

# 第一章 走出援救：当前的重病护理和完成改革

危机爆发三年后，人们对经济复苏和改革的期望值很高，但这种耐心正在逐渐消蚀。金融危机给政策制定者们留下一个巨大的难题：一方面，现有金融和宏观经济支持措施带来了负面效应，加上金融部门脆弱性问题尚未解决，使经济复苏面临中途夭折的风险；另一方面，加强金融体系韧性的全套改革措施尚待完成。

当大约三年前金融危机在大西洋两岸国家爆发时，政策制定者采取了急救措施，并开出了一剂猛药：对金融体系提供直接的大力支持，降低利率，大幅扩张中央银行资产负债表，并大幅推出财政刺激政策。但是，这种强劲的支持措施也带来很大的负面效应，其危险的方面正在显现。

下面是持续实行非常规计划带来的严重问题：直接支持措施正在延误重要的危机后调整，并且存在制造大而僵化的金融企业和非金融企业的风险。全球主要经济体的低利率政策不利于降低杠杆率，加剧了金融体系的扭曲，并造成其他领域的问题。资产负债表持续扩张的情况表明，中央银行仍然在很大程度上主宰着金融市场，从而扭曲金融市场一些重要债券和贷款的定价，不利于私人部门必要的定价行为，明显造成了中央银行作为部分金融工具最后买家的印象，从而提高了道德风险。并且，刺激性财政政策正在推高部分国家的政府债务，使其明显处于不可持续的水平。

目前到了考虑何时和怎样退出上述强力措施的时候。不可忽视的一点是，不断积累的负面效应本身带来了风险，退出问题比大多数人想象中更加急迫。尽管如此，退出上述措施仍受制于金融部门状况和对宏观经济的展望，而很多工业地区的状况十分脆弱，使政策紧缩具有风险性。

在改革层面，有关方面的工作正在积极推进。详细和广泛的改革建议正在锚准危机的多重根源和其可能引发的风险。这类改革措施将降低发生下一次危机的概率或严重性。但正如我们一年前指出的那样，这需要每个人为此做出努力。<sup>1</sup> 监管机构需要改革其对金融体系三个重要要素（即金融工具、金融市场和金融机构）的安全性的处理方法。监管机构必须建立宏观审慎框架，以提高金融体系的整体稳定性，并将它置于单个金融机构稳健性之上。财政当局必须努力维持长期可持续性，通过在经济繁荣时期积累储备，以备经济状况不好时使用，以确保其政策能够吸收冲击而不是放大冲击。并且，中央银行必须对抗给价格和经济稳定增长带来威胁的资产价格和信贷的高速增长。所有这些改革项目，包括监管、财政和货币政策等，都必须到位并最终完成。

本章第一部分简要列举了危机期间采取的非常规政策措施，并讨论了长期实行这种只针对表面症状的做法带来的风险。下一部分讨论了危机的根源，审查了

1. 国际清算银行，第79期年报，第七章，2009年6月。

正在进行的金融体系改革工作，并提出了需要进一步做的工作。

## 急症疗法：对危机的初期反应

当危机随着雷曼兄弟公司的破产进一步恶化时，有关当局采取了不断升级的一系列应急措施，以加强对金融体系和实体经济的支持。这实际上相当于急症室的疗法，意味着暂时可不考虑任何负面影响。

根据不同的经济和金融体系结构，各国政策制定者们选取了各种不同的措施，包括：对银行资产和负债提供担保，以避免可能发生的银行挤提；财政当局、中央银行以及国际金融机构提供直接贷款，以允许贷款展期并防止违约；注入资本以防止破产；对破产的金融机构实行国有化，使其继续向客户提供服务；消化私人部门资产负债表中的低质量贷款，对流动性市场消失的资产的价格提供支持，并相应扩大中央银行的资产负债表；监管机构向公众出具大银行资本充足率的证明等。如果要对所有的项目进行详细列举，将包括几乎每一个发达经济体和很多发展中经济体实施的数十项措施。<sup>2</sup>

各国政府除推出大量直接支持金融体系的措施外，还出台了史无前例的非常规的宏观经济政策。这种过分适应性的货币政策与财政政策是对危机后果的一种反应。目前，美国、欧洲和日本的公共财政赤字超过了GDP的5%，政策利率接近于零。在采取常规宽松货币政策的同时，一些主要国家的中央银行将调控重点从价格转到数量上。在过去两年中，上述中央银行持有的资产数量大约增长了一倍，并继续维持高位。

