

# 第一章 创建一个稳定的未来

由于人们已经厌倦了悲观情绪，所以乐观情绪正在回升。但是，由于金融危机后缓慢复苏带来的悲观情绪是否已经被有关事件所取代？人们是否有理由保持乐观？当前的很多事实都支持人们改变态度。新兴市场经济体增长强劲，而曾经是2007-09年危机中心的国家似乎正在走向一个自我持续的复苏。但是，留下来的挑战仍然是巨大的：债务高企、全球失衡、利率极端低下、监管改革尚未完成，同时由于金融统计数据过于羸弱，还难以发现正在出现的国家和国际层面的市场紧张状况。

与危机有关的主权债务扩张恶化了原本就不可持续的财政政策轨迹，并且私人部门债务仍然过高。结果，政策制定者和住户在目前情况下几乎没有任何回旋的余地。所有的金融危机，特别是那些由信贷推动的房地产价格泡沫所引发的金融危机，都会带来长期性的危害。但是，我们必须防止出现可能延缓调整的政策，因为调整本身是不可避免的。发达经济体越早放弃大衰退前由杠杆拉动的增长方式，就会越早卸下前十年间留下来的不稳定的债务累积，并重新回到可持续的增长道路上。现在是公共部门和私人部门开展财务整顿的时候了。

正在进行的金融市场和金融体系的全球一体化，继续带来巨大的和有形的经济效益。但是，这种收益是具有风险的，需要加以适当的管理。全球总供给与总需求的情况看上去大体平衡。但是，在危机期间出现下降的经常账户余额又再度增加。这表明一些国家具有过高的国内需求，而另一些国家的需求则过低。虽然经常账户失衡可能会平稳地消失，并且不造成大的伤害，但是，也存在继续增长的风险，而且可能引发保护主义。因此，当前最迫切需要加强国际合作与政策协调。

但是，净资本流动并不是唯一的挑战，整体资本流动也很重要，并且规模大得惊人。这种流动的突然逆转对处在资本流动两端的国家的资产价格、利率甚至是商品与服务价格将带来巨大的影响。而且，由于存在国际资本流动，某些国家即使在国内零储蓄的情况下，也可能出现信贷的高速增长。持续的异常低利率也起到了鼓励和推动这些流动的作用。

我们今天所面临的很多挑战，是连续三年来的极端宽松金融状况带来的直接结果。核心发达经济体的利率几乎为零，使这些国家面临再次出现扭曲的风险，而避免经济扭曲却是这些国家原本想极力纠正的。随着通货膨胀率大约在两年前开始上升，新兴市场经济体的高速增长使其成为初期的焦点。但目前随着食品、能源和其他大宗商品价格的加速上涨，通货膨胀已经成为全球关注的问题。合乎逻辑的结论是，在全球层面上，当前的货币政策设置不符合物价稳定目标。

过去一年来在金融规制上取得的进展，代表了一个巨大的成就。国际上就增加对银行的资本金要求和流动性标准达成一致，并且已经开始实施。但是，由于还存在巨大的挑战，有关工作仍在继续。我们需要确保在下次金融危机最终来临时，

具有系统重要性的金融机构能够承受这种大的冲击。我们必须在各地区建立改进后的处置机制，并达成跨地区间的协议。此外，我们还必须继续建立一个足够稳健和广泛的监管半径，从而把每一个职能类似于银行的金融机构包括在内。

显然，我们还需要确保正在制定的新规制框架被普遍接受。投资者和金融机构必须理解并认识到金融格局已经发生变化，因此需要相应地调整行为。对监管机构和其他政策制定者而言，一个持续的挑战是使规则符合激励机制，即确保金融机构的决策者认识到，降低系统性崩溃的风险也符合其自身利益。

最后，对金融活动的监督并预测市场紧张状况，将需要比我们目前更好和更加全面的市场和机构数据。对这些数据差距达成最可行的解决协议并快速实施，对于维护金融稳定也至关重要。

上述挑战，即公共与私人债务高企、全球失衡、继续实行过度宽松货币政策的风险、尚未完成的金融改革事务以及金融数据方面的差距，都是这份年报经济章节的主题。我们首先简要回顾了过去一年中发生的金融和经济事件，然而对后面的章节做了总结。

## 对上一年的回顾

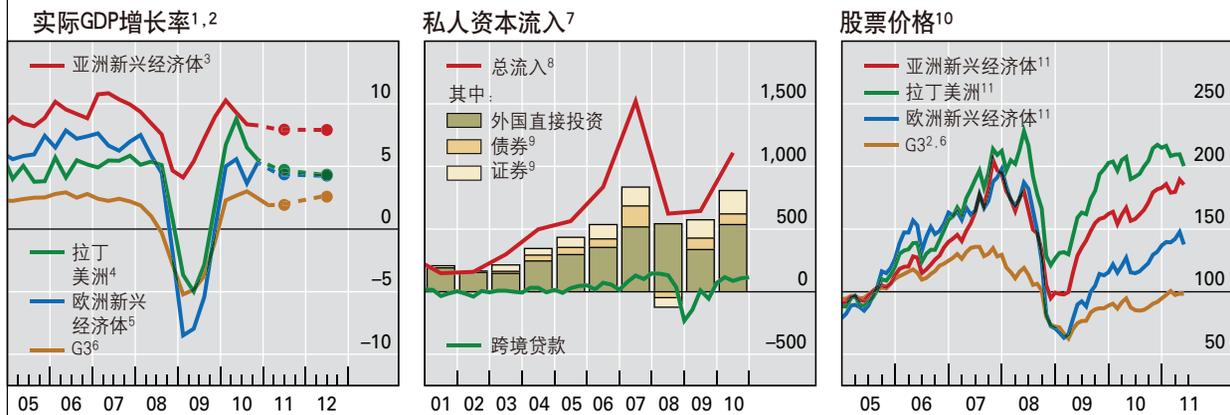
过去一年来，经济和金融领域主要呈现两大变化：对复苏越来越可持续的信心不断增长；主权债务问题的持续影响困扰着欧元区周边的几个国家。

### 发达经济体的复苏

贯穿 2010 年的大部分时间里，主要发达经济体的复苏之路充满了曲折。脆弱的宏观经济数据，加上欧元区出现了财政问题，使人们担心经济增长可能受到拖延甚至是逆转。鉴于此，主要国家央行推迟了政策正常化，并通过创建或扩展非常规性措施来刺激经济。



