



国际清算银行

第79期年报

2008年4月1日-2009年3月31日

2009年6月29日，巴塞尔



国际清算银行

第79期年报

2008年4月1日—2009年3月31日

2009年6月29日，巴塞尔

责任编辑：仲 垣
责任校对：孙 蕊
责任印制：裴 刚

图书在版编目(CIP)数据

国际清算银行第79期年报/国际清算银行编. —北京：中国金融出版社，
2010. 1

书名原文：BIS 79th Annual Report
ISBN 978-7-5049-5383-4

I. ①国… II. ①国… III. ①国际清算银行—2008～2009—年报
IV. ①F831.2-54

中国版本图书馆CIP数据核字（2010）第009280号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010) 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 100071

经销 新华书店

印刷 天津银博印刷技术发展有限公司

尺寸 210毫米×297毫米

印张 13.25

字数 284千

版次 2010年1月第1版

印次 2010年1月第1次印刷

ISBN 978-7-5049-5383-4/F.4943

如出现印装错误本社负责调换

目录

发文函	1
第一章 救助、复苏与改革	3
哪里出了问题?	4
宏观经济原因：失衡与利率	4
微观经济原因：激励机制、风险衡量和监管	6
警告	8
危机演进	9
第二章 全球金融危机	12
早期阶段	13
第一阶段：前奏（2008年3月中旬之前）	13
第二阶段：导致雷曼兄弟破产的事件（2008年3月中旬至9月）	15
信心危机	18
第三阶段：全球范围内的信心丧失（2008年9月15日至10月底）	18
专栏：货币市场基金放大了雷曼兄弟倒闭所引发的动荡不安	20
对全球宏观经济及金融的影响	25
第四阶段：全球经济下滑成为投资者关注焦点（2008年10月底至2009年3月中旬）	25
第五阶段：稳定曙光初现（始于2009年3月中旬）	28
第三章 巨大压力下的金融业	30
巨大压力下的金融机构	30
银行盈利能力	31
银行损失的构成	33
投资银行	33
银行资本与去杠杆化	35
去杠杆化	37
保险公司和养老基金	38
对冲基金	39
危机对金融业的长期影响	40
证券化的缺陷	41

机构和市场间的相互依赖关系	41
分散风险国际化的局限?	42
金融业的规模	43
第四章 金融危机对发达工业国家的影响	45
危机前	46
从繁荣到泡沫破裂	48
经济下滑、资产负债表及信贷	49
家庭的资产负债表	49
公司的资产负债表	51
信贷周期的下跌期	52
加剧及扩大衰退的因素	53
工业国家的通货膨胀率变化	55
专栏：近期危机对潜在产出的影响	57
总结	58
第五章 经济危机对新兴市场经济体的影响	59
危机之前	60
对实体经济的剧烈冲击	62
经济活动收缩	62
经济复苏展望	63
外部融资更加困难	65
支撑经济活动的因素	69
外汇流动性准备	69
银行体系和信贷抵御风险能力	71
总结	73
第六章 应对危机的政策	74
货币政策	75
扩大政策范围	76
各国中央银行应对政策概览	78
专栏6.A：各国中央银行危机期间的政策协调	81
修复金融体系	84
政府援助方案的特征	84
专栏6.B：应对金融危机：北欧国家的启示	85
市场对救助措施的反应	88
政策应对评估	89
长期考虑	90
刺激总需求的财政政策计划	90
风险	93

第七章 风险与机遇：建立不会崩溃的金融体系	95
近期的风险和退出战略：修复金融体系、财政政策和货币政策	96
修复金融体系的风险：救助措施	97
金融修复的风险：银行监管	98
财政政策风险	98
货币政策风险	100
底线：坚持不懈与可持续性	101
建立更稳健的金融体系	101
解决金融体系系统性风险的框架	102
改善金融工具的安全性	102
改善金融市场的安全性	103
改善金融机构的安全性：宏观审慎框架	104
共同风险敞口	104
顺周期性	105
专栏7.A：测量系统性风险及决定风险在单个金融机构的分布	106
专栏7.B：制定逆周期资本缓冲的其他原则——举例说明	108
加强金融稳定的宏观经济政策	110
总结	111
组织结构、业务活动和财务结果	117
国际清算银行成员中央银行	119
董事会和高级管理人员	120
财务报表	148
审计报告	203
五年总结图	204

