

概要

过去六个月发生的事件显示了全球金融体系的脆弱性，并提出了关于私人 and 公共部门机构所采取的应对措施的有效性这一根本问题。尽管有关事件仍在发展变化，2008年4月《全球金融稳定报告》（GFSR）评估了体系面临的脆弱性，并提出了初步结论和政策教训。从该项分析中得出的一些主要结论包括：

- 各方都未能充分认识各类机构（银行、单一险种保险机构、政府赞助的实体、对冲基金）的杠杆程度以及相关的无序调整风险。
- 私人部门风险管理、信息披露和金融部门监管都滞后于迅速的创新和商业模式的变化，从而导致过度冒险、担保薄弱、期限错配和资产价格通胀。
- 高估了从银行资产负债表的风险转移。随着风险转为现实，这对银行资产负债表造成了巨大压力。
- 尽管主要中央银行采取了前所未有的干预措施，但金融市场依然面临相当大的压力，目前又受到更加不利的宏观经济环境、机构资本金不足和杠杆率大范围下降的影响。

总之，自2007年10月《全球金融稳定报告》发布以来，全球金融体系无疑面临日益增大的压力，金融稳定面临的风险依然很大。信贷质量恶化、结构性信贷产品价格下跌以及金融体系杠杆率广泛下降带来的流动性缺乏加剧了系统性问题。政策制定者目前面临的重要挑战是立即采取步骤减轻更剧烈调整的风险，包括通过制定应急计划或其他补救计划，同时解决当前动荡的根源。

第一章—— 评估全球金融稳定面临的风险

第一章阐述了危机正如何蔓延到美国次级抵押贷款市场以外，即蔓延到优质住宅和商业房地产市场、消费信贷以及各等级公司信贷市场。美国仍是震中，因为美国次级抵押贷款市场是信贷标准降低的起源地，也第一个遭受相关结构性信贷产品带来的问题。但其他国家的金融机构也已受到影响，同样反映了过于有利的全球金融状况，并在不同程度上反映了风险管理系统和审慎监管的薄弱。房价水平相对于经济基本面过高、公司或住户资产负债表受到压力的工业化国家也面临风险。

迄今为止，新兴市场国家总体上显示了抗冲击能力。然而，一些国家仍易于受到信贷收缩的影响，特别是那些国内信贷增长依赖外部资金来源、并有大量经常账户逆差需要得到融资的国家。债务市场（特别是对外公司债）已受到先进国家动荡的影响，融资成本已经上升。如果金融状况恶化，不能排除投资者对新兴市场资产的风险偏好受到进一步冲击。

信贷恶化和被迫出售带来的损失以及收入增长下降使银行和非银行金融机构的资产负债表面临重大考验。第一章再次分析了与次级抵押贷款有关的损失，并扩展了 2007 年 10 月《全球金融稳定报告》中的有关分析。该章预测，美国房价下跌和抵押贷款拖欠情况的增加可能导致与住宅抵押贷款市场和相关证券有关的损失总额达到约 5650 亿美元，其中包括优质贷款预期出现的恶化。若加上美国发放的与商业房地产、消费信贷市场和公司有关的贷款及发行的相关证券，潜在损失总额将增加到约 9450 亿美元。尽管这些估计是根据关于风险暴露程度和价格水平的不精确信息做出的，但表明银行资本

可能面临更大压力，并可能出现进一步的价值减记。此外，若加上非银行金融机构（包括单一债券发行者）的损失，危险在于随着杠杆率继续下降，银行体系可能遭受进一步冲击。对合同执行情况提起诉讼的风险也在增加。

宏观经济反馈效应也越来越令人担心。资本缓冲减少，在银行损失的规模和分布方面存在不确定性，加上正常的信贷周期走势，可能对住户借款、商业投资和资产价格产生重大影响，这反过来又影响到就业、产出增长和资产负债表。鉴于金融体系的证券化和杠杆程度，这种走势相比过去的信贷周期可能更加剧烈。因此，当前的动荡显然不仅仅是流动性事件，而反映了根深蒂固的资产负债表脆弱性和薄弱的资本基础，这意味着其影响可能更加广泛、更加深入、持续时间更长。

