

国际货币基金组织

危机的初步教训

研究部、货币与资本市场部以及战略、政策与检查部撰写

经 Olivier Blanchard、Jaime Caruana 和 Reza Moghadam 批准

2009年2月6日

- **目的。** 本文从监管、宏观经济政策和全球稳定架构三个层面，总结了金融危机的初步教训。重点不在于解决危机的近期办法或长期影响（留待其他文章讨论），而在于防范，因为考虑到危机必定还会发生。将要单独发表的三篇相关的工作人员文章详细阐述了有关分析。
- **原因。** 市场失效的根源在于，长期的高增长率、低实际利率和低波动性滋长了乐观情绪，并且在以下方面出现了政策失效：
 - **金融监管**—没有能力看到金融创新繁荣后的风险集中和有缺陷的激励机制。
 - **宏观经济政策**—没有考虑到金融体系和房屋市场逐渐形成的系统性风险。
 - **全球架构**—各行其是的监管体系加剧了对日益增长的脆弱性及联系的失察。
 - **教训。** 最重要的教训是有缺陷的激励机制以及现代金融体系的相互关联性可能具有巨大的宏观经济影响。必须认识到这些影响并尽可能善加处理。
 - **金融监管。** 应当扩大监管范围并使之更加灵活，在充分披露信息的情况下，确定机构的体系重要性以及相应程度的必要监督。宏观审慎的监管方法和报酬结构应能减少顺周期效应，促进健全的市场结算安排和会计规则，提高关于风险性质和位置的透明度以培育市场纪律，并促进系统性的流动性管理。
 - **宏观经济政策。** 中央银行应当采取更广的宏观审慎观点，在其决定中考虑到资产价格的变动、信贷繁荣、杠杆作用和系统性风险的逐渐积累。需要重新考虑超前采取政策应对严重失衡和大量资本流动的时机和性质。
 - **全球架构。** 需要克服专门知识的割裂状态。高层决策者应参与促进全球稳定，包括通过早期预警分析。当务之急是金融监管合作，尤其是解决跨境银行问题。如果不能满足遭受危机打击的国家的融资和保险需要，脆弱性将加剧，后果将更为严重。治理改革是这一议程的关键所在。

一. 市场失效概述

1. 问题。金融崩溃的根源可回溯到前七年的低利率和世界高增长率。一方面是宏观经济力量发挥作用，因为低利率促使全世界的投资者在更低的信用质量上追逐收益率，高增长率/低波动性导致他们过分乐观地评估前面的风险。另一方面，部分是为了回应需求，金融体系开发新的结构，创造新的工具，貌似能够提供更高的经风险调整的收益率，事实上却比表面看起来的风险更大。在这一背景下，随着乐观情绪盛行，市场纪律失灵，尽职调查被外包给了信用评级机构，并且，以短期利润为基础的金融部门报酬制度加剧了冒险势头。

2. 解决办法。虽然很少有危机看似无法避免，但这只是事后而言：光景好的时候必定还会出现对未来的过度乐观。而且，所有解决办法都有代价，必须预见到凡进行一项监管，必定会有一项创新。不过，新的政策框架和体制可以减轻未来的危机（至少在下一次观念突破之前），就如“新政”实行存款保险和宏观经济管理，为战后时期带来了一定程度的稳定。不仅限于追究这次危机的责任，还有必要问一下为什么决策者未能防范正在逼近的威胁。如果现有教训后面有一个基本主题的话，那就是没有处理好割裂问题：

- 金融监管。开展相似活动的各类机构，即使同属一个集团，并受同一个监管机构监管，受到的监管却不同。结果造成监管套利的机会，促成了影子银行体系的成长，形成了被复杂性掩盖的过高杠杆率。
- 宏观审慎政策。宏观经济和金融稳定一般都分开处理，前者重点是保持稳定的低通货膨胀并维持经济增长，后者注重对正规银行体系进行公司一级的监督。两组政策制定者都没有看到影子银行体系不断上升的风险带来的更为广泛的影响；他们也没有意识到整个经济中信贷增长、杠杆作用和房价的趋势形成系统上代价很大的尾部风险。
- 全球架构。本次危机体现了以下方面：专门知识割裂状态下的分散监督；政策讨论分散于多个论坛（国际清算银行、各国家集团、金融稳定论坛、国际货币基金组织）；各国金融监管机构协调不够；由双边、区域和多边的特别机制来处理融资和流动性需要；以及总体上未能让各国主要决策者参与进来。