图表目录

图

2.1 迄今为止危机的五个阶段	12
2.2 抵押贷款及证券化市场	15
2.3 主要投资级别及高收益债券指数	16
2.4 融资市场	17
2.5 隐含波动度的衡量	18
2.6 违约率、信用利差水平及发行量	19
2.7 股票市场指标	22
2.8 政府债券名义收益率及平衡通胀率	23
2.9 政策利率和隐含预期	24
2.10 金融业指标	25
2.11 新兴市场指标	27
3.1 系统性压力的保险价格	31
3.2 投资银行业务及风险的指标	34
3.3 股票与债券成本	35
3.4 信贷增速和贷款标准	37
3.5 杠杆收购贷款市场：规模、定价和风险	38
3.6 银行危机后的信贷和资产价格	39
3.7 对冲基金：规模、业绩及杠杆率	40
3.8 银行外国贷款占总贷款的比重	43
3.9 国际上活跃的银行的美元融资缺口	44
4.1 全球产出、贸易和消费物价	45
4.2 利率和家庭负债	47
4.3 实际支出变化	49
4.4 家庭净财富占可支配收入的比率	50
4.5 公司脆弱性指标	52
4.6 在若干经济周期中信贷和消费情况	53
4.7 信心指标	54
4.8 出口和汇率	55
4.9 商品和消费物价通货膨胀率	56
4.10 通货膨胀预期	58

5.1 私人资本流入、出口	59
5.2 出口、储蓄和投资	60
5.3 经济活动水平	63
5.4 通货膨胀	64
5.5 金融市场发展状况	66
5.6 国际债务证券化	68
5.7 跨境贷款	69
5.8 私人资本流入总量的构成	70
5.9 国内银行对私人部门贷款	72
6.1 货币政策和财政政策	74
6.2 各国中央银行政策利率	76
6.3 释放信号效应以及资产负债表结构调整效应	78
6.4 中央银行的资产负债情况	80
6.5 中央银行抵押品	83
6.6 市场对援助方案的反应	89
6.7 经合组织国家的财政刺激方案	91
6.8 相机抉择财政刺激方案的需要和范围	92
6.9 财政状况和借款成本	93
表	
1.1 危机阶段	11
2.1 危机主要事件回顾	13
3.1 主要银行的盈利能力	32
3.2 公布的银行损失构成	33
3.3 主要银行的资本率和流动性比率	36
3.4 不同金融产品的集中度	42
4.1 全球总储蓄和投资	46
5.1 新兴市场私人资本流入和流出总量	61
5.2 国际银行资本流动和债券发行	67
5.3 外汇储备充足性	71
6.1 中央银行的危机应对措施	79
6.2 稳定金融体系的特别措施	84

第79期年报

提交给2009年6月29日在巴塞尔举行的 国际清算银行年度股东大会

女士们、先生们：

我很荣幸地将本财务年度（截至 2009 年 3 月 31 日）的国际清算银行第 79 期年报提交给诸位。

本年度净利润达 4.461 亿特别提款权，2008 年净利润为 5.447 亿特别提款权。2008/2009 财务年度的详细情况请见本年报第 144 ~ 147 页（中文版——编者注）“财务结果与利润分配”。

根据国际清算银行章程第 51 条，董事会提议本届股东大会将总额为 1.447 亿特别提款权的资金用于支付每股 265 特别提款权的红利，以特别提款权的构成币种或瑞士法郎支付。今年的每股红利支付与 2008 年相同。

董事会进一步建议将 3,010 万特别提款权的资金转入一般储备基金，将剩余的 2.713 亿特别提款权的资金转入自由储备基金。

上述提议如获股东大会批准，本行为 2008/2009 财务年度提取的红利将在 2009 年 7 月 2 日支付给股东。

总经理

海密·卡罗阿纳

2009 年 6 月 12 日于巴塞尔

第一章 救助、复苏与改革

这一切为何发生？无人能料到金融体系会如此崩溃。充足的防范措施本已就绪。一张大的安全网早已织就：中央银行随时给予贷款，存款保险和投资者保护措施使个人对财富保障全然无忧，监管者对机构个体实施监督并确保其经理人和所有者不过度追逐风险。但是，在一国面临银行危机时，先知先觉的专家们总会批评政府犯下错误。繁荣与稳定是金融体系正常运作的明证。通货膨胀较低、经济增长较快，两者增速平稳。建立在稳健经济原则与经验总结之上的政策框架为工业世界带来了伟大的稳健增长时期（Great Moderation）。新兴市场世界明智地追随其后。

