

# 基金组织在金融和经济危机爆发前的表现

## 基金组织 2004-2007 年的监督工作

2011 年 1 月 10 日

本报告是在 Ruben Lamdany 和 Nancy Wagner 领导下，由独立评估办公室评估小组撰写。独立评估办公室评估小组人员包括 Angana Banerji, Sanjay Dhar, Alisa Abrams, Andrew Martinez, Chris Monasterski 和 Roxana Pedraglio。该小组得到了 Biagio Bossone 和 David Peretz 的协助。该评估报告还吸取了 2009 年 7 月、2009 年 11 月和 2010 年 4 月举行的三次研讨会与会者的讨论，以及 Jack Boorman, John Hicklin, Joanne Salop, Marcelo Selowsky 和 Shinji Takagi 的意见。不过，最终判断是独立评估办公室自身的责任。Sarah Balbin, Arun Bhatnagar 和 Annette Canizares 提供了行政协助。Rachel Weaving 提供了编辑协助。该报告由 Moises Schwartz 批准。

该评估报告还听取了一个咨询小组的意见，其组成人员包括 Hamad Al-Sayari, Otmar Issing, Jin Liqun, Tito Mboweni, Rachel Lomax, Guillermo Ortiz, Yaga Venugopal Reddy, Eisuke Sakakibara, Edwin Truman 和 William White。该咨询小组于 2010 年 10 月 5 日举行会议，讨论了本报告初稿并撰写了其意见概要，作为本评估报告的背景文件加以公布（咨询小组的意见概要，BP/10/01）。



内容	页
缩写表.....	v
概述.....	vii
I. 前言.....	1
A. 危机的演变.....	1
B. 基金组织的监督目标.....	2
C. 报告大纲.....	3
II. 评估框架.....	3
A. 评估范围.....	3
B. 评估问题.....	3
C. 评估方法和资料来源.....	4
III. 基金组织在危机爆发前发出的信息.....	4
A. 主要调查结果概述.....	4
B. 多边监督.....	6
C. 系统性金融中心的多边监督.....	9
D. 其它基金组织成员国的双边监督.....	13
IV. 基金组织为何没能发出清晰的预警?.....	17
A. 分析的薄弱性.....	18
B. 组织障碍.....	19
C. 内部治理问题.....	20
D. 政治约束.....	22
V. 迈向更加有效的基金组织监督.....	23
参考文献.....	41
专栏	
1. 多边监督: 全球经济的美好景象.....	7
2. 对美国的双边监督: 风险曲线背景下对金融创新的乐观态度.....	12
3. 什么是基金组织金融部门监督的最佳做法?.....	13
4. 冰岛:基金组织 2007 - 08 年的看法如何?.....	14
图	
1. 先进和新兴市场危机进程表.....	2
2. 美国按揭贷款.....	8
3. 世界经济与市场发展会议重点提出的主要脆弱性和关切(2004 - 08 年).....	9
4. 美国经常账户、住户储蓄 / 投资差额和财政差额的趋势 (1990 - 2009 年).....	10

5. 脆弱性分析.....	16
---------------	----

附录

1. 相关事件时间表.....	27
2. 导致危机爆发的因素（基金组织工作人员观点）.....	29
3. 国家覆盖范围.....	30
4. 导致危机发生的初步分析与诊断.....	30
5. 先进经济体金融部门评估规划的薄弱环节.....	33
6. 先前报告与评估的结论 / 建议.....	34
7. 国家当局如何看待基金组织的表现?.....	36
8. 地区部门的工作人员调查.....	39

## 缩写表

CFTC	商品期货交易委员会
DMD	副总裁
DSGE	动态随机一般均衡
ECB	欧洲中央银行
EIU	经济学人信息部
FAD	财政事务部
FOMC	美国联邦公开市场委员会
FSAP	金融部门评估规划
FSB	金融稳定委员会
FSSA	金融部门稳定评估
G-7	七国集团（加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国）
G-20	二十国集团（由主要工业化国家和系统重要性发展中国家和新兴市场组成）
GFSR	《全球金融稳定报告》
ICM	国际资本市场部
IMFC	国际货币与金融委员会
Management	基金组织管理层（总裁、第一副总裁和两位副总裁）
MCM	货币与资本市场部（由国际资本市场部和货币与金融体系部合并而成）
MD	基金组织总裁
MFD	货币与金融体系部
OTC	场外交易
PDR	政策制定与检查部（检查部的原名）
RES	研究部
SEC	美国证券交易委员会
SIP	主要问题文件
SNB	瑞士国家银行
SPR	战略、政策与检查部（检查部的现名）
VEA	先进经济体脆弱性分析
WEMD	世界经济与市场发展
WEO	《世界经济展望》



## 概述

本报告评估了基金组织监督在此次全球金融和经济危机爆发前的表现，并就如何增强基金组织辨别风险和脆弱性并在未来向成员国发出警告的能力提出了建议。本评估报告认为，在危机爆发前，基金组织对于即将发生之危机相关风险和脆弱性，几乎没有提出清晰警告。在十年良性经济环境和较低宏观经济波动之后，持续乐观情绪仍是其发出的主要信息。在对美国和英国进行的双边监督中，基金组织基本认同它们的政策和财政做法有助于推动快速创新和增长。由于认为金融市场基本稳健以及大型金融机构可以抵御任何潜在问题，因此，就减轻了处置风险或担心可能出现严重不良后果的紧迫感。同样，监督工作也没有对先进经济体危机的蔓延或溢出风险给予足够重视。先进经济体并未被列入亚洲金融危机后推出的“脆弱性分析”，尽管执董会成员和其他人士对此作用进行了内部讨论并发出了呼吁。

《全球金融稳定报告》曾在不同时期识别出的一些风险在随后变成了现实，但是，这些风险只是被笼统提出，而没有对问题大小加以评估，因此，被当时存在的整体乐观前景所掩盖。这些风险未被反映在《世界经济展望》或基金组织的公开声明中。基金组织确实充分强调了解决大规模全球性经常账户失衡的紧迫性，按照基金组织观点，这具有触发美元迅速大幅贬值从而引发全球衰退的风险。但是，基金组织并没有把这些失衡与金融体系中积聚的系统性风险联系起来。

基金组织识别重大脆弱性和风险并提醒成员国的能力受到了许多相互作用之复杂因素的破坏，其中许多因素曾被提出过但没能得到完全解决。妨碍基金组织正确识别不断堆积之风险能力的因素在相当程度上是由于高度的群体思维、政府的观点造成的绑架干扰（intellectual capture）、大型先进经济体不可能发生重大金融危机的定式想法，以及不充分的分析方法。内部治理薄弱、各单位缺乏合作和提出逆势意见的激励机制、“只见树木不见森林”的未能确保后续行动的检查程序也是重要原因，同时，政治约束可能也产生了一定影响。

基金组织已经采取措施来解决这些因素，但是，要想提高监督有效性，明确基金组织执董会、管理层和高级工作人员的作用和责任并建立清晰的问责框架是十分重要的。展望未来，基金组织需要(i)创造环境，鼓励表达坦率和不同意见；(ii)改进激励机制，鼓励“向当权者说出实情”；(iii)更好地结合宏观经济和金融部门的问题；(iv)克服竖井心理和狭隘文化，以及(v)对全球经济前景和风险发出明确一致的信息。





## I. 前言

1. 本报告评估了基金组织监督在此次全球金融和经济危机爆发前的表现。本评估报告检查了基金组织是否识别到了导致危机发生的不断堆积之风险和脆弱性，以及是否有效地就可能的溢出效应与蔓延向受到直接影响的国家以及所有成员国发出了警告。本评估分析了那些可能阻碍了基金组织有效性的因素，并就如何增强其辨别风险和脆弱性并在未来向成员国发出警告的能力提出了建议。

### A. 危机的演变<sup>1</sup>

2. 到 2007 年年中，世界金融市场陷入动荡，到 2008 年，全球被笼罩在 20 世纪 30 年代以来最为严重的金融和经济危机中，全球金融体系可能崩溃，主要经济体活动急剧下滑。这次危机十分复杂。大多数分析家认为，这场危机源于多个因素的共同作用：缺乏约束的金融创新、过多的全球流动性以及太长时期的宏观经济和金融失衡（失衡带来了财务杠杆和风险的不可持续增长）。这场危机最初发生在美国和部分欧洲金融部门本身，在房价下跌加速和抵押贷款支持证券市场崩溃后，金融机构面临着大规模且不确定的损失。很多人认为，在美国和其他主要金融中心，由于监管不力，使得金融机构有可能广泛利用极高杠杆率，来承销和投资于难以估值的结构性金融工具。其他人则强调，由“格林斯潘对策<sup>2</sup>”造成的宽松货币政策和道德风险为房地产和金融资产泡沫创造了发展环境，而且，流入逆差国家的大规模资本使这些资产泡沫进一步加剧。本评估报告讨论了基金组织监督在识别并向成员国传达关键脆弱性的有效性（它们是形成或加剧金融危机的重要因素）；但报告并没有针对这些因素在引发此次危机中的相对作用加以阐述。

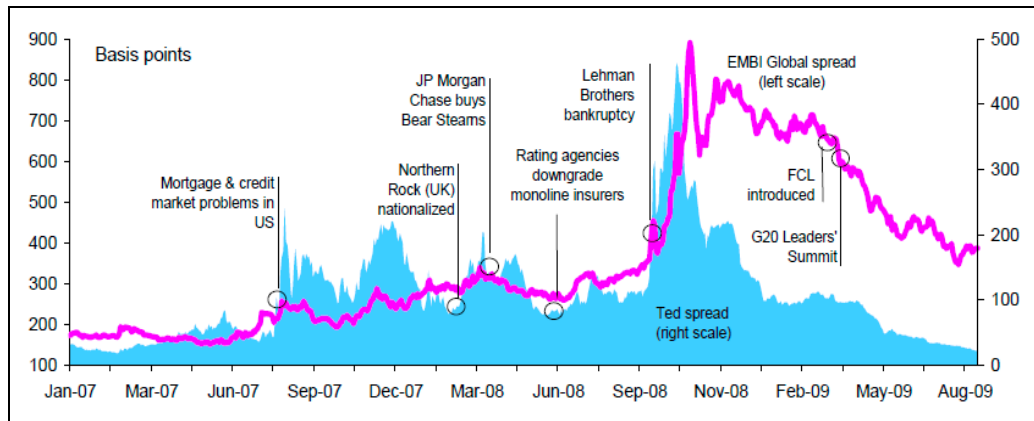
3. 这次危机呈数个波次展开（图 1）。美国房价在 2006 年达到了顶峰。到 2007 年年中，美国次级市场不断增加的违约导致美国和欧洲部分对冲基金和抵押贷款公司倒闭、信贷利差高企以及银行间拆借市场出现流动性困难。到 2008 年初，许多先进经济体进入经济衰退。2008 年 3 至 9 月，贝尔斯登、房利美和房地美分别被美国政府支持救出严重金融困境。同年 9 月，雷曼兄弟公司破产导致风险重估，引发流动性危机和全球资本流动骤停。随着全球经济活动急剧下降，这一事件把危机蔓延到新兴市场。内部脆弱性在蔓延中也发挥了主要作用。一些受影响最严重的新兴市场和先进经济体长期奉行的政策，致使他们特别脆弱——他们经历了消费者债务的迅速增长、许多金融机构的高杠杆率以及住房和股市的繁荣。

---

<sup>1</sup>附录 1 列出了 2004 至 2008 年的相关事件时间表。附件 2 概括了基金组织对危机促成因素的分析。

<sup>2</sup>“格林斯潘对策”是指，市场相信为应对大幅市场动荡，美联储将会降低利率，提供流动性。

图 1. 先进和新兴市场危机进程表



Source: Reproduced from IMF (2009d).

## B. 基金组织的监督目标

4. 本评估报告研究了基金组织在危机爆发前是如何实现监督目标的。监督是基金组织的核心活动之一。它包括监测全球经济和成员国经济，以帮助避开国际货币和金融稳定风险，提醒成员国关注潜在风险和脆弱性，并建议他们做出必需的政策调整。监测的两个主要方式分为多边和双边。多边监督重点是确保全球体系稳定，主要是通过两个半年一次的“旗舰”出版物——《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》——并通过秘密的世界经济和市场发展讨论<sup>3</sup>进行。双边监督围绕第四条磋商，即基金组织执董会对工作人员在访问相应成员国后撰写的报告进行讨论，来评估成员国政策以及遵守《基金组织协定》<sup>4</sup>的情况。

5. 因全球经济环境的变化，基金组织在落实监督和预期作用方面不断发展。20世纪90年代的一系列危机致使人们认识到，健康的金融部门对支持宏观经济稳定具有重要性，从而导致了监督实践中的一些重大变化。1999年，基金组织和世界银行启动“金融部门评估规划”，以帮助成员国促进健全的金融体系。按照要求，基金组织地区部门在第四条磋商中负责审查宏观金融的关联性。2001年，基金组织设立国际资本市场部，专注资本市场的发展和系统性风险。2006年，设立货币与资本市场部（通过合并国际资本市场部和货币与金融体系部），旨在更好地整合在金融机构和资本市场方面的分析。2007年6月，执董会通过了一项双边监督决定，以澄清双边监督的目的，使用一个国家的外部经济稳定性概念作为组织原则。

<sup>3</sup> 世界经济和市场发展讨论是指基金组织执董会定期和严格保密地讨论全球经济和金融前景的主要风险。

<sup>4</sup> 基金组织成员《基金组织协定》第四条义务尤其见 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/aa04.htm>。

## C. 报告大纲

6. **本评估报告组织如下：**第 II 节讨论评估框架，包括其范围、问题和方法。第 III 节审查基金组织在危机爆发前向成员国发出的信息。第 IV 节探讨基金组织表现的可能原因；第 V 节结论以及在未来数年加强基金组织监督的建议。

## II. 评估框架

### A. 评估范围

7. **本报告评估了基金组织在危机爆发前一段时期（主要集中在 2004 至 2007 年<sup>5</sup>）的表现。**报告围绕三个支柱，每个支柱分析基金组织监督的一个不同方面：多边监督、那些引发危机的国家（如美国和英国）的系统性金融中心的双边监督，以及若干受到危机影响的其他先进和新兴经济体的双边监督（附录 3 列出了涵盖的国家）。本报告整合了基于这些支柱撰写的调查结果、教训、案例研究建议和背景文件<sup>6</sup>。

8. **本评估报告审查了基金组织在危机爆发前针对金融、货币、财政和结构性问题的分析、诊断和建议。**报告着重于被视为危机根源的金融和货币问题。报告审查了基金组织工作人员、管理层和执董会向成员国和其他利益相关者转达的信息。从技术上讲，基金组织观点即是执董会批准的看法。在本报告中，我们还包括了基金组织管理层和高级工作人员以其官方身份做出的公开声明、主导文件以及为七国集团和二十国集团撰写并表达了基金组织观点的说明，因为外部观众和高级决策者就是这样看待这些说明的，尽管从严格意义上来说，它们反映的是基金组织工作人员的意见。本评估报告的重点是吸取教训而不是问责，这对于所提问题和使用方法具有一定影响，包括事后看来这是一个总结经验和提出建议的有益框架。

