

## 2010年4月期《全球金融稳定报告》第一章

### 解决危机遗留问题，迎接金融稳定的新挑战

#### 新闻发布要点

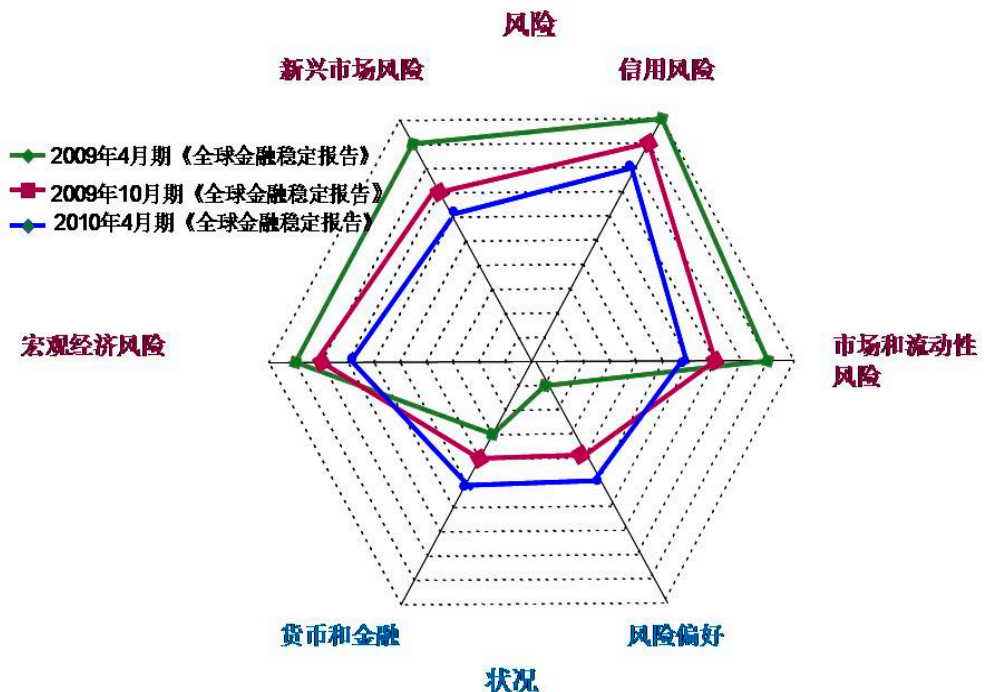
##### 要点

- 随着经济稳步复苏，全球金融体系的稳健状况有所改善，但影响金融稳定的风险依然较大。
- 先进国家的主权风险可能会冲击正在恢复的稳定局面，并使信贷危机演进到一个新阶段。
- 需要采取以下政策措施：通过设计良好的财政重组降低主权风险；清理危机遗留问题，确保一批健康而有活力的核心银行能够提供信贷支持，推动去杠杆化过程的平稳进行。
- 展望未来，我们需要果断推进监管改革方案，完成向更安全、更具弹性、更有活力的全球金融体系的转变。

自2009年10月期《全球金融稳定报告》发布以来，随着经济稳步复苏，全球金融体系的稳健状况得以改善（图1）。然而，由于经济复苏依然脆弱，资产负债状况的修复仍在进行，所以影响金融稳定的风险仍然较大。

