

世界经济与金融概览

全球金融稳定报告

在未来的金融挑战中
破浪前行

.....

2009年10月



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

在未来的金融挑战中
破浪前行

2009年10月



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 2009 issue)
Copyright©2009
International Monetary Fund

《全球金融稳定报告》(2009 年 10 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。

This translation is published with the consent of the International Monetary Fund; the International Monetary Fund does not accept any responsibility for the accuracy of the translation. In case of any discrepancies, the original language shall govern.

本出版物已经国际货币基金组织同意出版, 国际货币基金组织对翻译的准确性不承担任何责任。如有不符之处, 以最初的语言版本为准。

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: 在未来的金融挑战中破浪前行. 2009年10月/国际货币基金组织著; 白瑞坤、魏芹、张晓莹译, 杨冠一校. —北京: 中国金融出版社, 2010.5
(世界经济与金融概览)

ISBN 978-7-5049-5485-5

I. ①全… II. ①国…②白…③魏…④张… III. ①金融市场—研究报告—世界 IV. ① F831.5
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 068709 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, 62568380

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 14.25

字数 378 千

版次 2010 年 5 月第 1 版

印次 2010 年 5 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978-7-5049-5485-5/F.5045

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,从而识别系统脆弱性。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的持续增长。本期报告讨论了金融危机的演进,评估了缓解危机对经济活动影响的政策。展望未来,本期报告还提出了政策性建议,有助于全球金融体系在复苏之路上从容应对各种金融挑战。

在货币与资本市场部金融顾问兼主任 José Viñals 的总体指导下,货币与资本市场部协调了本报告的分析工作。该报告由货币与资本市场部 Jan Brockmeijer 副主任、Peter Dattels 处长和 Laura Kodres 处长及 L. Effie Psalida 副处长指导。同时,该报告也得到了 Hervé Ferhani 副处长的意见和建议。

本期报告的主要撰稿人包括: Myrvin Anthony, Sergei Antoshin, Amitabh Arora, Emanuele Baldacci, Sean Craig, Phil de Imus, Wouter Elsenburg, Vincenzo Guzzo, Kristian Hartelius, Geoffrey Heenan, Gregorio Impavido, Hui Jin, Andreas Jobst, John Kiff, Michael Kisser, Manmohan Kumar, Vanessa Le Leslé, Yinqiu Lu, Kazuhiro Masaki, Rebecca McCaughrin, Paul Mills, Ken Miyajima, Christopher Morris, Sylwia Nowak, Jaume Puig, Mustafa Saiyid, Jodi Scarlata 和 Ian Tower。Martin Edmonds, Oksana Khadarina, Yoon Sook Kim, Ryan Scuzzarella 和 Narayan Suryakumar 提供了分析支持。Nirmaleen Jayawardane, Tsegereda Mulatu 和 Ramanjeet Singh 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。

本期报告部分内容基于与许多会计人员、银行、证券公司、资产管理公司、对冲基金、审计师、标准制定机构、财经顾问、学术研究人员以及主要金融中心和国家监管当局和其他公共当局的一系列讨论。本报告反映的是 2009 年 9 月 17 日之前掌握的信息。

本报告还得益于基金组织其他部门的工作人员所提出的意见和建议以及各位执董在 2009 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。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

复苏已经开始，挑战是如何保持复苏

全球经济开始再次扩张，金融条件显著改善。但是，就业前景显著改善还需要一段时间。

在亚洲复苏的带动下，新兴和发展中经济体走在了复苏的前列。总体上说，由于政策框架的改善，新兴经济体抵御金融风暴的表现大大好于依据历史经验得出的预期。然而，在更广泛的范围内，包括在主要先进经济体，各项活动也正在好转。金融市场情绪和风险偏好回升，银行筹集了资本，批发融资市场重新开张，新兴市场风险得到缓解。

此次反弹的触发因素是先进和新兴经济体采取的强有力的公共政策，加之基金组织在国际层面采取的措施，消除了人们对发生系统性金融崩溃的担心、支持了需求，而且最重要的是，消除了对发生全球性衰退的担心。这些担心导致全球经济活动和贸易出现第二次世界大战以来最急剧的下降。中央银行迅速作出反应，包括超常规地大幅度降息和采取非传统手段注入流动性和维持信贷。各国政府采取了重要的财政刺激方案，通过压力测试对银行进行评估，并通过担保和资本注入向银行提供支持。基金组织利用其增强的贷款能力和更灵活的贷款工具，帮助新兴市场和发展中经济体应对这场危机带来的风险。总体来说，这些措施减少了不确定性，并增强了信心。