## 重病护理：负面效应带来的严重问题

上述应急政策在当时是很有必要的，并且在实现短期目标上也基本上取得了成功，其中很多措施在危机发生三年后的今天还在生效。但坦率地说，金融体系仍然存在的脆弱性，加上长期实行重病护理政策所带来的负面效应，有可能使危机重新爆发。

危机使全球宏观经济形势相比三年前更加恶劣。在欧洲与美国，失业率高企，需求前景暗淡。对金融市场和金融机构的支持措施造成了一种依赖，即如果不继续实行非常宽松的货币政策，金融体系可能很难全身而退。并且，一些银行和银行体系仍维持高杠杆率，还需要靠政府支持来维持生存。

希腊主权债务危机表明金融体系仍然是多么脆弱。在5月中旬，对希腊信用状况的质疑不断增加，特别是造成了部分欧洲银行的融资困难，使人联想起雷曼兄弟公司破产后的情况。这不仅反映了主权债务危机后出现的新问题，也反映了对商业银行资产负债表质量的长期质疑。为此，欧洲中央银行采取了前所未有的举措，宣布将购买主权债券。与前一次的危机一样，中央银行提供了紧急货币互换贷款，以应对融资难问题。

很多处在危机中心国家的非金融部门仍维持很高的杠杆率。如第二章所述，这些经济体的住户部门已经开始降低杠杆率。但由于公共部门杠杆率的大幅增加，

2. 详细情况请参见国际清算银行，第79期年报，以及本期年报的第二章和第六章。

使非金融部门的负债水平出现了自 2007 年以来的大幅攀升；其中，法国、德国、西班牙、英国和美国的负债占 GDP 的比率预计在 2010 年底之前将上升 20% ~ 40%。杠杆率的持续上升，不仅显示了私人部门与公共部门资产负债表的脆弱性，这需要几年的时间才能解决，而且，如果需要再次对公共部门或私人部门开展救援，将会严重地限制财政政策的干预空间。

实际上，希腊事件表明，债台高筑的政府在危机中可能无力担当最后买家的角色，以拯救银行。在 2008 年底与 2009 年初，当银行业开始出现倒闭事件时，政府开展了后援行动。但是，如果政府债务本身无法交易的话，未来对银行体系的救赎将不得不求助于外部。

希腊主权债务危机可能推延了货币紧缩措施，但主要发达经济体维持低政策利率的时间越长，就会在国内与国际范围内带来更大的扭曲。正如第三章所述，长期实行极端低利率改变了投资决策，推迟了对贷款损失的承认，在追求收益的过程中增加了风险行为，并鼓励了借款的高增长。五年前这方面的教训应使我们保持非常清醒的头脑。尽管当前情况与 2001 ~ 2005 年的情况非常不同，但 2007 ~ 2009 年的危机表明，低利率引发资产价格与信贷量的暴涨，导致对风险的定价偏低，最终带来了破坏性效应。

对于那些增长强劲的经济体，需要实行较高的政策利率，而全球主要金融中心的低利率环境是没有帮助的。至少，利差诱使资本发生流动。正如第三章和第四章所述，这种资本流动给汇率带来压力，促进了信贷繁荣与资产价格泡沫，而且，当利差回归正常和资本流动发生逆转时，将给所在国的经济带来不稳定因素。

2007 ~ 2009 年危机过后，为支持总需求，加上前期对医保、养老金和社保的开支承诺，政府投入了巨额的财政开支，这使得很多工业国家的公共债务飙升至不可持续的水平。如第五章所述，人口老龄化开始给大多数发达经济体的公共财政背负了沉重的负担。今年上半年的事件表明，对部分国家而言，要保护或恢复其在债务市场的信誉可能已经太迟。但无论如何，一些工业国家需要立即开展大规模的财政整顿措施，一般有两种方式：一是削减支出以控制当前赤字；二是对外采取可信的行为，保证未来赤字不会大幅上升。

对那些债台高筑并深陷危机中的国家而言，财政整顿工作更加紧迫。其高额的债务一是由于财政过于宽松；二是由于国际竞争力不足，导致经济增长潜力低下。对前一种因素的调整比较直接，即使执行起来也很痛苦。但是，对于那些已经是货币联盟的国家，而且其主要贸易伙伴也是联盟内的成员，却无法选择贬值来提高竞争力，只能通过提高生产力，或者降低名义工资水平。主权债务危机的长期历史经验表明，当投资者对一国偿债能力失去信心并且不愿再持有其债券时，唯一的选择只能是实行一整套援助措施、拯救甚至是主权债务重组。