二. 金融监管

3. 有缺陷的模型。市场对证券化资产和复杂工具的信心所依据的错误假设链看来与这些证券的生产链一样长。市场纪律崩溃的一端是贷款经纪人和发起人，他们没有什么动力去筛选出售品的风险，另一端是最终投资者，他们依赖信用评级机构乐观的统计分析来评估资产质量，而较少依靠自己的尽职调查。假定这些新证券实际上已将银行风险分散，却忽视了一个更大的事实，即风险仍然集中在与核心银行体系相联系的实体中。市场和监管机构都没有认识到有缺陷的激励机制、信息缺口、顺周期借贷和风险集中这些问题，

4. 更广的影响。最重要的是，监管过于以企业为中心，无法看透系统性风险。特别是，决策者忽略了监管警戒线以外的“太大而不能倒闭”的企业暗藏的道德危害（这造成了过度冒险），以及相互联系太紧密而不能倒闭的企业一旦倒闭所带来的外部效应（产生了空前的市场破坏，例如雷曼公司倒闭后）。同样，即使是必要的去杠杆化，以及低价出售资产，都极大地加剧了对经济和金融体系的打击。

监管范围

5. 问题。影子银行体系（包括投资银行、抵押贷款经纪人/发起人、对冲基金、证券化工具和其他私人资产池），长期以来受各类机构稍加监管，总体上没有受到审慎监督。这反映了一种观点，即只有保了险的、接受存款的机构需要受到严格监管，以便金融创新可以在市场纪律制度下蓬勃发展。但是，不仅市场纪律失灵了，而且监管也失去了有效性，因为银行规避资本规定，将风险推给影子银行体系内的附属实体，而监管机构几乎不掌握影子银行活动的信息。仅是影子银行的规模（在危机开始时已经增长到与正规银行体系一样庞大）就意味着绝不能在这里发生重大失败。其结果是纳税人付出巨大的道德危害代价。

6. 解决办法。监管范围应当扩大，确保涵盖一切可能对整体经济造成风险的活动，一个拥有广泛权力的负责体系稳定的监管机构应当了解这些活动。这包括投资银行、发行抵押贷款担保债务证券的特别投资工具或是承保信用违约掉期的保险公司的活动。包含在扩大范围内的所有机构都应当有披露信息的义务，使主管当局能确定它们对系统性风险的作用，并据此区分审慎监督的力度。在第二层，所有体系性机构均应遵守审慎规则（可能包括资本、流动性、有序解决办法和早期干预）。各个监督层次应当强调激励，比如在做出决定时采用较长的视野，实行强有力的治理和风险管理过程，规定资本要求以利于较

安全的外汇交易环境或健全的结算系统。必须强化执行监管的监管标准和监督过程，并且，为了尽量减少监管套利，应当以基础活动的风险，而不是以从事活动的机构的类别为依据。最后，为了应对随时间推移发生的系统性变化，该方法应包含监管的“弹性范围”。

市场纪律

7. 问题。在危机酝酿期，评估对手方和担保品的尽职调查失效。股权和债券专业投资者没有深入摸清他们所购买资产的性质，而过分依赖信用评级机构。部分问题在于投资者以及监管机构忽略了信用评级机构日益增长的利益冲突。结构性融资产品慷慨的付费加上潜在的低风险利差，就在机构出售建议如何组合金融产品以获得最高评级时，冲淡了评估。对这一过程推波助澜的则是用户，他们未能理解信用等级仅仅与违约风险有关，而不涉及流动性或按市价计值方面的风险。市场纪律还因为最大的、最紧密关联的机构“太大而不能倒闭”的性质受到侵蚀，体现在账簿上复杂和非流动资产数额不断增加时，接受乐观的“按模型计值”公允价值，并对尾部风险认识不足。