金融体系实为经济的管道……

可仅仅两年，天翻地覆。自 2007 年 8 月起，金融体系经历了一系列重大挫败。金融体系实为经济的管道。犹如屋舍中的下水管道，正常工作理所当然；但是一旦出现问题，必须谨慎从事。正如现代生活依赖管道输送可靠的水流，现代经济体系有赖于中介传递的资金流。平均每天会发生数十亿笔的支付，每笔支付都要靠资金划转。但是，日常生活对金融中介的依赖实际超出上述描述。工业世界的许多人是存在一家金融机构中积攒的部分收入和按揭贷款来购置住所。获得按揭贷款几乎一定要从保险公司购买火灾保险。水、电、供热费可能是每月从房主在一家金融机构的存款中扣除，其存款则来自雇主自动存入的收入。人们每天通勤要么乘坐公交，要么自驾车。公交要靠债券和税收来提供部分资金支持，自驾车则需投保，并使用公共部门或私人部门出资修建的公路。这一切其实仅仅是开始。现代生活需要银行、保险公司、证券公司、共同基金、财务公司、养老基金和政府的平稳运作。这些机构将资源从储蓄者手中转移到投资者手中，还将风险从不能承受者手中转向愿意并能够承担者身上。

……融资体系已被严重破坏

过去几年中，重要且复杂的融资体系已被严重破坏。当银行由于难以确定所持资产以及其自身或潜在借款人承诺的价值，相互之间拆借意愿下降，问题严重的迹象开始出现。一段时间内，中央银行借款可以满足拆借缺口。但是，如第二章所述，自 2007 年 8 月起，金融体系内在压力一波未平，一波又起。截至 2008 年 3 月，贝尔斯登获救；六个月后，9 月 15 日，雷曼兄弟破产；9 月底，全球金融体系几近崩溃。

金融体系基于信任，但雷曼兄弟破产后，信任消失殆尽。一般人原本十分信任金融体系的经营者和监管者，结果发现金融体系终究也会崩溃。危机破坏了贷款人对高质量贷款定能得到偿还的信任，打碎了投资者对长期投资安全性的信心。随着金融机构清理资产负债表这项艰巨、费时的任务不断推进，财产权这一理所当然的概念受到质疑；正常时期由交易员、贷款官员以及监督他们的风险管理人来运作的金融机构转由律师接手。不幸的是，信任一旦失去，只能缓慢恢复。但金融体系必须在信任完全恢复之前重建。

现代金融体系极为庞杂——复杂到可能没有任何个人能完全理解的程度。其中的相互关联带来极为难以识别的系统性风险。出问题前所有一切均运作正常的事实给每个人带来虚假的安慰。毕竟，当一切正常时，为什么要自找麻烦？但是，正是这种带给所有人福利改善的经济繁荣造成的可理解的自满情绪，播撒了未来崩溃的种子。因此，当我们试图去解释并解决其中的问题时，至关重要的是牢记，我们在理解复杂的过程和预测其潜在故障方面天生能力有限，新的金融体系必须更好地处理这一局限性。

哪里出了问题？

金融危机与疾病惊人地相似。对两者来说，要找到治疗方法需要先诊断病因然后对症下药。回看过去几年，可将当前危机根源分为两大类：宏观经济原因及微观经济原因。宏观经济原因又可归为两组：与国际收支失衡有关的问题以及实际利率长期走低带来的问题。微观经济原因有三个：激励机制、风险衡量以及监管。¹

宏观经济原因：失衡与利率

危机形成在宏观经济层面上的一类原因是声名狼藉的全球失衡——持续、大规模的经常项目逆差与顺差，导致资本从资本短缺的新兴市场国家流向资本充足的工业经济体，尤其是流向美国。新兴市场的高储蓄水平和美国的低储蓄水平与上述资本流动相联系。从1999年到2007年中——从亚洲金融危机结束到当前危机开始——美国经常项目累积逆差达到4.6万亿美元。据美国财政部估计，到2007年底，美国外债总额约为13.4万亿美元，几乎是其九年前的四倍。