但是，须杜绝自满。尽管取得了这些进步，但预计复苏步伐将是缓慢的，而且在相当长的一段时间里，不足以减少失业。此外，在一些发展中经济体，贫困可能急剧恶化，2009年，这些国家的人均实际GDP发生了十年以来的首次收缩。经济活动可能会在短期内迅速回升。然而，

推动目前反弹的力量从性质上看是临时性的，包括重大的财政刺激、中央银行对信贷市场的支持，以及在生产大幅度下降及库存削减之后出现的库存重建。这些力量在2010年会有所减弱。

影响复苏步伐的另一个主要因素是信贷供应限制。在美国和信贷供应更加依赖银行的欧洲，银行降低杠杆率将限制2009年剩余时间和2010年的银行信贷供应。银行的资产负债表得益于筹资努力和良好的收益报告，但由于信用持续恶化，因此将继续面临压力。我们的分析表明，2010年之前，美国银行已确认受损资产一半以上的预期损失。在欧洲，损失确认稍落后，这反映出经济周期的差异。虽然强劲的银行收益支持了资本水平，但在未来18个月里，预计不会完全抵消减记。此外，在危机后的环境下，稳定状态的收益可能会降低，而且正在进行的银行监管改革预计将降低净收入，并因更高的资本和流动性要求导致成本更高的自我保险。对新兴经济体的预测假设，过去一年受到重创的资本流动将趋于稳定或出现适度增长。信贷增长将继续下降或保持在很低的水平上，这将抑制投资，但中国是一个明显的例外。总体来看，信贷出现大幅度收缩不太可能，部分新兴欧洲和独立国家联合体除外。

同时，由于需要修复资产负债表、存在严重的产能过剩和融资限制，以及失业率上升（预计先进经济体的失业人数将达到高峰，占劳动力10%以上），消费和投资恢复将非常缓慢。先进经济体的消费将尤其疲软，特别是那些经历信贷繁荣、房地产泡沫以及存在庞大的经常账户逆差的经济体，如美国 and 英国，以及其他一些（特别是新兴的）欧洲经济体。尤其是美国的消费者，可能继续保持比危机之前水平高得多的储蓄率。

因此,《世界经济展望》预计,2009年的经济活动将收缩约1%,2010年将增长约3%,仍然远远低于危机前的水平。

下行风险仍然令人关切。主要风险是,先进经济体的私人需求仍然非常疲软。如果是这样,政策制定者可能面临这样困难的选择,要么保持财政刺激,任其导致债务可持续性问题的,或逐步取消财政刺激,由此增加实体与金融部门健康及财政状况之间发生不良互动的危险。不过,也有发生惊喜的可能。具体来说,对发生类似20世纪30年代大崩溃担心的减少以及金融市场情绪的相应强劲反弹可能推动消费和投资在短期内出现高于预期的增长。

政策挑战

政策制定者放松以下努力——以扩张性的宏观经济政策支持需求,以及帮助金融部门恢复健康——还为时过早。目前的挑战是确保持续的短期支持不会扭曲激励机制,危害公共部门的资产负债表,并在中期内产生破坏性后果。此外,政策必须首先解决关键的中期挑战,包括改革金融体系、提高潜在增长率以及重新平衡全球需求模式。

尽管许多国家赤字数额巨大,且公共债务在不断增加,但是,在恢复更加稳固的基础之前,还需保持财政刺激,如果经济下行风险成为现实,可能还需在目前计划基础上增加或扩大刺激。然而,如果不能向投资者和纳税人保证赤字和债务最终将会减少,财政政策支持需求的效力会越来越差。这可能需要下大力气控制支出,如进行福利制度改革和承诺在恢复稳固之后大幅度减少赤字。一个更加稳健的财政框架,包括合适的财政规则和强有力的执行机制,有助于在经济恢复景气时控制支出压力,并将增强赤字削减的信誉。

货币政策制定者面临的主要挑战是何时开始紧缩,以及如何对中央银行庞大的资产负债表进行调整。先进和新兴经济体面临不同的挑战。

在先进经济体,中央银行(除少数例外)有能力在相当长的时间里继续保持宽松的条件,因为,只要产出缺口依然较大,通胀可能会继续得到控制。此外,货币政策需要适应逐步撤出财政支持的影响。在必要时,即使央行的资产负债表仍然远远大于正常水平,也应利用现有工具开始紧缩银根。中央银行清理资产负债表积累的步伐取决于市场条件正常化方面取得的进展以及所采取干预措施的种类。在适当定价的支持下,随着市场条件改善,短期流动性操作正在自然调整。不过,调整央行资产负债表中积累的非流动性资产可能需要更长的时间。

各新兴经济体的情况更加不同,但它们可能需比先进经济体更早取消宽松的货币政策。在一些国家,抵御新的资产价格泡沫风险可能还要求增加汇率灵活性,从而允许采取比先进经济体更紧缩的货币政策。

