

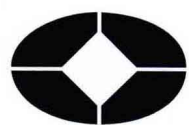


国际清算银行

第78期年报

2007年4月1日—2008年3月31日

2008年6月30日， 巴塞尔



国际清算银行

第78期年报

2007年4月1日-2008年3月31日

2008年6月30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78期年报/国际清算银行编. —北京：中国金融出版社，
2009. 1

书名原文：BIS 78th Annual Report
ISBN 978-7-5049-4905-9

I . 国… II . 国… III . 国际清算银行—2007~2008—年报 IV . F831.2-54

中国版本图书馆CIP数据核字（2008）第211570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 天津银博印刷技术发展有限公司

尺寸 210毫米×297毫米

印张 13.5

字数 323千

版次 2009年1月第1版

印次 2009年1月第1次印刷

ISBN 978-7-5049-4905-9/F.4465

如出现印装错误本社负责调换

目录

发文函	1
第一章 前言 不可持续的终于崩塌	3
事件的发生：概况	3
整个事件的发展：一种解释	6
整个事件的发展：已经采取的政策反应	7
第二章 全球经济	9
概要	9
发展概况	10
全球需求变化	12
主要发达工业经济体的周期性下降	12
全球联系与经济前景	13
影响未来需求的政策和其他因素	16
发达工业经济体通货膨胀变化	17
上升的通货膨胀风险	17
核心通货膨胀的驱动因素	19
资产负债表的脆弱性、信贷紧缩与不利因素	22
家庭的脆弱性	23
对非金融企业可能产生的影响	25
第三章 新兴市场经济体	26
概要	26
宏观经济发展情况	26
商品价格发展	29
对外余额与资本流动	31
政策反应	34
新兴市场经济体的脆弱性	37
迄今尚好：目前的情况	37
新兴市场经济体出口增长的活力	39
内需的活力	41
资本流动逆转带来的脆弱性	42

第四章 发达工业经济体的货币政策	45
概要	45
货币政策的变化	45
2007年中的情况	45
市场动荡时的货币政策	49
不同的经济状况还是不同的政策方式	50
中央银行对外沟通的发展变化	52
货币政策对外沟通的变化	52
金融危机时期的对外沟通	53
针对金融市场动荡的中央银行操作	54
准备金管理	54
替换受损的融资渠道	56
中央银行应对金融市场动荡引起的问题	58
第五章 外汇市场	59
概要	59
外汇市场的发展	59
外汇市场状况	61
汇率波动的决定因素	63
利率和经济增长率差异	63
经常项目头寸	64
汇率政策	64
资本流动趋势	66
商品价格	68
外汇市场稳健性——更长期的角度	69
交易量更大且市场主体更为多样化	69
风险管理得以改善	71
对市场抗风险能力的影响	71
第六章 金融市场	73
概要	73
2007~2008年信贷市场动荡分析.....	73
第一阶段：最初的次贷危机（2007年6月至7月中旬）	75
第二阶段：溢出至其他信贷市场（2007年7月中旬至7月底）	75
第三阶段：被压缩的流动性及被迫的再中介化（2007年8月）	78
第四阶段：金融部门的全面紧张（2007年9月至11月）	79
第五阶段：对增长的担忧及混乱的市场（2008年1月至3月中旬）	80
第六阶段：信贷危机高峰至今（2008年3月中旬至5月）	81
流动性被压缩打击了货币市场	82
信贷危机向股市蔓延	84
疲软集中表现在金融部门和日本股市	84
美国衰退风险增加影响收益预期	85

金融动荡的加剧使债券收益率急剧下降	86
转持安全资产，争购政府债券	86
对衰退的恐惧推动收益率进一步下降	88
经济前景走弱，但平准（break-even）通货膨胀率上升	89
新兴市场经济体资产显示出抗冲击性	90
第七章 发达工业经济体的金融部门	93
概要	93
压力下的金融部门	93
商业银行	94
投资银行	95
保险公司	97
杠杆投资者	98
房地产市场和金融机构资产减计	99
透视金融动荡	101
信贷周期	101
国际银行业市场与压力传导	105
“发起—配售”的商业模式	107
第八章 结论：控制损失是一项艰巨的任务	109
未来的风险究竟有多大	110
如何应对相互冲突的风险	113
改善危机防范和危机管理	115
<hr/>	
组织结构、机构治理和业务活动	121
 董事会	145
 高级管理人员	147
 国际清算银行成员中央银行	148
 财务报表	149
 审计报告	207
 五年总结图	208

