

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

应对金融危机
测量系统性风险

.....

2009年4月



中国金融出版社 国际货币基金组织

世 界 经 济 与 金 融 概

全球金融稳定报告

应对金融危机
测量系统性风险
2009年4月

作者 国际货币基金组织

译者 同生辉 李汉军 金艳丽 白瑞坤

审校 杨冠一

中国金融出版社·北 京
国际货币基金组织·华盛顿特区

Global Financial Stability Report (April 2009 issue)

Copyright©2009

International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2009 年 4 月)

英文版权 ©2009

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: 杨冠一

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: 应对金融危机 测量系统性风险. 2009年4月/国际货币基金组织著; 同生辉、李汉军、金艳丽、白瑞坤译, 杨冠一审核. —北京: 中国金融出版社, 2009.12

(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-5301-8

I. 全… II. ①国…②同… III. 金融市场—研究报告—世界—2009 IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 194726 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 北京松源印刷有限公司

尺寸 215 毫米 × 280 毫米

印张 14

字数 376 千

版次 2009 年 12 月第 1 版

印次 2009 年 12 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978-7-5049-5301-8/F.4861

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

前言

《全球金融稳定报告》(GFSR)评估全球金融体系面临的主要风险,以辨别系统性弱点。正常时期,通过强调缓解系统性风险的政策,该报告希望对危机防范有所裨益,进而有助于全球金融稳定和基金组织成员国经济持续增长。面对当前的金融危机,该报告描述了此次金融危机的来龙去脉,为缓解金融危机对经济活动的影响、防范危机蔓延及修复全球金融系统提出了政策性建议。

在基金组织前金融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,最终由现金融顾问兼货币与资本市场部主任 José Viñals 完成。该报告由货币与资本市场部副主任 Jan Brockmeijer、处长 Peter Dattels 和 Laura Kodres 及副处长 Brenda González-Hermosillo 指导。货币与资本市场部的高级工作人员,特别是助理主任 Mahmood Pradhan 对该报告也提出了大量宝贵的意见和建议。

本期报告的主要撰稿人包括:Myrvin Anthony、Sergei Antoshin、Amitabh Arora、Barbara E. Baldwin、Christian Capuano、Alexandre Chailloux、Jorge Chan-Lau、R. Sean Craig、Marco Espinosa-Vega、Kay Giesecke、Dale Gray、Kristian Hartelius、Geoff Heenan、Heiko Hesse、David Hoelscher、Gregorio Impavido、Andreas Jobst、John Kiff、Rebecca McCaughrin、Paul Mills、Ken Miyajima、Christopher Morris、Inci Ötoker-Robe、Michael Papaioannou、L. Effie Psalida、Mustafa Saiyid、Jodi Scarlata、Miguel Segoviano、Seiichi Shimizu、Juan Solé、Mark Stone、Tao Sun、Rupert Thorne、Ian Tower、Luisa Zanforlin。Martin Edmonds、Oksana Khadarina、Yoon Sook Kim、In Won Song、Carolyn Spackman 及 Narayan Suryakumar 提供了分析支持。Christy Gray、Nirmaleen Jayawardane 和 Ramanjeet Singh 负责文字处理工作。Andrew Lo、Art Rolnik 和 Ken Singleton 提供了宝贵意见。对外关系部的 David Einhorn 编辑了文本并协调了出版工作。

本期部分内容基于与许多银行、清算机构、证券公司、资产管理公司、对冲基金、标准制定机构、财经顾问及学术研究人员的一系列讨论。本报告反映的是 2009 年 2 月 28 日之前掌握的信息。

本报告还得益于基金组织其他部门工作人员所提出的意见和建议以及各位执董在 2009 年 3 月 30 日对《全球金融稳定报告》进行讨论后提出的意见和建议。但是,报告中的分析和政策考虑由参与撰稿的工作人员完成,不代表执董、其国家当局或基金组织的观点。

《世界经济展望》和 《全球金融稳定报告》联合序言

前景

虽然已采取果断措施恢复金融部门的健康，并连续运用宏观经济政策杠杆支持总需求，但预计2009年全球经济活动将收缩1.3%。这是第二次世界大战后至今最深的经济衰退。此外，衰退确实是全球性的：代表全球经济四分之三的国家的人均产出预计都将下降。预计经济增长将在2010年回升，但相比过去的复苏，1.9%的增长率较为疲软。

这些预测是基于这样一种评估，即金融市场的稳定所花时间将比原先设想的更长，即使政策制定者作出强有力的努力。因此，随着进一步明确不良资产损失和注入公共资本减轻了对丧失清偿力的担忧，及交易对手风险和市场波动性下降，预计成熟市场的金融状况将缓慢改善。2009年4月期《全球金融稳定报告》估计，在受到一些假设限制的前提下，危机爆发以来所有持有者源于美国的资产的信贷减记总额将为2.7万亿美元，而2009年1月《全球金融稳定报告》最新预测的估计为2.2万亿美元。如果包括源于其他成熟市场的资产，今后两年的减记总额可达4万亿美元，其中约三分之二可能由银行承担。因此，预计向先进经济体私人部门提供的总体信贷在2009年和2010年都将下降。由于成熟市场压力极大并集中在银行体系，流入新兴经济体的资本仍将处于很低的水平。

预测还假设继续提供强有力的宏观经济政策支持。预计主要先进经济体的货币政策利率将下降到或维持在接近零界的水平，而中央银行继续探索非常规的手段缓解信贷状况和提供流动性。预计先进经济体和新兴经济体的财政赤字都将急剧扩大，假设允许自动稳定器发挥作用，二十国集

