

概要

世界各地金融市场面临的动荡不断加剧，为恢复对全球金融体系的信心，须在国际范围内采取协调一致和果断的政策举措。不这样做的后果是，目前正发生的杠杆率下降过程将更加无序，并会对实体经济造成伤害。杠杆率下降既是必要的，也是不可避免的，因此，恢复有序体系的过程将充满挑战。本期《全球金融稳定报告》以此挑战和仍在演变的事态为背景，分析了目前事件，并就对付目前形势可采取的政策举措提出建议。

对全球金融机构和市场的信心发生严重动摇。在几家主要机构倒闭或接近倒闭之后，9月份，系统性稳定面临的威胁日益明显。2008年10月期《世界经济展望》指出，预计全球金融体系面临的重重压力将加深全球增长下滑的程度，并拖恢复的后腿。此外，金融体系与更广泛经济之间发生更严重负面反馈链的风险成为重大威胁。由于损失上升、资产价格下降和经济减速加剧，各方面对金融体系中日益扩大的一部分是否可持续表示严重怀疑。2008年4月期《全球金融稳定报告》介绍的杠杆率下降过程速度加快，而且变得更加无序，表现为金融机构的股票价格迅速下降、筹资和信用违约保护成本提高以及资产价格下跌。一个后果是，由于市场越来越不愿意（或没有能力）提供资本和资金或是吸收资产，发生机构突然倒闭。为解决之后出现的流动性紧张和处理困难机构所采取的零打碎敲干预措施并没有针对根本问题的普遍性，因此未能成功地恢复市场信心。对对手方风险的担心日益加剧，导致全球范围内的资金市场几近

瘫痪。第一章为更综合的政策方法（目前一些国家正在考虑采取该方法）提供了基础。该章分析了杠杆率下降过程的演变，以及将来可能发生的下降幅度。还提出一整套可能控制目前破坏性过程的综合措施。

受影响国家的当局公开承诺将采取协调一致的解决方案将有助于全球金融稳定的恢复。虽然各国将采取的具体措施无疑会是不同的，但早先危机的经验表明，有五项原则可以对有关措施的范围及其设计提供指导，在目前的特殊形势下，这些措施可为恢复信心奠定基础。这五项原则包括：

(1) 采取全面、及时和清楚沟通的措施。这些措施应围绕解决杠杆率下降带来的主要挑战：即，改善融资的获得、成本和期限，稳定资产负债表；注入资本，为那些基础稳健、但目前不能提供充足信贷的可存续机构提供支持；以及利用公共部门资产负债表来支持困难资产，从而促进杠杆率的有序下降。在采用现行或新的规定时，当局应避免加大顺周期效应。各项措施的目标应明确，操作程序应透明。

(2) 为稳定全球金融体系，需采取一系列协调一致的措施，以便在避免对其他国家产生负面影响的同时，取得最大成效。

(3) 及早发现紧张因素，在此基础上确保采取迅速的应对措施。这要求在每个国家内部和在许多情况下跨境进行高度协调，同时还需建立一个框架，让潜在的不同国家当局采取果断举措。

(4) 确保政府的紧急干预是暂时的，纳税人的利益得到保护。政府行动的问责制对于所有利益方都是重要的，而且提供支持的条件应包括让私人部门分担下行风险以及让纳税人分享上行好处。在承认形势危急和明显需要公共支持的同时，干预机制应最

大程度地降低道德危害。

(5) 确保中期目标是建立一个更稳健、更具竞争性和更有效率的金融体系。为实现此目标，需在有序解决无法存续金融机构的同时，巩固国际宏观金融稳定框架，以有助于改善国内和全球范围的监督和管理；还需建立相关机制改善市场纪律的有效性。应加强对于信用定价和中介至关重要的资金市场和证券市场，例如，可通过集中化的清算组织来降低对手方风险。

在采用这些指导原则的同时，还需采取具体行动来解决与杠杆率下降有关的三个相互关联的领域：资本不足、资产估值下降和不确定性以及资金市场失灵。为实现杠杆率的有序下降，控制这三大因素之间的螺旋性互动至关重要。

资本。为保持私人部门信贷增长（即使是温和的），同时加强银行资本充足比率，《全球金融稳定报告》估计，在未来几年里，全球范围主要银行大约将需要6750亿美元。可考虑的一些举措包括：

