

2009年10月期《全球金融稳定报告》第一章  
 新闻发布要点：迎接未来的金融挑战

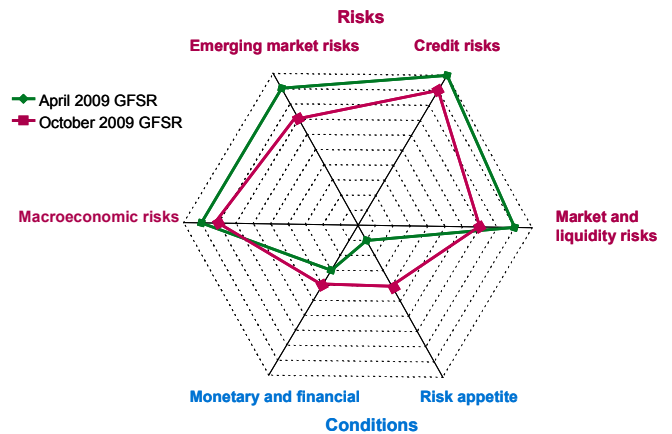
要点

- 全球金融稳定状况已改善，但风险依然居高不下。
- 估计的全球损失已降至 3.4 万亿美元。然而，银行贷款仍将进一步恶化——其减记额的一半以上仍有待确认。
- 政策制定者近期面对相当大的挑战。这包括确保充分的信贷增长以支持经济复苏；制定适当的退出战略；以及管理大量公共借款造成的风险。

在采取前所未有的政策行动及经济出现复苏迹象后，全球金融稳定状况改善。不过，总体风险仍然居高不下，逆转风险依然显著（图 1）。我们所估计的 2007-2010 年源自危机的全球损失目前约为 3.4 万亿美元（比上一期《全球金融稳定报告》低约 6000 亿美元），主要是由于证券价值上升。

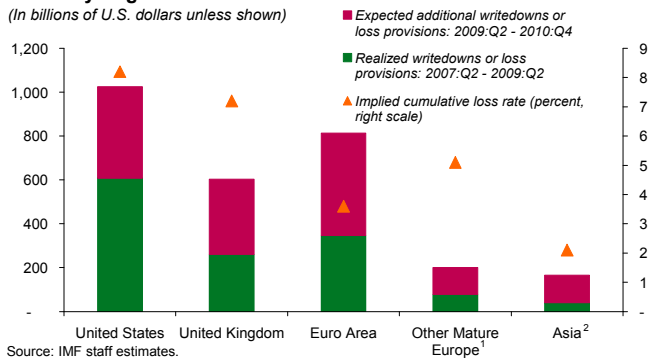
金融机构继续面临三个主要挑战——重建资本、增强收入及不再依赖政府融资支持。金融机构的证券减记开始下降，但今后几年内信用恶化将继续导致更高的贷款损失。2007 年年中至 2009 年年中，银行对所持有的贷款和证券的实际减记额达 1.3 万亿美元。我们估计，到 2010 年年底，1.5 万亿美元的实际和潜在减记仍有待确认（图 2）。自上一期《全球金融稳定报告》发布以来，银行的资本头寸和前景已显著改善，但预计收入不能完全抵消即将进行的减记。银行有足够的资本生存下去，但仍面临去杠杆化压力。危机后，处于稳定状态的收入可能下降，因此，需要采取更有力的行动增强银行资本和盈利能力，以支持贷款。

Figure 1. Global Financial Stability Map



Source: IMF staff estimates.  
 Note: Closer to center signifies less risk, tighter monetary and financial conditions, or reduced risk appetite.

Figure 2. Realized and Expected Writedowns or Loss Provisions for Banks by Region



Source: IMF staff estimates.  
<sup>1</sup>Includes Denmark, Iceland, Norway, Sweden, and Switzerland.  
<sup>2</sup>Includes Australia, Hong Kong SAR, Japan, New Zealand, and Singapore.

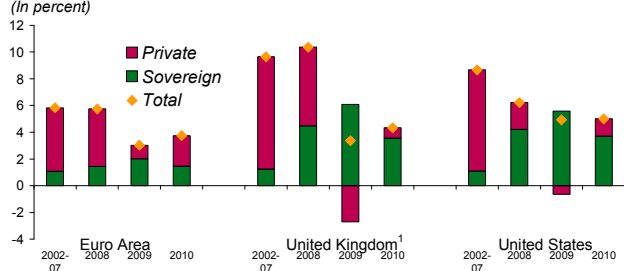
主要经济体的私人部门信贷增长继续收缩，因为疲弱的经济活动和住户的去杠杆化抑制了私人部门信贷需求，银行和非银行部门的融资能力依然有限（图 3）。然而，由于公共部门赤字迅速扩大，总借款需求没有同样快地减速。可能的结果是，信贷可得性受到限制。中央银行可能必须继续提供支持，帮助缓解这种限制。