团国家的政府实施的财政刺激计划在2009年相当于GDP的2%，2010年相当于GDP的1.5%。¹

当前的前景非常不明朗，风险依然偏于下行。一个主要的担心是，由于对政策行动的公共支持有限，政策可能不足以阻止金融状况恶化与经济疲弱之间的负面反馈。

政策挑战

困难和不明朗的前景要求继续在金融和宏观经济政策领域采取有力行动，为恢复持续增长创造条件。尽管政策必须以国家层面为中心，但需要加强国际合作，以避免加剧跨境紧张局势。在二十国集团4月伦敦峰会创造的积极势头的基础上，金融政策方面的协调与合作尤其重要，以避免国家行动产生不利的国际溢出效应。同时，国际支持（包括向基金组织提供的额外资金）可以帮助各国缓冲金融危机对实际活动的影响，并限制在贫困方面造成的后果，特别是在发展中经济体。

修复金融部门

确保持久经济复苏的最重要的优先政策是恢复金融部门的健康。前几期《全球金融稳定报告》确定的三个重点是：（1）确保金融机构能够获得流动性；（2）确定和处理不良资产；（3）对薄弱但可存续的机构进行注资，并清理倒闭机构。

持久解决办法的关键是可信地确认受损资产损失。为此，各国政府需要制定共同的基本方法，

1. 二十国集团包括19个国家（阿根廷、澳大利亚、巴西、加拿大、中国、法国、德国、印度、印度尼西亚、意大利、日本、墨西哥、韩国、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、土耳其、英国和美国）及欧盟。

对证券化信用工具进行现实的、前瞻性的定值。处理银行不良资产的各种方法都可能奏效，只要它们得到充分的资金支持并以透明的方式实施。

银行注资必须以对机构存续能力的认真评估为基础，考虑迄今为止的减记和对今后减记前景的现实评估。监管机构在逐家评估银行注资需要时，必须确信银行资本的质量及其融资、业务计划和风险管理过程的稳健性，其报酬政策的适当性，以及其管理层的能力。资本不足的有存续能力的金融机构需迅速进行重组，可以利用一段时期的临时公共所有权，直到制订出私人部门解决方案。无存续能力的机构应当迅速予以干预，可能需要有序关闭或合并。一般情况下，对金融部门的公共支持应当是临时性的，尽早取消。所需的公共融资数额可能很大，但为实施解决方案所花时间越长，要求越高。

新兴经济体也需要采取广泛努力解决银行和公司部门的金融压力。政府可能有必要对公司借款提供直接支持。一些国家还将对银行债务的公共担保扩大到公司部门，并为贸易融资提供支持。此外，应当制订应急计划，以便在形势进一步恶化时，为可能进行的大规模重组作准备。

支持总需求

先进经济体应当大力运用进一步放松货币政策的空间，以支持需求并抵御通货紧缩风险。在下调利率的空间目前几乎用尽的情况下，中央银行将不得不继续探索非常规的措施，利用其自身资产负债表的规模和构成来支持信贷中介活动。

新兴经济体也需放松货币条件，应对不断恶化的前景。然而，在其中许多经济体，在国内外币借款导致资金流动高度脆弱和资产负债不匹配的环境下维持外部可持续性的需要，使中央银行的任务变得复杂。所以，尽管其中许多经济体的中央银行面对全球经济下滑已下调利率，它们在做时采取了适当的谨慎态度，以便继续鼓励资本流入，并避免汇率的无序变动。

鉴于经济下滑的程度以及货币政策行动的局

限性，财政政策必须在为全球经济提供短期支持方面发挥关键作用。各国政府在 2009 年已采取行动提供大量刺激，但现在看来，2010 年显然需要至少维持甚至加大这种努力，并且，拥有财政空间的国家应随时准备在必要时推出新的刺激措施，支持经济复苏。然而，如果提供财政支持将削弱信誉，则其空间将受到限制。在先进经济体，为维持信誉，必须解决人口老龄化带来的中期财政挑战。当前金融危机的成本虽然相当大，但比起政府在社会保障和老龄人口医疗保健上即将增加的支出，则相形见绌。另外，应当有针对性地实施刺激措施（如基础设施支出），以最大限度地增加对经济体生产潜力带来的长期好处。重要的是，为了尽量增大对全球经济的好处，拥有财政空间的国家需要协力实施刺激措施。

展望未来，一个关键的挑战将是调整目前提供的特别货币和财政刺激的收回步伐。行动过快有可能损害脆弱的经济复苏，但行动太慢可能造成新的资产价格泡沫或损害信誉。在当前关头，主要的优先任务是避免过早减少刺激，同时应制定和阐明连贯的退出战略。

缓解外部融资约束

许多新兴和发展中经济体的经济增长正在严重下滑，从官方渠道获得足够的外部融资对于缓冲调整和避免外部危机至关重要。在与其他方面协调的基础上，基金组织已经向其中若干经济体提供了这种融资。二十国集团关于增加基金组织可用资源的协议将有助于进一步提供支持。此外，基金组织新的灵活信贷额度应有助于减轻资本流入突然停止的风险，加上改革后的基金组织贷款条件框架，应有助于在需要时迅速和有效地部署这些额外资源。对于最贫困的经济体，捐助方提供更多支持至关重要，否则在消除贫困和维护金融稳定上取得的重要成果将受到损害。

