

基金组织概览

危机的教训

基金组织敦促对如何处理全球系统性风险进行重新思考

基金组织概览网络版

2009年3月6日

- 市场纪律和金融监管没有跟上创新和较高杠杆率的步伐
- 宏观经济政策未能对积累的系统性风险做出回应
- 需在国际层面发挥带头作用，发现和应对系统性全球风险

在首次对危机性质做出的全面研究中，基金组织总结了此次全球金融危机的初步教训，并敦促各国就如何处理全球系统性危机问题进行重新思考。

报告指出，“让我们暂且不去相互指责，而是想一想政策制定者为何未能预见威胁的到来。”“如果说可以从危机中总结出一条重要教训的话，那就是没有处理好各自为政问题。”

基金组织的工作，最初是在基金组织政策指导委员会——国际货币与金融委员会的要求下进行的，将为由20个主要经济体组成的20国集团的工作提供依据，从而制定出改革金融市场监管，让诸如基金组织和世界银行等国际金融机构更加有效的蓝图。20国集团领导人将于2009年4月2日在伦敦会晤。在讨论工作人员分析的过程中，基金组织执董会强调，“需在广泛的领域和多个层面采取补救行动，这意味着政策制定者需制定一个雄心勃勃的议程，同时必须采取协调行动。”

为什么发生危机

了解症结所在是恢复全球经济稳定的关键，目前全球经济正在遭受自第二次世界大战以来最严重的衰退。基金组织战略、政策及检查部主任Reza Moghadam说，“繁荣时期的一个主要失败是未能察觉到资产价格泡沫日益增大造成的总体威胁。政策制定者只注重自己那一部分谜团，而忽视了更大的问题。”

基金组织的分析指出了三个不同层面的失败：

- 金融监管机构未能察觉金融创新大发展背后隐藏的风险集中和有缺陷的激励机制。市场纪律或监管都未能遏制过去多年积累的快速创新和杠杆率提高所产生的风险。
- 政策制定者未能考虑到日益增长的宏观经济失衡，因而造成金融体系和住房市场中系统性风险的积累。中央银行将重点主要放在了通货膨胀上，而没有重视与资产价格高企和杠杆程度提高相关的风险。金融监管机构关注的是正规的银行业部门，而不是影子金融体系中风险的积聚。

- 国际金融机构没有在国际层面成功地促成强有力的合作。这加重了不能察觉日益增长的脆弱性和跨境联系的问题。

轻度监管未能察觉风险

基金组织有关金融监管的研究，说明了过去十年来金融体系是如何大规模扩张、又如何创造出那些似乎能够以较低风险获得较高回报的新金融工具。而这又受到人们普遍相信轻度监管的鼓励，各方面认为，金融市场纪律会根除那些草率行为，金融创新将分散风险而不是集中风险。

实践证明这些假设都是错误的，其结果是产生巨大的资产价格泡沫，特别是在住房市场，以及正规银行体系内外风险的大量积聚。基金组织货币与资本市场部主任Jaime Caruana指出，“危机清楚地表明，必须扩大监管范围，以便将所有在监管机构雷达之下运行的系统性机构和市场都包括在内”，“我们建议采取两个层次的方法来扩大监管：扩大披露以便为监管机构提供足够的信息，从而决定哪些机构足够大或相关性足够强以致会造成系统性风险，以及加强功能监管和监督。”

此项研究发现了五项需要纠正的主要弱点：

- **首先，需扩大监管范围**以便将所有对整体经济构成风险的活动都包括在内。监管还应继续保持灵活性以便跟上金融市场创新的步伐，同时，监管应将重点放在业务活动而不是机构上。风险集中不应允许超越监管范围。对于监督系统性稳定来说，澄清职责是重要的第一步。
- **第二，需加强市场纪律。**许多人批评信用评级机构未能对风险做出适当评估，目前正在采取措施来降低利益冲突，改进投资者尽职调查。其他措施可能还包括减少满足审慎规定对评级的依赖，并对结构性产品引入差异化衡量。同样，系统性银行的解决方案应包括早期干预触发机制和更可预测的损失分担安排。
- **第三，应将监管和会计中的顺周期性降低至最低程度。**在经济上升期间提高银行的资本金要求数量将为银行创造一个缓冲，供其在经济下滑时期使用。准备金的国际框架需反映本周期的预计损失，而不是前一个期间的预计损失。监管机构还应该例行评估酬金计划，以确保它们不会为过度风险承担创造激励机制。最后，还须改善会计规则，承认在经济好和经济糟糕的时期都可能存在错误定价。
- **第四，应消除信息缺口。**需提高复杂金融工具计值的透明度。场外交易和资产负债表表外风险暴露信息的改善，将有助于监管机构对该体系作为一个整体的风险进行加总和评估。这些措施也将强化市场纪律。
- **第五，中央银行应加强其系统性流动性供应框架。**还应改善主要货币市场的基础设施。

宏观经济政策未能考虑到系统性风险

此次危机发生前经历了长时期的全球经济强劲增长和低利率。这种情况鼓励投资者寻求更高的回报，助长了人们对金融创新带来的高风险产品的需求。基金组织顾问兼研究部主任Olivier Blanchard说，“此次危机的根源是因长期繁荣而形成的乐观情绪。这种乐观情绪致使全球经济中存在的风险未能得到应有的认真评估”，“由于金融监管部门的严重失职，这助长了高杠杆和风险资产的积累。”

