	—	—	—	17.4	—	—	—	—	—	—
马耳他	85.0	—	114.7	392.7	—	256.0	196.0	—	—	—
摩尔多瓦	—	—	—	—	1.0	—	—	—	—	—
波兰	3,135.1	5,941.2	8,550.3	4,909.3	14,949.6	7,321.0	327.6	2,903.8	2,847.8	2,259.7
罗马尼亚	1,347.2	1,442.2	1,738.8	659.0	2,229.8	665.3	153.0	305.4	193.3	146.2
俄罗斯	2,831.2	8,534.5	12,238.8	22,532.1	37,062.1	63,387.3	21,306.4	20,097.0	21,023.8	25,915.9
塞尔维亚 <sup>1</sup>	—	19.4	—	—	—	—	—	—	—	—
斯洛伐克共和国	219.9	143.1	940.6	1,315.7	579.3	1,217.1	—	—	—	1,352.5
斯洛文尼亚	827.2	309.3	394.8	1,430.8	1,881.5	1,828.5	—	488.1	2,604.3	431.4
土耳其	6,271.3	6,482.5	9,549.5	14,534.5	17,798.4	25,889.4	6,308.2	6,417.9	5,605.2	5,328.1
乌克兰	15.0	514.0	1,400.0	2,434.9	3,031.8	5,189.7	1,249.2	3,311.0	1,366.4	2,724.9
乌兹别克斯坦	5.0	46.0	37.8	—	—	4.9	—	4.9	—	—
<b>中东</b>	<b>11,247.3</b>	<b>10,943.0</b>	<b>8,954.3</b>	<b>23,253.4</b>	<b>56,601.2</b>	<b>86,172.8</b>	<b>12,350.7</b>	<b>29,207.5</b>	<b>12,313.2</b>	<b>22,010.1</b>
巴林	202.0	922.6	2,326.6	1,767.0	3,070.9	4,487.1	670.0	1,703.0	—	5,106.8
埃及	2,500.0	670.0	155.0	1,138.7	3,395.1	3,323.2	200.0	87.5	1,691.5	—
伊朗伊斯兰共和国	887.0	2,666.4	700.0	1,942.7	1,928.8	134.8	17.7	—	—	—
伊拉克	—	—	—	—	107.8	2,877.0	—	—	—	—
以色列	1,897.6	344.4	766.6	3,514.0	3,986.4	4,331.6	339.1	2,134.8	2,073.0	369.3
约旦	—	80.9	—	199.4	—	60.0	—	60.0	—	—
科威特	770.0	750.0	365.0	1,282.5	4,783.0	4,761.3	468.5	200.0	75.0	1,890.5
黎巴嫩	3,300.0	990.0	160.0	5,083.0	1,780.0	5,818.1	656.6	50.0	1,120.0	400.0
阿曼	—	2,332.0	818.3	1,328.6	4,747.1	3,430.2	2,835.9	344.3	—	782.4
卡塔尔	895.0	1,536.7	880.8	2,042.7	10,418.5	11,426.4	2,242.5	4,135.4	—	650.0
沙特阿拉伯	275.0	280.0	839.5	2,214.0	4,981.0	10,132.4	89.5	1,987.2	1,155.1	4,729.0
阿拉伯联合酋长国	520.7	370.0	1,942.6	2,741.0	17,402.6	35,390.7	4,830.9	18,505.3	6,198.6	8,082.1
<b>拉丁美洲</b>	<b>54,338.8</b>	<b>33,610.3</b>	<b>43,529.5</b>	<b>53,542.4</b>	<b>85,142.1</b>	<b>69,070.6</b>	<b>15,717.0</b>	<b>21,433.3</b>	<b>32,924.8</b>	<b>19,560.4</b>
阿根廷	5,017.9	824.2	130.0	1,882.4	22,180.6	2,814.9	325.5	970.0	458.1	3,227.8
玻利维亚	10.0	90.0	—	116.0	123.0	—	—	—	—	—
巴西	19,265.6	11,119.4	12,908.6	15,834.0	24,962.2	28,465.6	7,346.5	6,598.0	14,020.0	11,087.6
智利	4,335.3	2,959.6	4,631.0	6,439.9	5,956.0	5,968.1	1,152.1	2,007.1	490.0	541.8
哥伦比亚	4,974.8	2,096.0	1,911.3	1,626.8	2,780.9	4,951.6	2,300.1	2,048.4	—	1,456.8
哥斯达黎加	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	531.1	258.0	650.4	140.5	244.4	762.7	112.0	305.8	458.3	175.0
厄瓜多尔	910.0	10.0	—	—	712.5	19.1	—	19.1	—	—
萨尔瓦多	421.5	1,745.0	381.0	467.0	454.5	1,326.6	721.6	205.0	—	—
格林纳达	—	100.0	—	—	—	—	—	—	—	—
瓜德罗普岛	—	17.4	—	—	—	—	—	—	—	—
危地马拉	325.0	44.0	300.0	439.3	365.0	—	—	—	15.0	—
海地	—	—	—	—	—	126.5	—	70.0	—	—
洪都拉斯	—	—	—	169.0	4.6	—	—	—	—	—
牙买加	946.5	345.0	49.6	903.2	1,466.6	1,268.4	150.0	200.0	1,000.0	125.0
墨西哥	12,648.0	10,040.6	16,964.3	18,832.8	16,314.4	16,432.0	1,711.9	6,623.1	5,723.7	1,715.6
尼加拉瓜	—	—	—	22.0	—	—	—	—	—	—
巴拉圭	70.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—
秘鲁	237.5	1,993.0	1,375.0	1,475.7	2,184.2	1,253.8	150.0	696.9	2,120.0	188.5
圣卢西亚	—	—	20.0	—	—	—	—	—	—	—
特立尼达和多巴哥	70.0	303.0	46.0	415.0	100.0	2,610.4	1,242.3	156.0	—	955.4
乌拉圭	1,147.4	400.0	—	—	1,061.3	2,700.0	500.0	1,200.0	1,049.7	87.0
委内瑞拉	3,063.4	1,015.0	3,672.5	4,399.1	6,112.6	369.3	3.2	334.0	7,590.0	—

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)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006		2007	
							第3季度	第4季度	第1季度	第2季度
发展中国家	80,643.8	64,951.9	100,497.6	135,528.8	189,218.9	183,039.0	34,279.6	61,496.7	68,748.6	77,793.9
非洲	1,509.6	2,161.1	4,357.8	2,236.7	3,059.2	6,287.6	1,223.1	703.7	2,861.4	6,458.3
摩洛哥	—	—	464.9	—	—	—	—	—	—	670.7
尼日尔	—	—	—	—	—	—	—	—	525.0	—
南非	1,047.7	1,511.1	3,535.9	1,692.2	2,568.3	6,287.6	1,223.1	703.7	2,336.4	5,787.6
突尼斯	462.0	650.0	357.0	544.5	490.9	—	—	—	—	—
亚洲	27,454.2	24,207.0	37,035.7	52,067.4	54,001.1	54,376.7	13,670.6	13,896.3	17,287.3	28,096.7
中国	2,341.9	340.0	2,039.2	4,888.1	3,953.9	3,107.0	745.7	1,528.5	1,230.4	3,015.7
中国香港	3,050.3	1,923.3	2,160.6	3,725.3	6,457.9	4,979.6	225.0	1,727.0	1,898.7	4,838.2
印度	374.2	153.0	450.0	5,609.1	5,647.7	6,187.5	1,169.5	1,287.0	4,155.9	3,290.0
印度尼西亚	137.0	275.0	609.0	1,363.5	3,217.7	2,000.0	—	—	1,500.0	550.0
韩国	7,279.7	9,071.5	11,880.1	17,529.2	19,426.9	20,422.2	6,391.0	5,093.9	5,059.5	10,770.9
马来西亚	2,566.1	1,280.0	1,142.5	1,414.5	2,303.1	3,510.5	1,910.5	400.0	289.4	1,575.0
巴基斯坦	—	—	—	500.0	—	1,050.0	—	250.0	—	750.0
菲律宾	1,842.4	4,773.8	4,449.6	4,449.1	3,900.0	4,619.0	1,654.2	750.0	1,300.0	—
新加坡	7,431.5	696.5	4,493.6	3,828.9	3,203.2	5,033.0	816.8	1,665.0	1,479.4	2,365.7
斯里兰卡	—	—	—	100.0	—	—	—	—	—	—
中国台湾	2,152.4	5,645.8	9,511.0	7,259.7	2,898.1	2,289.0	634.0	730.0	374.0	400.0
泰国	278.6	48.0	300.0	1,400.0	2,242.6	1,179.0	124.0	465.0	—	541.2
越南	—	—	—	—	750.0	—	—	—	—	—
欧洲	10,981.3	15,442.0	24,173.1	36,969.3	53,969.0	62,026.1	8,764.1	26,308.7	26,632.8	24,099.7
阿塞拜疆	—	—	—	—	—	4,001.0	—	4,000.0	—	—
保加利亚	223.4	1,247.8	62.1	10.0	385.4	221.4	—	221.4	—	—
克罗地亚	934.0	847.5	983.6	1,651.0	—	383.5	191.8	191.7	—	337.7
塞浦路斯	480.5	479.8	648.2	1,174.0	1,133.1	1,701.4	500.0	—	—	2,929.1
捷克共和国	50.7	428.4	337.7	2,538.6	1,324.5	908.3	274.9	633.4	—	798.0
爱沙尼亚	65.5	292.6	323.3	964.8	427.3	—	—	—	—	—
直布罗陀	1,319.6	—	—	—	—	—	—	—	—	—
匈牙利	1,247.8	70.5	2,447.5	5,751.0	7,340.3	7,537.3	1,012.5	2,031.9	2,676.7	680.5
哈萨克斯坦	250.0	509.0	825.0	3,225.0	2,850.0	6,800.5	1,182.5	2,065.9	5,343.5	3,375.8
拉脱维亚	180.8	—	—	536.1	125.4	261.8	—	—	—	—
立陶宛	222.4	355.6	431.7	815.7	780.6	1,241.7	—	756.2	—	237.0
波兰	1,155.8	2,679.9	5,220.3	3,526.5	11,812.8	4,632.4	—	822.7	1,946.2	1,720.5
罗马尼亚	908.6	1,062.2	813.6	—	1,199.0	—	—	—	—	—
俄罗斯	1,073.7	3,430.0	4,455.0	7,129.9	15,436.7	20,794.2	2,652.2	10,343.0	10,093.2	11,418.6
斯洛伐克共和国	219.9	143.1	861.3	1,198.8	—	1,217.1	—	—	—	1,352.5
斯洛文尼亚	490.0	30.2	—	66.3	156.7	—	—	—	1,469.9	—
土耳其	2,158.7	3,366.3	5,453.8	6,066.5	8,898.6	9,210.4	2,291.7	3,232.4	3,868.4	150.0
乌克兰	—	499.0	1,310.0	2,315.0	2,098.4	3,115.1	658.5	2,010.0	1,235.0	1,100.0
中东	6,285.7	3,964.2	2,706.6	10,855.0	17,907.3	29,009.3	2,946.8	10,780.4	4,854.7	8,912.9
巴林	—	582.6	1,326.6	292.0	1,299.7	1,620.0	300.0	100.0	—	1,570.8
埃及	1,500.0	—	—	—	1,250.0	—	—	—	750.0	—
伊朗伊斯兰共和国	—	986.3	—	—	—	—	—	—	—	—
伊拉克	—	—	—	—	—	2,700.0	—	—	—	—
以色列	1,485.7	344.4	750.0	2,520.0	905.1	2,892.5	—	1,500.0	—	—
约旦	—	80.9	—	145.0	—	—	—	—	—	—
科威特	—	750.0	200.0	500.0	500.0	534.7	—	—	—	100.0
黎巴嫩	3,300.0	990.0	160.0	5,083.0	1,780.0	5,519.7	656.6	—	1,000.0	400.0
阿曼	—	—	—	250.0	—	25.0	—	25.0	—	—
卡塔尔	—	—	—	665.0	2,250.0	3,040.0	1,550.0	840.0	—	—
沙特阿拉伯	—	—	270.0	—	1,300.0	2,913.1	58.5	1,461.2	—	—
阿拉伯联合酋长国	—	230.0	—	1,400.0	8,622.4	9,764.4	381.7	6,854.2	3,104.7	6,842.1
拉丁美洲	34,413.1	19,177.6	32,224.4	33,400.4	60,282.3	31,339.3	7,674.8	9,807.6	17,112.4	10,226.1
阿根廷	3,094.5	—	100.0	1,115.4	19,092.6	1,745.5	325.5	970.0	300.0	2,580.9
巴西	12,053.4	6,809.5	11,718.8	9,573.2	17,683.2	12,349.7	3,824.2	3,336.3	4,189.2	3,917.8
智利	1,936.0	1,728.9	2,900.0	2,350.0	900.0	1,100.0	200.0	500.0	250.0	—
哥伦比亚	4,343.1	1,000.0	1,765.0	1,543.8	2,432.1	3,176.6	2,300.1	468.4	—	1,404.4
哥斯达黎加	250.0	250.0	490.0	310.0	—	—	—	—	—	—
多米尼加共和国	500.0	—	600.0	—	196.6	550.0	—	250.0	255.0	175.0
厄瓜多尔	—	—	—	—	650.0	—	—	—	—	—
萨尔瓦多	353.5	1,745.0	348.5	286.5	375.0	625.0	225.0	—	—	—
格林纳达	—	100.0	—	—	—	—	—	—	—	—
危地马拉	325.0	—	300.0	380.0	200.0	—	—	—	—	—
牙买加	940.7	300.0	—	806.9	1,050.0	880.0	150.0	200.0	350.0	125.0
墨西哥	8,181.7	4,914.1	9,082.1	11,369.0	8,455.7	7,109.4	150.0	2,762.8	1,894.3	1,036.0
秘鲁	100.0	1,930.0	1,250.0	1,305.7	2,157.1	220.0	—	120.0	2,120.0	—
特立尼达和多巴哥	—	—	—	100.0	100.0	883.1	—	—	—	900.0
乌拉圭	1,106.1	400.0	—	—	1,061.3	2,700.0	500.0	1,200.0	254.0	87.0
委内瑞拉	1,229.1	—	3,670.0	4,260.0	5,928.7	—	—	—	7,500.0	—

