

## 概要

在采取前所未有的政策行动以及实际经济初步出现改善迹象之后，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，支持了金融市场的改善。不过，只要银行仍然面临压力，住户和金融机构需要降低杠杆率，就依然存在着实际部门与金融部门之间负面反馈回路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可信性。自满情绪目前成为一个风险——银行体系问题可能仍得不到解决，十分必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定一个计划，该框架应减轻系统性风险的积累，稳定预期，并支持信心，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》公布以来，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打开。即使如此，信贷渠道依然受损，经济复苏看来将是缓慢的。第一章首先记述重新建立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消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，美国银行已渡过直至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，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实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资源），新兴市场的尾部风险已下降。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，这也将有所帮助。

### **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。有关结果突出显示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要得到谨慎管理。**

因救助金融体系和财政刺激计划而导致的风险向公共资产负债表的转移，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，其中考虑到金融部门稳定政策和或有负债，以此缓解这种风险。

### **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非流动资产以及复活证券化方面，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，并从银行资产负债表上清理受困资产。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，对有生存力的银行进行注资，并谨慎地清理不具生存力的

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，才应考虑公开单个银行的结果。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新启动证券化至关重要。**

鉴于修复信贷中介的重要性，《全球金融稳定报告》第二章分析私人证券化的作用，并评估有关重新启动这一市场的建议。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做法的过程中，需保留向银行体系之外转移信用风险的好处以及贷款人分散融资来源的能力。

该章指出，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；会计做法；资本要求；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的回应行动的潜在危险，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。

该章还分析了发行资产担保债券的好处与成本。对于资产担保债券，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，降低了证券化的好处。不过，资本市场型融资（向投资者出售债券）的好处使得能够产生更多的中介活动。总的来说，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。

### **支持金融体系恢复和改革的必要政策**

针对融资和信贷市场混乱采取的政策回应措施是前所未有的。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回应措施的极短期的影响和较中期的影响，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好于其他政策。**

该章分析 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，但一旦明显看出若干国家的金融危机已经变为清偿能力而非流动性风险危机，这种政策的有效性下降。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外溢影响，这种影响有时比在本国产生的影响更大。这突出表明协调政策回应的极端重要性。

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资产担保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销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。

第三章概述了关于撤销非常规政策的方式和时机的一些考虑因素。总体而言，如果一项工具能通过提高其成本或逐步降低其可得性而逐步取消，则能试图以渐进的方式取消对私人部门的支持。首先应考虑撤销昂贵的政策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，必须注意撤销政策的跨境影响，进行协调可能有所帮助，特别是对于各国撤销对银行债务的担保（此处可能产生套利机会）。清晰地沟通退出战略至关重要。在这方面，运用路标——按市场状况指标而非固定截止日期描述——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的清晰设想，以提供明确性和增强信心。**

除了明确界定的撤销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做出适当规划。

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。这不仅包括界定在多大程度上提高资本、准备金和流动性缓冲，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新建立市场纪律。已经提出了有关建议，它们将在一定程度上削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、监管和清理体制以及竞争政策，以确保没有一家机构被认为“太大而不能倒闭”方面，仍需做困难的工作。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应有所帮助——例如国际货币基金组织、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——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。**

今后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合作和保持一致性。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，即某些国家想围护本国机构并脱离全球市场，以保护本国经济不受外部冲击。我们需要的，是从日益加强的金融一体化中获益，同时确保控制潜在的负面外溢效应以及明确母国和东道国当局的作用的途径。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。