

第二章 回顾过去一年：从急救室到重症护理

资产价格与经济活动相比金融危机期间的低谷水平已有所恢复。2008年9月雷曼兄弟公司破产引发的金融市场价格下跌，到2009年3月停止下跌，风险资产价格开始上升，其中一些风险资产价格升幅较大。全球经济活动于2009年中期企稳，并在其后开始扩张。导致此次金融危机的金融失衡开始纠正。银行已着手修复资产负债表并降低杠杆率，不过这个过程远未结束。受危机影响最大的某些国家的住户负债水平开始下降，但其幅度远小于前几次危机之后负债水平降低的幅度。

经济虽已开始复苏，但仍然脆弱。过去三年史无前例的政策措施成功地避免了大萧条的重演，但是这些措施也已被使用到了极限。政府赤字激增影响了公共财政的可持续性（见第五章）。实际上，投资者当前最为担忧的是公共负债，而非私人负债问题，2010年第二季度金融市场的动荡就证明了这一点。为解决这一问题，多个国家都宣布了预算整顿措施。

在此背景下，货币政策面临两难选择。一方面，过早加息或缩减中央银行资产负债表将影响经济复苏。另一方面，过晚收紧货币政策则会推迟必要政策调整，降低金融系统中期稳定性（见第三章）。

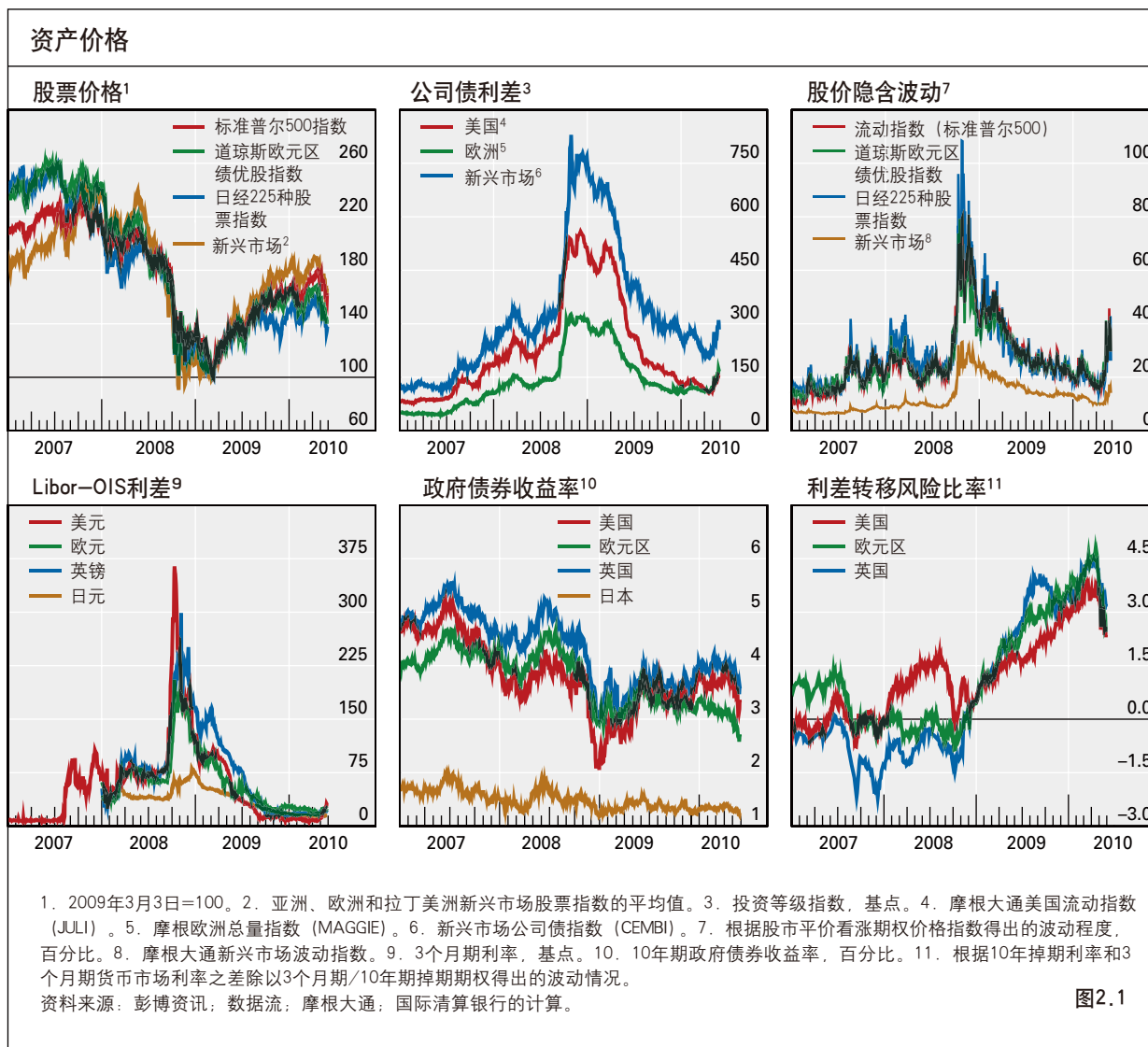
经济复苏仍不确定

市场反弹

主要发达经济体金融市场先于经济活动复苏。关键经济指标在2009年第一季度仍处于较低水平，但是投资者更加关注指向经济将较快复苏的迹象。2009年3月至2010年4月，全球股价强劲回升，但仍未恢复到危机爆发前的最高值（图2.1）。信贷利差收窄，基本与其长期平均水平相符，这表明波动幅度以降低至2007年中期以来的最低水平。且政府债券收益率，特别是美国国债收益率相比2008年底的最低水平已有所回升。货币市场紧缩状态有所缓和，银行同业拆借意愿增强，Libor与隔夜指数互换(OIS)率之间的利差相比2008年的峰值已显著下降。

众多（但绝非全部）在危机期间处于失灵状态的市场开始正常运转。2008年晚期，政府担保鼓励了金融机构的债务发行，2009年，金融机构在无政府担保的情况下也成功发行债券。非金融公司2009年上半年债券发行总额远远超过金融危机爆发前六个月内的债券发行总额。但这在一定程度上也反映银行缺乏资金。实际上，主要发达经济体银行的私有部门贷款没有增长甚至有所减少，证券化产品