- 在目前形势下，许多金融机构在筹集私人资本方面面临越来越多的困难，当局可能需向那些可存续机构注入资本。实现此目标的方式有许多，可取的方案是为纳税人提供一些上行好处，同时鼓励新老私人股东提供新的资本。
- 虽然在政治上比较困难，但有序解决不可存续银行将显示当局对有竞争性和资本充足的银行体系的承诺。

资产。随着私人部门资产负债表去除资产以降低杠杆率，利用公共部门资产负债表有助于避免发生可能降低银行资本的“大甩卖”式清盘。

- 那些银行对证券化或有问题资产有大量风险暴露的国家可以考虑采用让政府购买这类资产或为这类资产提供长期资金的机制。这应有助于提高资产负债表健康状况的确定性。建立资产管理公司可为此过程提供一个法律清晰度和问责制框架。
- 在采用“按市价计值”规则时，应允许有更大程度的判断因素，这有助于降低以“大甩卖”价格对证券进行估值的压力，从而避免加快需要资本的速度。为避免损害对现有机构资产负债表的信心，应对这种判断进行严格监督，并辅之以适当的披露要求。

筹资。依赖批发资金，尤其是跨境市场批发资金的金融机构面临严重和日益增加的再融资风险。为此，中央银行正在探索更多的方法来提供短期资金，以满足机构对融资的需要。以上介绍的增加资本和支持资产估值的措施，以及为提供流动性已经采取的措施应该为市场的正常运行或信心恢复提供重要支持。在减少对手方风险方面继续取得进展，包括通过集中化的清算和结算安排也将有所帮助。但以往危机的经验表明，在有些情况下，可能还需采取其他措施。在极端情况下：

- 可以提高个人零售账户存款保险的正常限额。然而，提高存款保险限制，或因情况进一步恶化，采取一揽子担保的做法应是临时的和不得以而采取的措施，而且有效采取紧急措施的方法是在各国进行协调的基础上采取。
- 担保应在临时期限里保护优先和次级债务负债。理想的做法是，让获得这类担保的机构承担一些成本，如使用费、健康状况检查或其他标准。

这些措施代表的只是广义的做法，但各国当局已经制定出一些细节，而且令人鼓舞的是，还有更多的细节正在讨论之中。其他积极的进展包括当局决心采取果断行动；已经开始重大的资产负债表调整；以及有关方面愿意重新检查全球监管框架。这为在中期内更好地统一各管辖范围内的监管做法和刺激措施创造了机会。然而，眼下的重点仍是控制目前的破坏性力量。

第一章

基于此背景，《全球金融稳定报告》第一章考察了全球机构所面临进一步损失的规模。该章测算了金融体系杠杆率下降的幅度，估算了所需减少资产的规模，并计算了所需筹集资本的规模。分析结果是，为确保实现金融稳定和杠杆率更加有序地下降，公共部门需提供资金。最大的风险仍是金融体系和实体经济之间的负面反馈作用加剧。

美国仍是这场金融危机的中心，因此，第一章较详细考察了美国的前景。美国房市继续下跌及其他经济部门减速造成新的贷款恶化：住房抵押贷款、商业房地产、公司以及消费者贷款违约率均上升。由于违约率尚未达到峰值以及市场困难近来加剧，美国贷款和证券化资产的宣布损失很可能会进一步增加到1.4万亿美元，大大高于2008年4月期《全球金融稳定报告》的预计。随着经济减速蔓延，金融机构非美国资产的损失也将增加。同样，在一些欧洲国家，当地住房价格下跌加剧了这些困难。

为充实资产负债表，金融机构一直在筹集资本。在开始阶段，这方面的努力相当

成功，但由于对机构能否存继的信心下降，未来发行会遇到更多的困难，成本也会更高。因此，第一章认为，银行部门杠杆率下降的发生将是多层面的：须出售资产、降低新资产的增长速度和改变银行的经营模式（因为以前的许多收入来源基本消失）。许多非银行，如对冲基金也正在经历类似的杠杆率下降过程，其利用保证金融资和在私人回购市场持有杠杆头寸的能力受到严重限制。拆借市场存在的压力加剧了货币市场共同基金的赎回。在短短的一个星期的时间里，独立的大型投资银行已从美国金融业的版图上消失，正在演变事件的深远影响从此可见一斑。虽然今后的长期影响仍是未知数，但金融部门很可能会发生整合，需出台新的经营模式，而且在可预见的未来，公司将在杠杆率较低的环境下运作。