8. 解决办法。办法应当针对减少信用评级机构的利益冲突，并鼓励投资者开展尽职调查，特别是了解大型机构的情况。除了已经对信用评级机构实施的措施（例如禁止对它们做出评级的产品提出结构安排方面的建议，以及更多披露信用评级方法），其他举措可包括，减少依靠信用评级来达到审慎规定，并对结构性产品区分等级。还应当考虑不鼓励巨型机构，例如要求对系统性风险影响较大的机构满足较高的资本比率，或者在整个集团范围内（而不仅仅是银行）运用杠杆比率要求。或者，至少应考虑加大对巨型机构的审慎监督力度。最后，应当使解决系统性银行的过程更可信（没有一家系统性银行在本次危机中进入破产管理程序），可以通过以下做法来实现，即确保银行的关键职能在破产管理过程中得以维持，并早期启动干预和采用更可预见的损失分摊安排。

顺周期性

9. 问题。一系列监管做法和激励机制加剧了危机前的信贷繁荣，而现在则可能加剧崩溃：

- 审慎监管。贷款损失准备金规则大体上是后视性的（主要基于已经发生的而不是预期发生的资产损害），因此认识风险太晚，使得风险过度上升。其结果是，股权资本从而贷款呈现出显著的周期性变动。最近的监管倡议（即新巴塞尔资本协议）提高了对风险的敏感性，也可能加剧顺周期行为。

- 报酬。根据创造的年度利润酬报雇员的普遍做法也具类似的顺周期效应。本次危机之前，在上行时期找到高杠杆收益和高风险活动的交易员和经理获得高额酬劳，但是他们不需面对下行时期将要出现的损失。高级管理层在某种程度上也不受破产的影响，反映出公司的有限责任。
- 会计方法。公允价值会计方法将固有的顺周期性传给金融行为：上行时期，不断上升的资产价格提高了银行净值，鼓励通过获取额外的债务和资产来充分运用过剩资本；在下行时期则恰恰相反。在本次危机中，市场缺乏流动性，迫使采用廉价/估计价格代替真正的市场价格，使得问题更加恶化，从而增加了金融部门的困难。

10. 解决办法。改革可包括以下内容：

- 审慎监管。在维持资本框架基本的风险敏感性的同时，在上行时期提高最低资本要求可减轻顺周期行为，并允许在下行时期提用这种缓冲。这种资本缓冲应当是非自由裁量性的，并且必须对所需框架和参数进行研究。应当对银行实行补充性杠杆比率，具有更高的对表外风险暴露的敏感度。需要一个国际框架，使银行能够在更大程度上采用“全周期拨备”，这不是后视性的，而是基于预期损失。
- 报酬。在对风险管理和治理进行全面检查时，监管机构可能还需检查报酬计划。这种评估可以借鉴新的国际最佳做法，使得报酬在更大程度上基于风险，并且与维持企业持续经营的长期目标相一致。早期的重点应当是将奖金同年度成果和短期指标脱钩，例如规定延迟付款，并在风险变为现实后允许部分回收。另一种选择是将报酬与资产而非股本的中期回报率挂钩，以抵消上行时期偏于运用杠杆的倾向。
- 会计方法。问题不是太过透明而是太不透明，不应只为处理一时的市场非流动性而使公允价值会计方法倒退。需要明确价格不确定的性质，并说明非流动市场和高涨市场存在同样的错误定价的可能性。可予加强的方面包括，在按模型计值方面提供更好的指导和原则，提供关于公允价值计算差异的信息以及历史价格数据。

信息缺口

11. 问题。危机揭示了在数据和对基本风险的认识上存在重大缺口，不仅是监管机构，而且是整个市场。其中包括：（一）表内交易账面风险（反映出工

具的复杂性)以及与表外风险暴露的联系(如集中在特殊目的的工具);(二)复杂的结构性产品的内在风险(其价值往往是根据不充分的统计模型得出的);(三)难以评估场外工具的流动性和对手方风险;(四)具有体系重要性的非银行金融机构的杠杆程度和风险集中度。

12. 解决办法。许多加强信息披露的详细建议已在工作人员关于“金融监管的教训”一文中谈到。但是,广泛而言,必须着重强调提高复杂金融工具定值的技术、数据特征和注意事项方面的透明度;改善关于场外衍生产品市场和结算安排的信息;(表内和表外)风险暴露报告的格式要使监管机构能够汇总和评估整个体系的风险。这有助于最终投资者开展一定的尽职调查(目前是外包给评级机构),同时也有助于评级机构更好地衡量尾部风险。