金融市场引领的
复苏



市场持续走弱。在美国，大部分抵押贷款都已被证券化，而无政府担保的抵押贷款支持证券（MBS）的发行仍处于较低水平。

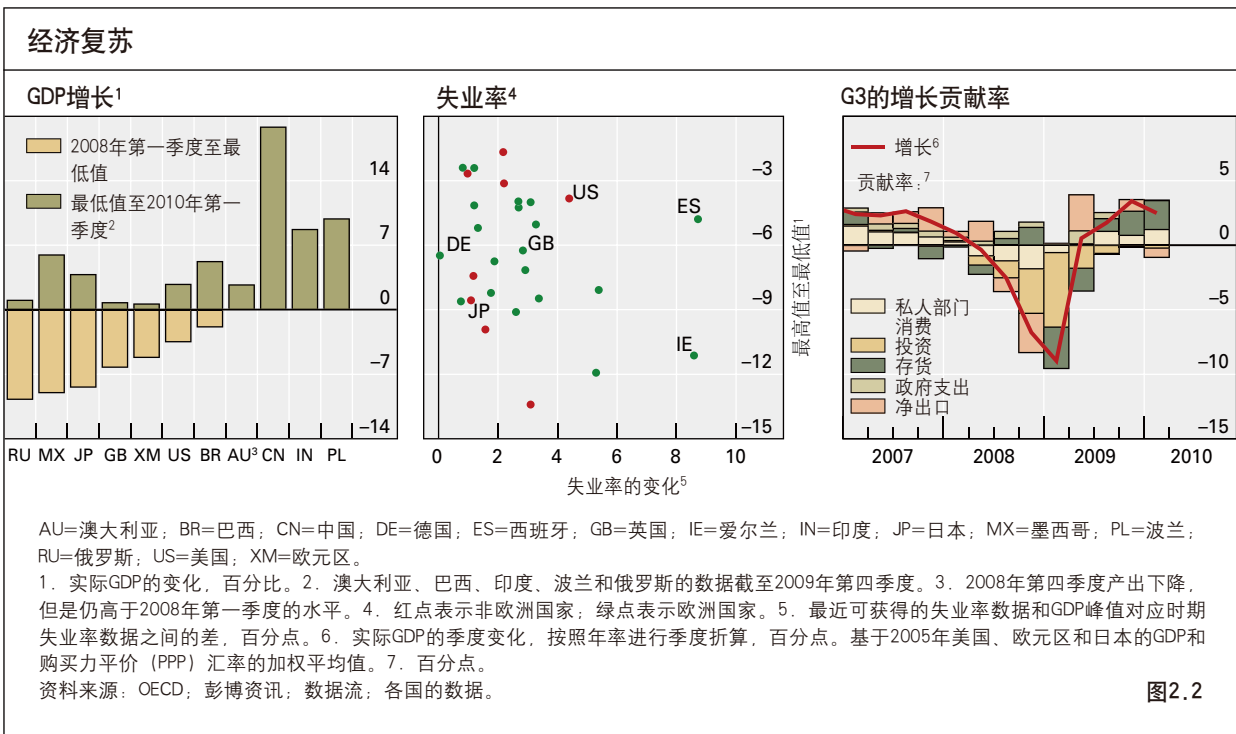
主权风险导致的
恐惧心理对金融
复苏产生威胁

2009年大部分时间以及2010年早期金融复苏较快，但是仍处在重重威胁之中。对于公共财政和银行健康状况的担忧在2009年晚期和2010年早期引发几次波动。但是，这些波动与2010年4月和5月资产低价出售引发的波动相比微不足道。2010年4月和5月，风险资产价格因投资者对希腊问题的担忧而大幅下降，同时投资者也对葡萄牙和西班牙的偿债能力产生担忧。政策制定者出台了史上规模最大的一揽子救援措施，并紧急采取新一轮中央银行政策。这些措施有效防止了危机在欧元区的蔓延，但未能进一步恢复投资者信心。

经济复苏不均

经济复苏步调不一

2009年第二季度全球经济活动衰退开始减缓，经济在2009年中期有所增长。各国情况不同，经济收缩和扩张规模差异很大（图2.2，左图）。总体而言，中国、印度和波兰未经历经济收缩，产出增长很快恢复到危机前水平。澳大利亚和巴西



的产出水平先是小幅下降, 其后快速增长并超过危机前水平。相比之下, 美国、欧元区、日本和英国在 2009 年第一季度的增长仍维持在危机前水平。

经济活动降低导致某些国家失业率激增, 危机前经历建筑业大繁荣的国家尤其如此。危机前建筑部门的高歌猛进导致西班牙和爱尔兰的失业率上升超过 8 个百分点, 美国的失业率上升接近 5 个百分点 (图 2.2, 中图)。西班牙临时就业占比较高, 使其失业率对产出变化更加敏感。¹ 虽然美国经济收缩幅度小于其他发达经济体, 但是其失业率已攀升至 20 世纪 30 年代以来的最高值。

其他发达经济体就业情况所受影响没有这么严重。欧洲大陆经济体和日本在就业方面受到的影响尤其有限。举例而言, 德国 GDP 下滑水平高达 6.5%, 但其失业率仅下降 1 个百分点。为保证就业率, 德国政府降低了工人每日工作时间, 而非将之辞退。日本则出台组合拳, 推行就业调整补贴计划并且降低工人每小时平均工资, 降低了企业保留员工的成本。因此, 虽然日本 GDP 下降幅度超过 8%, 但其失业率仅下降不到 2 个百分点。

大型发达经济体的经济复苏远不能自给自足。2010 年第一季度, G3 国家经济增长折年率为 2.5%, 其中绝大部分都是由重建存货拉动 (图 2.2, 右图)。私人投资连续八个月负增长, 持续影响经济发展。而且, 在年报报告期, 预测者对于可能会对经济增长产生负面影响的情景进行的假设几乎都未发生, 即便如此, 经济复苏仍然疲软。

新兴市场经济体的情况则完全不同。国内的扩张性政策以及发达经济体宽松的货币政策和财政政策使得一些国家出现经济过热的迹象 (见第四章)。印度的批发价格通货膨胀在 2010 年早期接近 10%, 其他新兴市场经济体也面临通胀压力。