先进国家的主权风险可能会冲击正在恢复的稳定局面，并使信贷危机演进到下一个新阶段。由于市场对举债的

图1. 全球金融稳定图



来源：基金组织工作人员的估计。

注：越靠近中心表示风险越小、货币和金融状况越紧和风险偏好越低。

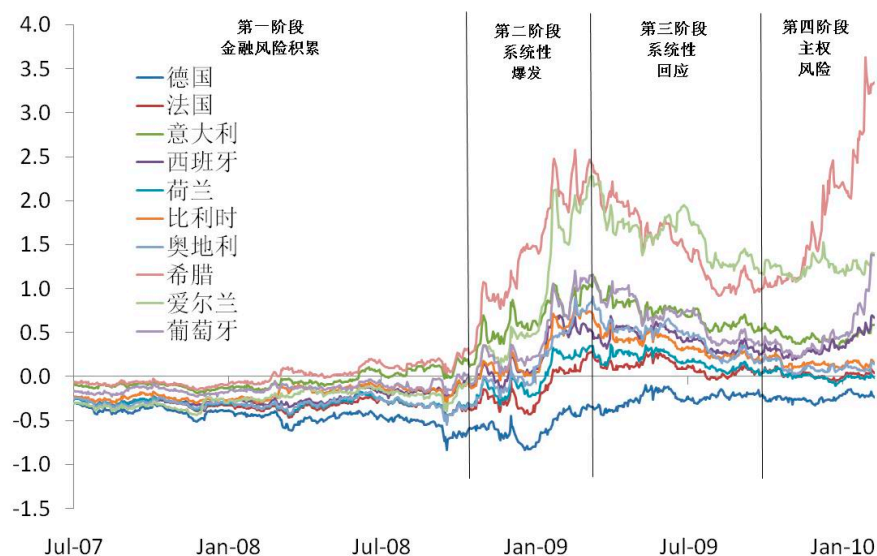
支持意愿下降（不论是对银行还是对主权国家的举债），加上流动性正在被收回（作为退出政策的一部分），因此，新的影响金融稳定的风险已经浮现。最初，受危机打击最大的主要经济体的主权信用风险溢价显著上升。而最近的情况是，一些具有潜在脆弱性的重债经济体的利差扩大，因为对财政的长期可持续性的担心已经转化为主权融资市场的压力，而这种压力可能产生跨境溢出效应（图 2）。主权风险随后向银行体系的传导以及在经济中的循环冲击都可能损害金融稳定。

全球银行体系正在应对遗留问题和去杠杆化过程带来的进一步挑战。经济和金融市场状况的改善使银行的预期核销规模下降（从 2.8 万亿美元降至 2.3 万亿美元）

，银行资本状况显著增强（图 3）。但部分国家银行体系中的某些机构的资本依然严重不足，仍面临显著的下行风险。解决问题银行的进展缓慢，将增大非常规的支持政策措施的退出难度。若不能果断解决问题机构中的问题，经济增长可能受到不利影响。银行必须重新评估业务模式，进一步增加资本，降低其资产负债的风险，并稳定融资来源（图 4）。

图2. 危机的四个阶段

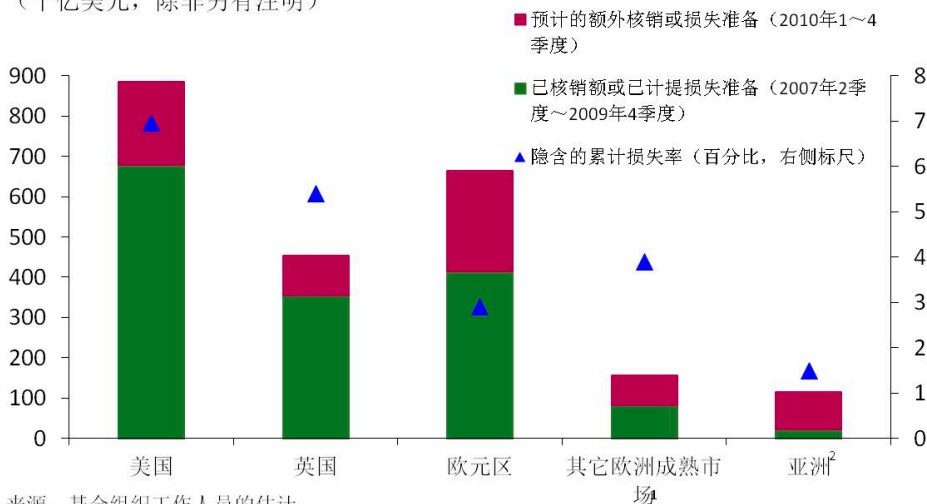
（十年期主权掉期利差，百分比）



来源: Bloomberg L.P.

