

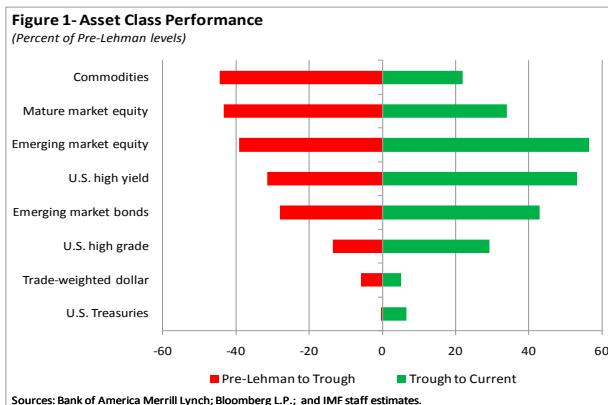
金融体系已稳定，但退出、改革和财政挑战就在眼前

由于经济基本面改善，并且仍在提供大规模公共支持，系统性风险继续减弱。许多先进国家和一些受到严重打击的新兴市场国家的金融稳定虽有改善，但依然脆弱。重中之重是改善这些国家的银行体系的健康状况，以确保信贷渠道正常化。向主权资产负债表转移金融风险 and 公共债务水平上升还将增加金融稳定风险，并使退出过程复杂化。流向一些新兴市场的资本已开始令人担心资产价格和汇率压力。这些国家的政策制定者可能需要更早从支持性政策中退出，以抑制金融稳定风险。对于所有国家，目标是退出非同寻常的公共干预，实现更加安全、但仍具有活力支持可持续经济增长的全球金融体系。

受经济基本面改善和持续政策支持刺激，金融市场自触底后强劲复苏（见“世界经济展望最新预测”，2010年1月）。风险偏好已恢复，股市已改善，资本市场已重新打开。结果是，各类资产的价格从历史低点大幅反弹，因为投资者最担心的经济和金融活动的崩溃没有出现（图1）。

这些有利的发展态势使系统性风险总体下降。由于经济前景更为乐观，宏观经济风险下降，加上宽松的货币和金融状况提供的支持，总体信用和市场风险已减弱。新兴市场风险也已下降。普遍存在的较为宽松的货币和金融状况虽然很有帮助，但也给今后带来一些挑战，需要认真管理。

不过，虽然总体有改善，但金融体系的修复远非完成，金融稳定仍然脆弱。依然存在危机带来的紧迫挑战。同时，已经实施的政策措施所提供的非同寻常的支持正在形成新的风险。事实上，前所未有的政策支持的代价是主权资产负债表面临的风险显著上升，主权债务负担相应增加，对未来的金融稳定造成风险。同时，一些主要新兴市场经济体已经强劲反弹，导致了对资产价格和汇率上行压力的初步担忧。因此，政策制定者需要

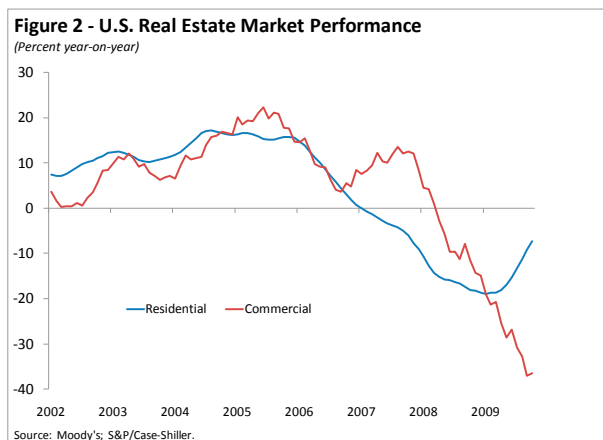


熟地处理退出的时机、顺序和实施，建立新的改革后的金融体系。

银行和信贷

第一个主要挑战是恢复银行体系的健康以及更一般意义上的信贷提供。为此，必须保证银行体系当前的去杠杆化过程依然有序，不需进行有损经济复苏的大幅调整。吸收信贷损失的过程仍在继续，得到目前采取的增加资本措施的支持。我们将在 2010 年 4 月期《全球金融稳定报告》中对预期减记估计值进行更新；银行资产负债表上证券价格的复苏表明，如果目前重新计算，估计值可能比早先估计的要低一些。