图表目录

图

2.1 全球宏观经济形势	9
2.2 通货膨胀贡献率	11
2.3 美国住房和家庭部门	12
2.4 美国商业周期	13
2.5 全球经济联动	14
2.6 住房和抵押市场	15
2.7 预算平衡和产出缺口	16
2.8 出口竞争力	17
2.9 G3经济体的通货膨胀	18
2.10 经济放缓与进口价格	19
2.11 通货膨胀预期	20
2.12 当前贷款条件	21
2.13 银行对于私人部门的实际借贷	22
2.14 信贷紧缩的历史传递	24
3.1 实际GDP增长贡献率	26
3.2 消费者价格通货膨胀	28
3.3 标题通货膨胀和核心通货膨胀	29
3.4 通货膨胀及可能的驱动因素，2007年	30
3.5 商品价格	31
3.6 私人资本流入总量构成	32
3.7 私人资本流出总量和官方储备的增加	34
3.8 货币状况	35
3.9 储备、债务和银行贷款	36
3.10 汇率变化	37
3.11 增长预测和股票市场	38
3.12 相对于趋势的增长	39
3.13 中国进口情况	40
3.14 负债情况	41
3.15 对跨境融资的依赖以及主权债务保险的成本	44
4.1 通货膨胀率	47
4.2 政策利率	48

4.3 中央银行反应方程	51
4.4 政策利率与经济形势的变化	52
4.5 衡量声誉受损	56
4.6 若干中央银行更长期逆回购操作占比	57
5.1 美元、欧元和日元汇率及其隐含波动性	60
5.2 名义有效汇率	60
5.3 从长期看实际有效汇率	61
5.4 隐含波动性和买卖价差	62
5.5 持有风险比率与外汇期货头寸	64
5.6 汇率、利率和经常项目	65
5.7 有管理的汇率和流入美国的资本	67
5.8 外国股票与债券在投资组合中的占比	67
5.9 共同基金持有的外国资产和Uridashi债券	68
6.1 主要信贷违约掉期指数	74
6.2 信贷市场的风险偏好	74
6.3 公司利差水平、违约率和违约金额	75
6.4 美国证券化市场	77
6.5 次贷市场：损失预测及评级交易	78
6.6 发行金额	79
6.7 资产支持商业票据（ABCP）市场	80
6.8 金融部门及市政债券利差	81
6.9 利率与银行信贷利差	82
6.10 美元银行间市场融资利率及掉期隐含利率	83
6.11 股价和收益预期	84
6.12 股市波动性及估值	85
6.13 利率	86
6.14 利率和利差	87
6.15 政策利率及隐含预期	88
6.16 实际债券收益率及远期平准通货膨胀率	89
6.17 新兴市场金融指标	90
6.18 新兴市场股指对全球因素的敏感度	91
6.19 新兴市场和美国信贷利差间有条件的相关性	92
7.1 系统性危机下的保险价格	94
7.2 投资银行活动及风险指标	97
7.3 对冲基金规模、业绩和杠杆率	98
7.4 杠杆收购贷款市场：规模、风险和定价	99
7.5 抵押贷款违约率	100
7.6 按通货膨胀调整的房价	101
7.7 美国商业地产部门	102
7.8 银行股票价格和资本成本	103
7.9 银团贷款和债券市场的风险定价	104

