

# 次贷危机之后全球金融监管改革的趋势与挑战\*

张雪兰 何德旭

**提 要** | 次贷危机引发了国际社会对原有金融监管理念及框架的深刻反思。针对危机暴露出的市场力量与规则的不足、微观审慎监管的缺陷、过于重视效率而忽视公平以及金融监管的顺周期性等问题,主要发达经济体从提高金融监管工具的前瞻性、建设更具“超机构性”的金融监管架构、进一步拓展金融监管涵盖范围等方面进行了大幅度的金融监管改革,力图革除金融监管积弊,实现金融稳定与效率的均衡。然而,金融监管改革能否阻止金融危机再次爆发,在监管规则、监管工具和组织架构设计以及谋求金融稳定与社会福利均衡方面依旧面临着巨大的挑战,金融监管改革在深触危机根源、优化金融监管架构及工具设计、避免零和博弈甚至妥协、强化监管能力建设等方面依旧任重道远。

**关键词** | 次贷危机 金融监管改革 宏观审慎

**中图分类号** | F831

**作者信息** | 张雪兰,女,1974年生,博士,中南财经政法大学金融学院教授,430073。

何德旭,男,1962年生,博士,中国社会科学院金融研究所研究员,100028。

历经2007年美国次贷危机引发的发达经济体金融体系几近崩溃之后,世界经济陷入“大萧条”以来最为严重的衰退。金融危机在暴露出新自由主义经济学片面追求金融效率而忽视安全与稳定这一重大缺陷的同时,也成为全球金融监管改革的催化剂,开启了以防范系统性风险为核心的、宏观审慎与微观审慎并重的新监管时代。正如哈佛大学史百路(Sparrow)教授所言,“全球金融危机动摇了金融监管的内核,变革正如山雨骤来,暴露传统方法的不足,激发争论,加快实验和创新的进程”。<sup>①</sup>2009年3月,金融稳定委员会(FSB)甫一成立,便积极着手在国际层面提出、商议并推动实施一系列新的监管政策。与此同时,一些国家在反思次贷危机惨痛教训的基础上,宣布了雄心勃勃的金融监管改革计划,从美国沃尔克法则对高风险业

务的令行禁止,到英国对可能诱发系统性风险的业务设置藩篱,从德国建立清偿程序,到瑞士对系统重要性金融机构施加特殊的资本管制……一系列改革措施的相继出台,折射出未来的金融监管改革趋向,势必对全球金融监管格局产生深远影响。

## 一、次贷危机引发的金融监管反思

次贷危机意味着以往金融监管的重大失

\* 本文系2015年度国家社科基金重点项目“‘十三五’时期我国的金融安全战略研究”(15AJY017)的阶段性研究成果。

<sup>①</sup> M. K. Sparrow, Foreword, in A. Joanne Kellermann, Jakob de Haan & Femke de Vries (eds.), *Financial Supervision in the 21st Century*, Springer-Verlag 2013, p. vi.

败,迫使学界深入探究市场与监管失败的缘由,寻找克服、预防及化解金融危机的有效路径。反思传统金融监管理念、直面金融监管体制的缺陷无疑是解决问题的起点。

1. 市场力量和市场规则能确保经济金融稳定运行吗?

危机之前,主要发达经济体的金融监管者奉行的是基于新古典经济学的“监管自由主义”<sup>①</sup>(regulatory liberalism),认为市场是有效的并且参与者是理性的,应尽量减少监管,市场力量和市场规则即可确保经济及被监管机构稳健运行,<sup>②</sup>并因而奉行以“轻政府监管”(light government regulation)为特征的“新金融体系”(new finance architecture, NFA)架构,<sup>③</sup>认为资本市场能够根据预期风险和收益对证券进行定价,而对商业银行、投资银行、对冲基金、私募股权基金及银行创设的结构投资载体(SIVs)施以松弛的监管,极少干预金融市场和金融机构的经营活动。

在某种程度上,金融危机侵蚀了“好监管就是少干预”的理念,因为市场力量未能阻止金融机构风险管理的不足。<sup>④</sup>比如,原有的金融监管理念认为,道义劝告而无须干预或对抗是解决问题的有效方法。然而,次贷危机昭示了道义劝告在现代金融世界的软弱无力,<sup>⑤</sup>资本的贪婪并不会因此而减弱半分。随着结构化金融创新产品复杂程度与模糊程度的提高,市场已难以对其进行正确定价,监管当局却依然固守着市场力量主导的幻想,造成事实上的袖手旁观,最终引发的恶果有目共睹。此其一。其二,新古典经济学假定个体基于其私利的理性计算而进行抉择,然而,行为金融学证明,市场波动的根源实质上是经济景气上升期的幸福感、极度乐观、极度自信、极度兴奋所致的高水平投机活动而极少关注风险;<sup>⑥</sup>神经生物学对人类在压力下的行为所作的研究更表明风险行为的生理因素可能是迄今为止经济学家、风险管理者和中央银行管理者忽视的

市场不稳定性的一个来源。<sup>⑦</sup>其三,“大而不倒”的金融机构很难通过市场出清的方式来解决,系统重要性金融机构倒闭的巨大负外部性非单个经济体所能负荷,因而政府必然会想方设法确保其存续。上述事实,恰恰印证了诺贝尔经济学奖得主科斯(Coase)的断言,“对于追求完全竞争的金融市场而言,一个精心设计的规制与监管体系是不可或缺的”。<sup>⑧</sup>

2. 微观审慎监管能确保经济金融稳定运行吗?

尽管金融监管必须化解系统外部性,即

<sup>①</sup> A. Gamble, *The Spectre at the Feast: Capitalist Crisis and the Politics of Recession*, Palgrave Macmillan 2009, p. 153.

<sup>②</sup> 这些假设长期以来受到质疑。例如,施勒(Shiller 2000)主张市场效率并不意味着市场理性,资产价格的随机漫步、难以预计并不表明市场不存在羊群效应及价格越过理性均衡水平。参见 R. J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton: Princeton University Press 2000.

<sup>③</sup> J. Crotty, Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the “New Financial Architecture”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, No. 4, 2009, pp. 563 - 580.

<sup>④</sup> C. Briault, *Trust Less, Verify More: Financial Supervision in the Wake of the Crisis*, *Crisis Response*, No. 5, 2009, The World Bank.

<sup>⑤</sup> J. Vināls & J. Fiechter, *The Making of Good Supervision: Learning to Say “No”*, IMF Staff Position Note 2010.

<sup>⑥</sup> W. De Bondt, *The Crisis of 2008 and Financial Reform*, *Qualitative Research in Financial Markets*, Vol. 2, No. 3 2010.