政策制定者面临两大金融部门挑战。首先是要确保市场和银行能够支持经济复苏。这就特别要求进一步努力增加银行资本和修复银行资产负债表。到目前为止,在此领域只取得了部分进展,官方压力测试是重要的工具,借此可以就银行的健康状况作出诊断,从而为可存续的银行制订适当的重新注资和重组战略,为不可存续的银行制订细致的破产战略。此外,需明确阐述公共支持的退出战略,以便为市场提供指导。需运用设计良好的以市场为基础的激励措施,逐步减少对公共支持的依赖。此外,澄清新的资本监管规定、流动性风险的要求、准备金要求和会计标准,在可能的情况下,就破产战略达成协议是银行决定如何运用其资源以及哪些业务将来可能盈利所不可或缺的。

第二项挑战是实施金融改革,以防止今后发生类似的危机。这将需要对审慎政策进行重大改革,而且一定不能受到以下的损害,即人们日益相信最严重的危机危险已经过去,害怕本国竞争力可能丧失,或担心最佳做法因技术原因无法实现。尤其值得关注的四个关键问题是:第一,需扩大监管范围并使之更加灵活,监管应涵盖所有

具有系统重要性的机构，激励机制应不允许那些目前被认为“太大或太相关而不能倒闭”的机构进一步增加。第二，需通过提高金融机构透明度、增强信息披露以及治理改革来鼓励有效的市场纪律。第三，宏观审慎框架必须引导银行构建更大的缓冲，在经济景气时期筹集资本和留出拨付，以便在经济不景气时使用。第四，需改进国际合作与协调，以便充分应对跨境机构带来的挑战。展望未来，为避免发生类似的危机，不仅需有更好的规则（通过加强监管），而且需充分实施这些规则（通过有效的监督），而且要求金融机构更加审慎行事（通过适当的内部风险管理程序）。

重新平衡全球需求

在中期内实现持续健康的经济增长关键取决于重新平衡全球需求格局。特别是，许多靠出口

来带动经济增长的具有经常账户顺差的经济体，需更多依赖内需。这将帮助它们抵消那些经常出现经常账户逆差并经历资产（股票和住房）价格崩溃的经济体内需减弱的影响。同理，许多逆差国家需减少对国内需求的依赖，同时增加对外部需求的依赖。这要求进行重大的结构性改革，这些改革还有助于增进在危机中受到严重影响的潜在产出。修复金融体系、改善公司治理和金融中介、支持公共投资、改革社会安全网的措施是关键所在。

在社会政策领域，失业率上升将对许多先进经济体构成重大挑战，必须通过提供收入支持，为失业人员提供再培训，并采取措施针对冲击对工资进行调整。在许多低收入经济体，危机还对减贫努力造成影响，继续提供强劲的捐助对于保障这些国家在稳定经济方面取得的进展至关重要。

经济顾问
Olivier Blanchard

金融顾问
José Viñals

概 要

在采取前所未有的政策行动以及实体经济初现改善迹象之后，系统性风险显著下降。人们越来越相信全球经济已渡过难关，从而支持了金融市场的改善。不过，只要银行仍然面临压力，住户和金融机构仍需要降低杠杆率，就依然存在着实体部门与金融部门之间负面反馈循环再次加剧的显著风险。尽管主权风险指标低于六个月之前的水平，但金融风险向财政当局的转移以及财政刺激措施的融资负担使人们对挤出私人部门和公共部门财务的可持续性产生担心。这些脆弱性突出表明，需要加强金融中介，恢复金融体系的健康，最终降低目前由主权资产负债表承担的私人风险。有必要非常谨慎地从公共支持中退出，以避免过早退出引发二次危机或过晚退出损害货币和财政的可信性。自满情绪目前已渐成风险——银行体系的问题可能仍得不到解决，迫切需要的监督改革可能被削弱或拖延。政策制定者应当迅速为未来的监管框架制订一项计划，该框架应减缓系统性风险的积累，稳定预期，并加强信心，从而促进可持续的经济增长。

未来的前景

自 2009 年 4 月期《全球金融稳定报告》发布以来，金融体系的近期前景显著改善，极端尾部风险减轻。金融市场已有所反弹，新兴市场风险已下降，银行已筹措资本，批发融资市场已重新开放。即使如此，信贷渠道依然受损，经济复苏仍显缓慢。第一章首先记述重建稳健的信贷中介的路径以及可能阻碍信贷中介恢复的近期风险，包括日益增加的主权融资负担。该章随后分析应当如何管理近期政策，以便为经济复苏和撤出对金融体系的特别公共支持提供稳固的后盾。另外，还探讨了一些以重塑金融格局为目标的中期政策选择。