## 诊断：找出危机的根源

每位医术高明的医生都应遵守的一句格言是：治病要对症，不忘除病根。这一点对金融危机或经济危机同样适用：政策制定者必须对经济问题的表层症状加以处置，同时应推进相关的改革措施，以治愈经济问题的根源，以尽快降低系统性金融风险。因此，为更好地评估改革的进展状况，我们先简要概括危机的根源。危机根源肯定是相互联系的，但为了简明起见，我们将危机根源分为两大类：微

观经济根源和宏观经济根源。<sup>3</sup>

### 微观经济根源

存在三方面的微观经济根源：错误的动机、风险衡量和风险管理失效，以及监管不足。由于上述三方面的原因，使整个金融业过早地记录盈利，而且获利过于容易，并缺乏对风险的合理调整。

危机暴露了消费者、投资者、金融部门雇员以及评级机构的扭曲动机。消费者和投资者缺乏自我保护意识，过度借款并投资于极端复杂和不透明的金融产品。金融机构管理人员受到与短期收益和业务量挂钩的奖金计划的驱动，增加杠杆率并积累了大量风险。评级机构面对雪崩式的复杂结构性金融产品，在利润的诱惑下，不能对借款人的还款情况做出正确的评估。

对风险进行衡量、定价和管理，需要采用现代化的统计工具，后者主要依据历史经验。即使是对于长期的数据系列，一般都假定世界的演变过程将很缓慢，并且通常对较远期的金融事件视而不见。而更近期、相对较长的金融稳定阶段造成了一种风险已经永久性下降的印象。结果，人们愿意以很低的价格交易风险。但是，我们不得不痛苦地认识到，这种普遍采用的统计方法尤其不适用于评估大规模的低概率事件。在我们最需要它们的时候，其表现却非常糟糕。

对风险管理缺乏足够的治理还带来了其他问题。<sup>4</sup> 风险管理员很难告诉交易员停止赚钱。并且，风险管理员的工作也很难获得高级管理层的支持。

最后，监管体系过于宽松，并且一些金融活动很容易逃避监管。监管机构过分依赖市场纪律（包括想象由信用评级机构制订的市场纪律），造成部分国家对全球金融体系的核心领域极端地缺少监管。而且，甚至当金融机构发现无法承受这种极为轻度的监管时，很容易将某些活动转移到监管领域之外。结果，由于监管目标错误，或者根本就缺少监管，积累了大量的风险。

### 宏观经济根源

宏观经济根源大体上分为两大类：一类是与国际债权失衡积累有关的问题，另一类是实际利率长期偏低带来的问题。

持续和大量的经常项目顺差和逆差，使在危机发生前十年内的大部分时间里，资金从资本不足的新兴市场国家净流向资本富余的工业国家。结果，一些主要发达国家存在过度的国内需求；超额储蓄；缺少投资机会；资产组合多元化引发对国际低风险资产的需求；新兴市场经济体汇集了大量资金。这里，姑且不论人们对于上述资本流动源头和由此导致的跨国债权积累问题上的分歧。关键的问题是由此带来了一种共生关系，即一些国家的增长由出口推动，另一些国家的增长则由高杠杆率推动，结果造成总体资本流动大幅增长，并且出口国居民对进口国居民积累了大量债权。这种资本流动和债权造成资产的错误定价，并使危机在全球范围内扩散。

第二类宏观经济根源来自 2001 年后长期低的实际利率和长期实际利率偏低。低利率带来了一系列的重要影响。其中，很多发达经济体大量向住户发放贷款，

3. 下一部分概括了2009年6月出版的国际清算银行第79期年报第一章的内容。

4. 对手方风险管理政策小组，《控制系统性风险：通向改革之路》，对手方风险管理政策小组III的报告，2008年8月6日。

进一步推高了明显不可持续的房价。另外，追逐收益使机构投资者承受了大量的额外风险，哪怕是由此带来的收益微乎其微。

## 解决危机根源

如果要为金融体系奠定一个更加稳定的基础，那么，本次国际金融危机的根源就必须对有关的改革设计提供指导。所以，要开出一份有效的药方，关键是从危机根源中得出正确的结论。一些人可能在危机中得出结论说，为防止出现另一波金融风暴，应该禁止证券化或场外交易等部分金融活动，以及抵押债务工具或信用违约掉期等金融工具。但是，即使我们这样做了，而处理上一次危机的策略不一定对下一次危机有效。相反，针对造成系统性影响的某些金融活动带来的外部性，我们必须采取一种灵活的和前瞻性的做法，而不是试图消灭危机，因为这基本上是不现实的工作。我们应该做的是降低发生危机的概率和严重程度。