体系流动性管理

13. 问题。随着危机发展,中央银行作出灵活反应,扩大业务范围,所采取的做法包括延长期限,放宽担保品范围,增加对手方数量,引入美元互换额度等。此外运用了担保并直接购买各种私人部门证券。虽然这些行动对于防止崩溃显然至关重要,但是一系列的特别创新也引起种种忧虑,包括扭曲市场激励机制,让高风险的私人部门债权充斥中央银行的资产负债表,以及造成模糊政策信号的风险。在新兴市场,中央银行还不得不在提供必要的流动性支持与便利资本外逃的风险之间做出权衡。

14. 解决办法。由于万分必要,提供系统流动性的操作框架扩大了,其中大部分需要保持下去。可是,显然也需要从大量特别措施中有序退出。例如,不应当将信用问题的长期后果留给中央银行,以免扭曲其政策选择。到某个时候,可能需要一种机制将中央银行购买的资产转移给财政当局和/或资产管理公司。防范方面,还需要采取更多措施加强货币市场回购业务的基础设施(比如,采用中央结算对手方服务很有必要),同时还应改革银行监管,鼓励持有高质量担保品。

15. 结论。虽然以上讨论的解决办法看起来与监管相关,但是总的教训是,有效监管既是规则问题,也是有效监督金融市场趋势和激励机制的问题。金融市场瞬息万变,任何一种制度都可能很快过时,就像当前的制度一样。监管需要在企业和部门层面的风险承担与系统性危机风险之间取得平衡。归根结蒂,系统性风险的根源在于迅速的去杠杆化过程、道德危害或核心部门(如住房部门)崩溃带来的外部效应。需要一种认识到企业、部门和国家之间相互联系

的、更具宏观性质的审慎办法。第四节讨论了金融稳定论坛和基金组织等机构在这项工作中的作用。

三. 宏观经济政策

16. 宏观经济背景。危机前几年是世界高增长年代，的确是历史最高记录。增长在很大程度上是健康的。生产力增长率很高。大多数国家通货膨胀稳定，表明经济活动的增长大体上符合经济增长潜力。长期利率低，反映了亚洲和石油顺差国的高储蓄（其对应面是大量净资本流入美国）。短期利率也低，反映出顺应性的货币政策。但回过头看，这些良性条件显然促进了系统性风险的积累。低利率连同不断增长的对未来的过分乐观，推高了从股票到房屋的资产价格。低利率和有限的波动性助长了对收益率的追逐，低估风险则导致创造和购买风险更高的资产。各中央银行专注于通货膨胀和总体经济活动，醒悟到风险不断增长的充分含义已为时太晚。

货币和财政政策

17. 问题。危机前时期的特征是宏观经济专业界普遍日益看重通胀目标框架。一些中央银行将货币政策调整到几乎只关注稳定通胀。其他中央银行还重视总体经济活动。很少有中央银行（如果有的话）充分注意到来自资产价格增长或杠杆作用的风险，原因有三。第一，他们低估了随之积累起来的系统性风险。第二，他们依靠审慎监管来控制这种风险的积累。第三，他们假设，资产价格高涨一旦转向，可通过低利率大体上抵消其对经济活动的影响。结果，许多部门的风险确实大量积累。在理论上，监管可能是较好的手段，但是在实践中，巨大的风险在监管机构的雷达监控之下，在影子银行体系中聚积起来。最后，在危机到来之后，即使急剧下调政策利率，也未能阻拦经济陡然下滑。

18. 解决办法——货币政策。鉴于系统性风险积累能够预示经济急剧下滑，并且，监管不能充分阻挡这样的积累，现在已经清楚政策制定者必须更加注意资产价格变动、信贷繁荣、杠杆作用以及系统性风险的积累。问题仍然是如何识别这种积累并作出回应。这次和以往危机的一条重要教训是，并非所有的资产繁荣都是相同的。特别是，它们对于系统性风险的影响在很大程度上取决于金融部门的卷入，以及繁荣是否同金融、住户或企业部门的高杠杆率相联系。上世纪 90 年代 dotcom 泡沫期间杠杆率有限，其破裂对经济活动的影响较为有限。本次危机更为深入的原因是，资产价格下降影响到了核心金融部门的资产负债表。