中期政策挑战

导致当前危机的市场失灵的根源是长期高增

长、低实际利率和波动性助长的乐观情绪，以及一系列政策失误。这些失误给政策制定者带来了重要的中期挑战。在金融政策方面，任务是扩大监管范围，使之更加灵活，涵盖所有具有系统相关性的机构。此外，在监管和货币政策方面需要

采用宏观审慎方法。需要加强国际政策协调与合作，包括通过开展更好的早期预警分析，以及更加开放地沟通风险。应当避免贸易和金融保护主义，迅速完成多哈回合多边贸易谈判将重振全球经济增长前景。

经济顾问
Olivier Blanchard

金融顾问
José Viñals

概 要

全球金融体系仍处于严重压力之下，因为危机正扩大到包括先进和新兴市场国家的住户、公司和银行部门。经济活动的收缩正在对银行的资产负债表造成进一步压力，因为资产价值继续下降，威胁到银行的资本充足率，并进一步阻碍新的贷款。因此，信贷增长正在放缓甚至变为负增长，对经济活动进一步造成向下的压力。私人部门大幅调整和公共支持计划已经在实施，促使出现了一些早期的稳定迹象。即便如此，需要进一步采取果断和有效的政策行动和国际协调，以便恢复公众对金融机构的信心，并恢复市场的正常状况。主要的挑战是打破金融体系与全球经济之间螺旋式下降的趋势。在重新设计全球金融体系方面已经作出了可喜的努力，这应为持续经济增长提供一个更加稳定、更有弹力的平台。

为了修复金融部门，需要采取政策消除银行和公司融资市场的压力，修复银行的资产负债表，恢复跨境资本流动（特别是流向新兴市场国家的资本），并限制为抗击危机而实施的政策所产生的非计划中的副作用。所有这些目标都需要在困难的形势下作出强有力的政治承诺，并进一步加强国际合作。应对危机挑战的这种国际承诺和决心正在增强，正如二十国集团 4 月初峰会的成果所显示的。

如果不能彻底清理银行资产负债表上的受损资产，并伴以重组及在必要时进行注资，那么，银行的问题有可能继续对经济活动施加向下的压力。虽然受一些假设的限制，我们对从危机爆发到 2010 年所有持有者将承担的源于美国的资产的减记数额的最佳估计从 2009 年 1 月《全球金融稳定报告》最新预测的 2.2 万亿美元增加到 2.7 万亿美元，这主要是由于经济增长基线预测情景恶化。在本期《全球金融稳定报告》中，对减记额的估计已扩大到包括源于其他成熟市场的资产，尽管这些预测依据的信息更加不确定，但这种估计显示减记总额可达约 4 万亿美元，其中约三分之二将由银行承担。

过去几个月来，银行间同业市场有所改善，但融资压力依然存在，银行在融资到期时获得更

长期资金的渠道在减少。虽然许多司法管辖区，银行现在可以发行政府担保的较长期债务，但其融资缺口仍然很大。结果是，许多公司无法获得银行提供的营运资本，一些公司难以通过发行较长期债务筹资，除非提供高得多的收益率。

因资产价格下跌，各类非银行金融机构在危机期间面临压力。养老基金受到严重打击——其资产价值迅速下跌，而政府债券收益率下降（许多养老基金用该收益率对其负债进行贴现）同时增加了其融资不足的程度。人寿保险公司所持有的股票和公司债券遭受损失，在某些情况下显著消耗了其监管资本盈余。尽管这些机构的大多数可能审慎地管理风险，但一些机构承担了更大风险，而没有充分意识到前面可能出现的潜在压力。

从国外市场撤资的步伐目前超过了总体去杠杆化过程，跨境融资的急剧下降加剧了几个新兴市场国家的危机。事实上，外国投资者和银行的撤资加上出口市场的崩溃，给新兴市场经济体造成了融资压力，需要迫切予以关注。新兴市场的再融资需求很大，估计 2009 年大约为 1.6 万亿美元，其中大部分需求来自公司，包括金融机构。虽然很难预测，目前的估计是，2009 年流向新兴市场的净私人资本将为负值，并且今后资本流入不太可能回到危机前的水平。依赖这种资本流动的新兴

市场经济体已经在削弱，使官方补偿性支持变得更加重要。

尽管先进经济体采取了前所未有的官方行动来制止螺旋式下降趋势，包括提供大规模财政支持和一系列流动性贷款机制，但需要进一步采取果断的政策行动，帮助恢复信心，并减轻金融市场的不确定性，这种不确定性正在破坏经济复苏的前景。但是，金融风险从私人部门向公共部门的转移带来了挑战。人们继续担心意外的扭曲，以及短期刺激成本（包括开放式银行支持计划）是否会与人口老龄化带来的较长期压力合在一起，对一些先进经济体的政府债务负担造成强大的向上压力。另外，本国偏向正在形成，因为政府鼓励银行在本地贷款，并鼓励消费者保持本国导向的消费。

第一章讨论的这些风险代表了公共部门半个世纪以来面临的最困难的问题。我们在下面概述我们所认为的打破金融部门与实体经济之间的螺旋式下降趋势的关键要素。

当前的政策建议

即使迅速采取政策行动，并以预想方式实施计划，去杠杆化过程将是缓慢而痛苦的，经济复苏可能会旷日持久。估计伴随发生的去杠杆化和经济收缩在近期内将使美国、英国和欧元区的信贷增长收缩甚至变为负增长，在若干年后才会恢复。