## 发达经济体与新兴市场经济体的不同走势



1. 实际GDP按季度的年同比变化，百分比。2011年和2012年每个小圆点代表了全年的最新共同预测。2. 所列经济体的加权平均值，根据2005年的GDP值和按购买力平价计算的汇率。3. 中国、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚与泰国。4. 阿根廷、巴西、智利、墨西哥与秘鲁。5. 捷克共和国、匈牙利、波兰、俄罗斯与土耳其。6. 美国、欧元区与日本。7. 23个新兴市场经济体的总和，以10亿美元计。8. 2010年数据来自国际货币基金组织2011年4月期的《世界经济展望》。由于数据方面的限制，有关数据可能包括了官方流动。9. 组合投资；对2010年投资的分类根据国际清算银行的估算。10. 每日指数的月度平均，按本币计算；2005年平均值=100。11. MSCI地区指数。

资料来源：国际货币基金组织；共识经济学；Datastream；MSCI指数；各国数据；国际清算银行的估算。

图1.2

2010年10月，日本银行宣布了一项5万亿日元的资产购买计划，以降低风险溢价和提高资产价格。一个月后，美联储开始第二轮购买国债——大规模的资产购买计划，俗称为QE2，以实现在2011年6月底6,000亿美元的资产增持计划。由于市场对美联储的行动有所预期，早在美联储在11月初对外宣布之前，市场就已经推高了美国股票和债券的价格。美国国会在12月通过了一份增加8,580亿美元的经济刺激法案，进一步强化了市场的正面情绪。更广泛地说，越来越多的经济消息促进了人们的积极预期，提高了风险资产的价格，并且降低了欧洲、日本和美国的资产隐含波动。

2011年3月初在日本发生的灾难性地震与海啸事件引起了全世界的关注，但只是暂时影响了人们的乐观情绪。在我们撰写这份年报时，由此产生的供应中断似乎还没有严重到足以阻碍全球稳定增长的步伐。

主要新兴市场经济体的经济活动依然强劲（图1.2，左图）。由于认识到全球复苏的不平衡性，投资者继续将其投资组合偏向于新兴市场（中图），而新兴市场股票价格的上涨幅度超过了发达经济体（右图）。差异化的表现一直持续到2011年初，此时出现了对后者经济过热和通货膨胀的担心，加上中东和北非地区发生的地缘政治事件，促使投资者从部分新兴市场回撤。

虽然在过去一年中，资产价格上涨在很大程度上反映了基本面的改善，但是人们态度的转变也起了一定作用。市场参与者已经逐步愿意承担风险，正如我们在周期性上升初期看到的情况一样。一个相关的情况是金融创新的复苏，一些新的金融工具增长强劲，如合成的交易所买卖基金与大宗商品相联系的票据以及以大宗商品为标的的对冲基金。从一个层面上讲，创新的回归是一个积极的信号。但是，新产品的风险尚未在市场压力下得到检验，从而生动地把人们带回金融危机爆发前的记忆。因此，对于负责维护金融稳定的当局而言，市场重新承担风险与创新是一项重大挑战。

## 通货膨胀压力促使调整货币政策预期

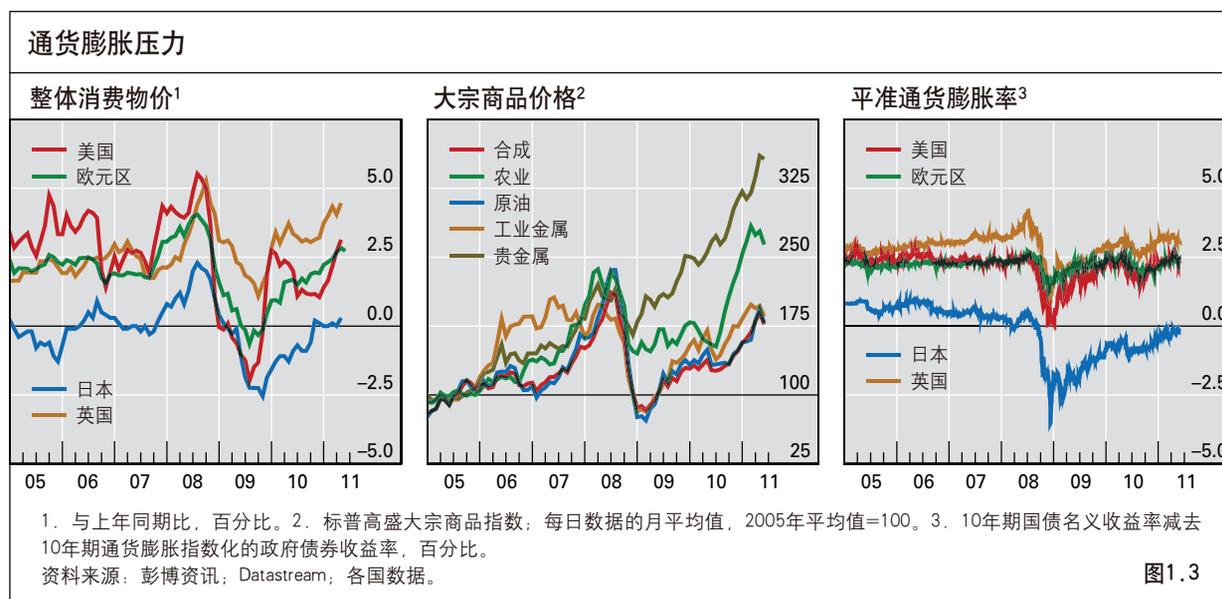
在主要发达经济体，尽管经济不景气在一段时期内抑制了消费物价的上涨压力，但通货膨胀预期开始逐渐上升。随着经济不景气状态的减弱，加上食品、能源和其他大宗商品价格的快速上涨，在过去一年的多数时间里大大增加了近期通货膨胀压力（图 1.3，左图和中图）。食品价格的显著上涨，既反映了由于气候原因导致的全球供应量的下降，也反映了全球增长带来的强大需求。一些大宗商品由于存货量低，加剧了价格的上行压力，同时，投资者将大宗商品作为一种投资品的兴趣上升，可能也起了一定作用。此外，2011 年第一季度中东和北非地区的政治骚动引发了对供应可能中断的担心，促使石油价格急剧上涨。

在这一背景下，主要发达国家 10 年期平准通货膨胀率在 2010 年中期开始逐渐上升（图 1.3，右图）。然而，平准通货膨胀率上升在很大程度上是短期通货膨胀补偿（预期的通货膨胀和通货膨胀风险溢价）快速增长的结果。但是，虽然存在明显的短期价格压力，远期平准通货膨胀预期保持相对稳定，表明中央银行的长期信誉至少在目前尚未受到影响。