展望未来，虽然一些银行已经提高了资本，但在预期实行的新巴塞尔资本充足率标准下，可能需要进一步大幅增加资本，以支持信贷复苏并维持经济增长。新的资本充足率要求看来在转向市场标准，这是 2009 年 10 月期《全球金融稳定报告》计算剩余资本需要的基础。



商业房地产风险暴露导致的信贷损失将显著增加（图 2）。与我们过去的估计相一致，

预期减记集中于那些价格上涨和随后调整幅度最大的国家。

银行不仅面临增加资本的任务，而且需要解决潜在融资不足的问题。如 2009 年 10 月期《全球金融稳定报告》指出的，2011-2013 年即将出现大量到期的情况。这种集中的融资需求是危机期间缩短期限造成的。因此，今后信心的任何削弱可能严重损害银行对这些债务展期的能力。

更加急迫的一个问题是撤销中央银行特别流动性工具和政府对银行债务的担保。尽管随着货币和融资市场趋稳，这两类计划的使用都已减少，但一些银行仍然比其他银行更加依赖这种支持。除非在撤销融资支持措施的同时解决这些银行的薄弱之处，否则有可能再次出现银行困境和信心的总体丧失，这可能产生系统性影响。

尽管最近经济前景改善，但成熟市场的银行信贷增长尚未恢复（图 3）。银行贷款官员调查显示，在欧元区和美国，银行贷款条件继续收紧，但收紧程度已显著下降。尽管信贷供给因素起了一定作用，但从目前看，疲弱的信贷需求似乎是限制总体贷款活动的主要因素。

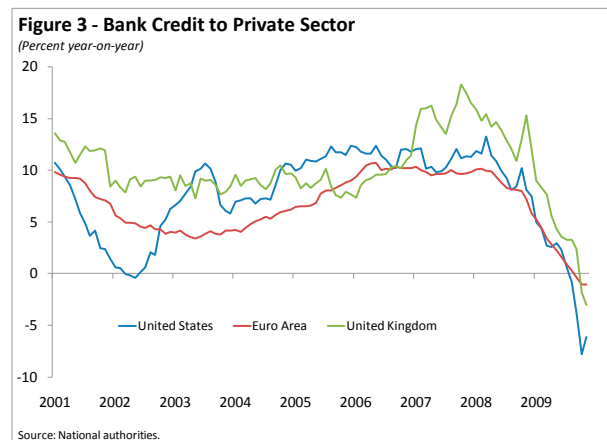
随着信贷周期转折，银行信贷增长继续收缩。虽然正在接近周期谷底，但强劲反弹的前景高度不确定。公司债券发行等非银行来源的信贷已强劲回升，但在许多情况下，不足以抵消银行贷款的下降，并且在多数情况下是用来对未偿债务进行再融资。经济前景的改善将促进信贷需求和银行贷款意愿，但随着银行继续应对资本和融资挑战，其贷

款能力可能成为更具约束性的限制因素。对未来监管框架的不确定性也可能影响银行的贷款决定。

银行继续对资产进行减记，存在融资和资本压力，信贷增长疲弱，这些因素合起来将限制银行今后的盈利能力。这突出表明，需要采取更果断的步骤促进银行重组，以确保银行有足够的利润经受未来的冲击和产生更多的资本缓冲。