强有力的政策措施使新兴市场的尾部风险下降。亚洲和拉丁美洲从核心市场趋稳和证券投资流入复苏中获益最大。然而，公司部门的再融资和违约风险依然相对较高，今后两年内，公司面对 4000 亿美元的外币债务再融资负担。新兴欧洲的形势最为严峻。由于经济衰退，新兴欧洲公司的收入急剧下降，已经发生了几起重大违约。但亚洲和拉丁美洲的较小型杠杆公司的状况也令人关注。高度依赖外部融资和跨境融资的国家最为脆弱。

风险从私人部门向公共资产负债表的转移令人关注，使人担心长期利率可能面临上升压力，除非政府对中期财政可持续性做出可信承诺并锚定预期。预计 2010-2012 年的主权发行量相比 2009 年预测将下降，但可能仍然大大高于 2002-2007 年的平均值，因为财政赤字仍然很高（图 4）。历史截面数据分析显示，财政赤字对 GDP 比率持续上升 1 个百分点将导致长期利率上升 10-60 个基点。

尽管系统性风险已下降，但政策挑战依然严峻。政策制定者需要（1）确保充分的信贷增长，以支持处于萌芽状态的经济复苏；（2）制定适当的退出战略；（3）管理与主权资产负债表压力有关的风险；以及（4）在减轻未来的系统性风险过程中，保持监管与市场力量之间的平衡。从中期看，政策制定者应力图恢复市场纪律，解决系统性机构带来的风险，采用宏观审慎政策方法，并加强对跨境金融机构的监督。

Figure 3. Growth of Nonfinancial Sector Debt: History and Projected Borrowing Needs

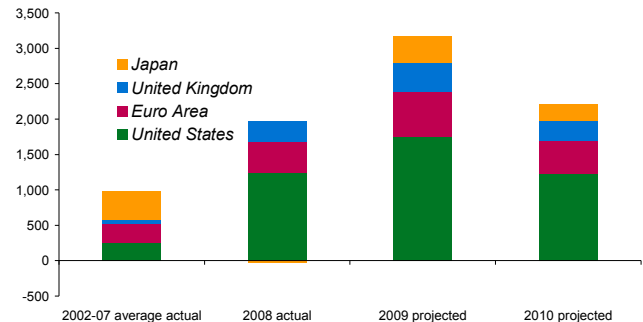


Source: IMF staff estimates.

Note: Data for 2002-07 represent average annual totals while 2009 and 2010 are projected borrowing needs. Total growth is broken down into private and sovereign contributions.

<sup>1</sup>There was no reliable fit for corporate credit demand in the United Kingdom, so the U.S. model was used as a proxy.

Figure 4. Net Sovereign Debt Issuance in Mature Markets



Source: IMF staff estimates.

Note: Numbers are converted to U.S. dollars at current exchange rates. Net issuance includes bonds and bills.

**2009年10月期《全球金融稳定报告》第二章**  
**新闻发布要点：重新启动证券化市场：政策建议与易犯的错误**

**作者：John Kiff、Jodi Scarlata、Andreas Jobst 和 Michael Kissler**

**要点**

- 健全的证券化提供了重要好处——更有效率地分配信贷，将信用风险从银行部门分散到更加多样化的投资者，以及根据潜在最终投资者更细致地调整风险和收益。
- 如果不能重新启动证券化，代价将是银行融资压力长期存在，信贷缩减，中央银行和政府需持续提供替代融资。
- 健全证券化的新模式应能摒弃过去的“高压”市场，建立能够在不增加产品复杂性和不提高杠杆率的情况下可靠满足借款方融资需要的市场。
- 就重新启动可持续证券化提出的各项建议（提高资本要求、对表外实体采用更加严格的会计标准、保留要求以及加强披露要求）的方向都是正确的。
- 然而，如果综合实施所有建议，这些建议的相互作用可能使重新启动证券化的成本过高。在实施这些建议之前，应开展影响分析，以确保这些建议合起来能够促进而非阻碍健全的证券化。

2005-2007年期间看到的证券化高涨是由各种来源的激励失调导致的——发行人和信用评级机构相互配合对证券评级过高，监管和会计套利促使产生不当投资结构和产品，着眼于短期、基于业绩的报酬刺激了发行。许多投资者还未能对其证券化头寸进行适当的尽职调查，往往是因为不能自由获得这样做所需的信息。当所有这些薄弱之处涌现出来（一定程度上体现在借款人违约增加和价格崩溃），证券化产品价格和发行量大幅下降，市场的大部分在2008年和2009年实际上关闭。

本章分析私人证券化市场的起落，并评估旨在可持续地重新启动证券化市场的各项倡议。这些建议力求纠正失调的激励机构和监管套利机会，它们阻碍了风险的有效分配，削弱了市场纪律，并导致承销和监控标准出现偏误。正在讨论的建议包括提高监管资本要求，对将资产移到表外实行更严格的会计标准，提高对发起人的保留要求，以及加强披露要求。