正如去年年报所指出的那样，建立一个更加具有韧性的金融体系要求我们处理系统中两种外部性风险：一类是共同暴露（所有金融机构暴露于同一类风险）和关联性带来的整体失败，另一类是顺周期性。<sup>5</sup> 以下两节将概括阐述处理这些外部性必需的主要改革措施（见表 1.1），同时说明它们如何相互配合。

## 药方：减少共同暴露和关联性风险

为降低来自共同暴露和关联性的系统性风险，需要制订新的和更好的规则，并从两方面开展工作：减少单个机构破产的风险，以及减少系统性崩溃的风险。

### 减少单个机构破产的概率

可以采用一系列的工具来降低单个金融机构破产概率：（1）影响资产负债表的规模、结构和风险状况；（2）改善机构治理和管理人员激励机制；（3）加强市场纪律。对上述工具加以组合，并适当实施，将提高金融机构承受损失的能力，从而降低破产的概率。

为实现第一组目标，巴塞尔银行监管委员会（BCBS）建议采用四类资产负债表措施，所有这些措施将使银行持有更加反映其风险暴露的资本金和流动资金。<sup>6</sup>

其中，巴塞尔银行监管委员会关于资产负债表的首项建议旨在提高银行资本的质量与数量，使银行能够更好地承受资产价值发生意外下降的情况。

第二项建议旨在预防银行发生流动性问题，通过限制银行期限转换（借短贷长）和对批发融资的依赖。显而易见，银行进行期限转换的情况越多，流动性就越差。并且，正如最近一次危机表明，在市场出现紧张状况时，流动资金的重要性不亚于资本金，尤其是对那些在国际市场融资或跨国度经营的银行而言。

5. 国际清算银行，第79期，第七章，2009年6月。

6. 2009年12月，巴塞尔银行监管委员会发表了两份重要报告，提出加强资本和流动性的监管建议，包括关于增加资本基础的质量、一致性和透明度的一组措施（《加强银行业的韧性和流动性风险衡量、标准与监测的国际框架》，咨询文件，2009年12月17日）。同时，国际会计准则理事会（IASB）提出了一个更具前瞻性的拨备方法（国际会计准则理事会，《金融工具：摊余成本和减值》，征求意见稿，ED/2009/12，2009年12月）。

金融体系改革取得的进展				
减少溢出效应和顺周期性				
减少金融机构破产的概率	金融机构	金融市场	金融工具	宏观政策
<b>改革（进展中）</b>				
管理资产负债表规模、构成和风险： 提高资本的数量和质量 实施最低流动资金要求 改善风险覆盖 实施杠杆率限制	提高系统重要性金融机构的安全性： 限制活动范围和程度 实施系统性资本和流动资金要求  当一家系统重要性金融机构发生破产时，限制其溢出效应： 采取跨境监管 开发跨境危机管理和处置机制  让银行负债持有人承担处置成本，甚至是对于系统重要性金融机构	将场外产品转移到中央对手方改善交易的透明度，包括通过加大对交易信息库的使用		
改善治理和动机 加强风险管理 改善薪酬做法 提高监管标准	降低金融体系的顺周期性： 采取周期性资本缓冲 在整个经济周期中，实行保证金和垫头做法采用其他工具，包括贷款与抵押物价值比率和限制货币错配			
加强市场纪律 加大披露，包括证券化披露 协调各国会计标准 加强对信用评级机构的监督	将系统重要性金融机构置于监管范畴内			
<b>未完成的工作</b>				
	使系统重要性金融机构无法逃脱监管范畴	将场外产品转移到交易所市场或电子平台	注册和风险评级	将金融稳定问题纳入政策框架

表1.1

第三项建议旨在改善针对来自衍生品、回购协议、融券和复杂证券化活动的对手方信用风险暴露的覆盖率。

第四项建议针对复杂的、风险加权的资本金要求提出了一个补充措施——对杠杆率加以限制。由于杠杆率在放大利润的同时也放大了损失，因此，在市场状况不好时会增加金融机构的破产风险。<sup>7</sup>