<sup>⑦</sup> 寇茨(Coates)等学者观察到当市场波动性增加的时候,交易者的皮质醇的水平也显著地增加。参见 J. M. Coates, M. Gurnell & Z. Sarnyai, *From Molecule to Market: Steroid Hormones and Financial Risk-taking*, *Philosophical Transactions of the Royal Society B: Biological Sciences*, Vol. 365, No. 1538, 2010.

<sup>⑧</sup> R. H. Coase, *The Firm, the Market, and the Law*, University of Chicago Press 1990, p. 9.

宏观审慎监管的重要性早已为人们所认知<sup>①</sup>，危机爆发之前却被大多数经济体的监管当局所忽视。长期以来，金融监管的重点均为对诸如银行、投行等金融机构的监管，属于微观审慎的范畴。而微观审慎监管至少存在两大不足。

第一，微观审慎监管轻忽了对系统性风险的监管。微观审慎监管的目标是确保单个金融机构的稳健运行，但“个体的理性会导致整体的非理性”。正如普林斯顿大学教授布伦纳迈尔(Brunnermeier)等学者所阐释的“现有的系统监管方法暗含的假设，便是单个银行安全，则银行体系总体安全。这看起来似乎是真理，但在实践中却会遭遇‘合成谬误’<sup>②</sup>问题。银行及其他高杠杆金融中介为了使其更安全，集体采取的一致行动损害了金融体系。当风险价格上涨时，对于单个银行来讲，审慎的反应是出售资产。但如果众多银行均如此作为，资产价格就会崩塌，从而迫使金融机构采取更进一步的措施扭转局势。在某种意义上，正是银行面临压力的反应导致了资产价格的全面下挫和资产市场动荡。”<sup>③</sup>

单纯的微观审慎监管不仅会忽略总杠杆率的上升和总信贷资源的错配，忽视金融市场或机构之间的风险关联及其外溢效应，难以应对全局性的金融风险，亦无法解决“大而不倒”——过大规模带来过大而无法管理、过大而无法倒闭、过大而无法救助的问题。次贷危机的教训表明，至少有三类外部性会加剧单个金融机构风险的跨市场、跨行业和跨区域外溢与蔓延。其一，资产价格波动及资产抛售(fire-sale)产生的外部性；<sup>④</sup>导致景气进一步下行。其二，银行间结算与负债网络相互勾连产生的外部性：一家失败的银行可直接通过银行间市场或衍生品市场的风险敞口诱发多米诺骨牌效应，导致系统性风险加剧甚至爆发金融危机。金融网络有效缓解小冲击但放大大冲击的特征<sup>⑤</sup>更会进一步使得风险迅速蔓延。其三，集体道德风险产生的外部性：法意(Farhi)和梯若尔

(Tirole)<sup>⑥</sup>发现，经济参与人的集体风险承担行为促使政策制定者采取成本高昂的宏观经济政策加以救助，如延长扩张性货币政策、逆周期财政政策或对金融部门给予直接支持，又会进一步诱发过度风险承担。

第二，微观审慎监管重视硬指标而忽视公司治理、文化、战略等软指标及经营模式与风险之间的关联。

危机之前微观审慎监管的判断依据主要是资产质量、不良贷款拨备覆盖率、资本充足率、资本利润率和资产利润率等硬指标，对诸如金融机构公司治理、文化、战略等软指标对金融系统性风险的影响并未引起足够重视。然而，次贷危机的教训表明，金融机构的管理

<sup>①</sup> 如博里奥(Borio)对银行监管的微观审慎方法与宏观审慎方法区别的讨论，参见C. Borio, *Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? CESifo Economic Studies*, Vol. 49, No. 2, 2003, pp. 181-215.

<sup>②</sup> “合成谬误”的内涵在于：金融市场以及整个经济系统是一个极其复杂的非线性系统，它存在着混沌效应。一个线性系统满足线性叠加原理，即整体等于部分之和；非线性系统的子系统之间具有非线性的相互作用，整体大于部分之和。

<sup>③</sup> M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. D. Peraud & H. Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation, Geneva Reports on the World Economy*, No. 11, 2009, p. i.

<sup>④</sup> 详细论述，可参见G. Benigno, H. Chen, C. Otrok, A. Rebucci & E. R. Young, *Financial Crises and Macroprudential Policies, Journal of International Economics*, Vol. 89, No. 2, 2013, pp. 453-470; O. Jeanne & A. Korinek, *Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Approach*, NBER Working Paper, No. 16377, 2010.

<sup>⑤</sup> 参见D. Acemoglu, A. Malekian & A. Ozdaglar, *Network Security and Contagion*, NBER Working Paper, No. 19174, 2013.

<sup>⑥</sup> 参见E. Farhi & J. Tirole, *Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts*, *American Economic Review*, Vol. 102, No. 1, 2012, pp. 60-93.

亦可能成为系统性风险的诱因。以薪酬激励机制为例,危机发生前金融业流行的股票期权尤其是多种价外期权激励增大了高管薪酬曲线的凸性,令高管拥有更多财务动机,去承担高回报高风险的投资。正如英国一名议员在其次贷危机调查报告<sup>①</sup>中所指出的,“红利驱动的薪酬架构激发了不计后果的、过度的风险承担,且红利方案的设计并不符合股东的利益及银行的长期可持续发展”。过度的风险承担必然会导致安全资产和正常风险资产的相对减少,在投资者的鼓励<sup>②</sup>及羊群效应的驱使下,市场参与者进一步推波助澜,对冲基金追逐利用泡沫(ride the bubble)、<sup>③</sup>基金经理重仓投入过高估值资产,<sup>④</sup>最终使得单个金融机构因激励不当诱发的过度风险承担蔓延至整个金融体系。事实上,不仅仅是公司治理,研究表明,危机之前金融机构经营模式及企业文化的转变,使得金融机构在过度承担风险的道路上越走越远。<sup>⑤</sup>

### 3. 金融效率是否优先于公平?

在金融监管自由主义的理念主导下,危机之前主要发达经济体金融监管当局为了提高金融体系的整体效率,大力推动金融创新与金融竞争,却将金融监管的公平原则——监管当局应公正执法、平等对待所有金融市场参与者,做到实体公正和程序公正——抛诸脑后。

片面重视金融效率、过于倚重市场力量的后果之一是迅速膨胀的影子银行游离于监管体系之外。国际货币基金组织总裁拉加德(Lagarde)<sup>⑥</sup>指出,影子银行体系“在某些国家增长迅速,却缺乏监管……当然,这些非银行的活动在为经济体提供融资方面对银行构成了重要补充,然而,对其不透明度需要高度警惕……”——其一,产品结构复杂、信息披露不充分使其风险难以被监管机关以及金融市场的参与者所认识和警觉,从而加大了风险的隐蔽性和突发性。而影子银行体系在市场压力下暴露出的脆弱性,更会通过流动性这一渠道及其巨大体量使金融市场瞬间凝结。其二,没有资本充足率及存款准备金