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)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006		2007	
							第3季度	第4季度	第1季度	第2季度
<b>发展中国家</b>	<b>10,743.1</b>	<b>16,474.3</b>	<b>27,625.7</b>	<b>45,528.2</b>	<b>78,223.7</b>	<b>120,731.6</b>	<b>20,684.1</b>	<b>47,493.5</b>	<b>26,100.9</b>	<b>53,516.8</b>
<b>非洲</b>	<b>6.8</b>	<b>159.7</b>	<b>720.2</b>	<b>1,855.7</b>	<b>924.7</b>	<b>2,369.7</b>	<b>135.4</b>	<b>52.1</b>	<b>1,507.0</b>	<b>550.3</b>
阿尔及利亚	—	—	—	—	—	2.0	2.0	—	—	—
科特迪瓦	—	—	—	100.0	—	—	—	—	—	—
摩洛哥	6.8	—	—	—	—	133.3	133.3	—	16.1	—
尼日尔	—	—	—	—	—	—	—	—	—	100.0
南非	—	159.7	720.2	1,724.7	924.7	2,159.2	—	52.1	1,490.8	450.3
苏丹	—	—	—	31.0	—	—	—	—	—	—
津巴布韦	—	—	—	—	—	75.1	—	—	—	—
<b>亚洲</b>	<b>9,127.5</b>	<b>12,637.9</b>	<b>24,252.5</b>	<b>35,458.6</b>	<b>58,264.5</b>	<b>78,012.8</b>	<b>6,537.3</b>	<b>34,381.9</b>	<b>10,838.9</b>	<b>29,177.8</b>
中国	1,570.0	2,475.0	6,415.7	14,191.1	25,721.9	41,809.1	2,282.9	23,419.2	3,798.9	13,842.3
中国香港	1,638.0	2,880.6	2,962.2	5,238.8	4,675.3	8,643.4	1,367.3	3,462.0	1,681.4	1,409.3
印度	467.2	348.1	1,299.7	4,347.1	6,708.4	8,287.9	286.9	4,081.9	1,863.1	6,677.1
印度尼西亚	347.2	281.0	1,096.7	535.2	1,283.5	665.9	204.3	409.7	—	380.8
韩国	3,676.4	1,553.7	1,222.6	3,223.3	7,814.9	7,329.8	97.6	69.0	1,246.0	1,471.8
中国澳门	—	—	—	—	—	0.3	0.3	—	—	—
马来西亚	15.4	888.4	618.2	887.2	735.2	217.3	197.5	19.7	489.2	—
巴基斯坦	—	—	—	—	—	922.2	—	922.2	—	565.4
巴布亚新几内亚	—	—	153.7	—	—	—	—	—	—	—
菲律宾	—	—	—	114.9	535.8	756.0	—	444.2	248.7	191.8
新加坡	61.4	940.9	1,168.7	2,472.7	2,651.5	3,646.6	637.6	538.9	822.4	1,264.1
斯里兰卡	—	—	—	—	55.5	—	—	—	—	—
中国台湾	1,126.6	3,213.9	8,276.3	3,350.0	7,602.6	3,644.5	1,374.4	791.8	218.6	3,375.3
泰国	225.3	56.3	1,038.7	1,098.4	479.7	1,772.4	88.5	223.3	—	—
越南	—	—	—	—	—	317.3	—	—	470.7	—
<b>欧洲</b>	<b>259.4</b>	<b>1,681.7</b>	<b>1,809.0</b>	<b>5,287.3</b>	<b>10,276.1</b>	<b>24,595.1</b>	<b>12,455.9</b>	<b>8,166.8</b>	<b>6,494.0</b>	<b>15,096.9</b>
克罗地亚	22.3	—	—	—	—	220.0	—	220.0	—	—
塞浦路斯	—	—	—	—	320.7	1,181.7	107.7	840.9	—	1,400.0
捷克共和国	—	—	824.6	174.4	295.1	287.3	—	287.3	—	—
爱沙尼亚	—	41.3	—	—	266.2	—	—	—	—	123.9
直布罗陀	—	—	—	—	2,168.9	437.5	—	—	94.1	—
匈牙利	—	—	13.2	884.7	—	—	—	—	—	—
哈萨克斯坦	—	—	—	—	—	3,953.8	2,255.4	1,698.4	120.0	50.0
拉脱维亚	—	22.7	—	—	—	—	—	—	—	—
立陶宛	—	—	—	—	51.2	—	—	—	—	—
波兰	—	245.4	602.6	841.4	944.0	712.6	108.0	532.7	240.0	—
罗马尼亚	—	—	—	—	—	172.5	—	172.5	—	—
俄罗斯	237.1	1,301.0	368.7	2,480.1	6,210.0	17,598.5	9,959.5	4,409.1	5,821.1	11,735.8
土耳其	—	71.4	—	906.5	—	6.0	—	6.0	218.8	1,682.3
乌克兰	—	—	—	—	19.9	25.3	25.3	—	—	104.9
<b>中东</b>	<b>86.8</b>	<b>—</b>	<b>16.6</b>	<b>868.5</b>	<b>2,963.3</b>	<b>3,365.6</b>	<b>31.5</b>	<b>399.5</b>	<b>2,147.1</b>	<b>451.3</b>
巴林	—	—	—	—	81.2	581.8	—	—	—	—
埃及	—	—	—	141.0	678.2	257.8	—	—	—	—
以色列	86.8	—	16.6	624.0	1,157.5	342.3	—	159.8	2,073.0	201.3
约旦	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
黎巴嫩	—	—	—	—	—	248.4	—	—	—	—
阿曼	—	—	—	23.6	148.4	—	—	—	—	—
卡塔尔	—	—	—	—	—	1,133.2	—	—	—	—
沙特阿拉伯	—	—	—	80.0	—	457.7	—	—	74.1	250.0
阿拉伯联合酋长国	—	—	—	—	898.0	344.3	31.5	239.6	—	—
<b>拉丁美洲</b>	<b>1,262.5</b>	<b>1,995.0</b>	<b>827.4</b>	<b>2,058.2</b>	<b>5,795.2</b>	<b>12,388.3</b>	<b>1,524.0</b>	<b>4,493.3</b>	<b>5,113.9</b>	<b>8,240.5</b>
阿根廷	34.4	—	—	—	—	769.4	—	—	158.1	306.9
巴西	1,228.1	1,148.5	287.4	1,651.0	3,433.1	9,142.7	1,524.0	3,023.3	4,830.8	6,916.4
智利	—	—	—	266.4	522.7	677.1	—	677.1	—	126.8
哥伦比亚	—	—	—	—	—	—	—	—	—	52.4
多米尼加共和国	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
墨西哥	—	846.6	540.0	140.8	1,839.3	1,222.3	—	216.1	125.0	649.6
秘鲁	—	—	—	—	—	576.9	—	576.9	—	188.5

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)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006		2007	
							第3季度	第4季度	第1季度	第2季度
总计	56,136.7	52,082.8	67,380.8	95,702.7	134,256.5	208,955.8	48,500.2	74,073.5	39,696.6	44,247.7
非洲	4,508.8	4,512.4	5,584.6	7,008.9	7,617.4	4,394.8	1,520.8	1,071.4	1,579.0	2,016.3
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	12.1	—	74.6	—
博茨瓦纳	22.5	—	—	—	—	—	—	—	—	—
布基纳法索	—	—	—	—	11.0	—	—	—	14.5	—
喀麦隆	53.8	—	100.0	—	—	—	—	—	—	—
乍得	300.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—
科特迪瓦	15.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—
吉布提	—	—	—	40.0	—	—	—	—	—	—
埃塞俄比亚	—	—	—	40.0	—	—	—	—	—	—
加蓬	—	—	—	22.0	—	34.3	—	—	—	—
加纳	291.0	420.0	650.0	870.0	662.5	860.0	810.0	—	—	150.0
几内亚	—	—	—	70.0	—	—	—	—	—	—
肯尼亚	80.2	—	134.0	—	23.5	40.6	—	23.8	—	—
马拉维	—	—	—	4.8	—	—	—	—	—	—
马里	—	150.4	287.6	288.9	—	—	—	—	149.9	—
毛里求斯	—	—	—	—	—	180.0	80.0	—	—	—
摩洛哥	129.3	—	9.8	—	—	14.2	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	580.0	100.0	480.0	450.0	327.3
塞内加尔	—	40.0	—	—	—	—	—	—	—	—
塞舌尔	—	150.0	—	80.0	—	—	—	—	—	—
南非	2,786.0	2,201.5	2,097.5	1,816.6	2,625.0	1,506.5	466.0	—	890.0	1,389.0
突尼斯	71.0	90.5	128.2	379.9	91.2	473.5	—	—	—	150.0
乌干达	—	—	—	—	—	12.6	—	12.6	—	—
赞比亚	—	—	30.0	—	—	505.0	—	505.0	—	—
亚洲	17,603.3	15,237.7	24,610.2	28,818.9	34,599.1	63,319.8	14,402.3	29,436.0	12,700.8	15,952.4
孟加拉国	—	—	—	176.8	—	32.6	—	—	—	—
文莱	—	129.0	—	—	—	—	—	—	—	—
中国	343.0	1,441.2	4,388.1	3,555.3	4,956.3	6,855.4	2,716.8	538.5	2,276.2	3,232.0
中国香港	4,718.1	1,788.0	2,570.6	4,077.2	3,436.3	4,417.2	1,583.4	1,019.4	477.0	155.5
印度	1,499.0	942.2	2,025.9	4,491.2	7,873.4	18,017.4	2,649.1	11,713.6	1,640.0	6,099.1
印度尼西亚	487.6	62.0	3,492.5	1,737.4	754.0	6,348.5	191.5	5,585.5	608.0	457.4
韩国	5,225.1	5,284.2	4,141.3	3,163.4	7,743.8	10,168.9	2,010.4	3,500.2	2,549.6	1,778.5
老挝人民民主共和国	—	—	—	210.0	500.0	—	—	—	—	—
中国澳门	—	—	—	357.0	—	1,980.0	1,180.0	—	1,600.0	—
马来西亚	2,046.7	1,973.6	3,789.4	3,999.2	2,509.7	4,236.7	717.5	1,762.9	780.6	1,390.0
马绍尔群岛	—	34.7	—	—	24.0	170.0	—	—	804.2	—
蒙古	—	—	—	—	30.0	6.0	6.0	—	—	—
巴基斯坦	182.5	85.0	—	300.0	591.8	1,279.3	20.0	1,039.5	—	157.0
菲律宾	1,421.4	611.1	1,277.7	1,333.4	1,245.8	810.2	44.2	766.0	490.4	150.0
新加坡	1,010.6	1,338.8	1,154.1	1,606.1	1,839.2	6,512.4	3,017.5	2,405.3	722.4	1,885.1
斯里兰卡	105.0	—	186.0	35.0	311.5	129.7	20.0	100.0	—	210.0
中国台湾	383.7	338.7	549.8	2,376.6	720.8	452.2	69.5	60.0	437.0	214.9
泰国	180.5	825.7	983.7	1,286.2	1,798.6	1,445.9	103.0	610.9	—	100.0
越南	—	383.5	51.0	114.0	264.0	457.4	73.2	334.2	315.5	123.0
欧洲	10,486.7	12,916.3	20,477.2	30,261.1	37,244.8	62,100.3	16,686.7	18,406.0	9,406.9	12,539.4
亚美尼亚	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19.1
阿塞拜疆	16.0	—	—	1,005.0	383.7	916.0	1.0	130.0	—	164.0
白俄罗斯	—	—	24.0	—	32.0	336.0	123.8	119.3	27.0	35.0
保加利亚	7.0	13.0	260.4	808.1	188.2	1,366.1	588.8	726.8	49.2	435.3
克罗地亚	768.0	536.6	960.8	545.9	637.2	664.8	283.8	380.9	—	—
塞浦路斯	152.5	68.1	—	—	—	965.7	792.8	87.9	28.0	—
捷克共和国	434.4	25.0	356.5	191.1	549.9	252.8	23.7	124.1	219.7	—
爱沙尼亚	136.6	—	133.9	222.9	—	449.4	—	—	—	—