一些国家，包括瑞士和近期的爱尔兰，已开始要求银行实施更加严格的资本金和杠杆率标准。<sup>8</sup> 英美两国也通过采用压力测试基本上做了同类工作。另外，由于预期将不断提高资本金和杠杆率方面的要求，而且投资者也提出同样的要求，使得很多机构已对其资本状况做了大幅调整。

第二组工具旨在降低单个机构的破产风险，解决治理和管理层动机问题。很多国家的监管机构增加了这方面的监测，以确保金融机构加强风险管理。各国出台了一系列措施，建立了一个特殊的银行处置体制（包括生前遗嘱），期望金融机构管理层更加关注企业的内部风险。<sup>9</sup> 其他相关工作，包括更好地将薪酬架构与审慎风险管理相结合，将减少管理人员为增加短期利润而罔顾给企业和金融体系带来长期风险的不良动机。<sup>10</sup>

此外，巴塞尔银行监管委员会正在制定改善监管标准、计值方法、流动性管理和压力测试方面的框架。首先是要提高对国际监管标准的遵守情况。2010年1月，金融稳定理事会（FSB）就此议题提出了一个框架，并正在实施过程中。该框架包括三方面的内容：以身作则；金融稳定理事会同侪审查；促进各国遵守国际金融标准。

第三组工具旨在增加透明度，以加强市场纪律。例如，巴塞尔银行监管委员会2009年7月发布关于加强巴塞尔协议II的监管框架，以解决银行证券化业务披露不足问题。<sup>11</sup> 另外，国际会计准则理事会和金融会计标准理事会也采取了有关措施，包括就会计标准加强国际协调。国际证监会组织提议的监管措施旨在提高信用评级机构的标准和监督。其他措施涉及提高一般性的信息披露情况。

### 降低系统性破产的概率

尽管我们一方面希望消除单个机构结构中存在的上述不必要的不稳定性，但是，又希望金融体系能够允许单个机构发生破产情况。<sup>12</sup> 我们只是不愿看到很多机构同时发生破产情况，其原因要么是因为很多机构暴露于同一类风险；或者单

7. 这里，我们讨论的重点是银行，但降低破产概率的工作也包括其他类型金融机构。例如，国际保险监管机构设计了一种全球框架——保险业偿付能力II，该框架已在欧盟内部实施。

8. 2008年11月，瑞士银行业监管机构对该国两家最大银行引入了顺周期资本缓冲和流动性比率。将于2013年前实施的这项资本要求，将比新巴塞尔协议支柱I确定的标准高出50%~100%。2010年3月，爱尔兰金融监管机构宣布，在2010年底前，将要求爱尔兰的银行持有8%的第一类核心资本金，并且，质量最高的资本金——资本净值必须达到资本额的7%。此外，将根据单个机构的情况，在计算未来贷款损失时，实施额外的资本要求。

9. 包括德国、瑞士、英国及美国在内的一些国家已提议或引入了大型金融机构的特殊处置机制。此外，如下文所述，跨境处置计划也正在考虑之列。

10. 金融稳定理事会（FSB）已提出处理此类问题的监管架构改革指南。请参见金融稳定理事会2009年8月出版的《稳健薪酬原则——实施标准》（根据金融稳定理事会的前身——金融稳定论坛2009年4月份的一份报告）。金融稳定理事会审查了2010年3月推出的《薪酬检讨》有关标准的实施情况。

11. 《强化巴塞尔II框架》（对支柱3的修订），巴塞尔银行监管委员会，2009年7月。金融稳定理事会正在准备一份关于市场参与方风险披露情况的同侪审查报告。

12. 但是，对于一个只有为数不多金融机构的小国而言，所有机构都具有系统重要性，唯一的选择只能是消除几乎所有破产的概率。

个机构的规模过大，或存在高度的关联性，一旦该机构破产，将引发其他机构的大规模破产，从而导致系统性破产事件。

金融机构共同暴露同一类风险的问题相对直接。这意味着一个存在很多小而类似机构的金融版图，其发生破产的概率不低于一个只存在少量大型机构的金融体系。为防止出现任何一种情况的脆弱性，监管机构原则上必须做的是，确保所有金融机构不同程度地承受同一种压力。