鉴于这种困难的前景，需要果断地实施既定政策，并在必要的政策领域采取更为果断的行动。然而，对这种行动的政治支持正在减弱，因为在某些情况下，公众因认为纳税人资金被滥用而日益感到失望。确实存在这样一种风险，即政府将不愿拨出足够的资金来解决这个问题。此外，政治反应的不确定性可能会降低私人部门为有序缓解金融压力而建设性地参与融资的可能性。因此，恢复信心的一个重要部分是政策应对的明确性、一致性和可靠性。过去发生的金融危机已经表明，恢复银行体系正常运作需要数年，伴随金融危机的经济衰退往往更深入和更持久（见 2009 年 4 月

期《世界经济展望》第三章）。同样的经历表明，如果政策不明确，未得到有力和迅速的实施，或未针对根本问题，那么，恢复过程会进一步拖延，按纳税人资金和经济活动衡量的成本会更大。

鉴于本次危机触及全球，如果受影响的国家以协调方式实施本国政策，则能增强政策效果。协调与合作应建立在最近二十国集团首脑峰会创造的积极势头上。金融政策方面的协调与合作尤为重要，以避免各国行动带来不利的国际溢出效应。具体而言，开展跨境协调时，如果能以更加一致的方法解决银行体系的问题，包括处理不良资产，那么更容易建立信心，并避免监管套利和竞争性扭曲。

从短期来看，上一期《全球金融稳定报告》确定的、2009 年 2 月七国集团公报明确认可的三个优先事项仍然是适当的：（一）确保银行体系能够获得流动性；（二）确定和处理受损资产；（三）对薄弱但有存续能力的银行进行注资，并迅速清理无存续能力的银行。一般而言，第一项任务是针对中央银行的，而后两者是监管者和政府的责任。第一个领域已经取得进展，但其他两个领域的政策举措似乎比较零碎和被动。最近各国当局宣布的政策认识到需要处理问题资产，并评估银行对全球经济进一步恶化的抵御能力，以确定注资需要。这些是值得欢迎的步骤，随着详细措施出台，可能有助于减少不确定性和公众的怀疑。以往危机的教训表明，当局需要采取更有力和有效的措施，来处理 and 解决金融部门的薄弱环节。

迅速评估银行的存续能力并对银行进行注资。

需要重新评估机构的长期存续能力，以评估其资本需求，既要考虑到对迄今为止产生的损失的现实评估，也要考虑到目前进一步减记的前景。为了把握西方银行体系总资本需求的数量，我们进行了两组说明性计算，考虑到这些银行在 2009—2010 年的潜在进一步减记数额以及可能获得的收入。计算依赖若干假设，其中有些是相当不确定的，因此，银行所需资本应被视做表示问题的严

重程度。第一组计算假设杠杆率（以有形普通股对有形资产的比率衡量）回到危机前的水平（4%）。即使达到这种水平，美国银行需要约 2,750 亿美元的注资，欧元区银行需要约 3,750 亿美元，英国银行需要约 1,250 亿美元，其他欧洲成熟经济体的银行需要约 1,000 亿美元。第二组说明性计算假设杠杆率回到 20 世纪 90 年代中期的水平（有形普通股对有形资产的比率为 6%）。为达到这一更高水平，美国银行需要约 5,000 亿美元的注资，欧元区银行需要约 7,250 亿美元，英国银行需要约 2,500 亿美元，其他欧洲成熟经济体的银行需要约 2,250 亿美元。根据我们的预测情景作出的这种粗略估计表明，除了弥补损失外，额外的资金需求来自市场目前根据资产价值和资本质量的不确定性而要求达到的更苛刻的杠杆率和更高的资本比率。在不对使用有形普通股对有形资产比率的适当性作出判断的情况下，需要指出的一点是，如果优先股转成普通股（产生更多的能够吸收损失的一类资本），并且政府已对银行资产负债表上的某些不良资产的进一步损失提供担保，则上述数额将减少。例如，在美国，近年发行的优先股数额相当大，如果转成普通股，则能帮助提高有形普通股对有形资产的比率。在一些国家，政府已同意承担一些银行资产未来损失的很大一部分。

因此，为了稳定银行体系并减少这种不确定性，需要三个要素：

- 监管者发挥更大的作用，确定机构的存续能力和适当的纠正行动，包括根据今后两年的预期减记额确定资本需求。
- 详尽和透明地披露银行资产负债表的受损状况，由监管者根据一组具有一致性的标准进行审查。
- 监管者明确所需资本类型（有形普通股或一级资本）以及为达到新资本比率要求而分配的时间。

公共注资的条件应当严格。除了估计减记数额和可得资本外，银行监管者在评估银行的存续能力时，还需要确信银行的融资结构、业务计划和风险管理过程是稳健的，报酬政策是适当的，管

理是有力的。具有存续能力、但资本不足的银行应当得到政府注资，最好是鼓励私人资本参与，使资本比率回到足以恢复市场对银行信心的水平，并且，应当进行谨慎的重组。在这些机构持有政府资本期间，其业务应受到仔细监测，股息的支付应受到限制。应当认真审查报酬计划和可能对高层管理人员作出的更换。需尽快清理无存续能力的金融机构。这种清理可能涉及合并，也可能实行有序关闭，只要不危及整个体系的金融稳定。