限制的影子银行如脱缰野马般疯狂发展,以极少的自有资金支撑庞大的业务规模,致使本已过度创新的金融衍生产品远远地超越了实体经济的需求,从而进一步增大了整个金融体系的脆弱性。其三,影子银行不受存款保险制度的保护,无法获得央行的流动性援助,一旦经济景气下行,投资者极易陷入恐慌而抛售次级债券及其衍生品,造成影子银行挤兑,诱发流动性短缺继而导致次贷危机。

过于重视效率的另一个后果是忽视消费者权益保护。危机之前,基于监管自由主义及提高金融效率的考量,发达经济体主张金融消费者保护应主要依靠信息披露,即由金融监管当局制定信息披露标准,金融机构按要求向消费者披露信息、提示风险。危机表明,这种被动的事后监管方式成效不彰且隐患不少——金融服务业态在金融市场及互联网技术推动下快速变迁,金融产品日益复杂且不透明,在金融消费者教育严重滞后的背景下,即便金融机构披露了相关信息,金融消

<sup>①</sup> United Kingdom House of Commons, Treasury Committee, Banking Crisis: Reforming Corporate Governance and Pay in the City, Ninth Report of the Session 2008 - 2009, 2009.

<sup>②</sup> 洪正、郭培俊《努力不足、过度冒险与金融高管薪酬激励》,《经济学》2012年第11期。

<sup>③</sup> M. K. Brunnermeier & S. Nagel, Hedge Funds and the Technology Bubble, *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 5, 2004.

<sup>④</sup> N. Dass, M. Massa & R. Patgiri, Mutual Funds and Bubbles: The Surprising Role of Contractual Incentives, *Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 1, 2008.

<sup>⑤</sup> A. Blundell-Wignall, P. Atkinson & C. Roulet, Bank Business Models and the Basel System: Complexity and Interconnectedness, *OECD Journal: Financial Market Trends*, No. 2, 2013.

<sup>⑥</sup> C. Lagarde, The Challenge Facing the Global Economy: New Momentum to Overcome a New Mediocre, remarks by Managing Director, International Monetary Fund, Georgetown University, School of Foreign Service, October 2, 2014.

费者对所购买的金融服务与产品也缺乏基本的了解,更遑论其间隐藏的风险。忽视消费者权益保护同时又导致监管真空和监管滞后,①消费者在并未完全理解相关风险的情况下,受金融中介“引诱”,承担了在传统按揭产品中本应由金融机构承担的利率风险敞口。不仅如此,次贷危机爆发前,金融机构大量发放次级贷款,并通过诸如气球贷款等按揭产品的设计后移还款重心,诱使许多难以满足正

常放款条件的家庭申请贷款,②造成个人和家庭过度负债,从而严重损害了金融消费者权益,重创了公众对金融体系的信任与信心。

#### 4. 金融监管是否应当“逆风而行”?

金融系统中杠杆行为的顺周期性和资本约束的顺周期性是微观系统中次贷危机的主要原因之一。其间,金融监管难辞其咎——资本监管的顺周期性正是助推银行业顺周期性的主要力量(如图1所示)。

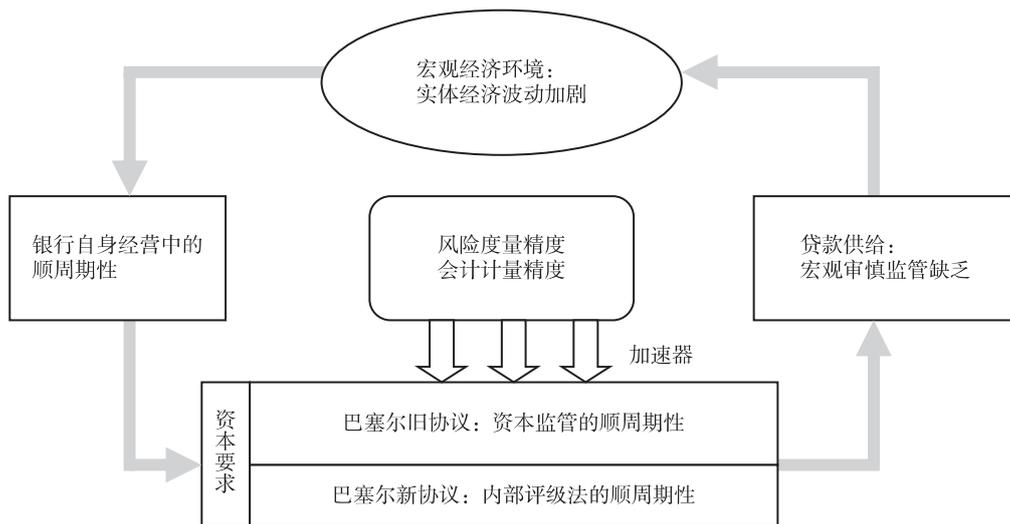


图1 巴塞尔协议下影响银行顺周期性的因素分析

资料来源:朱元倩《顺周期性下的银行风险管理与监管》,中国科学技术大学博士学位论文,2010年,第31页。

所谓资本监管的顺周期性,是指监管资本要求客观上会通过影响银行体系的信贷行为而放大宏观经济周期、加剧经济波动——当银行资本充足率低于监管要求时,在微观审慎监管框架下,监管层会敦促问题银行尽

快满足资本监管要求,但并不关心问题银行是通过分子(增加资本)或分母(压缩资产)来达到资本比率要求的。这种对资本充足率调整方法的漠视暗藏着隐患:假如银行通过削减信贷来达到资本监管要求,从单个金融

① 以美国为例,在《多德—弗兰克法案》颁布前,美国有七家监管机构负有不同领域的金融消费者保护职责。多龙治水一方面引发严重的监管套利,同时又存在谁都不管的监管真空。例如在次贷市场中,没有任何机构对按揭经纪人进行监管,也没有任何信息披露和相关风险提示的监管标准,使得按揭经纪人可以随意对按揭贷款产品进行打包重组,设计出各种复杂的证券化产品,分销给对相关风险一无所知或无法充分理解的金融消费者。危机表明,美国对证券化市场和衍生品市场中的非银行机构的监管存在比较明显的监管真空,同样损害了金融消费者利益。尽管审慎监管与金融消费者保护在大部分领域是相互补充和互为促进的,但有些领域的利益冲突是客观存在的,危机前两者的职责划分不清、协调机制不畅造成监管机构有可能为保全金融机构的利益而牺牲消费者的权益。

② W. Jiang, A. A. Nelson & E. Vytlačil, Liar's Loan? Effects of Origination Channel and Information Falsification on Mortgage Delinquency *Review of Economics and Statistics*, Vol. 96 No. 1, 2014, pp. 1-18.