图3. 按地区划分的银行已经或将要完成的核销或损失准备

（十亿美元，除非另有注明）



来源: 基金组织工作人员的估计。

<sup>1</sup>包括丹麦、冰岛、挪威、瑞典和瑞士。

<sup>2</sup>包括澳大利亚、香港特区、日本、新西兰和新加坡。

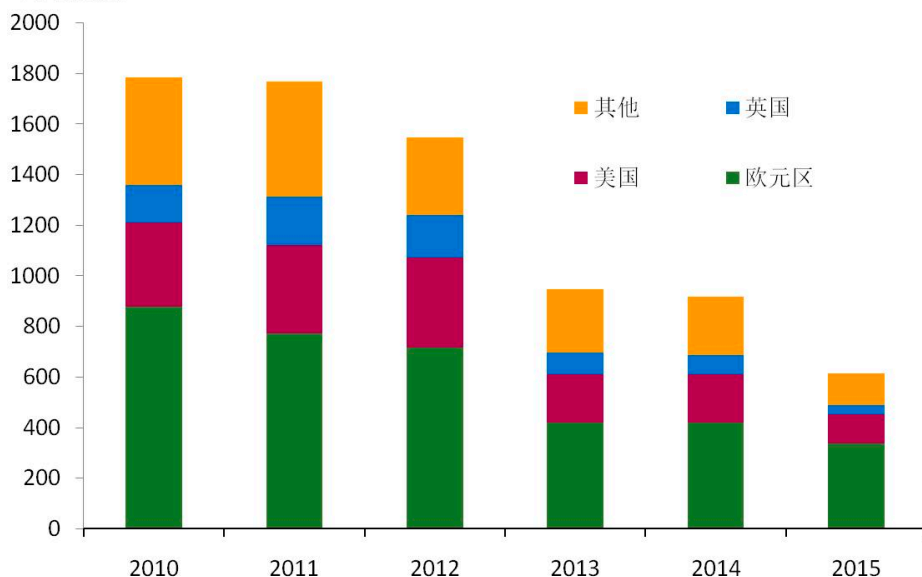
由于银行仍在修复资产负债的过程中，所以信贷复苏的步伐将会很慢，力度较小，分布也不平衡。虽然私人信贷需求复苏乏力，但迅速增长的主权融资需求可能会与有限的信贷供给产生矛盾。采取政策措施缓解信贷供给能力不足问题，管理财政风险，有助于缓解信贷供求矛盾。

全球经济不同步复苏给新兴市场的金融稳定带来挑战。对经济强劲增长、货币升值和资产价格上升的预期是证券投资大量流入亚太地区（除日本外）和拉美国家的拉动因素，同时，外部推动因素（尤其是主要先进经济体的低利率）也起到了关键作用。

但是，到目前为止，除少数市场过热外，并没有出现遍及各国的资产高估现象。然而，当前全球和各国内部充裕的流动性和信贷强劲增长可能在几年内触发通胀，导致资产价格泡沫（图 5）。各国政策制定者已经采取措施应对资本流入，但仍需保持警惕，确保金融稳定。

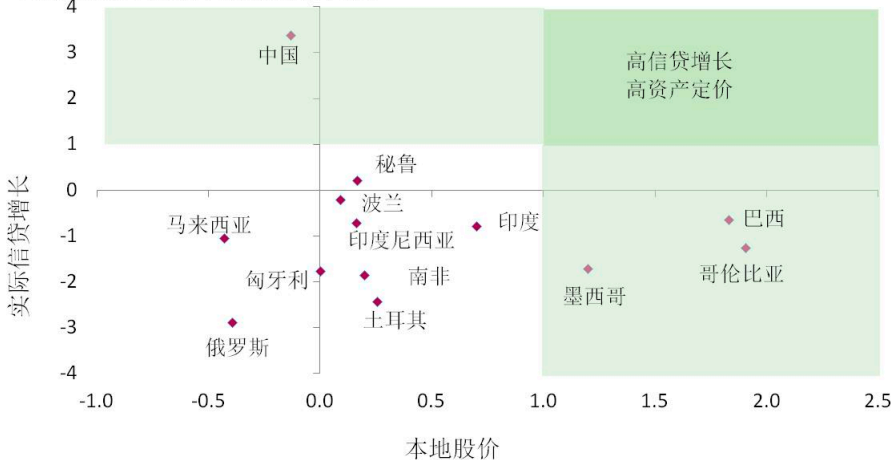
为继续降低系统性风险，政策制定者必须在以下几个关键领域进一步采取行动。谨慎地管理好主权风险至关重要：各国政府需要设计可信的中期财政重组计划，以控制不