极端的系统性风险已减轻，但对银行体系修复的自满情绪仍是一个令人担心的问题。

一个关键问题是金融体系能否提供足够的信贷以维持经济复苏。最近，银行的资产负债表得益于筹资努力和有利的收益状况。不过，人们依然十分担心信用恶化将继续对银行资产负债

表造成压力。我们的分析表明，美国的银行已经历了直至 2010 年的损失周期的一半以上，而在欧洲，损失的确认较为落后，这反映了经济周期的差异。

尽管银行收益的增强正在支持资本水平，但预计今后 18 个月内这种收益不能充分抵消贷款的减记。此外，在危机后的环境中，处于稳定状态的收益可能较低。采取更有力行动解决受损资产问题将有助于增强银行盈利能力并支持贷款。目前加强银行监管的行动预计将降低净收入，并要求通过更高水平的资本和流动性进行成本更高的自我保险。

新兴市场的危机风险已下降，但脆弱性依然存在。

由于采取了强有力的政策措施（包括增加基金组织的贷款），新兴市场的尾部风险已经下降。新兴欧洲的金融压力显著缓解，但脆弱性依然很高。西欧银行看来能够吸收新兴欧洲不断恶化的信贷状况，但可能缺乏足够的资本支持该地区的经济复苏。亚洲和拉丁美洲从核心市场趋稳和证

券投资流入恢复中受益最大。尽管流向新兴市场债务的国际资本流动已经恢复，但偏向于较高质量的借款人，使许多公司（特别是在新兴欧洲）面临显著的展期风险。金融政策应继续促进银行、公司和住户资产负债表的有序调整。扩大有关安排，以维持甚或增加可持续的跨境银行融资渠道，这也将有助于新兴市场风险的降低。

受损的信贷渠道可能难以满足即使是温和的私人部门需求。

在当前的银行去杠杆化压力和证券市场混乱的情况下，我们的情景分析设想，在 2009 年剩余时间和 2010 年，美国和欧洲的银行信贷供给都将下降。相比所预测的公共和私人部门信贷需求，事前供给看来可能不足以满足即使是疲软的私人部门需求。因此，融资利率受到的压力可能增加，支持复苏的信贷流动可能受到限制。有关结果凸显了哪些地区可能遭受最紧张的信贷状况，需长期采取政策干预以确保信贷的充分流动，特别是考虑到当局维持利率低水平的目标。

私人风险向主权资产负债表的转移需得到谨慎管理。

对金融体系的救助和一揽子财政刺激计划导致风险向公共资产负债表转移，使人们担心创纪录的主权发行可能推升利率并损害处于萌芽状态的经济复苏。在这种情况下，即使对于温和的私人部门信贷需求，信贷能力可能也难以满足。同时，恶化的公共财政状况可能损害主权信誉。各国应设计和明确阐述中期财政整顿计划，其中要考虑到金融部门稳定政策和或有负债，以此来缓解风险。

金融机构需进一步重组，以保证其发放贷款和支持经济复苏的能力。

信贷能力约束表明，在清理银行资产负债表上的受损资产和流动性差的资产以及复兴证券化方面，几乎没有自满的余地。只有在深化金融改革和清理薄弱银行之后，许多辖区的当局才能从

提供流动性和融资支持中完全退出。为此，需继续努力增加银行资本，清理银行资产负债表上的受困资产。官方压力测试是重要的工具，可以据此诊断银行状况，以便制定适当的战略，对有存续能力的银行进行注资，并谨慎地清理不具存续能力的银行。然而，只有在能够提出有效的补救措施解决资本不足问题的情况下，才应考虑逐一公开银行测试的结果。不披露不应意味着必要时缺乏这种补救措施。

激励机制对于修复和重启证券化至关重要。

鉴于修复信贷中介的重要性，《全球金融稳定报告》第二章分析了私人证券化的作用，并评估了有关重启证券化市场的建议。需要实行新的监管规定并改善私人部门的做法，以调整参与证券化的机构的激励机制，避免证券化再次导致系统不稳定。在重新设计监管规定和市场惯例的过程中，需保留向银行体系之外转移信贷风险的好处以及贷款人分散融资来源的能力。

本章指出，强健的私人证券化市场要求在若干领域采取政策行动，包括对信用评级机构的监督，会计惯例，资本费用以及保留政策。这一行动需要在一国内部和各国之间的监管者之间进行协调。该章通过分析对发起人的保留政策和资本要求的影响来说明非协调应对政策的潜在危险，并指出这些因素在某些情况下可能无法鼓励筛查和监控，在另一些情况下则使证券化过于昂贵。在实行新的监管规定之前对有关影响进行仔细分析，应能确保提前认识到它们之间的相互作用以及出现意料之外的破坏性后果的可能性。