机构的角度出发,这无疑是一种健康的优胜劣汰过程,市场份额会从较弱的问题机构转移至较强的金融机构;但是,如果金融体系的大部分成员均陷入困境,并同时收缩资产,就会对经济体造成巨大的伤害。<sup>①</sup>进一步地,在风险测量技术<sup>②</sup>、会计准则<sup>③</sup>、评级体系顺周期性<sup>④</sup>等要素的催化下,资本监管的顺周期性不断放大,继而造成信贷紧缩加剧、金融危机加深。也正因如此,在对金融监管顺周期性危害进行反思的基础上,主要发达经济体痛定思痛,相继推出了以贯彻宏观审慎理念为主旨的金融改革措施。“逆风而行”,已成为危机之后金融监管的关键职能。<sup>⑤</sup>

此外,次贷危机还凸显了金融监管本国化与资本流动全球化的矛盾。在金融监管仍然保持着国家法律产品形态的背景下,全球化却孕育出诸多跨国金融机构。这些大型金融机构同时运作于多个市场,如果某一市场监管趋严,跨国金融机构极可能将业务规模或业务半径腾挪至其他的市场,造成事实上的监管空白和政策失灵。例如,艾亚(Aiyar)等学者<sup>⑥</sup>发现,实施更加严格的资本要求之后,英国本国银行的贷款出现减少的现象,但外国银行分支机构的贷款却增长了,这一漏损量约为监管预期减少量的三分之一。因此,危机之后,国际社会对有效实施跨界金融机构监管的呼声日益高涨。<sup>⑦</sup>

## 二、危机之后金融监管改革的发展趋势

次贷危机爆发后,各主要经济体总结此次危机的经验教训,着手改革金融监管体系。尽管这些经济体的经济结构与金融监管体系彼此存在差异,但其改革方案均体现了G20伦敦峰会《加强金融体系》宣言的精神,呈现出如下共同特征。

### 1. 金融监管工具更具前瞻性

从监管工具箱来看,危机之前,金融监管当局关注于诸如偿付能力、流动性比率等金融风险指标,其焦点主要是后顾性的(参见

<sup>①</sup> S. Hanson, A. Kashyap & J. C. Stein, A Macprudential Approach to Financial Regulation, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, 2010.

<sup>②</sup> 例如,由于金融机构普遍使用在险价值(VaR)技术,单个金融机构之间由于对经济走势判断趋同和风险管理方法的雷同而导致金融机构的羊群效应,继而放大金融危机的负面影响。例如,由于萧条时期所测之波动性及继而在险价值的增长,VaR模型将机械地要求银行持有更高比例的资本。因而即使市场融资依旧可得,银行内部基于风险管理的需要,也会被迫压缩资产。参见 S. Hanson, A. Kashyap & J. C. Stein, A Macprudential Approach to Financial Regulation, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, 2010.

<sup>③</sup> 公允价值会计的顺周期效应体现为:当繁荣期过后,资产价格逐渐下降,机构加大短期融资、高杠杆并且计提资产减值损失,很快引起流动性问题,导致资产的大量抛售,信贷紧缩,增加了系统风险,加速了从繁荣走向衰退的过程。参见 G. Plantin, H. Sapra & H. S. Shin Fair Value Accounting and Financial Stability, *Financial Stability Review*, Vol. 12, 2008.

<sup>④</sup> 例如,雷森(Reisen)等发现,评级机构的行为也具有周期性。洛伊(Lowe)从信用风险度量的角度对新资本协议的顺周期性进行了分析。他指出,虽然信用评级系统在一个给定时点上区分不同借款人的相对风险上非常成功,但是在度量风险的时期变化时却不那么有效,因为评级系统严重依赖于当前的经济状况和企业财务状况。在经济繁荣期,评级系统基于良好的发展前景会低估风险,而在衰退期则会基于低迷的现状而高估风险。但实际上,经济繁荣期的经济扩张往往与金融系统不平衡相联系,这种不平衡来自于信贷的大幅扩张、资产价格的快速提升和投资的过度积累,因此风险实际上是在经济繁荣期发展起来的,而在衰退期,这种不平衡的释放只是将风险表现了出来。因此,正是对风险跨时期度量的困难导致评级体系不能很好地反映银行所面临的风险,从而产生了放大经济周期的问题。

<sup>⑤</sup> 阿代尔·特纳《杠杆率、期限转换和金融稳定》,《比较》2011年第4期。

<sup>⑥</sup> S. Aiyar, C. W. Calomiris & T. W. Wieladek, Does Macropru Leak? Evidence from a UK Policy Experiment, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 46, No. 1, 2014, pp. 181-214.

<sup>⑦</sup> The Larosiere Group, Report of the High-level Group on Financial Supervision in the EU, European Commission 2009, Brussels.

图2) ,对风险的评估也是基于对过去财务绩效及现行组织程序的分析。危机之后 ,多国金融监管当局认识到这种方法的局限性 ,继而将视点转为更具前瞻性 ,将诸如“行为与文化”(conduct & culture)、金融机构经营模式等软控制措施以及标杆(benchmarking)、

专题调研等传统单个金融机构监管手段加入监管工具箱(如图3所示)。此外 ,监管者还注意到了诸如罚款、指导等传统金融监管工具的局限性 ,越来越多地寄望于影响金融体系参与者的行为 ,将沟通作为金融监管工具来实现金融监管目标。

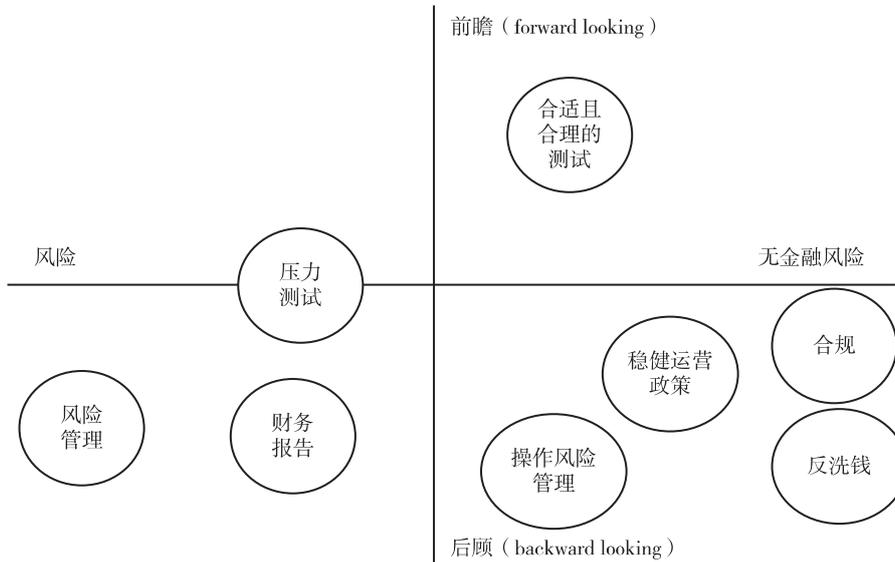


图2 危机前的监管

资料来源: A. J. Kellermann, J. de Haan & F. de Vries( eds. ) , *Financial Supervision in the 21st Century* , Springer , 2013 , p. xii.