### B. 评估问题

9. 基金组织没有预料到这场危机的时机或者其规模，因此，也不可能向成员国发出警告。但这不是在这里用来评估基金组织表现的尺度。相反，**本评估报告侧重于基金组织是否识别出了导致金融体系陷入脆弱地位的不断演变的风险和脆弱性，以及基金组织针对这些风险和脆弱性的信息。特别是：**

- 基金组织在危机爆发前是否以及在何种程度上探讨了正在出现的特别是在系统性金融中心的风险和脆弱性；

---

<sup>5</sup>当希望了解全球或某个特定国家在危机爆发前的相关事态发展时，其他时期，特别是进入2008年，会受到再次检查。但是，本报告没有评估基金组织为处理此次危机采取的许多规划和其他措施。这些可能成为独立评估办公室未来的研究课题。

<sup>6</sup> Banerji (2010 年), Bossone (2010 年), Dhar (2010 年), Peretz (2010 年)和 Wagner (2010 年)。

- 基金组织在何种程度上研究了实体经济与金融部门之间的潜在相互作用（即宏观金融关联性）；
- 基金组织向危机起源国家以及更广泛的成员国提供了哪些类型的分析和预警；
- 基金组织是否对溢出和蔓延风险给予了足够重视并提供了减轻这些风险的适当建议；
- 基金组织在传递困难信息方面面临何种约束；以及
- 什么因素可能阻碍了基金组织的表现。

### C. 评估方法和资料来源

10. 为了回答这些问题，评估小组收集资料，他们审查了基金组织文件（包括内部和外部）；独立评估办公室的新旧评估报告；以及来自成员国、其他国际组织、私人部门研究机构和学术界的文件。收集证据的方式还有：通过半结构化面谈（对谈话的基本内容作统一的要求，其他内容则不作统一的规定）、焦点小组访谈以及与基金组织内部和外部的主要利益相关者，包括国家当局、基金组织执董成员、基金组织现任和前任的管理层和工作人员、私人金融机构以及其他多边机构同行（包括国际清算银行、经济合作与发展组织和欧洲中央银行）举行研讨会<sup>7</sup>。

## III. 基金组织在危机爆发前发出的信息

### A. 主要调查结果概述

11. 自 2004 年至 2007 年年中危机开始时期，基金组织既没有向处于危机中心的国家发出警告，也没有向广大会员国就最终导致危机发生的脆弱性和风险发出警告。在大部分时间里，基金组织提醒成员国注意的风险是，全球无序的解决失衡可能引发美元迅速和大幅贬值，随后提醒上涨的商品价格可能引发更高的通胀风险。基金组织很少考虑到恶化的金融部门资产负债表、金融监管问题、货币政策和全球经济失衡之间的可能联系以及信贷繁荣和新生资产泡沫。基金组织没有讨论可能有助于处置不断变化之风险的宏观审慎方法。甚至到了 2007 年 4 月，基金组织的核心观点仍然乐观地认为全球处于良性环境之中。工作人员报告和其他基金组织文件认为短期前景依然正

---

<sup>7</sup>本研究依靠三角测量（一种通用评估技巧）探讨来自所有不同来源、案例研究和背景文件收集的资料。本评估从不同和独立的角度接触问题，利用调查结果验证对方观点。离群观点和回复将会受到进一步检查，除非发现了额外的支持性证据，否则，他们将被摒弃。出于说明的目的，本报告直接引述基金组织工作人员和管理层以及成员国官员原话。实际上，这些直接引用共同的观点——至少在实质上，如果不考虑其表达方式的话。

面，金融市场条件基本面仍然健全。只有在金融动荡爆发之后，基金组织才在 2007 年 10 月《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》中采用了更加谨慎的语调。

12. 在评估期内不同时间段，《全球金融稳定报告》识别出了许多后来变为现实的风险，但缺乏有效的方式。基金组织的核心信息中很少与这些风险警告直接相关。这些警告的发出是很笼统的，并没有对问题规模或其潜在影响严重程度加以评估，并受到同时存在的整体乐观前景的压抑。在很大程度上，这是因为基金组织相信，按照推定，金融创新能力能够消除了银行资产负债表的风险，因此，大型金融机构都处于稳健状况，先进国家的金融市场从根本上来讲是稳健的。较低的金融波动性带来的相当长的全球增长时期强化了上述认识，因此，产生了严重经济衰退是可以避免的、而全球经济已进入一个“大稳定”时期的想法。压力测试结果和使用的其他分析技术（不能捕捉到新型和复杂金融工具带来的脆弱性）则是导致自满情绪的另一个来源。

13. 基金组织错失了识别危机发展关键支撑因素的机会。例如，直到危机爆发，美国也没有讨论按揭借贷条件的散漫，或充分评估重大住房价格调整对金融机构的风险和影响。它们对证券化可以分散风险的倾向以及上升的杠杆率和影子银行体系的快速扩张对金融体系带来的风险感到乐观。事实上，基金组织对美国在允许迅速金融创新方面采取的放手式调控和监管表示了赞赏，而正是这种放手式调控和监管最终导致了金融体系的问题。更甚者，基金组织还建议其他先进国家效仿美国/英国在金融部门方面的做法，作为它们进行更大金融创新的手段。基金组织没能对推动房地产泡沫的驱动力或货币和财政政策在这个进程中可以发挥的作用进行充分的分析<sup>8</sup>。此外，基金组织没能观察到美国与英国的事态发展，与以前曾面临金融危机的其他先进经济体和新兴市场的经历，这两者之间存在的相似之处。

14. 基金组织充分强调了解决长期存在和不断增长的全球经常账户失衡问题的紧迫性，但它没有对这些失衡与金融体系内积累的系统性风险之间的关联性加以分析。基金组织关注的是汇率危机风险，其特点是：迅速从美元资产撤离将导致美元的无序下跌和利率上涨<sup>9</sup>。基金组织试图通过多管齐下策略（利用双边和多边监督和新创建的多边磋商进程工具）解决这一问题<sup>10</sup>。其建议包括美国进行财政整顿、中国扩大汇率弹性、欧元区实施结构性改革、日本采取金融部门改革以及石油生产国提高国内消费

---

<sup>8</sup>到 2006 年年中，到处是对房地产泡沫破灭的担忧。例如：“《华尔街日报》等报纸的头版，《纽约人》、《经济学家》的封面以及几乎所有的美国新闻杂志和报纸都在报道的‘房地产泡沫的破灭’（Case 与 Shiller，2006 年）。早在 2004 年，美国联邦调查局就警告按揭贷款欺诈“四处蔓延”。

<sup>9</sup>在此事件中，随着美国私人吸收能力下降，减少全球经济失衡发生在金融危机期间。同时，美元成为避风港，全球利率创下新低。

<sup>10</sup>多边磋商的目的是为了促进关键行动者在系统重要性问题之间的辩论和政策行动。中国、欧元区、日本、沙特阿拉伯和美国于 2006-07 年参加了第一次（也是唯一）多边磋商，重点是为了减少全球失衡。

<sup>11</sup>。由于针对金融部门问题的第二次磋商并没有争取到足够多相关成员国的支持，因此没能进行。

15. 尽管基金组织针对许多新兴市场和其他先进经济体开展了一些良好的监督活动，但他们大多数集中于传统的宏观经济风险，并不一定是那些在危机中变为实现的风险。基金组织敦促各国利用有利条件，采取措施增强各国在冲击出现时的抵御能力。在其中部分国家，基金组织还提供了政策建议，旨在加强这些国家金融部门的监管。但与此同时，基金组织很少对先进经济体的潜在溢出或蔓延加以重视，尽管 2006 年 4 月《全球金融稳定报告》提出了关切。

16. 下面，我们将对从评估的三大支柱中得出的主要结果进行讨论：从广义上讲，多边监督没有就解决金融部门风险的迫切需要向成员国传达一个明确的信息，即使它已经识别出一些相关风险。在最直接处于系统性危机核心之金融中心的美国和英国，监督工作没能重点提出有关的脆弱性。另一方面，双边监督在其他国家的表现更为得失间杂，在拥有传统宏观经济脆弱性的新兴市场存在佳例，而在许多其它国家却鲜有完美结果。

## B. 多边监督<sup>12</sup>

17. 尽管基金组织识别出一些相关风险，多边监督也没能在危机之前发出警告。直到 2007 年 10 月，基金组织的核心信息，特别是在对全球经济前景方面，还主要是乐观态度，如专栏 1 中所示的引述。只在危机最初迹象出现之后，2007 年 10 月《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》才就风险发出警告说，有迹象表明，前景可能会因金融风暴而“脱离轨道”，认为金融市场已变得更加动荡，快速去杠杆化和更具风险的资产撤出正在发生。不过，即使这样，基金组织仍然认为，金融危机将会继续受到遏制，因为大型金融机构能够抵住最严重的压力。随着危机的演变，基金组织越来越感到担心。2008 年春季《全球金融稳定报告》指出，一些大型金融机构可能存在偿付能力问题，金融部门损失估计将高达 1 万亿美元——这一估计数据被部分先进经济体的高级官员批评为危言耸听。然而，到 2008 年夏天，基金组织在其公开声明中更加自信地认为危机已经得到遏制（虽然许多工作人员仍对新生脆弱性感到担忧）。

18. 《全球金融稳定报告》和其他文件对很多相关风险进行了讨论，但是，乐观自信（认为金融市场和大型金融机构从根本上仍很稳健）的主题信息使这些忧虑变得无声无息。在评估期内，各期《全球金融稳定报告》提出了警告说，充足流动性正把资

---

<sup>11</sup>作为 2006-07 年多边磋商的背景资料，基金组织金融专家小组审查了无序调整对美国和欧元区金融部门的影响。他们的报告勾勒出了系统性危机的轮廓（附录 4 提供了该报告的部分内容）。但是，对于本背景文件表达的关切，并没有后续行动。

<sup>12</sup> 本节借鉴了 Banerji (2010 年)的研究成果。

产价值推至超出合理水平，使得投资者感到沾沾自喜；全球金融市场通过金融创新带来的结构性转变，致使信贷风险从银行转向非银行，为金融稳定带来了潜在影响；此外，复杂和杠杆化金融工具的扩散致使流动性风险更具相关性。但是，《全球金融稳定报告》提示的这些风险并没有在基金组织的核心信息中得到突出反映。没有一个解释风险清单的连贯宏观金融整体情况说明，《世界经济展望》和基金组织公开声明中发出的主导信息——远比《全球金融稳定报告》更加乐观的观点，给人留下了这样的印象，即基金组织的警告仅仅针对全球失衡和通胀。这是接受本次调查的当局、其他利益相关者和大多数工作人员听到的信息。

### 专栏 1. 多边监督：全球经济的美好景象

在评估期内，《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》突出强调了一些相关脆弱性但力度不够。相反，旗舰文件中发出的关键信息却是乐观的，致使人们对“大稳定”持有普遍的信任并引致人们对不断出现的风险和脆弱性表现出自满情绪：

根据《世界经济展望》，未来十年的世界经济前景“极为乐观”（2004年春季）；预计是“强劲增长的年度之一”，除非事态发生“可怕逆转”（2004年秋季）；“正处于极其灿烂的道路之中”（2006年春季）；“强劲”（2006年秋季）；直到2007年春季，所有报告均预测说，“世界经济增长将继续保持强劲”并认为全球经济风险自2006年9月有所下降。

高级官员的公开声明（主要依据《世界经济展望》）——重申了这些信息；最迟至2007年8月，基金组织管理层仍认为全球经济前景“非常有利”。即使在2008年夏天，基金组织管理层过早地发出信息，希望人们相信“...美国已经避免了硬着陆”以及“最坏消息已经成为过去”。同时，2008年7月“世界经济与市场发展”会议发出的信息是，“金融尾部事件风险已经得到缓解”。

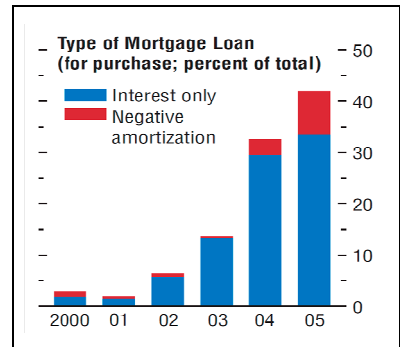
《全球金融稳定报告》呼应了这些情绪，宣布全球金融前景“正在享受‘最佳时点’”（2004年春季）；“难以在短期看到它们[系统性威胁]的可能来源”（2004年秋）；全球金融体系“得到改善”；“稳健并富有弹性（数年）”；以及“不错”（2006年春季）。

随后，《全球金融稳定报告》的整体口气变得更加谨慎，但是，这并没有在基金组织的其他公共信息中反映出来。2007年春季《全球金融稳定报告》以更加严肃的口吻发出警告说，“潜在的金融风险已转向”，“投资头寸在某些市场的共同累积可能在条件发生变化时导致无序修正”。然而，即使作出了这种谨慎的表述，同期，基金组织还是得出了一个全球金融稳定基础仍很“强健”的评估结果。

19. 不少执董会成员在危机爆发前就曾对旗舰文件的乐观主导信息提出不同看法，曾经参与内部审查工作的工作人员也同样如此。基金组织某部门（2005年秋季）警告说，“真正具有损害性的金融泡沫是那些坚持了足够长时间以至于几乎所有机构开始相信‘一个新模式’的金融泡沫。几位执董会成员也不太相信乐观信息；正如一名执董所指出的，“...工作人员提供的有利评估只是暴风雨前的平静，因此，迫切需要采取行动以避免冲击”（2005年春季）。大多数基金组织工作人员读者、管理层和许多执董会成员并不信服2006年度《全球金融稳定报告》的结论，即金融创新致使银行和整个金融体系“更加富有弹性”。同样，执董会批评《世界经济展望》过于乐观，一些读者质疑该报告减轻房地产泡沫的政策观点，尤其是货币政策方面的观点。

20. 直到 2008 年春天危机已经爆发，基金组织（特别是《全球金融稳定报告》）都没有重点提出大型金融机构出现的脆弱性。《世界经济展望》再三对先进国家愈加与基本面不符的“高估”房地产市场表现出担忧，但其重点仍几乎完全是针对实体经济修正的潜在影响。最迟至 2006 年 4 月美国房地产价格见顶前不久，《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》还对美国（图 2）非传统按揭贷款份额不断上升进行了如下辩解：“住宅按揭贷款违约率从历史讲一直很低。在存在按揭贷款证券化市场的情况下，这意味着住房市场放缓对金融部门影响可能十分有限”。

图 2. 美国按揭贷款



Source: WEO, April 2006, p.18.