图4. 按到期日划分的银行债务展期  
(十亿美元)



来源: Moody's。

图5. 实际信贷增长和股价  
(偏离历史平均水平的标准差个数)



来源: 基金组织《国际金融统计》数据库以及基金组织工作人员的估计。

断增加的债务负担，并避免将信贷危机演进为下一个新阶段。政策制定者需要确保下一阶段的去杠杆化过程平稳进行。为有效退出和确保一批健康的核心银行能够提供信贷支持，需要迅速清理无生存力的机构，并重组有一定商业发展前景的问题金融机构。

**展望未来，需要在兼顾当前经济和金融稳定复苏的同时，迅速推进监管改革。**继续增加银行部门的资本金有助于金融体系为迎接资本充足率框架的变化而做好准备。需要更明确地界定新的金融体系框架，以便使银行明确其未来业务模式。解决“太重要而不能倒闭”问题，对于强化市场约束和防范主权资产负债风险至关重要。

## 2010年4月期《全球金融稳定报告》第二章

### 系统性风险与金融监管的重新设计

#### 新闻发布要点

作者：Marco Espinosa、Andy Jobst、Charles Kahn、Kazuhiro Masaki 和 Juan Sole

#### 要点

- 最近的危机引发了大量针对系统性风险（一家机构的问题可能对其他机构产生负面影响）的监管改革建议。不过，这些建议中多数缺乏细节。
- 本章分析了其中的两个建议：明确授权监管机构监测系统性风险；引入系统性风险额外资本，该收费与有关机构造成的系统性风险成正比。
- 本章认为，授权监管机构对系统性关联活动进行“监测”尚不足够，还需要有更好的对付系统性风险的工具。事实上，在这些工具缺失的情况下，监管机构更倾向于对系统性问题机构采取比其他机构更加宽松的政策。
- 尽管并不一定赞同引入系统性风险额外资本的做法，但本章介绍了计算此类额外资本的实用方法，以备将来使用此收费。
- 本章还指出了将机构间跨境联系纳入考量的重要性，因此，在设计此类额外资本时，需要不同国家监管部门的合作。

最近的金融危机引发了针对系统相互关联性（此概念是指一家金融机构的问题将对其他机构产生负面的影响）进行监督的反思。虽然提出了大量的监管改革建议，但如何将它们实际应用还相当不确定。因此，本章旨在从两方面展开对系统性风险监管的讨论。本章将正式探讨，对系统性风险进行明确监督的授权（如欧元区、英国和美国在最近的一些建议中设想的）本身是否真得可以削弱风险。另外，本章还提出了一种计算和修匀系统性风险额外资本的方法。

#### 监管架构

本章认为，在旨在授权监管机构对系统性金融风险进行监督的改革建议中，最重要的缺失项是对监管机构自身的动机加以分析。这包括“监管宽容”（即监管机构在这些机构本应退出时仍具有维持其运营的动机）可能因监管职能的不同分配而大相径庭。