表17 (续完)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006		2007	
							第3季度	第4季度	第1季度	第2季度
法罗群岛	—	—	—	—	85.3	206.2	—	206.2	206.1	—
格鲁吉亚	—	—	6.0	—	—	7.0	7.0	—	—	—
直布罗陀	—	—	—	—	—	1,934.2	—	—	—	—
匈牙利	99.4	969.7	1,409.7	1,498.8	1,347.3	148.6	60.1	—	—	455.1
哈萨克斯坦	323.5	534.5	1,375.0	1,868.2	2,607.9	5,340.4	304.0	4,334.0	16.9	1,599.5
吉尔吉斯共和国	—	95.0	—	—	—	—	—	—	—	—
拉脱维亚	31.3	51.9	70.7	353.2	265.8	1,187.5	656.5	246.8	111.7	897.0
立陶宛	24.9	18.8	—	72.5	390.2	50.4	—	50.4	—	40.2
马其顿	—	—	—	17.4	—	—	—	—	—	—
马耳他	85.0	—	114.7	392.7	—	256.0	196.0	—	—	—
摩尔多瓦	—	—	—	—	1.0	—	—	—	—	—
波兰	1,979.3	3,016.0	2,727.4	541.4	2,192.8	1,975.9	219.6	1,548.4	661.7	539.2
罗马尼亚	438.6	380.0	925.2	659.0	1,030.8	492.8	153.0	132.9	193.3	146.2
俄罗斯	1,520.4	3,803.5	7,415.1	12,922.0	15,415.3	24,994.6	8,694.6	5,344.9	5,109.5	2,761.5
塞尔维亚 <sup>1</sup>	—	19.4	—	—	—	—	—	—	—	—
斯洛伐克共和国	—	—	79.3	117.0	579.3	—	—	—	—	—
斯洛文尼亚	337.2	279.0	394.8	1,364.5	1,724.8	1,828.5	—	488.1	1,134.4	431.4
土耳其	4,112.6	3,044.8	4,095.7	7,561.5	8,899.7	16,673.1	4,016.5	3,179.4	1,517.9	3,495.8
乌克兰	15.0	15.0	90.0	119.9	913.6	2,049.3	565.5	1,301.0	131.4	1,520.0
乌兹别克斯坦	5.0	46.0	37.8	—	—	4.9	—	4.9	—	—
<b>中东</b>	<b>4,874.7</b>	<b>6,978.8</b>	<b>6,231.2</b>	<b>11,530.0</b>	<b>35,730.6</b>	<b>53,797.9</b>	<b>9,372.3</b>	<b>18,027.7</b>	<b>5,311.4</b>	<b>12,645.9</b>
巴林	202.0	340.0	1,000.0	1,475.0	1,690.0	2,285.2	370.0	1,603.0	—	3,536.0
埃及	1,000.0	670.0	155.0	997.7	1,466.8	3,065.4	200.0	87.5	941.5	—
伊朗伊斯兰共和国	887.0	1,680.1	700.0	1,942.7	1,928.8	134.8	17.7	—	—	—
伊拉克	—	—	—	—	107.8	177.0	—	—	—	—
以色列	325.0	—	—	370.0	1,923.8	1,096.8	339.1	475.0	—	168.0
约旦	—	—	—	54.4	—	60.0	—	60.0	—	—
科威特	770.0	—	165.0	782.5	4,283.0	4,226.7	468.5	200.0	75.0	1,790.5
黎巴嫩	—	—	—	—	—	50.0	—	50.0	120.0	—
阿曼	—	2,332.0	818.3	1,055.0	4,598.7	3,405.2	2,835.9	319.3	—	782.4
卡塔尔	895.0	1,536.7	880.8	1,377.7	8,168.5	7,253.1	692.5	3,295.4	—	650.0
沙特阿拉伯	275.0	280.0	569.5	2,134.0	3,681.0	6,761.7	31.0	526.0	1,081.0	4,479.0
阿拉伯联合酋长国	520.7	140.0	1,942.6	1,341.0	7,882.3	25,282.0	4,417.6	11,411.5	3,093.9	1,240.0
<b>拉丁美洲</b>	<b>18,663.2</b>	<b>12,437.6</b>	<b>10,477.7</b>	<b>18,083.9</b>	<b>19,064.6</b>	<b>25,343.0</b>	<b>6,518.2</b>	<b>7,132.5</b>	<b>10,698.4</b>	<b>1,093.7</b>
阿根廷	1,889.0	824.2	30.0	767.0	3,088.0	300.0	—	—	—	340.0
玻利维亚	10.0	90.0	—	116.0	123.0	—	—	—	—	—
巴西	5,984.0	3,161.4	902.4	4,609.8	3,845.9	6,973.2	1,998.3	238.5	5,000.0	253.4
智利	2,399.3	1,230.7	1,731.0	3,823.5	4,533.3	4,191.0	952.1	830.0	240.0	415.0
哥伦比亚	631.7	1,096.0	146.3	83.0	348.8	1,775.0	—	1,580.0	—	—
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	212.7	112.0	55.8	203.3	—
厄瓜多尔	910.0	10.0	—	—	62.5	19.1	—	19.1	—	—
萨尔瓦多	68.0	—	32.5	180.5	79.5	701.6	496.6	205.0	—	—
瓜德罗普岛	—	17.4	—	—	—	—	—	—	—	—
危地马拉	—	44.0	—	59.3	165.0	—	—	—	15.0	—
海地	—	—	—	—	—	126.5	—	70.0	—	—
洪都拉斯	—	—	—	169.0	4.6	—	—	—	—	—
牙买加	5.8	45.0	49.6	96.3	416.6	388.4	—	—	650.0	—
墨西哥	4,466.3	4,280.0	7,342.2	7,323.0	6,019.3	8,100.3	1,561.9	3,644.2	3,704.4	30.0
尼加拉瓜	—	—	—	22.0	—	—	—	—	—	—
巴拉圭	70.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—
秘鲁	137.5	63.0	125.0	170.0	27.1	456.9	150.0	—	—	—
圣卢西亚	—	—	20.0	—	—	—	—	—	—	—
特立尼达和多巴哥	70.0	303.0	46.0	315.0	—	1,727.3	1,242.3	156.0	—	55.4
乌拉圭	41.3	—	—	—	—	—	—	—	795.7	—
委内瑞拉	1,834.3	1,015.0	2.5	139.1	184.0	369.3	3.2	334.0	90.0	—

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

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006		2007	
							第3季度	第4季度	第1季度	第2季度
综合指数	2.81	2.27	2.28	2.29	2.28	2.14	2.53	2.14	2.14	1.93
亚洲	1.68	1.76	1.97	2.20	2.42	1.88	2.34	1.88	1.91	1.70
欧洲/中东/非洲	3.61	2.69	2.41	2.00	1.76	2.36	2.61	2.36	2.42	2.27
拉丁美洲	5.57	3.63	3.26	3.24	3.07	2.56	2.99	2.56	2.30	2.09
阿根廷	7.83	0.51	1.37	0.98	1.20	1.21	1.37	1.21	1.12	1.39
巴林	7.19	5.24	2.27	1.19	1.77	4.16	4.01	4.16	2.82	2.41
巴西	6.61	4.36	4.23	4.24	3.98	3.38	3.86	3.38	3.13	2.75
智利	8.23	2.97	2.95	4.62	2.99	2.07	2.51	2.07	1.80	2.15
中国	1.35	1.43	2.31	1.82	2.56	1.29	2.07	1.29	1.16	1.07
哥伦比亚	5.22	4.70	5.89	5.44	1.38	1.96	2.00	1.96	2.03	2.04
捷克共和国	10.48	1.82	5.04	4.19	1.42	3.71	4.03	3.71	3.55	2.78
埃及	7.72	10.30	4.94	1.45	1.54	2.29	2.20	2.29	2.16	2.38
匈牙利	1.63	1.65	0.91	1.73	2.05	1.83	2.00	1.83	2.54	2.41
印度	2.39	2.96	1.74	1.70	1.25	1.07	1.21	1.07	1.29	1.05
印度尼西亚	2.68	3.14	3.42	3.35	2.74	2.18	2.26	2.18	2.21	2.30
以色列	1.32	0.72	1.20	1.83	1.58	2.55	2.40	2.55	2.00	1.65
约旦	2.75	2.79	2.40	1.49	2.19	1.06	0.91	1.06	1.02	1.91
韩国	1.77	1.61	2.08	2.25	1.70	1.49	1.57	1.49	1.81	1.53
科威特	—	—	—	—	—	2.97	3.48	2.97	2.94	2.46
马来西亚	3.27	3.15	3.02	3.50	4.33	3.72	4.21	3.72	3.18	3.56
墨西哥	3.04	1.76	2.12	1.85	2.18	1.24	1.67	1.24	1.08	1.15
摩洛哥	4.54	5.27	4.65	2.71	3.61	2.22	2.90	2.22	1.79	1.84
尼日利亚	5.27	5.41	4.11	3.70	3.14	2.29	2.67	2.29	1.73	1.68
阿曼	9.21	3.04	5.38	3.32	2.15	4.64	5.33	4.64	5.76	4.22
巴基斯坦	12.50	9.20	7.47	6.98	2.50	3.96	3.76	3.96	3.39	2.64
秘鲁	4.25	2.37	2.83	3.10	3.45	3.83	4.56	3.83	2.84	2.56
菲律宾	1.37	2.34	2.12	1.79	2.63	2.00	2.42	2.00	2.15	2.03
波兰	2.56	1.42	1.43	1.20	2.48	3.36	4.33	3.36	2.99	3.99
卡塔尔	—	—	—	—	—	1.69	2.40	1.69	3.22	2.86
俄罗斯	1.04	2.43	1.78	1.21	1.07	1.83	2.16	1.83	1.90	1.50
沙特阿拉伯	3.94	3.94	2.58	2.05	1.25	2.65	1.86	2.65	2.88	2.98
南非	5.08	3.61	3.96	3.09	3.09	2.77	3.37	2.77	2.80	2.75
斯里兰卡	6.22	3.09	3.64	4.67	2.47	1.77	2.36	1.77	1.78	1.90
中国台湾	1.14	1.21	1.47	2.67	3.39	3.06	3.72	3.06	3.11	2.85
泰国	2.56	2.21	1.64	2.24	3.05	4.51	4.63	4.51	3.51	3.55
土耳其	1.06	0.73	1.15	2.97	1.81	2.19	2.47	2.19	2.10	2.43
阿拉伯联合酋长国	—	—	—	—	—	2.12	1.99	2.12	2.39	2.05
委内瑞拉	10.75	8.39	9.86	12.28	6.27	5.71	7.31	5.71	0.00	0.00