防止单个机构破产引发破产潮，是一个更大的挑战。这需要做好三方面的工作：(1) 降低金融机构的系统重要性；(2) 通过确保机构破产成本由该机构的非担保债务持有人承担，以最大限度地降低单个机构破产的溢出效应；(3) 将所有具有系统重要性的金融机构和金融活动纳入监管领域。目前，在上述三个领域里，无论是对单个机构的监管（在很多情况下，代表了向采取宏观审慎措施的方向进展），还是对市场结构的改革，都取得了进展。

降低单个机构的系统重要性。第一项工作要做的是，避免单个机构规模与关联性过大、一旦破产将造成不能接受的后果。这意味着必须面对单个机构可能发生破产后所带来的系统性风险。系统性风险就像污染。正如我们已采用了一系列方法限制人们向空气或水中倾倒垃圾一样，我们也采用了一系列方法限制金融机构引发的系统性风险，包括限制业务范围和定价政策等。

关于业务范围。政策制定者们正在研究从多方面限制金融机构的业务范围，或者简单地限制其资产规模。其中一个例子是沃尔克建议，该建议要求美国吸收存款的银行不得从事自营性交易。<sup>13</sup>

关于定价政策。将要求银行和其他金融机构为制造系统性风险付出代价。其中一种做法是施加所谓的系统性资本要求，包括资本性和流动性方面的要求，这似乎是一种最佳办法，将迫使系统性重要机构相对提高资本和流动资金水平，从而减少破产的概率。理论上，税收体制可以起到与征收系统资本金同样的效果，但由于本身过于复杂而不具有吸引力。<sup>14</sup>

控制处置成本和溢出效用。对金融机构的系统重要性加以限制，有助于完成第二项任务——通过让一家机构的负债方承担所有破产后果，控制机构破产的溢出效应。如果我们在金融机构破产前，能够确定集中风险所在，同时拥有稳健和透明的处置程序，就可以实现这一目标。这项工作显然具有国际层面的因素，而且透明度问题对金融市场的结构具有影响。

近期金融危机表明，为了限制大型和具有全球影响的金融机构破产后的扩散效应，相关的处置程序就必须包括跨境危机管理和处置。<sup>15</sup> 旨在对上述金融机构的监管进行协调、以确保各国政策一致性的措施，有助于监管当局在危机前采取措施。

在联合监管中，从事对大型、国际化金融机构进行监管的当局共同商讨协调行动。推动对每一家大型、全球化金融机构在联合监管方面取得进展，是金融稳定理事会、巴塞尔银行监管委员会和国际保险监督官协会的一个协作工程。欧洲

13. 保罗·沃尔克2010年2月2日在美国参议院银行、住房和城市事务委员会上的发言。

14. 第三种方法，也许是更加不受欢迎的一种做法是，在金融机构破产给公共财政带来很大的成本后，对所有金融机构进行征税。同样的问题是，该项税收并不会有效地限制金融机构承担更多的风险。

15. 正在采取一系列措施来解决这一问题。2010年3月，巴塞尔银行监管委员会发布了一整套建议。金融稳定理事会的一个小组正在研究在现有国家框架下金融机构的处置问题，并研究各国框架如何发生相互影响。金融稳定理事会希望在2010年10月前，发布对上述框架的协调原则。国际货币基金组织也在检讨跨境金融机构的有效处置手段。

委员会已经委托欧盟开展这一计划。<sup>16</sup>

考虑到市场影响，信息不对称加剧了市场恐慌心理。在2007～2009年金融危机期间，由于对对手方风险暴露情况的准确情况掌握不明，即不了解将由谁承担损失，结果引起了传染效应。透明度和信息是对包括市场在内的任何解决方法的关键。对市场基础设施的一项关键改革是，要建立一个概念上相对简单、而技术上很复杂的中央对手方（CCPs），并要求增加在注册交易所的交易量。从主要是双方和场外系统转向以中央对手方为主的系统有很多显而易见的好处。这将改善对对手方风险的管理，因为中央对手方是任何一项交易双方的对手方，进行头寸暴露的多边轧差，使支付变得更加直接。而且，通过向监管机构和公众提供市场活动和暴露方面（包括价格和数量）的信息，提高了透明度。<sup>17</sup>