本章表明，在缺乏一整套相关政策工具的情况下，为监管组合增添一项系统性风险监测职能，不会改变监管机构的基本动机，而这正是近来暴露出的一些监管缺陷的重要

内容。监管机构往往具有维持金融机构运营的动机，即使是在其资不抵债的情况下，因为监管机构极不情愿其监管下的机构被关闭，特别是在某些情况下，只要拥有足够的时间，一家机构就可能再次正常运营。因此，如果缺乏正式限制金融机构取得系统重要性的具体方法，无论监管职能如何分配，监管机构对待具有系统重要性机构的态度可能远比其他机构更为宽容。这是因为，在监管机构看来，具有系统重要性的机构将对其他机构具有更强的破坏性影响。

基于这个原因，有必要考虑采取更加直接的方法来解决系统性风险，例如设立系统性风险额外资本，根据机构带来的系统性风险大小征收额外资本，或者，甚至限制一些业务活动的规模。

### **额外资本系统性风险额外资本**

尽管我们不强求国际社会一定要同意征收额外资本方法，本章介绍了这类额外资本的计算方法。支撑这种方法的概念是，这些附加要求应该与金融机构的系统相互关联性相称。本章介绍了实现这一目的的方法：

- **标准法：**按照此法，监管机构根据每家机构的相对重要性评定出系统性风险等级，然后根据这一等级去评估资本额外资本。
- **风险预算法：**借助信贷风险管理方式，在考虑一家机构带来的额外系统性风险以及其本身出现问题的概率后，确定资本额外资本。

该方法还提出一种消除额外资本潜在顺周期性，即在低迷时增加和在好转时减少的倾向，的方式，大部分风险资本费用都有类似的产生相反效果的属性。

本章还指出了将机构间跨境联系纳入考量的重要性，这种联系会对此类收费产生影响，因此，在设计此类额外资本时，需要不同国家监管机构的共同合作。

2010年4月期《全球金融稳定报告》第三章  
使场外衍生产品更安全：中央交易对手的作用

新闻发布要点：

John Kiff、Randall Dodd、Alessandro Gullo、Elias Kazarian、Isaac Lustgarten、Christine Sampic 和 Manmohan Singh 撰写

**要点**

- 稳健运作和监管得当的场外衍生产品中央交易对手（CCP）能减少交易商之间的对手风险，并能最大程度降低由交易对手连锁违约所带来的系统性风险。
- 然而，场外衍生产品交易商将合约转至中央交易对手的成本可能很高，因为需要追加的担保数额巨大，所以过渡应当是渐进的。
- 鉴于场外衍生产品市场的全球性质，需要对监管框架进行密切的跨境协调，阻止监管套利，减轻系统性风险和有害的跨国外溢效应。
- 所有的场外衍生产品交易都应予以记录，并储存在受到监管的交易信息库中，应确保所有相关监管和监督机构都能获取每一交易对手的详细数据。

近年来，场外衍生产品市场增长显著，名义未结余额目前已超过 600 万亿美元。在金融危机期间，由于金融市场困难加剧，市场大体上呈现出双边清算特征，交易对手风险日渐明显，作为场外衍生产品市场的组成部分，信用违约掉期市场占据了中心地位。在雷曼兄弟公司和美国国际集团（AIG）的问题上，由于对雷曼和 AIG 倒闭带来冲击认识不足，监管当局后来付出了昂贵的成本。。

有人提出建议，通过引入中央交易对手使衍生产品市场更安全、更健全、更透明，并缓解系统性风险。本章将简要地介绍这一主题，并指出，稳健运作和监管得当的中央交易对手能减少交易商之间的对手风险，并能最大程度降低由交易对手连锁违约所带来的系统性风险。中央交易对手收集所有与已清算合同相关的信息，因而带来了提高透明度的契机。

然而，由于中央交易对手集中了大量信用和操作风险，而这些风险可能会导致其违约，所以他们应当确保财务稳健，遵守审慎风险管理程序，并受到有效监管。此外，鉴于场外衍生产品市场的全球性质，需要对监管框架进行密切的跨境协调，以避免监管套利，减轻系统性风险和有害的跨国外溢效应。