该章还分析了发行抵补债券的好处与成本。对于抵补债券，贷款现金流被集中起来，但留在发行实体的资产负债表上。这一方法的好处是，发行人有动力筛查和监控贷款，但由于贷款仍留在发行人的资产负债表上，仍必须针对这些贷款持有资本，这就减少了证券化的好处。不过，资本市场型融资（向投资者出售债券）的好处是能够产生更多的中介活动。总体来说，该章的结论是，在具备适当的立法和监管的情况下，也应鼓

励该模式。

需要政策来支持金融体系的恢复和改革

针对融资和信贷市场混乱采取的政策应对措施是前所未有的。尽管难以得出关于较长期好处的明确结论，但初步证据总体上是正面的。第三章初步分析了常规和非常规政策应对措施的极短期的影响和较中期影响，包括这些措施在宣布之时是否稳定了金融市场。

一些非常规政策所提供的支持优于其他政策。

本章分析了 13 个先进经济体所宣布的干预政策的影响。那些以支持流动性为目标的政策在雷曼兄弟事件发生之前最为有效，但一旦金融危机在许多国家已明显变为清偿能力风险而非流动性风险时，这种政策的有效性就会下降。因此，所宣布的注资措施对于降低雷曼事件后的银行违约风险最为有效，宣布可能运用资产收购的措施也是如此。另一个重要结果是以国内机构或市场为目标的干预措施对其他国家产生了重要的溢出效应，这种效应的影响有时比在本国产生的影响更大。这突出表明了协调的政策应对的极端重要性。

尽管准确判断这些政策行动的较长期影响尚为时过早，但初步证据显示，某些措施有效地支持了融资和发行活动。例子包括若干国家实行的银行负债担保，美国的定期资产支持证券贷款工具（TALF）对二级市场利差和消费者资产支持证券发行的影响，以及欧洲中央银行直接购买抵补债券的决定有助于缩小利差和重振发行。

撤出公共支持政策尚为时过早，但需要制定退出战略。

虽然从所有非常规政策中全面退出的时机尚不成熟（事实上某些国家可能仍需投入更多公共资源），但现在是政策制定者考虑和明确阐述撤

出政策的方式和顺序的时候了。时间选择因以下情况而复杂化：某些政策虽然使用有限，但可能很有效，因为它们可能增强信心或作为一类机构或投资者的后盾。

第三章概述了关于解除非常规政策的方式和时机的一些考虑因素。总体而言，如果一项工具因其成本上升或其可利用性日渐降低而被逐步取消，那么就可以尽量以渐进的方式取消对私人部门的支持。首先应考虑撤出那些代价昂贵或成本与收益不相称的政策，以及严重扭曲金融市场的政策。重要的是，鉴于危机的全球性以及所运用的非常规政策的类型，必须注意撤出政策的跨境影响，进行协调可能有所帮助，特别是对于各国撤出对银行债务的担保（可能产生潜在的套利机会）。清晰地沟通退出战略至关重要。在这方面，运用路标——对市场状况指标而非固定截止日期的描述——可能更有助于影响市场预期。鉴于这对政策制定者来说是未知的领域，可能需要进行一些试验，检验市场状况。在必要时恢复某些工具不应被视为一种退步。

需要对未来金融体系监管有一个清晰的设想，以提供明确性和增强信心。

除了明确界定的撤出非常规政策的战略之外，明确阐述今后解决系统性风险所需的监管改革也将增强对金融体系的信心。最近尾部风险的缓解不应使当局放松其筹划建立更强健的金融体系的努力。必须制定全盘的、可理解的方法，从而使私人部门能够作出适当规划。

优先任务应当是改革监管环境，从而显著降低再次发生系统性危机的可能性。这不仅包括界定资本水平、准备金和流动性缓冲将在多大程度上升高，而且包括许多国家在向系统性机构提供前所未有的公共部门支持后如何重建市场纪律。已经提出了有关建议，它们将在一定程度上消除金融体系中的顺周期性，并增加对损失和流动性错位的缓冲。但在设计资本惩罚规定、保险费、监管和决议机制以及竞争政策，以确保没有一家机构被认为“大而不能倒”方面，仍需做艰难的

工作。在界定有关标准、以识别具有系统重要性的机构和市场方面制定的早期指导原则——例如基金组织、金融稳定委员会和国际清算银行正在为二十国集团制定的指导原则——方面应有所帮助。一旦确定，需要针对对系统性风险的边际贡献制定和运用某种形式的附加费或抑制机制。

