

## 政策降低了系统性风险，但脆弱性依然存在

金融状况已经改善，因为前所未有的政策干预降低了系统性崩溃的风险，对经济复苏的预期已增强。然而，脆弱性依然存在，必须避免自满情绪。金融部门继续依赖大规模公共支持，导致风险空前地从私人部门转向公共部门。但同时，需要着手制定从各项金融、货币和财政支持政策中退出的战略，以解决市场不确定性。中期政策需确保为使政策和市场正常化采取的步骤与建立稳健金融监管的持久框架、可持续的财政平衡及维持价格稳定相一致。

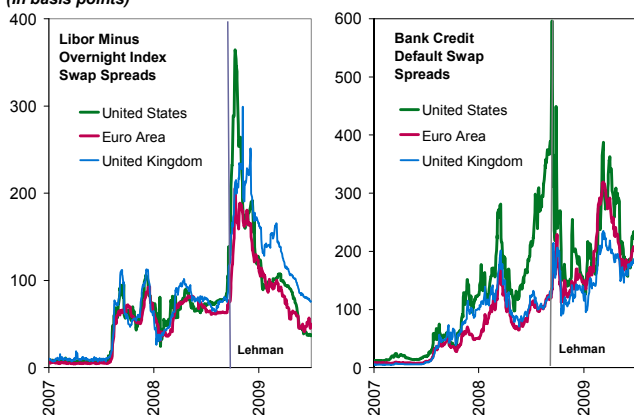
相比 2009 年 4 月《全球金融稳定报告》（GFSR）中指出的极高风险水平，全球金融体系面临的风险已经下降。各国中央银行和政府采取的前所未有的政策行动成功地稳定了银行的金融状况、缓解了融资压力和对交易对手方风险的担心，并支持了总需求。这些干预措施降低了发生另一起与雷曼兄弟公司崩溃类似的系统性倒闭事件的尾部风险。银行债务和同业市场已恢复运作，尽管是在大规模公共干预下恢复的。对银行部门流动性和交易对手方风险的担忧已减轻，体

现在伦敦同业拆放利率-隔夜指数和信用违约掉期利差的缩小上（图 1）。

然而，总体金融状况依然紧张。在成熟经济体，银行对私人部门信贷的增长继续放慢，未获得公共部门支持的证券化市场依然处于失灵状态，并且，低质量借款人几乎无法从资本市场获得融资。另外，为降低私人部门风险提供支持的公共部门干预已导致公共部门风险相应增加，并加重了财政可持续性负担。

由于联合实施了财政和货币刺激措施，严重衰退的风险已下降（如 2009 年 7 月《世界经济展望最新预测》中讨论的）。这帮助促进了风险意愿回升和波动性下降，投资者开始离开安全港转向风险资产。尽管所认知的信用风险已下降（体现在利差缩小和预期违约率下降上），但仍然处于高水平。新兴市场的风险也减轻，反映了商品价格回升、证券投资流入恢复和资产价格上升（图 2）。这些改善的分布不平衡，流向新兴市场的跨

Figure 1. Bank Systemic Indicators  
(In basis points)

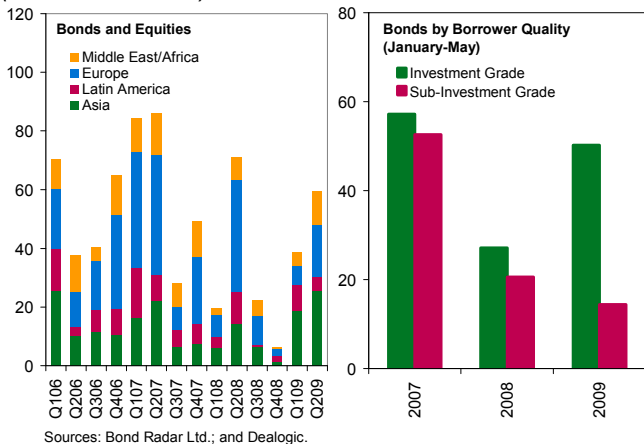


Sources: Bloomberg L.P.; and Datastream.