资料来源：Standard &amp; Poor's 新兴市场数据库。

表19. 股票定值指标：价格与账面价值的比率

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006		2007	
							第3季度	第4季度	第1季度	第2季度
综合指数	1.62	1.42	1.96	1.86	2.65	2.73	2.44	2.73	2.83	3.13
亚洲	1.69	1.42	2.06	1.78	2.11	2.43	2.10	2.43	2.53	3.01
欧洲/中东/非洲	1.76	1.51	1.86	2.21	3.91	3.26	3.20	3.26	3.34	3.46
拉丁美洲	1.30	1.29	1.83	1.58	2.30	2.91	2.40	2.91	3.06	3.00
阿根廷	0.60	0.76	1.99	2.16	2.50	4.09	3.08	4.09	4.03	3.43
巴林	0.97	1.19	2.02	2.02	2.73	2.23	1.99	2.23	2.19	2.55
巴西	1.24	1.25	1.79	1.93	2.16	2.68	2.17	2.68	2.74	2.71
智利	1.40	1.31	1.87	0.55	1.93	2.43	2.07	2.43	2.64	2.74
中国	2.33	1.87	2.55	2.03	1.81	3.12	2.24	3.12	3.41	4.39
哥伦比亚	0.64	0.78	0.94	1.58	2.41	1.78	1.51	1.78	1.68	1.69
捷克共和国	0.75	0.77	0.99	1.58	2.35	2.39	2.15	2.39	2.50	2.81
埃及	1.02	1.01	2.08	4.38	9.08	5.85	6.10	5.85	6.01	6.57
匈牙利	1.76	1.83	2.00	2.78	3.08	3.08	2.46	3.08	2.93	3.60
印度	1.92	2.00	3.50	3.31	5.15	4.89	4.78	4.89	4.50	5.26
印度尼西亚	1.70	0.95	1.62	2.75	2.50	3.35	2.76	3.35	3.31	3.92
以色列	2.08	1.80	2.61	2.58	3.00	3.48	3.35	3.48	3.76	4.18
约旦	1.46	1.31	2.08	2.99	6.24	3.30	3.60	3.30	3.71	3.32
韩国	1.24	1.12	1.57	1.25	1.95	1.74	1.66	1.74	1.78	2.09
科威特	—	—	—	—	4.64	4.52	4.31	4.52	5.12	6.27
马来西亚	1.21	1.32	1.71	1.93	1.67	2.08	1.74	2.08	2.45	2.38
墨西哥	1.67	1.54	2.02	2.51	2.88	3.84	3.25	3.84	4.25	4.00
摩洛哥	1.95	1.61	1.70	2.06	2.92	3.11	2.97	3.11	3.99	4.08
尼日利亚	3.67	3.96	2.52	3.19	5.36	5.22	5.45	5.22	7.15	8.84
阿曼	0.78	1.13	1.50	1.80	2.28	2.19	2.15	2.19	2.21	2.54
巴基斯坦	0.93	1.90	2.25	2.63	3.51	3.17	3.39	3.17	3.60	4.61
秘鲁	1.36	1.16	1.80	1.56	2.17	3.47	3.49	3.47	4.55	6.22
菲律宾	0.92	0.77	1.06	1.35	1.73	1.92	1.67	1.92	2.05	2.69
波兰	1.39	1.28	1.76	2.04	2.53	2.52	2.21	2.52	2.76	3.03
卡塔尔	—	—	—	—	8.80	2.73	3.42	2.73	2.36	2.84
俄罗斯	1.12	0.86	1.18	1.18	2.19	2.53	2.16	2.53	2.44	2.44
沙特阿拉伯	2.42	2.75	3.56	6.50	14.54	7.57	10.33	7.57	7.45	6.50
南非	2.06	1.90	2.06	2.52	2.98	3.80	3.28	3.80	4.18	4.16
斯里兰卡	0.87	1.08	1.63	1.93	2.56	2.41	1.84	2.41	2.60	1.79
中国台湾	2.08	1.63	2.18	1.94	1.93	2.36	2.02	2.36	2.37	2.69
泰国	1.27	1.49	2.84	2.03	2.06	1.85	1.86	1.85	1.86	2.15
土耳其	3.81	2.77	2.64	1.74	2.13	1.95	1.83	1.95	2.14	2.30
阿拉伯联合酋长国	—	—	—	—	9.98	3.07	3.73	3.07	2.89	3.55
委内瑞拉	0.48	0.53	1.10	1.18	0.72	2.59	1.10	2.59	0.00	0.00

资料来源：Standard &amp; Poor's 新兴市场数据库。



表20. 股票定值指标：市盈率

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006		2007	
							第3季度	第4季度	第1季度	第2季度
综合指数	17.8	17.9	21.7	16.5	18.9	17.7	16.1	17.7	18.2	19.8
亚洲	26.8	20.0	30.3	16.8	17.9	18.0	16.1	18.0	18.3	21.4
欧洲/中东/非洲	12.6	14.5	18.0	18.6	25.2	18.7	18.6	18.7	19.2	19.9
拉丁美洲	11.8	19.2	13.3	12.8	12.2	15.2	12.3	15.2	16.0	16.0
阿根廷	32.6	-1.4	21.1	27.7	11.1	18.0	13.7	18.0	17.8	14.5
巴林	34.5	20.5	21.3	21.5	31.7	14.3	13.9	14.3	14.0	16.3
巴西	8.8	13.5	10.0	10.6	10.7	12.7	10.1	12.7	13.0	13.6
智利	16.2	16.3	24.8	17.2	15.7	24.2	20.5	24.2	26.2	24.2
中国	22.2	21.6	28.6	19.1	13.9	24.6	18.1	24.6	26.9	34.6
哥伦比亚	20.9	-44.8	13.0	19.2	28.8	21.9	18.6	21.9	20.8	20.7
捷克共和国	5.8	11.2	10.8	25.0	21.1	20.0	17.8	20.0	20.9	23.6
埃及	6.5	5.6	11.7	21.8	30.9	20.2	19.3	20.2	20.7	22.7
匈牙利	13.4	14.6	12.3	16.6	13.5	13.4	10.9	13.4	12.7	15.6
印度	12.8	15.0	20.9	18.1	19.4	20.1	20.9	20.1	17.8	20.9
印度尼西亚	-7.7	22.0	39.5	13.3	12.6	20.1	17.8	20.1	19.9	23.0
以色列	-81.5	80.0	75.6	39.7	20.0	25.3	26.2	25.3	27.3	30.5
约旦	18.8	11.4	20.7	30.4	57.1	20.8	23.7	20.8	23.4	21.0
韩国	28.7	21.6	30.2	13.5	20.8	12.8	12.2	12.8	13.1	15.2
科威特	...	...	...	...	21.5	21.1	20.0	21.1	23.9	29.3
马来西亚	50.6	21.3	30.1	22.4	15.0	21.7	17.8	21.7	25.5	21.0
墨西哥	13.7	15.4	17.6	15.9	14.2	18.6	15.6	18.6	21.4	20.2
摩洛哥	11.7	9.5	25.2	24.6	22.4	22.5	20.7	22.5	28.8	29.5
尼日利亚	12.6	16.4	18.5	23.5	20.7	24.1	24.2	24.1	32.9	40.7
阿曼	24.4	52.7	15.2	14.2	15.8	13.1	12.8	13.1	13.2	15.1
巴基斯坦	7.5	10.0	9.5	9.9	13.1	10.8	11.9	10.8	12.3	15.7
秘鲁	21.3	12.8	13.7	10.7	12.0	15.7	16.1	15.7	20.7	21.3
菲律宾	45.9	21.8	21.1	14.6	15.7	14.4	13.8	14.4	15.5	17.7
波兰	6.1	88.6	-353.0	39.9	11.7	13.9	12.2	13.9	15.3	16.7
卡塔尔	...	...	...	...	48.7	15.9	19.8	15.9	13.6	16.5
俄罗斯	5.6	12.4	19.9	10.8	24.1	16.6	13.9	16.6	16.0	16.0
沙特阿拉伯	22.2	23.4	27.2	50.6	104.8	52.0	74.4	52.0	51.2	44.7
南非	11.7	10.1	11.5	16.2	12.8	16.6	14.1	16.6	18.2	18.2
斯里兰卡	14.4	15.6	15.0	18.1	23.6	15.4	12.4	15.4	16.6	11.9
中国台湾	29.4	20.0	55.7	21.2	21.9	25.6	22.8	25.6	25.4	28.6
泰国	163.8	16.4	16.6	12.8	10.0	8.7	9.5	8.7	8.7	10.1
土耳其	72.5	37.9	14.9	12.5	16.2	17.2	19.1	17.2	19.8	21.3
阿拉伯联合酋长国	...	...	...	...	54.7	13.4	17.6	13.4	12.6	15.5
委内瑞拉	-347.6	-11.9	14.4	6.0	5.1	13.1	7.8	13.1	...	...

资料来源：Standard &amp; Poor's 新兴市场数据库。

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				2007	
							第1季度	第2季度	第3季度	第4季度	第1季度	第2季度
债券	-444	606	3,153	1,947	5,729	6,233	4,209	-1,240	32	3,232	2,534	2,003
股票	-1,781	-1,512	8,500	2,784	21,706	22,441	23,257	-6,279	-1,813	7,276	-1,674	3,815
全球	-67	-2,082	2,119	-5,348	3,148	4,209	8,056	-1,523	-2,702	377	-758	1,454
亚洲	-768	817	5,148	5,609	6,952	16,790	9,193	980	252	6,366	1,159	-2,487
拉丁美洲	-619	-312	376	338	4,020	3,319	3,004	-1,465	651	1,130	-239	5,174
欧洲/中东/非洲	-327	65	857	2,185	7,587	-1,877	3,004	-4,272	-14	-596	-1,836	-326

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)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	最新
<b>拉丁美洲</b>							
阿根廷	...	...	...	...	...	...	...
玻利维亚	16.1	15.3	14.9	14.7	13.3	13.5	3月
巴西	16.6	18.8	18.6	17.9	18.9	18.5	3月
智利	14.0	14.1	13.6	13.0	12.5	12.8	4月
哥伦比亚	12.6	13.1	13.8	13.2	12.2	12.9	5月
哥斯达黎加 <sup>1</sup>	15.8	16.5	18.1	15.9	15.3	15.3	5月
多米尼加共和国	12.0	8.8	14.0	12.5	12.4	13.1	3月
厄瓜多尔	14.4	14.9	14.5	14.4	14.8	15.6	5月
萨尔瓦多	12.2	12.8	13.4	13.5	13.6	...	12月
危地马拉	14.9	15.6	14.5	13.7	13.6	13.8	3月
墨西哥	15.7	14.4	14.1	14.5	16.3	16.1	3月
巴拿马	18.5	18.1	17.6	16.8	17.2	...	12月
巴拉圭	17.9	20.9	20.5	20.4	20.1	19.9	1月
秘鲁	12.5	13.3	14.0	12.0	12.5	12.5	3月
乌拉圭 <sup>1,2</sup>	-20.1	18.1	21.7	22.7	16.9	19.1	5月
委内瑞拉	20.5	25.1	19.2	15.5	14.3	13.7	4月
<b>欧洲新兴经济体</b>							
阿尔巴尼亚	...	28.5	21.6	18.6	18.1	...	12月
白俄罗斯	24.2	26.0	25.2	26.7	24.4	...	12月
波斯尼亚和黑塞哥维那	20.5	20.3	18.7	17.8	17.7	...	12月
保加利亚	25.2	22.0	16.1	15.2	14.5	...	12月
克罗地亚	17.4	16.5	16.0	15.2	13.6	15.9	3月
捷克共和国	14.3	14.5	12.6	11.9	11.4	11.8	3月
爱沙尼亚	15.3	14.5	13.4	11.7	13.2	13.7	3月
匈牙利	13.0	11.8	12.4	11.6	11.3	...	12月
以色列	9.9	10.3	10.8	10.7	10.8	11.0	3月
拉脱维亚	13.1	11.7	11.7	10.1	10.2	10.4	3月
立陶宛 <sup>3</sup>	14.8	13.3	12.4	10.3	10.8	...	12月
马其顿	28.1	25.8	23.0	21.3	18.3	17.9	3月
黑山	...	...	31.3	27.8	21.3	18.5	3月
波兰	13.8	13.7	15.5	14.5	14.0	...	6月
罗马尼亚 <sup>4</sup>	25.0	20.0	18.8	20.2	17.8	...	9月
俄罗斯	19.1	19.1	17.0	16.0	14.9	16.2	4月
塞尔维亚 <sup>5</sup>	25.6	31.1	27.9	26.0	24.7	25.9	6月
斯洛伐克共和国	21.3	22.4	18.7	14.8	13.0	...	12月
土耳其 <sup>6</sup>	24.4	29.5	27.4	22.8	21.1	...	12月
乌克兰	18.0	15.2	16.8	15.0	14.2	14.0	3月
<b>西欧</b>							
奥地利 <sup>7</sup>	13.3	14.5	12.4	11.8	12.8	...	9月
比利时	13.2	12.9	12.9	11.5	12.0	...	6月
丹麦	13.5	13.9	13.4	13.2	13.8	...	12月
芬兰 <sup>8</sup>	11.7	18.7	19.1	17.2	15.0	...	6月
法国	11.5	11.9	11.5	11.4	...	...	12月
德国	12.7	13.4	13.2	12.2	...	...	12月
希腊	10.5	12.0	12.8	13.2	12.3	...	6月
冰岛	12.2	12.3	12.8	12.8	15.1	...	12月
爱尔兰 <sup>9</sup>	14.4	15.0	14.6	13.6	...	...	12月
意大利 <sup>10</sup>	11.2	11.4	11.6	10.6	10.7	...	12月
卢森堡	15.0	17.1	17.5	16.3	14.8	...	12月
马耳他	...	...	21.4	20.4	22.0	...	12月
荷兰	12.0	12.3	12.3	12.6	11.7	...	9月
挪威	12.2	12.4	12.2	11.9	11.2	...	12月
葡萄牙 <sup>11</sup>	9.8	10.0	10.4	11.3	10.9	...	12月
西班牙	12.5	12.6	12.3	12.2	11.9	...	12月
瑞典 <sup>12</sup>	7.1	7.3	7.6	7.0	7.1	7.6	7月
瑞士	12.6	12.4	12.6	12.4	13.4	...	12月
英国	13.1	13.0	12.7	12.8	12.9	...	12月