在此类资本流动不断演进的过程中，对其成因曾有过十分激烈的争论。一种假设认为这源于全球储蓄过剩，即由新兴市场储蓄率上升所致。另一种看法是由全球投资机会枯竭造成。第三种观点则认为快速成长的新兴市场希望在全球范围内多元配置资产和购买低风险流动性资产。第四种可能是新兴市场经济体积累外汇储备，以阻止其出口导向型增长带来的经常项目顺差可能导致本币升值。与最后一种观点相关的假设是，新兴市场国家将储蓄累积视为应对突如其来的资本逆转（例如亚洲危机时期）的一种受欢迎的战时储备。

很难了解如何处理新兴市场的出口导向型增长（见第五章）和大部分工业经济体由杠杆带动的增长（见第四章）之间形成的依存关系。当然，确有必要保证国民储蓄不要太高或太低，但是何种政策能达到目的？同时，对外汇储蓄持有的规模是否也应有所考虑？

记住经常项目持续失衡并非所有问题的唯一原因十分重要。这些失衡只衡量了商品和服务的净流动以及与之相对应的私人资本的净流动和官方储备的变化。除去净值以外，债权的总量也很重要。存量衡量的是一国居民对另一国居民的债

危机源于一系列
失误

危机的宏观经济
原因是全球失
衡……

……加之以出口
为导向或以杠杆
为主导的经济增
长……

1. 几个原因在此分开讨论，应当注意，宏观经济原因和微观经济原因的相互关联十分重要。例如，金融创新与信贷扩张相关。就当前金融危机而言，可以将信息技术作为一重要的联结点。在过去二十年内没有计算机处理技术速度的突飞猛进，金融工程师就难以对复杂的金融工具进行估值。只有使投资者相信你掌握了对新工具定价的方法，否则你无法兜售产品。因此，带来低成本、高速度运算的技术创新促进了信贷扩张。

权数量，这些债权至关重要有两个原因。第一，如果对外投资的吸引力骤然下降，投资者将试图汇回存量债权。第二，也是更为重要的一点，如果一国资产在总量上错误定价，质量也不及一般预计的水平，那么这些资产就会像病毒一样将疾病从资产发行国带至国外。也就是说，外国投资者由于对坏资产进行了过度支付，就变得和国内投资者一样羸弱。当这种情况出现时，正如美国次贷支持的证券带来的问题，一个关键的指标是所持坏资产的总量，而不是所持资产在任一时期内的净变化。

……低利率……

导致危机的第二类宏观经济原因源于前十年头半段低实际利率时期过长。低利率的根源大体在于工业经济体和新兴市场经济体的政策选择以及新兴市场国家资本流出追逐低风险投资。在那些年中，对通货紧缩的担忧使政策制定者将短期实际利率维持在超低水平。美国实际联邦基金利率从2001年中起至2005年底一直低于1%；事实上，在该时期相当长的时段内实际利率为负（见第四章）。有两个原因可以解释为什么美国的低利率对全球经济和融资状况带来的影响远远大于美国经济在全球经济中的占比，一是国际合约多以美元标价；二是许多实行固定或准固定汇率制度的国家使用美元作为参照货币。

其他主要工业经济体的实际利率并未远远高出美国的水平。为应对欧元区不景气的增长，欧洲中央银行在2001年中至2005年的大部分时间内将短期实际利率维持在低于1%的水平。在过去十年的大部分时期内，日本的实际利率一直在0~1%徘徊。同时，部分为抑制汇率升值压力，许多新兴市场经济体也采取了同样的政策。

……这导致了信贷激增

低实际利率带来了一系列重大影响，其中一些比较容易预见。在较易预见的方面，廉价融资使不少工业经济体出现信贷激增。例如，美国和英国在2003年至2007年中，信贷年增长分别达到7%和10%（见第三章）。虽然要建立起清晰的因果关系一直困难，但是在这种情形下，做出廉价信贷是购房增加和居民周转债务急增的基础这一结论是合理的。第二个可预见的影响是低利率提高了资产未来收入的贴现值，从而推高资产价格。这正是促使房产和股票市场暴涨的一个因素。美国、英国和一些欧洲国家实际房价在2003年和达到峰值后的三年到四年内涨幅超过30%，而全球股市在2003年至2007年中涨幅超过90%。