19. 解决办法——财政政策。财政政策在危机酝酿期没有发挥主要作用。虽然许多国家政府应当利用高增长时期更多地减少公共赤字和债务，但偿付能力并不是问题，而危机本身是在私人部门爆发的。不过危机仍然带来两条重要教训。第一，许多国家在繁荣时期财政收入高的时候没有充分减少预算赤字，限制了克服危机所需的财政空间。第二则涉及税收结构。大多数国家的税收制度对利息支付免于征税，从而有利于债务融资。这种对较高杠杆率的偏向增加了私人部门在冲击面前的脆弱性。虽然在政治上具有难度，但应当消除这种偏向。

全球失衡

20. 问题。世界增长率虽然较高，但伴随一些显著的失衡。主要是所谓的“全球失衡”，即美国经常帐户的大量逆差和亚洲（特别是中国）及石油输出国经常帐户的大量顺差。为解决这种不断增长的失衡，基金组织曾组织了多边磋商，目的在于评估系统性风险和潜在的政策影响。主要的担心是，投资者可能改变主意，大量资本流入美国的情况可能突然逆转，引起无序调整，包括美元币值的无序调整。结果是，危机以不同的形式发生。杠杆率成了关键的因素，迄今为止美元更坚挺。虽然如此，全球失衡在系统性风险的积累方面起了作用。失衡助长了低利率和大量资本流入美国和欧洲银行。正如我们先前所指出的，这两个因素促进了追逐收益率、杠杆率提高以及创造风险更高的资产。

21. 解决办法。可以肯定，教训并不是应当急剧遏制资本流动。但是此次危机，以及此前的许多事件，显示出大量资本流入的潜在危险。这种资本流入能够导致过于冒险，并导致国内金融机构、住户和企业面临汇率风险。它们能够导致急剧升值，随后常常是突然逆转，对资产负债表产生重大影响。它们会对需求和产出造成压力。货币政策在这种情况下可能效果很差，因为试图通过提高利率放缓经济活动可能使国内资产更具吸引力。因此，危机提出了两个问题。第一，需要重新考虑何时及如何通过影响储蓄和投资的宏观经济和结构政策，应对巨大的失衡。同在其他地方一样，善意忽视的态度证明是一种错误。第二是审慎性措施在减轻与大量资本流入有关的系统性风险方面可能发挥的作用，例如通过限制国内机构和其他借款人的外汇风险暴露。

四. 全球架构和基金组织

22. 定义。此处全球架构一词是指促进金融稳定并使货物、服务和资本在各国畅通无阻的官方机制。这包括基金组织作为其中一员的体系，涉及以下领域：

- 监督——即监测外部稳定受到的威胁，无论该威胁来自冲击、政策、汇率、资本流动或者数据缺陷；
- 多边协调——即为政策行动做出的体制安排；
- 金融监管——即金融监督最佳做法以及在跨境金融机构上开展协调的基本规则；
- 融资——即为满足流动性和调整所需的官方资源。

监督

23. 问题。一个关键问题涉及危机之前预警的力度和重点。虽然曾经有过一些有预见性的分析，但一般而言警示过于零散，不具体，即使在国内都没有引起政策反应，更不必说集体政策反应了。例如，许多机构提出要警惕“风险集中”，但是无法采取行动，因为没有具体的名称（结构性投资工具），也没有具体的政策回应（对表外风险暴露的资本要求）。另外，也未提及严重的宏观经济影响。基金组织的监督极大地低估了各个部门的综合风险以及金融部门反馈和外溢效应的重要性，尽管在这方面不光基金组织如此。其结果就是发出了根本上乐观的信息，特别是关于美国和英国等成功经济体的信息。基金组织对全球失衡提出过警告，但是没有提及失衡与影子银行体系日益逼近的危险之间的关键联系。基金组织的确在 2008 年年初就银行亏损和对增长的影响发出了与传统看法不符的有预见性的警告，但为时太晚。

24. 解决办法。需要一个不那么分散的、更具针对性的早期预警系统，将分散在各个机构（如基金组织、金融稳定论坛和国际清算银行）的专门知识集中起来，当然也需将基金组织本身的成果（世界经济展望/全球金融稳定报告/金融部门评估项目/第四条磋商）集中起来，并深入钻研知之不多的问题。对于基金组织，重点应该是将金融部门的问题更好地纳入世界经济展望和第四条磋商之中，并增强金融部门评估项目的重点，使其从面面俱到转为以风险为基础的专题评估，所有具有体系重要性的国家都有义务进行这种评估。更广义而