境银行资金依然疲弱。新兴欧洲的风险也下降，但依然面临压力，2009年4月《全球金融稳定报告》指出的脆弱性持续存在。

2009年4月《全球全球稳定报告》强调了三个主要领域的风险：（1）先进经济体银行部门的薄弱可能对信贷增长和经济复苏产生更大阻碍作用；（2）新兴市场面对资本流入的减缓或停止依然脆弱；（3）如果不以可信的方式管理公共部门资产负债表的负担，主权债务的收益率可能显著上升，私人借款人可能被挤出。尽管在这些领域取得了进展，但依然存在担忧。

**Figure 2. Emerging Market External Securities Issuance**  
(In billions of U.S. dollars)



### 需要恢复银行资产负债表的健康

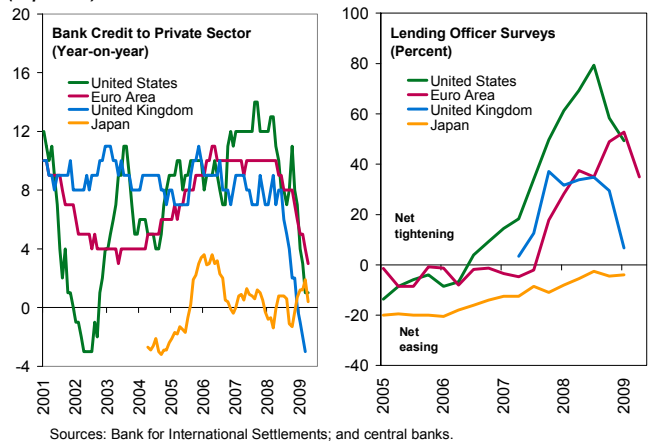
由于按市价计值的回升，发生大范围银行危机的风险已经下降，证券的预期减记也可能

有所减少，但是，由于预期将发生进一步的贷款减记，银行资本仍是一个令人担心的问题。对美国银行体系的信心得到以下因素的支持，即盈利结果好于预期，开展了成功的压力测试，美国政府承诺担保 19 家最大银行，以及实行了一系列银行筹资措施。然而，预计贷款损失比率仍将上升。在欧洲，全能银行也从盈利状况改善和资本增加中受益，但预计损失率将上升。欧洲银行监管委员会正在对整个体系开展协调的压力测试，这应有助于重建对银行体系的信心。但是，在大西洋两岸，各国都难以有效实施措施彻底解决银行资产负债表上的受损资产问题，因此，如果全球经济下滑比预期更深入、更持久，银行将容易受到这些资产质量进一步恶化的影响。

### 公司债券市场已重新开张，但银行信贷增长仍在放慢

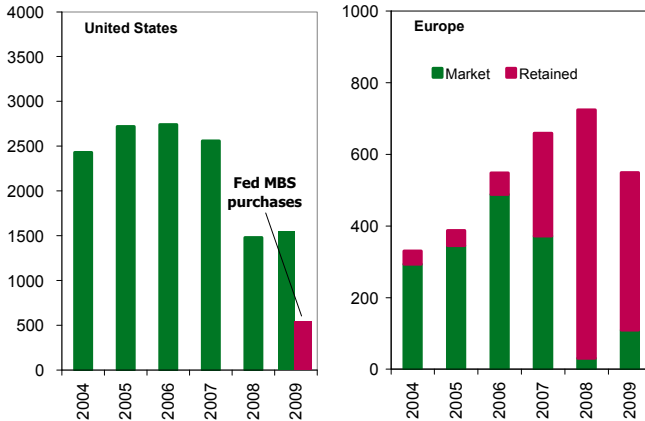
公司债券市场的运作较前正常，这对于在更大程度上依赖非银行市场融资的国家（特别是美国）是一个重要的发展。公司信用和资产支持利差显著收紧，发行量上升，因为公司寻求其他方式替代不足的银行信贷。高收益债券的发行量最近也增加，但仍限于较高质量信用，利差依然处在历史高水平。

**Figure 3. Credit and Lending Conditions**  
(In percent)



然而，尽管实施了以重振对最终用户信贷为目的的非常规政策，银行贷款仍然受到限制。总体银行信贷增长仍在下降，因为去杠杆化过程在继续（图 3）。证券化市场继续失灵，除了那些直接得到政府计划或中央银行融资支持的市场（图 4）。