21. 在美联储 2005 年 8 月举办的杰克逊·霍尔研讨会上，基金组织经济顾问曾就不断增加的金融部门风险发出了警告。与当时盛行的观点不同的是，Rajan (2005a) 指出，在一定条件下，同过去相比，金融创新可能让各国更加易于受到金融部门引起之动荡的冲击，尽管它具有扩大金融部门分散风险能力的潜力。他警告说，在信用违约掉期成倍增长以及储蓄越来越多地被非银行金融中介机构管理的环境中，信心丧失将会冻结银行间拆借市场并引发具有摧毁力的流动性危机。他还解释了风险承担动机不断增加以及此举驱使资产价格远离基本面的原因，认为这会在低利率环境中得到加剧。因此，他指出有必要“提高监管警惕性...以遏制资产价格泡沫”，中央银行将需要“警惕总流动性可能出现任何不足”。他总结说：“我们应该为低概率但高成本的衰退做好准备”。Rajan 的演讲发布在基金组织的对外网站上，他又在其他场合和出版物上继续提出这些观点<sup>13</sup>。尽管经济顾问的地位十分重要，但对于 Rajan 的分析和关切并没有跟进——他的看法并没有对基金组织的工作程序或（甚至在杰克逊·霍尔讲话后）公布的旗舰文件产生任何影响力<sup>14</sup>。

22. 不可持续的全球失衡是一个持续不变的主题，多边监督对美元的无序下跌提出了清晰的警告，但是，总体来说它并没有将此与《全球金融稳定报告》和《世界经济展望》提出的金融和住房市场风险联系起来。基金组织没有强调指出大型金融机构在一定程度上因强劲资本流入和低利率而累积的系统性问题。分析家们认为这些因素有助于推高资产价格，引发对收益的追逐和对风险的低估，导致更高风险资产的产生。

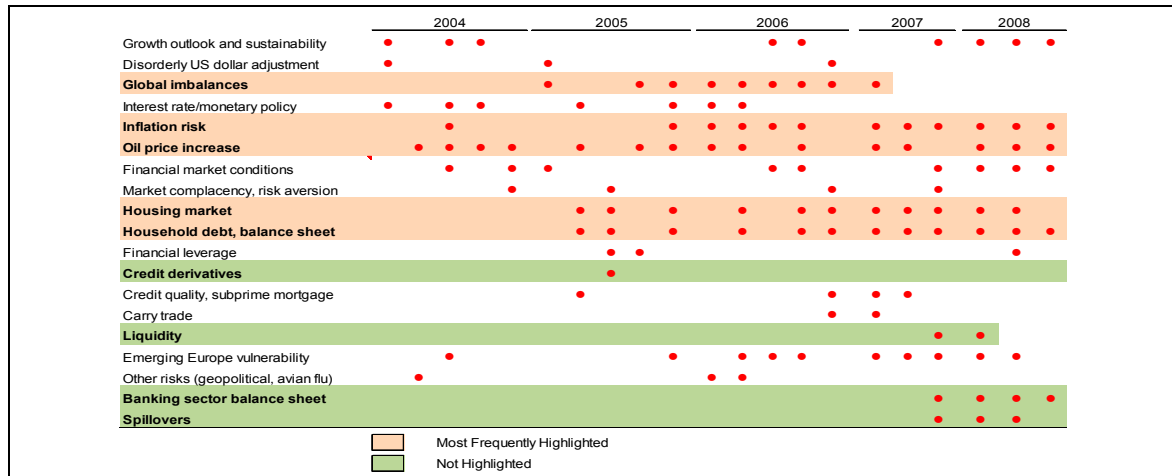
<sup>13</sup> 见 Rajan (2005b, c, 和 d)。

<sup>14</sup> 对于 Rajan 观点缺乏吸引力的原因，评估小组得到了若干替代性解释。最常见的解释是，他的担忧被认为只有很低的概率，这主要是因为大多数工作人员认为金融市场具有内在稳定性。一些人认为，“势力”发挥了重要作用，即基金组织反对 Rajan 观点的其他人在金融部门问题上占得了上风。无论如何，基金组织经济顾问多次提出的关切未能影响基金组织工作规划和旗舰文件的事实表明，由谁来负责后续事宜的问题并不明确。



23. 秘密讨论中表达的观点大致上与基金组织公共信息同步。在危机爆发前，执董会举行的世界经济与市场发展内部会议主要集中讨论宏观经济风险（图 3）。最迟至 2007 年 7 月，工作人员认为“全球扩张将依然强劲”并调高了经济增长展望，同时提请注意一些新兴市场不断增加的脆弱性。2007 年初的金融市场动荡被视为“不值得对全球经济前景进行根本的重新评估”（2007 年 3 月）——这一观点同样也被基金组织转达给了七国集团和二十国集团。

图 3. 世界经济与市场发展会议重点提出的主要脆弱性和关切(2004–08 年)<sup>1</sup>



Source: IMF Board documents for the WEMD sessions.

<sup>1</sup> Includes risks specifically highlighted for discussion and issues flagged as cause for concern in the main text.

### C. 系统性金融中心的多边监督<sup>15</sup>

24. 基金组织基本上赞同处于危机中心的最大型系统性金融中心的政策和做法。关于金融部门问题，基金组织在很大程度上依赖于美国、英国和欧元区当局的评估，这些国家当局对各自金融部门吸收可能产生冲击的能力非常自信。普遍看法是，他们的金融体系是健全的，监管机构是稳健和成熟的。另外，人们认为，这些当局观点基于的个别机构数据是基金组织工作人员无法获得的，而在任何情况下，基金组织工作人员都不会具有深入分析这些数据的资源。同时，多边监督或由独立分析人员在此期间识别出的众多相关和更加具体的风险和脆弱性，在大多数双边监督讨论中难有什么发

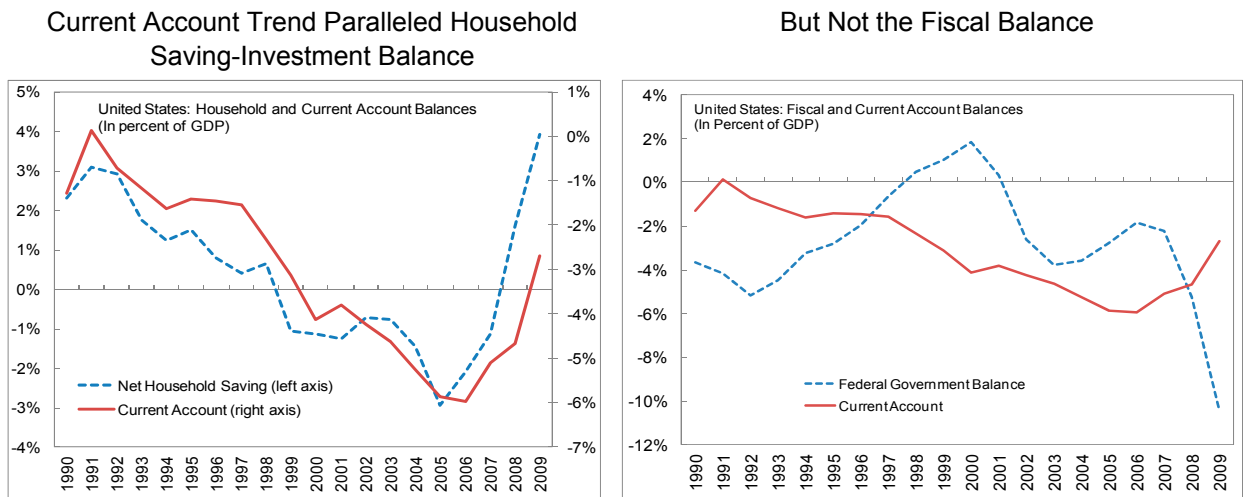
<sup>15</sup> 本节借鉴了独立评估办公室关于双边监督的四份背景文件，作者分别是 Bossone (2010 年), Dhar (2010 年), Peretz (2010) 和 Wagner (2010 年)。

言权<sup>16</sup>。瑞士是个例外，基金组织工作人员在双边监督过程中就金融体系更加愿意表达关切并提供建议——瑞士当局对此表示赞赏。

25. 对美国经济的双边监督没能就警示风险和政策弱点向有关当局发出警告；也没有就源自美国问题的溢出和蔓延可能性向全体成员国发出警告。事实上，基金组织似乎常常是美国金融机构和当局政策的拥护者，因为其意见通常与美联储观点一致。主要关注是大规模和不断增长的经常账户逆差所引起的风险，主要建议则是财政调整和继续进行金融创新，以吸引资金流入。基金组织并没有充分探讨金融创新、外国资本、房屋和证券繁荣之间的相互作用。它也没有敦促使用审慎监管措施，作为对住户过度借贷的适当回应。

26. 与美国第四条磋商讨论一再强调，通过财政整顿来减少经常项目逆差的必要性。与此同时，由政策制定与检查部在 2006 年进行的分析表明，美国经常账户差额与住户的储蓄投资差额密切一致，而财政差额显示了极小的相关性（图 4）。尽管获得了这一研究成果，但是，就如货币政策在信贷和住房价格上涨中能起什么作用的问题一样，解决家庭储蓄投资失衡的政策很少受到关注。

图 4. 美国经常账户、住户储蓄 / 投资差额和财政差额的趋势（1990–2009 年）



Source: Bakker and Meier, "Asset Price Booms, Monetary Policy, and Global Imbalances," IMF Mimeo, 2006; U.S. Bureau of Economic Analysis.

27. 基金组织夸大了证券化对（假定）风险分散性的好处，并低估了房屋价格大幅下跌的可能性。即使在房屋价格开始下降之后，工作人员仍然认为，这对金融机构的影响将不会很严重。来自影子银行体系的流动性风险和监管套利机会遭到了忽视，而

<sup>16</sup>附录 4 列出了基金组织内外部分析人员的直接引用样品，他们就在危机之前金融部门的风险和脆弱性发出了警告。

对次贷问题的首次分析仅出现在了 2007 年 7 月的工作人员报告上，这已是该部门问题出现半年之后。2007 年的工作人员报告讨论了金融创新与监管挑战带来的一些风险——随着房屋和金融市场问题日益明显——但是基于主要金融机构的盈利能力和资本充足率，基金组织仍对其稳健性和弹性表示乐观。因此，它得出的核心信息是，“美国经济最可能出现的情景是软着陆”。专栏 2 按照不同主题，引述了一些来自与美国第四条磋商的关键内容。

28. 由于美国当局的反对，基金组织没有对美国进行金融部门评估规划，尽管在 2004-07 年间再三提出要求。漏掉美国是令人遗憾的，因为，金融部门评估规划本来可以帮助当局和有经验的金融专家以全面方式分析金融部门问题。金融部门评估规划可以跟进《全球金融稳定报告》提出的风险，也可以检测到一些不断变化的脆弱性<sup>17</sup>。

---

<sup>17</sup>然而，在其他先进经济体金融部门评估规划上错综复杂的经历，对于美国金融部门评估规划的结果如何提出了质疑。附录 5 列出了导致几个先进经济体金融部门评估规划过分乐观评估结果的因素。对此，基金组织(2009b)策略地表示：“金融部门评估规划通常采用的分析方法能否识别次级问题或估值问题以及与美国结构性信贷产品相关的风险，这一点并不明朗...”。

## 专栏 2.对美国的双边监督：风险曲线背景下对金融创新的乐观态度

**住房融资：**“随着贷款人掌握了更好数据和更完善的金融工具，其中包括可以满足特定投资者专门风险要求的复杂行为模型和完善金融创新，非常规按揭贷款开始扩大”（2006年）。

**次级贷款证券化：**“上升的次级贷款拖欠率导致高风险按揭支持证券利差的上扬，但至今尚未发现接近按揭贷款市场的优质按揭贷款部分（Alt-A 贷款）存在蔓延，这反映出专业次级贷款发起人（其中许多已经倒闭）广泛的风险分散和困难集中特点”（2007年）。

**金融稳健：**“核心商业和投资银行财政状况健全，系统性风险似乎较低。按照国际标准，银行体系的盈利能力和资本充足率很高...尽管因次级贷款困难近期有所上扬，违约风险的市场量度仍属正面”（2007年）。

**创新与风险：**“[信用评级机构]在评估范围广泛的结构性交易时拥有得天独厚的优势”（2006年）。

“虽然自满将是错误的，但创新似乎支持了金融体系的稳健性。新的风险转移市场为把信贷风险从道德风险集中的地区分散到市场纪律作为冒险行为主要约束力的边缘地区提供了便利。这种传导机制反过来又促进了更广泛的信贷扩展——重要的质量细微差别反映在，近年发生的大多信贷增长发放给了新的和以前被排除在外的借款人，而不是‘把更多的钱贷给同一人’。虽然过剩和恐慌的周期并没有消失——大起大落是最近的例子——市场已经证明它们可以做进行自我纠正”（2007年）。

**监管：**“美国金融部门仍然富有弹性并具有良好监管能力”（2005年）。

“创新的关键始终是允许市场力量发挥作用。监管理念...一直强调在利用安全-稳健监督时的选择性...美联储作为反对更加统制式诱惑的监护人发挥了更加非凡的作用。越来越多的金融机构在没有审慎准则限制下和监管者建议和干扰下已经进行了成功运作，许多机构已经成为创新实验室”（2007年）。

**金融创新与资本流动：**“... 尽管具有深度、流动和创新的美国固定收益市场应继续吸引外资，但他们为了保持相对优势，将不得不采取较其他金融中心更快的创新”（2007年）。

29. 对英国监督展示出同样过于乐观的情景，尽管金融部门评估规划后续行动于**2006年2月**进行。金融部门评估规划后续工作充分提出，越来越多地依赖批发融资、资产质量恶化、信用风险转移市场快速增长以及不断增加的次级按揭贷款存在着风险。但底线是，金融创新和监管收到赞誉，银行部门被视为稳健，整体信息令人欣慰。金融部门评估规划后续报告指出：“英国银行体系是先进经济体系中最稳健者之一”，“银行按揭贷款账簿似乎并非脆弱性的重大直接来源”；以及“整体而言，金融部门受到良好监管”。工作人员的确对英国房地产价格的下跌风险提出了担忧，但关切的焦点却是针对此类下跌对消费的潜在影响，而不是对金融机构的影响。同样，为了表现对全球失衡的关注，识别出的主要外部风险是那些汇率无序调整和/或利率大幅上扬的风险。

30. 对欧元区监督也传达了积极的信息。例如，根据2007年第四条磋商工作人员报告（2007年7月发布），“其前景是多年来最好的。经济有望实现持续回升，部分是出于周期性考虑，但也有政策原因...”以及“外部环境总体来看是正面的”。在金融部门方面，基金组织似乎对“金融市场波动和风险溢价仍处于历史低位”这样的事实感到欣慰。不过，报告认为部分企业和家庭部门杠杆率可能已经过高，并指出金融工具的复杂性及非银行金融机构高杠杆活动构成了重大风险。但报告仍然认为，监管

方面的“关键挑战是确保各国审慎当局统一实施[欧盟]指令...”，而不是强调解决上述风险的必要性。

31. 瑞士的双边监督更为有效，但基金组织的主要信息仍然相对乐观。鉴于金融部门对瑞士的重要性，基金组织在那里的监督始终对金融问题非常敏感。2007年5月（也就在危机开始前）进行的富有深远意义的“金融部门评估规划更新”进一步突出了这种敏感性。这次更新工作的重点是一系列与危机具有高度密切关系的议题，从复杂金融工具的定价难题，到系统性风险的潜在传递渠道。基金组织工作人员正确地提出了对两家最大银行在高杠杆和国际暴露上的关注——这些担心事后被证明是非常具有先见之明的。此次更新还强调了来自它国之溢出效应的重要性，包括那些可能来自美国住房市场硬着陆的溢出效应。然而，2007年第四条款工作人员报告采取了比更新报告更为乐观的基调，淡化了对整个系统金融部门风险的担忧。