宏观经济政策必须成为控制经济下行风险的第一道防线，但政策制定者需在更广泛领域采取行动。一项主要挑战是确保具有系统重要性的大型金融机构继续迅速修复其资产负债表，并增加股本和中期融资（即使现在采取这样的措施成本较高），以增强信心，避免进一步损害信贷渠道。各类投资者（包括主权财富基金）已开始提供股本资金，但为了帮助增加机构的资本金，可能需要注入更多股本。

一些主要中央银行除了强有力地放松货币政策之外，还向货币市场提供了各种期限的流动性，以确保货币市场平稳运作。这些行动（在一些情况下是各中央银行协调采取的）得益于操作程序的加强。展望未来，近期的发展情况表明中央银行需进一步反思货币政策在促使产生信贷约束缺乏方面可能起到的作用，并改进在当今更加全球化的金融体系下缓解流动性压力的工具。然而，一些成熟市场国家的政策制定者目前面临的首要任务是以尽量降低道德危害和潜在财政成本的方式解决对系统性不稳定的脆弱性。除了

分析根源外，还必须解决私人部门激励机制和报酬结构问题，以防止今后积累类似的脆弱性。

第二章——结构性融资：定值和信息披露问题

新的、复杂的结构性融资产品、市场和商业模式的大量涌现使金融体系容易遭受融资中断和信心丧失。第二章较详细地考察了这类工具如何及为何对金融稳定产生这种不利影响。特别是，该章分析了结构性信贷产品的定值和会计做法（包括发起和随后各环节）对金融稳定的影响。该章还讨论了在处于压力期间或较浅的市场上资产的市场定价对银行资产负债表的影响。在这些产品如何设定结构和定值方面，信用评级机构继续发挥重要作用，因此，该章考察了评级是如何确定的，结论是应考虑改进评级机构使用的模型。

除了定值和会计方面的不确定性外，结构性信贷产品的商业融资模式看来也存在缺陷。这些工具往往设在与银行有关的表外实体下，并由其提供融资，如结构性投资工具（SIV）和管道。第二章第二部分考察了设立这种法律实体的商业和监管动机，以及为何未能在银行风险管理系统下解决其风险（即，风险合并的零散参数显然太窄，难以正确评估风险）。尽管资产负债期限不匹配是银行业务的普遍特征，但这些高杠杆的结构性投资工具和管道的期限极端不匹配。它们过度依赖批发市场取得融资，这表明压力必然带来逆向激励机制和透明度的缺乏。这也表明，如果风险在产生之处得到配置，并针对这种风险持有充足的资本，那么这些实体作为商业模式的生命力可能会大大降低，至少是在其当前形式下。

第三章——市场流动性不足和融资流动性不足：当私人风险公共化

随着危机从结构性投资工具和管道的融资问题转化为银行间流动性的普遍下降，银行内部的流动性风险管理系统受到影响。第三章考察市场流动性（在只引起价格小幅变化的情况下买卖资产的能力）与融资流动性（具有清偿能力的机构及时按商定的条件进行支付的能力）之间的关系。该章发现，一些新的工具可能增加了发生不利“流动性螺旋”（市场流动性不足导致融资流动性不足，反之亦然）的可能性。实证研究支持这样一种观点，即在美国和其他成熟经济体，融资流动性与市场流动性之间的关系在危机期间加强，而在 2007 年夏天之前，这种联系实际上不存在。在危机期间，几个新兴市场主权债务价格与美国融资市场之间的相关性也显著上升，表明这些金融市场在危机期间继续高度相关。

第三章指出，先进国家大型银行所处状况的发展趋势表明，相比过去，这些银行防范流动性事件的能力下降。对批发融资的依赖和有利的金融环境使金融公司愈发对其流动性风险管理系统感到自满，未能充分防范不利的流动性事件，更加依赖中央银行的干预来解决其流动性问题。同样，银行监管者关注于实施新巴塞尔协议，而巴塞尔委员会仅在最近才开始重新考察流动性风险问题。

融资市场流动性降低促使中央银行采取前所未有的干预措施，以缓解银行间货币市场的压力。第三章评估了这种干预的成功性，侧重于美联储、欧洲中央银行和英格兰银行。使用相对多元化的担保库向广泛的交易对手方提供流动性的能力增强了欧洲中央银行流动性操作的有效性。美联储不得不改变其程序，向需要的银行提供流动性，并减轻