7.10 银行信贷的部门分布	104
7.11 金融市场和实体经济	105
7.12 国际借贷和银行间风险敞口	106

表

2.1 全球需求、消费和投资贡献率	10
2.2 通货膨胀预测表现	18
2.3 通货膨胀传导	20
2.4 非金融部门融资、支出和资产负债表比率	23
3.1 产出增长、通货膨胀和经常项目差额	27
3.2 全球石油需求	30
3.3 新兴市场的跨境贷款和国内贷款	33
3.4 部分外部脆弱性指标，2007年	42
4.1 政策利率、GDP增长率和通货膨胀预测值	46
4.2 金融动荡期间各中央银行采取的行动	54
5.1 官方外汇储备的年度变化	66
5.2 全球外汇市场交易量	69
5.3 交易对手报告的外汇市场交易量	70
6.1 重大事件时间表	76
7.1 主要银行的营利性	95
7.2 主要银行的资本和流动性比率	96
7.3 与次贷相关的资产减计和新增资本	99
7.4 商业地产价格	102

本报告使用的术语

lhs, rhs 左坐标, 右坐标

billion 10亿

… 没有提供

· 不适用

\$ 美元, 除非特别说明

总数经四舍五入

第78期年报

提交给2008年6月30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：

我很荣幸地将本财政年度（截至 2008 年 3 月 31 日）的国际清算银行第 78 期年报提交给诸位。

本年度净利润达 5.447 亿特别提款权，去年净利润为 6.192 亿特别提款权。去年的数字进行了重新调整以反映今年会计政策的改变。2007/2008 财政年度的详细情况请见本年报第 141~144 页（中文版——编者注）“财务结果与利润分配”。第 157~161 页披露了修订后的会计政策，第 163~164 页的注 3 对其财务影响予以披露。

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。与今年相比，去年的红利为每股 255 特别提款权。

董事会进一步建议将 4,000 万特别提款权的资金转入一般储备基金，将 600 万特别提款权的资金转入特别红利储备基金，将剩余的 3.54 亿特别提款权的资金转入自由储备基金。此外，建议从自由储备基金中扣除 7,130 万特别提款权的资金，以反映会计政策变化对此前财政年度的影响。

上述提议如获股东大会批准，本行为 2007/2008 财政年度提取的红利将在 2008 年 7 月 3 日支付给股东。

总经理

麦考姆·D. 奈特

2008 年 6 月 10 日于巴塞尔

第一章 前言 不可持续的终于崩塌

2007年8月9日，一直在金融市场暗流涌动的动荡终于爆发。这一天，数家中央银行为了恢复银行间市场秩序，被迫采取了极为特殊的措施。事情的起因是少数几家投资于近年美国次级房地产抵押贷款支持的结构性金融产品的基金冻结了投资者份额赎回，引发了市场混乱。没有人能确切地说清金融动荡将在何时何地结束。这场动荡持续时间之长，涉及范围之广，以及逐步显现的对实体经济的影响之大出乎政府及私人部门绝大多数人的意料。

但是对我们来说，最重要的是要了解事件的真相。为什么仅仅构成全球金融市场很小一部分的次级抵押贷款出现问题，却能导致金融市场运行出现严重中断？这一问题的答案对评估这些事件的经济后果至关重要，并且对于决定采取什么政策反应也十分关键。当前的要务是克服眼前的困难。但同样重要的是要开始落实新的改革措施以降低未来再次发生代价昂贵的事件的可能性。尽管今天的挑战异常艰难，它们也促使我们进行不容忽视的制度性改革。

迄今为止，对金融动荡的分析主要集中于其发生的市场以及金融新的发展所起的特殊作用。持“较之以前有什么不同之处”的观点的一派，强调银行业将“发起贷款并配售模式”(originate-to-distribute model)应用于抵押贷款部门的方式存在缺陷。这一派还指出创新型结构产品的广泛使用、评级机构的鼓励以及银行为降低监管资本使用表外工具等问题。这些观点都很重要，指出了有益于解决问题的政策方向。

但是，这一观点只是对另一种更根本的分析进行了补充。这种更根本的分析，既有助于揭示当前的金融动荡的原因，又有助于解释现在不断上升的通货膨胀和许多住房市场陷入衰退的原因。持“较之以前有什么相同之处”观点的一派强调当前金融和经济动荡与以前多次金融动荡的相似之处。历史学家会提到始于1873年的漫长的经济衰退、20世纪20年代末的全球经济衰退以及20世纪90年代初和90年代末发生在日本和亚洲的危机。每次都先是信贷强劲增长，同时实体经济和金融市场呈现兴旺发达的繁荣景象。随后出现一次意想不到的危机和长久的经济衰退。几乎每次也都出现某种形式的新的经济发现或新的金融发展，为信贷迅速扩张的“新时代”提供支持依据，并在后来的衰退中成为众矢之的。由此看来，即便是上文提到的不同之处实际也基本上相同。