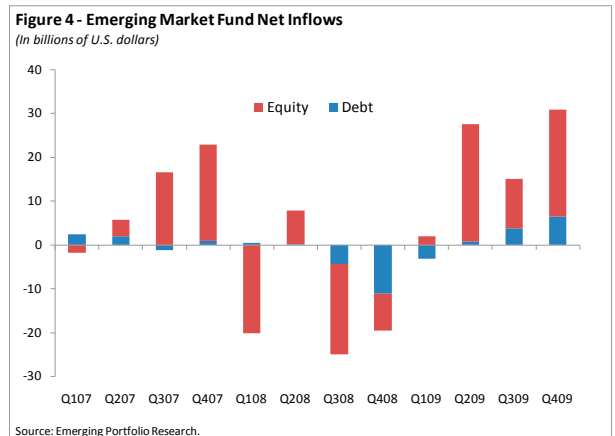
新兴市场资本流入

尽管流入新兴市场的银行资金尚未恢复，但证券投资流入的反弹支持新兴市场资产回升（特别是股票，房地产程度较轻）。人们已经担心这些资本流入可能导致资产泡沫并加剧汇率压力。这可能使货币和汇率政策的实施复杂化，特别是在汇率体制不太灵活的国家。



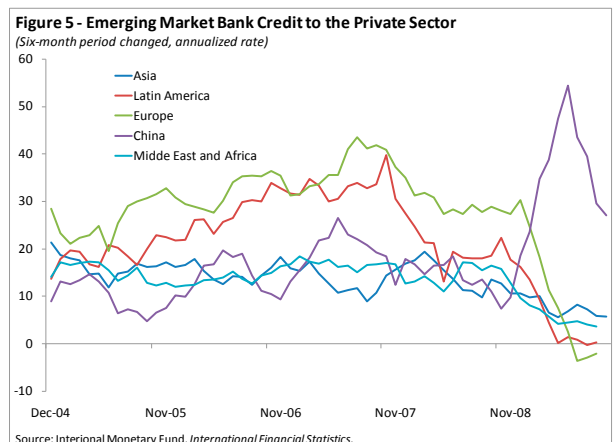
这些资本流入受若干因素的驱动。去年第二季度资本流入的最初高涨似乎是由推动因素导致的，即投资者意愿的变化（图 4）。风险偏好急剧回升使所有风险资产受益。由于先进国家利率低，投资者从安全港转向寻求高收益。这体现在美元贬值和国债价格下

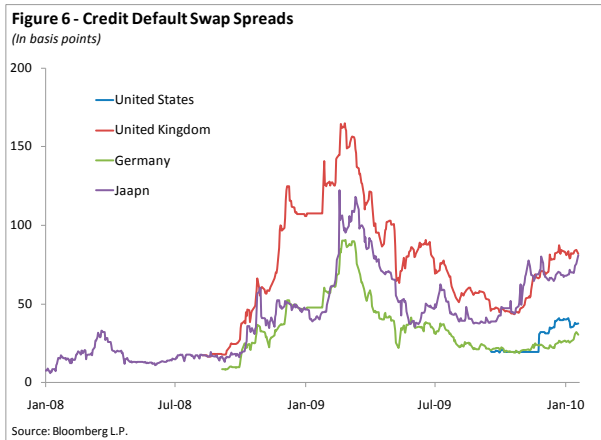
跌，以及资金流出货币市场基金。但从第二季度开始，资本流入由拉动因素维持，即新兴市场增长前景改善，特别是在拉丁美洲。对这些地区汇率升值的预期也促使新的资本流入。



资产价格的上升尚不能被认为是过度 and 广泛的，尽管某些国家和市场的压力已显著增大。房地产价格通胀处在历史标准内，有少数局部例外。

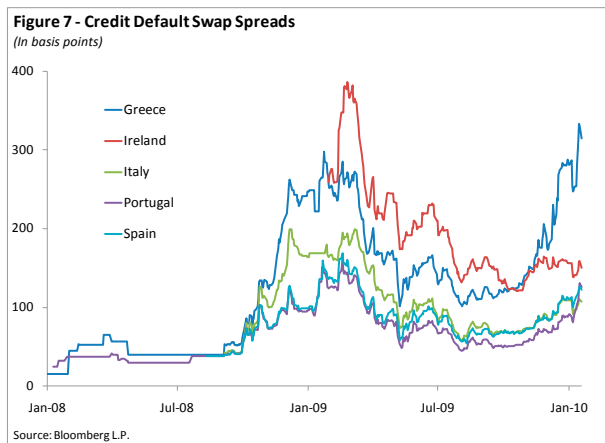
另外，除中国外，许多新兴市场的信贷增长尚未明显恢复（图 5）。这表明杠杆作用还不是资产价格上涨的主要驱动因素。不过，政策制定者绝不能对资本流入和资产通胀抱有自满情绪。随着复苏立稳脚跟，资本流入带来的流动性可能刺激信贷过度扩张和资产价格的不可持续上涨。





