

# 各章概述

## 第一章

金融危机留给政策制定者们的是艰巨的任务，对工业国家的政策制定者们来说尤其如此。面对着仍然脆弱且并不均衡的复苏，他们在制定政策时，需从中长期的角度考虑问题。住户刚开始削减负债水平，因此支出水平仍是有限的。各国政府采取的非常规支持措施阻止了危机的跨市场传染，避免了最坏的情况。不过，其中有些措施延缓了实体经济和金融部门所需要的调整，而杠杆率的下降和资产负债表的修复还远没有结束。所有这些问题都还在影响着信心。金融体系依然存在着脆弱性，仍在采取的非常措施也产生了负面效应，因此，金融体系仍有可能再次陷入困境，这对于改革颇为不利。

宏观经济的支持手段是有限度的。最近市场的反应表明，有些国家的财政刺激手段已经用到了上限。部分工业国家需要采取立即和前倾式的财政整顿措施。同时，还必须进行结构性改革，以促进增长和确保财政的长期可持续性。在货币政策方面，尽管主要发达经济体的宏观经济状况仍然脆弱，并且核心通货膨胀率很低，但是必须认识到，长期使利率维持在接近零的水平并保持充沛的流动性，将带来扭曲，并给金融和货币稳定带来风险。

必须对金融体系进行根本性的改革，从而为未来可持续的高增长奠定更加稳定的基础。综上，改革最重要的是必须制定更为有效的监管政策，作为一个整体政策框架的组成部分。新的全球金融稳定框架应包含监管和宏观经济方面的政策。此外，还需要建立强大的治理安排并开展国际合作。上述框架将有利于实现金融和宏观经济稳定的共同目标。

## 第二章

虽然部分新兴市场经济体存在经济过热的风险，但在大多数发达经济体中，尽管实行了强大的货币与财政刺激政策，但GDP仍然低于危机前水平。此外，政府债务大幅增加使公共财政的可持续性问题变得更为紧迫。

银行业已经增加了资本缓冲，并且由于一系列临时性因素，利润得到了提升。但是，银行业还面临着发生更多贷款损失的风险。近期融资市场的困难情况也表明，当市场情绪转向负面时，银行可能面临巨大的再融资压力。尽管发生危机国家的银行业在修复资产负债表方面取得一定的进展，但这一过程还远没有结束。应继续重组和强化金融体系。

## 第三章

在危机期间，中央银行为稳定金融体系和实体经济，大幅调低了政策利率。此外，各国政府针对金融市场出现的问题，实行了非常规性政策措施，这有助于防止经济走向崩溃。但是，维持宽松货币政策的做法存在一个时间限度问题，而且，低利率可能会扭曲投资决策。必须认真权衡长期极端低利率可能给金融稳定带来的风险。利率长期偏低可能会鼓励借款人缩短借款期限，增加持有风险头寸的杠杆率，延误对资产负债表进行必要的调整。尽管政策制定者们可以并且应该采用其他工具来处理这种风险，但是，可能在宏观经济状况显示需要实行货币紧缩政

策之前，政策制定者们就必须采取行动。

新兴市场经济体正在强劲复苏，同时通胀压力也在上升。由于主要金融市场维持低利率，很多新兴市场经济体担心其较强的增长前景将吸引不稳定的资本流入，从而导致货币升值。一些国家继续保持较低的政策利率，并通过大幅干预外汇市场来抵制汇率升值。这种政策容易带来银行资产负债表的大幅扩张、信贷大幅增长和资产价格超调，从而加大国内经济过热的风险。为促进国内和全球经济更加平衡的增长，一些新兴市场经济体可以更多地依靠增加汇率的灵活性，并实行货币紧缩政策。此外，对审慎工具的使用对提高金融体系应对境内外金融冲击的韧性起着重要的作用。相比之下，尽管控制资本流动能够发挥有限和暂时性的作用，但中期效果并不显著。

第四章

很多工业国家的公共债务水平仍处于不可持续的状态。当前财政赤字占 GDP 的比重很大，部分是由周期性因素引起的，也有危机应对政策的因素。此外，在未来几十年内，与老龄化有关的支出将大幅增长。近期发生在希腊和其他南欧国家的事件表明，投资者对公共财政可持续性的怀疑会很快地从一国传播到其他国家。此外，高额的公共债务将降低长期经济增长率，并最终危及货币稳定。

第五章

上述风险表明，需要采取迅速和可信的措施，以减少一些工业国家的经常性财政赤字。要解决长期财政不平衡问题，需要实行结构性改革，以促进潜在产出的增长，并控制未来与老龄化有关支出的增长。这些措施可能在短期内对产出增长带来负面影响，但是，如果不这样做，由此引起市场信心突然丧失的局面将更加严峻。采取财政整顿措施，即在未来年份将债务占 GDP 的比率下降几个百分点，将带来显著的好处，如低而稳定的长期利率，减少金融体系的脆弱性，并最终创造一个较好的投资和长期增长前景。

危机表明金融企业的经营模式存在严重的纰漏。在很长一段时间内，金融企业的资产回报率相对较低，但通过采用高杠杆率来实现其资本收益目标。金融企业还充分利用廉价的短期融资带来的好处。这一策略加剧了金融企业的利润波动，尤其是在市场出现紧张状况期间。危机以来，投资者更加区别对待不同的金融企业，那些采取更加审慎和有韧性的经营模式的企业受到投资者的青睐。当前，政策制定者们的首要任务是将市场上要求的更高标准纳入监管框架。高质量的资本、低杠杆率和更加稳定的融资，将提升金融部门应对未来市场冲击的韧性。这不一定会影响金融业的中期盈利状况，尤其是如果金融业继续调整结构、并逐步消除额外生产能力。并且，一个更加稳健的经营模式有利于控制融资成本，使金融部门出现强劲、稳定和可持续的增长。

第六章

扭曲的经营动机和顺周期反馈效应，损害了金融体系的稳定。宏观审慎政策突破了传统的审慎政策范畴，并通过对传统审慎工具的调整，有利于增加金融体系应对顺周期的韧性。在经济繁荣期间，当信贷增长超过趋势值时，就可以建立逆周期性的资本缓冲，并在经济下滑期间加以使用。还可以采取其他一些措施，如对住房抵押贷款制定贷款额与房产价值总额的上限比率，将发挥自动稳定器的作用，因为在经济繁荣期间，银行为了增加房地产贷款，将相应提高贷款额与房产价值的比率。制定贷款额与房产价值总额的上限比率有利于抑制银行的贷款动机。这一做法将有助于控制信贷和资产价格的大幅增长，从而减少积累系统性金融风险。

第七章

处理顺周期问题与传统的宏观稳定政策紧密相关。一个更加有韧性的金融体系对反周期的货币与财政政策起到补充作用，有利于应对经济下滑期间给金融稳定带来的威胁。尽管如此，货币政策仍然需要避免在经济繁荣期间系统性金融风险的积累。这可以通过扩大政策空间，以更加有效地促进长期价格的稳定性。