然而，如果在长期内要控制通货膨胀，将需要实行紧缩政策。并且，随着短期通货膨胀率上升，意味着政策利率需要更快地回归常态。对短期利率将上升的预期促使长期债券收益率上涨，这种情况一直持续到 2011 年初期（图 1.4）。

在主要发达经济体中，欧洲在 2011 年初首先紧缩了货币政策。大宗商品价格的上涨推动欧元区 3 月份的消费物价上涨 2.7%，高于欧央行对价格稳定的定义（接近但低于 2%）。作为回应，并且根据对价格将进一步上行的预期，欧央行在 2011 年 4 月提高政策利率 25 个基点。自 2009 年 12 月以来，英国消费物价指数一直高于英格兰银行设定的 2% 的目标值，并在 2011 年 4 月达到 4.5% 的峰值（部分是因为提高了增值税）。虽然到目前为止，货币政策委员会尚未采取任何行动，然而，人们不禁要怀疑目前政策能够维持多久。

新兴市场经济体的通胀压力也正在上升。由于经济增长强劲，加上消费物价指数构成中食品和大宗商品的比重相对较高，使价格出现上涨，其中，巴西的价格上涨比较温和，但中国和印度的涨势显著。作为回应，有关当局持续采取渐进



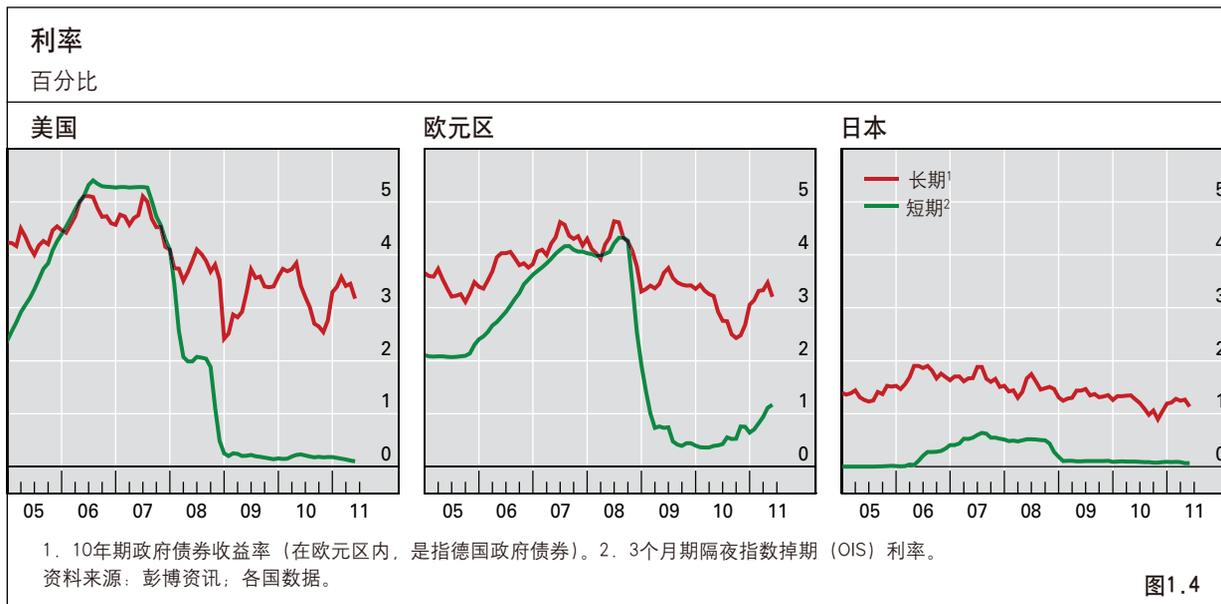


图 1.4

式措施来紧缩货币状况。中国人民银行多次提高政策利率和存款准备金率，印度储备银行和巴西中央银行也继续实行紧缩政策（图 1.5，中图）。然而，一些新兴市场经济体的实际利率仍然很低，甚至为负值。

由于新兴市场经济体的利率上升，而发达经济体的利率达到或接近历史低点，投资者将资产组合转移到具有较高收益的资产，部分是通过增加新兴市场固定收益工具的套利交易头寸。由于美元或瑞士法郎等货币的借款利率很低，这些头寸是一种赌注，即假定高利率差异将超过汇率可能出现的反向波动。

融资的转向可能带来两个破坏性的后果。首先，通过加大资本流入地的新兴市场经济体的货币升值压力，降低这些经济体出口竞争力，使其经济增长出现刹车。对那些过热经济体来说，货币升值是自然均衡过程的一部分。其次，大量的整体