Figure 4. Securitization Issuance  
(In billions of U.S. dollars)



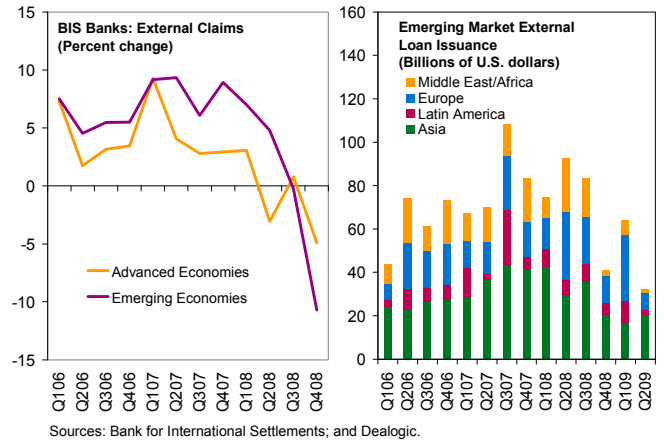
Sources: Citigroup; European Securitization Forum; and SIFMA.  
Issuance data annualized for 2009, while purchasing data year-to-date.

### 新兴市场情绪已加强，但市场对资本外流依然脆弱

新兴市场资产已从商品价格回升和增长前景改善中受益，特别是在亚洲。风险意愿的回升还使投资者的证券投资恢复流入。2 月底以来，新兴市场股票反弹了 30-60%，相当于或超过成熟市场股票的上涨幅度。新兴市场债券指数（EMBI）全球主权利差自 10 月达到峰值以来下降了一半多。尽管出现了这些积极的变化，新兴市场的总体前景对低于预期的全球增长和国际银行贷款的收缩依然脆弱。正如 2009 年 4 月《全球金融稳定报告》中强调的，银行跨境头寸的收缩速度快于其国内资产负债表，尽管有迹象表明母银行维持了对新兴市场子公司的融资水平（图 5）。因此，跨境去杠杆化使过去十年发生的迅速的金融全球化后退。这一趋势可能将

继续下去，对那些高度依赖跨境融资的银行体系造成进一步压力。新兴欧洲和独联体对跨境融资收缩特别脆弱，并且，从市场反弹中得到的好处小于其他地区。

Figure 5. Cross-Border Banking



Sources: Bank for International Settlements; and Dealogic.

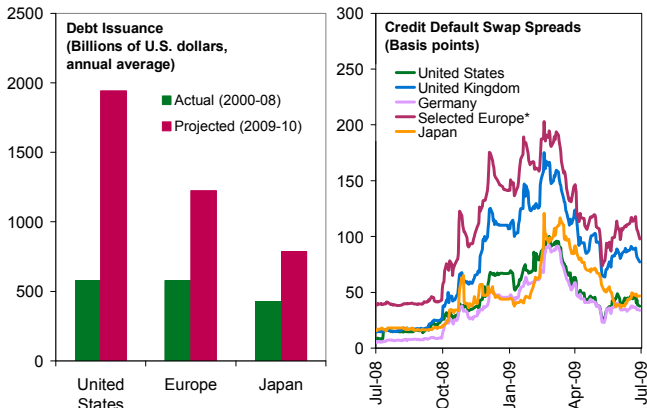
### 对主权债务市场的担忧增加

在全球范围内，主权收益曲线的陡峭度显著增大，因为传统的货币政策放松锚定了短期利率，而较长期一端的曲线急剧上扬，部分反映了复苏前景改善和通货紧缩风险下降。不过，对市场吸收新供给的政府债券的能力的担心可能也导致收益率上升（图 6）。由于预期许多成熟市场经济体的公共债务水平将上升，对财政可持续性的关注增强可能已体现于主权信用违约掉期利差仍大大高于危机前水平。

### 今后的风险

2009 年 4 月《全球金融稳定报告》指出，对系统稳定的威胁加剧和信贷紧缩恶化将带来紧迫的政策挑战，并强调，需要采取一系列金融政策缓解下行风险。自那以后，前所未有的政策行动降低了发生重大倒闭的可能性，这是朝着恢复信心迈出的重要一步。

Figure 6. Sovereign Debt



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF, *World Economic Outlook*.  
\* Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain.