在较少预见到的影响中，低利率刺激资产管理行业兴旺发展是其一。金融机构通常签订长期合约，承诺提供相对较高的名义收益率。当利率变得超低时，要实现合约承诺的收益变得困难。这时，金融机构以承担更大的风险来应对，希望借此产生足够的收益维持盈利。一些资产经理人的行为也是如此，因为其客户期待得到高的名义收益。增大风险（及隐藏风险）成为满足客户需求的一种方法。这样，低利率鼓励了更多的冒险。²

繁荣带来扭曲……

以上所述——房价飙升、消费者靠债务融资的支出增长以及追逐收益——致使一些国家宏观经济结构扭曲。最清晰的扭曲信号是居民住房建设、消费者耐用品消费（特别是汽车）以及金融部门规模急剧扩张。

这些扭曲造成了严重的短期和中期影响。短期内，它们愚弄了投资者、消费者和政策制定者，使他们认为增长趋势高于其实际水平。中期内，造成进行大规模调整的需要。哪些地方体现出这种误区呢？并不令人吃惊的是，泡沫总是集中在生产率增长提高或被认为提高的部门。20世纪90年代，这一部门是高科技行业；

2. 见R. Rajan在2006年6月8日西班牙马德里21世纪中央银行会议上题为“货币政策与激励机制”（Monetary policy and incentives）的发言，网址为www.imf.org/external/np/speeches/2006/060806.htm。

21 世纪头十年，是金融业。模式都十分直接：繁荣使资本对受追捧行业来说变得廉价，导致过度就业、过度投资和过度生产。其结果是跨行业平均生产率短暂提高，从而使所有人包括政策制定者误认为增长趋势提高，尽管当前这十年这一问题比前十年要小。

泡沫带来的扭曲对经济结构造成的中期影响比短期影响更令人熟悉。我们经常见到的此类情况是相对价格改变要求对资本构成做出大幅调整。历史案例包括 1974 年以及 1979 年油价突涨带来的影响，使住户和公司不得不面对家电、汽车、机器和房屋的能耗高出其新的运转费用。这一次，留给各国的是过度膨胀的金融部门，超出自身人口需要的汽车生产能力以及过剩的房屋存量。

微观经济原因：激励机制、风险衡量和监管

2007 年夏天开始的金融动荡揭示出微观金融安排的诸多局限，包括激励机制上的问题，风险衡量、定价和管理以及负责监督职能的公司治理结构上的技术缺陷，监管制度的失败等。而且，这些缺陷合在一起，允许整个金融业过早和过易地将利润入账，而不进行风险调整。

危机还体现出对消费者、金融部门从业人员以及评级机构激励机制的扭曲。第一，消费者没提高警惕。很少有人真正了解为自己办业务的银行的资产负债表情况以及通过购买股票或债券投资的公司的财务状况。整个人口中金融知识普及率很低。³ 缺乏知识再加上金融监管体系的存在使所有的人想当然地错误地将金融体系的复杂视为精妙。这也使人们想当然地认为自己的投资十分安全。毕竟，总会有人在关心——令人信服的管理人、股票分析师、评级机构或是政府官员。但是实际上没有一个人在留意。消费者轻信的精妙和安全的体系事实上是不计后果地越变越复杂和不透明。

似乎这一切还远远不够，金融机构经理人看到，要想令股东满意，有必要提高股本回报率。这就导致债务融资的爆炸性增长。原因很简单：股本回报等于资产回报乘以资产与股本的比率——杠杆率越高，所有者的回报就越高。这种个体的加大杠杆率的冲动不仅仅使机构变得岌岌可危，而且造成金融体系不稳定。

薪酬制度进一步鼓励经理人摒弃长期前景换取短期回报。在有的情况下，一些复杂的数学模型被用来计算利润，哪怕所计算的资产并无市场或卖不出去。股票持有人（由于有限责任）和资产经理人（由于薪酬体系）为冒险得到了不应有的奖励：他们得到了市场上行期的部分盈利，却将市场下行期留给贷款人（或政府）来收拾。而且，某类资产的经理人由于业绩超出该类投资产品的行业基准水平而获得奖励。结果是，即使经理人意识到资产价格有泡沫，他们出于对投资者撤资的担心也不会利用这一知识卖空。这就是从众效应致使套利失灵。⁴ 最后，由于区别经理人的运气与技能十分困难，加上至少薪酬部分靠业务量决定，经理人和交易商积累了大量的风险。