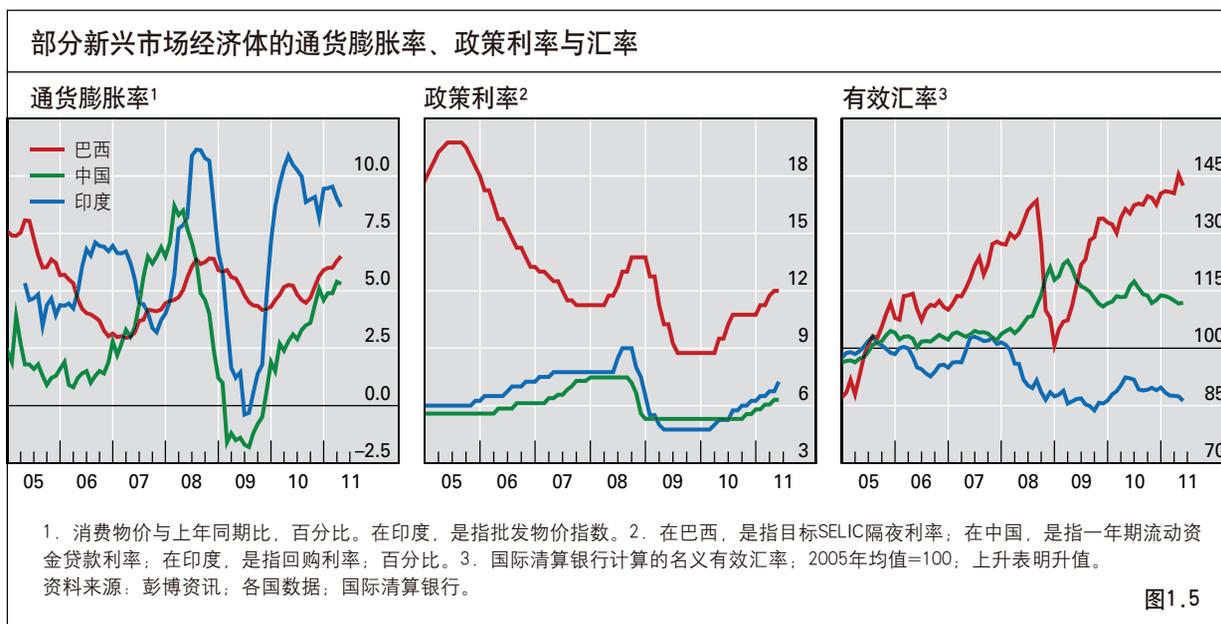


图 1.5

跨境金融流动可能推动不可持续的信贷扩张和资产价格暴涨。开始时是作为对强大基本面的反应，结果却对金融稳定造成严重的威胁。

为阻止或至少是减慢货币的名义升值，部分国家正在积累更多的外汇储备。一些国家还为外资进入本币市场引入或增加税收：由于本币升值强劲（图 1.5，右图），巴西提高了外国固定收益投资的交易税。泰国取消了外国人投资本地债券的税收减免。韩国重新引入了针对外国人投资韩国政府债券的收益税。

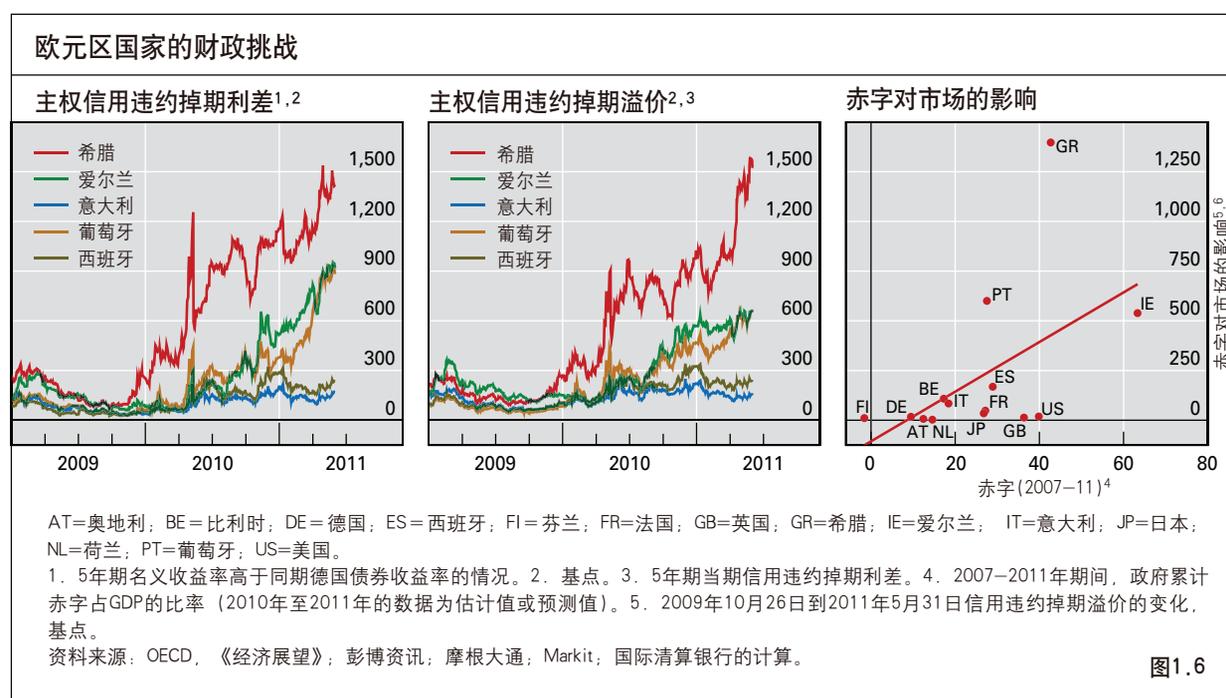
### 对欧元区长期的财政政策关注

对于欧元区部分外围国家财政状况的关注最初发生在 2009 年底，但在过去一年中进一步加剧并长期化。由于在初期采取了政策措施，使外围国家的主权债券收益和信用违约掉期（CDS）利差从 2010 年 5 月的高点下降。但不久之后，又开始稳步上升（图 1.6）。随着 11 月份爱尔兰情况的恶化，爱尔兰的利差进一步上升，希腊、葡萄牙和西班牙的利差也持续上升。

推动欧元区信用违约掉期利差在 2010 年底上升的另一个因素是，法、德两国政府在 10 月份达成一项协议，并且随后得到了欧盟其他成员的支持。根据该协议，当一国政府无法偿债时，主权债持有人就可能遭受损失。由于信用违约掉期利差急剧上升，几个欧洲国家的财长后来重申其立场，即这种成本分担仅适用于 2013 年后发行的债券。上述财长宣言，以及随后宣布的对爱尔兰的一揽子支持协议，加上欧央行持续购入债券，给市场带来了暂时的平静。

2011 年初，欧元区主权债券信用违约掉期利差再次上升。但是，这一消息并不尽然是坏消息。有关国家宣布采取财政紧缩政策，此外欧洲金融稳定基金（EFSF）在 1 月份成功发行其首笔欧盟债券。

尽管欧洲金融稳定基金计划于 2013 年年中关闭，但它支持有问题的欧盟主权债券的功能将被欧洲稳定机制（ESM）所取代。欧元区国家元首或政府首脑在 3



月初就欧洲稳定机制的一些关键要素达成一致，并为欧元区签署了一项条约，其中要求欧元区国家将《欧盟稳定与增长公约》中的财政准则纳入其国内立法。尽管取得了以上进展，但由于对融资和对欧洲稳定机制在长期内是否足够等情况的疑问，上述协议的近期效果仍然具有不确定性。

2011年4月，危机进一步加深。葡萄牙政府未能就计划中采取的紧缩措施获得国内支持而被迫辞职，使葡萄牙成为第三个要求欧盟提供援助的欧元区国家。有关援助方案的谈判迟迟不能取得进展，一些国家民众的情绪反弹，投资者情绪进一步恶化，使受到危机打击国家的信贷价差不断上升的趋势一直持续到第二季度。结果，给希腊带来的融资压力迅速失去控制，而葡萄牙和爱尔兰离希腊的情况也不太远。尽管采取通胀手段是走出困境的办法之一，但通货膨胀率是由欧央行独立制定的，而后者致力于维护物价稳定。这使得只能有两个选择，而任何一种都不是很有吸引力。第一种选择是债务重组。但是，将很难控制部分现有主权债务违约带来的影响，尤其是考虑到银行可能承受的损失情况。第二种选择是互助化，由欧元区其他国家向遇到困难的欧元区国家伸出援手。第一种将很难管理，第二种则很难说服已经持怀疑态度的欧洲选民。