#### D. 其它基金组织成员国的双边监督<sup>18</sup>

32. 在对最终发生的风险进行预警方面，其他成员国之间的双边监督质量差异很大。与对最大型系统性金融中心发出乐观信息相反的是，拥有类似脆弱性的一些规模较小的先进国家和新兴市场国家一再收到要求关注其国内经济中风险累积的警告。新兴市场的宏观金融联系分析的质量也通常好于先进经济体<sup>19</sup>，但是，基金组织倾向于认为它对先进经济体的分析更好（专栏3）。

#### 专栏 3. 什么是基金组织金融部门监督的最佳做法？

为了研究基金组织如何能够加强其金融部门分析和更好地将此融入第四条款监督工作，于2006年成立了一个工作小组。该工作小组报告为更加系统化方法奠定了基础，以确保在双边监督中充分覆盖金融部门的问题<sup>1</sup>。尽管作为未来监督的指导，该报告提供了一些最佳做法的实例，但回过头看，它们似乎根本错得离谱：

- **冰岛**从 2003-06 年间的发展状况“为正确分析金融市场、金融部门和广泛经济之间关系的重要性，提供了有益的阐述”。经过较长篇幅对国内货币政策和套利交易进行说明之后，该报告得出结论说“幸运的是，在冰岛的情况中，正如 2006 年第四条磋商发现，套期保值行为和总体稳健的资产负债表与资产负债管理致使金融体系在面对最近冲击时相对稳健”。
- **德国**的情形提供了把结构性和周期性分析相结合的实例，该报告发现，“与‘同行国家’进行比较是有力佐证。盈利能力趋势对比触及了当局痛点，但可以成功引发一场辩论，在与邻国的同样内容加以比较之后，就传统上被认为非常稳定和强大的体系进行讨论”。基金组织的一位高级官员在接受评估访谈时承认，基金组织在此次危机中错过的关键危险信号（红旗）之一便是美国和英国银行部门的利润。

<sup>18</sup> 本节借鉴了 Wagner (2010 年)的研究成果。

<sup>19</sup> 另见 Watson (2008 年)。

- 在一篇标题为“最近第四条磋商报告中金融部门监督最佳做法实例”的专栏中，**美国**被列一个突出实例。工作小组认为，“[美国]的 2006 年工作人员报告是识别风险和联系以及分析工具用途的很好例子。当前来自周期性状况和宏观失衡水平的风险被明确地描述为世界上最完善和复杂的金融体系中面临的监管挑战。...此外的一个重点是国际关联性——美国向全球其他金融市场产生的潜在溢出效应。两份主要问题文件也是聚焦于金融部门议题”。在此分析基础上，工作人员以令人欣慰的语气得出结论，（除其他外）认为“...一系列指标表明，系统性风险已处于低潮”，“与住户借贷相关的金融部门风险似乎相对可控”；以及“美国金融部门在近年来已被证明是具有创新和弹性的。该体系随着信贷周期变化不断自我增强...”

<sup>1</sup> “工作组关于将融资和金融部门分析纳入第四条款监督的报告”（SM/07/57），2007年2月2日。

33. 一些先进经济体——如冰岛、爱尔兰和西班牙——具有许多相同的脆弱性，但**基金组织的监督信息在内容和力度上有所不同**。这些国家所经历的这场危机可能是由外部事件所引发，但是，国内因素对其严重性也起了很大作用。这些国家出现了巨额的经常账户逆差、房地产繁荣、迅速上升的债务水平，并面临着很多与美英两国类似的金融风险（如，高流动性、跨境资金、薄弱的风险管理和较低的风险溢价）。在爱尔兰监督中提出了未在英国监督中讨论的风险和脆弱性关切（尽管这两个国家是由欧洲部的同一部门负责）；例如，基金组织指出了爱尔兰金融体系因对过热房地产市场暴露带来的风险。不过，最迟到 2006 年年中，爱尔兰的“金融部门评估规划更新”结论认为，“金融体系的前景是正面的”，因为金融机构拥有足够的缓冲，来应对全面的冲击并利用批发资金来源多样化作为一个反击力量。与此同时，西班牙的“金融部门评估规划”似乎极大地促进了将金融部门分析纳入宏观经济监督的进程；在信贷快速增长和房地产可能出现泡沫的背景下，基金组织赞扬了西班牙的动态贷款损失准备金制度。这种准备金方法并没有建议给面临类似发展状况的爱尔兰或英国。冰岛的监督是失败的，因为它未能重视到银行体系规模过大的危险，而是把关注点放在了经济过热的可能性(专栏 4)。

#### 专栏 4. 冰岛:基金组织 2007–08 年的看法如何?

尽管银行部门占 GDP 的比重从 2003 年的约 100%增长到占 GDP 的近 1000%，但是，**金融部门的问题并没有成为 2007 年第四条磋商的焦点**。人们注意到了银行部门的巨大规模，但是，它没有被视为迫切需要解决的关键脆弱性。相反，基金组织对经济过热的可能性表示担心，工作人员报告对最近冰岛的总体前景持乐观态度。例如，在工作人员评估报告中有这样的主题表述，即“冰岛的中期前景仍然令人羡慕。开放和灵活的市场、健全的体制...使得冰岛受益于全球化带来的机遇”。报告展现出银行部门本身的正面形象，认为“银行部门似乎做好了承受重大信贷和市场冲击的准备”以及“为了削弱脆弱性并提高弹性，银行部门在过去一年采取了重要措施”。

**大型投资银行和基金组织执董会成员就冰岛三大私人银行的稳健性和存活能力表达了严重关切**，执董会成员在第四条款讨论中表示，冰岛的运作基本上类似于对冲基金，从国外借钱收购外国资产，并认为冰岛的高杠杆化对金融体系构成了风险。但这些意见并没有影响基金组织监督。事实上，在 2007 年第四条款磋商完成后，冰岛在基金组织派遣团团长没有在位的情况下运行了约六个月，尽管许多外部分析师认为冰岛在继续获得外部融资问题上正陷入不稳定状况。

**2008 年 8 月**，即危机爆发前不久，基金组织发布了金融部门稳定评估更新和 2008 年第四条款磋商工作

人员报告。奇怪的是，更新的语调相对令人安心，而从更广泛的宏观角度起草的第四条款报告描绘了一幅相当令人震惊的景象。更新报告指出，“银行体系上报的财务指标高于最低监管要求和压力测试，这表明该体系富有弹性”。然后，它列出了一系列的脆弱性，但得出结论认为“银行部门正在采取措施来管理这些风险...他们已经分散了资金来源，增加了零售存款比例”，并提及来自国外的零售基础的发展（如 Icesave 银行），并仅不经意地提到这种存款可能更具波动性。相比之下，第四条款报告指出：“鉴于外部流动性约束作用，经济活动预计将从无法维持的较高水平显著放缓...。前景的不确定性异常之大，主要存在严重的下行风险——既有外部，又有内部。在外部流动性紧缩时期过长的情况下，经济体可能会面临严重金融负担，尤其是国内风险同步出现的话”。这两份报告的差别充分体现了内部治理弱点是如何损害基金组织信息的清晰度和一致性的。

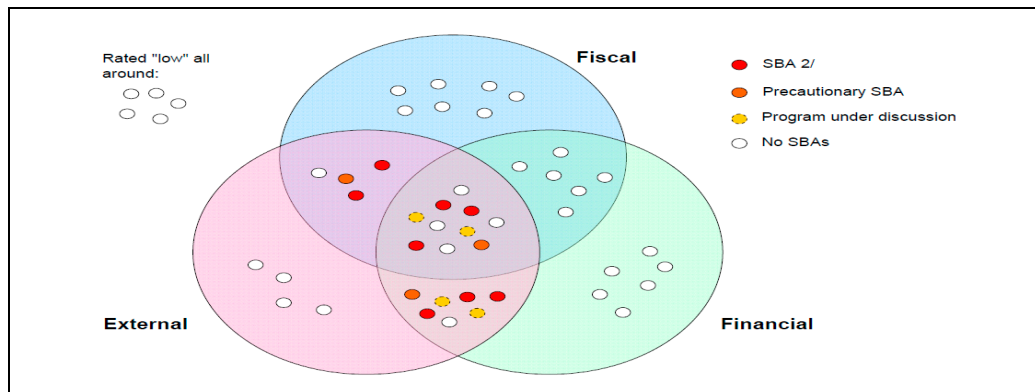
34. 对于拥有相对来讲更加严格监管的部分先进国家，基金组织的政策表述似乎拥护美国或英国采取的做法。这项建议的重点是促进创新，因为创新被视为美国和英国盈利能力骤然提高的主要因素，很少或根本没有对其中的风险进行讨论。基金组织称德国和加拿大是“...盈利能力尚未达到国际水平，还需要进一步推动创新”（2006 年德国第四条款工作人员报告）的先进国家或认为“加拿大银行业的保守战略导致其资产回报率明显低于美国”（2007 年加拿大第四条款工作人员报告）。基金组织在这些国家的建议集中于以市场为导向旨在克服结构性“障碍”的改革，其中部分做法有助于保护这些国家免于触发危机。

35. 在一些面临“传统”宏观经济脆弱性的新兴市场，基金组织有更好的表现。20 世纪 90 年代和 21 世纪初的一系列危机导致基金组织集中精力于识别这些国家的风险和脆弱性。2001 年，基金组织推出了脆弱性分析，这套跨部门监督工具旨在识别新兴市场的潜在脆弱性和危机风险。在识别风险最大国家并加强这些国家的监督信息方面，这项工作非常成功<sup>20</sup>。图 5 显示了利用截至 2007 年 9 月数据进行的一次分析工作，识别结果表明，所有最终要求基金组织支持规划的国家均存在着中等或高水平的脆弱性。这些结果有助于各部门间的协作，以便增强对新兴市场的双边监督。

---

<sup>20</sup> “最近危机规划的检查”，基金组织(2009d)。

图 5. 脆弱性分析  
(Sectoral vulnerabilities in emerging markets as of Sept. 2007<sup>1</sup>)



Source: Reproduced from IMF (2009d).

<sup>1</sup> Countries within circles were identified as having “medium” or “high” vulnerabilities in the respective areas.

<sup>2</sup> Stand-By Arrangement.

36. 脆弱性分析在识别容易发生危机的国家方面取得的成功提出了这样一个问题：为什么这项分析工作以及基金组织的早期预警系统仅仅关注新兴市场呢？基金组织似乎忽略了这样的事实，即先进经济体就在不久的过去也遭受到了严重的金融危机。最早在 2003-04 年度初期，一些高级工作人员和执董会成员就曾建议，将先进国家纳入脆弱性分析之内。令人无法完全明白的是，为什么这些国家最终被排除在外；一些高级工作人员表示，如果告知相应当局他们的国家将被纳入其中，可能是件不太舒服的事情<sup>21</sup>。

37. 在一些新兴市场，基金组织监督拥有好于先进经济体的因素，但也存在一些重要缺陷。对这些经济体，基金组织就与经济过热、经常账户逆差过大、信贷过分扩张和债务累积的不可持续性有关的脆弱性连续地发出了警告。在承认外资银行带来资源和专长的同时，基金组织指出，一些国家过度依赖母公司资金可能是个重大危险。不过，在大多数国家，总体信息还是过于积极，即使是对最容易发生危机的一些国家而言。例如，2007 年匈牙利第四条磋商工作人员报告的主导信息是“随着财政整顿在 2007 年和 2008 年纳入正轨，短期风险已经消退，特别是由于有利的国际金融环境”。此外，监督通常主要集中在内部脆弱性，而不是那些与溢出或蔓延有关的内容，但一些内部脆弱性在该国各类金融危机中所起的作用微乎其微。

<sup>21</sup> 2009 年，基金组织推出对先进经济体的脆弱性分析。当时，工作人员撰写了一份文件表明，利用 2006 年的数据，新脆弱性框架将会指出美国、英国和冰岛在 2007 年具有很高的金融危机风险。鉴于这个框架的开发是借助了事后认识的事实，这是一个温和的结果。但仍然存在的问题是，先进国家的尽早列入是否可能对采取纠正措施的必要性提供了线索。



38. 在其他一些新兴市场，监督质量参差不齐。例如，在印度，基金组织于 2006-07 年度建议印度继续推动金融市场和资本帐户的放开。然而，一些高级官员认为，印度之所以成功渡过危机，在一定程度上应归功于其更为保守的银行部门和在开放其资本帐户时采取的循序渐进方式。其他新兴市场，特别是商品出口国以及该地区曾经遭受过去最严重危机冲击的国家，它们在危机之前出现了经常账户顺差。对于这些国家，基金组织曾经希望采取“脱钩”政策，并没有充分认识到这场危机对他们的不利影响。事实上，各国官员们有这种感觉，即基金组织推动这些国家减缓“超额”储备（这些超额储备最终帮助这些国家渡过了此次危机的最糟糕阶段）的累积步伐。一些观察家推定，这些信息反映了来自先进经济体系成员国的政治压力，为了解决全球失衡，他们采取了更加符合本国利益的方式。

39. 与一些国家的 2007 年双边监督决定对汇率失调给予了更大重视，某种意义上，这在一定程度上引发了基金组织和国家当局之间的紧张关系。例如，在拉脱维亚，一项原本很好的监督努力<sup>22</sup>由于重新关注汇率水平而最终脱离轨道，就在危机爆发前，阻碍了与该当局的沟通并弱化了基金组织监督的吸引力。截至 2008 年 12 月，几个国家的第四条磋商均遭到明显拖延，原因是“正就 2007 年监督决定的执行情况内部讨论”<sup>23</sup>。这些拖延通常发生在危机爆发之前的最关键时期。

#### IV. 基金组织为何没能发出清晰的预警？

40. 基金组织未能识别风险并提出明确警告，其中的因素各种各样。许多因素是过去十多年间一再强调的长期存在的问题<sup>24</sup>。在本节中，这些因素分为以下几大类：分析的薄弱性、组织障碍、内部治理问题和政治约束<sup>25</sup>。这些类别之间存在着相当大的内部关联性，其相对重要性基于主观判断。妨碍基金组织正确识别不断堆积之风险能力的因素在相当程度上是由于由于高度的群体思维、政府的观点造成的智力绑架干扰（intellectual capture）、大型先进经济体不可能发生重大金融危机的定式想法，以及不充分的分析方法导致的。内部治理薄弱（包括缺乏明确的责任划分和问责制）、各

---

<sup>22</sup>拉脱维亚的第四条磋商对经济过热、严重失衡和银行体系脆弱性发出了明确的关注信息。2007 年 3 月的金融部门评估规划更新支持了对银行部门的宏观金融联系和系统性风险的强烈关注。基金组织工作人员对拉脱维亚的脆弱性十分担忧，于 2007 年初成立了一个跨部门工作小组，以对该经济体进行高频率的监测并制定应急计划。这是这一时期跨部门合作的范例。