言，应当摒弃关于风险主要存在于欠成熟市场的隐含假设，对系统性风险的所有来源（包括先进国家和新兴市场国家）进行监督。这将要求关注跨境互动和潜在汇率变动对系统性风险的影响等方面。

多边主义

25. 问题。即使在已经发出警告并出现问题的时候，协调行动的机制和承诺还是不足。例如，多年来一贯认识到全球失衡的无序调整是重大的系统性风险，即使不清楚可能发生的崩溃的确切性质（例如，是逃离所有美元资产还是仅仅逃离私人美元资产）。然而，正如前面指出的，集体行动却可望而不可及，基金组织 2006-2007 年在新的多边磋商下的努力仅仅得到参与者有限的政策承诺。即使在危机爆发以后，最初的政策回应远远谈不上合作，更不必说协调了。各国冒着引起其他地方挤提的风险，匆忙提供担保来保护自己的银行。美国提供流动性最初关注于本国市场，尽管其他货币中心同样需要美元。缺乏事先商定的负担分摊机制意味着，在跨境实体显示出倒闭迹象时，各国迅速在各自管辖范围内筑起资产保护藩篱。虽然现在终于认识到需要合作，但是仍然没有商定的讨论中心场所。

26. 解决办法。在应对全球经济系统性风险方面，需要有人承担领导责任。基金组织在这方面发挥的作用不是有效的，反映出其权力结构僵化和形式主义做法，从而将政策辩论转到规模较小、较为灵活的各种国家集团和金融稳定论坛。然而，后者在合法性和后续行动能力方面也存在自身的问题，但它们对于政策协调的相关性是不容否认的。如果基金组织要处于全球政策辩论和行动的中心，它就需要解决所有权和效率方面的根本缺陷：（一）重新平衡份额比重，步伐应快于上次份额检查时所设想的渐进过程；（二）提高执董会和国际货币与金融委员会的代表性；（三）向组成国际货币与金融委员会的部长和行长们提供更高层的论坛，从而在早期预警和回应等关键问题上加强政策接触和政治合法性；（四）推进其他治理改革，诸如问责制和真正公开的基金组织管理层遴选制度。

金融监管

27. 问题。在正常时期，即使没有正式的谅解备忘录，信息分享和联合风险评估机制在各国监管机构之间运作得很好。然而，在危机时期，由于干预的门槛不同，风险的现实性不同（某一风险对于一家大型外国银行可能微不足道，但对于东道国可能非常巨大），以及解决的手段和安全网不同，从而产生了问

题。最严重的问题是事前没有管理跨境解决办法或者负担分摊的规则。在不具备这样的规则或协调模式的情况下，监管机构对本国纳税人承担的义务导致他们尽量缩小对于非居民的责任，并且尽力扩大对资产的掌控。例如，面对冰岛银行分行（由冰岛当局监管）即将崩溃，并且在不能保证履行对英国银行债务的情况下，英国监管机构对冰岛银行的资产实行了围栅保护。雷曼公司的倒闭在美国境外也触发了歧视性和可能低效的资产保护。

28. 解决办法。通过国际监管机构协会和行为守则开展的协调肯定会有助益，基金组织能在其中发挥作用。然而，归根结蒂，需要在机构和法律环境方面作出根本性改进，以便为所有国家提供一个具有约束力的行为守则。这在一定程度上是一个政治任务，不在监管机构的能力范围之内。这是极其复杂的，但是如果各国能解决财政成本划分问题，还是有办法前进的。一个办法是为在境外开展业务的银行制定国际章程，规定各监管机构联合评估风险、补救行动和负担分摊的程序。另一个办法是由本国和东道国的监管机构就这些问题达成一致，在执行谅解方面由各协会担任仲裁人（比如根据银行在每个辖区的风险暴露程度按比例分摊损失）。这些工作应当包括开展系统性业务的离岸中心实体。

融资

29. 问题。不仅是新兴市场，整个世界的银行间市场都深感缺乏常备美元流动性机制。即使在中央银行之间建立特别双边互换机制之后，也需要花费几周时间（新兴市场则是几个月的时间）才能解脱压力。此外，尽管许多较小的新兴市场国家最近提用了基金组织的资金，但是较大的新兴市场国家在困难时期获得足够流动性和融资仍然是个问题，同样也缺乏规模适当的、没有与标准规划贷款条件相关联的政治包袱的保险机制。没有这样的保险，新兴市场国家会力求通过积累过多的储备自行保险，这可能在今后多年里扭曲全球经常帐户差额的格局。