值得庆幸的是，立法部门和监管机构了解了中央对手方和集中清算和交易所交易的优点，并正在相关改革方面取得了重大进展，这将提高系统性安全。<sup>18</sup>

建立一个广泛性的监管范畴。第三项任务，即将所有具有系统相关性的金融机构和活动纳入监管范畴，是危机中付出高昂代价后得出的一个教训。在这一领域已经取得了一些进展，如银行、保险和证券监管机构联合论坛就解决跨金融部门监管的一致性和综合性问题提出了一整套建议<sup>19</sup>——但是，还有很多工作要做。

## 药方：降低顺周期性

如前所述，要为建立一个更加具有韧性的金融体系开出药方，就必须解决来自两种形式的外部性风险。我们已经讨论过了第一种外部性，即共同暴露和关联性带来的共同失败。第二种外部性是指顺周期性，即金融体系和实体经济之间的放大反馈。顺周期性的基本要素很直接。当经济进入繁荣阶段后，贷款变得很容易和廉价。银行有充足的资本金和资金，借款人的信誉提高，抵押品价值上升。而在经济下行期间，上述情况发生了逆转。银行被迫承受意外损失，使得银行的资本充足率下降，所以银行减少贷款量。贷款人信誉和抵押品价值下降。

货币当局与审慎监管当局正在开发自动稳定器，作为对相机货币政策的一种补充，以降低金融体系的自发性放大效应。如第七章所述，这些稳定器是宏观审慎政策框架的一项关键要素，包括：根据经济活动和信贷总额调整后的缓冲资本金，在经济繁荣期间缓冲资本金上升，而在经济下滑期间下降；整个经济周期的贷款拨备；贷款机构在整个商业周期内更加稳定的保证金和垫头（haircut）做法。巴塞

16. 根据2009年对资本要求指南（CRD2）的修改要求，所有欧洲跨境银行集团必须在2010年底前成立联合监管体制。清偿能力II指南要求所有跨境保险集团在2010年10月底前建立联合监管体制。

17. 详细情况请参见S. Cecchetti、J. Gyntelberg和M. Hollanders合著的《场外衍生品的中央对手方》，《国际清算银行季度观察》，2009年9月，第45～58页。

18. 就加大对中央对手方的使用，已经采取了一系列措施，包括：2009年9月成立场外衍生品监管机构论坛；2009年9月，15个主要衍生品交易商承诺将场外信贷衍生品的中央清算量提高到特定目标；2010年1月，银行、保险和证券监管机构联合论坛提出加强对信贷转换产品监督的建议；2010年5月，支付结算体系委员会以及国际证监会组织发布中央对手方的修订标准，以更好地处理场外衍生品清算的相关风险；巴塞尔银行监管委员会建议调整资本金要求，以鼓励从场外交易暴露转向中央对手方；建议改革欧洲和美国的立法情况。

19. 2010年1月，由巴塞尔银行监管委员会、国际证监会组织和国际保险监督官协会组织的联合论坛，发布了《对金融监管不同性质和监管范围的审查：主要问题与建议》报告。报告就解决适当的监管范围问题提出了一系列建议，包括协调对银行、保险和证券行业的监管；加强对金融集团的监管，尤其是对提供跨境服务的金融集团的监管；就发起抵押建立一致性和有效的承销标准；扩大监管范围，将对冲基金活动纳入监管；加强对信贷转换产品的监管。

尔银行监管委员会正在研究缓冲资本和整个周期的拨备问题。保证金和垫头做法是全球金融体系委员会近期一份报告的主要课题。<sup>20</sup> 第七章也讨论了正在开发的一系列反周期监管工具，包括最高可允许的贷款额与抵押物价值的比率和限制货币错配情况。

## 改革：待完成事业的主要领域

政策制定者已经在朝着建立一个更加稳定的金融体系方面取得了显著进展。正在酝酿中的改革必须得到贯彻和执行。但是，还需要做更多的工作。在监管方面，尽管关于金融机构方面的工作还在继续，但金融市场和金融工具需要获得更多的关注。并且，要加倍努力确保监管范畴保持稳健，防止逃避监管行为。还必须清楚地认识到，光有一个好的监管是不够的，而宏观经济政策也应发挥重要的作用，并且必须扩大宏观经济政策框架，以使金融体系更加稳定。

正如我们在去年所指出的那样，要建立一个更加安全的金融体系，需要发现并减少金融体系所有三个主要组成部分的系统性风险：金融市场、金融工具和金融机构。<sup>21</sup> 在不影响有助于提高生产率的创新和发挥改善经济分配效率的同时，这三个部分必须更加安全和透明。对于金融市场而言，有关为场外衍生品交易引入中央清算系统的倡议代表了对市场基础设施的改进措施，也是朝向建立一个在有组织的交易所进行交易的第一步。