重组可能需要政府临时行使所有权。目前无法吸引私人资金的状况表明，危机已深化到需要政府采取更大胆的步骤，不怕以普通股的形式进行注资，即使这意味着对机构行使多数甚至是完全的控制。因此，政府可能有必要临时行使所有权，但必须打算对机构进行重组，以便尽快使其返回私人部门。最重要的是，需要有足够的有形普通股使银行恢复运作，因为这是市场所要求的针对潜在减记持有的一类资本。迄今为止，政府的多数注资采取优先股的形式，成本很高，可能损害银行吸引其他形式的私人资本的能力。可以考虑将这些股票转换成普通股，以减轻这一负担。进一步政策干预的不确定性也阻碍私人资本介入，因此，需要发出明确的信息，来减少这种不确定性。在系统性银行危机中，给予新债券持有人优惠待遇、使老债券持有人处于不利地位很可能破坏稳定，因为许多债券持有人本身是面临压力的金融机构。当局必须认识到他们的干预根据某些法律条件可能被视为“信用事件”从而引发信用衍生品的交割，以避免对其他机构或市场造成进一步的系统性影响。

跨境合作和一致性非常重要。对公共部门决定提供注资所依据的原则和注资条件进行跨境协调对于避免监管套利或竞争扭曲至关重要。虽然在当前的政治气候下很难协调政策，但当局可以力图提供关于他们的建议与国外建议之间的比较，以提高明确性。

系统性地处理“不良资产”——资产管理公司与担保。

鉴于各国银行体系所面临的问题以及持有不

良资产的程度不同，采用了各种办法。最重要的优先任务是选择一个适当的方法，确保它得到充分的融资，并以明确的方式实施。然而，由于各国使用不同的技术，在评估资产价值及确定公共部门将承担的损失份额时，对所运用的原则进行协调非常重要。到目前为止，英国倾向于将资产留在银行，但提供担保，限制进一步损失的影响。另一种方法是将不良资产置于一个单独的资产管理公司（所谓的“坏银行”），瑞士对瑞银集团采用了这种办法，爱尔兰也在采用这种方法。后一种做法的优点是相对透明，并且，如果银行的大部分不良资产转移到资产管理公司，“好银行”则拥有干净的资产负债表。美国已经对花旗银行和美国银行的资产池提供担保，资产池中的资产已陷入困境或易于遭受严重损失。美国还提出建立公私合作伙伴关系，从银行购买受损资产。目前的提议有鼓励私人部门参与的成分，但尚不清楚银行是否将有足够的动力实际出售受损资产。一般而言，不同的方法可以发挥作用，取决于各国情况。

此外，由于定值问题仍然是一个重要的不确定性来源，各国政府必须针对它们打算支持的不具流动性的证券化信用工具建立现实的定值方法。如果资产不进行常规交易，它们的市场价格是根据“减价出售”确定的，定值时应当根据预期的经济状况来确定未来收入流的净现值。在认识到某些资产复杂性的同时，各国最好能对这样一种基本方法达成一致，并一致地予以运用，以避免过于乐观的定值、监管套利或竞争性扭曲。金融稳定委员会与标准制定机构一道，将最适合促进协调一致的办法。

在银行重组的同时提供充足的流动性。

银行融资市场仍然高度紧张。只有在交易对手风险下降、批发市场流动性的提供者更加确定他们的资金将如何得到运用后，银行融资市场才会恢复。许多国家政府已采取措施保护存款人，并对各种形式的银行债务提供担保，但在没有这种政府支持的情况下几乎没有更长期的融资。即使如此，批发融资缺口仍然很大。可以使各国计划的结构相互更加一致，以提高明确性和减少摩擦。

因此，在可预见的将来，中央银行需要继续向银行提供足够的短期流动性，政府需要提供负债担保。但是，现在考虑退出政策并不太早，无论如何都应逐步实施退出政策。这种政策应着眼于逐步对贷款机制重新定价，并限制其使用条件，从而使银行有动力返回私人市场。

* * *

除了与发达国家银行部门有关的三个重点外，当前应采取的其他政策措施是解决危机向新兴市场国家蔓延和金融保护主义风险的问题。

确保新兴市场经济体受到充分的保护，减少因先进经济体投资者去杠杆化和风险规避而受到的影响。

发达国家银行部门的问题和全球经济收缩目前正在对新兴市场国家造成严重影响。我们预测，今后几年内，每年跨境证券资本外流约为新兴市场 GDP 的 1%。在合理的预测情景下，流向新兴市场的私人资本在 2009 年可能为净流出，2010 年和 2011 年恢复的可能性很小。

同先进经济体一样，新兴市场的中央银行将需要确保其银行体系有充足的流动性。然而，在许多情况下，国内银行间市场不是主要的融资来源，因为近年来银行的很多资金是从外部获得的。因此，中央银行很可能需要通过互换或直接出售提供外币。拥有大量外汇储备的中央银行可以利用这种缓冲，但其他手段（如与发达国家中央银行的互换安排或使用基金组织贷款机制）也应作为一道防线。二十国集团首脑峰会之后，基金组织获得更多可用资金，这有助于帮助各国缓解金融危机对实际活动的影响，并限制对贫困人口的影响，尤其是在发展中国家。此外，在某些情况下，基金组织的规划在动员其他渠道的支持方面可以发挥有益的作用。

新兴市场外债的展期风险主要集中在公司部门。政府可能有必要对公司借款提供直接支持。一些国家已将对银行债务的担保扩大到公司，侧重于那些与出口市场相关的公司。一些国家正在

通过各种机制支持贸易融资，帮助维持贸易流动，并限制对实体经济的破坏。即便如此，应当制订应急计划，以便在形势进一步恶化的情况下，为可能进行的大规模重组作准备。

在欧洲内部，鉴于各国之间的高度依赖性，发达国家和新兴市场国家的当局必须共同努力，找到互利的解决方案。最近发布的“de Larosière 小组”报告为讨论欧盟内部的协调与合作提供了一个良好的开端。在新兴欧洲到期债务的展期以及继续为经常账户逆差提供外部融资方面存在担心，因此需要采取行动。还需要采取联合行动解决银行体系的问题，包括就涉及母公司和子公司的压力测试进行协调，改善母国与东道国的合作，以及共享数据，并且，需做好准备应对住户和公司的偿债压力。如果西欧银行在新兴欧洲国家有多家子银行，有关监管机构应联合讨论如何处理共同的困境，这可能带来对所有当事方更好的结果。