事件的发生：概况

过去二十年来，全球经济大体上没出现什么问题。各国的通货膨胀几乎都保持在非常低的水平，而且直到前不久都非常平稳。同时，各国经济增长都普遍较快，尤其是在最近四年达到了前所未有的速度。除以上特点之外，自20世纪80年代初

以来,发达工业经济体的经济衰退都比较和缓,以至于人们称赞这段时期是“大稳定时代”。此外,发达工业经济体多次成功地在金融市场上化险为夷,被认为是经济运行更为有效的又一例证。特别要指出的是,人们认为,信誉良好的中央银行将通货膨胀保持在低水平,在大多数发达国家起到了关键的稳定作用。

即便如此,一提到金融冲击就产生两个令人不安的问题。第一个问题是,为什么金融压力(financial stress)发生的频率和严重程度都上升了?第二个问题是,特别是受到1998年陷入困境的对冲基金——长期资本管理公司(LTCM)引发的市场动荡的启示,全球金融体系的中心是否最终被证明是像体系的外围一样脆弱?过去一年发生的事情表明这些担心不是没有道理的。

本次金融动荡起源于美国次级抵押贷款市场及以次级抵押贷款为基础的结构金融产品市场。2005年初,次级抵押贷款市场的违约率就开始上升了,几乎同时房价大幅下滑,但直到2007年初市场才开始做出较强烈的反应。这些产品的利差开始扩大,信用评级下调的频率上升,到了8月事态发展迅速恶化。整个动荡的触发点是上文提到的少数投资基金冻结份额赎回,声称无法为其复杂的资产定价。从这些小的事件开始,金融市场中断(disruption)逐渐蔓延到整个金融系统的各个角落。

到了8月初,人们对复杂金融工具定价、流动性风险、交易对手风险的担心交织在一起,致使其他几个市场受到不利影响。以房地产抵押贷款为基础的结构产品市场出现崩溃,投资者从以资产支持商业票据市场大规模退出,主要货币的银行间短期货币市场流动性突然枯竭。后者主要体现在预期的政策利率(1个月期到3个月期)与市场上大银行愿意相互提供融资的利率之间出现了前所未有的差距。尽管次级抵押贷款市场的问题最终不可避免地要对处于市场中心的金融机构产生影响,但是,这种影响波及的力度和速度出乎所有人的意料。

此外,在市场对宏观经济前景悲观情绪加剧以及市场避险情绪加强的作用之下,极短期货币市场的动荡迅速反映到了其他市场。发达工业国家政府债券收益率一开始大幅下跌。同时,高风险公司债利差扩大,公司收购市场几乎瓦解。股票价格最开始没有明显反应,但最终大幅下跌,尤其是金融机构的股票。在一些国家,特别是美国,住宅房地产市场下行压力日益增加,商业地产市场也开始出现疲态。最后,大多数金融市场的波动性急剧上升,而规避波动性购买保险的成本也上升了。

由于总部设在美国和欧洲的银行在美国次级抵押贷款市场中的作用巨大,它们开始公布损失时并不令人意外。更令人吃惊和担忧的是,银行上调损失规模的频率和各银行披露的损失与其资产风险规模之比的差异。一开始,市场还坚信银行有足够的资本可以承受损失。因此人们最初没有担心信贷条件会受到很大影响,更不要说“信贷超紧”了。

这种假设最早在2007年第三季度开始受到挑战。日益清楚的是,银行资产负债表的规模及其对资本的需求随着早先签订的融资协议生效而不得不扩大。此外,银行原来为持有其账外资产而设立的一些结构性投资工具(SIVs)在其独立的融资渠道枯竭后不得不回到银行的账面上。市场信心又一次受到打击,到转年的时候有短暂的恢复。当时,几家大银行宣布需要补充资本并且已成功从主权财富基金筹集到资金。对市场信心的另一次打击出现在2008年3月,一家美国大投行贝尔斯登突然出现流动性问题,事态迅速恶化。但是当美联储出面使其与较为稳健的摩根大通合并,市场信心又恢复了。最近,市场对一些中型银行尤其是对那些建筑业和房地产业有较大的风险敞口的国家的银行的资本充足率感到担忧。