### 其他地区的财政政策

尽管投资者的不信任迫使欧洲领导人在过去一年多次采取措施，但包括美国、英国和日本在内的其他国家财政失衡对市场未造成大的影响（图 1.6，右图）。然而，新一届英国政府在 2010 年 5 月上台后，由于认识到徒手等待的风险，宣布了一系列的紧缩措施。评级机构的评级进一步证实了主要发达国家面临的主权债务风险。2011 年 1 月，标准普尔公司（S&P）下调了日本的信用评级。在随后几个月内，穆迪、标准普尔和惠誉将日本的评级展望由“稳定”降至“负面”，部分原因是由于 3 月发生的地震和海啸预计带来的成本。2011 年 4 月，标准普尔首次调低了美国主权债务的长期展望（也从稳定降至负面），并指出除非美国加固其财政根基，否则将面临失去 AAA 评级的风险。

### 银行资产负债表有所改善，但依然脆弱

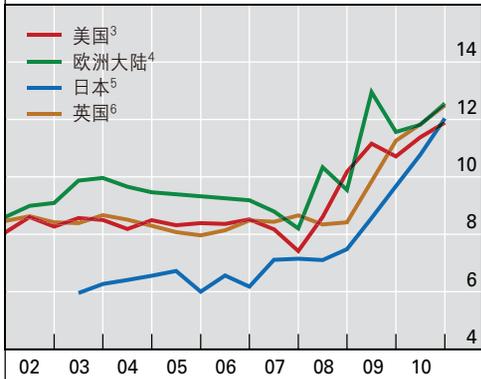
发达国家金融机构的资产负债表继续改善（图 1.7，左图）。资产价格上涨和陡峭的收益率曲线帮助银行在过去一年的大部分时间内获得了大量利润。较低的贷款损失拨备也起了一定作用。然而，虽然在美国和亚洲地区，银行的信用违约掉期利差保持稳定，但欧洲上升的情况却为 2009 年以来所少见，原因是担心对欧元区外围国家有问题主权债务的暴露（图 1.7，右图）。上升幅度最大的是那些面临最严峻财政挑战的国家的银行。但是，利差的上升也对欧元区核心国家的银行造成了影响，表明财政稳定与金融稳定间的密切关系：针对发生财政困难的国家发行的主权债券的估值损失，降低了持有这些债券的银行的信誉，并降低了银行可用做借款抵押品的数量。

在美国于 2009 年 5 月对银行业进行压力测试后，欧盟也对欧盟银行体系抵御一系列负面经济和金融市场冲击的能力进行了压力测试（瑞士监管机构也做了类似测试）。欧盟于 2010 年 7 月公布了测试结果，表明在全部测试的 91 家银行中，只有 7 家需要增资（增资总额为 35 亿欧元）。

在初期，金融市场对这一结果持正面看法。主权信用利差下降，欧洲货币市

## 银行资本金比率和信贷利差

### 银行一级资本<sup>1</sup>



### 信贷利差<sup>2</sup>



1. 每组银行一级资本占风险加权资产的平均比率；比率以银行资产规模为权重；百分比。2. 银行业同等加权的平均5年期优先级信用违约掉期的利差，基点。3. 美国银行、花旗集团、摩根大通、美联银行（至2008年第二季度）、富国银行。4. 桑坦德银行、巴黎银行、德国商业银行、瑞士信贷银行、德意志银行、瑞士联合银行、意大利裕信银行。5. 三菱日联金融集团、瑞穗金融集团、三井住友金融集团。6. 巴克莱银行、汇丰银行、劳埃德TSB集团。  
资料来源：彭博资讯；摩根大通。

图1.7

场的状况也有所改善。但是，一些对测试结果持怀疑态度的分析家认为测试不够严格，使市场反应转向负面。结果，持批评人士的意见获得了证实。几家爱尔兰银行在获得健康测试结果不到几个月后，就被迫向政府寻求支援，从而引发了爱尔兰主权债务危机。在2011年初开展的新压力测试结果表明，爱尔兰银行将需要增加240亿欧元的资本，这将推动爱尔兰政府至少需要注资700亿欧元。

美联储对19家最大的美国银行的评估结果表明，在危机过去的两年中，这些银行的资本状况取得了重大进展，在2008年底至2010年底期间增加了超过3,000亿美元的资本金。由于在压力测试中被宣告健康，美国银行就从派发红利和回购股票的限制中解脱出来。几家银行立即宣布增加数十亿美元的此类资本开支。

## 对下一年的展望

鉴于金融在实体经济增长中所发挥的关键性作用，因此，一个稳健的金融环境是未来经济稳定增长的前提条件之一。如果我们想要创建和培育这样的金融环境，就必须使公共和私人金融回到一个可持续的道路上，减少由国际活动带来的大量经常账户差额和整体金融流动，同时确保中期价格的稳定。创造一个可持续的金融环境，还要求我们完成监管改革，并填补当前数据的关键缺口。上述数据缺口阻碍了我们发现金融市场、机构和工具中正在出现的紧张状况。

### 财政挑战

在大衰退之后，公共债务水平急剧上升，尤其是在成熟经济体。如前所述，欧元区周边国家的财政问题已经削弱了投资者的信心，使主权借款成本飙升至不

可持续的水平。在过去一年多时间内，欧洲政策制定者极力为那些受到最严重打击的国家寻找短期的解决办法，并讨论如何制订一个具有活力和可信的长期解决方案。他们需要一劳永逸地完成此项工作。

一些欧元区国家的财政问题导致其主权债券收益率和信用违约掉期利差大幅上升。然而，如前所述，在另一些成熟的具有高额财政逆差和大量公共债务的国家，则未发现任何显著的市场效应（至少没有一项与其恶化的财政状况明显相关）。各市场对财政压力的看起来不同步反应，可能存在着三种因素，即债务在公共和私人部门间的分配情况、各国主权债务中外国人持有的比例以及一国是否拥有独立的货币。那些私人债务较低的国家更加有能力来偿还其公共债务。而当公共债务是由国内居民持有时，就可能具有更高的还款意愿。此外，是否具有独立的货币与货币政策似乎也起了一定作用，这给予了政策制定者更多的灵活性。