对于金融工具而言，正如去年的年报所指出，平衡创新和安全的一种方法是，对金融工具进行某种形式的注册，根据金融工具的安全程度，限制投资者的准入。这方面已采取的措施包括：改进金融工具的标准化和格式化，包括推动运用中央对手方；通过加强对投资品的信息披露，使消费者获得更多的知情权。但是，上述措施只是更加综合性改革的起步阶段。

在一个动态、市场化的经济体中，其主要的动机是增加利润，我们必须预期到金融机构将会不断挑战监管界限，逃避监管行为，或者将部分经营活动置于监管之外。监管者不应该扼杀创新，但必须确保业务创新要符合基本规则。换句话说，所有具有系统重要性的金融机构，不管规模有多大，也不管以那种法律形式存在，都不能逃避监管机构的监督和管理。这一点对于宏观审慎监管而言尤其重要。金融危机表明，宏观审慎监管必须对来自金融体系隐蔽部分带来的稳定威胁始终保持警惕。

然而，只是进行监管改革并不能实现金融稳定，货币政策与财政政策也应发挥作用。在运用货币政策与财政政策时，有关框架必须更加广泛和具有前瞻性。如第七章所强调，利率与反周期审慎政策是实现更具韧性的金融体系的补充工具。但是，增加关于利率政策影响资产价格和债务的认识，不应以牺牲中央银行的传统目标为代价。货币政策和审慎政策是实现经济稳定高增长的重要伙伴。

在财政政策方面，有关改革必须使当局能够运用经济繁荣期间积累的盈余，来抵消经济衰退期间出现的赤字，并且还留有一些弹药以备紧急情况下使用。

此外，各国政府必须记住的是，它们处在一个全球经济的范围。对很多新兴市场经济体而言，意味着必须认识到资本流动可能引起不稳定，积累外汇储备并不是万能药。而且，经济增长由出口带动加上经常项目持续失衡的模式不可能无

20. 《保证金要求和垫头在顺周期中的角色》，全球金融体系委员会报告，第36期，2010年3月。

21. 国际清算银行，第79期年报，2009年7月，第七章。

限度地继续下去。正如第四章所指出的那样，最重要的是推动宏观经济的有序调整和全球经济平衡增长，除了实行紧缩货币政策和增加汇率灵活性外，没有其他的替代手段。

## 结论

2010年上半年发生的金融动荡事件使工业化国家金融体系的脆弱性暴露无遗：任何一种规模的冲击都可能使2008年晚期和2009年早期的情景重现。希腊发生的主权债务危机明显危及欧洲从早期危机中引发的深度衰退中的初步复苏。

与当时情况不同的是，目前几乎没有任何可操作的空间。政策利率已经趋于零，中央银行资产负债表已大幅扩张。尽管私人部门债务已开始下降，但公共债务已取而代之，一些国家的主权财务状况处于不可持续状态。简而言之，宏观经济政策面临的形势比三年前要恶劣得多，几乎缺少应对新的危机的空间——当再次出现紧急情况时，很难找到其他的应对措施。因此，尽快采取可持续的政策，并重新获取应对经济和金融危机的处置能力，是当前宏观经济政策的重中之重。

对财政政策而言，部分国家应立即采取的大幅财政整顿主要有两种形式：减少当前财政赤字，并采取措​​施确保财政的长期可持续性。对货币政策而言，宏观经济的脆弱性可能正在阻碍采取紧缩措施。但是，政策制定者不应忽视长期低利率给金融和宏观经济稳定带来的风险。并且，负面效应还在积累，最终将加剧金融体系的脆弱性，使其更易于受到危机的冲击。

必须加紧完成对金融体系的改革，特别是那些能够迅速增强其韧性的措施。当爆发新的金融危机时，这可以为金融体系提供最直接的保护。并且，目前提高资本金和改善银行资产负债表流动性的措施，将不会影响经济复苏，反而使金融机构更加稳健，从而有利于经济的可持续复苏。

上述措施将使我们更接近于减少未来危机概率和严重性的长期目标。要完成这项工作，就意味着需要立即实施剩余的改革：为所有系统重要性金融机构制订不可逾越的监管范围，处理金融市场基础设施和金融工具的系统脆弱性，并在宏观政策框架中纳入对金融稳定性的关注。