其他金融机构也被卷入到迅速发展的事态中来。货币市场共同基金在金融动荡初期被大规模赎回,但在投资者寻求安全港时资金流入又迅速剧增。相应地,货币

市场基金也变得非常谨慎，不愿向银行提供短期资金。在资产价格下跌时，依赖一级经纪商的对冲基金，收到保证金催缴通知，并且随着时间的推移催缴通知越来越严厉。许多基金被迫出售资产，进一步压低了价格，一些甚至倒闭了。几家保险公司和养老基金虽然因会计准则不同受到庇护，但也宣布了与次级抵押贷款和结构性产品相关的巨额损失。可能更令人不安的是，一些传统上利用自己的高信用评级为美国州和市地方政府债券提供担保的“单一业务”保险商，由于为结构产品提供担保而被信用评级公司威胁或下调了评级。如此一来，对交易对手风险的担忧蔓延得更广。

在美国，大家一开始认为次级抵押贷款市场的问题能够得到控制，消费者支出和总体经济不会受很大影响。实际上，这两种判断都被证明是不现实的。家庭部门在房价大幅下滑和房屋大量滞售的双重重压下损失惨重。此外，随着家庭财富下降、失业上升，消费者支出下滑，经济陷入衰退的风险。另外与金融市场动荡相关的是，年底越来越多的迹象表明，信贷条件开始紧缩，对消费者支出和企业支出都形成潜在的不利影响。在部分未受到金融冲击影响的发达工业国家，经济增长保持着良好势头。因此，2008 年对欧洲和日本增长的共识预测的下调低于美国。在有些欧洲国家，有证据显示消费者支出疲弱阻碍了总需求的增长。但是，受新兴市场国家需求的影响，欧洲和日本的出口都保持了强劲增长。中国和亚洲其他国家都起到了非常重要的作用，一些从较高的原材料价格和改善的贸易条件中获益的拉丁美洲、中东和其他地方的国家也起到了重要作用。

这些发展以及新兴市场经济体持续高速增长使人们越发关心其国内需求的可持续性。到 2007 年底时，有人提出新兴市场经济体不仅可能不会受到美国的影响，反而可能由于其基本面越来越强（对次级房地产贷款市场的风险敞口小）而成为不受金融冲击的避风港。这种乐观的看法导致资本大量流入许多新兴市场经济体，并在世界其他地区资产价格大跌时，支持了这些国家的资产价格。

当人们越来越担心美国经济下滑的严重程度时，市场情绪发生了转变。事实上，仔细分析就会对新兴市场经济体的长期稳健产生疑问。在中国，固定资产投资增长极为迅速，最近主要投资是在重工业领域，使人担心资金是否配置合理及其对全球原材料价格和环境的影响。在中东，对不同国家采用相似的发展战略可能会导致过度供给的担心也加剧了。在中东欧，一些国家不断扩大的巨额经常项目逆差似乎越来越难以持续。这些不利情况及其他地区金融市场的发展使资本流入减缓，到 2008 年 5 月中旬一些重要国家的股票市场从前期高点下跌。

给经济可能持续增长的乐观想法泼冷水的另一个因素是通货膨胀不仅在新兴市场国家也在发达国家不断上升。这主要体现在不断上涨的食品和能源价格，但通货膨胀压力已经明显显现在更广泛的范围。全球供需的“缺口”虽然不好量化，但似乎在 2007 年底就已大大缩小。几个发达工业经济体以中国进口产品的价格在经历了过去十年的下降以后确实显著上升。而且人们完全有理由相信这一势头将持续下去。对于那些最近经历货币贬值的国家，如英国和美国，其潜在通货膨胀压力很可能继续恶化。