表22 (续完)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	最新
<b>亚洲</b>							
孟加拉国	7.5	8.4	8.8	7.3	8.3	...	12月
中国	...	...	...	...	...	...	...
中国香港	15.8	15.3	15.4	15.3	15.0	...	12月
印度	12.0	12.7	12.9	12.8	12.4	...	6月
印度尼西亚	20.1	22.3	19.4	19.3	21.3	22.1	3月
韩国	11.2	11.1	12.1	13.0	12.8	13.0	3月
马来西亚	13.2	13.8	14.3	13.7	13.5	13.1	6月
菲律宾 <sup>13</sup>	16.9	17.4	18.4	17.6	...	...	12月
新加坡	16.9	17.9	16.2	15.8	15.4	14.9	3月
泰国	13.0	13.4	12.4	13.2	13.8	14.1	3月
<b>中东和东亚</b>							
亚美尼亚	30.5	33.8	32.3	33.7	34.9	32.7	6月
埃及	11.0	11.1	13.8	14.5	16.3	...	12月
格鲁吉亚	21.9	20.3	18.8	17.5	20.6	18.5	5月
约旦	16.6	15.9	17.8	17.6	21.4	...	12月
哈萨克斯坦	17.2	16.9	15.9	15.1	14.9	14.8	2月
科威特	19.7	18.4	17.3	21.3	22.0	...	9月
黎巴嫩	19.4	22.3	22.2	22.9	24.7	...	12月
摩洛哥	12.2	9.3	10.2	11.5	12.3	...	12月
阿曼	17.1	17.6	17.6	18.1	17.2	...	6月
巴基斯坦	8.8	8.5	10.5	11.3	12.7	...	9月
沙特阿拉伯	21.3	19.4	17.8	17.8	21.9	21.8	3月
突尼斯	9.8	9.3	11.6	12.4	11.8	...	12月
阿拉伯联合酋长国	19.0	18.6	16.9	17.4	16.6	...	12月
<b>撒哈拉以南非洲</b>							
加蓬	17.6	19.9	17.8	24.0	32.0	...	12月
加纳	13.4	9.3	13.7	16.2	15.8	...	12月
肯尼亚	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	14.0	17.0	18.7	16.0	13.1	...	6月
纳米比亚	14.1	14.8	15.4	14.6	14.8	...	6月
尼日利亚	18.1	17.8	14.6	14.3	25.8	...	12月
卢旺达	12.5	14.6	18.3	14.7	...	...	12月
塞内加尔	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	12.6	12.4	14.0	12.7	12.3	12.7	3月
斯威士兰	...	14.0	14.0	15.0	19.0	...	9月
乌干达	20.7	16.9	20.5	18.3	18.3	...	6月
<b>其他</b>							
澳大利亚	9.6	10.0	10.4	10.4	10.4	10.4	3月
加拿大	12.4	13.4	13.3	12.9	12.5	12.4	3月
日本 <sup>14</sup>	9.4	11.1	11.6	12.2	13.1	...	3月
美国	13.0	13.0	13.2	12.9	13.0	13.0	3月

资料来源：各国当局的数据以及国际货币基金组织工作人员的估计。

注：由于各国的会计、税收和监管体系不同，各国的金融稳健数据不完全可比。

1. 哥斯达黎加的银行部门数据不包括离岸银行，乌拉圭的数据不含国家住房抵押贷款银行。
2. 2006年，乌拉圭中央银行修改了计算监管资本比率的方法，对权重作出修正，并在分母中加入一个因子，以考虑风险因素。
3. 没有外资银行分支机构。
4. 统计数据自2003年起中断。
5. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。
6. 统计数据自2002年起中断。
7. 自2004年起，为汇总数据。
8. 统计数据自2003年起中断。
9. 所有银行。
10. 银行集团为汇总报告，不属于任何集团的单个银行为单独报告。
11. 2005年和2006年的数据是那些已经采纳国际会计准则的抽样机构的数据，其数据占通常考虑的总量数据的比例约为87%（截至2004年12月）。
12. 一级资本比率；与表内其他数据不可比。为四个大型银行集团的数据。
13. 为汇总数据。
14. 财年底，即下一个日历年3月底的数据；为主要银行的数据。

表23. 银行资本与资产的比率

(百分比)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	最新
<b>拉丁美洲</b>							
阿根廷	...	11.9	11.8	13.0	13.6	13.7	3月
玻利维亚	11.9	12.1	11.5	11.3	10.0	9.0	3月
巴西	9.2	9.6	10.1	9.8	9.9	9.4	3月
智利	7.2	7.3	7.0	6.9	6.8	6.8	5月
哥伦比亚	9.3	9.7	10.3	11.3	10.8	11.1	5月
哥斯达黎加 <sup>1</sup>	10.1	10.4	9.2	9.5	10.2	10.7	5月
多米尼加共和国	10.7	7.9	9.0	9.4	10.0	9.7	3月
厄瓜多尔	...	14.7	13.9	13.3	13.7	13.7	5月
萨尔瓦多	...	10.2	10.7	11.1	11.8	11.6	3月
危地马拉	8.9	9.0	8.9	8.5	8.2	9.1	3月
墨西哥	9.6	10.0	10.2	11.5	13.2	...	12月
巴拿马	10.2	12.2	13.2	12.8	11.3	...	11月
巴拉圭	10.9	9.5	10.5	11.0	12.5	12.2	1月
秘鲁	10.1	9.3	9.8	7.7	9.5	8.6	3月
乌拉圭 <sup>1</sup>	-10.0	7.2	8.3	8.6	9.8	10.2	5月
委内瑞拉	15.9	14.3	12.5	11.1	9.8	9.7	4月
<b>欧洲新兴经济体</b>							
阿尔巴尼亚	...	4.7	4.8	5.6	6.2	...	12月
白俄罗斯	18.7	20.4	20.1	19.8	17.8	...	12月
波斯尼亚和黑塞哥维那	19.1	17.0	15.7	14.4	13.8	...	10月
保加利亚	13.3	13.1	11.0	10.5	10.4	...	9月
克罗地亚	9.5	8.9	8.6	9.0	10.3	11.6	3月
捷克共和国	5.2	5.7	5.6	5.7	6.2	6.3	3月
爱沙尼亚	12.1	11.3	9.8	8.6	8.4	8.4	3月
匈牙利	8.7	8.3	8.5	8.2	8.7	...	12月
以色列	4.9	5.3	5.5	5.6	5.9	6.0	3月
拉脱维亚	8.7	8.4	8.0	7.6	7.6	7.4	3月
立陶宛 <sup>2</sup>	10.5	9.8	8.7	7.2	7.1	...	12月
马其顿	...	...	...	...	...	...	...
黑山	...	...	20.4	15.3	10.4	10.4	3月
波兰	8.7	8.3	8.0	7.8	7.9	...	3月
罗马尼亚 <sup>3</sup>	11.6	10.1	8.5	8.8	8.9	...	9月
俄罗斯	14.4	14.8	14.0	13.2	12.5	...	9月
塞尔维亚 <sup>4</sup>	18.3	22.5	18.8	16.0	15.6	15.9	6月
斯洛伐克共和国	7.7	8.9	7.7	9.7	8.0	...	12月
土耳其 <sup>5</sup>	11.5	13.7	14.4	12.9	11.3	...	6月
乌克兰	14.7	12.3	13.1	11.5	12.1	12.9	3月
<b>西欧</b>							
奥地利	4.7	4.9	4.9	4.8	5.2	...	9月
比利时	3.0	3.1	3.1	2.7	3.7	...	6月
丹麦 <sup>6</sup>	5.7	5.9	5.7	5.7	6.2	...	12月
芬兰	5.6	9.7	8.7	8.8	9.2	...	12月
法国	6.8	6.9	6.6	5.8	5.8	...	12月
德国	4.6	4.6	4.4	4.4	4.7	...	12月
希腊 <sup>7</sup>	6.9	6.9	5.0	5.8	5.2	...	6月
冰岛 <sup>8</sup>	7.2	7.1	7.1	7.4	7.8	...	12月
爱尔兰	5.5	5.2	4.9	4.7	4.3	...	12月
意大利 <sup>9</sup>	7.0	7.0	6.9	6.8	7.1	...	12月
卢森堡	4.6	4.8	4.8	4.5	4.6	...	12月
马耳他	...	...	7.9	6.8	8.6	...	12月
荷兰	4.7	4.3	3.9	4.2	4.0	...	12月
挪威	6.2	5.9	5.9	5.2	5.0	...	9月
葡萄牙 <sup>10,11</sup>	5.6	5.8	6.2	5.8	6.4	...	12月
西班牙	8.2	7.8	8.3	7.6	7.2	...	12月
瑞典 <sup>12</sup>	5.2	5.0	4.8	4.8	4.9	4.6	7月
瑞士	5.5	5.7	5.3	5.1	4.9	...	12月
英国	9.9	9.8	9.6	9.1	8.9	...	12月
<b>亚洲</b>							
孟加拉国	4.1	3.2	2.7	2.6	4.0	...	9月
中国 <sup>13</sup>	...	4.9	4.9	5.5	6.1	...	6月
中国香港	10.1	10.6	10.8	11.8	11.8	...	12月

表23 (续完)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	最新
<b>亚洲 (续)</b>							
印度	5.5	5.7	5.9	6.4	6.6	...	3月
印度尼西亚	8.8	9.6	10.8	10.2	10.7	11.1	5月
韩国 <sup>14</sup>	7.2	7.0	8.0	9.3	9.2	9.5	3月
马来西亚	8.7	8.5	8.2	7.7	7.6	...	11月
菲律宾	13.4	13.1	12.6	11.8	11.7	11.5	3月
新加坡	10.7	10.7	9.6	9.6	9.6	9.6	3月
泰国	6.1	7.4	8.0	9.6	9.2	...	5月
<b>中东和中亚</b>							
亚美尼亚	18.4	18.1	17.8	21.5	22.9	23.9	6月
埃及	...	4.9	4.8	5.0	5.5	...	9月
格鲁吉亚	28.3	26.2	21.9	18.8	...	...	12月
约旦	6.2	6.4	7.2	8.2	10.7	...	12月
哈萨克斯坦 <sup>15</sup>	9.0	9.0	8.0	8.0	8.9	9.5	2月
科威特	10.3	10.7	12.1	12.7	12.0	...	7月
黎巴嫩	6.3	6.9	6.8	7.5	8.4	9.4	2月
摩洛哥	8.5	7.6	7.6	7.7	7.4	...	12月
阿曼 <sup>16</sup>	12.8	12.6	12.9	13.7	13.2	...	6月
巴基斯坦	4.8	5.5	6.7	7.9	8.8	...	9月
沙特阿拉伯	9.3	8.8	8.0	8.8	9.3	...	12月
突尼斯	7.7	7.6	7.5	7.7	...	...	12月
阿拉伯联合酋长国	11.8	11.4	11.1	11.9	12.6	...	12月
<b>撒哈拉以南非洲</b>							
加蓬	...	...	...	...	...	...	...
加纳	12.0	12.0	12.5	13.0	12.4	...	8月
肯尼亚	...	...	...	...	...	...	...
莱索托	...	...	...	...	...	...	...
莫桑比克	18.4	14.9	10.0	7.9	6.4	...	6月
纳米比亚	7.5	8.3	8.8	7.8	8.3	...	6月
尼日利亚	10.7	9.6	9.3	13.1	14.7	...	9月
卢旺达	8.1	8.9	10.1	9.4	9.2	...	4月
塞内加尔	10.3	7.8	7.7	7.6	8.1	...	8月
塞拉利昂	21.4	21.1	22.5	20.0	19.0	...	11月
南非	9.3	8.0	8.2	7.9	7.8	...	5月
斯威士兰	...	...	...	...	...	...	...
乌干达	9.6	9.0	10.5	8.4	9.7	...	11月
<b>其他</b>							
澳大利亚 <sup>15</sup>	5.3	5.2	5.1	5.2	4.9	4.9	3月
加拿大	4.6	4.7	4.4	4.4	5.7	5.6	3月
日本 <sup>17</sup>	3.3	3.9	4.2	4.9	5.3	...	3月
美国	9.2	9.2	10.3	10.3	10.5	10.6	3月