然而，要么能够获得市场的信心，要么不能。因此，如果对主权国家的还债能力和意愿失去信心，很可能使市场情绪发生突然性变化，而不是一种缓慢的演变过程。这意味着那些推迟处理财政困难的国家存在突然间受到市场严厉惩罚的风险。如果这一天真的到来，经验就告诉我们，为恢复投资者信心所需要的财政紧缩将要大得多，而且更加困难和带来更大的痛苦。

如第二章所述，财政当局必须采取迅速和可信的措施，使债务下降到可持续的水平。这就要求在出现高成本的经济衰退后，必须采取短期措施减少逆差，同时处理由结构性失衡带来的长期挑战。很多国家的结构性工作需要面对下述事实，如人口老龄化，以及政府承诺的养老金项目和社会福利由于成本过高而无法持续。<sup>1</sup>

简单地回归危机前的财政态势是不够的，这使得财政挑战变得更加艰难。这是真实的，至少有两个原因。首先，在金融危机前，税收收入来自不可持续的信贷和资产价格暴涨，使得财政状况变得非常不现实得光鲜。第二，需要建立周期性顺差以作为未来稳定政策的缓冲器。由于政府发挥着一家保险公司的作用，就需要建立一个储备基金。这意味着保持一个周期性的顺差，而用经济高涨期的预算顺差来中和衰退期间的预算逆差是不够的。

如何看待激进的紧缩政策可能会适得其反，产生窒息经济增长的风险？对那些经济复苏目前似乎回到可自我持续的发达经济体而言，这种风险大大小于一年前的情况（大多数新兴市场经济体几乎不存在这种风险）。但是，更加重要的一点是，在一些情况下，长期财政展望还未发生改善，至少是改善的程度不够。因此，一个不可避免的结论是，最大的风险来自于“做得太少和太迟，而不是做得太多和太快”。

### 私人部门资产负债表挑战

金融稳定还要求调整住户、金融和非金融企业的资产负债表。美国和欧洲私人部门的债务依然很高，正如第二章所述，维持和重拾市场信心需要持续去杠杆化。

金融危机的核心是一些国家出现了不可持续、由负债驱动的居民和商业房地产市场的过度繁荣，尤其以美国为甚。结果造成了大量住户负债和不稳定的商业抵押贷款，而住户负债仍然未显著下降。这共同给一些国家的金融和实体经济蒙上了沉重的阴影。

遇到困难的金融机构在清理其资产负债表方面已经取得了进展。这些金融机

1. 见S Cecchetti, M Mohanty与F Zampolli合著的《公共债务的未来：前景与影响》，国际清算银行工作论文，2010年3月，第300号。

构正在按更加实际的水平对其受损资产估值，抑制循环贷款，保留盈利，并在金融市场上筹措资本。但同时，超低的利率在给予银行喘息空间的同时，也降低了银行清理资产负债表的动机。随着政策正常化的快速到来，金融机构需要迅速地完成已经开展的工作。随着政策利率维持低谷，金融体系正在积累显著的利率风险，增加了有关行动的紧迫性。

除了资产负债表出现困难外，私人部门还面临着需要历时才能解决的结构性问题。在危机的前几年内，经济增长过度偏重金融与建筑业。在一些国家内，这两大行业的增长与其他经济部门不成比例，现在是需要收缩的时候。与大多数调整一样，这在短期内将是一个痛苦的过程。这种重新配置不但将给那些在这些行业工作和投资的人们带来痛苦，还会拖累整体经济增长和公共收入。

新兴市场经济努力躲过了危机的最坏阶段，但目前很多国家面临失衡增加的风险，与危机前发达经济体的情况非常相似。例如，一些新兴市场经济体的房地产价格正在高速增长，同时私人部门负债快速上升。新兴市场经济体的政策制定者应该认识到，金融危机的教训并不仅限于发达经济体。

## 国际失衡

经过短暂、由危机引发的中断后，整体和净金融流动重新回到全球失衡状态，这催生了脆弱性，并使各种层面的决策复杂化。经常账户顺差与逆差正在产生大量的净资本流动。但对于具有大量净流入的国家来说，如果金融部门不能有效分配新的资本，就会出现金融不稳定的风险；而如果资本流入发生逆转，就会使本币出现显著的破坏性贬值。

跨境资本流动促进经济增长与发展，使每个人受惠，同时也可能带来有害的副作用。但是，试图阻止跨境资本流动或是跨境金融一体化并非解决之道。相反，应保护跨境资本流动带来的好处，并通过其他手段来处理副作用问题，如进行国内结构调整、改进国际政策协调和加强金融稳定框架等。

逆差国家需要采取鼓励储蓄的政策，而顺差国家则需要采取鼓励消费的政策。实际汇率的变动也很关键，尽管汇率调整本身是不够的。然而，主要国家抵制实际汇率的调整。正如第三章所述，必须通过国际协调打破政策僵局，使主要顺差国与逆差国平均分配调整成本。如果没有这种合作，大量经常账户失衡及其带来的大量净金融流动和脆弱性将持续增长。

大量的整体金融流动也正在产生脆弱性，而危险的情况是，由于人们长期关注经常账户失衡，往往忽视了大量整体金融流动的风险。近年来，这些流动在全球的资产负债表上产生了大量的总体头寸，在一些情况下则未出现资本的净流动。金融危机向我们展示了总投资头寸增长可能导致大量货币、流动性和其他方面的错配，以及传播和放大效应给国际金融体系带来破坏性的波动。此外，整体国际流动使信贷快速增长成为可能，消除了国内储蓄额对贷款总量的限制，而这种限制可以抑制信贷扩张。

如第三章所述，对整体金融流动带来的风险的主要防御手段是采取一整套、有利于促进货币稳定和财政可持续性的宏观经济政策。监管与宏观审慎措施起到次要作用。同时，作为特殊条件下的不得已而为之，资本管制也可作为一种权宜之计。

## 货币政策

本来已经很严重的货币政策挑战还在加剧。最大风险在于长期通胀预期将开始上升，而当前的价格走势与政策态势却正在把我们带入错误的方向。随着剩余生产能力下降，食品与能源价格上涨很可能对通货膨胀产生第二轮效应。持续实施的非常规货币政策措施、核心发达国家中央银行的庞大资产负债表，以及外界认为政府试图通过实行通货膨胀政策来减少巨额债务，都加剧了长期通货膨胀预期的风险。