对这种通货膨胀压力上升与金融动荡导致需求减缓的复杂形势可以有各种分析。一方面，如果认为经济减缓正好能抑制全球通货膨胀，尽管有一定时滞，则这种状况是积极的。另一方面，如果最终的全球经济减缓可能比要控制通货膨胀所需的更严重和历时更长，甚至一段时间之后演变成为通货紧缩，这显然不是人们所希望的。不幸的是，当人们综合考虑实体经济不断恶化，居高不下的家庭债务以及备受打击的金融体系等因素的相互作用，通货紧缩的情况即使不太可能成为现实，但也不能完全排除。

整个事件的发展：一种解释

许多学者对几个世纪以来反复出现的金融动荡进行了研究并提出各种理论。20世纪70年代海曼·明斯基 (Hyman Minsky) 提出的理论对当前的情况看起来尤其有借鉴意义。他提出警示，历时数年的持续的信贷标准恶化最终会导致大家认识到所犯的错误并变得小心翼翼（一些人称之为“明斯基时刻”），这时候市场的流动性会枯竭。但是，对于明斯基来说，流动性危机只是更深层次的信贷问题的表征，反映了市场流动性取决于融资的持续可获得性的现实。欧文·费舍尔在其著名的对大萧条起因的研究中指出了相似的信贷标准恶化的情况。最后，其他战后的理论家也警告过信贷标准的放松会导致资产泡沫，支出背离可持续的趋势，然后经济陷入不可避免的衰退。

最近几年，经济和金融领域确实出现了非常显著的与这些学者担心一致的趋势。第一是在风险定价普遍过低的情况下，货币与信贷迅速地增长。近几年全球范围的货币信贷迅速增长反映了一些国家的货币政策、汇率体制选择和金融体系的重要变化等因素的相互作用。

也许首先应当指出的是主要发达工业国家的政策利率在通货膨胀压力较低的情况下一致处于按战后标准看异常低的水平。这一情况反映了中央银行多年以来建立的信誉，但是主要是由于与全球化相关的正向供给面冲击以及一些国家（德国、日本）在经历了早期的过度扩张之后投资需求较弱等因素的影响。

人们本来预期这种货币政策会导致发达工业国家的货币尤其是美元相对于新兴市场经济体货币的普遍贬值，但是在许多新兴市场经济体，货币升值的压力也受到相当长时期放松的货币政策和大规模外汇市场干预的抑制。前者会导致新兴市场更高的资产价格和支出，后者会通过外汇储备投资导致发达工业国家宽松的货币状况。由此，对信贷增长的货币刺激变得日益全球化。

这种分析并不是要否认多年金融体系的变化对当前事件的重要影响。特别地，贷款发起和配售模式及相关的各种创新产生了很大影响。最近的一些金融创新，如结构性产品，一开始人们认为它们有助于分散风险。相反，它们引进的方式大大降低了信贷评估的质量，并导致了不透明度显著上升。结果最终产生了投资损失规模和分布的巨大不确定性。实际上，通过创新性的再包装和转手出售，风险被转化成为高成本但是暂时发生概率较低的事件。这事实上意味着新贷款的内在风险看起来似乎不存在了，同时贷款的评级上升，直到突然间，由于某些出人意料的实际损失被引发而再度出现。

另一个事实是，在金融动荡发生之前相当长的时间里，许多金融产品的价格都异常高。美国长期国债的利率（与价格相反）在很长时间里持续很低，以至于美联储前主席称之为“难解之谜”。此外，其他主权债、高收益公司债和其他风险资产的风险收益率都降到了历史低点。发达工业国家的股票价格保持在高水平（如果不是明显高估）。许多新兴市场经济体的股票市场经历了飞速上涨。居民房地产价格在除德国、日本和瑞士之外的几乎所有国家都升至历史最高水平。而德国、日本、瑞士三国的房地产市场仍处于20世纪80年代和90年代早期过度发展后的恢复过程中。甚至高档红酒、古董、邮票的价格也急剧上升。同样，规避市场价格波动（以潜在波动性近似表示）的保险成本也多年处于异常低的水平。必须承认，以上每一种发展都能以基本面来解释。但是，根据简洁法则 (Occam's razor)* 的精神，特别要指