曾经经历建筑业大繁荣的国家失业率急剧上升……

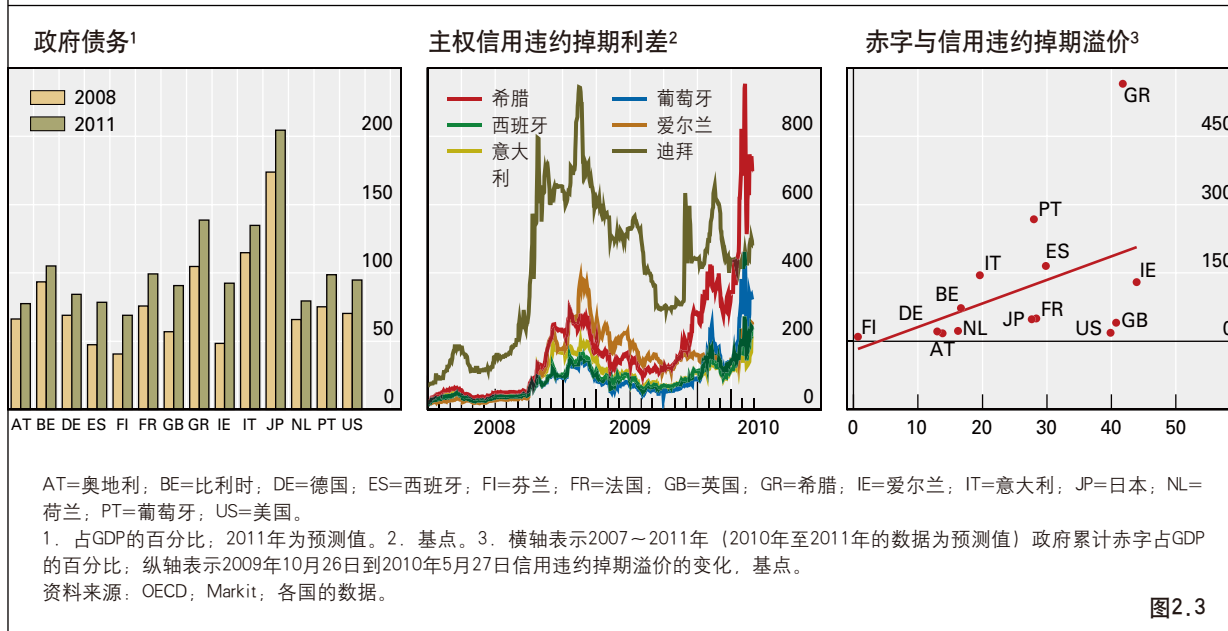
……但是其他地区遭受影响较小

主要发达经济体经济复苏脆弱……

……但是大型新兴市场经济体却产生过热迹象

1. 参见国际货币基金组织,《世界经济展望》, 第三章, 2010年4月; 西班牙银行,《经济简报》, 2010年2月, 第32~43页。

政府债务、赤字以及主权信用溢价



财政赤字迅速增加提高了对主权风险的担忧

政府债务的增加导致对主权风险的忧虑……

在大多数工业国家，大规模财政刺激计划，一揽子金融救援计划以及税收收入降低导致政府预算赤字水平高企，公共债务的实际水平和预测水平都已达到了历史最高水平（图 2.3，左图）。人口老龄化使发达国家经济体的政府不得不承担短期隐性债务的快速增长，而一系列危机应对措施更加重了政府的负担。上述因素引发了对工业国家财政政策的可持续性的严重忧虑（见第五章），并且因此触发了对主权风险的担忧。因此，多国政府债务收益率与信用违约掉期之间的利差去年显著增长（图 2.3，中图），为应对这一状况，各个领域都出台了史无前例的应对政策。

2008 年晚期以及 2009 年早期各国出台了大规模的财政刺激计划、金融救助一揽子方案，税收有所下降，在当时便已引发对主权风险的担忧。在 2009 年大部分时间，虽然市场对全球经济活动减缓及失业率上行表示担忧，但市场对主权风险的担忧并未显现。然而，2009 年 11 月世界三大战略投资机构之一迪拜世界宣布延期偿付其债务，这一出人意料的举动使迪拜主权信用违约掉期利差骤升，主权风险问题凸显。

……特别是在某些欧元区经济体

2009 年末，欧元区取代迪拜成为关注焦点，多个欧元区国家的大规模预算赤字导致政府债务 / GDP 比例快速攀升。市场开始对希腊财政状况表示担忧，而如葡萄牙、西班牙等面临高财政赤字、低竞争力的国家也引起市场关注。希腊主权债收益率与信用违约掉期之间的利差于 2009 年 12 月开始上行，2010 年 4 月标准普尔将希腊债务降级到“垃圾”债水平，该利差随之骤升。同周，标准普尔进一步降低了葡萄牙和西班牙的主权债务评级，触发了两国信用违约掉期利差激增。5 月初，希腊政府也承诺进行严格财政整顿，在此基础上，欧元区成员国以及国际货币基金组织为希腊提供了总值 1,100 亿欧元的紧急贷款。但救援措施仍不足以安抚投资者紧张情绪。为了应对高企的债券与信用违约掉期之间的利差，欧盟和

国际货币基金组织的政策制定者宣布了价值 7500 亿欧元的联合财政稳定一揽子方案。该方案一经公布,主权债和信用违约掉期之间的利差与上周高值相比大幅下降。

某些政府的问题凸显前便宣布了整顿措施,更好地应对了市场压力。总体而言,欧元区主权信用违约掉期利差的变动幅度与各国政府预算赤字水平呈不完全的正相关关系(图 2.3,右图)。爱尔兰情况较为特殊。虽然 2007~2011 年爱尔兰预算赤字的预测额高于葡萄牙、西班牙,甚至接近希腊,但其政府债务与信用违约掉期之间的利差在 2009 年和 2010 年早期基本稳定。² 主要原因是爱尔兰政府 2009 年 3 月预先宣布了可靠的整顿计划,而且其经济增长前景更为乐观。

2009 年 5 月,各国看到了及时进行财政整顿的重要性。希腊、葡萄牙和西班牙政府在宣布采取整顿措施之后,金融市场反应平淡,债券利率与信用违约掉期之间的利差有所下降,但其对市场的稳定作用不及欧盟、国际货币基金组织联合出台的 7,500 亿欧元财政稳定计划。投资者认为,即使采取了公共部门减薪、提高税收、提高退休年龄等一系列措施,政府被迫进行的财政整顿也只是刚刚起步,还有很漫长的路要走。而且投资者仍然对政府执行整顿措施的能力和决心充满疑虑。