<sup>23</sup> 见 EBD/08/114，2008 年 12 月 23 日。

<sup>24</sup>附录 6 列出了过去 15 年来撰写的与分析此次危机爆发前基金组织表现仍具相关性的评估报告的结论与建议。

<sup>25</sup>本报告将组织障碍和内部治理问题分成不同类别。不过，把结构性组织问题、激励机制/企业文化问题划入一个单独治理类是常见的做法。然而，评估小组认为，这种做法将会模糊一些有助于了解基金组织表现的重要因素。无论如何，所讨论的许多因素也可放置在一个不同的类别中。

单位缺乏合作和提出逆势意见的激励机制、“只见树木不见森林”的未能确保后续行动的检查程序以及竖井文化是重要原因，同时，政治约束可能也产生了一定影响。与国家当局访谈（附录 7）和工作人员调查证据（附录 8）印证了其中很多的相同因素。

### A. 分析的薄弱性

41. **分析的薄弱性是基金组织监督中最为明显的缺点，特别是针对最大的先进经济体。**这些薄弱点共分为两大类：群体思维与其他认知偏误，以及分析方法/知识差距。两者均不意味着基金组织工作人员缺乏技能或专门知识；第一类是关于思维过程和决策，第二类是关于工作人员使用的办法和工具。

42. 几种**认知偏误**似乎发挥了重要作用。**群体思维**是指在同质和内聚的群体仅在某些模式内且不挑战其基本前提的情况下考虑问题的倾向（Janis, 1982 年）。基金组织工作人员——一群具有内聚力的宏观经济学家——普遍认为，市场约束和自我监管将足以避开金融机构的严重问题。他们还认为，先进经济体不大可能发生危机，“完善的”金融市场可以在最低监管情况下安全地促进不断壮大和大型金融体系的发展。

43. 基金组织工作人员基本上赞同美国、英国及其他先进国家当局的意见，即他们的金融体系基本上是稳健并富有弹性的。他们还同意这样的前提，即该体系不仅能够有效地分配资源，而且还可以在那些他们完全能够承受风险的国家内部重新分布这些风险。此外，基金组织工作人员不愿意挑战先进经济体当局在货币和监管问题上的观点，因为这些当局更易接触到银行及金融市场的数据和知识，并且，这些中央银行中拥有众多高素质的经济学家。基金组织过度受到了当局的声望和专业知识的影 响（有时是敬畏）；这也许便是一个**智力绑架干扰**的案例。

44. **确认偏误**是一种有据可查的认知偏误，指的是人们只注意与自己期望一致而忽略与自己期望不一致之信息的倾向（Bazerman 和 Moore, 2009 年）。这可以就工作人员重点关注基金组织的主要关切——将全球失衡和美元无序贬值作为全球稳定的主要风险——而基本忽视指向其他风险之证据的原因做出解释。

45. **分析方法选择和重要知识的缺乏**，其中一些是全行业共同面临的问题，在没能识别风险和脆弱性的过程中也发挥了作用。**宏观经济和金融部门分析的联系**仍显不足，尽管自亚洲金融危机以来一系列的评估呼吁增强基金组织监督中宏观金融的关联性（Caprio, 2011 年和附录 6）。这反映出，经济学专家业界缺乏分析这类关联性的适当概念框架，以及基金组织内部的经济学家普遍认为金融问题并非是核心议题<sup>26</sup>。

---

<sup>26</sup> 例如，2009 年 4 月，基金组织工作人员报告(Blanchard, 2009 年), 基金组织经济顾问表示：“为完全公开起见：这是一个经济学家的第一关，他直到不久前仍认为金融中介是一个对经济波动相对来说没有什么重要性的问题……”。

46. 基金组织经济学家倾向于使用**事后证明并不充分的宏模型**来分析宏观金融关联性。政策讨论中使用的动态随机一般均衡模型只是以最基本方式阐述了货币和资产市场。现在正在开发的模型将会纳入金融摩擦条件。许多经济学家过度依赖模型作为唯一的有效工具，来分析对建模来说过于复杂的经济环境，这也许更令人担忧<sup>27</sup>。

47. **资产负债表的**分析方法使用不足，偶尔方法有误，尽管有时这种方法比某个特定开放经济宏观模型更为有效地捕获到风险和脆弱性。正如一位高级工作人员所言，“资产负债表分析是宏观分析的缺失环节”。遗憾的是，当这种方法有时被使用时，它却产生了误导性结果，因为它没能考虑资产价格正在生成的泡沫。

48. 金融部门评估规划利用**压力测试**来确定银行体系的稳健性。尽管在第一轮风险检查中压力测试十分有效，但它们通常无法捕捉第二轮效应或流动性冲击。因此，不少当局和工作人员认为，压力测试可能导致自满情绪，因为他们的局限性没有得到明确地讨论。

49. **缺乏数据和信息是个问题，但不是基金组织表现的核心原因**。首先，许多现有的数据被人忽略或曲解（如，信贷增长、杠杆率、高风险投资工具的增加以及住户资产负债表）<sup>28</sup>。事实上，2008年春季《全球金融稳定报告》对金融部门的损失估计是在缺乏额外数据的情况下产生的。其次，缺乏数据并没能阻止基金组织对部分金融体系的状况和证券化的风险分散功能的赞誉。此外，在一些新兴市场，数据的相对缺乏也没有阻止基金组织向这些国家发出警报。最后，先进国家监督小组基本收到了他们要求的信息，因此，在任何情况下，考虑到其现行的宏观金融联系的概念框架，他们将会如何使用这些有关个别金融机构的额外数据，目前尚不清楚。

## B. 组织障碍

50. **妨碍基金组织表现的重要组织障碍是竖井运作**，即，工作人员既不分享信息，也不寻求外部单位的意见。这一直被指责为基金组织在危机爆发前“只见树木不见森林”的原因。竖井行为是一个长期存在的问题；它发生在各部门之间，部门内部，甚

---

<sup>27</sup>此问题在业界已很普遍。Krugman（2009年）指出，“经济学界已误入歧途，因为经济学家们作为一个群体，错误地把华丽包装在冠冕堂皇的数学里变成真相”。最近，Rogoff指出，“宏观经济的主流学术研究把理论一致性和优雅放在首位，把数据调查放在次位”（Rampell, 2010年）。

<sup>28</sup> 见 Reinhart 和 Rogoff (2009年)。

至管理层内部，负面影响了基金组织工作人员从彼此经历和知识中学习经验教训的能力<sup>29</sup>。

51. **竖井行为使多边与双边监督的融合、宏观经济和金融发展的联系以及从跨国经验中吸取教训变得十分困难。**对导致危机的脆弱性和风险进行的讨论从来没有进入最大系统性金融中心的双边监督中，即使其中一些风险已经列入《全球金融稳定报告》。独立评估办公室为研究评估进行的一项调查（独立评估办公室，2011年）显示，几乎一半的地区部门受访者承认很少或从不使用《全球金融稳定报告》；人们最常提及的原因是，其分析并没有带来针对国家具体情况的见解。

52. **内部检查程序“只见树木不见森林”，未能确保对基金组织执董会、管理层和内部检查人员提出的问题采取后续工作。**它没能联结双边和多边监督，也没能协调《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》的分析。通常只在旗舰文件、国别简报和工作人员报告撰写过程的后期阶段才会进行正式的跨部门检查。在某种程度上，这揭示了它未能确保协调和相互促进的原因。当收到其他部门的评论时，观点已经形成，因此常常来不及做出重大修改。如此一来，只能对评论加以最低限度的处理<sup>30</sup>。

53. **基金组织报告很少提及外部分析师在指出金融市场风险方面的工作。**与其说是缺乏认识，更可能的是，这属于基金组织竖井文化的实例，因为这也是与监督有关的分析工作中常见的情形，即很少提及基金组织之外的研究（独立评估办公室，2011年）。

54. **基金组织特别是地区部门的宏观经济学家没有充分借鉴金融部门专家的技能和经验。**在宏观经济学家和金融部门专家以及他们的分析方法之间，有时存在一种“文化冲突”。此外，派往系统性金融中心执行双边监督任务的人员并非总是最有经验的金融部门专家。

### C. 内部治理问题

55. **内部治理所指的是适用于基金组织工作人员和整个组织的激励机制和管理流程。**评估发现，激励机制并未完全促进良好监督所需要的坦诚交换意见——许多工作

---

<sup>29</sup>一些内部和外部审查已对此种行为进行了讨论。McDonough 报告指出，“最为需要的是这样一种环境，它能为推进和提供密切部门之间协同和合作的激励机制，增进基金组织传统宏观经济工作与其对金融和资本市场问题工作之间的相互促进，克服那些减轻整体效率和整个机构影响力的竖井心理”。

<sup>30</sup>在此次危机之后，基金组织试图通过改为在较早阶段讨论篇幅较短的政策说明（而不是简报）来改变这一做法。但是，对这一进程的效果进行判断还为时过早。

人员提出，他们担心发表与上司、管理层和国家当局不一致意见后产生的后果。评估还发现了监督失误和问责薄弱的问题<sup>31</sup>。

56. 工作人员提出，他们有作出现行基金组织观点一致的看法的倾向。几位高级工作人员认为，表达出强烈的逆势意见可能“毁掉一个人的职业生涯”。因此，意见往往“倾向于中间”和“提出顺周期的看法”<sup>32</sup>。工作人员注意到，随波逐流的评估即使被证明存在问题也不会受到惩罚。人们常常会强调问责制的缺失，认为这是有效落实激励机制的严重障碍。

57. 许多地区部门的经济学家认为，“向当权者说出实情”面临着强烈的抑制因素，特别是在大国，因为人们存在这样的想法，即，如果他们与这些当局存在分歧，工作人员可能得不到基金组织管理层的支持。一位高级工作人员称，地区部门“受到其工作对象国家的过度控制”。分析工作是为了“证明”当局政策建议的“正当性”。所有这一切都受到与成员国当局“搞好关系”之要求的驱使。

58. 工作人员频繁变动是国家当局经常抱怨的问题，也是上次独立评估办公室评估提出的问题。工作人员频繁变动致使代表团在特定国家具体问题上不断加快速度，导致他们很难提出不同观点和政策选择。负责复杂系统性金融体系国家工作的工作人员表示，他们不愿意在其首次执行任务期间提出难点问题。

59. 在危机爆发之前一段时间，基金组织管理层和高级工作人员的调整也削弱了基金组织的有效性。在此期间，基金组织拥有三位总裁和一位任期三个月的代理总裁。如此高频的人员调整导致优先事项发生变化、全球经济与基金组织面临的挑战缺乏关注，以及对高级工作人的薄弱监督。由于在此期间第一副总裁以及经济和财务顾问的变动结果，基金组织的有效性也遭到了损害。

60. “争权夺势”（与竖井行为和激励机制问题密切相关）可能是合作与协调的一大障碍。这些都是基金组织高级工作人员和管理层缺乏足够监督和跟进的进一步证据。基金组织经常被描述为一个运行严密、层级分明、界限明确的机构。按照一位高级工作人员的说法，“基金组织的运作如同小领地”。工作人员认为，这种争夺地盘的做法是未能把双边与多边监督和宏观金融问题相融合的部分原因。

---

<sup>31</sup>尽管此次评估仅仅涉及到了与此次危机有关的治理问题，但是，工作人员访谈表明了这样一个普遍看法：治理问题是基金组织有效性的一个主要障碍。

<sup>32</sup>大多数回复了独立评估办公室调查的工作人员表示，他们的研究及其结论必须与基金组织观点保持一致。

## D. 政治约束

61. 在危机爆发之前，政治约束起到了什么样的作用？答案是多方面的，因为政治约束涉及很多方面，包括要求修改工作人员报告中的信息；当局要求更换某位代表团成员；感受到当局的压力就会导致自我审查；以及要求采取一些特定政策建议。这些因素在不同程度上影响了评估期内的基金组织监督。但是，除了自我噤声可能是个例外，他们都不是危机爆发前基金组织表现的关键因素。

62. 在监督信息方面，来自当局的显性或隐性政治压力的感知程度因国家不同而差异很大。例如，基金组织工作人员和管理层表示，在美国并无没有明显的修改代表团信息的压力。然而，工作人员指出，在其他一些大型先进经济体，当局采取了严厉办法，施加显性压力，淡化批评声音。正如一位工作于某大国的工作人员解释说，“很难把不易讨好的信息提供给当局，即使工作小组已经进行了分析... 总结会议实际上只是就具体措词进行协商”。相比之下，工作小组似乎更容易把强硬的分析结论提供给规模较小的先进和新兴市场，印证了部分当局关于监督缺乏公正性的看法。

63. 即使没有公开的政治压力，自我噤声似乎是一个重要因素。许多工作人员认为，针对最大股东的政策，他们在到底能发挥多大重要性方面存在局限性——“你不能向当局说出实情”，因为“...这些政府是你的雇主”。此外，工作人员感到，在出现分歧的情况下，基金组织管理层最终会支持国家当局而不是工作人员的观点。有时，国家当局会要求更换代表团团长或其他代表团成员。尽管有时此类请求可能存在正当理由，如技能不够甚至性格不合，但是，应向工作人员清楚并公开地对这种变化做出解释，否则，他们可能对工作人员挑战国家当局的意愿产生寒蝉效应。虽然很少出现这样的情形，但是，很显然，基金组织所有工作人员都意识到这一切，因此可能导致自我噤声。

64. 要求采取某些特定建议的压力分散了基金组织管理层对世界经济中更迫切问题的关注，这些建议的实施转移了工作人员的注意力。对于基金组织这样的多边组织，国家当局希望对政策建议的启动和设计施加影响是很自然的事。事实上，有这样一种看法认为，最大的几个股东便是特定建议背后的推动力，人们认为，这些特定建议在危机形成期间分散了基金组织的注意力。两个主要实例是：导致实施 2007 年双边监督决定的讨论把工作人员的关注焦点引导至对汇率的分析上来并加强了对全球失衡的关注；2008 年基金组织人员减裁分散了基金组织管理层和高级工作人员在特别重要时刻的注意力。

65. 许多成员国当局和其他利益相关者指出，在基金组织总体治理中存在的问题对于了解该机构在危机爆发前的表现十分关键。他们表示，为了提高其有效性，基金组织需要澄清执董会、总裁以及其副手的作用并建立明确的问责框架。在 2007 年进行的

一项调查中，执董会成员指出，公正性缺乏和问责能力疲软阻碍了基金组织有效应对新出现风险的能力（独立评估办公室，2008年）。

## V. 迈向更加有效的基金组织监督

66. 本文在考虑建议时，目的不是为了预测危机，因为危机及其触发机制本身并不具预测性。而是为了增强基金组织的工作环境和分析能力，以便更好地使其辨别风险和脆弱性并及时提醒成员国，来预防或减轻未来危机的影响。基金组织需要的是培育主动预防危机的文化，而不是积极应对和管理危机的文化。如同解决那些过去危机中发现的薄弱环节一样<sup>33</sup>，这就需要采取措施预防或者减轻未来危机。为了达到这个目的，基金组织就应该持续地扫描风险并关注脆弱性，而不是津津乐道于扮演当局和经济体的和事佬角色。