在个人监测失败和薪酬制度存在缺陷外，评级机构有倾斜的激励制度是一大

……这些需要释放出来

微观经济原因包括激励机制、风险衡量和监管

扭曲的激励包括监测……

……薪酬……

……以及评级

3. 确实，看起来大部分人并不了解利率的机理。针对在 20% 复利且还不本付息的情况下，一笔债务需要多少年会翻倍的问题，只有 36% 的人会选对答案（小于“五年”），近 20% 的人回答“不知道”。参见 A. Lusardi 和 P. Tufano 的“债务知识、财务经验和过度负债”（Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness），美国经济统计局 2009 年 3 月第 14808 号工作论文。

4. 关于单个投资者不能区分好的经理人和坏的经理人致使套利失灵的讨论，请见 J. Stein 的“为什么大多数基金都是开放式基金？竞争与对冲的局限性”（Why are most funds open-end? Competition and the limits of arbitrage），2005 年 2 月第 120 卷第 1 期《经济学季刊》，第 247~272 页。

公司

问题。这些机构的设立是为了减少困扰债务融资的信息问题，提供对借款人偿还贷款或债券可能性的第三方评估。这个体系有一些问题。评级是价格昂贵、生产与保密的难度大。一旦信息公开，复制无成本。正因为如此，评级机构对那些最需要评级的机构——债券发行人收费最高。尽管并不新鲜，也不独特——评级机构已对债券发行人收了几十年的费，审计师也对其审计对象收费——但是这种安排促进了激励安排的扭曲。而且，金融工具的复杂性及其发行步伐——过去十年中发行的资产抵押证券和结构性金融产品充斥市场——使评级业务越来越困难，也越来越有利可图。正是由于金融工具的复杂性，一些最大的机构投资者也越来越依赖评级。⁵ 最后，被赋予评估固定收益证券风险和保护集体安全任务的评级机构做出大量不切实际的高评级，不可避免地促进了系统性风险的累积。⁶

风险衡量的挑战包括：

另一个导致危机的微观经济原因是风险衡量。风险的衡量、定价和管理要求有基于历史经验的现代统计工具。即使有很长的历史序列数据，但是人们相信世界缓慢并永久性地演进，这会导致人们小视遥远的过去发生的事件的重要性。其影响是，一段较长时间的相对稳定导致人们产生风险永久降低的感觉，从而使风险定价下降。

小概率事件不频繁发生；

解决这种错觉面临重重挑战。那些要求巨大回报的主要风险是影响很大，但罕有发生的事件。用统计学家的语言来说，我们需要对小概率事件精确评价。但这种评估只能来自历史经验，但罕有发生的事件是不频繁的。这样，由于缺乏数据，用来进行风险衡量、定价和管理的统计模型，几乎从定义上说就是不精确的。最自然、简单的假设是许多不同资产的回报呈正态分布（即只有“瘦尾”）。同时，尽管小概率事件不频繁，在现实中它们发生的机会比正态分布预测的更频繁。即使众所周知正态分布的假定存在问题，但是这种假定一直伴随着并不令人吃惊的结果，即对不频繁的灾难性事件的保险定价过低。

新工具；

对新金融工具来说，评估其结果分布的尾端存在的困难更大。由于没有历史数据，其风险完全不能通过统计衡量。缺乏历史经验是美国次贷产品证券化问题的一部分。将客观上大量低质的贷款汇成资产池，然后以资产池为抵押进行高质和低质证券组合的创新，使一类全新的借款人能够利用债券市场。⁷ 但是这其中的重大缺陷是，发起人一般几乎不保留任何违约风险，当经济进入扩张期，贷款的质量逐步恶化。但是，即使强制要求发起人承担相当的第一层损失，证券化的次贷资产池仍会由于缺乏违约经验而陷入困境。

依赖历史表现；

依赖风险的历史表现来衡量、定价和管理风险还有另一个缺陷——它会提供关于各种风险关系的错误结论。可以通过以下渠道减少风险：（1）套期保值，由于收益负相关，两类风险可以相互抵消；（2）投资多元化，风险在收益不完全相关的资产中分散开来。问题在于历史上的相关关系对未来价格变动不能提供有用的指导。例如，危机前，进行全球投资被认为可以减少风险，因为世界不同地区