主权国家面临压力

金融市场参与者越来越关注先进经济体的财政稳定性问题。由于对可持续性和政治不确定性存在担心，英国和日本近几个月的信用违约掉期利差扩大（图 6）。其余欧洲发行国，特别是希腊，由于评级下调或在财政失衡和整顿计划方面持续存在不确定性，面临更显著的压力（图 7）。



我们对公共部门债务净供给的预测显示，今后两到三年里，发行量相对于长期平均值将显著增加。赤字和公共债务的这种增加给政策制定者带来一些重要挑战，并给金融稳定带来风险。

至少存在这样一种风险，即今后几年内的公共债务发行将挤出私人部门信贷增长，逐渐提高私人借款人需支付的利率，并阻碍经济复苏。随着私人信贷需求复苏，银行发放信贷的能力依然受限，特别是随着取消金融支持措施，以上情况可能发生。更严重的风险来自公共债务利率迅速上升。随着主权债务重新定价，这种利率迅速上升和收益曲线变陡的情况可能对各类金融机构和经济复苏产生不利影响。最后，投资者对某些主权发行者的信心可能显著丧失，对有关国家的经济增长和信贷表现产生不利影响。尽管这也许是局部问题，但有可能更广泛地蔓延到其他国家和市场，并有可能使信心遭到负面冲击。

政策重点

目前，政策制定者在判断退出货币和财政政策的时机、步伐和顺序以及开始实施中期财政整顿和债务削减战略方面需要取得困难的平衡。过早撤销政策支持将使金融体系面临压力再次加剧的影响（例如在经济复苏疲弱和金融脆弱性依然存在的国家），而拖延退出可能导致通胀压力，为今后的危机埋下种子（例如对于存在金融不节制行为和经济过热风险的国家）。

从近期看，政策应侧重于保证金融稳定（目前依然脆弱），以确保复苏得以维持，不再发生实体经济与金融部门之间的负面反馈。持续存在金融脆弱性的经济体应继续清理银行资产负债表，确保融资的平稳展期，并对薄弱银行进行重组。

在迅速复苏的新兴市场国家，政策重点仍是通过宏观经济政策（包括提高汇率灵活性和采取审慎性措施）解决资本流入问题。

从中期看，政策应当以巩固金融稳定为目标，这将为强劲、持续和平衡的全球增长提供支持。需要通过可信的财政整顿降低公共部门风险，而私人金融活动产生的风险应当通过建立新的监管框架来解决。

未来的金融体系

总体而言，从危机中实施的非同寻常的支持措施退出后，必须建立一个更加安全并具有足够活力和创新以支持可持续增长的金融体系。实现安全与活力之间的这种适当平衡并不容易。

实施的几个方面需要特别注意。政策制定者应考虑与未来监管不确定性有关的成本，因为这可能妨碍金融机构在业务范围和信贷提供方面的决定。但他们也应当避免在未对总体影响进行适当分析的情况下过快实行新规定带来的风险。另外，至关重要的一点是，应当尽量缩小各国在实施新的监管框架方面的差异，以避免产生不平等的竞争环境和监管套利，这可能损害金融稳定。

为了成功实行监管改革，微观和宏观审慎监管必须相辅相成，帮助有效减轻系统性风险。只有如此，金融体系才能适当地发挥其作用——以增强可持续经济增长和金融稳定的方式，将资金从储蓄者转到借款者。