67. 基金组织已经采取措施来解决危机爆发前明显存在的某些薄弱环节。其中包括将先进经济体纳入了脆弱性分析，启动了早期预警演练，加强了对宏观金融关联性的研究，撰写了分析系统性经济体溢出效应和蔓延的报告，并在最近做出决定将金融部门评估规划项下的金融稳定评估作为25个最具系统性金融部门监督的强制性部分。这些都是值得欢迎的举动。然而，基金组织在过去的几次危机之后也表达了要执行类似措施的必要性，但是，其中的部分措施未能在当时付诸行动，而其他的实施结果也未能获得预期的积极效果。因此，关键是要建立一个监测改革和评价其影响的程序，作为设计新的和纠正性措施的基础。不论是对于独立评估办公室的下述建议，还是对正在进行的改革以及之前研究提出的建议来说，这种程序的建立都是很关键的（附录6）。实施这些举措将需要基金组织管理层和执董会监督的密切关注，也需要得到成员国当局的支持。

68. 本报告建议的共同主题是需要解决基金组织治理的薄弱环节，这是独立评估办公室本次评估的主旨。在此背景下，关键是要澄清基金组织执董会、管理层及高级工作人员在激励工作人员做出坦率评估、克服竖井和“地头势力”障碍以及应对政治约束时的作用和责任。基金组织需要建立更好的执行情况监测机制和清晰的问责制框架。

69. 在五个综合性建议后是各自更加具体的执行建议。这些建议应被视为有待进一步思考的出发点；他们并非只是唯一的可循途径，其他办法也可以具有显著不同的资源运用影响。

---

<sup>33</sup>以下建议重点是关于应对金融部门风险和脆弱性方面的改革。基金组织还应该查找其他领域可能处于未来危机中心位置的风险和脆弱性。例如，财政和/或债务可持续性可能是未来危机的起源。如果是这样，或许，在实施金融部门评估规划的同时，制定一套以公共财政为重点的全面诊断规划，可能是一个应对方案。

### **创造鼓励发表坦率和多样/反对意见的环境**

- 通过邀请著名外部分析师定期参加基金组织执董会和/或管理层讨论，积极寻求不同的或反对意见。
- 建立一个直接对基金组织管理层负责的风险评估单位，目的是为系统重要性国家开发风险假设情景并分析全球经济的尾部风险。这个单位应当就风险假设情景定期组织执董会研讨会并就其分析是否适当融合到了多边和双边监督提出评估结论。
- 通过扩大工作人员专业背景多样性，特别是雇用更多的金融部门专家、具有金融市场经验的分析师和具有决策背景的经济学家，改变基金组织的竖井文化。
- 确保执董会讨论的总结发言更好地反映重大分歧领域和少数人意见。
- 鼓励工作人员对“已知不确定因素”采取更加坦诚的态度，更加愿意挑战自身的成见，并直率地暴露其分析中使用之数据和技术手段的局限。

### **增强“向当权者说出实情”的激励机制**

- 基金组织管理层应该鼓励工作人员提出探索性问题并挑战基金组织管理层和国家当局的观点。有理有据的充分分析应当得到基金组织管理层和执董会的支持，即使国家当局可能对诊断结果有不同看法。
- 为了促进更有效的双边监督，必须考虑在无需获得执董会批准的情况下公布工作人员报告的可能性。可以随后附以同行检查程序，以使监督具有更大的吸引力。
- 明确基金组织执董会成员和管理层的作用和责任，确保工作人员在进行监督时没有受到政治考虑的过分制约。
- 基金组织定期进行全面自我评估，审视自身的状况和运作情况。作为私人公司和其他一些国际组织的通行做法，这种评估应由一家独立的外部咨询机构进行，其结果提交基金组织执董会。除了考虑例如工作人员士气、沟通、团队精神以及多元化等因素，这项评估还应衡量工作人员对其在内部讨论时挑战基金组织持有观点和在进行监督时挑战当局政策之能力的看法。

### **更好地将金融部门问题纳入宏观经济评估**

- 值得欢迎的是，执董会最近决定把金融部门评估规划的金融稳定评估部分作为基金组织每五年一次对世界前 25 个金融中心进行双边监督的强制性部分。不



过，很必要的是，要确保强制性金融稳定评估的覆盖范围、频率和参与度能够反映瞬息万变的金融市场和金融机构的新发展。特别是，体制和监管问题的覆盖范围对于确保这些评估的可靠性至关重要。一旦基金组织掌握了足够信息，了解评估结果何时落后于相应的金融体系时，执董会就应重新探讨每三年进行一次强制性金融稳定评估的可能性。

- 继续加强金融部门评估规划并解决附录 5 列出的问题，这些问题在危机爆发之前限制了其有效性<sup>34</sup>。特别是：
  - 开发分析工具，以更好地将分析和金融部门评估规划结果纳入双边监督；
  - 通过增强流动性风险、溢出及蔓延的评估方法，继续提高评估分析的严谨性；
  - 对于压力测试和金融部门评估规划分析，考虑更严重的冲击，同时顾及国内、全球和区域性发展和风险（借鉴早期预警演练、《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》）；
  - 加强金融部门稳定评估的坦率性和明确性，包括公开讨论压力测试结果的数据和方法标准；以及
  - 在金融稳定评估中，更加重视非银行机构和市场以及金融集团的作用。
- 基金组织应加强其定期监测、评估以及就全球和系统性金融市场和机构的稳定性发出警告的能力。为此，它应继续加强与金融稳定委员会的合作，特别是在开发更有效地监督金融稳定性的系统方面。但是，基金组织也应该增强自身独立评估金融部门风险和脆弱性的能力，使其成为双边监督的一部分。
- 基金组织管理层应就其增强双边和多边监督的宏观金融融合过程的努力结果，每半年向执董会做出报告。应高度重视对宏观金融关联性的研究。
- 通过培训和在金融与资本市场部和地区部门聘请有经验的市场参与者，更新工作人员知识结构，增强基金组织的金融部门专业知识。
- 派往二十国集团经济体和其他金融中心的团队应该包括富有经验的金融专家。此外，对这些经济体进行监督时，货币与资本市场部应被赋予更加突出的作用，例如，拥有类似于战略、政策与研究部那样的签字责任。

---

<sup>34</sup>这项建议借鉴了“10 年后的金融部门评估规划：背景材料”，（基金组织，2009b）。

### **克服竖井行为和竖井心理**

- 基金组织管理层应该澄清内部检查程序的规则和责任，特别要实现“即看到树木，也看到森林”。相应单位和高级工作人员应负责融合多边和双边监督，顾及其他观点，运用跨国经验，实现跨国/地区在跨领域问题上的政策一致性。
- 在进行第四条款磋商过程和构思多边监督文件主题思想的阶段，尽早建立起跨部门协作机制。确保各部门意见的实质性分歧在其一出现时便得到解决。

### **就全球经济前景和风险，向所有成员国提供清晰一致的信息**

- 确保全球经济评估的一致性和全面性，根据明确具体的风险与脆弱性来采取立场。这一评估应以明确方式送交成员国。做到这一点的方法之一则是通过更好地整合《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》的分析和评估。另外，基金组织可以发行一份单独的全球监测报告——简短而坦诚的关于宏观经济前景、全球金融稳定风险以及潜在溢出效应的文件。
- 在系统重要性问题上，基金组织宁可在关注风险和脆弱性方面常常犯错，也不应只是关注那些温和情景的可能性。这种方法上的改变将需要加以讨论并获得广大成员国的同意。

## 附录 1. 相关事件时间表

### 2004 年

- 美国：美联储四年内首次上调利率（6月）
- 巴塞尔银行监管委员会发布巴塞尔 II 标准（6月）
- 基金组织：Rato 担任总裁(6月)
- 基金组织：两年期监督检查信息：金融部门和市场分析不纳入双边监督(7月)
- 美国：房价年度增长率超出 20%(7月)
- 美国：美国证券交易委员会暂停“五大”投资银行的净资本规则（8月）

### 2005 年

- 美国：格林斯潘注意到当地市场泡沫的迹象，认为房价不可持续（6月）
- 基金组织：Rajan 在杰克逊·霍尔演讲时指出，金融发展已使世界更具风险，金融部门的激励机制有所偏斜；报告预测了低概率的高成本衰退（8月）

### 2006 年

- 基金组织：总裁要求将金融部门和资产负债表脆弱性分析纳入工作人员报告（3月）
- 基金组织：副总裁表示，基金组织将淡化救火队员角色，更多发挥（预防）医生作用（6月）
- 美国：房价高企(7月)
- 美国：美联储继两年上调利率后首次维持利率不变（8月）
- 英国：每日电讯报预测信贷紧缩（9月）
- 基金组织：国际资本市场部/货币与金融体系部有效合并，组成新的货币与资本市场部(12月)

### 2007 年 1—6 月

- 美国：次级按揭贷款市场崩溃
  - 房地美宣布不再购买有风险的此债/按揭支持证券（2月）
  - 全国性和其他按揭贷款机构开始强制拍卖(2月)
  - 新世纪金融公司提交破产重整申请(8月)
- 基金组织：就全球经济失衡举行多边磋商（4月）
- 基金组织：执董会检查 1977 监督决定(1-6月)
- 美国：穆迪下调 100 种次级贷款按揭债券评级(6月)
- 美国：贝尔斯登暂停对冲基金赎回（6月）

## 2007年7—12月

- 美国：金融部门承受压力
  - 标准普尔将 612 种次级按揭支持证券列入信用观察名单
  - 贝尔斯登清算两个按揭支持证券对冲基金（7月）
  - 美国住房按揭投资公司提交破产重整申请（8月）
- 全球金融市场出现压力迹象；银行间市场流动性缩减（8-9月）
  - 法国巴黎银行暂停 3 只基金的赎回
  - 欧洲中央银行向市场注资 950 亿欧元
  - 美联储下调贴现率（8月），联邦基金利率（9月）
- 英国：英格兰银行向北岩银行提供流动性支持
- 国际货币与金融委员会：基本面强劲，新兴市场/发展中国家增长稳健（10月）
- 基金组织：多米尼克·施特劳斯-卡恩担任总裁(11月)
- 美国：美国联邦公开市场委员会：启动 6 个月的临时互换安排（欧洲中央银行，瑞士国家银行）（12月）
- 基金组织总裁：信息(12月)
  - 外部：基金组织可在“信贷紧缩”中发挥关键作用
  - 内部：削减 1 亿美元成本，推进人员减裁措施

## 2008年1—8月

- 基金组织：成立以第一副总裁为组长的未来金融危机工作组（1月）
- 英国：英国财政部对北岩银行实行国有化（2月）
- 美国：美联储宣布注资摩根大通收购贝尔斯登（3月）
- 基金组织：执董会讨论了金融风暴；批准了新收入模式（3月），机构重组/人员减裁（4月）
- 美国：政府拍卖，提高现有货币互换额度（5月）
- 基金组织：总裁发表声明指出，工作重点从内部问题转向主要的全球经济和金融问题（7月）
- 美国：
  - 互助储蓄银行监管局接管 IndyMac 银行(7月)
  - 授权在必要时临时购房利美/房地美股票（7月）
  - 美国联邦公开市场委员会宣布“经济增长的下行风险明显增加”（8月）

## 2008年9月

- 美国：关键的金融市场事件
  - 政府接管房利美/房地美（9月7日）
  - 雷曼兄弟公司申请破产（9月15日）
  - 政府向美国保险集团提供紧急贷款（9月16日）

- 货币市场开始挤兑/信贷市场冻结（9月16-17日）

## 附录 2. 导致危机爆发的因素（基金组织工作人员观点）

本附录借鉴了基金组织自身的事后分析。根据基金组织工作人员看法，以下因素促成了危机的爆发<sup>35</sup>：

**宏观经济力量：**长期的高增长、低实际利率和有限的波动性导致对未来过度乐观，推高了资产价格和杠杆作用，并引发了对收益的追逐和对风险的低估。

- **货币政策：**短期利率较低反映出宽松的货币政策。中央银行和金融监管机构主要关注通胀和总体经济活动，从而忽视了与资产价格（特别是住房市场）快速上涨和不断提高的杠杆化相关的系统性风险的累积。
- **全球失衡：**这些也在系统性风险聚积过程中发挥了作用。当对手方大量资本流入美国和欧洲时，亚洲和石油盈余国家储蓄高企。这就造成较低长期利率支撑了资产价格、杠杆率、收益追逐并创造了更高风险的资产。

**全球架构：**各行其是的监管体系加剧了对日益增长的脆弱性/风险的失察。多边协调与合作由于缺乏足够的领导力，难以对系统性风险做出必要响应。在金融监管方面，缺失跨境清算或负担分摊的事前规则。缺乏广泛的流动性保险意味着，在全球银行同业市场被冻结时，国际性反应将不够充分。

**金融体系：**新结构和新工具的风险远远高出其表面。人们推定这些工具将会分散银行风险，却忽视了一个更大的事实，即风险仍然集中在与核心银行体系相联系的实体中。乐观情绪盛行、市场纪律失灵、尽职调查被外包给了信用评级机构，以及以短期利润为基础的金融部门报酬制度加剧了冒险势头。

- **监管范围：**美国存在的轻度监管以及通常无监管的影子银行体系已经发展到与正规银行体系一样庞大。银行规避资本规定，将风险推给影子银行体系内的附属实体。监管机构未能察觉金融创新大发展背后隐藏的风险集中度和有缺陷的激励机制。综合监管与贷款标准存在缺陷。

**市场纪律：**评估对手方和担保品的尽职调查失效。管制激励导致对信用评级的太多依赖，在面对复杂结构性产品时，信用评级机构方法不足，也不适当，因

---

<sup>35</sup>基金组织（2009c），“近期的金融风暴——初步评估、政策教训以及对基金组织监督的影响”，2008年4月9日。

此不能捕捉到其中的风险。评级机构还存在利益冲突问题。市场纪律同时受到最大和最紧密关联机构“大到不能倒”性质的侵蚀。结构性信用工具的复杂性和不透明度损害了市场纪律。许多金融机构的风险管理做法存在缺陷，反映出判断和治理缺点：风险管理模型的用户运用了低级的商业判断，而风险经理发出的警告有时会被高级管理人员忽略或低估。

- **顺周期性：** 一系列监管做法、(以公允价值) 会计处理结构性产品、评级和激励机制加剧了信贷繁荣和市场动荡。一些最近的监管建议（如巴塞尔 II）也可能加剧了顺周期行为。
- **信息差距：** 财务报告并不充分，低估了报告实体所承担的风险。在监管机构和市场数据以及对潜在风险的了解方面，存在着广泛的差距。这些差距包括复杂结构性产品的内在风险；具有系统重要性的金融机构的杠杆程度和风险集中度；评估流动性和对手方风险、表内风险与表外相关风险的困难。计值模型和实际做法中的缺点也是其中的原因。
- **危机管理：** 紧急流动性框架中的跨境差异和危机管理框架中的不足，包括存款保险，在传播危机过程中发挥了作用。

### 附录 3. 国家覆盖范围

此次评估所涵盖的国家为：阿根廷、澳大利亚、奥地利、白俄罗斯、波黑、巴西、加拿大、中国、哥伦比亚、哥斯达黎加、萨尔瓦多、欧盟、法国、德国、危地马拉、匈牙利、印度、印度尼西亚、冰岛、爱尔兰、意大利、牙买加、日本、韩国、拉脱维亚、卢森堡、墨西哥、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、沙特阿拉伯共和国、塞尔维亚、塞舌尔、南非、西班牙和瑞士。