资料来源：各国当局的数据以及国际货币基金组织工作人员的估计。

注：由于各国的会计、税收和监管体系不同，各国的金融稳健数据不完全可比。

- 哥斯达黎加的银行部门数据不含离岸银行，乌拉圭的数据不含国家住房抵押贷款银行。
- 资本定义为银行股东的股本和外资银行分支机构从总部获得的资金。
- 统计数据自2003年起中断。
- 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。
- 统计数据自2002年起中断。
- 股东股本占总资产的比例。
- 非汇总数据，2004年以后采用IFRS。
- 商业银行和六家最大的储蓄银行（由于两家银行合并，2006年起为五家最大的储蓄银行）。
- 根据期间平均数据计算。
- 2005年和2006年的数据是那些已经采纳国际会计准则的抽样机构的数据，其数据占通常考虑的总量数据的比例约为87%（截至2004年12月）。
- 会计基础，为合并数据。
- 为四家最大型银行集团的数据。
- 为六家大型银行的数据。
- 核心资本比率。
- 一级资本与总资产的比率。
- 一级资本和二级资本与总资产的比率。
- 为财年底，即下一个日历年度3月底的数据；为所有银行的数据。



表24. 银行不良贷款与全部贷款的比率

(百分比)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	最新
<b>拉丁美洲</b>							
阿根廷	18.1	17.7	10.7	5.2	3.4	3.2	5月
玻利维亚	17.7	16.7	14.0	11.3	8.7	8.8	3月
巴西	4.5	4.9	3.5	4.2	4.1	4.0	3月
智利	1.8	1.6	1.2	0.9	0.8	0.8	5月
哥伦比亚	8.7	6.8	3.3	3.2	2.6	2.9	5月
哥斯达黎加 <sup>1</sup>	3.2	1.7	2.0	1.5	1.5	1.6	5月
多米尼加共和国	4.9	9.0	7.4	5.9	4.5	5.0	3月
厄瓜多尔	8.4	7.9	6.4	4.9	3.3	3.6	5月
萨尔瓦多	15.8	12.3	2.3	1.9	1.9	2.1	3月
危地马拉	7.9	6.5	7.1	4.2	4.6	5.6	3月
墨西哥	3.7	2.8	2.2	1.8	2.1	2.2	3月
巴拿马	3.5	2.5	1.8	1.8	1.5	1.4	3月
巴拉圭	19.7	20.6	10.8	6.6	3.3	3.4	1月
秘鲁	7.6	5.8	3.7	2.1	1.6	1.6	3月
乌拉圭 <sup>1</sup>	33.9	14.3	4.7	3.6	1.9	2.1	5月
委内瑞拉	9.2	7.7	2.8	1.2	1.1	1.1	4月
<b>欧洲新兴经济体</b>							
阿尔巴尼亚	...	4.6	4.2	2.3	3.1	...	12月
白俄罗斯	9.0	3.7	2.8	1.9	1.2	...	12月
波斯尼亚和黑塞哥维那	11.0	8.4	6.1	5.3	4.0	...	12月
保加利亚	2.6	3.2	2.0	2.2	2.2	...	12月
克罗地亚	10.2	8.9	7.5	6.2	5.2	4.9	3月
捷克共和国	8.1	4.9	4.1	4.3	4.1	...	9月
爱沙尼亚	0.8	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	3月
匈牙利	2.9	2.6	2.7	2.5	2.5	...	12月
以色列	2.4	2.6	2.5	2.3	1.9	1.9	3月
拉脱维亚	2.0	1.4	1.1	0.7	0.4	0.4	3月
立陶宛 <sup>2</sup>	5.3	2.4	2.2	0.6	1.0	...	12月
马其顿 <sup>3</sup>	23.1	22.1	17.0	15.0	11.2	10.3	3月
黑山	...	...	5.2	5.3	2.9	2.0	3月
波兰	21.1	21.2	14.9	11.0	9.4	...	6月
罗马尼亚	...	8.3	8.1	8.3	8.4	...	9月
俄罗斯	5.6	5.0	3.8	3.2	2.6	2.4	4月
塞尔维亚 <sup>4</sup>	21.6	24.1	22.8	23.2	21.4	...	9月
斯洛伐克共和国	7.9	3.7	2.6	5.0	3.7	3.2	12月
土耳其 <sup>5</sup>	12.7	8.9	5.0	3.9	3.2	...	12月
乌克兰 <sup>6</sup>	21.9	28.3	30.0	19.6	17.8	17.6	3月
<b>西欧</b>							
奥地利	3.0	3.0	2.7	2.6	...	...	12月
比利时	3.0	2.6	2.3	2.0	1.8	...	6月
丹麦	0.9	0.8	0.7	0.4	...	...	12月
芬兰 <sup>7</sup>	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	...	6月
法国 <sup>8</sup>	4.2	4.0	3.7	3.3	3.2	...	6月
德国 <sup>9</sup>	5.0	5.3	5.1	4.1	4.0	...	6月
希腊	5.5	5.1	5.4	5.5	5.5	...	6月
冰岛 <sup>10</sup>	2.6	2.1	0.9	...	...	...	12月
爱尔兰	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	...	12月
意大利 <sup>11,12</sup>	6.5	6.7	6.6	6.2	5.3	...	12月
卢森堡	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	...	6月
马耳他 <sup>5</sup>	...	...	6.5	3.9	2.8	...	12月
荷兰 <sup>13</sup>	2.4	2.0	1.5	1.2	1.0	...	6月
挪威	1.8	1.6	1.0	0.7	0.6	...	9月
葡萄牙 <sup>14,15</sup>	2.3	2.4	2.0	1.5	1.3	...	12月
西班牙	1.1	1.0	0.8	0.8	0.6	...	12月
瑞典 <sup>16</sup>	1.2	1.0	0.8	0.6	0.5	0.4	7月
瑞士	1.8	1.3	0.9	0.5	0.3	...	12月
英国	2.6	2.5	1.9	1.0	0.9	...	12月
<b>亚洲</b>							
孟加拉国	28.1	22.1	17.6	13.6	13.2	...	12月
中国	26.0	20.4	12.8	9.8	7.5	7.0	3月
中国香港	5.0	3.9	2.3	1.4	1.1	1.0	3月
印度	10.4	8.8	7.2	5.2	3.5	...	6月
印度尼西亚 <sup>17</sup>	24.0	19.4	14.2	14.8	13.1	13.5	3月
韩国 <sup>18</sup>	2.4	2.6	1.9	1.2	0.8	0.8	3月
马来西亚	15.9	13.9	11.7	9.5	8.5	8.2	3月
菲律宾 <sup>19</sup>	26.5	26.1	24.7	19.7	18.6	...	6月

表24 (续完)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	最新
<b>亚洲 (续)</b>							
新加坡 <sup>20</sup>	7.7	6.7	5.0	3.8	2.8	2.5	3月
泰国 <sup>21</sup>	15.7	12.9	10.9	8.3	7.5	...	12月
<b>中东和中亚</b>							
亚美尼亚	9.9	5.4	2.1	1.9	2.5	2.8	6月
埃及	20.2	24.2	26.4	24.8	24.7	...	12月
格鲁吉亚	7.9	7.5	6.2	3.8	2.5	2.3	5月
约旦 <sup>22</sup>	17.1	15.5	10.3	6.6	4.3	...	12月
哈萨克斯坦	...	8.4	5.7	5.3	4.8	6.3	2月
科威特	7.8	6.1	5.3	5.0	3.9	...	9月
黎巴嫩	12.4	12.8	17.7	16.1	13.5	13.3	2月
摩洛哥	17.2	18.1	19.4	15.7	10.9	...	12月
阿曼	11.3	15.5	13.5	9.1	7.8	...	6月
巴基斯坦	21.8	17.0	11.6	8.3	7.7	...	9月
沙特阿拉伯	8.8	5.4	2.8	1.9	2.0	...	12月
突尼斯	21.4	24.2	23.6	20.9	19.2	...	12月
阿拉伯联合酋长国	15.3	14.3	12.5	8.3	6.3	...	12月
<b>撒哈拉以南非洲</b>							
加蓬	11.4	13.8	15.8	14.3	11.1	...	12月
加纳	22.7	18.3	16.1	13.0	7.9	...	12月
肯尼亚	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	20.8	26.8	6.4	3.8	3.7	...	6月
纳米比亚	3.5	3.9	2.4	2.3	2.9	...	6月
尼日利亚	21.4	19.8	21.6	21.9	...	...	6月
卢旺达	57.0	52.0	27.0	27.2	...	...	12月
塞内加尔	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	2.8	2.4	1.8	1.5	1.2	1.1	3月
斯威士兰	...	2.0	3.0	2.0	2.0	...	9月
乌干达	3.0	7.2	2.2	2.3	2.8	...	6月
<b>其他</b>							
澳大利亚 <sup>23</sup>	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	3月
加拿大	1.6	1.2	0.7	0.5	0.4	...	9月
日本 <sup>24</sup>	7.4	5.8	4.0	2.9	2.5	...	3月
美国	1.4	1.1	0.8	0.7	0.8	0.8	3月

资料来源：各国当局的数据以及国际货币基金组织工作人员的估计。

注：由于各国的会计、税收和监管体系不同，各国的金融稳健数据不完全可比。

1. 哥斯达黎加的银行部门数据不含离岸银行，乌拉圭的数据不含国家住房抵押贷款银行。
2. 自2005年底起，不良贷款是指逾期60天以上的贷款。截至2004年，定义归为“次级”、“可疑”和“损失”贷款的贷款。
3. 只包括对非金融部门的贷款。
4. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。这里的数字代表最低风险类别资产所占的比例。
5. 统计数据自2002年起中断。
6. 2003年不良贷款增加是由于修改官方定义所致。
7. 扣除准备金计提数据。贷款定义为对信贷机构、公众和公共部门实体的债权之和。
8. 可疑债务总额。
9. 2006年为初步数据；大型银行，与前几年数据不完全可比。
10. 商业银行和六家最大的储蓄银行（由于两家银行合并，2006年起为五家最大的储蓄银行）。
11. 银行集团。
12. 2001年至2004年期间，不良贷款只包括次级贷款和呆账。2005年至2006年的数据还包括逾期120天以上的贷款。
13. 2006年的数据只包括两家大银行；与前些年的数据不完全可比。
14. 2005年和2006年的数据是那些已采纳国际会计准则的抽样机构的数据，其数据占通常考虑的总量数据的比例约为87%（截至2004年12月）。
15. 汇总数据。不良贷款定义为逾期消费者信贷。
16. 为四家大型银行集团的数据。
17. 经调整的资产比率；包括16家最大银行的不不良贷款、重组贷款和罚没资产。与表中的其他指标不完全可比。自2005年起，比率是基于15家大银行截至2005年12月的财务数据。
18. 指归入“次级”或更低分类的贷款。
19. 不良资产比率；包括不良贷款加上所拥有的或取得的不动产或其他资产。与表中的其他指标不完全可比。
20. 对非银行贷款发生的不不良贷款。
21. 所有商业银行（包括外资银行分支机构）。
22. 问题贷款（不包括挂账利息）。
23. 不包括有抵押担保的拖欠贷款。
24. 为财年底，即下一个日历年3月底的数据；为所有银行的数据。