同时，只有当足够大量的合约转至中央交易对手，单个交易对手和系统各级的中央清算效益才能实现。在这方面，仍然存在一些潜在的挑战，其中包括加强产品的标准化程度和流动性，以及可能需要大量先期资本和以初始保证金为形式的担保成本。

假如交易商还需要额外的动力才将双边合约转至中央交易对手，本章提出了一个建议，依据其衍生产品账目对其交易对手构成的风险大小，向交易商征税。强制对所有标准化合约进行中央清算是一个不太理想的解决办法，因为可能需要追加大量的保证金，而马上这么做的话将引起市场混乱。此外，基础设施建设成本也很巨大，包括开发信息系统、制定新的规则和程序等。不过，如果其他激励措施未能实现足够的转契，则可能需要用强制规定来克服市场参与者对担当先行者的恐惧。尽管看起来衍生产品交易商确实在将那些可以清算的合约转至中央交易对手，但如果当局认为强制规定为必须，那么就应当逐步予以执行。

### **政策建议：**

本章提出了一些政策建议，其中许多已进入立法和监管程序。主要的政策建议包括以下内容：

- 一个全球中央交易对手监督框架应当提供较高起点的公平竞争环境，并阻止监管套利。当局应当制定应急计划和拥有适当的权力，在全球协调基础上对中央交易对手的违约予以处理。
- 监管当局应当确保，中央交易对手具有充足的缓解和管理风险的程序和工具来保护所有相关市场和完整性及所有市场参与者的利益，并遵守支付和结算系统委员会和国际证券委员会即将发布的针对中央交易对手的准则。
- 任一法律管辖区都应当有明确的法律依据来指定一个主管机构对中央交易对手进行监管，以确保开展有效监管和监督。对于具有系统重要性的中央交易对手，主管监管机构应当是一个系统性风险监管者。
- 中央银行应当有能力在出现极端流动性短缺的情况下向具有系统重要性的中央交易对手提供紧急流动性。



## 2010年4月期《全球金融稳定报告》第四章

### 全球流动性扩张：对“接收”经济体的影响和政策回应选择

#### 新闻发布要点

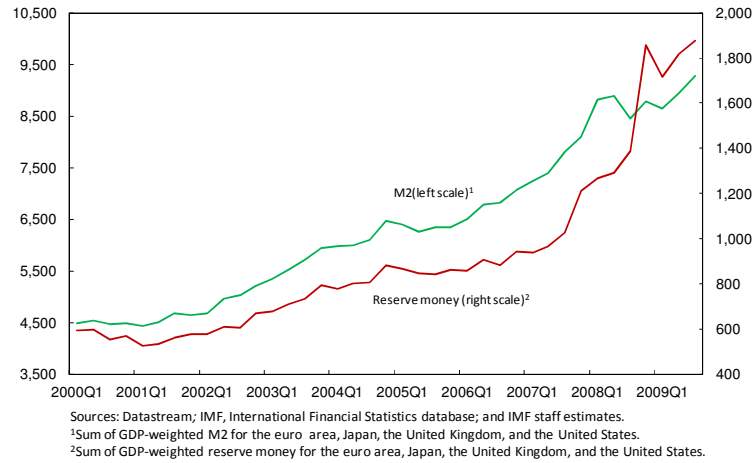
作者：Effie Psalida、Annamaria Kokenyne、Sylvia Nowak 和 Tao Sun

#### 要点

- 大量全球流动性传导至具有较高利率和较强增长的经济体，这可能会带来政策挑战。尽管资本流入有多种好处，但突然的流入激增可能导致通货膨胀和资产价格泡沫。
- 本章认为，全球流动性使接收国的当地股票价格上涨，实际利率下降，这种作用往往大于国内流动性，并且，浮动汇率制有助于降低国际流动性对资产价格的负面影响。
- 接收流动性的经济体可以利用若干政策对资本流入激增做出回应。这主要是宏观经济政策的适当搭配，包括在条件允许时实行更灵活的汇率，以及加强审慎监管。
- 如果这些政策措施不够，并且资本流入激增可能是暂时的，那么资本管制可以对政策工具起到有效的补充作用。尽管在资本管制有效性方面的证据褒贬不一，但管制措施确实可以延长某些类型资本流入的期限。
- 即使资本管制在个别国家处理资本流入激增过程中被证明是有用的，这种措施可能促使其他国家实行资本管制，从而造成不利的多边影响。