5. 对于资产证券化评级面临的挑战的分析以及对评级作为风险衡量工具的局限性的讨论，参见全球金融体系委员会2005年1月出版物第23号“评级在结构金融中的作用：问题与影响”（The role of ratings in structured finance: issues and implications）。

6. 评级机构使用的方法各异，还为资产证券化的发起人提供了（在评级机构中间和各种工具的负债结构上）寻找最优评级组合的动力。参见I Fender和J Kiff的“CDO评级方法：模型风险及其风险解析”（CDO rating methodology: some thoughts on model risk and its implications），参见国际清算银行工作论文2004年11月第163期。

7. 对于如何运作的更详细描述，参见A Ashcraft和T Schuermann的“了解次级抵押贷款证券化”（Understanding the securitization of subprime mortgage credit），参见纽联储工作人员报告，2008年3月第318期。

的价格不会一起变动。这一假设的结果在所有的人需要它是正确时却是错误的。当以往独立变动（可用于多元化投资）或是反向变动（可用于套利）的资产价格开始一起变动时，过去可以减少风险的却加大了风险。当糟糕的时期开始时，相关性开始增大和变得正向。减少风险变成了集中风险。

最后，还有风险管理操作中的治理问题。由于结构性和行为上的原因，高级经理人和董事会成员既不提应提的问题也不听应听取的人的意见。结构上的问题指的是风险监督官员与最高层决策者并无充分的日常接触，这往往是因为他们在机构中没有足够高的职位。如果得不到最高层管理者的支持，那么首席风险官说了什么或对谁说的变得无关紧要。人们对风险监督官提出的应限制或停止工作的忠告做出的行为反应使结构上的问题变得更为复杂。如果他们的做法带来巨额利润，那么想要管理者或董事们听进去是十分困难的事。

金融机构的风险管理在解决过去繁荣期出现的激励机制问题方面不断有所改进。但是，尽管如此，这种改进是建立在不同于刚过去的这个繁荣期的，另外一个的杠杆率和冒险程度较低的世界的基础上。

在激励和风险衡量以外，是金融机构发现很容易将业务转移到监管范围以外的问题。在监管者的影响范围内，银行被要求持有资本以应对风险业务。虽然很难相信，但是监管资本要求确实限制了银行资产负债表杠杆程度的累积。然而，低杠杆率意味着低收益率，因此银行经理人寻找各种出路在不提高被要求资本水平的情况下加大风险。这就是结构化投资工具背后的故事。总体上说，危机体现出扩大后的金融部门——包括传统银行和包括非银行中介及表外业务实体在内的日益重要的平行金融体系——变得比过去更有风险。⁸

还有治理问题

监管弱点也导致危机

警告

过去本有危机迹象。普遍性的经常项目逆差难以持续。家庭不可能永远借钱——他们最终需要还债。在很多地区，房价上涨速度远超过去，价格水平远远超出重置成本和租金所能支持的价值。许多购买者不是将房屋仅仅看作居住和用来抵御未来房价上涨的保值工具——这种看法本可以抑制房价，而是认为可以从房价上涨中获益，从而为房价高涨推波助澜。

过去本出现警示。观察者注意到风险被定价过低，同时，受低政策利率所限，资产经理人在追求收益率时过于激进。曾有人担心货币政策对信贷扩张伴随着资产价格上涨带来的风险坐视不管。⁹ 他们警告，一味关注价格稳定（再加上审慎监管者只关注单个机构）使官员对信贷和资产价格飙升带来的系统性威胁关注不够。¹⁰ 评论者提醒要警惕信贷标准恶化，特别是在发放按揭贷款上降低标

过去本出现警示……

8. 参见R. Rajan的“金融发展是否使世界变得更危险了？”(Has financial development made the world riskier?), 参见美国堪萨斯城联储2005年8月在怀俄明州杰克逊洞主办的题为“格林斯潘时代：对未来的教训”研讨会文件第313~369页。

9. 参见A. Crockett的“寻找金融与货币稳定的锚”(In search of anchors for financial and monetary stability), 参见Crockett 2000年4月在维也纳举办的SUERF讨论会上的演讲。