协调各国政策，避免以邻为壑的处理方法。

支持国内贷款的压力可能导致金融保护主义。当各国单方面采取行动以支持本国金融体系时，可能对其他国家造成不良后果。在一些国家，当局表示，获得支持的银行应维持（或最好扩大）国内贷款。这可能挤出外国贷款，因为银行面临持续压力降低整体资产负债表的杠杆率、出售境外业务以及设法处理高风险资产，对新兴市场国家、从而对更广泛的全球经济造成破坏性影响。与此同时，最近一些国家母银行之间达成的继续向东道国子银行提供信贷的协议令人振奋。

宏观经济政策的一致和强化

为了为可持续的经济复苏奠定基础，稳定全球金融体系至关重要。如 2009 年 4 月期《世界经济展望》指出的，着眼于金融部门的政策如果得到适当的财政和货币政策的配合，将更加有效。

促进相辅相成的财政和金融政策。

恢复信贷增长对于维持经济活动是必要的。

为支持经济活动和限制资产贬值而采取的财政刺激应能改善借款人和支撑贷款抵押品的信誉，加上为增强银行资产负债表而实施的金融政策，将带来稳健的信贷扩张。另外，基础设施项目公私合作伙伴关系的种子资金可增加对贷款的需求。

对于具有财政回旋余地的国家，市场将积极对待财政刺激，可能有助于恢复整体信心。然而，对于已经有大量赤字或决策体制不善的政府，市场可能不太欢迎。目前，在已向银行体系提供显性或隐性支持的国家，特别是金融体系相对于经济规模较大的国家，已经明显看到市场对这种支持的潜在财政成本的担心。尽管最近有一些改善，但政府债券收益率上升、信用违约掉期利差扩大或币值下跌都体现了这种担心。当局应在投资者需求允许的条件下延长政府债务的期限结构，以降低再融资风险。

目前显然需要刺激政策，但对于任何刺激计划，都应认真关注财政可持续程度以及对政府融资需求的影响，特别是考虑到政府资产负债表面临的或有风险。¹ 如果刺激计划意味着财政目标可能无法达到，则在实施计划的同时，需具备可信的中期财政框架来降低赤字和债务水平。² 如果没有这种政策，政府可能会失去对其偿付能力的信心。

在必要时，运用非常规的中央银行政策来重新打开信贷和融资市场。

一些国家已迅速下调名义政策利率，作为抵御经济衰退的第一道防线。一些国家正在接近（或已经达到）近乎零利率的水平，而消费贷款和企业贷款的利差仍然很高。在某些情况下，中央银行采用了非常规的政策来重新打开信贷和融资市场，可能还需要考虑其他手段。到目前为止，难以估计其他工具的有效性，但显而易见的是，采取行动扩大和改变中央银行资产负债表的构成正在

1. 见第一章题为“政府支持的成本、潜在溢出及政策风险”一节，以及第三章专栏 3.5。

2. 见基金组织文件“公共财政状况：2008 年危机后的前景和中期政策”，2009 年 3 月 6 日。可以从互联网上查到：www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf。

变得越来越常见。随着中央银行越来越多地使用这些工具，应当更多地考虑形势改善时的适当退出战略。在中央银行资产负债表的完整性及其总体独立性方面，政府可能需要提供保证。

对于一些新兴市场国家，当前环境下的利率政策因需要考虑对汇率的影响而变得复杂。有些国家可能没有余地下调利率，甚至可能需要提高利率，如果降息将导致资本外流的话。同财政政策一样，各国的情况将决定能够如何运用货币政策。一些国家可能通过提供外币流动性来缓解汇率压力。

为更强健的全球金融体系奠定基础

政策制定者的当务之急是解决目前的危机。与此同时，正在继续努力建立一个长期内更加强健的金融体系。除了在危机结束后建立抗冲击力更强、更有效的金融体系外，对长期金融政策的明确方向感也有助于在短期内消除不确定因素和改善市场信心。虽然下面提到的许多建议似乎是概念性的，但其影响是实际存在的。为正确实施这些建议，需要对结构和资源作出重大调整，而国际一致性将是至关重要的。³

毫无疑问，这场危机要求对金融市场的形式和运作进行深远的变革。相比危机之前的时期，金融体系的特点将是杠杆率降低、融资不匹配状况减少、交易对手风险下降，以及更透明和更简单的金融工具。在促进这一新的环境方面，私人部门具有核心责任，这将通过改善风险管理（包括关注治理和薪酬政策）而实现。

无论市场纪律还是公共监督都不足以正确评估和控制系统性风险的积累，因此，改善金融监管是防范未来危机的关键。重点应当是如何通过更好的监管来察觉和减轻系统性风险。

试图消除所有系统性风险不仅是不可能的，而且也将减缓经济增长并限制创造力和创新，但

当前的危机表明，应当更加强调着眼于系统的监管。与此同时，货币政策宏观审慎框架的改善也有助于减轻系统性风险。虽然我们在监管时应当尽量鼓励私人机构采取加强金融稳定的行动，我们应当认识到整个系统的稳定是一种公共产品，私人机构将低估其价值，监管需要迫使具有系统重要性的公司更好地内化不稳定带来的总体社会成本。为此，中央银行和监管机构的职能应包括金融稳定。应当具备对系统性风险进行评估和采取行动的明确的框架，明确界定谁是牵头的系统性监管者。