对主权风险的担忧很快溢出到银行部门。而且,总部设在主要主权债危机国(希腊、葡萄牙和西班牙)银行的股价与信用利差受影响最大。欧元区其他银行对主权信誉受损国公共部门风险暴露水平也比较高,并因此受到严重影响。2009 年末,5 个欧元区国家(比利时、法国、德国、意大利以及荷兰)的银行体系持有希腊政府债券的 17%,相当于这几国银行体系一级资本总额的 6.5%。同时,这几国对西班牙和葡萄牙公共部门的风险敞口分别占其一级资本的 8.9% 和 4.1%。³

影响溢出到银行部门

各国仍执行高度宽松的货币政策

整体而言,世界各国的货币政策仍处于高度宽松状态,但是在某些增速较快国家,中央银行已经开始退出应对危机的刺激计划。大型发达经济体的官方利率处于历史最低值,中央银行资产负债表与危机时相比几乎没有收缩(图 2.4)。几乎为零的短期利率水平压低了融资成本并抬高了未来支付流的净现值。另外,中央银行购买资产也直接并间接地推高了资产价格。

高度宽松的货币政策

经济复苏不平衡,对中央银行的政策产生了影响。2008 年晚期以及 2009 年早期,世界各国中央银行面临的关键挑战是防止金融体系的全面崩溃,限制经济活动的收缩。随着经济逐渐复苏,各个地区所面临的挑战也产生了不同的变化。澳大利亚、巴西、印度、以色列、马来西亚和挪威等国严重紧缩压力缓解,通胀压力显现,因此上述几国中央银行纷纷提高政策利率,但其政策利率仍处于历史较低水平。印度储备银行还提高了银行存款准备金率。中国人民银行也采取了类似的措施以控制信贷快速增长。

某些经济增速较快的国家采取了紧缩政策……

另一方面,美联储、欧洲中央银行、日本银行和英格兰银行都将政策利率保持在危机时达到的最低水平。2010 年 5 月,各国仍在逐步退出前两年所采取的非常规政策措施,欧元区政府债券市场的动荡阻碍了这一进程,一些国家因此采取了一系列新措施或复原之前的某些措施。此时,日本银行和美联储已经退出了当

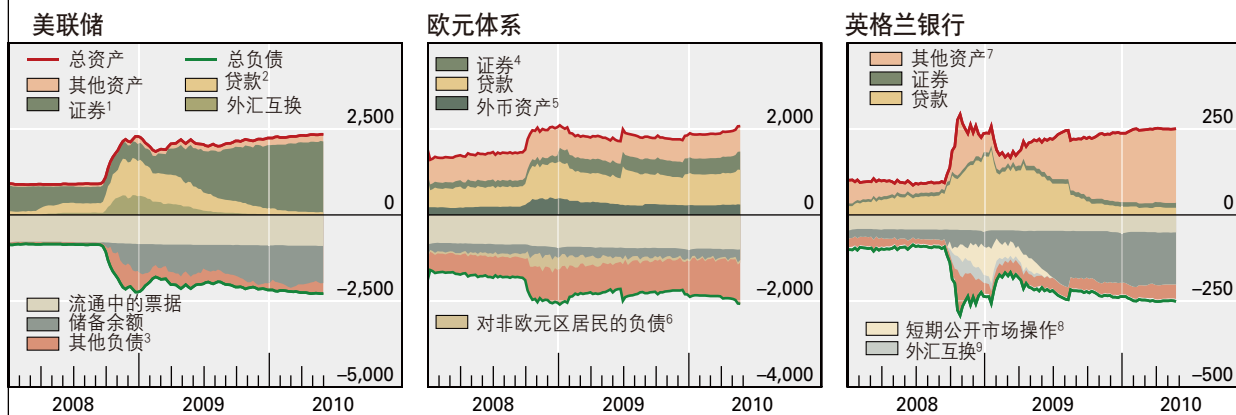
……但是主要发达经济体利率水平仍接近零

2. 日本、英国和美国的主权信用违约掉期利差增长水平大大低于负债水平较高的欧元区国家。

3. 数字来自国际清算银行以最终风险为基础所整合的银行业统计数据以及经济合作与发展组织成员国政府负债水平的统计数据。

中央银行资产负债

10亿货币单位



1. 美联储用来直接购买政府机构的证券，包括短期债券借贷便利 (TSLF)。2. 回购协议，定期拍卖信贷，其他贷款和商业票据融资便利 (CPFF)。3. 包括对中央银行的负债。4. 以欧元计价的欧元区居民债券和政府债务。5. 包括美元流动性拍卖。6. 以欧元表示。7. 包括美元流动性拍卖和资产购买便利。8. 公开市场操作，包括英格兰银行发行的英镑票据。9. 与美联储订立的互换安排。
资料来源：数据流；各国的数据。

图2.4

初为应对危机而设立的绝大多数流动性便利。美联储与其他中央银行建立的货币互换于2010年2月正式到期，而一些中央银行在正式到期日之前就部分或全部结束了美元拍卖。美联储和英格兰银行已经停止在其大型资产购买计划项下购买债券，但是其累积持有量并没有下降。⁴ 欧洲中央银行已经停止了其3个月期、6个月期和12个月期的特别再融资操作。

金融状况的恶化，特别是欧元区金融状况的恶化使得一些国家在2010年4月和5月引入了另一轮非常规政策措施。欧洲中央银行在5月10日通过了一项规模巨大的救援方案。作为该救援方案的一部分，欧洲中央银行宣布将购买欧元区成员国发行的债券，以提供流动性并使市场良好运转。欧洲中央银行还重新引入了六个月的招标。非美国银行缺乏美元的担忧再次出现，美联储恢复了与其他中央银行的货币互换计划（见下文）。

当前，各国货币政策仍处于宽松状态，但是这种宽松的货币政策在未来某一时点一定会收紧，原因如下：首先，虽然受危机影响最大的几个国家产出水平仍大大低于其潜在产出水平，但是经济减缓程度可能小于传统标准衡量的产出缺口。危机之后累积的不平衡表明，这段时间内的产出缺口没有当时料想的严重。另外，此次危机引起的金融破坏以及长期失业所带来的技能损失可能会在未来降低潜在产出水平。因此，通胀压力的出现可能比预料的早。其次，低利率水平导致的扭曲会带来负面作用（见第三章）。虽然如此，各国采取财政整顿措施表明其财政刺激规模将有所减小，这也将对货币政策产生影响。