此表包括二十国集团以及发起基金组织新安排的国家（低收入国家除外），包括危机之后（直至 2009 年）做出灵活信贷额度或有承诺的国家。此外，还包括金融中心（如卢森堡和瑞士）以及具有引发美英危机相似脆弱性的国家（如爱尔兰和西班牙）。

### 附录 4. 导致危机发生的初步分析与诊断

基金组织之外的不少分析师指出了最终导致这场危机的脆弱性和政策缺陷。下面简要回顾了截至 2006 年的这些观点。

对住房市场崩溃前景发出了警告：

- 通过从历史角度分析持续升值，阐述了住房价格根深蒂固的投机性（Shiller，2005年）；
- 通过资产价格调整预测经济衰退（Krugman，2006年；Richebacher，2006年）；
- 把不可持续的家庭资产负债表与家庭支出的戏剧性逆转相联系（Parenteau，2006年）。

**就住房市场崩溃与金融市场突然坍塌之间的关联性做出了预测：**

- 认识到由次级按揭贷款支持下的资产泡沫是不可维持的(Burry, 2005年, 以及Lewis的观点, 2010年)；
- 探索了按揭贷款的风险所在以及房地产泡沫破裂后这些资产持有机构的影响(Roubini, 2006年)。

**重点指出了监管不足和随之而来的风险：**

- 就加强信息披露要求和监管场外交易衍生工具的必要性发出了警告（商品期货交易公司，1998年）；
- 就利用私人信贷评级作为降低资本要求基础来衡量贷款质量的风险和内在利益冲突发出了警告（影子金融监督管理委员会，2000年）。
- 突出强调了结构性融资的演变特性带来的系列风险（根据基金组织学院主办会议整理的摘要，2005年）。

**敦促在实施货币政策时，考虑其对信贷扩张和资产价格的影响，并就不这样做的缺陷提出了警告（Borio和Lowe，2002年；Borio和White，2003年）。**

**不过，基金组织内部也有不少经济学家对形成中的风险和脆弱性也具有相当的先见之明，这体现在以下截至2006年的文献中。**

**指出了金融市场演变中的风险：**

- 基金组织经济顾问以个人身份提出警告说，金融发展的演变和投资管理人员薪酬激励的特性正在推动金融体系走向更大的风险，最终将会冻结银行间市场并导致金融危机的全面爆发（Rajan，2005年）；

- “作为市场价格冲击潜在放大器的流动性短缺是一个重大‘盲点’，需要在所有未来措施中首先得到解决，以进一步改善全球金融框架”（《全球金融稳定报告》，2005年）；
- “从历史经验看，在繁荣时期，金融市场的最大风险是自满情绪。目前的风险溢价未给资产估值失误留下多少甚至没有任何空间”（《全球金融稳定报告》，2005年）；
- 全球金融市场的周期性和结构性转变可能“对金融稳定构成危害”（《全球金融稳定报告》，2005年）；
- 在同一时期，当风险溢价较低、自满情绪盛行和复杂金融工具的风险管理体系未受检验时，就有可能对金融市场构成危害。复杂和高杠杆化金融工具（如信用衍生工具及结构性产品）的扩散增加了流动性风险的相关性（《全球金融稳定报告》，2005年）。

#### **重点指出了监管不足和随之而来的风险：**

- 风险来自不受监管的场外交易衍生工具，包括与衍生工具合约解除带来的流动性后果相关的衍生工具。他在对对手方风险及流动性消失提出警告时称，“这有可能使信贷海啸...演变一场巨大风暴”（Schinasi，2006年）；
- “...似乎已经远离银行体系的信贷风险可能在实际上并非如此（执董会成员关于《全球金融稳定报告》的声明，2006年）。

#### **就住房市场崩溃与金融市场突然坍塌之间的关联性做出了预测：**

- [基本面无法支撑的资产泡沫]持续的时间越长，进行破坏性调整的可能性就会越大”（《全球金融稳定报告》，2004年）。

#### **对住房市场崩溃前景发出了警告：**

- “特别关注”英国、澳大利亚、爱尔兰和西班牙以及（在较低程度上）美国和新西兰出现的畅旺楼价（《世界经济展望》，2004年）；
- “高度关切”资产价格泡沫和随后的大幅调整（《世界经济展望》，2004年）；
- 关注发生具有重大不利影响的同步衰退的可能性（《世界经济展望》，2004年）。



勾勒出了全球经济失衡背景下一场系统性金融危机的轮廓（由基金组织金融专家小组为多边磋商撰写的背景文件，2006年）：

“...调整全球失衡具有金融部门风险。全球失衡在部门资产负债表和金融机构的投资组合和风险暴露中拥有对应对象。当银行风险最大时，无序调整可能产生部门性影响...在破坏性情景中评估资本市场行为是...具有挑战性的...，因为它需要尚未受到全球系统性危机考验的金融产品和市场。这些影响并没有成为随后进行银行体系风险分析的因素，但在多边磋商期间值得关注”。

“...对越来越多地使用非传统按揭贷款产品（有限的违约历史数据）表示关注...尽管从历史经验看，按揭贷款亏损率普遍较低，但创新按揭工具增长加大了潜在风险。因而，在经济放缓同时对房地产价格进行大幅调整，将会导致住户贷款和商业房地产贷款违约率的显著上升。如果借款人可能无法完全理解非传统按揭贷款产品时，高利率环境就会引发银行的声誉和诉讼风险”。

“...在一些国家，银行和其他金融机构在住房市场（包括通过投资于按揭支持证券在美国按揭贷款市场）拥有大量风险暴露。由于机构和部门之间风险转移的最终效应在很大程度上是未知的，因此，对手方风险和 unnecessary 的风险集中度可能导致金融危机的蔓延，使破坏性情景的成本不断放大”。

## 附录 5. 先进经济体金融部门评估规划的薄弱环节

在先进国家进行的金融部门评估规划的质量和效用是参差不齐的，本附录对造成这一结果的主要因素加以阐述。该文借鉴了 2004-08 年期间先进国家金融部门评估规划和工作人员对金融部门评估规划的 10 年回顾（基金组织，2009b）。

**缺乏坦率和清晰：**与其他国家相比，这似乎在先进国家的金融部门评估规划中更是个问题，因为基金组织在新兴市场的评估中会直截了当地指出风险和脆弱性。根据基金组织（2009b）说法，之所以缺乏坦率和清晰，“可能是小组成员希望避免与国家官员发生冲突”。典型趋势是提出一个“平衡”的观点，首先以正面评述开场，然后才指出风险。

**与危机相关主题的覆盖范围不足或缺乏：**先进国家金融部门评估规划的流动性风险、危机准备、银行清算和外部融资风险似乎与新兴市场不太一致。例如，为了评估流动性风险，金融部门评估规划有时候也仅仅检查央行的流动性管理工具。在先进国家本应受到关注的资本市场问题——资产证券化、商业票据和短期融资市场——却没有作为常规在评估中涉及。

**压力测试的缺点。**根据基金组织（2009b）文件，“压力测试...没有提供关于危机的重大见解”。原因包括：明确了并非足够严重的冲击（部分反映出国家当局在“想常人

之所不能想”时的敏感和难度)；缺失了不稳定性的重要来源——流动性风险、房地产风险集中度、表外风险暴露；分析中使用了不充分的数据，特别是关于表外风险暴露和资产负债表内部关联性的数据；以及在利用模型衡量流动性风险、蔓延途径、第二轮效应、非线性和投资组合相关性时面临方法上的挑战。

**未能纳入多边观点。**大多数国家的金融部门评估规划既未讨论全球宏观经济，也未讨论与主题国家拥有紧密经济关系之国家的发展现状。它们通常集中于国内问题和假设情景，并没有关注跨国风险或溢出效应、跨领域问题或全球经济风险。事实上，在那些讨论了全球性风险的情况下，假设情景是美元无序下跌将会造成的影响，这是基金组织的关注焦点，但并不是此次危机影响金融部门的方式。

**引发自满情绪的正面信息：**在危机爆发之前，从先进国家金融部门评估规划传来的主要信息是：“金融体系前景是积极的”，“金融机构有应对冲击的足够缓冲”，“外国批发资金来源多样化是力量源泉”，“压力测试(...)表明，金融体系整体来看可以很好地吸收房地产价格大幅下跌的冲击”，“金融部门总体来讲是健全的，应该可以灵活应对大规模但合理的冲击”，“没有发现可能导致系统性风险的薄弱环节”。

## 附录 6. 先前报告与评估的结论 / 建议

### 关于基金组织对墨西哥监督的 Whittome 报告(1995 年)

- 基金组织文化不鼓励坦率讨论风险。工作人员习惯于基金组织管理层和执董会放马后炮。
- 总裁必须坚持分析工作的贴切和直截了当，并对可以影响工作人员结论的“政治”理解程度承担责任。

### 基金组织监督的外部评估(1999 年)

- 基金组织应更加重视金融部门和资本市场问题的监督。
- 双边和多边监督之间需要更加密切的联系。
- 基金组织执董会、管理层和高级工作人员应通过明确将在必要时向表达坦率意见的工作人员提供支持，试图改变激励结构。
- 监督应投入更多的时间来识别和分析政策选择。
- 更多的金融部门专才；更多的政策专才（如通过实习或交换项目）；总体上讲，更多的外部经验，以减少与世隔绝、盲目顺从以及缺乏亲自动手经验。

### Lipsky 报告(2001 年)

- 应该加强对金融部门/资本市场问题的关注、专才和支持。

- 资本市场多边监督与基金组织核心的双边监督活动之间联系薄弱。
- 各地区部门需要采取更多措施，跟踪各国金融市场发展情况。
- 基金组织管理层应在提高金融部门工作有效性方面发挥积极作用。克服“自然体制惯性”需要“高级管理人员的明确支持”。

### **McDonough 报告(2005 年)**

- 鼓励跨部门合作，以增进传统宏观经济和金融/资本市场问题的相互交流；克服减少基金组织整体有效性和影响力的竖井心理。需要得到基金组织管理层和执董会的明确指导。
- 利用鼓励合作和惩罚竖井行为的激励结构，彻底改变基金组织所有部门、管理层和执董会的定位和思维方式，在把金融问题纳入监督方面制定明确目标。坚持后续行动，以确保问责制。
- 需要基金组织总裁及高层管理层明确指导，持续监测，直接、经常、持续、看得见的参与和领导。
- 在基金组织如何思考金融问题方面改变基本思维定式。把金融问题放在核心位置，而不是放在外围。各地区部门有必要彻底改变其传统宏观重点并把金融问题作为工作核心。各派遣团中仍然存在金融问题方面缺乏必要水平或专门知识的传统宏观经济学家。
- 各部门自行确定各自的议程和优先事项。系统性协作成为例外而非规则，并在很大程度上局限于日历驱动的事件。跨部门间广泛存在的‘竖井’心理问题妨碍了合作，激励结构鼓励观察上级（基金组织管理层和执董会）脸色，而不是考虑整个机构。加强管理才能克服内部的竖井现象。
- 同时拥有两份出版物（《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》）提出了重叠和效率的问题，对于增强融合全球宏观经济和金融发展之间的联系性上作用不大。《全球金融稳定报告》并没有受到基金组织内部工作人员的广泛阅读或使用，也没能在国别工作中发挥重要作用。

### **独立评估办公室关于金融部门评估规划的评估(2006 年)**

- 通过更明确地确定建议内容的轻重缓急，改进金融部门评估规划的质量和影响力；压力测试分析有所增强；以及更加系统性地纳入跨境和金融部门联系的分析。
- 通过把金融部门评估规划和后续工作纳入常规监督主流，加强金融部门评估规划和第四条监督之间的联系。加强内部检查程序，以确保宏观金融稳定的关键信息充分反映在第四条之中。

- 基金组织管理层应明确就它认为最需进行金融部门评估规划和更新的国家向执董会发出信号，不论这些国家是否自愿。
- 在监督过程中应更加有效地利用金融部门专才（特别是在货币与金融体系部和国际资本市场部）。

### 独立评估办公室对多边监督的评估(2006年)

- 增强执董会和国际货币与金融委员会在多边监督中的作用。
- 通过精简和更加关注关键问题，改进多边监督产出的内容/形式。
- 通过明确行动目标、组织战略和问责制，加强多边监督。明确地区监督的范围。
- 整合《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》以及双边和多边监督（竖井结构；自下而上法；产品过太，重点过少）。

### 2008年三年一度监督检查(2008年9月)

- 需要加强风险评估（连点成线，突出未知事物，思考难以想象的问题），防范尾部风险，合并多边/区域层面的风险。
- 进一步融合好宏观经济和金融部门监督。
- 进一步做好跨境内溢/外溢效应分析，跨国分析，汇率分析。
- 注重有效沟通；保留现有实力。

## 附录 7. 国家当局如何看待基金组织的表现?<sup>36</sup>

受访国家当局几乎一致认为，基金组织未能就导致这场危机的风险和脆弱性充分地发出警告<sup>37</sup>。然而，很少当局就这一失误指责基金组织或某个派遣团。他们承认，大多

<sup>36</sup>此处所表达的观点基于与国家当局和部分区域性以及国际机构的访谈。

<sup>37</sup>在独立评估办公室针对基金组织与成员国互动进行的评估（独立评估办公室，2010）中，调查结果表明，只有少数先进和新兴市场官员认为基金组织向各成员国就即将发生的外部风险提出警示的问题上表现很好。尽管多数国家当局对基金组织互动各个方面的表现都给予了很高的评分，但在两个突出领域，只有少数人认为基金组织的表现良好：(i)在解决“要是……就怎么样？”问题上提出的替代方案以及(ii)迅速提醒国家当局注意不断变化的外部条件的影响。

数观察家（包括他们自己和他们的同行当局）也因长期良性的全球环境而过分宽慰。正如一位受访者所说，“无论是我们，还是基金组织工作人员都无法行使想象力”。在这个看似更稳定的全球金融体系（由创新与风险分散所支撑）的“新范式”中，有些表达了严重关切的外部声音（人们最常提到 William White 和 Nouriel Roubini）通常被人忽视。

尽管基金组织未能就即将爆发的危机发出警告，但国家当局在大多数情况下对基金组织和双边监督过程给予了很多积极评价。其中，较高的正面评价给予了基金组织工作人员能力和分析。当局认为，与派遣团进行的讨论通常是坦诚的、具有建设性的和高质量的，为政策辩论带来了有益和独立的第三方意见。此外，大部分受访者认为，基金组织金融部门分析在过去几年已有显著提高，他们尤其对金融部门评估规划普遍给予了较高评价。对于加强各国金融部门政策，包括促进各国进行自己的压力测试和转向国际最佳监管做法，金融部门评估规划发挥了催化作用。