表25. 银行准备金计提与不良贷款的比率

(百分比)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	最新
<b>拉丁美洲</b>							
阿根廷	73.8	79.2	102.9	125.1	130.2	132.3	3月
玻利维亚	63.7	74.0	84.3	81.1	90.7	88.4	3月
巴西	155.9	144.7	177.5	151.8	152.8	153.0	3月
智利	128.1	130.9	165.5	177.6	198.5	191.1	5月
哥伦比亚	86.5	98.5	149.2	167.3	153.6	140.9	5月
哥斯达黎加 <sup>1</sup>	102.6	145.9	122.6	153.0	162.2	145.9	5月
多米尼加共和国	68.2	65.6	102.4	127.6	144.7	131.7	3月
厄瓜多尔	131.4	127.3	119.0	143.7	182.7	174.6	5月
萨尔瓦多	115.1	129.8	129.8	130.0	116.4	129.8	3月
危地马拉	...	...	...	43.2	39.6	38.0	3月
墨西哥	138.1	167.1	201.8	232.1	207.4	194.7	3月
巴拿马	132.1	150.3	149.4	116.2	127.9	...	9月
巴拉圭	46.6	54.8	54.6	57.7	59.1	59.6	1月
秘鲁	69.1	67.1	68.7	80.3	100.3	104.3	3月
乌拉圭 <sup>1</sup>	58.3	91.4	106.8	118.8	218.6	296.2	5月
委内瑞拉	97.9	103.7	130.2	196.3	229.1	194.5	4月
<b>欧洲新兴经济体</b>							
阿尔巴尼亚	...	...	...	...	...	...	...
白俄罗斯	15.8	29.9	32.4	48.4	51.3	...	12月
波斯尼亚和黑塞哥维那	...	...	...	...	...	...	...
保加利亚 <sup>2</sup>	59.6	50.0	48.5	45.3	47.6	...	9月
克罗地亚	68.0	60.6	62.3	60.0	61.5	62.5	3月
捷克共和国	77.5	76.7	69.4	63.2	62.2	...	9月
爱沙尼亚	130.6	214.5	276.9	215.0	153.6	...	11月
匈牙利	50.8	47.3	51.3	54.4	53.5	...	12月
以色列	...	...	...	...	...	...	...
拉脱维亚	78.3	89.4	99.1	98.8	116.6	122.8	3月
立陶宛	...	...	...	...	...	...	...
马其顿	...	...	...	...	...	...	...
黑山	...	...	77.3	67.4	78.8	99.0	3月
波兰	56.3	53.4	61.3	61.6	57.8	...	9月
罗马尼亚 <sup>3</sup>	...	33.5	34.3	31.4	32.0	...	9月
俄罗斯 <sup>4</sup>	112.5	118.0	139.5	156.3	159.3	...	9月
塞尔维亚 <sup>5</sup>	...	54.0	58.9	47.8	...	...	9月
斯洛伐克共和国	82.5	85.8	86.4	85.1	99.0	...	9月
土耳其 <sup>6</sup>	64.2	88.6	88.1	89.8	90.8	...	12月
乌克兰	37.0	22.3	21.1	25.0	23.1	20.8	3月
<b>西欧</b>							
奥地利 <sup>7</sup>	65.8	68.0	70.8	71.5	64.1	...	12月
比利时	51.8	52.8	54.2	51.6	52.4	...	6月
丹麦	66.5	63.0	66.0	75.7	...	...	12月
芬兰	66.8	77.7	78.5	85.8	...	...	12月
法国	58.4	57.7	57.6	59.7	58.7	...	6月
德国	...	...	...	...	...	...	...
希腊	46.9	49.9	51.4	61.9	60.9	...	6月
冰岛 <sup>8</sup>	66.8	77.5	80.9	112.9	...	...	12月
爱尔兰	105.0	90.0	70.0	50.0	...	...	12月
意大利 <sup>9</sup>	...	...	...	...	46.0	...	12月
卢森堡	...	...	...	...	...	...	...
马耳他	...	...	...	...	...	...	...
荷兰 <sup>8</sup>	65.2	74.1	69.6	65.4	...	...	12月
挪威 <sup>8</sup>	63.1	59.1	65.1	51.5	...	...	12月
葡萄牙 <sup>10,11</sup>	62.8	73.0	83.4	79.0	80.0	...	12月
西班牙	197.2	245.4	219.6	251.8	...	...	12月
瑞典 <sup>12</sup>	71.5	73.9	78.9	84.7	78.5	79.9	7月
瑞士	89.4	89.9	90.9	116.0	122.6	...	12月
英国 <sup>8</sup>	75.0	71.2	64.5	56.1	...	...	12月

表25 (续完)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	最新
<b>亚洲</b>							
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	130.0	146.5	158.7	82.2	99.7	105.6	3月
韩国	89.6	84.0	104.5	131.4	175.2	177.7	3月
马来西亚	38.1	38.9	41.0	45.4	50.7	55.9	6月
菲律宾	30.1	30.9	33.2	38.3	37.4	36.2	3月
新加坡	61.2	64.9	76.0	80.9	89.5	94.4	3月
泰国	62.9	72.8	79.8	83.7	79.4	...	9月
<b>中东和中亚</b>							
亚美尼亚	32.1	34.3	77.0	70.7	64.3	54.4	6月
埃及	62.3	57.0	60.2	61.5	68.2	...	12月
格鲁吉亚	...	...	...	...	...	...	...
约旦 <sup>13</sup>	50.6	51.9	63.8	78.4	80.0	...	12月
哈萨克斯坦	...	...	...	...	...	...	...
科威特	64.3	77.7	82.5	107.2	100.6	...	9月
黎巴嫩	...	...	57.3	63.3	72.0	73.0	2月
摩洛哥	54.7	54.9	59.3	67.1	71.2	...	12月
阿曼	75.6	59.8	75.3	72.7	77.6	...	6月
巴基斯坦	60.6	63.9	70.4	76.7	77.8	...	9月
沙特阿拉伯	110.4	136.0	164.0	178.0	...	...	12月
突尼斯	43.9	43.1	45.8	46.4	49.2	...	12月
阿拉伯联合酋长国	87.5	88.5	94.6	95.7	98.2	...	12月
<b>撒哈拉以南非洲</b>							
加蓬	66.5	78.8	78.4	80.7	84.5	...	12月
加纳	...	...	...	...	...	...	...
肯尼亚	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	70.5	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	54.2	61.3	64.3	...	...	12月
斯威士兰	...	...	...	...	...	...	...
乌干达	81.5	76.5	97.8	103.8	93.7	...	6月
<b>其他</b>							
澳大利亚	106.2	131.8	182.9	203.0	204.5	...	9月
加拿大	41.1	43.5	47.7	49.3	55.3	...	9月
日本 <sup>14</sup>	...	23.9	26.8	31.4	30.3	...	3月
美国	123.7	140.4	168.1	155.0	137.2	129.9	3月

资料来源：各国当局的数据以及国际货币基金组织工作人员的估计。

注：由于各国的会计、税收和监管体系不同，各国的金融稳健数据不完全可比。

1. 哥斯达黎加的银行部门数据不包括离岸银行，乌拉圭的数据不含国家住房抵押贷款银行。
2. 非标准贷款准备金。
3. 不良贷款反映的是未经调整的对“损失”、“可疑”和“次级”贷款的风险暴露。由于罗马尼亚采用较保守的贷款分类标准和准备金要求，因此，在信贷快速增长的形势下，不良贷款水平稳步提高。
4. 2004年采用新的定义；与前些年的数据不完全可比。
5. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。
6. 统计数据自2002年起中断。
7. 2006年的数据只涉及其中两家最大的银行；与以往年度的数据不完全可比。
8. 大银行。
9. 银行集团。
10. 2005年和2006年的数据是那些已经采纳国际会计准则的抽样机构的数据，其数据占通常考虑的总量数据的比例约为87%（截至2004年12月）。
11. 汇总数据。不良贷款定义为逾期消费者信贷。
12. 为四个大型银行集团的数据。
13. 有问题贷款（不包括挂账利息）的准备金。
14. 财年底，即下一个日历年度3月底的数据；包括所有银行的不良贷款准备金。

表26. 银行资产回报率

(百分比)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	最新
<b>拉丁美洲</b>							
阿根廷	-8.9	-3.0	-0.5	0.9	2.0	2.1	3月
玻利维亚	0.1	0.3	-0.1	0.7	1.3	1.1	3月
巴西 <sup>1</sup>	2.1	1.5	1.9	2.5	2.5	2.1	3月
智利	1.1	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2	5月
哥伦比亚	1.1	1.9	2.8	2.8	3.0	2.2	5月
哥斯达黎加 <sup>1,2</sup>	1.8	2.1	2.0	2.5	2.5	2.6	5月
多米尼加共和国	2.5	-0.1	1.9	1.8	1.9	2.5	3月
厄瓜多尔	1.5	1.4	1.5	1.6	2.0	2.6	5月
萨尔瓦多	1.1	1.1	1.0	1.2	1.5	1.5	3月
危地马拉	0.8	1.1	1.3	1.6	1.2	1.5	3月
墨西哥 <sup>1</sup>	0.7	1.6	1.8	2.7	3.1	3.2	3月
巴拿马 <sup>1</sup>	0.5	2.1	2.3	2.1	1.7	1.8	3月
巴拉圭 <sup>1</sup>	1.0	0.4	1.7	2.1	3.0	4.0	1月
秘鲁	0.8	1.1	1.2	2.2	2.2	2.4	3月
乌拉圭 <sup>2</sup>	-25.3	-1.1	-0.1	0.7	1.2	1.7	5月
委内瑞拉	5.3	6.2	5.9	3.7	3.0	2.4	4月
<b>欧洲新兴经济体</b>							
阿尔巴尼亚	...	1.2	1.3	1.4	1.4	...	12月
白俄罗斯	1.0	1.5	1.5	1.3	1.7	...	12月
波斯尼亚和黑塞哥维那	-0.3	0.4	0.7	0.7	0.9	...	12月
保加利亚	2.1	2.4	2.1	2.1	2.2	...	12月
克罗地亚	1.6	1.6	1.7	1.6	1.5	1.6	3月
捷克共和国	1.2	1.2	1.3	1.4	1.2	1.3	3月
爱沙尼亚 <sup>1</sup>	1.6	1.7	2.1	2.0	1.7	1.3	3月
匈牙利	1.4	1.5	2.0	2.0	1.9	...	12月
以色列	0.3	0.7	1.0	1.1	1.0	1.2	3月
拉脱维亚	1.5	1.4	1.7	2.1	2.1	2.1	3月
立陶宛 <sup>3</sup>	0.9	1.2	1.3	1.1	1.5	...	12月
马其顿 <sup>4</sup>	0.4	0.5	0.6	1.2	1.8	1.7	3月
黑山	...	...	-0.3	0.8	1.1	1.5	3月
波兰	0.5	0.5	1.4	1.7	2.1	...	6月
罗马尼亚 <sup>5</sup>	2.7	2.7	2.5	1.9	1.7	...	9月
俄罗斯	2.6	2.6	2.9	3.2	3.2	0.8	4月
塞尔维亚 <sup>6</sup>	-8.4	-0.3	-1.2	1.1	1.7	2.1	6月
斯洛伐克共和国	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	...	12月
土耳其 <sup>7</sup>	1.2	2.4	2.3	1.6	2.4	...	12月
乌克兰	1.2	1.0	1.1	1.3	1.6	1.6	3月
<b>西欧</b>							
奥地利 <sup>8</sup>	0.2	0.3	0.6	0.6	0.7	...	9月
比利时 <sup>9</sup>	0.5	0.5	0.6	0.7	1.1	...	6月
丹麦	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0	...	12月
芬兰 <sup>10</sup>	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	...	12月
法国	0.5	0.4	0.5	0.6	...	...	12月
德国 <sup>11</sup>	0.1	-0.1	0.1	0.3	0.5	...	6月
希腊	0.5	0.6	0.3	0.9	1.2	...	6月
冰岛	1.1	1.3	1.8	2.3	2.6	...	12月
爱尔兰	1.0	0.9	1.0	1.4	...	...	12月
意大利	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	...	12月
卢森堡	0.7	0.6	0.7	0.7	0.9	...	12月
马耳他	...	...	1.3	1.4	1.1	...	12月
荷兰	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	...	9月
挪威	0.4	0.6	0.9	0.9	0.8	...	12月
葡萄牙 <sup>12</sup>	0.7	0.8	0.8	0.8	1.0	...	12月
西班牙	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	...	12月
瑞典 <sup>13</sup>	0.7	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	7月
瑞士 <sup>9</sup>	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9	...	12月
英国 <sup>1</sup>	0.4	0.6	0.7	0.8	0.5	...	12月

表26 (续完)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	最新
<b>亚洲</b>							
孟加拉国	0.5	0.5	0.7	0.6	0.8	...	12月
中国 <sup>14</sup>	...	...	0.8	0.8	0.9	...	12月
中国香港 <sup>15</sup>	2.1	1.9	1.7	1.7	1.8	1.8	3月
印度	0.8	1.0	1.1	0.9	0.9	...	6月
印度尼西亚 <sup>1</sup>	1.4	2.6	3.5	2.6	2.6	2.7	3月
韩国	0.6	0.2	0.9	1.3	1.1	1.1	3月
马来西亚 <sup>1</sup>	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	...	9月
菲律宾	0.8	1.1	0.9	1.1	1.3	1.0	3月
新加坡	0.8	1.0	1.2	1.2	1.4	1.4	3月
泰国 <sup>1</sup>	...	...	1.7	1.9	2.3	...	9月
<b>中东和中亚</b>							
亚美尼亚	-6.4	2.7	3.2	3.1	3.6	3.6	6月
埃及	0.5	0.5	0.6	0.5	0.9	...	9月
格鲁吉亚	4.3	3.9	1.9	3.0	2.5	...	6月
约旦	0.6	0.7	1.1	2.0	1.7	...	12月
哈萨克斯坦 <sup>1</sup>	2.0	2.0	1.4	1.8	1.4	...	12月
科威特	1.8	2.0	2.5	3.0	2.6	...	9月
黎巴嫩	0.6	0.7	0.7	0.7	0.9	0.9	2月
摩洛哥	0.3	-0.2	0.8	0.5	1.3	...	12月
阿曼	1.5	0.3	1.9	2.7	1.5	...	6月
巴基斯坦 <sup>1</sup>	0.9	1.8	1.9	2.8	3.1	...	9月
沙特阿拉伯	2.3	2.3	2.5	3.7	4.3	...	12月
突尼斯	0.7	0.6	0.4	0.6	0.2	...	6月
阿拉伯联合酋长国	2.2	2.3	2.1	2.7	2.3	...	12月
<b>撒哈拉以南非洲</b>							
加蓬	1.8	0.7	2.7	...	...	...	12月
加纳	6.8	6.2	5.8	4.6	4.3	...	12月
肯尼亚 <sup>1</sup>	-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	1.6	1.2	1.4	1.8	2.3	...	6月
纳米比亚	4.5	3.6	2.1	3.5	2.9	...	6月
尼日利亚	2.4	1.7	3.1	0.5	0.3	...	12月
卢旺达	-5.0	1.4	2.2	1.5	...	...	12月
塞内加尔	1.8	1.8	1.8	...	...	...	12月
塞拉利昂	10.0	10.5	9.7	7.9	...	...	12月
南非	0.4	0.8	1.3	1.2	1.4	1.4	3月
斯威士兰	...	4.0	3.0	3.0	4.0	...	9月
乌干达	2.7	4.5	4.3	3.6	3.5	...	6月
<b>其他</b>							
澳大利亚 <sup>9</sup>	1.4	1.6	1.5	1.8	...	...	12月
加拿大	0.4	0.7	0.8	0.7	1.0	...	10月
日本 <sup>16</sup>	-0.7	-0.1	0.2	0.5	0.4	...	3月
美国	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	3月