以前曾被认为是低风险的资产的估值目前存在不确定性，因此难以对资本充足率做出判断。第一章认为，大多数市场参与者、评级机构和监管部门认为，所需的缓冲资本比以前想象得要多。而且，应该依据对风险的前瞻性分析，而不是机械地套用监管比率。如果永久性地采用较高的资本充足比率成为法律，此要求应分阶段推行，以免导致目前的周期性紧缩加剧。虽然实现更高的资本水平意味着信用形势正常化可能会被延迟，但是到2009年晚些时候，此过程应已经开始，金融机构届时可为恢复提供更好的支持。

虽然在开始阶段新兴市场在全球金融动荡面前总体表现出相当的抵御能力，但近来面临的压力增加。融资成本越来越高，资金越来越难以获得，股市发生急剧修正（尽管是较高的基础上下跌的）。资本外流加剧，导致国际以及有些国家国内的流动性状况更加紧张。新兴市场借款人和金融机构将面临更困难的宏观经济环境。在信心

降低以及流向这些国家的资本发生逆转的总体背景下，随着全球增长减速，滞后的国内通货膨胀压力继续转嫁，政策制定者也将面临挑战。一个重要的风险是，这些形势综合起来可能导致一些新兴市场经济体国内信用周期性紧缩加速发生。

除以上所阐述的之外，第一章还在本章的分析和以往各期《全球金融稳定报告》结论的基础上阐述了一些更具体的政策影响，供公共当局参考。虽然重点一直是公共部门应做些什么，但是，为了为金融中介奠定更扎实的基础，私人部门金融机构应继续在发现和纠正不足方面起重要作用。以下是关键内容，但需得到监管机构的支持：

- 维持有序的杠杆率下降。首先，金融机构应重点巩固其资产负债表，最好的方式是吸收新的资本，而不是出售资产；第二，确保拥有与其经营模式相符的资金来源。
- 加强风险管理体系。作为改善总体风险管理的一部分，各公司应采用更可靠的风险管理做法，在经风险调整的基础上更好地将薪酬一揽子与回报挂钩，并更多地注重调薪酬中的长期因素。
- 改善估值技术和报告制度。执行金融稳定论坛新的披露指南，经常对资产进行估值和定期披露将减少不确定性，而且是帮助提供有关对手方健康状况信息的重要步骤。
- 为场外产品建立更好的清算机制。私人部门应继续迅速建立清算机制，以减少对手方风险，尤其是为信用违约掉期市场，目前该市场存在的清算问题急需解决。对对手方风险要求更多的资本可能会有所帮助，目前各监管部门正在考虑这样做。

第二章

流动性风险和资不抵债风险共同导致一段时间里短期利差上升和交易量大幅度下降，资金市场继续面临压力，而且持续时间之长是前所未有的。第二章考察了银行拆借市场继续没有能力在银行和准银行间发挥分配流动性的作用及其给货币政策传导的利率渠道造成的后果。

该章首先指出，短期利率确定程序，包括伦敦同业拆借利率（LIBOR）和欧元同业拆借利率（Euribor）没有被破坏，但有待改进，因为估计金融衍生工具合同中的约400万亿美元是基于LIBOR利率。虽然本章的大部分分析先于近来发生的LIBOR利率大幅度上升，但基本建议不变。在考察为何LIBOR与隔夜指数掉期（OIS）市场之间的利差扩大时，该章表明违约关注成为2008年初开始出现的美元LIBOR-OIS利差扩大的决定性因素。此外，外币掉期利差解释了Euribor-OIS和英镑LIBOR-OIS利差，这表明美元的流动性压力正在向其他币种蔓延。

该章还考察在以下三个较长期的趋势下，货币政策传导的利率渠道如何受到危机的影响：准银行活动增加、更多使用批发拆借市场以及从稳定的存款基础转向期限较短的资产占更大比例。虽然这些趋势使得利率传导更加稳定，但在过去一年里，政策利率与贷款利率间的平稳关系发生了巨大变化，尤其是在美国。自2007年中至2008年6月，对美国和欧元区贷款利率预测的可靠性均下降，美国的情况更差。