尽管货币和财政政策不是导致危机发生的主要原因，但是在宏观经济层面，政策制定者仍可以从此次危机中吸取一些教训。

- **首先，货币政策应针对系统性风险的积累做出反应。**政策制定者应将重点放在宏观金融稳定上，并更多地关注系统性风险的积累。当然，如何识别通胀性泡沫并于之后对此做出反应是困难的。通常，货币政策作为应对资产价格和信贷快速增长的工具过于迟钝：回应措施需主要在审慎监管方面。但是在过去，监管这第一道防线曾经未能发挥作用，最近也没有能够发挥作用。因此，有理由扩大货币政策的使命，以便将宏观-金融稳定明确包括在内，而不仅仅是追求价格稳定。
- **第二，财政政策应在经济好的时期建立更强有力的基础。**财政政策在这场危机的发生中并没有发挥主要作用，但许多国家没有能够在经济好的时期偿付公共债务、减少赤字。结果，现在这些国家发现，是它们自己限制了自身刺激经济、摆脱危机的能力。税收政策在近年来也鼓励债务融资。改变此类税收规定是有用的。基金组织已经对主要国家的现有财政空间、如何设计有效的刺激计划以及在债务和或有负债增加的情况下如何确保中期财政偿付能力进行了详细分析。
- **第三，尽管国际资本流动总体来看是有益的，但必须解决全球失衡问题。**政策制定者应利用宏观经济和结构性政策来重新平衡其自身经济中的储蓄和投资。它们还应利用监管来帮助减少由资本流动所带来的系统性风险，例如限制国内金融机构和其他借款人的外汇风险暴露。

国际合作方面存在的失败

尽管威胁日益增加，但基金组织和其他机构都未能向政策制定者发出强有力的警醒信号，也未能促成合作性的政策回应。公平地说，它们也发出了一些警告信号。例如，基金组织和其他机构曾对金融部门的风险集中和全球失衡无序调整的前景发出警告。但是，这些警告并没有被听取，这部分反映出这些警告缺乏紧迫性和具体性。

同时，政策制定者方面也缺乏采取协调政策行动来应对全球威胁的承诺。例如，当危机进一步发展时，最初的政策反应就是在冒着其他地区发生挤兑风险的情况下匆忙保护本国银行。

本国存款保险计划仅仅是各国采取单边政策行动而造成许多意外后果的一个例子，而这又给其他国家造成问题，从而扩大了问题所造成的影响。

这场危机的基本教训是，需要更加明确的政策信息，以及在广泛的经济和金融问题上进行更多而不是更少的国际合作。根据基金组织的分析，需要在四个领域采取行动。

- **首先，政策预警应更加突出重点并具体化。**基金组织正在与金融稳定论坛（FSF）一道开展新的早期预警分析，这将使分散的宏观/金融专长得以整合，并对主要威胁进行深入研究。更广义地说，基金组织面临的挑战是将宏观经济和金融部门的发展变化拼接为一个总体情形，而这一情形同时也将考虑跨国扩散效应。
- **第二，在应对系统性全球危机方面需起带头作用。**一系列组织都可以起带头作用，包括基金组织、7国集团、20国集团、金融稳定论坛和经合组织，但没有一个是有效的。基金组织有授权，基金组织几乎遍及全球的成员国，加之宏观经济和金融方面的专长使它非常适合于在应对全球风险方面起带头作用。但是，基金组织官僚化的工作方式和僵化的权力结构，致使政策辩论转向规模更小同时也更加灵活的集团，包括20国集团和金融稳定论坛。然而，这些规模较小的集团本身也存在合法性和能力问题，这些有待继续跟进。一个满意的全球解决方案将集专业知识、合法性和有效性为一体，并为高层政策制定者之间相互接触提供一个论坛。基金组织可以成为解决这一问题的答案，但是，这要求基金组织进一步平衡成员国的发言权和代表性，使其决策能够更准确地反映当前的全球经济地貌。
- **第三，需要制定针对跨境金融部门解决方案的规定，**以便鼓励采取合作而不是最大程度地减轻本国纳税人负担并可能导致以邻为壑后果的解决方案。
- **最后，还需要一个可信的全球流动性框架。**获取大规模融资或保险仍是大多数新兴市场国家面临的一个问题。基金组织正在检查其贷款框架，以确保贷款框架较好地适合成员国需要。如果基金组织不能提供必要的保险，那么各国将来就可能通过积累顺差和储备来寻求对自我保险，而这可能会在接下来的几年对全球贸易造成扭曲。

今后的道路

实施该报告中所总结的建议，从政治上和技术上来说都将是困难的。然而，当前发生的如此规模的危机清楚地证明，从过去的错误中吸取教训十分重要。同时，也不应低估现在采取果断行动和持久解决方案的势头。2009年4月2日的20国集团领导人峰会将为取得实质性进展提供首次机会。

Moghadam 说，“改革议程是庞大的，人们的看法有时也十分不同，但我们拥有真诚的愿望来寻求共同的解决方案。我们希望基金组织的分析能够提供帮助，从而有助于人们在如何应对这些共同面临的问题方面达成共识。”