必须避免自满情绪。金融领域的近期改善有可能导致自满情绪。需要继续采取政策努力，防止近期的改善部分逆转。尽管金融体系已脱离一段极度不稳定时期，但某些金融市场运作显著失常，表示依然存在很高水平的不确定性。信心依然脆弱，尾部风险可能再度出现。金融市场的改善主要得益于广泛的公共部门支持。因此，目前还远不能确信高效金融中介所需的各类市场已经持久恢复。

需要开展更多工作修复银行和市场。对于银行，这意味着，在某些情况下继续实施现有措施，在其他情况下采取新的措施。尽管银行近期已筹措资本，但随着违约率上升，需确保今后资本水平充足，如必要需促进重组。此外，需继续采取行动帮助银行有效处理受困资产。只有如此，它们今后才有能力支持实体经济。同时，尤为重要是寻找途径将证券化市场置于更稳健的基础上，以此打开该市场，因为该市场是信贷提供的重要管道。

去杠杆化和尾部风险。如果不能有效解决成熟经济体银行的其余问题，那么恢复其健康

所需的去杠杆化过程将比相反情形下更加剧烈，从而对经济复苏造成更大阻碍。事实上，修复银行仍是持久复苏的前提条件。由于金融状况的改善在很大程度上得益于3月份以来风险资产的强劲恢复，如果金融市场过度超前于经济复苏步伐，那么可能出现重大的市场后退。事实上，如果资产价格的重大调整再次削弱对金融机构的信心，尾部风险可能再次出现。

仍需采取进一步措施恢复对银行部门的信心和促进贷款。许多国家已积极开展压力测试评估其银行体系，如果辅以可信的措施解决资本不足问题，则能成为恢复强健的银行资产负债表的有效手段。美国的经验以及欧洲最近在组织协调的压力测试方面采取的举措是向前迈出的可喜一步。更一般而言，应当要求具有生存力但资本不足的银行提交提高资本比率的行动计划。如果在近期执行这种计划不可行，被视为有生存力的银行应当从政府获得有适当条件的注资。在某些情况下，在提供这种注资后，可能需要进行重组，包括可能出售或变现银行的一部分。被认定为不具生存力的银行应在可行的情况下尽快予以清理。坚决地、适当透明地实施这些政策将有助于恢复对银行部门的信心。

如果公共债务融资负担被认为是不可持续的，那么主权债务市场可能面临动荡风险。新兴市场对来自成熟市场的外溢效应依然脆弱，这可能导致资本流入的更普遍减缓或停止。新兴市场的公司借款人尤其容易受到影响，因为其展期要求较高，并且获得其他融资的渠道有限。另外，某些新兴市场的局部问题若不得到有效解决，可能产生更广泛的影响。

全球一致的退出战略。虽然目前还不是着手取消为应对危机采取的各种形式的官方支持的时候，但必须保证具备周密制定和协调的退出战略。沟通这种战略非常有助于降低市场不确定性。制定退出政策应遵循的基本目标是价格稳定、基于市场原则的稳健的金融体系以及财政可持续性。在各国内部，应当对货币、金融和财政政策的退出战略进行协调。中央银行应具备各种有效工具，以便及时地收回流动性，避免市场动荡。另外，可能需要通过向财政当局的转移而清除中央银行资产负债上的准财政干预，以确保中央银行的财务独立性。随着信心恢复，取消特别公共支持的政策选择包括随市场反弹自然撤出以及有序取消流动性和融资措施。在退出过程中，一个关键考虑因素是维持各国政策的一致性，以尽量减少监管套利和不利资金流动的机会。可能存在政治压力，要求推迟

或加快从各项危机政策中退出。出于上述原因，必须抵制这种压力。

在目前摆脱危机的关键阶段，政策制定者需维持迄今取得的进展。鉴于危机本身和为控制危机所采取的措施的空前规模，需要相当的政策回应。在整个过程中，时机和形式将是关键。尽可能依赖市场机制将最好地确保结果与价格稳定、健全的金融体系和财政可持续性的退出目标相一致。