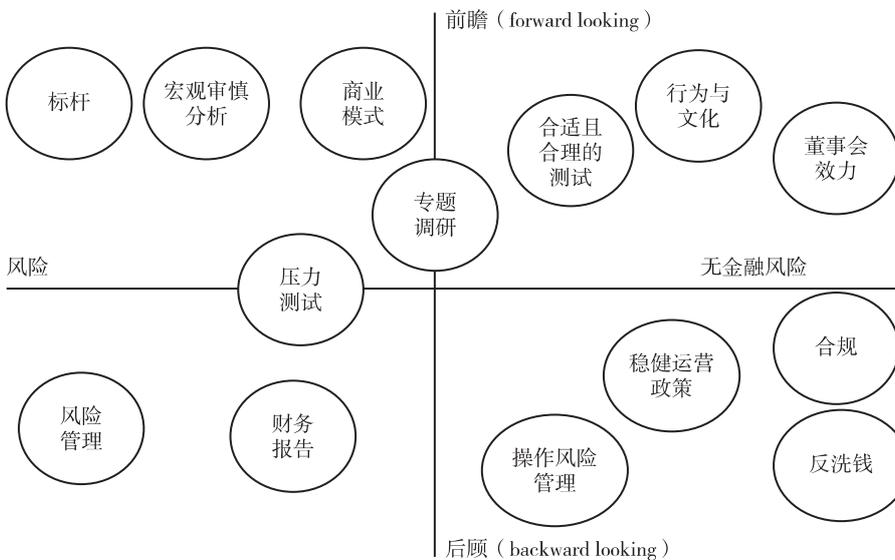


图3 危机后的监管

资料来源: A. J. Kellermann, J. de Haan & F. de Vries( eds. ) , *Financial Supervision in the 21st Century* , Springer , 2013 , p. xiii.

### (1) 前瞻性的逆周期宏观审慎监管工具

随着诸如逆周期银行资本要求、基于微观压力测试的附加资本缓冲要求、对系统性重要金融机构的资本要求、贷款价值比、抵押市场的贷款收入比等工具的引入,宏观审慎政策框架正逐步成形。从国际范围来看,在金融稳定委员会、欧洲系统性风险委员会的推动下,主要经济体的监管改革均着力于宏观审慎工具箱的进一步发展。

宏观审慎监管工具的设计围绕两大支柱,即时间维度和跨部门维度展开。前者与时间非一致(time inconsistency)性问题相关,后者则主要来源于包括投资活动的羊群效应、共同的融资来源以及风险管理实践和交易策略趋同。从目前的进展来看,围绕宏观审慎监管所做的政策工具设计,目前更多地集中在时间维度;针对跨部门风险维度所做的工具设计,目前主要是对“大而不倒”金融机构课以系统性风险附加费。

具体而言,在时间维度上,根据林(Lim)等国际货币基金组织研究人员的总结,<sup>①</sup>宏观审慎监管工具可分为三大类:A.与信贷相关的监管工具,如对贷款价值比率(Loan-to-Value, LTV)上限的限制、对债务收入比率(Debt-to-Income, DTI)上限的限制、对外国货币借款的限制、对信贷或信贷增长的限制;B.与流动性相关的监管工具,纳入对债务期限和资产流动性的考量,如对未结货币头寸占货币错配之比的限制,对期限错配的限制及准备金要求,《巴塞尔协议Ⅲ:流动性覆盖比率和流动性风险监测工具》(2013)提出的流动性覆盖比率和净稳定资金比率<sup>②</sup>两个强制性指标,以及合同期限错配、融资集中度、无变现障碍资产等监测性指标;C.与资本相关的监管工具,如逆周期资本要求、时变/动态拨备要求、利润分配限制等,用于化解与信贷高速增长和信贷驱动型资产价格膨胀、杠杆过高及过度去杠杆引致的系统性风险以及系统性流动性风险、与巨额大幅资本流动(包括外币借贷)相关的系统性风险。上述

工具均体现了前瞻经济金融运行的逆周期预防性特征。例如,根据巴塞尔协议Ⅲ提出的逆周期资本要求,银行在经济上行时间要调高风险加权比重,根据信贷余额占本国GDP的比重对长期趋势值的偏离程度计提逆周期资本缓冲;时变/动态拨备则基于熨平传统准备金的亲周期波动,每季从损益账户中提取动态拨备,以匹配经济周期内贷款组合的收入和支出,实现银行利润的准确计量。<sup>③</sup>

在跨部门维度上,针对“大而不倒”的严重后果和道德风险,G20、金融稳定委员会、巴塞尔银行监管委员会及有关国家政府纷纷从防患于未然的角度加强对系统重要性金融机构的监管。金融稳定委员会提出了解决“大而不倒”问题的框架:A.识别系统重要性机构的方法。银行参照巴塞尔银行监管委员会2013年7月提出的《全球系统重要性银行:更新的评估方法及更高的损失吸收能力要求》;保险公司参照保险监管国际协会(IAIS)2013年7月发布的《全球系统重要性保险商:初步评估方法》;非银行、非保险公司则参见金融稳定委员会和国际证监会组织(IOIC)2014年1月发布的《识别非银行非保险全球系统重要性金融机构

<sup>①</sup> C. H. Lim, A. Costa, F. Columba, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid & X. Wu, Macprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences, IMF Working Papers 2011, pp. 1-85.

<sup>②</sup> 流动性覆盖比率用来确定在监管部门设定的短期严重压力情景下,一个机构所持有的无变现障碍的、优质的流动性资产的数量,以便应对此种情景下的资金净流出;净稳定资金比率衡量的是一家机构根据资产的流动性状况和其表外承诺及负债导致的流动性或有需求状况所使用的长期、稳定资产的数量。净稳定资金的数量是金融机构所持有资产的函数,类似于风险基础资本要求。

<sup>③</sup> S. Fernández de Lis & A. García Herrero, The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and other Tools, BBVA Working Paper, No. 0918 2009.