在全球决策方面需采取宏观审慎方法，以恢复市场纪律并确保维持金融一体化的好处。

未来的挑战是将这些改革置于国内和跨境机构都能安全运营的综合宏观审慎政策框架之下。目前人们认识到，微观审慎和宏观经济政策的某种结合，其运作是顺周期性的，并能导致杠杆作用和系统性风险的积累。政策制定者需要解决自

身行动加剧系统性风险的问题，无论他们是监督货币、财政还是金融政策。

各国必须在政策领域开展跨境合作并保持一致性。机构和市场的跨境关系使政策制定者无法在不给他方造成后果的情况下采取单边行动。然而，危机后存在这样一种危险，即某些国家想把本国机构从全球市场中隔离并撤出，以保护本国经济免受外部冲击。我们需要的是从日益加深的金融全球化中获益，同时确保控制潜在的负面溢出效应以及明确母国和东道国当局作用的途径。随着政策制定者推进这一艰巨的任务，基金组织可以通过其监督活动以及在全球宏观金融联系方面开展的工作发挥催化作用。

·

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 复苏之路	1
A. 全球金融稳定图	1
B. 全球金融体系在复苏路上面临的挑战	4
C. 新兴市场在全球危机中破浪前行，但脆弱性仍存	17
D. 信贷约束会阻碍复苏进程吗？	23
E. 管理私人风险向主权资产负债表的转移	30
F. 政策含义	35
附录 1.1. 全球金融稳定图：构建和方法	41
附录 1.2. 贷款损失和银行减记估计方法	46
附录 1.3. 估计核心银行的收益	56
附录 1.4. 美国、欧元区和英国信贷需求和信贷能力估计	57
附录 1.5. 金融危机对存款组合的影响——保险基金和养老基金	59
参考文献	64
第二章 重启证券化市场：政策建议和缺陷	67
证券化的兴起、下降及衰落	69
旨在重启可持续证券化的政策倡议	83
结论和政策建议	94
附录 2.1. 最优的保留政策和资本要求	94
参考文献	98
第三章 金融危机期间的市场干预：有效性如何及怎样解除干预？	101
危机期间的干预措施——市场对宣布干预措施的反应	102
对最初市场反应的追踪调查——干预措施的长期影响	110
日本在“失去的十年”后期的经历	113
退出：解除非常规政策的常规指引	116
结论和政策建议	127
附录 3.1. 金融和经济压力指数	128
附录 3.2. 事件研究法及其数据	129

参考文献	130
词汇表	133
附录 代理主席的总结发言	141
统计附录	143
专栏	
专栏 1.1. 信贷损失估计的不确定性	8
专栏 1.2. 修补证券化对支持信贷供给至关重要	28
专栏 1.3. 增加的公共赤字、债务和债券收益	32
专栏 1.4. 恢复银行资本的水平和质量	38
专栏 2.1. 重启证券化的情况	68
专栏 2.2. 信用评级机构的监管新举措	71
专栏 2.3. 房地产抵押贷款投资管道的再证券化和再证券化的复苏	74
专栏 2.4. 抵补债券简介	78
专栏 2.5. 解释证券化风险	81
专栏 2.6. 巴塞尔新资本协议中与证券化和再证券化相关的升级	85
专栏 2.7. 贷款证券化最优保留政策	88
专栏 3.1. 非常规中央银行工具的使用	118
专栏 3.2. 20 世纪 90 年代日本金融危机期间的干预政策	121
专栏 3.3. 将超额准备金作为对资金流动性考虑的指标	123
专栏 3.4. 中央银行资产负债表变化的含义	125
表	
表 1.1. 信贷市场利差	5
表 1.2. 按注册地分类的全球银行资产减记估计	10
表 1.3. 银行资本、盈利和减记额	14
表 1.4. 部分新兴市场国家的宏观和金融指标热度图	20
表 1.5. 非金融私人部门的信贷需求增长	25
表 1.6. 非金融部门净借款需求总额	27
表 1.7. 对非金融部门信贷能力和信贷需求的预期	30
表 1.8. 部分利差：当前和雷曼兄弟破产前的时期	31
表 1.9. 对欧元区国家普通风险因素的敏感度	34
表 1.10. 自 2009 年 4 月期《全球金融稳定报告》发布以来风险和条件的变化	41
表 1.11. 经合组织数据库：覆盖范围及合并的程度	47
表 1.12. 欧元区准备金率模型的统计结果	49
表 1.13. 按贷款类型预测的欧元区准备金率	49
表 1.14. 英国准备金率模型的统计结果	52
表 1.15. 2007—10 年累计损失率	52
表 1.16. 证券指数目录	53