如第四章所述，有关工作已经摆在货币政策制定者的面前。他们必须寻找一条让政策利率回归常态的路径，否则将冒失去来之不易的通胀斗士的声誉风险。20世纪70年代和80年代的经验表明，一旦通货膨胀预期上升，就需要付出长期的巨大努力来加以控制。新兴市场国家中央银行还在努力建立反通胀方面的声誉，但那里的通胀压力正在上升，货币当局面临着信贷过多与房地产价格暴涨带来的风险积聚。

由于购买了大量政府债券，中央银行面临着以下风险，即要么被认为是努力减轻主权债务压力，要么是债券经理人的行为使中央银行的措施失去效果。中央银行必须警惕造成这样的印象，即它们正在把宽松的货币政策当做公共债务货币化的一个借口。市场和公众需要继续相信中央银行的资产负债表政策是维护价格稳定的手段之一，随着通胀压力上升，货币政策将很快回归正常态势。

在这方面，中央银行的独立性是其信誉的基础，提供了对付早期通胀威胁的最佳防护。实际上，保持中央银行独立性的重要性同样适用于其他政策领域。它尤其应该作为制定宏观审慎当局组织架构的标准之一（见专栏）。

## 监管改革

监管改革正在快速推进，而且是有意为之。巴塞尔银行监管委员会已就新的资本和流动性标准架构（即巴塞尔Ⅲ）达成协议。详细情况请参见第五章。改革是为了创建一个强大的银行体系，从而更有效地向实体经济分配信贷，而且较不容易受到高成本的金融危机的影响。

巴塞尔Ⅲ制定的监管改革包括，提高最低资本金的数量与质量，以涵盖更多的风险。此外，为限制信贷周期的振幅，巴塞尔Ⅲ还引入了更多、开展逆周期性调整的资本金缓冲。从危机中获得的一个教训是，如果放任不管，银行和其他金融机构的流动性缓冲将严重不足。而根据巴塞尔协议Ⅲ，金融机构必须保持足够的流动性，能够经受住各种冲击。

然而，这项工作尚未完成，仍然存在重大的挑战。其中一项挑战是，需要确保系统重要性金融机构变得不那么具有系统重要性。这意味着首先要确定哪些机构具有系统重要性，然后确定需要采取哪些措施使其具有足够的抗压力。监管机构正在研究具有全球系统重要性的金融机构需要增加多大的损失吸收能力。此外，金融稳定理事会也提出了加强对系统重要性金融机构监督的建议，但细节还需要由各国监管机构、标准制定机构和金融稳定理事会的批准。由于存在各种形式的系统重要性金融机构，增加了这一过程的复杂性。例如，同样是系统重要性金融机构，对一家保险公司资产负债表的处置就不同于银行。

除了使系统重要性金融机构更具韧性、减少其给整个金融体系带来的外部性以外，我们还必须设立对它们的处置机制，确保这些机构能够有序地破产。正在

## 专栏：中央银行治理与金融稳定

近期金融危机表明中央银行需要在制定与执行金融稳定政策中发挥一定作用，但同时也提出了关于如何最佳地管理这一职能的问题。由于各国央行在机构设置、历史背景和政治环境方面存在广泛的差异，所以不能给出一个唯一的答案。但无论如何，危机对于在全球范围内如何加强中央银行的金融稳定职能提供了四大教训：<sup>①</sup>

为确保金融稳定政策发挥效用，中央银行必须参与政策的制定与执行。有三个大的教训。金融不稳定可能影响宏观经济环境，给经济活动、价格稳定与货币政策传导过程带来重大影响。中央银行是经济中流动性的最终源头，提供适当的流动性对保持金融稳定至关重要。而且，中央银行重点关注宏观经济，并且了解金融市场、金融机构和金融基础设施的情况，而这些对于中央银行行使宏观审慎管理的职能至关重要。

明确所有当局参与金融稳定政策的职能与责任，包括中央银行、监管机构、存款保险机构、财政部门 and 竞争当局，对于高效和快速决策、权衡各种政策的取舍以及问责制至关重要。需要对有关职能与责任进行澄清，减少公众期望值与中央银行能够做的工作之间的不匹配性。了解哪家机构应该对危机的不同阶段负责有助于迅速作出决策。而且，明确划分责任和权力还有助于增强问责制。即使对金融稳定的概念进行定义并使之具有可操作性并不是件容易的事，但试图进行澄清是值得的。尤其是对于被赋予总体金融稳定责任的中央银行而言，对外界公开宣布其金融稳定战略，有助于澄清中央银行的意图以及它如何进行协调以达成多项目标。

中央银行被赋予采取紧急行动以促进金融稳定的责任越大，就越需要增强其承担损失的能力，或者强化向财政部门转移金融损失的机制。应明确财政接管金融风险的责任与执行机制。

目前，中央银行关于货币政策措施方面的问责制具有非常透明的基础。对于中央银行维护金融稳定的功能而言，绝大部分也必须具有透明度。因此，披露中央银行在维护金融稳定方面的决策与动机也至关重要。而如果马上披露可能存在引发不稳定因素的风险，延后披露某些决策情况可能也是必要的。

无论中央银行被授予了何种金融稳定职责，都需要有合适的工具、授权与保障措施。当中央银行具有宏观审慎政策的责任时，必须要么具有能够自主使用的工具，或者是有手段来发动甚至是要求其他能够采取适当行动的部门采取相应措施。

为行使上述职责，中央银行还必须获得广泛的信息，包括抵押品质量、寻求流动性支持机构的还款能力、具有系统重要性机构的状况，以及金融机构、金融市场与金融体系之间的相互关联性。这可能需要各政府机构间进行广泛的信息共享。可能还需要立法机关的授权，使中央银行能够直接从金融机构获得有关报告或开展现场检查。

中央银行的金融稳定职责与治理安排必须与其货币政策方面的责任相兼容。为成功实施货币政策，中央银行必须独立进行可能影响货币状况方面的决策，这也意味着它必须能够控制其资产负债表。

当几个部门具有对宏观审慎政策的关联责任时，可能适合成立一家部门间委员会。该委员会可以作为交流信息和建议或进行共同决策的论坛。在前一种情况下，保持建议的透明度，以及要求有关机构要么遵守、要么作出解释，将降低协商被敷衍的风险。在后一种情况下，必须明确规定具体的决策安排。在上述两种情况下，在设计决策程序时，应认真考虑每个部门单独和独立行使职责的能力。