的评估方法》。B. 降低系统重要性金融机构失败概率的方法(如附加资本要求)及加强监管政策(参见金融稳定委员会2012年9月发布的《提高系统重要性金融机构监管的频度与效力》)。C. 确保及时有效清偿、减轻系统重要性金融机构失败影响的政策,参见金融稳定委员会2011年10月发布的《金融机构有效清偿机制的关键特征》。截至2014年末,对系统重要性金融机构的监管在更有效的监管互动、更关注治理与文化、更稳健的压力测试、更强有力的解决方案计划、增进金融市场基础设施监管(FMI)方面已取得长足进步。<sup>①</sup>

(2) 推进结构化银行业改革(structural banking reform)

鉴于危机之后公共安全网拓展覆盖至投资银行业务领域,且危机爆发前混合关系银行业务与交易基础银行业务(transaction-based)带来的文化转变导致更高杠杆、资产负债表更进一步扩张及更为恶化的“大而不倒”问题,主要发达经济体相继试图在核心银行业务(如支付结算)与投资银行及资本市场业务之间建立一道屏障,采取限制银行经营范围、简化复杂银行集团的法律及操作框架等措施,达到减低系统性风险、增强存款人保护、限制风险敞口的目的。如美国的沃尔克规则(Volcker Rule)、推出掉期规则<sup>②</sup>(Swaps Push-Out Rule)和外国银行组织规则<sup>③</sup>(Foreign Banking Organisations Rule),英国根据2013年《金融服务(银行改革)法案》[Financial Services (Banking Reform) Act 2013]实施的“核心业务隔离”以及自2014年9月起对非欧洲经济区分支机构实施的监管办法,欧洲议会和理事会于2015年采纳的关于限制自营交易及隔离存款机构从事交易活动(包括做市)的规定。

结构化银行改革试图通过以下渠道促进金融稳定:A. 对投资银行与商业银行分别提出资本要求、杜绝混合筹资,减少二者之间交叉传染的风险;B. 降低交易基础业务的激励

与风险倾向影响关系基础商业银行业务的程度,以作用于金融机构的风险文化;C. 增强银行体系的损失吸收能力,提高银行的可处置性。从全球范围来看,这一结构化银行业改革事实上是从经营活动隔离(参见表1)和经营地域隔离两个方面展开的。以英国为例,英国监管当局不仅要求隔离银行不能在非欧洲经济区开设子公司或分行,且其所属集团只能通过其他的独立实体在非欧洲经济区开展经营活动;杜绝隔离银行与其他金融机构的金融交易,不允许隔离银行从事投行业务,要求隔离银行只能进行表内融资,并逐渐减少对批发融资的依赖。

(3) 强调金融机构治理、行为、文化等软因素与金融稳定的密切关联

金融危机凸显了金融机构治理、行为及文化对于其审慎及道德要求的重要影响,因而,建立一套识别金融机构行为特征的制度,对可能造成审慎和诚信风险的来源及其延续的行为提出预警,成为危机之后金融监管框架不可或缺的组成部分(如图4所示)。例如,金融稳定委员会2014年4月发布了《监管与金融机构风险文化互动指南》;<sup>④</sup>荷兰央行将诸如公司管理架构、管理组织、管理质量、领导风格、董事会及监管会的效力以及薪酬政策等行为和文化因素纳入监管框架。

<sup>①</sup> FSB, Overview the Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability, Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, 14 November 2014.

<sup>②</sup> 该规则禁止投资银行进入美联储的紧急贷款机构或依赖联邦存款保险。

<sup>③</sup> 根据该规则,资产在500亿美元以上的外国银行组织必须通过美国间接持股公司持有其美国子公司股份,适用于美国银行控股公司应用的资本、资本规划、流动性及压力测试要求。

<sup>④</sup> 参见 [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/c\\_140206o.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/c_140206o.pdf)。

表 1 主要发达经济体结构化改革方案比较

	沃尔克	利卡宁	维克斯
广义方法	商业银行与某些投资活动的机构隔离 (institutional separation)	子公司化 (subsidiarisation): 自营交易及高风险交易活动必须交给一个隔离的法人实体	隔离 (Ring-fencing): 通过设置零售银行栅栏结构化隔离活动
存款机构可以:			
- 作为当事人从事证券及衍生品交易	否	否	否
- 参与做市	是	否	否
- 从事承销业务	是 <sup>a</sup>	是	限制
- 持有其金融机构的非交易敞口	不限制	不限制	限制(集团内交易)
持有银行及交易商子公司股份	不允许	允许	允许
地理限制	无	无	限制英国境内的隔离银行向欧洲经济区以外提供服务

<sup>a</sup>: 应客户/交易对手要求的承销。

资料来源: L. Gambacorta & V. R. Adrian, Structural Bank Regulation Initiatives: Approaches and Implications, Bank for International Settlements Working Paper, No. 412, April 2013, p. 3。

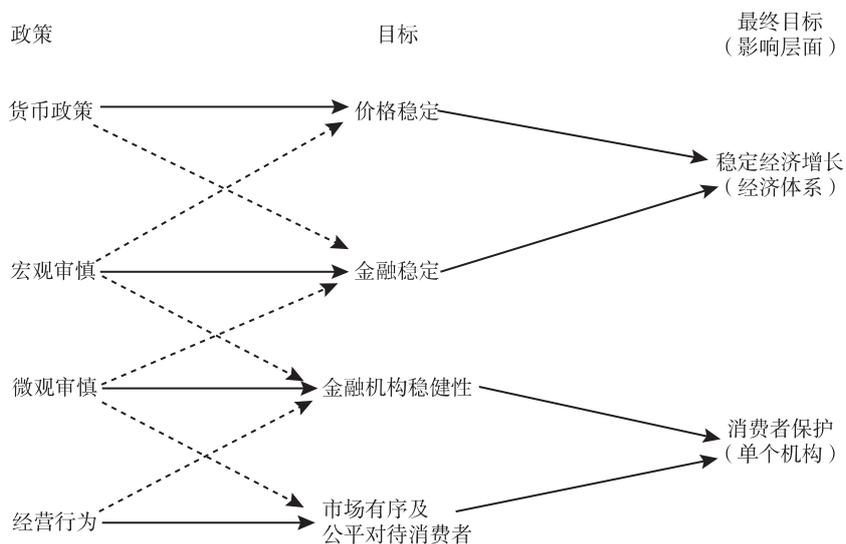


图 4 监管政策框架

资料来源: D. Schoemaker & J. Kremers, Financial Stability and Proper Business Conduct, in R. H. Huang & D. Schoemaker (eds.), Institutional Structure of Financial Regulation: Theories and International Experiences, 2014, p. 31。

2. 金融监管架构更具“超机构性”  
(supra-institutional)  
(1) 设立超级金融监管机构,拓展金融

监管范围  
为有效防范系统性风险而设立超级金融  
监管机构,是主要国家金融监管改革的重点

之一。<sup>①</sup> 美国、欧盟、英国相继设立了金融稳定监督委员会( FSOC)、欧洲系统性风险委员会( ESRB) 和金融稳定理事会( CFS)。超级金融监管机构的设立, 赋予危机之前几乎被排除在金融监管体系之外的中央银行防范系统性风险和实施宏观审慎监管的职能, 危机之前未受监管的投资产品、未受重视的金融消费者利益保护也被纳入监管范围, 极大地拓展了金融监管的广度与深度。以美国为例, 主要的变化体现在: A. 设立消费者金融保护局( Consumer Financial Protection Bureau), 确保消费者获得清晰、准确的金融产品信息, 保护消费者免受各类金融诈骗侵害; B. 设立金融稳定监督委员会, 防范系统性风险, 防止大型或复杂金融机构的产品和经营活动对金融体系的稳定构成威胁; C. 结束对“大而不倒”金融机构的救助, 创新给失败金融机构提供流动性的安全路径, 对大型金融机构施加更为严格的资本及流动性管制要求; D. 提高衍生品市场的透明度和责任追究力度, 填补监管空白; E. 赋予监管部门追捕以美国家庭及企业利益为代价的金融欺诈、利益冲突和操控的权力。