资料来源：各国当局的数据以及国际货币基金组织工作人员的估计。

注：由于各国的会计、税收和监管体系不同，各国的金融稳健数据不完全可比。

1. 税前数据。
2. 哥斯达黎加的银行部门数据不包括离岸银行，乌拉圭的数据不含国家住房抵押贷款银行。
3. 扣除特殊项目和税收前的净收入与平均资本总额的比率。
4. 就潜在贷款损失未分配的准备金进行调整。
5. 统计数据自2003年起中断。
6. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。
7. 统计数据自2002年起中断。
8. 自2004年起，为汇总数据。
9. 毛利。
10. 2001年为对金融财团内的大额交易进行调整后的数据。
11. 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。
12. 2005年和2006年的数据是那些已采纳国际会计准则的抽样机构的数据，其数据占通常考虑的总量数据的比例约为87%（截至2004年12月）。
13. 为四家大型银行集团的数据。
14. 已实行改革的国有商业银行（两家在2004年，三家在2005年和2006年）的简单平均值。无汇总数据。
15. 净利差，与表内其他指标不可比。
16. 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)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	最新
<b>拉丁美洲</b>							
阿根廷	-59.2	-22.7	-3.8	7.2	15.0	15.7	3月
玻利维亚	0.7	2.8	-1.2	6.4	13.3	12.7	3月
巴西 <sup>1</sup>	22.1	16.3	19.3	25.2	25.2	21.6	3月
智利	14.4	16.7	16.7	17.9	18.6	17.4	5月
哥伦比亚	9.6	16.9	23.2	22.5	25.9	19.4	5月
哥斯达黎加 <sup>1,2</sup>	17.1	19.5	20.7	25.0	24.4	24.3	5月
多米尼加共和国	23.7	-1.2	22.1	19.3	19.7	26.2	3月
厄瓜多尔	15.4	14.7	16.5	18.5	23.1	24.7	5月
萨尔瓦多	12.2	11.5	10.9	11.8	14.6	14.6	3月
危地马拉	8.5	12.2	14.0	19.1	15.1	17.1	3月
墨西哥 <sup>1</sup>	7.9	16.1	17.2	24.4	26.2	23.5	3月
巴拿马	...	16.9	16.7	15.7	18.5	...	3月
巴拉圭 <sup>1</sup>	9.0	4.5	18.3	22.6	31.7	33.7	1月
秘鲁	8.3	10.7	11.6	22.2	23.9	25.8	3月
乌拉圭 <sup>2</sup>	-70.0	-15.3	-0.9	7.6	12.7	18.6	5月
委内瑞拉	35.6	44.0	45.2	32.2	31.6	29.9	4月
<b>欧洲新兴经济体</b>							
阿尔巴尼亚	...	19.5	21.1	22.2	20.2	...	12月
白俄罗斯	6.5	8.4	7.8	6.8	9.6	...	12月
波斯尼亚和黑塞哥维那	2.5	3.4	5.8	6.2	8.5	...	12月
保加利亚	14.9	22.7	20.6	22.1	24.4	...	12月
克罗地亚	13.7	14.1	16.1	15.1	13.0	12.3	3月
捷克共和国	27.4	21.2	22.5	23.4	19.4	19.5	9月
爱沙尼亚	14.7	14.1	20.0	21.0	19.8	21.2	3月
匈牙利	16.2	19.3	25.3	24.7	24.3	...	12月
以色列	6.1	14.1	17.9	19.4	17.6	19.7	3月
拉脱维亚	16.4	16.7	21.4	27.1	26.3	28.5	3月
立陶宛 <sup>3</sup>	9.1	11.8	13.5	13.8	21.3	...	12月
马其顿 <sup>4</sup>	2.0	2.3	3.1	7.5	12.3	12.7	3月
黑山	...	...	-1.4	5.3	6.8	12.5	3月
波兰	5.2	5.4	17.1	21.9	21.0	25.6	6月
罗马尼亚	...	20.0	19.3	15.4	13.9	...	9月
俄罗斯	18.0	17.8	20.3	24.2	26.3	6.6	4月
塞尔维亚 <sup>5</sup>	-60.6	-1.2	-5.3	6.7	10.0	12.8	6月
斯洛伐克共和国	11.5	10.8	11.9	16.9	16.6	...	12月
土耳其 <sup>6</sup>	10.6	18.8	16.7	11.9	21.5	...	12月
乌克兰	8.0	7.6	8.4	10.4	13.5	12.7	3月
<b>西欧</b>							
奥地利 <sup>7</sup>	5.2	7.0	14.8	14.8	13.6	...	9月
比利时 <sup>8</sup>	17.1	17.1	21.1	23.8	17.7	...	6月
丹麦	12.1	15.4	13.7	16.3	17.1	...	12月
芬兰 <sup>9</sup>	10.7	11.3	12.4	10.5	10.6	...	6月
法国	9.1	8.5	10.6	11.9	...	...	12月
德国	2.9	-1.5	1.9	9.0	...	...	12月
希腊	6.8	8.9	5.6	16.2	21.7	...	6月
冰岛 <sup>10</sup>	18.1	22.1	30.9	41.7	39.1	...	12月
爱尔兰	18.0	17.8	20.7	21.8	...	...	12月
意大利	7.1	7.4	9.3	9.7	11.5	...	12月
卢森堡	36.4	34.9	39.8	37.8	55.6	...	12月
马耳他	...	...	16.6	20.8	12.6	...	12月
荷兰	10.9	14.0	16.0	16.0	15.9	...	9月
挪威	6.2	9.6	14.6	18.0	15.7	...	12月
葡萄牙 <sup>11</sup>	11.7	13.9	12.8	14.5	15.6	...	12月
西班牙	12.1	13.2	14.1	16.9	19.9	...	12月
瑞典 <sup>12</sup>	10.0	12.3	14.6	17.4	18.6	18.2	7月
瑞士 <sup>8</sup>	8.9	11.7	14.3	18.0	17.7	...	12月
英国 <sup>1</sup>	6.1	8.6	10.9	11.8	8.9	...	12月

表27 (续完)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	最新
<b>亚洲</b>							
孟加拉国	11.6	9.8	13.0	12.4	14.1	...	12月
中国 <sup>13</sup>	...	...	13.7	15.1	14.8	...	12月
中国香港 <sup>14</sup>	17.2	17.8	20.3	19.1	...	...	12月
印度	15.3	18.8	20.8	13.3	12.7	...	3月
印度尼西亚 <sup>15</sup>	...	25.3	37.1	32.3	33.2	35.5	3月
韩国	10.9	3.4	15.2	18.4	14.6	...	12月
马来西亚 <sup>14</sup>	16.7	17.1	16.6	14.1	...	...	12月
菲律宾	5.8	8.5	7.1	8.8	10.6	8.3	3月
新加坡	7.6	8.7	11.6	11.2	13.7	13.8	3月
泰国	4.2	10.5	16.8	14.2	15.1	...	9月
<b>中东和中亚</b>							
亚美尼亚	-113.4	14.4	18.4	15.5	15.9	15.6	6月
埃及	8.9	9.8	10.6	9.6	17.4	...	9月
格鲁吉亚	15.3	15.0	7.9	15.0	15.2	...	6月
约旦	9.7	10.9	15.2	24.3	15.9	...	12月
哈萨克斯坦 <sup>1</sup>	13.8	14.2	11.2	14.1	10.9	...	12月
科威特	17.4	18.6	20.9	22.9	21.6	...	9月
黎巴嫩	9.4	10.9	9.3	11.0	10.6	9.8	2月
摩洛哥	1.9	-2.1	10.9	6.3	17.4	...	12月
阿曼	11.0	1.7	12.9	16.6	...	...	6月
巴基斯坦 <sup>1</sup>	21.1	35.4	30.5	38.2	38.2	...	9月
沙特阿拉伯	21.0	22.7	24.3	28.5	30.5	...	12月
突尼斯	7.6	7.3	5.1	6.9	9.1	...	6月
阿拉伯联合酋长国	15.6	16.4	18.6	22.5	18.0	...	12月
<b>撒哈拉以南非洲</b>							
加蓬	11.8	14.4	17.1	...	...	...	12月
加纳	36.9	32.7	33.7	23.6	24.2	...	12月
肯尼亚	-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	22.1	16.3	18.7	27.4	32.8	...	6月
纳米比亚	59.8	43.2	24.2	45.6	34.9	...	6月
尼日利亚	28.1	19.8	27.4	7.2	1.9	...	12月
卢旺达	-125.3	31.1	21.6	16.5	...	...	12月
塞内加尔	21.1	22.1	17.6	...	...	...	12月
塞拉利昂	...	67.1	73.2	52.5	...	...	12月
南非	5.2	11.6	16.2	15.2	18.3	18.6	3月
斯威士兰	...	29.0	20.0	20.0	20.0	...	9月
乌干达	24.6	33.1	32.9	...	...	...	12月
<b>其他</b>							
澳大利亚 <sup>8</sup>	20.2	24.2	22.8	25.3	...	...	12月
加拿大	9.3	14.7	16.7	14.9	20.9	...	10月
日本 <sup>16</sup>	-19.5	-2.7	4.1	11.3	18.5	...	3月
美国	14.1	15.0	13.2	12.7	12.3	11.4	3月

资料来源：各国当局的数据以及国际货币基金组织工作人员的估计。

注：由于各国的会计、税收和监管体系不同，各国的金融稳健数据不完全可比。

1. 税前数据。
2. 哥斯达黎加的银行部门数据不包括离岸银行，乌拉圭的数据不含国家住房抵押贷款银行。
3. 资本定义为银行股东的股本和外资银行分支机构从总部获得的资金。扣除特殊项目和税收之前的净收入。
4. 就潜在贷款损失未分配的准备金进行调整。
5. 2006年以前为塞尔维亚和黑山共和国的数据。
6. 统计数据自2002年起中断。
7. 自2004年起，为汇总数据。
8. 毛利。
9. 2001年为对金融财团内的大额交易进行调整后的数据。
10. 商业银行和六家最大的储蓄银行（由于两家银行合并，2006年起为五家最大的储蓄银行）。
11. 2005年和2006年的数据是那些已采纳国际会计准则的抽样机构的数据，其数据占通常考虑的总量数据的比例约为87%（截至2004年12月）。
12. 四个大型银行集团的数据。
13. 已实行改革的国有商业银行（两家在2004年，三家在2005年和2006年）的简单平均值。无汇总数据。
14. 2005年为国内汇总数据；与表内其他指标不完全可比。
15. 金融部门。
16. 为财年底，即下一个日历年3月底的数据；为所有银行的数据。

# 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.

Annual subscription: \$94.00

Published twice yearly. Paperback.

ISSN: 0256-6877. **Stock# WEOSEA**

Available in English, French, Spanish, and Arabic.

## Global Financial Stability Report

The *Global Financial Stability Report*, published twice a year, examines trends and issues that influence world financial markets. It focuses on current market conditions, highlighting issues of financial imbalances, and of a structural nature, that could pose risks to financial market stability and sustained market access by emerging market borrowers. The report is designed to deepen understanding of international capital flows, which play a critical role as an engine of world economic growth.

Annual subscription: \$94.00

Published twice yearly. Paperback. **Stock# GFSREA**

## Regional Economic Outlooks

These in-depth studies of the Asia and Pacific, Europe, 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.

Individual copies of the Regional Economic Outlooks are available at \$31.00 (academic rate: \$26.00). Please visit [www.imfbookstore.org/REOs](http://www.imfbookstore.org/REOs) or contact [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org) for further information on all REO subscription packages.

## 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.**

---

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](mailto:publications@imf.org)  
Internet: <http://www.imf.org/external/pubind.htm>