该章建议：

- 改善资金市场的基础设施。具体而言，就LIBOR的计算而言，扩大抽样

银行和报价（以包括来自非银行的无担保定期资金）以及发表合计总量数据会增加对这些基准利率的信心。

- 当局增加对信用和流动性风险的重视。鉴于银行间拆借利差扩大的驱动因素主要是银行发生危机的风险（包括信用和流动性风险），比以前更容易获得中央银行的紧急流动性支持不会缓解银行间拆借市场上继续存在的压力。公共当局需继续解决对手方风险问题，因为私人机构发现这方面的难度越来越大。
- 向货币市场提供有限的间接支持。需仔细设计中央银行旨在让银行间拆借市场恢复发挥传导货币政策功能的贷款工具。它们应为市场参与者提供首先在它们之间进行交易的鼓励机制，以便在极端困难缓和后让中央银行有序退出。欧洲中央银行自明年开始将修改抵押政策，此举即是朝此方向迈出的一步。
- 鼓励中央银行进行合作和沟通。近来发生的事件表明，除本币市场外，良好运作的外汇掉期市场也很重要。尤其是，针对最近发生的流动性危机，一些主要中央银行联合采取措施解决外币融资需要。定期沟通其政策措施及背后的原因有助于减少不确定性。中央银行操作程序继续趋同也有助于此目标的实现。

第三章

自危机开始以来，各方面一直在严密考察公允价值会计（FVA）方法的作用。第三章考察，如果采用FVA方法，会对目前信用周期变化和结果发挥什么样的顺周期作用。

通过采用五类具有代表性金融机构的真实会计数据，针对近期发生的事件，该章模拟了冲击对资产负债表造成的影响。分析证实，取决于资产负债表中的资产和负债类型，这些冲击扩大了估值的周期性波动。还采用模拟来考察FVA方法的潜在调整，显示这类调整如预料地平缓了周期性变化，但这样做之后，分配的估值不再代表公允价值。然而，需指出的是，在有些情况下，例如在流动性非常差的市场或在极度乐观或者悲观的形势下，FVA也会得出与长期基本面和所考虑风险不相符的估值。

总体而言，该章的结论是，采用FVA仍是将来的趋势，但此方法有待进一步改进，以减少一些估值技术夸大的影响。一个关键挑战是改善FVA框架，以加强市场约束和促进金融稳定。估值采用的不同会计、审慎管理和风险管理方法需实现一致，以便促进实现更稳定的金融体系。重要的是，为确保一致性，要求对所有三个方面进行调整。

政策建议包括：

- 有选择地增加有关估值的信息。会计估值本身需补充以其他信息，如公允估值方法预计存在的变动、建模技术以及假设，从而让使用者能够适当地评估一机构的风险。

- 提高资本缓冲和备付金。增加缓冲资本和采用前瞻性准备金计提有助于防止周期下降。如果是为了完全抵御周期下降，模拟显示为抵御最严重冲击需积累的资本缓冲要比太平年景的正常水平高30%至40%。
- 提供有的放矢的风险披露。公司可以考虑提供更有针对性的报告，以满足不同用户的不同需要。视用户需要，频率较高的简短报告可能比频率较低的长报告更好。

第四章

新兴经济体虽然不是此次危机的重灾区，但危机可能对其造成的波及影响不可低估。第四章考察了新兴市场国家的股票市场，评估在多大程度上股市计价是由外部/全球和国内/基本要素推动的。分析证实，推动新兴市场股票价格变化的重要因素是全球因素和国内基本面。通过采用不同的相关性测算，第四章还发现，危机波及新兴股票市场的余地扩大，这表明传导股票价格变化的渠道增加。这反过来会影响新兴市场的消费和投资，但是在这些市场，宏观-金融之间的联系较小，而且是逐步的。尽管如此，这表明制定者需作好长期作战的准备，提高本国金融市场的弹性。

具体而言，一些众所周知的标准政策有助于在中期内提高市场弹性，主要包括：

- 促进建立更广泛和更多元化的投资者基础。鼓励形成多元化的投资者基础，包括机构投资者，如投资期限较长的养老金和保险公司。
- 帮助价格发现。避免人为地延误价格透露或限制价格波动，从而消除价格发现存在的障碍。

- 支持基础设施建设。采纳与国际最佳做法一致的法律、监管和审慎规则。
- 确保股票交易所正常运作。为交易股票和新的金融衍生工具建立一个可行的交易环境和支持性的基础设施也有助于资本市场的发展，当然强化措施和创新的顺序要适当。

* * *

目前已开始落实危机中汲取的若干政策教训，还有许多有待汲取，且在实施之前需进行评估。基金组织一直积极参与若干问题的讨论，本期《全球金融稳定报告》介绍了其中的一些问题。虽然没有重复2008年4月期《全球金融稳定报告》提出的所有政策建议，但它们仍然适用。基金组织将继续与金融稳定论坛合作、监督进展、并通过双边监督，包括金融部门评估规划以及技术援助对成员国提供帮助，帮助它们改善金融体系的健康状况，以便更好地抵御全球金融部门风险。