4. 即使实际购买已经结束，累积持有量也能够产生扩张性的效应，考虑到资产之间并没有完美的相互替代性，累积持有量可以影响债券的相对供给并进而影响其相对价格。想以实证的方法确定“资产组合效应”的大小是比较困难的。但是最近有研究显示，在美联储采取了资产购买计划之后，正是“资产组合效应”使得诸多债券的长期收益率显著下降。参见J Gagnon, M Raskin, J Remache以及B Sack合著的《美联储大量购买资产：是否有效？》，美联储，《工作人员报告》第441号，2010年3月。

主要银行盈利状况 ¹												
占总资产的百分比												
	税前利润			净利息收入			净交易收益			净费用收入		
	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²
澳大利亚 (4)	1.40	0.99	0.93	1.68	1.64	1.87	0.36	0.15	0.18	0.50	0.48	0.47
奥地利 (3)	1.12	0.46	0.63	1.95	2.44	1.50	0.12	-0.30	0.36	1.01	1.00	0.92
加拿大(5)	1.08	0.45	0.68	1.43	1.38	1.69	0.07	-0.21	0.23	1.09	0.81	0.93
法国 (6)	0.41	0.04	0.18	0.49	0.68	1.05	0.61	-0.06	0.22	0.47	0.39	0.44
德国 (8)	0.26	-0.45	-0.03	0.52	0.62	0.78	0.10	-0.56	0.25	0.43	0.34	0.38
意大利 (5)	0.88	0.27	0.37	1.73	2.02	1.04	0.08	-0.27	0.10	0.95	0.85	0.82
日本 (13)	0.59	-0.16	0.28	0.95	0.93	0.96	0.23	0.04	0.12	0.41	0.36	0.34
荷兰 (5)	0.16	-0.57	-0.08	0.56	0.78	0.57	0.15	-0.46	-0.02	0.28	0.24	0.20
西班牙 (5)	1.44	1.07	0.93	1.72	1.85	0.44	0.26	0.28	0.26	0.82	0.74	0.73
瑞典 (4)	0.89	0.67	0.34	0.97	0.99	1.02	0.23	0.20	0.30	0.58	0.44	0.41
瑞士 (7)	0.38	-1.75	0.21	0.53	0.61	0.56	0.28	-0.68	0.58	1.01	0.93	0.92
英国 (8)	0.76	-0.05	-0.05	1.02	0.87	0.94	0.33	-0.23	0.38	0.58	0.40	0.47
美国 (8)	0.96	0.28	0.41	2.23	2.30	2.70	0.04	-0.06	0.26	0.29	0.25	0.68

1. 括号中的数字为2009年样本中银行数量。2. 根据可获得的最新数据得出。
资料来源: Bankscope。

表2.1

脆弱的银行

2008年银行体系遭受到了非常严重的影响，其后，美国和欧洲主要银行的资产负债表有所改善。注资将银行体系从崩溃的边缘挽救了回来，更高的资产价格和更为陡峭的收益曲线使得各银行在2009年重新盈利（表2.1）。这一年中，投资者对银行体系可能崩溃的恐惧逐渐消退，银行体系的信用违约掉期利差和债券利差明显收窄（图2.5，左图）。

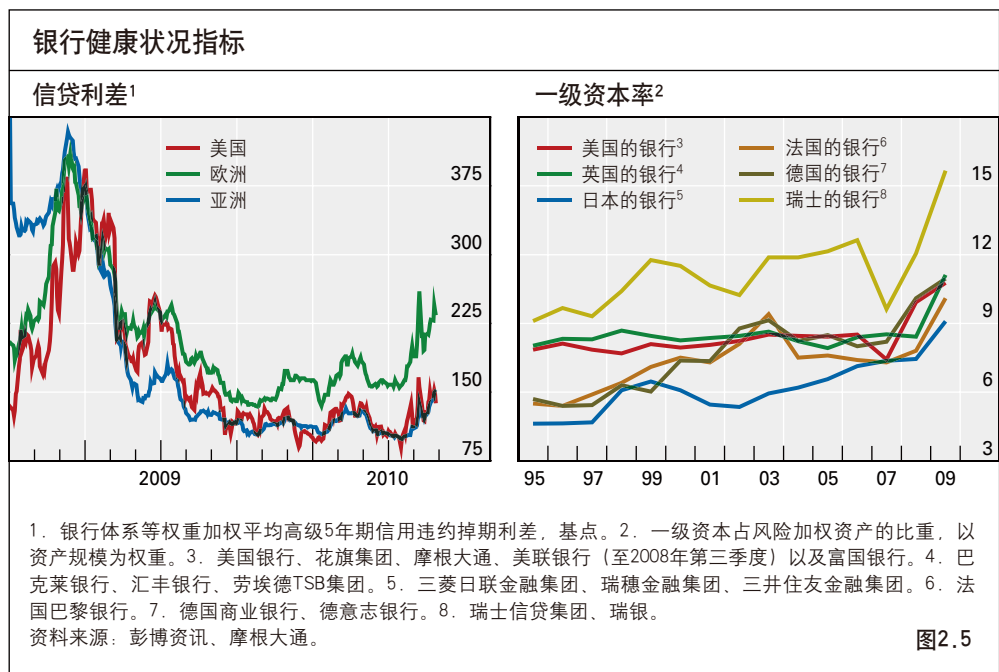
总体而言，注入银行体系的新资本很大一部分来自政府，并且与危机时银行体系披露的损失几乎完全匹配。2010年4月中旬，披露的损失以及减计达13,060亿美元，而银行体系所筹集的新资本为12,360亿美元。⁵ 2009年末，美国和欧洲银行体系得到了新资本，信贷增长减速并且拥有更加安全的政府债券和流动性强的资产，使得美国和欧洲银行体系的一级资本比率达到了十五年以来的最高水平（图2.5，右图）。

虽然银行的资产负债表有所改善，但是仍有一些因素使得市场对银行利润的可持续性表示怀疑。第一，对于众多欧洲和美国银行而言，2009年的利润来源主要集中于自固定收入和货币市场交易收入，而一般情况下，这种收入波动性较强（表2.1）。很多大型国际银行的贷存比在2009年有所下降。美国、欧元区和日本的总体数据显示，提供给私有部门（图2.7，左图）的信贷在2008年中期借贷标