以下是近期就宏观审慎政策建立新的制度性安排方面的四个事例，表明在各种体制环境下可以采取不同的做法。马来西亚于2009年在中央银行内成立一个新的具有金融稳定责任的决策理事会。英格兰银行成立了一个临时性的金融政策委员会，并正在等待通过新的立法。该委员会以金融稳定政策中的宏观审慎层面为核心，包括使用微观审慎政策工具来维护整个金融系统的稳定。上述两种情况是在中央银行内部成立了新的决策机构。与此形成对照的是欧盟与美国的新安排，由部门间机构负责协调宏观审慎政策与决策，如欧盟

<sup>①</sup> 参见2011年由Stefan Ingves担任负责人的中央银行治理论坛研究小组提交的《中央银行治理与金融稳定》报告。

成立了欧洲系统性风险局 (ESRB)，美国成立了金融稳定监督委员会 (FSOC)。然而，中央银行在欧洲系统性风险局内具有多数投票权，并主要负责提供分析情况。在美国，金融稳定监督委员会确定哪家机构具有系统重要性，但作为系统重要性机构监管方的美联储在制定这类机构较高监管标准方面发挥主导作用。在以上四个例子中，宏观审慎机构的职权范围不涉及货币政策，中央银行保留了其独立目标与完整的利率决策能力。

开展有关法律和政策框架方面的工作，以加强当局管理和处置受压机构的能力，从而将给整个金融体系带来的影响降至最低。

另一项加固金融体系基础的关键是，将监管范围从传统的金融体系扩展到影子银行，即那些在当前受监管银行体系以外从事期限或流动性转换的实体。由于影子银行可能具有非常高的杠杆率，参与大量的期限转换活动，同时又与商业银行的业务紧密相连，因此，可能带来大量系统性风险。并且，顾名思义，影子银行能够以不是很透明的方式开展所有上述工作。

银行，并且经常是具有系统重要性的银行，往往通过发起影子银行活动来获取大量利润。银行对这些影子银行活动具有直接或间接的风险暴露，包括备用信贷额度和各种信用增进措施。正是由于银行体系与影子银行体系紧密相连，包括为影子银行的负债持有人提供显性和隐性担保，产生了一些最致命的金融稳定风险。相比之下，互助基金和对冲基金虽然涉及的资金量庞大，但一般具有较低的杠杆率，与银行的联系较少并且更加松散，因此，产生的系统性风险较小。

在我们完成编制新的全球标准的同时，很关键的一点是，各国当局按照及时和全球统一的方式，将它们转化为国内立法和监管条例。任何有意推迟或削弱协议的做法，都将危害金融稳定。

最后，即使在其实施后，这些新规则也是不够的：监管机构在境内和跨境的严格执行，对于确保金融机构遵守这些规则将起关键作用。

### 衡量和监督威胁

危机暴露了我们在衡量金融稳定脆弱性的能力上存在严重的不足。如第四章所述，规制机构与监管机构需要更好的数据来改进对系统性风险的衡量与监督。如何获取这些数据给分析能力带来重大挑战。

现有数据在企业与市场层面上存在着严重的缺口。当局可获取的企业层面数据要么不够详细，要么不具有足够的连续性。虽然可以获得市场层面的数据，但它们未能较好地针对风险管理：只有当风险发生后，这些数据才会暴露系统性压力。

我们必须尽快填补数据空白。资源上的限制，加上保密问题和法律上的障碍，使我们必须确定优先顺序：哪些是可以现实地做的？哪些具有最高优先权？如第四章如述，首先要改进两方面的工作：企业层面的数据和标准化的总量数据集。第一项工作要求建立一套新的国际框架，使监管当局能够全面了解最大型金融机构的资产负债表头寸以及机构间的相互联系。否则，监管机构将无法共同分析银行间状况并发现系统层面的脆弱性。此外，应对全球发布有关数据，以便对全球系统性风险进行充分的分析。

第二个重点领域是更新标准化的整体金融统计数据集，例如资金流量、国际

收支和交易平台，以反映过去几十年来在金融领域发生的重大变化。更新后的总量数据将提高我们监督银行和非银行部门系统脆弱性的能力，并且通过暴露部门层面的问题，将有助于率先揭示企业面数据的压力。

最后，金融体系将继续演变，尤其是由于业务要求以及金融机构为逃避高成本监管所进行的创新和努力。鉴于这种情况，来自数据库和交易平台的关于交易层面的信息，将有助于监管机构发现值得更多关注的市场发展状况。

## 总结

过去一年来，全球经济已经在朝着健康、稳定和可持续的增长方向前进，尽管过程忽冷忽热。虽然存在以上的好消息，但还有大量的工作有待完成。

即使在金融危机后推出大量刺激政策之前，很多发达国家的政府预算也处在一条不可持续的道路上。在灾害再次来临之前，财政当局需要采取快速和果断的行动。这意味着需要处理造成危机原因之一的结构性失衡及其遗留下来的危险问题。对于那些处在危机中心的国家，这种失衡包括私人部门（住户、金融与非金融企业）的长期负债问题，其债务规模必须降到 2005 年前后的水平。这些国家的结构性调整还意味着需要抛弃杠杆推动经济增长的模式，这是全球经济再平衡的前提条件之一。

大量和持续的经常账户失衡继续困扰全球经济，同时通过金融体系的整体资金流动正在扩大金融稳定面临的风险。为了避免痛苦的无序调整，目前尤其应开展国际合作与协调工作。然而，即使在无法协调的情况下，逆差国家也可以，而且应该鼓励增加储蓄，顺差国家应鼓励增加消费。重要的是每个国家应首先开展内部整顿。

中央银行也有摆在它们面前的工作。中央银行面临多年来过分宽松的货币政策放大的扭曲。其中，最大的挑战是威胁物价稳定的风险不断上升。产出缺口正在缩小，大宗商品价格显著上涨，全球通货膨胀率上升。这种危险在新兴市场表现得最为明显，但也扩散到了核心发达国家。

在监管方面，尽管当局已就一系列的重大改革达成一致，但挑战犹存。应提高系统重要性金融机构的抗压能力。必须建立处置机制，以处理即使是最大机构的破产情况。未来的监管框架必须确保任何开展银行业务的机构被当做银行看待，而不论它以何种法律形式存在。

最后，危机暴露了可用来衡量金融脆弱性和系统性风险方面的巨大数据缺口。短期内，处理这一问题的关键是找到最容易填补的缺口并加以改进。