

全球金融稳定报告  
市场最新情况  
2008年7月28日

过去几个月以来，金融市场发生了重大调整，决策者们也进行了异乎寻常的干预。然而，全球金融市场依然脆弱，系统性风险继续高居不下。随着住房价格下跌和经济增长速度放慢，很多贷款类别的信用质量已开始恶化。银行虽然成功地筹集了更多资本，但资产负债状况受到的压力重新抬头，银行股票价格已大幅度下跌。这使得筹集更多资本的努力更加困难，并增加了银行系统调整与实际经济之间出现消极互动的可能性。与此同时，通货膨胀、经济增长与金融稳定之间的政策权衡变得日益困难。随着外部融资条件收紧和决策者们面临不断上升的通货膨胀率，各新兴市场对全球动荡的适应力正受到考验。

### 事态发展概述

尽管采取了官方行动，信用风险程度仍然很高，融资市场也继续存在系统性紧张因素，与此同时，低水平的风险意愿仍保持不变。金融市场尚未回到今年春季的很高的系统性风险程度，但宏观经济展望与市场之间的互动引起的不安日益增加（图1）。

### 高度的信用风险仍在持续

尽管美国次级房贷风险暴露引起的预期损失仍然很高，但这些损失现在已基本上被考虑在内。令人日益不安的是，随着美国住房市场中的债务违约和房产止赎大幅度增加，而且住房价格继续下降，贷款的恶化将变得更加广泛。最近几年发放的美国房屋抵押贷款的信用质量继续恶化（图2）。美国国内所有主要信贷类别的债务注销尽管基数普遍很低，但都正在增加（图3），令人担心美国某些大型商业银行今后的损失，而IndyMac银行的破产使这种担心更为加剧。

由于人们对今后的损失和所需要的资本没有把握，参与美国住房市场的政府资助企业的股票价格大幅度下降（图4）。考虑到政府资助企业发行的债务拥有广泛的投资者基础（包括美国各家银行和外国投资者都大量持有），并考虑到美国房屋抵押贷款当前对机构证券化的依赖程度，如果对政府资助企业所发行债务的信心

出了问题，将产生全系统影响。现在的政策挑战是在继续支持美国的房屋抵押贷款证券化的同时，找到一个明确和长期的解决办法。

为了使市场稳定下来，必须制止美国住房市场的衰退，因为这对住户和金融机构的复苏都有所帮助。当前还看不到住房市场的底部；然而，可承受性最近出现的一些变化可能有助于住房价格稳定。其他一些经合组织经济体（尤其是爱尔兰、西班牙和英国（图5））的住房价格也正变得疲软，使人对今后在房屋抵押贷款、建筑业和商业房产方面的贷款损失感到担心。

### 银行部门继续面临压力

尽管房屋抵押贷款和证券的减记总额已超过4000亿美元，但美国、欧洲和亚洲的银行在筹集资本方面取得普遍成功（图6）。然而，披露的损失迄今超过了筹集到的资本，而且由于信用质量下降、费用收入减少、融资成本高昂以及对“单线”和房屋抵押贷款保险公司的风险暴露，银行在保持收入方面遇到困难。因此，银行股票价格急剧下跌，各种指标衡量的信用违约风险均已上升（图7）。鉴于资产担保证券的市场价格和当前的债务违约情况，我们没有什么理由来修改今年4月号《全球金融稳定报告》公布的按市值计算的总损失估计数。

尽管某些中央银行提供了新的应急流动性贷款机制，但随着银行通过筹集资本和恢复流动性缓冲来实行非杠杆化，银行间利率居高不下（图8），长期融资成本已经增加（图9）。金融机构债务的利差继续扩大，反映出人们对今后信贷注销程度、对表外实体的吸收程度和今后收入能力感到无把握。

### 信贷条件的收紧和货币政策面临的挑战

银行由于寻求非杠杆化和节省资本，正在出售资产和收紧放贷条件，导致美国和欧元区信贷增长速度的减缓。随着通货膨胀风险的上升，货币政策支持金融稳定的余地已受到更大限制。在2008年第一季度，美国私营部门借债总额增长率下降到5.2%，上次出现这样的低水平是在2001年经济衰退之后。如4月号《全球金融稳定报告》所述，由于银行继续受到非杠杆化压力，这个增长速度可能进一步放慢（图10）。一项有利的发展是，投资级债券的发行量继续显示反弹，但高收益和结构性信贷市场仍然实际上关闭。

### 新兴市场面临的风险不断增加

新兴市场迄今仍能相对适应信贷动荡。然而，由于危机仍在延长，而且外部融资条件正在收紧，某些新兴市场正受到更多的仔细审查，其针对不断增加的通货膨胀压力所施行的政策尤其如此。

现在有明确迹象显示，投资者在增加头寸方面正变得更加谨慎。各新兴市场的股票市场自从最近于5月中旬上升到最高点之后，表现略逊于各成熟市场的股票

市场。新兴市场股票基金的资金外流集中于亚洲市场，因为这些市场的通货膨胀风险和增长率下降风险最高。

随着初级商品价格上升，风险意愿减弱，而且外部融资条件收紧，市场越来越注意庞大的对外不平衡所构成的风险。出现对外不平衡（界定为经常账户赤字相当于GDP的5%或更多）的新兴市场国家的风险溢价正在回升到3月中旬的高峰，其股票市场的表现不如那些对外不平衡程度较低的国家（图11）。

### 政策上的对应措施

迄今为止，各中央银行为延长期限以及扩大抵押物和交易对手范围所采取的步骤成功遏制了系统性风险。但是，鉴于非杠杆化进程和对资产定值的无把握，信用风险程度仍然很高，显示若干金融机构可能需要进一步筹集资本。在危机的这个阶段，解决办法的性质和政府的支持程度已引起更大注意。

鉴于政府资助企业的全系统重要性，美国政府采取了短期措施来保证使这些企业能够获得流动性，用以支持其运行。尽管如此，问题的部分原因是政府资助企业当前的管理框架，该框架使其资产负债规模不断扩展，直到这些企业当前在全系统举足轻重。一旦状况稳定下来，将需要进一步检查政府资助企业的业务模式和受到的监督。美国国会最近着手制定的立法包括设立一个独立的监管机构。

危机的演进突出表明，必须推行国际货币与金融委员会以及金融稳定论坛阐明的必要改革。有关机构和论坛已经在短期和中期政策方面取得进展。基金组织已经根据政策倡议的议程，确定了自己在其主管领域内的工作优先事项，这些领域包括在资本和流动性方面进行评价和监测、透明度和定值以及管理和解决危机的框架。