与此同时，对于基金组织在危机爆发前的表现，国家当局提出了许多批评。批评范围从分析缺陷到政治偏见、监督过程和组织问题。

#### 在分析方面：

- 基金组织的金融创新降低风险和市场万能的总体思路，将使工作人员更加难以发现系统性风险的积聚。
- 双边监督通常主要集中于国内政策和脆弱性，很少提供关于溢出效应和蔓延的分析（即使在小型开放经济体的情况下）<sup>38</sup>。当有国家讨论溢出或蔓延时，基金组织通常会认为这些问题来自新兴市场，而不是来自先进经济体。
- 尽管在过去十年有所改进，基金组织仍然没能充分将宏观经济与金融部门分析相联系。这一不足之处的反映是，迄今为止对模型的严重依赖已无法充分捕捉宏观金融的联系性<sup>39</sup>。
- 很少采用资产负债表分析。此外，当它被使用时，有时运用不当。

---

<sup>38</sup>同样，在独立评估办公室针对基金组织与成员国互动进行的评估（独立评估办公室，2010）中，多数国家当局受访者希望基金组织在外溢分析方面能够做出更大的贡献，但在基金组织在此领域的成效性上并未给出很高评分。

<sup>39</sup> 独立评估办公室在针对基金组织研究进行评估（独立评估办公室，2011年）时对国家当局进行的调查发现，大多数国家当局认为，在帮助决策过程中，基金组织的主要问题文件有一定用途或非常有用，在那些他们没有认为“非常有用”情况下，最常被提及的原因是：该分析框架并不适合国家现实或这些研究过于理论化，缺少实用性。

- 尽管基金组织在预测危机时的表现并不比其他机构更差，但在分析交叉的全球性问题和识别风险时并没有利用其比较优势。
- 更多使用**跨国分析**（尤其是针对面临着类似问题的国家）可能有助于识别共同的脆弱性。

#### 在政治偏见方面：

- 一再重复的主题是：基金组织在对待其最大股东 / 其他成员国时，明显**缺乏公平性**。许多国家当局认为，基金组织对新兴市场和小型先进国家的政策提出了更为强硬的批评。同时，即使存在着与小国明显相同的脆弱性，基金组织也会偏执地认为，大型先进国家的决策者、监管机构将有能力采取任何激进的弥补措施引导其经济的前进方向。2007年双边监督决定仅仅强调了这种不平等待遇感。这种看法也明确反映在国家当局接受独立评估办公室的IMC评估调查中；例如，86%来自大型新兴市场的调查受访者表示，监督的受益者是“基金组织的最大股东”。特别是，有些国家当局认为，基金组织没能充分批评某个主要股东的政策。

#### 在监督程序本身：

- 不少国家当局承认，基金组织已经识别出很多风险和脆弱性，但通常是列入“警告清单，没有优先次序”。也就是说，所有基金组织工作人员报告采用经济学家通常的做法，即“一方面（首先列出一组积极经济要素——一定下基调），随后，另一方面（列出一组下行风险要素）”。他们想知道，各国当局如何才能应对这种内容广泛的风险清单，它们既无概率感也无紧迫感。
- 政策建议往往毫无新意（例如，收紧财政政策，实行可信和稳健的货币政策，或加强监督）但对于如何落实它们又缺乏专属性。据一位受访者说，“关于第四条磋商的互动常常使人觉得是出席任何其他国际机构的会议，过于公式化”。
- 至于执董会对双边监督的增加值，几乎所有受访者都觉得这充其量很小，因为执董会的贡献通常姗姗来迟（派遣团将总结声明提交国家当局数月之后）且往往肤浅（例如，总结发言通常只是工作人员报告的简洁重申）。

#### 在组织问题方面：

- 受访者常常提到派遣团工作人员轮换过频的问题。这意味着国家知识的巨大损失和对新派遣人员的继续培训，以了解国家具体情况、历史和文化，所有这些对于提供相关政策建议和获得吸引力来说都非常重要。

- 受基金组织机构调整（这项工作实施时正值危机爆发之际）的影响，人员轮换问题更加恶化。在某些情况下，这次机构调整导致一些国家替换了全部的派遣团成员或者有时派遣团没有团长。
- 最后，更普遍的工作人员资源问题也体现在很少对金融部门评估规划进行更新之中。针对金融部门问题进行的更加连续性的后续工作可能提前说明了这些问题。

在受访者就基金组织表现提出的问题中，有些问题既可被解读为积极因素，也可被解读为消极方面：

- 几乎每个人都认为，基金组织必须在突出一场危机的风险和实际发生一场危机之间**把握好尺度**。出于这个原因，有时，非常敏感的信息应该以私下和口头方式传达给当局。但是，有时，接收这些信息的当局承认，他们不记得说了什么内容，因为唯一记录在案的派遣团意见是在总结声明中。
- 许多当局同意，基金组织小组明确地强调了内部脆弱性和风险...但认为，**这些都是有目共睹的**。
- 最后，尽管《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》<sup>40</sup>指出了许多相关风险和脆弱性并普遍受到很高评价，但决策者们没有意识到关于危机即将发生的任何警告。这被广泛归因于代表了上述文件在危机爆发前的**整体乐观核心信息**。

## 附录 8. 地区部门的工作人员调查

在关于哪里出错的自我评估中，负责受危机影响最深国家的一个地区部门于 2009 年 10 月进行了一次工作人员调查。以下内容重点列出了工作人员对与这次评估部分相关问题的看法。

关于**国别工作的实质**，将近半数的工作人员认为，该地区部门评估脆弱性的能力很强或非常强。宏观金融分析工具经常被认为是分析的障碍。

关于**哪些领域才是地区部门在国别工作中的优先事项**，有令人惊讶的是，有 98%的工作人员认为区分脆弱性和危机风险工作的轻重缓急很重要或非常重要，甚至超过财政或货币政策。对于优先次序问题的书面回应反复强调，有必要更多分析跨国联系、溢出效应以及将区域观点与具体国家看法相结合。

关于**[地区部门]监督工作的主要问题以及解决这些问题的办法**：

---

<sup>40</sup>许多受访者承认，他们只来得及阅读文件的摘要。虽然许多人因其技术性较强而没阅读《全球金融稳定报告》，但那些工作涉及金融稳定性问题的受访者确实阅读了这份文件。

- “与当局的关系。我们并没有过分苛刻的动机，尤其是在公开情况下和差异极大时。来自行政办公室/管理层的支持越多，去讨好当局的压力就越小，在所有国家（而不只是少数国家）‘告知残酷事实’的做法就会更加一致”。
- “与职能部门，主要是货币与资本市场部进行更多正式和非正式的沟通...”  
“主要问题是如何给拥有大量训练有素经济学家的大型经济体带来增加值。解决办法是把重点放在基金组织的相对优势，即跨国工作、溢出效应和全球一致性至上”。
- “没有勇气承担有些国家，特别是七国集团国家的工作。多年来，我们称赞[大型系统型国家]的政策框架，而现在我们却丢人现眼”。

**关于领导能力与沟通**，只有不到半数的经济学家同意这样的观点：“你的想法和意见受到了考虑和聆听”。

**关于激励机制**，不到三分之一的人认为，该地区部门使其反映在政策性文件（《世界经济展望》、《全球金融稳定报告》）等的跨部门检查进程中。至于这种情况出现的原因，几乎半数受访者认为，激励机制（例如，一个人不会因好的看法而得到好评）是一个严重障碍。同时，近四分之三的受访者有这样的说法，即“跨国工作面临着一些制约因素，包括管理复杂性、激励机制、资源和双边关系优先性”。例如，85%的受访者认为激励机制是跨国研究的障碍。

**关于基金组织的竖井性质**，只有三分之一的受访者认为，能够从国别小组的同行那里学到足够的知识（部门内部缺乏合作预示着很糟糕的跨部门合作）。

**关于智能领导**，超过半数的受访者认为，部门领导未能提供以更高标准完成任务的智能领导力。一些受访者认为，基金组织人员减裁工作已经损害了提供智能领导的能力。例如，一位受访者写道：“机构调整和危机[同时进行]已经对该部门提供的领导力带来了灾难性后果”。



## 参考文献

- Acharya, Viral V., Thomas Philippon, Matthew Richardson and Nouriel Roubini, “A Bird’s-Eye View—The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies,” in *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System* (2009), Viral V. Acharya and Matthew Richardson, eds.
- Banerji, Angana, 2010, “Multilateral Surveillance,” Independent Evaluation Office (IEO) Background Paper (BP/10/02) (Washington: International Monetary Fund).
- Blanchard, Olivier, 2009, “The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies,” IMF Working Paper No. 09/80 (Washington: International Monetary Fund).
- Bazerman, M.H., and D. Moore, 2009, *Judgment in Managerial Decision Making*, 7th ed. (Hoboken: John Wiley and Sons).
- Borio, Claudio and Philip Lowe, 2002, “Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus,” BIS Working Paper No. 114 (Basel: Bank for International Settlements).
- Borio, Claudio and William White, 2003, “Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes,” paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium (Jackson Hole, Wyoming), August 28–30.
- Bossone, Biagio, 2010, “Bilateral Surveillance in Switzerland,” Independent Evaluation Office (IEO) Background Paper (BP/10/06) (Washington: International Monetary Fund)
- Caprio, Jr., Gerard, 2011, “Macro-Financial Linkages in IMF Research,” Independent Evaluation Office (IEO) Background Paper (forthcoming) (Washington: International Monetary Fund).
- Case, Karl and Robert Shiller, 2006, “Full House,” *Wall Street Journal*, August 30.
- Commodity Futures Trading Commission, 1998, “Concept Release Concerning Over-The Counter Derivatives Market,” Release #4142-98, May 7.
- Dhar, Sanjay, 2010, “Bilateral Surveillance of the United States,” Independent Evaluation Office (IEO) Background Paper (BP/10/04) (Washington: International Monetary Fund).
- Frieden, Terry, 2004, “FBI warns of mortgage fraud ‘epidemic,’” September 17. Available on the Internet: [www.cnn.com](http://www.cnn.com).
- Haldane, Andrew G., 2009, “Why banks failed the stress test,” *BIS Review* 18/2009. Available on the Internet: [www.bis.org](http://www.bis.org).

- Independent Evaluation Office, 2008, *“Governance of the IMF: An Evaluation”* (Washington: International Monetary Fund).
- \_\_\_\_\_, 2009, *IMF Interaction with Member Countries* (Washington: International Monetary Fund).
- \_\_\_\_\_, 2011, *Research at the IMF: Relevance and Utilization* (forthcoming) (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (IMF), 1998, “Review of Members’ Policies in the Context of Surveillance—Lessons for Surveillance from the Asian Crisis,” EBS/98/44 (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2004–2008a, *World Economic Outlook* (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2004–2008b, *Global Financial Stability Report* (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2008, “2008 Triennial Surveillance Review—Overview Paper” (Washington), September 2.
- \_\_\_\_\_, 2009a, “Integrating Financial Sector Issues and FSAP Assessments into Surveillance—Progress Report,” (Washington), January 16.
- \_\_\_\_\_, 2009b, “Financial Sector Assessment Program After Ten Years: Background Material,” (Washington), August 28.
- \_\_\_\_\_, 2009c, “Initial Lessons of the Crisis,” (Washington), February 6.
- \_\_\_\_\_, 2009d, “Review of Recent Crisis Programs,” (Washington), September 14.
- \_\_\_\_\_, 2010, “Factsheet: IMF Surveillance – The 2007 Decision on Bilateral Surveillance.” Available on the Internet: [www.imf.org/external/np/exr/facts/surv.htm](http://www.imf.org/external/np/exr/facts/surv.htm).
- Janis, Irving L., 1982, *Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes* (Boston: Houghton Mifflin), Second Edition.
- Krugman, Paul, 2005, “That Hissing Sound,” *New York Times*, August 8.
- \_\_\_\_\_, 2006a, “Debt and Denial,” *New York Times*, February 13.
- \_\_\_\_\_, 2006b, “Housing Gets Ugly,” *New York Times*, August 25.
- \_\_\_\_\_, 2009, “How Did Economists Get It So Wrong?” *New York Times*, September 2.
- Lewis, Michael, 2009, “The Man Who Crashed the World,” *Vanity Fair* (August).

- \_\_\_\_\_, 2010, *The Big Short: Inside the Doomsday Machine* (New York: W.W. Norton & Company).
- Parenteau, Robert W., 2006, "U.S. Household Deficit Spending: A Rendezvous with Reality," The Levy Economics Institute of Bard College Public Policy Brief No. 88, 2006 (Blithewood, New York: The Levy Economics Institute).
- Peretz, David, 2010, "Bilateral Surveillance of the United Kingdom," Independent Evaluation Office (IEO) Background Paper (BP/10/05) (Washington: International Monetary Fund).
- Rajan, Raghuram, 2005a, "Has Financial Development Made the World Riskier?" Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium (Jackson Hole, Wyoming), August.
- \_\_\_\_\_, 2005b, "The Greenspan Era: Lessons for the Future," speech delivered at the Kansas City Fed Conference (Jackson Hole), August 27. Available on the Internet: [www.imf.org/external/np/speeches/2005/082705.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/2005/082705.htm).
- \_\_\_\_\_, 2005c, "Straight Talk: Risky Business", *Finance and Development*, Volume 42, Number 3 (September) (Washington: International Monetary Fund). Available on the Internet: [www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2005/09/straight.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2005/09/straight.htm)
- \_\_\_\_\_, 2005d, "Has Financial Development Made the World Riskier?" NBER Working Paper No. 11728 (Cambridge: National Bureau of Economic Research), October, Available on the Internet: [www.nber.org/papers/w11728](http://www.nber.org/papers/w11728).
- \_\_\_\_\_, 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton: Princeton University Press).
- Rampell, Catherine, 2010, "They Did Their Homework (800 Years of It)," *New York Times*, July 3.
- Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff, 2009, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton: Princeton University Press).
- Richebacher, Kurt, 2006a, "The Richebacher Letter, Monthly Analysis of Currencies and Credit Markets," July 2006. Available on the Internet: [www.richebacher.com](http://www.richebacher.com).
- \_\_\_\_\_, 2006b, "The Richebacher Letter, Monthly Analysis of Currencies and Credit Markets," August 2006. Available on the Internet: [www.richebacher.com](http://www.richebacher.com).
- \_\_\_\_\_, 2006c, "The Richebacher Letter, Monthly Analysis of Currencies and Credit Markets," September 2006. Available on the Internet: [www.richebacher.com](http://www.richebacher.com).
- Roubini, Nouriel, 2006, IMF Book Forums & International Seminars: Lecture and Discussion with Nouriel Roubini, September 7, Washington.

Shadow Financial Regulatory Committee, 2000, "Reforming Bank Capital Regulation," Shadow Financial Regulatory Committee Meeting, Statement No. 160, March 2. Available on the Internet: [www.aei.org/article/16542](http://www.aei.org/article/16542).

Schinasi, Gary, 2006, *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice* (Washington: International Monetary Fund).

Shiller, Robert, 2005, *Irrational Exuberance (2<sup>nd</sup> Edition)* (Princeton: Princeton University Press).

Wagner, Nancy, 2010, "Bilateral Surveillance in Selected Member Countries," Independent Evaluation Office (IEO) Background Paper (BP/10/03) (Washington: International Monetary Fund).

Watson, C. Maxwell, 2008, "IMF Surveillance in Europe: Progress in Refocusing," external consultant's report for the IMF 2008 Triennial Surveillance Review.