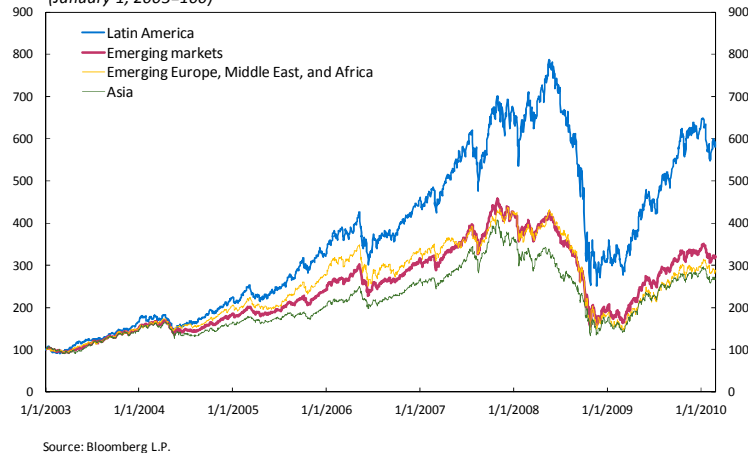
本章评估大量全球流动性的传导以及流向具有相对较高利率和较强增长前景的经济体的资本的相应大幅增加。本章提出，除了国内流动性外，四国集团（欧元区、日本、英国和美国）宽松的货币状况可能给接收流动性的国家带来政策挑战，表现形式为升值压力加大和资产价格上涨（图1）。

**Figure 1. Global Liquidity**  
(In billions of U.S. dollars; GDP-weighted; quarterly data)



本章分析并指出，全球流动性扩张与接收流动性的经济体的资产价格（如股票收益）之间存在很强的联系，接收流动性的经济体的官方储备积累与证券投资流入之间也存在很强的联系（图2）。

**Figure 2. Emerging Markets Equity Indices**  
(January 1, 2003=100)



为了应对全球流动性和资本流入的激增，接收经济体的政策制定者可采取若干政策。为减轻与资本流入激增有关的风险而采取的政策回应包括以下方面：

- 增强汇率的灵活性，特别是在存在汇率低估的情况下。分析显示，浮动汇率制对全球流动性激增以及国内资产相应面临的价格压力提供了天然缓冲。
- 积累储备（在适当时采用对冲或非对冲干预）。
- 在通货膨胀压力不大的情况下降低利率。

- 在总体宏观经济政策态势过于宽松的情况下收紧财政政策。
- 加强金融体系的审慎监管。

如果条件允许，放宽对资本流出的管制可能也是有用的。适当的政策搭配取决于各国具体情况。

如果这些政策措施不够，并且资本流入激增可能是暂时的，那么资本管制可以对政策工具起到有效的补充作用。然而，资本流入更为持久的增加往往是由更为根本的因素造成的，需要更为根本的经济调整。在整个经济周期内实施的设计良好的宏观经济政策有助于缓解资本流入激增和突然撤出的影响。

在资本管制有效性方面的证据褒贬不一。有一些迹象表明管制措施可以延长某些类型资本流入的期限（尽管不会减少流入量），这为运用货币政策独立性创造了更大空间。本章概述一些国家的案例分析，重点研究了过去那些成功或失败的资本管制类型。

即使资本管制在个别国家处理资本流入激增过程中被证明是有用的，这种措施可能造成不利的多边影响。一国实行的资本管制，如果有效的话，可使资本转而流向其他国家，促使这些国家也实行资本管制。大范围依赖资本管制可能推迟各国的必要宏观经济调整，在当前环境下，会妨碍全球需求的重新平衡，从而阻碍全球复苏和增长。