为了能减轻系统性风险，需要更好地界定和衡量这些风险。第二章和第三章探讨了各种衡量指标，通过观察直接和间接联系来帮助识别具有系统重要性的机构。在某些情况下，这些衡量指标可以被看做一个起始点，考虑实行额外的资本附加要求，作为对那些变得“联系太紧密而不能倒闭”的公司的警戒措施。即使不正式使用，所提出的衡量指标也可以指导政策制定者限制各机构间各种风险暴露的规模。显然，这种方法需要非常仔细的考虑和应用，以避免各机构寻找其他途径承担风险而盈利。需要进行更多讨论和研究，之后才能在这项工作的基础上进行监管。

在监管改革方面，我们认为有五个优先领域：将监管范围扩大到包括具有系统重要性的机构和活动，防止过高杠杆率和减轻顺周期性，解决市场纪律和信息缺口问题，改善跨境和跨职能监管，以及加强系统流动性管理。主要经验教训可以归纳如下。

界定具有系统重要性的机构和审慎性监管的范围。

正如二十国集团最近的公报所认可的，这场危机表明监管需要涵盖所有具有系统重要性的机构。传统上，只有一组核心的大银行被认为是系统相关的，但危机已经表明，其他非银行金融中介机构可能具有系统重要性，其倒闭可能导致不稳定的影响。在判断系统重要性时，不仅应看机构的规模，还应看其相互联系程度及其业务模式对过高杠杆率或高风险融资结构的脆弱性。

3. 关于这方面的一组建议，见基金组织文件“金融危机给未来金融机构和市场监管和流动性管理带来的经验教训”，2009年2月4日。可以从互联网上查到：www.imf.org/external/pp/eng/2009/020409.pdf。

为了更好地捕捉系统性风险，监管需要扩大到包括更广泛的机构和市场。虽然肯定不是所有金融机构都需加以监管，但审慎性监管需涵盖原先被认为不属于核心机构的一些机构（如投资银行）。此外，某些活动（如信用衍生品和保险）需要受到监管机构的监督，无论它们处于何种类型的法律结构之中。

一种分两个层次的方法可能最有效。需要一个较广的层次提供有关信息，监管者根据这些信息判断哪些机构具有系统重要性。另一个层次较窄（但比目前的宽），是更加强化的审慎监管，包括所有具有系统重要性的机构。鉴于这些机构的系统重要性，它们将受到更严格的审查，但其他机构将作为支付或银行体系的参与者或出于保护消费者或投资者的目的也将受到监督。第二章和第三章提供了一些方法，可以通过这些方法来判断各机构的相互联系有多紧密，从而判断内层的范围。基金组织在应二十国集团要求对具有系统重要性的机构进行实用定义的过程中，将进一步探索这些方法。

防止过高杠杆率和抑制顺周期性。

需要采取新的监管方法，避免系统性风险的积累以及随后发生的困难的去杠杆化过程。对于今后如何限制杠杆程度并减少商业做法和现行监管固有的顺周期倾向，仍然具有挑战性。监管应力图加强金融机构以风险为基础的稳健决策，而在全球经济中阻止承担风险将是无益的。监管应提供支持系统性稳定的激励机制，同时阻止监管套利和短期行为，但应逐步采用更高标准，以免加剧当前形势。

资本规定和会计标准应包括有关激励机制和指导原则，在经济处于上行期、风险容易积累且通常被低估的时候，能够积累额外的资本缓冲。这将更好地反映整个周期内的风险，从而增加可用于在衰退时期吸收损失的资本和准备金。最理想的情况是，这些反周期的资本要求不是酌情而定的，而是作为自动稳定器，是监管规定的内在组成部分。这不会限制监管者在必要时采取补充措施的能力。除了更稳健的风险加权资本计算外，

基于一个简单指标的杠杆率上限可以作为一项补充限制。

应当加强会计规则和定值做法，以反映关于整个周期内风险演变的更广泛的现有信息。会计标准制定机构和审慎监管当局应合作实现这些目标，特别是强调以下方面，即在信贷迅速扩张时期能够提取更高的贷款损失准备金，评估当交易账簿上的资产定值高度不确定时定值储备或调整的方法，以及研究有哪些其他方式可以阻止可能与公允价值会计有关的不利动向。

此外，还有必要采取措施改善流动性缓冲和融资风险管理，从而减少流动性风险的顺周期性。在经济上行期，需要更多地关注融资期限结构和资金来源的可靠性，这些因素在经济衰退期可能是脆弱的。

解决市场纪律和信息缺口问题。

必须解决危机揭示的信息缺口问题。在许多情况下，察觉系统性风险所需的信息要么未被收集，要么在分析时未考虑系统性风险，特别是分析系统性联系所需的那些数据，因为这要求各机构之间相互风险暴露的信息。然而，除了在收集这些数据并正式衡量风险暴露方面存在一些技术困难外，在一国内部不同类型机构之间和不同国家之间收集这些信息也存在法律障碍。需要保证各国报告和定义的一致性，并加强信息共享，从而着手在这一领域取得进展。