使用更广泛贴现窗口所带来的不良印象。短期标售工具的运作改善，近期还设立了新的机制，进一步缓解流动性压力。第三章试图从实证角度分析紧急流动性支持的有效性，发现美联储和欧洲中央银行的行动有助于降低货币市场利率的波动性，但对利差水平的影响似乎较小。

结论和政策倡议

尽管近些年的经济增长与繁荣充分显示了金融创新的好处，但过去八个月发生的事件也表明存在代价。信用风险转移产品（旨在广泛分散风险的创新）不总是被用来把风险转到最有能力承担风险的机构。事实上，相当大量的风险回到了最初分散风险的银行体系。虽然《全球金融稳定报告》和其他有关方面对新的结构性信贷工具隐含的更高杠杆率和更大冒险程度提出了警告，但银行（及其他金融机构）的杠杆率目前看来比多数人所预计的更高。对这些新工具和技术的监管也没有跟上。

以下是与当前事件有关的一些短期和中期建议。其他一些集团和论坛（如金融稳定论坛、联合论坛、巴塞尔银行监管委员会）同时在制定各自的详细标准和指导原则，其中很多将比以下所提建议更深入地探讨实际问题。

在短期...

紧迫的挑战是缩短危机持续时间，降低其严重程度。在成熟市场金融体系开展的以减轻脆弱性和增强信心为重点的行动应当是首要重点。一些步骤可以由私人部门来完

成，无需正式监管。其他步骤（问题的公共产品性质使得无法采用纯粹的私人解决方案）将需公共部门介入。

私人部门能够做出有效贡献的领域是：

- **信息披露。**及时和有效地向公众报告风险暴露情况和定值方法，特别是对于结构性信贷产品和其他流动性低的资产，这有助于缓解在受监管金融机构状况方面的不确定性。
- **修复银行资产负债表。**一旦能够合理估计价值减记的规模，应迅速进行价值减记，这有助于清理银行的资产负债表。资本金不足的机构应立即寻求筹措新股本和中期融资，即使这样做的成本看来很高。
- **总体风险管理。**各机构可有效披露旨在纠正风险管理失效的广泛战略，这种失效可能导致了损失和流动性困难。治理结构和各机构不同类型风险管理的融合需得到改进。交易对手方风险管理再次成为一个有待解决的问题。需要重新检查过去十年取得的进展和依然存在的差距（不充分的信息或风险管理结构）。
- **管理层报酬结构。**需要纠正那些可能缩短吸收存款金融机构最高管理层时间跨度的激励机制。理想上，这种受监管金融机构的报酬应提供尽早纠正风险管理失误的激励机制，提供充分的资本和流动性缓冲，并且，所作决定一般有助于提高公司长期生存力，以降低系统性风险。

官方部门的短期行动在以下领域将最为有效：

- **一致对待。**与审计部门一道，监管部门可以鼓励提高透明度，并确保对难以定值的证券采用一致的方法，从而尽量减小全球金融机构的会计和定值差异。监

管者应能评估受监管实体使用的证券定值模型的强健性。在压力期间，公允价值会计方法的严格运用应有一定自由度，这一点应得到更正式的承认。

- **更有力的监管。** 监管者需更好地评估资本相对于可能未涵盖在新巴塞尔框架之内的风险的充足度。应当更加重视确保银行具备适当的风险管理系统（包括对市场风险和流动性风险）以及强健的内部治理结构。当监管者认为风险未得到适当管理，或不具备充分的应急计划，他们应能要求提供更多资本和流动性缓冲。
- **特别稳定报告。** 为了帮助减轻不确定性，并纠正公众的不利误解，特别是当前对于流动性低、难以定值的结构性信用证券，特别稳定报告可能有所帮助。这种报告可有效利用相关监管信息，客观评估现有风险，并提出减轻有关国家脆弱性的计划。
- **提早采取行动解决陷入困难的机构。** 公共部门应积极做好准备，迅速解决受困金融机构面临的压力。在这种情况下，可能需要采取早期补救行动或干预措施。
- **为受损资产制定公共计划。** 各国当局可能希望制定应急计划，在价值减记导致动荡并对实际经济产生显著不利影响的情况下，对付受损资产带来的大规模冲击。采取这种措施的形式在不同国家和部门将有所不同，但可借鉴那些防止受损资产减价出售的成功案例。