* 编者著——简洁法则指：当你对于一个现象有多种解释时，选择最简单的一种。

出的是，所有的现象也与信贷泛滥和价格过低相关。

最后，一个事实是有些国家的支出模式严重背离了其长期趋势。在美国等几个主要经济体，家庭储蓄率下降到历史低点，并同时出现大规模经常项目逆差。与此相反，中国出现了同样异常的固定投资迅猛增长。而资产价格高企与廉价信贷泛滥的状况相吻合。

总而言之，以上种种因素表明次级抵押贷款市场的困境是后来发生的一系列破坏性事件的触发因素而不是其内在根源。此外，这些因素也表明全球即将面临的事件可能比人们所能预想的要严重得多。最后，货币信贷的迅速扩张是影响当前事件的重要因素，它与最近全球性的通货膨胀上升和未来潜在的通货膨胀预期上升相一致。

鉴于目前的复杂形势，决策者要想同时保持价格稳定、可观的实际增长和金融稳定显然是非常困难的。同样显而易见的是，不同的决策者可能对使用政策工具来实现哪些必要的目标有不同结论。因此，这还可能影响汇率的变化，从而增加决策者决策的复杂性。

整个事件的发展：已经采取的政策反应

几乎从市场动荡的第一天开始，监督主要金融中心的中央银行就针对货币市场流动性短缺采取了比以往更为频繁和规模更大的货币市场操作。尽管由于不同国家使用不同的操作系统，看起来进行的是不同的操作，但其主要目的都是要使隔夜利率保持在与政策目标一致的水平。随着时间的推移，一些中央银行增加了操作工具，扩大了抵押品的范围和可获得融资的机构范围，延长融资工具期限并且在国际间协调行动。美联储觉得尤其需要政策操作的灵活性，成功地引入了贴现窗口信贷拍卖机制，以解决过去机构因担心名誉受损而不愿使用贴现贷款的问题。此外，美联储在组织收购贝尔斯登之后，同意将向一级交易商提供融资作为其常规操作的一部分，尽管这些机构不是商业银行而且实际上也不受美联储监管。

在危机初期，许多人认为流动性注入足以解决看起来不过是流动性问题的危机。但是，随着时间流逝，越来越多的证据显示经济活动疲软，交易对手风险加大，事实清楚地表明，这些措施尽管有必要但是可能远远不够。它们能赢得宝贵的时间，但是需要有其他周期性或结构性政策予以补充。

由于货币政策具有灵活性，人们自然首先将注意力转向了货币政策，导致各个地方的货币政策都较6个月前人们预计的要宽松。尽管如此，复杂的形势导致了多种政策反应。

在一些国家，尤其是澳大利亚、挪威和瑞典，政策利率提高。显然当局认为在国内金融市场远离金融动荡，通货膨胀水平和通货膨胀压力上升的情况下，应当收紧货币政策。在其他一些国家尤其是欧元区国家，政策利率保持不变，尽管之前有迹象表明利率可能上调。其中的考虑是，较高的通货膨胀、强劲的增长以及对工资上涨压力的担心有效地平衡了金融市场过度逆转对经济增长和通货紧缩形成的威胁。最后，一些国家政府下调了利率，尤其是美国减息幅度很大。人们认为美国衰退的风险最大，在中期，通货膨胀预期不太可能上升并保持较高水平。

大家还广泛讨论了利用财政政策保持全球经济增长的潜力。但是，少数几个由于严于律己而获得较大政策灵活性的国家也是那些显示出较大增长动力的国家。结果，最快采取行动的国家是美国和西班牙。同样一些可能影响纳税人的政策也实施了。

最引人注意的是，一些美国政府支持的机构试图通过大量购买抵押支持证券和为其其他这类工具提供担保来支持市场价格。在德国，政府还为卷入美国次贷危机的机构提供了直接的支持。英国政府不得不将英国第五大银行——北岩银行国有化，也增大了政府的潜在负债。

金融动荡还引发了强烈的监管反应。一些国家的监管机构鼓励银行争取私人资本投资。一些公共部门和私人部门的分析研究建议增加金融产品定价方法的透明度和损失状况的披露。最后，还有一些研究建议提高贷款标准和改善结构产品的使用。但是，除了如何在追求中期目标时尽量避免近期市场动荡加剧之外，要实行这些建议仍面临很多困难。