需要改善关于表外风险暴露、复杂结构性产品、衍生工具、杠杆率以及跨境和交易对手风险暴露的信息，来补充早期预警框架中使用的一套现有指标。应当加强具有系统重要性的金融机构的披露做法，包括定值方法和风险管理做法，经修订的一套财务健全性指标，以及政策制定者对系统性风险的更有效评估。第二章和第三章的分析强化了这些要素。同时，应当提供更多可靠的公共信息，这将帮助投资者进行适当的尽职调查，尽职调查的失效在很大程度上促成了当前的危机。

加强跨境和跨职能监管。

为加强跨境和跨职能监管，必须改善体制和

法律安排。需要在以下领域取得进展，即减少不必要的差异，克服对具有全球和地区重要性的公司的监管障碍，采取更协调的早期补救行动、银行清理法律框架和监管做法来监督跨境公司。监管者协会指定一个牵头监管机构（原则上是母国当局）对于确保充分监督非常必要。母国应努力加强与东道国的合作，以确保在需要迅速反应时有畅通的沟通渠道。应急计划应包括所有相关方。

改善系统流动性管理。

在系统流动性管理方面，中央银行可以从危机中汲取一些教训，包括其操作框架的灵活性、关键货币市场的基础设施以及改善提供跨境流动性机制的必要性等方面。

限制系统性联系和多家机构陷入困境的风险的另一个途径是提供有关清算机制，通过对交易进行轧差并使清算机制成为每项交易对手来减轻交易对手风险。最近为信用违约掉期市场提供某些此类服务的努力是令人欢迎的。然而，允许众多所建议的机构参与，将分割交易量并减少轧差机会，从而可能削弱亟须的交易对手风险缓解措施。竞争的环境可能导致损害风险管理系统的

削减成本措施。因此，如果允许多个清算机制，则应当运用全球认可的标准对它们实施强有力的监督，确保有能力进行跨境、多币种的清算和结算。专栏 2.4 介绍了其构建原则。

* * *

这些建议中的许多已经在国际论坛上讨论过，正在形成新的或经修改的监管指导原则的基础。金融稳定委员会已经通过其主要工作组成立了若干分组，在一些领域提供政策指导，包括这里强调的一些领域。巴塞尔委员会正在考虑修改《巴塞尔新资本协议》框架及其流动性风险管理框架。国际会计准则理事会和美国财务会计准则委员会均发布了关于如何对非流动资产定值的指导原则，并且，考虑到危机及其原因，对其会计准则和标准作了其他修改。其他国际组织正在检查其指导原则和最佳做法。基金组织将改革金融部门评估项目，并改善多边和双边监督。基金组织与金融稳定委员会合作开展的联合早期预警分析将加强风险评估的全球协调，目的是提出更有力的政策建议，防止系统性风险的积累。

目 录

前言	ix
《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》联合序言	xi
概要	xv
第一章 稳定全球金融体系，减缓溢出风险	1
摘要	1
A. 全球金融稳定图	2
B. 全球去杠杆化及其结果	4
C. 危机已席卷新兴市场	8
D. 成熟市场中住户和公司违约愈演愈烈及其对金融体系的影响	22
E. 稳定性风险及政策应对的有效性	30
F. 政府支持的成本、潜在溢出及政策风险	38
附录 1.1. 全球金融稳定图：构建和方法	44
附录 1.2. 预测新兴市场私人部门“其他投资”流量和信贷增长	49
附录 1.3. 国外银行和新兴市场主权之间的溢出效应	52
附录 1.4. 系统危机下的债务重组	56
附录 1.5. 估计潜在减记的方法	59
参考文献	61
第二章 评估金融关联的系统性含义	63
摘要	63
评估系统性关联的四种方法	65
监管机构如何评估系统性关联	85
政策反思	90
附录 2.1. 违约强度模型估计	93
参考文献	94
第三章 查明系统性风险	97
摘要	97

“系统性风险”由什么组成?	99
受干预的和不受干预的金融机构的“基本”特点	99
金融机构风险的市场认知	102
通过制度变迁识别系统性风险	117
压力期间全球市场环境的作用	118
政策含义	120
结论	124
附录 3.1. 金融稳健指标	126
附录 3.2. 若干金融机构分组	127
附录 3.3. 受干预金融机构列表	127
参考文献	128
 词汇表	 131
 附录 代理主席的总结发言	 135
 统计附录	 137
 专栏	
专栏 1.1. 近期金融稳定面临的挑战和政策重点	3
专栏 1.2. 欧洲内部跨境风险及金融关联	11
专栏 1.3. 全球金融危机对贸易融资的影响：以撒哈拉以南非洲为例	15
专栏 1.4. 基金组织借贷能力的提高及其对新兴市场的影响	20
专栏 1.5. 公司债券利差模型：一个资本流动框架	26
专栏 1.6. 若干主要中央银行近期采取的非传统措施	39
专栏 1.7. 预测美国银行贷款的注销率	60
专栏 2.1. 信用和流动性冲击的网络传导模拟	70
专栏 2.2. 分位数分析	75
专栏 2.3. 违约强度模型说明	84
专栏 2.4. 减少场外交易对手信用风险的基本方法	88
专栏 2.5. 中央结算对手作为在信用违约掉期市场上减少交易对手风险的方式	91
专栏 3.1. 经风险调整的资产负债表模型：或有债权方法	105
专栏 3.2. 测量金融机构之间风险的期权内部违约概率的方法	109
专栏 3.3. 以股票期权隐含波动性的高阶矩和多元相关性来测量系统性风险	113
专栏 3.4. 一致信息多元密度优化方法	116
专栏 3.5. 新兴市场的溢出效应：多元 GARCH 分析	121
专栏 3.6. 银行风险向主权风险的转移：信用违约掉期的故事	125