特别是，本章评估在美国和欧洲提出的以下建议，即对发起人实行最低5%的保留要求，以使它们自己有更多利益在其中，从而确保有人负责用心承销和监控。本章指

出，需要灵活地予以实施，以便广泛地协调激励因素，因为随着违约概率、经济形势和贷款质量发生变化，证券化产品的发起人有不同的动机筛选贷款。

### 政策建议

本章提出若干政策建议，其中一些涉及已经在考虑的活动，同时也是建立在《全球金融稳定报告》以前提出的建议基础上的。

- 政策应降低“选购利率”的动机以及与评级有关的监管要求套利的动机，包括要求评级机构披露其方法并公布其评级业绩数据，以及减少监管对评级的依赖。
- 保留要求应适应金融产品的类型、其基础风险和前瞻性经济状况——如不能，政策制定者应选择一个能够应付多数结果的次优保留方案。
- 应当加强财务报表的披露和透明度，特别是对于表外风险暴露。然而，信息的披露应集中于实质相关信息，不应给证券化机构和投资者过多不相关信息。
- 应当修改证券化机构的报酬体系，以有更长期的视角，最近对证券化会计标准的修改使我们更靠近这一目标。
- 证券化产品应当简化和标准化，以提高流动性，确保价格更好地反映实际交易。

本章传达的一个根本信息是，尽管所有这些措施的每一项在实施之前的目标都是正确的，但需仔细评估它们之间的相互作用。应开展影响分析，以确保这些措施合起来能够促进可持续的证券化。

## 2009年10月期《全球金融稳定报告》第三章

### 新闻发布要点：金融危机中的市场干预：有效性如何及如何退出？

作者：Effie Psalida、Wouter Elsenburg、Andreas Jobst、Kazuhiro Masaki 和 Sylwia Nowak

#### 要点

- 尽管目前综合评估干预的长期有效性尚为时过早，但本章的实证分析表明，所宣布的危机干预措施有效地平静了陷入困境的金融市场。
- 以平静市场的短期目标来衡量，在危机早期阶段宣布流动性支持最有效，而在后期当局对银行注资和购买资产最有效。
- 关于长期有效性，我们的初步结论是，由于公共部门采取了前所未有的危机措施，某些金融工具的市场价格已开始稳定，债务发行正在回升。
- 从危机干预中退出应当以恢复对金融机构和市场健康状况的持久信心为目标。明确地沟通退出行动（不仅包括何时开始，而且包括整体过程是如何设计的），对于维护市场稳定和管理预期十分重要。

本章评估主要先进经济体当局在目前危机期间宣布和实施的干预措施在多大程度上有效地平静了陷入困境的市场和恢复了金融稳定。本章还初步分析了这些干预措施对目标市场的较长期影响，探讨了如何从这些危机措施中退出，涉及时机、顺序和市场扭曲等问题。

本章解决三个主要问题：

#### 所宣布的危机干预措施在平静市场方面的有效性如何？

银行部门压力缓解，受损最严重的债务市场在一定程度上恢复了自足状态，这些是令人鼓舞的迹象，表明大萧条以来公共部门对金融部门最大规模的干预帮助缓解了对系统性风险的担心。针对危机采取的政策回应措施是迅速的，在一定程度上有效平静了金融市场和恢复了市场运作。

这项分析是基于对13个先进经济体两年期内（2007年6月至2009年6月）宣布的政策措施的事件分析。该事件分析的结论是，在市场不确定性和对手方风险很高的环境下，例如在融资流动性是主要担心的危机早期阶段，流动性支持能最有效地平静金融市场。

随着危机从流动性危机演变为清偿力危机，当局宣布的银行注资和购买资产措施最有效，因为这些措施帮助缓解了信用风险。

### 危机干预措施的长期有效性如何？

尽管综合评估长期有效性尚为时过早，但对几个方面做出暂时评估是有益的。本章通过考察当局试图影响的金融工具的发行量和总体价格变动，分析较长期的有效性。将具体的政策干预与较长期有效性联系起来十分困难，因为存在发生于其间的事件和其他造成混淆的因素，尽管如此，本章的初步结论是，某些市场价格在趋稳，债务发行在回升。

### 公共部门应当何时及如何从危机措施中退出？

总体而言，中央银行和政府从对金融体系的危机干预中退出应当以恢复对金融机构和市场健康状况的持久信心为目标。由于各国经济和金融状况不同，在公共部门应当何时及以何种顺序撤销危机中实施的工具方面没有统一的模式。

不过，某些一般原则确实适用。

1. 在撤销危机措施的时机和方式上制定的战略应当包括管理市场预期，以及明确沟通撤销战略何时开始及如何执行。
2. 重要的是制定计划，防止不同部门之间或不同国家之间的套利机会。例如，在可能的情况下，各国应协调撤销政府对银行债务发行的担保。
3. 对于政府的金融部门措施，应优先退出对金融市场造成显著扭曲影响并给政府带来大量或有债务的支持计划。不过，应当按照金融市场状况，具体而言，金融市场在多大程度上仍然缺乏流动性或处于脆弱状态，权衡这些决定的时机和方式。