表 1.17. 欧元区居民住房证券市场	53
表 1.18. 美国居民住房证券市场	54
表 1.19. 回归结果：非金融私人部门和公共部门信贷需求	58
表 1.20. 美国成熟行业资金不足的现象更为严重	62
表 1.21. 部分国家强制性固定分配养老金资产	63
表 1.22. 部分国家总投资组合的股权份额	63
表 1.23. 部分国家强制性固定分配体系的实际表现	64
表 1.24. 部分国家违约投资期权的表现	64
表 2.1. 证券化政策进展报告	83
表 2.2. 美国：资产支持证券和抵押贷款支持证券的发行——债券保留的平均水平	93
表 2.3. 相对于理想化预期损失和巴塞尔新资本协议风险权重的信用评级	96
表 2.4. 假设努力水平为 20%，计算信用档的规模（第一步和第二步）	97
表 2.5. 假设努力水平为 31.2%，计算评级和风险权重（第三步）：中间档保留	97
表 3.1. 事件分级	103
表 3.2. 干预措施的数量	104
表 3.3. 危机干预措施的有效性	106
表 3.4. 危机干预措施对金融压力指数的有效性	107
表 3.5. 金融部门政策措施的有效性	109
表 3.6. 3 个月期 LIBOR—隔夜指数掉期（OIS）利差：从峰值下降	116
表 3.7. 管理中央银行资产负债表的补充操作	122
表 3.8. 金融部门措施的可逆性及其影响	122

图

图 1.1. 全球金融稳定图	2
图 1.2. 热度图：系统性资产类别的发展	2
图 1.3. 公司利差变化的贡献度	3
图 1.4. 系统性银行违约风险	3
图 1.5. 资产价格波动和资金以及市场流动性	4
图 1.6. 实际私人部门复合借款利率和短期利率	4
图 1.7. 美国贷款的注销率	7
图 1.8. 欧元区：拨备率	7
图 1.9. 不同地区银行已实现预期的减记或损失拨备	11
图 1.10. 银行问题贷款和收入	11
图 1.11. 银行收益率	12
图 1.12. 银行资本需求	13
图 1.13. 成熟市场银行：债券债务的期限结构	16
图 1.14. 成熟市场：月度债券发行总数和担保债券发行数	16
图 1.15. 欧洲中央银行的再融资工具	17
图 1.16. 全球银行和保险公司股票指数	17
图 1.17. 主要股票指数中企业固定收益养老金计划的融资水平	18

图 1.18. 热度图：新兴市场系统性资产类别的发展	18
图 1.19. 对新兴市场主权对外债务利差变化的贡献度	19
图 1.20. 新兴欧洲信用违约掉期利差（2008 年 6 月 30 日 -2009 年 8 月 31 日）	19
图 1.21. 净资本流入	21
图 1.22. 新兴市场：私人部门的银行信贷	21
图 1.23. 新兴市场以外汇计价的公司债务的再融资需求	22
图 1.24. 新兴市场不同部门的对外债券发行和评级	22
图 1.25. 新兴市场以外汇计价的公司债务的展期率	23
图 1.26. 新兴市场公司债券利差和投机级债券违约率	23
图 1.27. 新兴欧洲：不良贷款率	24
图 1.28. 私人部门信贷增长	24
图 1.29. 非金融部门债务的增长：历史和预期借款需求	26
图 1.30. 银行借贷能力的增长	26
图 1.31. 新兴市场储备积累	27
图 1.32. 成熟市场净主权债务发行	31
图 1.33. 国际资本市场上的新兴市场主权发行	34
图 1.34. 全球金融稳定图：货币和金融条件	42
图 1.35. 全球金融稳定图：风险偏好	43
图 1.36. 全球金融稳定图：宏观经济风险	44
图 1.37. 全球金融稳定图：新兴市场风险	44
图 1.38. 全球金融稳定图：信贷风险	45
图 1.39. 全球金融稳定图：市场风险和流动性风险	46
图 1.40. 贷款损失准备金	48
图 1.41. 欧元区银行贷款的估计份额，2007-10	50
图 1.42. 欧元区银行证券风险细分估计	55
图 1.43. 管理下的非银行固定收益资产的增长	60
图 1.44. 金融部门信用违约掉期利差	61
图 1.45. 2008 年美国固定收益计划恶化的融资率	62
图 2.1. 证券化结构图	70
图 2.2. 按类型划分的全球私人证券化发行	70
图 2.3. 按类型划分的美国私人证券化发行	73
图 2.4. 按类型划分的私人证券化发行	73
图 2.5. 美国资产支持证券 (ABS) 和私人抵押贷款支持证券 (MBS) 的发行	75
图 2.6. 美国 AAA 级证券化工具信用利差	76
图 2.7. 美国政府资助企业与私人抵押贷款支持证券发行	76
图 2.8. 美国和欧洲以外私人证券化发行	77
图 2.9. 全球抵补债券发行	77
图 2.10. 部分抵补债券利差	79
图 2.11. 中介链示意图	80
图 2.12. 所有的 AAAs 都哪儿去了？	80