(2) 采用超机构的专题和部门研究方法( thematic and sectoral analysis)

金融机构的相互关联及金融风险的跨机构、跨部门特征在次贷危机中体现得淋漓尽致。这就要求监管方法不能仅仅局限于传统的机构导向方法( institution-oriented approach), 还要对风险发生领域、监管主题有更为敏锐的观察, 即更强的宏观导向。部门或专题研究的结构化应用是这一超机构方法( supra-institutional approach) 的核心组成部分, 可通过概览常规经济形势、部门发展趋势及相关问题, 为识别整个部门的脆弱性提供清晰的观点。<sup>②</sup> 不仅如此, 设定标杆、单个金融机构与其同业进行比较, 也是识别极端情况及最佳实践的有效工具。

如今, 已有许多国家的金融监管当局采用专题研究的方法。例如, 荷兰银行通过专

题研究以更好地识别哪些金融机构在风险或经营策略方面出现了极端状况, 借此辨识可能导致系统性风险的行业趋势。<sup>③</sup> 美联储则采用“水平评估”( horizontal reviews) 来检查银行机构间的特定风险或业务活动, 如 2009 年执行的监管资本评估方案( Supervisory Capital Assessment Program)。<sup>④</sup>

### (3) 大力推进国际金融监管合作

次贷危机之后, 各国政府及监管部门开始加强金融监管的国际合作。G20、巴塞尔银行监管委员会、金融稳定委员会、国际货币基金组织等国际组织是推动国际金融监管合作的重要力量。<sup>⑤</sup> G20 作为危机之后取代 G7 的国际经济金融治理的最重要平台, 自 2008 年华盛顿第一次峰会以来, 历次峰会均就加强国际金融合作提出倡议或方案。2010 年 6 月 25 日的 G20 多伦多峰会, 更首次明确了国际金融监管的四大支柱——强大的监管制度、有效的监管、风险处置及解决系统重要性机构问题的政策框架、透明的国际评估和同行评议, 要求各成员国必须接

<sup>①</sup> 对典型超级金融监管机构——美国金融稳定监督委员会( FSOC)、欧盟的欧洲系统性风险委员会( ESRB)、英国的金融稳定理事会( CFS) 的描述可参见中国人民银行济南分行调查统计处课题组: 《国际金融监管体制改革比较研究及对我国的启示》, 《金融发展评论》2012 年第 9 期, 第 109 页。

<sup>②</sup> Financial Stability Board, Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision: Recommendations for Enhanced Supervision, Financial Stability Board, Basel, 2010.

<sup>③</sup> De Nederlandsche Bank, From Analysis to Action: Action Plan for a Change in the Conduct of Supervision, DNB 2010, Amsterdam.

<sup>④</sup> B. S. Bernanke, Financial Regulation and Supervision After the Crisis: The Role of the Federal Reserve, in Speech at the Federal Reserve Bank of Boston 54th Economic Conference, Chatham 2009.

<sup>⑤</sup> N. Véron, Financial Reform After the Crisis: An Early Assessment, Bruegel Working Paper, No. 2012/01, 2012.

受国际货币基金组织和世界银行的金融部门评估规划(FSAP)和金融稳定委员会的同行审议。金融稳定委员会作为主要经济体携手共建金融监管新框架的主导,已取得了一些令人瞩目的进展:洛斯卡沃斯峰会上通过了金融稳定委员会提出的针对所有金融交易参与方的全球法律实体标识符(LEI)系统,<sup>①</sup>成立了代表公众利益的全球管理框架,并于2013年3月正式启动;推动各国监管当局在多边框架协议约束下,就改善系统重要性金融机构之间相互关联及有关风险敞口的数据采集和数据共享达成共识;2014年9月,发布了关于解决行动跨境认可的咨询文件,提出涵盖各国解决行动认可及合约方法的法定制度的一系列政策工具及指南;促成专业组织介入国际监管合作,如与国际掉期与衍生品协会(ISDA)共同提出了国际掉期与衍生品协会主合同草案。<sup>②</sup>此外,国际专业组织在国际金融监管合作中亦发挥了重要作用。例如,在改进会计、审计和信息披露方面,国际会计准则理事会(IASB)与美国财务会计准则委员会(FASB)分别就金融工具、权益投资、贷款损失拨备等的确认与计量问题进行了完善;独立审计监管机构国际论坛(IFIA)就全球审计质量特别是对系统重要性金融机构的审计展开连续调查;强化信息披露工作组(EDTF)自2012年10月以来连续报告《强化银行风险披露》。

### 3. 金融监管涵盖范围更具完整性

危机之后,各主要经济体开始追求“无缝”监管,<sup>③</sup>力图扩大监管范围、弥补监管漏洞。总体而言,相较于危机之前,金融监管涵盖范围的拓宽主要体现在以下三个方面。

#### (1) 加强影子银行体系监管

针对次贷危机暴露出来的影子银行监管空白及其负面影响,金融稳定委员会从以下五个重点领域<sup>④</sup>着手,力图将影子银行体系变革为“有弹性的、以市场为基础的融资体系”(resilient market-based financing)<sup>⑤</sup>:一是缓解常规银行体系与影子银行体系之间的相

互溢出效应,目前巴塞尔银行监管委员会已完成对银行投资股权基金的风险敏感资本要求及测度与控制银行大额敞口的监管框架;<sup>⑥</sup>二是降低货币市场基金发生挤兑的敏感性,在国际层面,国际证监会组织(IOSCO)正在对国家/地区在货币市场基金是否遵照该组织建议进行改革及其进展执行“第一级”(level one)同行评价;<sup>⑦</sup>三是提高资产证券化的透明度并校准其激励政策;四是抑制诸如回购、证券借贷等证券融资交易的顺周期性及其他金融稳定风险;五是评估及缓解由其他影子银行实体和活动造成的系统性风险。至此,影子银行体系的监管框架初步建立。

第一,确定了影子银行体系监测及评估的两步法(如图5所示)。首先,监管当局要广撒网,检视所有非银行信用中介,以确定搜集的数据和监管覆盖影子银行可能诱发系统性风险的所有领域;其次,基于政策需要缩窄聚焦范围,集中于系统性风险(特别是到期/流动性转换、不完备的信用风险转移及杠杆)增加和监管套利侵蚀监管福利的非银行信用中介领域。

<sup>①</sup> 具体论述可参见王达、项卫星《论国际金融监管改革的最新进展:全球金融市场LEI系统的构建》,《世界经济研究》2013年第1期。

<sup>②</sup> 参见<http://www.isda.org/publications/isda-masteragrmnt.aspx>。

<sup>③</sup> 中国人民银行济南分行调查统计处课题组《国际金融监管体制改革比较研究及对我国的启示》,《金融发展评论》2012年第9期。

<sup>④</sup> Financial Stability Board, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities, 29 August 2013, p. i.