30. 解决办法。事实已证明确实需要，而不是假定需要普遍的流动性保险。鉴于中央银行临时互换机制只限于少数国家，应当寻找一个更广泛和持久的保险机制。一项重大举措是基金组织为政策框架坚实的国家提供高限额的预防性信贷额度，或者修改最近采用的短期流动性贷款机制（SLF），扩大用于预防性质。对于达不到短期流动性贷款机制预定的较高资格的国家，可更多使用高限额的预防性备用安排。更一般而言，基金组织贷款在危机如此早期阶段急剧增加，使人们对基金组织贷款能力是否充足产生疑问。为了使基金组织支持的

规划继续在整个体系内作为可信的发挥稳定作用的因素，必须迅速打消这些疑虑。

危机的初步教训：主要建议			
金融监管			
监管范围 <ul style="list-style-type: none"> 包含所有系统性风险和机构 明确监督系统稳定的职责 披露信息以确定对系统性风险的作用，分级监督 基于激励机制的监督，例如，规定资本要求以利于系统上更安全的交易和结算。 监管以活动而非机构为基础 范围保持灵活，以便随时间推移而调整 	市场纪律 <ul style="list-style-type: none"> 减少信用评级机构的利益冲突 鼓励投资者的尽职调查 减少依靠评级达到审慎规则 区分结构性产品的等级 不鼓励巨型机构，并加强对它们的监督 确保系统性银行的关键职能在破产管理过程中得以维持；具有明确的启动干预的条件；可预见的损失分摊 	顺周期性 <ul style="list-style-type: none"> 逆周期性资本金要求；对银行实行补充性杠杆率：“全周期拨备” 接受监管机构监督的基于风险的报酬模式，将年度报酬与年度结果脱钩或与资产而非股本回报挂钩 提供关于公允价值核算的差异和价格历史的支持数据；对按模式计值提供指导；均衡对待上行和下行变动 	信息缺口 <ul style="list-style-type: none"> 复杂工具定值的透明度 改善关于场外衍生产品市场、结算安排的信息 报告表内和表外的风险暴露，以便评估系统性风险 体系流动性管理 <ul style="list-style-type: none"> 计划及时和有序地退出特别举措 加强货币市场回购业务的基础设施和持有高质量担保品的动力
宏观经济政策			
货币政策 <ul style="list-style-type: none"> 宏观金融稳定任务，不仅是价格稳定 对整个经济范围内的承担风险、金融杠杆的趋势作出回应；解决系统性危机的外部效应 	财政政策 <ul style="list-style-type: none"> 繁荣期增加盈余，以便拥有更大的财政空间应对危机 在融资形式方面以税收中立为目标 	全球失衡 <ul style="list-style-type: none"> 避免善意忽视；使用影响储蓄和投资的宏观和结构政策 采用审慎措施遏制系统性风险 	
全球架构和基金组织			
监督 <ul style="list-style-type: none"> 有针对性的早期预警和明确的政策回应 将金融部门问题纳入世界经济展望和第四条磋商 以风险为基础的、专题性的金融部门评估项目，所有具有体系重要性的国家都有义务进行评估 注重系统性风险的所有来源（包括先进国家和新兴市场国家）；包括来自跨境资本流动和货币不匹配的系统性风险 	多边主义 <ul style="list-style-type: none"> 承诺采取协同行动：由中央机构回应全球经济中的系统性风险 推进重新平衡份额比重；提高执董会和国际货币与金融委员会的代表性 加强国际货币与金融委员会的政策参与 改进基金组织的问责制 采用真正公开的基金组织管理层遴选制度 	金融监管 <ul style="list-style-type: none"> 约束所有国家的行为守则，如： 跨境开展业务的银行的国际章程，或 本国和东道国关于风险评估的协议，由监督机构协会执行。 	融资 <ul style="list-style-type: none"> 基金组织为政策框架坚实的国家提供高限额的预防性信贷额度 其他国家可更多使用高限额的预防性备用安排 迅速保证基金组织有充足的资源继续发挥可靠的稳定影响