图 2.13. 美国发行的资产支持证券和抵押贷款支持证券	92
图 3.1. 样本国家危机措施时间图	102
图 3.2. 由金融压力指数反映的全球和美国危机干预措施的溢出	108
图 3.3. 美国：反作用干预措施对金融压力指数的影响	110
图 3.4. 政府担保债券 (GGB) 和非担保投资级银行债券	110
图 3.5. 债务担保对债券发行的影响	111
图 3.6. 美国：商业票据债务余额	111
图 3.7. 美国和欧洲的证券化	112
图 3.8. 信贷增长和银行放贷标准	113
图 3.9. 美国：美联储非常规措施的债务余额	113
图 3.10. 金融部门稳定措施对信用违约掉期 (CDS) 利差的影响	114
图 3.11. 抵押贷款利率	115
图 3.12. 银行部门对日本银行的经常账户差额	115
图 3.13. 日本存款保险公司援助的破产银行	116
图 3.14. TIBOR 和 LIBOR 的 3 个月期利差	117
图 3.15. 日本：银行贷款和消费价格指数	117
图 3.16. 中央银行资产负债表主要构成的变化	120

本书通篇使用下述符号：

...表示数据不可得；

—表示数字为零、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 个基点相当于四分之一个百分点）。

“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。

第一章 复苏之路

在实施史无前例的政策刺激计划以及实体经济初显好转迹象之后，系统性风险显著降低。看起来我们现在正踏上复苏之路。但是，银行信贷仍然吃紧，住户和金融部门的资产负债表压力以及当前的市场失灵仍然成为经济复苏的拖累。这表明一些政策计划需要更全面、充分地实施，而另一些政策需要微调或者扩展，以确保民众信心进一步恢复，信贷渠道恢复畅通。同样，从中期看，我们需要减少并最终扭转私人风险向主权资产负债表转移的趋势。这要求谨慎地实施退出战略，以避免过早退出引发二次危机；同时要求加强金融中介以及改革金融格局的监管政策。

在此背景下，第一章首先对2009年4月期《全球金融稳定报告》(GFSR)发布以来已转化为现实的全球主要金融稳定风险加以概述，然后分析了美国和欧洲信贷恶化的渠道，并评估了这对金融部门资产负债表的影响以及金融机构面临的主要挑战。其次，本章分析了新兴市场的风险和脆弱性，以及在创纪录的主权债务发行背景下减弱的信贷能力是否能充分满足疲弱的私人部门需求。再次，本章探讨了风险由金融体系救助转移到公共资产负债表所带来的潜在尾部风险。最后，本章讨论了政策实施的重点。

A. 全球金融稳定图

我们把影响全球金融稳定的风险和潜在条件概括在全球金融稳定图中(图1.1)。¹在过去的六个月，全球金融稳定状况明显改善。所有指标都有所改观，这反映了系统性风险的降低。但是，风险逆转的可能性仍然很大，处于金融体系核心以及反映一些细分市场的金融压力指标继续处于

高位，如图1.2所示。

随着经济下行接近谷底，宏观经济风险已经消退。基金组织调高了对全球经济增长的基线预测，先进经济体预计将在2010年实现经济的正增长，新兴经济体将实现经济的强劲反弹。全球经济增长的良好前景也支持了图中其他分类指标的改善。全球贸易前景也渐显明朗，随着全球平准通胀率从历史最低点开始恢复，人们对大范围通货紧缩的担忧开始减弱。然而，全球经济复苏预计仍将是一个缓慢的过程，经济下行的风险仍然存在。随着去杠杆化进程的推进，先进经济体的经济增长将低于其潜在增长；由于银行和证券化市场(B部分和D部分)仍处于修复之中，信贷增长可能迟迟不能恢复，将滞后于经济的复苏。风险从私人部门向公共部门的转移也引起了人们对主权资产负债表风险的担心(E部分)。

注：本章由Peter Dattels牵头的小组撰写，该小组成员包括Myrvin Anthony, Sergei Antoshin, Amitabh Arora, R. Sean Craig, Phil de Imus, Martin Edmonds, Vincernzo Guzzo, Kristian Hartelius, Geoffrey Heenan, Gregorio Impavido, Hui Jin, Vanessa Le Leslé, Yingqiu Lu, Rebecca McCaughrin, Paul Mills, Ken Miyajima, Chris Morris, Jaume Puig, Mustafa Saiyid, Narayan Suryakumar 和 Ian Tower。

1. 该稳定图以概括的图表形式展现，带有一定的判断，作为进一步分析的起点。附录1.1详细介绍了图表中的指标是如何测算和解读的。