对于新兴市场国家，政策行动应侧重于降低对成熟市场冲击的脆弱性。具体而言，由外部资金支持快速信贷增长的国家需制定强健和现实的应急计划，以应对这种融资的下降。如果国际流动性变得不足，依赖外部融资的国家的国内压力将增加。在经历房价

上涨的国家，金融市场监管者可有效地重新检查，取消抵押品赎回权应如何处理，法律框架是否有利于过高价格的平稳调整。几乎所有新兴市场国家都应检查金融机构的信息公开披露的可靠性和详细程度，以及其会计框架的强健性，因为对主要金融机构健康状况的不确定性导致金融不稳定。新兴市场监管者和中央银行应检查其自身的应急计划，特别是与管理流动性中断有关的应急计划。应与外国银行的本国监管者一道采取步骤，对这种计划和正在开展的监管进行协调。

在中期...

中期内需要实行更根本的改革。政策制定者应避免“仓促监管”，特别是应避免过度抑制创新或加剧目前信贷收缩的影响。此外，新巴塞尔资本协议若得到严格实施，已为银行领域的改善提供了空间。然而，需进一步详细审查某些领域，特别是关于结构性产品和对表外实体的处理。因此，需对框架做出进一步调整。

鉴于结构性融资和证券化的“发起—分配”商业模式在危机中的作用，需认真检查哪些领域需予以纠正。应指出的是，证券化本身不是问题。问题在于美国抵押贷款发放条件不严格，证券化相应地扩展到日益复杂和难以理解的产品结构，担保资产的质量越来越低，以及在有利的金融环境下风险未得到充分重视。回过头看，应付这些风险的资本不足。第二章未试图彻底分析导致结构性融资极端增长、从而引发危机的逆向激励机制，但可以提出一些初步政策。

私人部门可有效地朝以下方向采取行动：

- **对结构性融资产品的一些组成部分进行标准化。**这将有助于增进市场参与者对风险的了解，促进具有更高流动性的二级市场的发展，并提高定值方法的可比性。标准化还可促进清算所的发展，共同处理与这些类型的场外产品有关的交易对手方风险。
- **起始和随后环节的透明度。**投资者如果能获得关于基础资产和定值对各种假设的敏感性的更及时、全面和充分的信息，将能更好地评估证券化产品。
- **评级体系的改革。**2006年4月《全球金融稳定报告》建议对结构性产品采用有差别的评级指标。此外，为使新指标有意义，还应补充关于结构性信贷产品对评级下降的脆弱性的信息。这一步骤可能要求重新评估对被评级证券的监管处理。
- **透明度和信息披露。**发起者应及时、定期地向投资者披露关于表外实体主要风险的相关汇总信息。这些信息应包括，各机构对信用风险缓解工具（如保险）的依赖度，以及风险在多大程度上存在于发起者，特别是在处于困境情况下。更一般而言，标准制定机构和监管机构应考虑统一各国的信息披露做法（如时间和内容）。

官方部门应对以下领域进行检查。各种标准在这些领域的运用可能产生系统性影响。

- **更加关注运用公允价值会计结果。**需彻底检查因公允价值低于某一限值而导致减价出售的前景。应采取方法指导公司在不被迫减价出售的情况下检查定值基本要素。需重新评估监管指导原则在多大程度上鼓励或要求采用这种公允价值

“触发器”。审慎性监管应判断确定公平价值的各种方法的可靠性，特别是在使用盯模方法的情况下。会计标准制定者在其会计做法和指导中越来越需要考虑对金融稳定的影响。

- **设立结构性投资工具和管道的激励机制。**原则上，新巴塞尔协议相比过去的巴塞尔协议不太鼓励出于降低监管资本的目的而向这种实体转移风险。但各国监管当局需严格实施新巴塞尔协议，同时可能需要在风险转移条件和适当降低资本要求方面得到更强的指导。在与监管当局合作下，会计标准制定机构应重新考虑合并原则，以解决可能导致表外活动和风险缺乏透明度的激励机制。
- **加强对抵押贷款发起人的监管。**在美国，应考虑扩大 2006 年和 2007 年关于良好贷款做法的银行指导说明，以涵盖非银行抵押贷款发起人。如果能解决各监管机构相互分割的问题，银行监管者之间进行协调的效率也将得到提高。应考虑设计有关机制，使贷款发起人在其发起的贷款中有财务利害关系。