10. 例如，参见C. Borio和W. White的“货币与金融稳定向何处去？政策体制演变的意义”(Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes), 参见美国堪萨斯城联储2003年8月在怀俄明州杰克逊洞主办的题为“货币政策和不确定性：适应变化的经济”研讨会材料，以及国际清算银行2003年6月第73期年报第八章。

……但对细节少
有一致意见……

……或者需要政
策反应

准。¹¹ 同时，还警告快速金融创新会伴生风险。¹²

这些警告中的大多数事后看起来都是准确的，但很显然并未发挥作用。¹³ 虽然人们同意整个体系中出现问题的总体性质，但是在具体细节上有不同意见。这种监管范围漏洞百出（机构轻易地将业务移出官员视线以外）和金融杠杆率不断累积（资本结构转向较多债务、较少股本的结构）的现实就是没有被好好理解。尽管一些人呼吁要对对冲基金进行有效监管，但他们对限制金融中介将贷款转向实际上不需要资本的管道机构及结构化投资工具却没有发出多少声音。最后，几乎没有人意识到遍及全球的美国资产的毒效会变得如此之大。

毫不意外的是，政府官员和市场参与者基本对警告置若罔闻。最常见的反应是：“即使你正确，金融体系要出问题，你希望我做什么？”货币政策制定者唯一可用的工具是短期利率，一个广泛的共识是这一工具对所宣称的威胁并不奏效。在宏观经济层面，人们所期望的是保护价格稳定就可以了，资产和信贷膨胀可自我修正。在微观经济层面，官方相信投资者的自利动机会使他们关注所购买资产的内在风险，并成为自己的监管者。只关注被监管机构，加上相信自我约束的效力，意味着官员们对系统性威胁的警惕性不够。同时，各国对应该和可以做什么的观点大相径庭，在国内问题国际化之后，严重限制了在解决问题方面取得进展。

总体上说，对由专门机构监管和解决金融体系风险的必要性的讨论反响平淡。许多中央银行严肃地对待金融稳定目标，定期发布报告。特别是亚洲一些货币当局还创立了平抑资产价格和信贷上涨的工具。例如，泰国对信用卡发行实行限制，中国香港特别行政区控制按揭贷款额对房价的比率，印度则收紧了资本和拨备要求。许多中东欧国家的中央银行，以及西班牙和拉美国家的中央银行，加强了对拨备、贷款评估的监测和执行，要求银行提高与潜在风险相一致的监管资本。积极使用准备金要求来收紧或放松以本币和外币计值的流动性则是一些新兴市场经济体的特色。但是，总体上看，这些举措仍是个别的，未形成普遍原则。工业经济体——特别是问题变得最为严重的美国——很少讨论政策制定者应使用何种类型工具来对付房地产和信贷高涨及其带来的系统性风险上升。原因显而易见。在很多国家，要想对货币和监管政策框架进行总体上的变革，这在政治上和专业领域上都有近乎不可逾越的阻碍。怎么会有人在一切看起来运作良好时冒险做出改变？

危机演进

危机演进可分为
五个阶段，见第
二章

年报后五章提供了对危机至今有关金融市场和机构及实体经济发生的变化，以及政策决定者如何进行反应的详尽描述。故事可以分为五阶段，详见第二章：（1）序曲，直到2008年3月接管贝尔斯登；（2）从2008年3月中起金融情况逐步恶化到9月15日雷曼兄弟倒闭；（3）从9月中到10月底，全球信心尽失，资本逃向高质量金融资产，金融体系濒临危机边缘；（4）从10月底起，全球经济严重下滑；（5）从2009年3月中开始，经济下行加速和首现稳定迹象。表1.1提供

11. 参见全球金融体系委员会2006年1月第26号出版物“全球金融市场中的住房金融”（Housing finance in the global financial market），见www.bis.org/publ/cgfs26.htm，以及国际清算银行2004年6月第74期年报第一章。

12. 二十多年前，Cross报告注意到新的金融工具由于缺乏历史和对系统性风险的理解看起来定价过低；参见欧元货币常设委员会1986年4月提交的“近期国际银行业的创新”（Recent innovations in international banking），即Cross报告，参见www.bis.org/publ/ecsc01.htm。

13. 例如，参见国际清算银行2005年6月第75期年报第一章和第八章。