新增资本提高了
一级资本率

银行盈利能力可
能不可持续……

5. 2010年4月中旬，北美银行筹集的新资本达到5,180亿美元，占其所记录损失的72%。欧洲的银行体系筹集了3,410亿美元，与其披露损失大致相当。亚洲银行体系的披露损失为340亿美元，而其筹集的资本总额相当于表现出来的损失的3倍多。



……如果收益率曲线扁平化……

……而且持续出现资产减计

发达经济体和新兴市场经济体都存在主权风险
短期负债也提高了融资需求

再次出现美元融资困难

准收紧后有所放缓，并在 2009 年有所收缩。

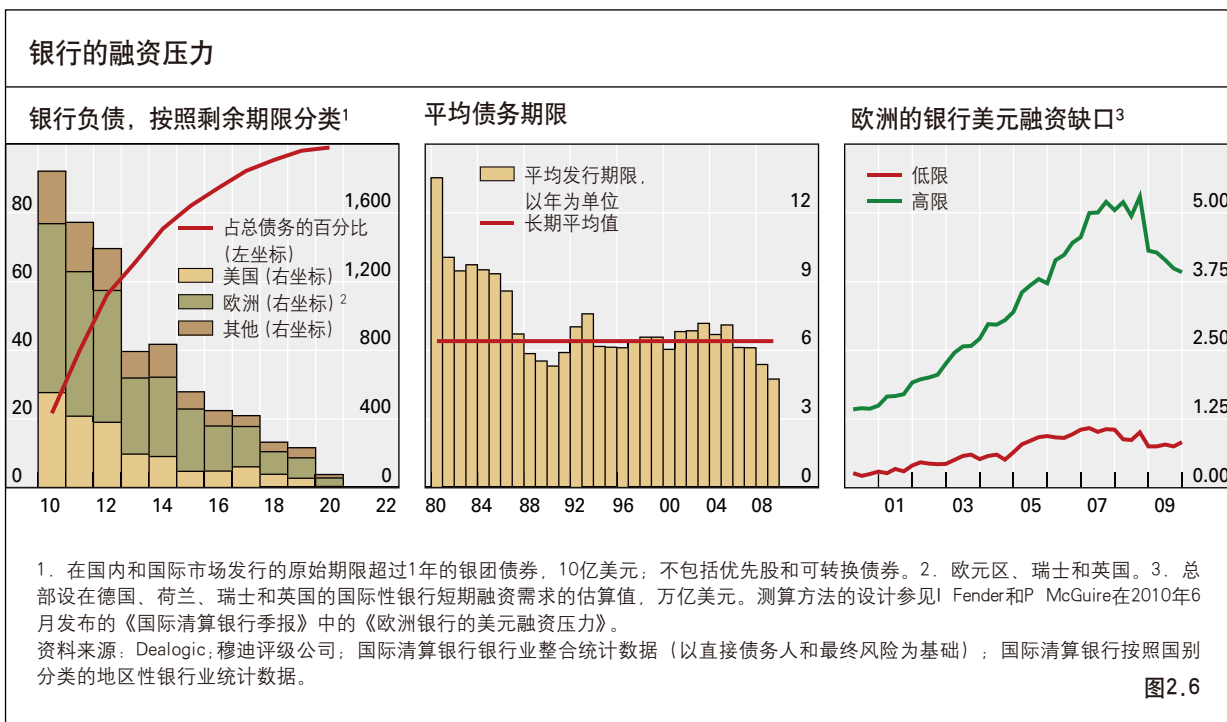
第二，较小的波动性和陡峭的收益率曲线，特别是短端收益率曲线的陡峭化会促使银行承担久期风险。这种战略导致利差转移风险比率上升，直到 2010 年 4 月（图 2.1，右下图）。虽然企业部门和居民部门的借贷处于停滞状态，银行仍能够通过为期限较长的无违约债券市场提供资金而营利。因此，收益率的扁平化会提高银行的融资成本或者导致银行资产的盯市损失。

第三，尚不确定是否所有与危机相关的损失都已确认。比如，对欧洲银行体系报告要求的严格程度和时效性都有所下降，加大了确认减计范围的难度。而且，越来越多的迹象表明对商业地产的敞口将导致更大损失。美国商业地产价值比其峰值下降了三分之一，商业地产贷款违约率提高至 8% 以上，相当于 2008 年末的两倍，比 2006 年末增长了四倍。很多欧洲国家的商业地产市场也不容乐观。爱尔兰与英国的商业地产价格分别比峰值下降了 39% 和 46%，预计在未来的几年中，欧洲银行的资产负债表将积累一些损失。观察性证据显示，一些银行倾向于将现有的贷款展期而不是放弃抵押品赎回权，由此推迟损失确认。

第四，银行面临很大的主权风险敞口。持有大量希腊、葡萄牙和西班牙政府债务的银行股价在 2010 年第二季度暴跌。新兴市场经济体银行的主权债务风险很久之前便已确认，而发达经济体银行的主权债务风险却被忽视了。

第五，政府借贷需求增加，银行再融资难度加大。融资期限已经缩短到最低 30 年（图 2.6，中图），提高了再融资需求。另外，60% 的银行长期债务流都将在未来 3 年内到期（图 2.6，左图）。2010 年 4 月后，Libor-OIS 利差提高（图 2.1，左下图），证明无保险批发融资更加昂贵。虽然如此，此利差水平比 2008 年末期的高点要低很多。

第六，很多欧洲和其他地区的银行仍然严重依赖外汇市场融资美元资产。整体而言，欧洲银行的资产负债表上仍有预计 7 万亿的美元资产，而且期限较长。拥有长期美元头寸并且遭遇危机的欧洲银行体系（总部设在德国、荷兰、瑞士、英国的银行）仍有很大的融资需求。最保守地估计，这些银行体系所需的短期美



元融资在 2009 年末略多于 5,000 亿美元（图 2.6，右图）。希腊和欧洲主权债务危机的发展加重了市场对信贷风险的担忧，短期融资的提供者再次不愿展期美元融资。欧元区主权国家和金融机构之间风险传播的可能性有所增强，为应对这一挑战，一揽子政策出台，其中包括 2010 年 5 月 9 日美联储以及其几家主要中央银行再次建立的临时外汇互换便利。