薄弱导致危机的另一个领域是金融机构的流动性管理。目前可以明显看出，各种因素可能导致金融机构对不利流动性事件的防范不足。这种情况应予解决。

对于金融机构，危机提供了许多重要教训，包括以下方面：

- **流动性风险管理。**公司需在其市场风险模型中考虑更加剧烈的价格暴涨（“不连续价格变化”）和相关性变动，在可能的情况下对风险指标进行调整。可以通过延长缺乏融资流动性的期间和改进应急计划来开展更好的压力测试。可向投资者披露更多关于公司内部如何管理流动性风险的信息。

- **对复杂结构性证券的流动性做出更现实的假设。**公司依赖高度结构性证券来提供担保在危机中被证明将产生问题。资产负债表上具有更多可用于担保的高流动性资产，这可使机构在压力期间更容易获得融资。

金融监管当局还需在检查流动性管理问题和考虑其他监管改进方面发挥更积极的作用。

- **加强现有的国际流动性指导。**巴塞尔委员会流动性工作组已在考虑如何加强其在这一领域的现有指导。及时的检查值得欢迎。全球活跃银行的多币种融资表明，可能需要在各国间采用更统一的流动性管理方法。
- **监控最佳做法。**采用更好的方法，监控实现流动性管理“最佳做法”（如巴塞尔委员会、联合论坛和国际金融学会制定的最佳做法）的进展，这将有助于防止各机构之间的差距。如果进展不足，可能需要采用类似第二支柱的体系，即监管者负责确保具有充分的银行流动性管理系统，银行持有足够的流动性缓冲，并具有完善的应急计划。

货币当局也需根据危机检查其操作做法。这一事件要求向银行间市场前所未有地注入流动性，并使用以前未曾使用过的操作工具。中央银行目前应集中关注在危机中发挥作用的政策，以改善银行间市场的运作，并更好地分配流动性。应考虑的政策包括以下方面：

- **扩大担保品范围。**为方便起见，中央银行需能运用广泛的担保品，也许应就可在多个中央银行运用的担保品达成一致。然而，中央银行需具备完善的担保品定价政策，避免使其自身资产负债表面临过高的信用风险和流动性风险。

- **广泛的交易对手方。**中央银行应在正常时期确定广泛的银行作为交易对手，这些银行在压力期间有资格获得流动性。在压力期间改变这组银行可能发出这样一个信号，即某些银行（可能持有刚刚被接受的担保品）在获得优惠待遇。
- **提供流动性的期限结构。**有用的做法是制定操作程序，以便提供不同期限的流动性。然而，在改变中央银行资产负债表期限结构的同时，需进行沟通，表明这种改变如何与货币政策战略相一致。
- **改善金融监管者之间的协调。**中央银行和其他负责金融机构监管的机构可建立更密切的联系，并改善信息分享，以便能更好地预料到流动性和清偿能力方面的困难。中央银行应确保它们能连续获得单个银行的信息，从而能够独立判断潜在交易对手方的健康状况。
- **监管责任和执行。**监管者必须拥有足够的法律权力和资源。例如，如果金融机构向多个监管者报告，模糊和套利的空间将扩大。因此，可取的做法是对某一机构的监管和执行由一个机构负责。这些机构之间的跨境信息分享和协调也应得到加强。

总之，私人市场参与者和公共部门应加强对一些领域的关注。国际货币基金组织有空间更积极地促进有关金融危机和中央银行流动性管理的最佳做法。这些问题包含在基金组织的金融部门评估项目中，基金组织还将加大努力将其运用于双边和多边政策建议中。

危机仍在发展变化，因此尚未获得完整的经验教训。不过，亟待解决一些问题。支持对金融机构的信心应是重点任务。其他问题需要更多反思和研究，以尽量减少监管行动带来的预料之外的后果。