住户负债水平：现在情况如何？

危机前，多个发达经济体住户负债水平大幅攀高。⁶ 历史数据表明，与信贷膨胀相关的金融危机爆发后，企业部门和居民部门都会对自身资产负债表进行修复，因此私人部门负债水平会长期下滑。下一页图表反映了对 24 次系统性银行危机进行分析的情况。大多数危机后的几年内，私人部门信贷水平与 GDP 的比率都大幅下降，扭转了危机爆发前的信贷膨胀。⁷ 此次危机爆发后，很多国家住户负债水平却快速上升，但是根据历史经验，住户的负债水平将进一步有所调整。

私有部门负债水平已经开始下降。主要发达经济体（日本除外）的私人部门信贷水平在危机爆发之前的几年内增长强劲，并在 2009 年以及 2010 年初因为银行收紧借贷标准而显著收缩（图 2.7）。⁸

在曾经经历房地产信贷膨胀的国家，住户的负债水平已经开始降低。截至 2009 年末，美国和西班牙住户负债水平与可支配收入之比相对于其在 2007 年和

私有部门借贷减
速

住户债务比率开

6. 国际清算银行，参见《国际清算银行年报》，第79期，2009年6月，第4~7页。

7. 由于缺乏多次危机中关于住户负债的数据，对历史数据的分析取用数据为私人部门信贷。

8. 相比之下，很多新兴市场经济体的信贷持续扩张，甚至有所加速。对极端案例的分析，参见E Chan和H Zhu，《中国的银行借贷数据分析》，《国际清算银行季报》，2009年12月，第20~21页。

专栏：危机后的信贷动态：历史记录

金融危机后，债务水平一般都会长期处于收缩状态。在24个系统性银行危机的样本中^①，15次危机后信贷水平与GDP的比重都显著下降。平均下降幅度为39个百分点，或约合每年8个百分点。同一经济周期中危机发生之前信贷水平相对于GDP的比重平均增长速度为48%，可见危机发生后这一数据的下降幅度只是略微小于之前的增长幅度。但研究发现，新兴市场和发达经济体负债水平下降的幅度并没有太大的区别。芬兰、挪威和瑞典发生系统性银行系统危机之后，其负债水平占GDP的比重分别下降了44个百分点，38个百分点和35个百分点，与样本平均值基本处于一致水平。日本的私人部门信贷比例曾经在20世纪90年代末期达到峰值，但经历危机后，私人部门负债水平相对于峰值下降了25个百分点。在大多数国家，主要是实际信贷余额下降带动了整体债务比率的初始下降；而在去杠杆化阶段，GDP增长水平的下降成为了债务比率下降的主要原因。

去杠杆化导致经济成本的整体水平难以评估。在危机发生后负债水平下降的阶段，产出水平的平均年增长率为2.4%，略微低于危机发生前信贷膨胀时期的平均增长率。但是后危机时期各国产出增长水平差别很大。印度尼西亚、马来西亚、墨西哥和泰国的产出水平显著下降，而其他国家的增长水平有所加速。

^① 样本取自S Cecchetti, M Kohler和C Upper在2009年8月20~22日于怀俄明州杰克逊镇的堪萨斯城联储举行的学术论坛上提交的《金融危机与经济活动》一文。在这篇文章中对四十次危机进行了分析，但其中六次危机由于信用数据质量较差而无法进行。另外十个案例对当前情况并无借鉴意义，其中两个案例是在恶性通货膨胀的背景下发生的，另外八个案例的背景是社会主义向市场经济的转轨。

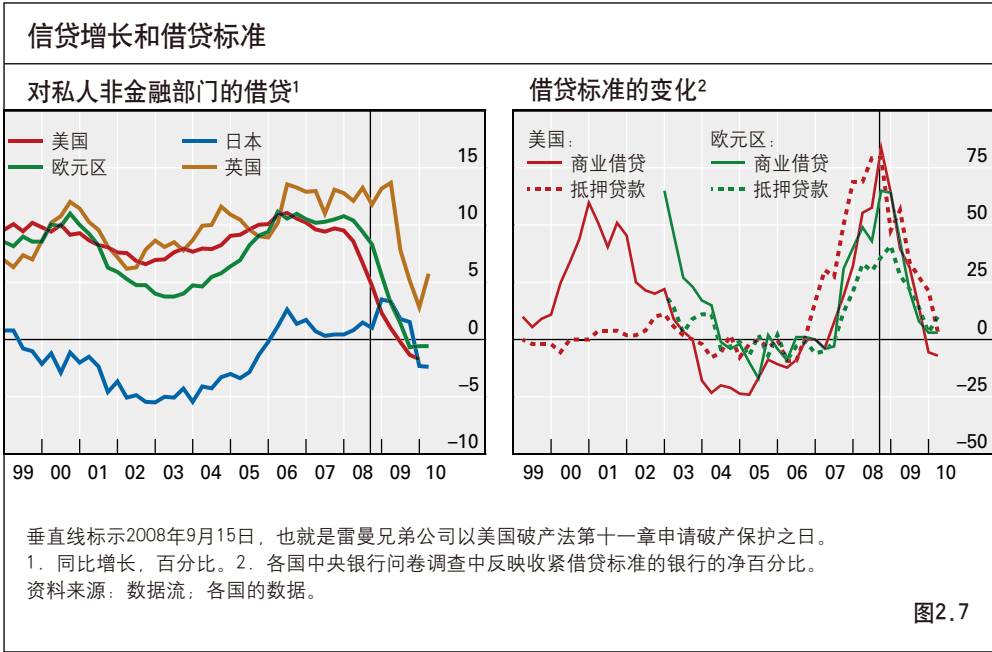
私人部门信贷与GDP的比率¹

	危机爆发日	信贷/GDP比率发生极端变化的日期			信贷/GDP比率变化幅度 ²		实际GDP年度增长率	
		前次最低值	最高值	下次最高值	最低值到最高值	最高值到最低值	最低值到最高值	最高值到最低值
阿根廷	2001年9月	1995年9月	2002年6月	2005年9月	20	-30	2.3	1.1
哥伦比亚	1998年6月	1992年3月	1998年12月	2005年3月	19	-24	3.8	2.4
多美尼加共和国	2003年4月	1995年6月	2003年6月	2007年3月	29	-26	5.2	5.9
芬兰	1991年9月	1980年3月	1992年3月	1998年3月	51	-44	2.0	2.6
印度尼西亚	1997年11月	1993年3月	1998年6月	2002年6月	83	-104	3.6	0.1
日本	1997年11月	1980年12月	1999年6月	2008年12月	38	-25	1.8	0.4
马来西亚	1997年7月	1993年9月	1998年3月	2001年3月	75	-36	6.5	2.0
墨西哥	1994年12月	1988年9月	1995年3月	1996年12月	27	-19	2.3	-0.5
尼加拉瓜 ³	2000年8月	1996年6月	2000年12月	2002年3月	19	-15	5.0	2.6
挪威	1991年10月	1980年3月	1990年6月	1996年12月	66	-38	2.7	3.7
菲律宾	1997年7月	1991年6月	1997年12月	2000年3月	60	-18	3.1	3.0
俄罗斯	1998年8月	1996年3月	1999年3月	2001年6月	32	-30	-0.6	6.9
瑞典	1991年9月	1985年9月	1990年9月	1996年3月	46	-35	2.5	1.2
泰国	1997年7月	1993年12月	1997年12月	2002年6月	89	-79	6.2	0.8
乌拉圭 ³	2002年1月	1995年3月	2002年9月	2007年3月	69	-64	0.5	4.1
平均值					48	-39	3.1	2.4

1. 信贷占名义GDP的比重。信贷等于国际货币基金组织国际金融统计数据系统中对私营部门的国内借贷与以直接债务人为基础的国际清算银行会员银行整合跨境债权之和。2. 占GDP的百分比。3. 年度GDP数据。

资料来源：国际货币基金组织，《国际金融统计》；数据流；各国的数据；国际清算银行的计算。

表2.A

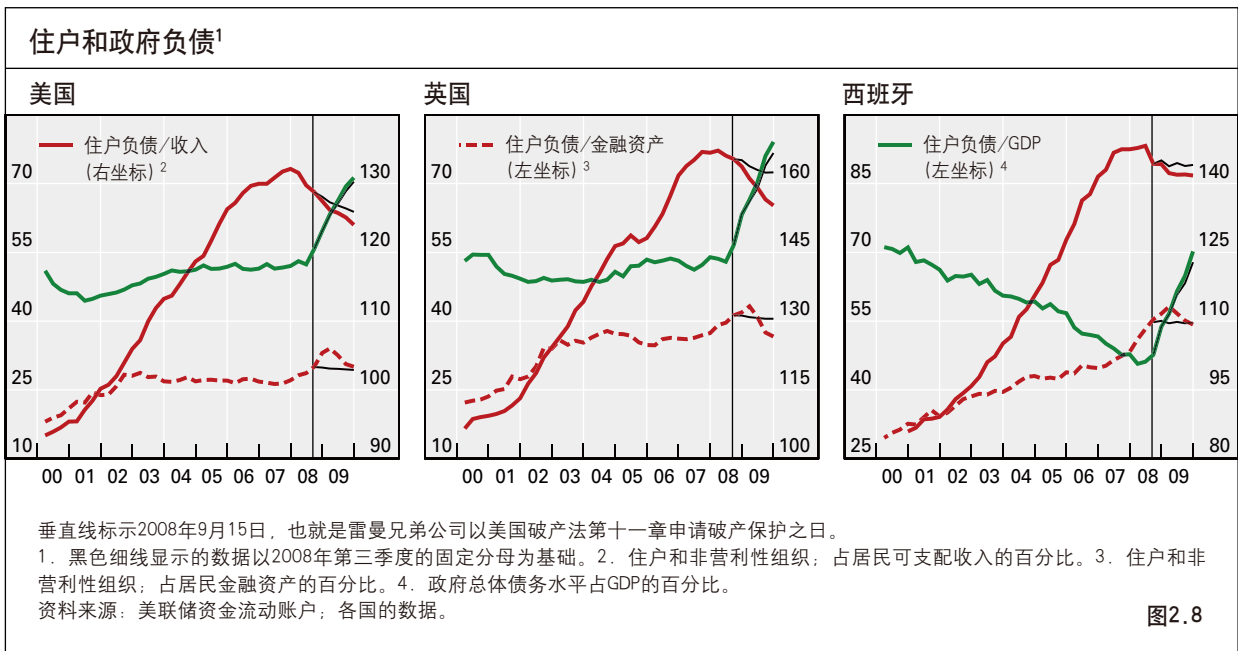


2008 年的峰值分别下降了 7 个百分点，而英国则下降了超过 10 个百分点(图 2.8)，但英国住户负债水平与可支配收入之比的下降在一定程度上由居民部门收入持续上升导致。危机期间，住户债务与金融资产的比例，也就是居民部门杠杆率由于资产价格暴跌持续增长。⁹ 2009 年初，美国、西班牙和英国的住户杠杆率曾经达到峰值，但现在已经降至 2008 年 9 月末的水平，甚至更低。

始下降……

虽然如此，美国、西班牙和英国的住户负债水平仍高于 21 世纪前十年中期时

……但是根据历



9. 这一估算没有包括房地产和人力资本现值，因此不尽完善。

史数据预测，负债水平将进一步降低

的水平，因此远高于此轮房价大幅攀升前的水平。历史数据表明未来负债水平将继续大幅下降。

总结

金融体系和经济体系正在逐渐复苏，但是当前复苏不完整，基础脆弱，至少在主要发达经济体情况如此。虽然一些经济体已经开始采取了更加中性的政策立场，但普遍来讲，世界各国仍维持了刺激性的货币政策。财政政策仍是扩张性的，导致政府负债水平快速提高，需警惕由此带来的风险。银行恢复盈利，杠杆率有所降低，但仍有一些因素令人们对银行盈利和融资能力的可持续性表示怀疑。私人部门投资仍然疲弱，经济增长在很大程度上仍由存货再建推动。同时，一些新兴市场经济体正面临相反的问题：危机对产出的影响不像事先预想得那么严重，国内外采取的扩张性政策对产出的刺激可能会导致经济过热。

财政政策即将收紧。市场参与者对公共财政可持续性的重估已经迫使一些欧元区经济体引入财政整顿措施，与及时的退出政策相比，这种财政整顿一定会产生更大的紧缩效应。

货币政策制定者在权衡何时将政策恢复常态时不得不考虑财政整顿的影响。然而，虽说财政政策过早收紧将导致明显风险，但过晚收紧财政政策也将导致风险。为避免金融体系和实体经济的全面崩溃，有必要将利率降至历史低值，但如果这种低利率水平维持太长时间将会推迟必要调整措施，难以建立一个可持续性更强的经济和金融模型。