<sup>⑤</sup> Financial Stability Board, Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Financing: An Overview of Progress and a Roadmap for 2015, 14 November 2014.

<sup>⑥</sup> Ibid., p. 3.

<sup>⑦</sup> Ibid., p. 4.

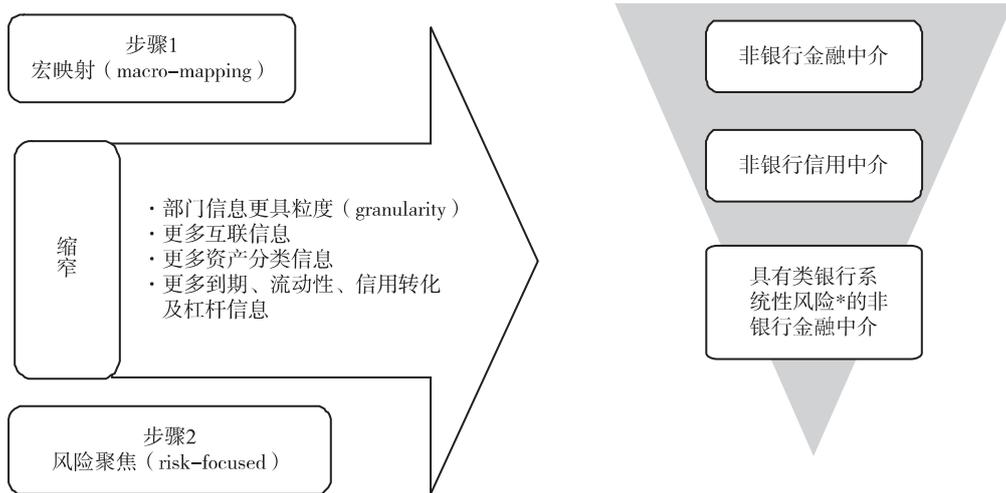


图5 影子银行体系测度简化示意图

\* 类银行系统性风险包括到期转化、流动性转换、不完备风险转移和杠杆。

资料来源: FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, 2014/10/30, p. 12。

第二,明确了影子银行体系监管的五项原则:①A. 聚焦(focus)原则:瞄准影子银行体系风险及外部性,谨慎设计监管举措; B. 相称(proportionality)原则:监管措施应与影子银行对金融体系构成的风险相对称; C. 前瞻性及适应性(forward-looking and adaptable)原则:监管措施应具有面向新出现风险的前瞻性及适应性; D. 有效性(effectiveness)原则:行之有效地设计及执行监管措施,平衡国际社会对解决常规风险一致性的需求,避免产生因金融结构及司法差异所致的跨境套利机会; E. 评估及回顾(assessment and review)原则:定期评估监管措施的有效性,适时采取必要改进措施。

第三,初步确立了监控影子银行体系的三阶段流程:第一阶段,使用资金流量表及统计和监管信息扫描和估测广义影子银行规模;第二阶段,量化方法(以期限转化、流动性转化、信用风险转移和杠杆为主要指标,识别信用中介链)与质化方法(如监管机构访谈、与市场参与者沟通)相结合,识别造成系统性风险或监管套利的影子银行体系;第三阶段,基于与常规银行体系的关联度、规模、

盈利绩效等要素,深入研究引发系统性风险或监管套利的实体、市场和工具的潜在影响。

第四,构建了影子银行监管的政策工具箱,管理范围包括:②A. 管理具有挤兑敏感特征的集体投资工具,包括管理在压力市场情况下赎回压力的工具(如赎回门槛、延迟赎回、课征赎回费或采取其他赎回限制、侧袋账户)、管理流动性风险的工具(如限制非流动资产投资、流动性缓冲、资产集中度限制)、杠杆限制、资产组合期限限制; B. 依赖短期融资的贷款拨备,包括对吸收存款的非银行贷款提供者施以审慎监管、资本要求、流动性缓冲、杠杆限制、大额敞口限制及负债类型限制; C. 依赖短期融资或客户资产担保融资的市场中介活动,包括审慎监管、流动性要求、资本要求、限制对客户资产的使用等; D. 信贷创造便利,工具包括资本要求、限制经营规模及范围、流动性缓冲、加强风险管理

① Financial Stability Board, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities 29 August 2013, p. 12.

② Ibid., pp. 14 - 22.

以捕捉尾部事件、承保人/保证人和投保人/被保险人之间的强制性风险共担; E. 基于证券化的信用中介与金融机构融资,包括限制期限/流动性转换、限制合格担保、限制银行/其他金融机构的敞口及负债。

### (2) 加强对场外衍生品的监管

针对金融危机暴露出的场外衍生品监管的巨大漏洞,G20在2009年及其后的会议中就提高场外衍生品的市场透明度、缓释其系统性风险、防止市场舞弊提出了改革计划:所有场外衍生品合约均应向交易储存系统(Trade Repositories,TRs)报告;标准化的场外衍生品合约均须经由交易所或经批准的电子交易平台进行交易,并通过中央对手方(Central Counterparty,CCP)清算;非集中清算合约须满足更高的资本及保证金要求。在改革计划的推进上,全球决策机构倾向于通过金融稳定委员会采取跨越管辖权限的高级别议定原则和协调形式。

从全球范围来看,目前场外衍生品监管改革并不均衡且有所滞后,<sup>①</sup>但亦取得了相当大的进展:其一,在国家层面,改革的第一步进程——立法已接近完成,有超过半数的金融稳定委员会会员国制定了相应的法律法规,<sup>②</sup>超过四分之三的会员国对交易报告的要求业已生效,非中央集中清算衍生品的资本管理及交易报告要求已付诸实施。其二,场外衍生品的全球监管规范即将全面完成,巴塞尔银行监管委员会为源于中央清算交易的银行对手敞口制定了资本要求,国际证监会组织(IOSCO)、支付和市场基础设施委员会(CPMI)公布了《金融市场基础设施的恢复》报告,为金融市场基础设施(包括中央对手方)提供了恢复解决方案。其三,在解决跨境监管问题上,场外衍生品监管者集团(the OTC Derivatives Regulators Group)于2014年向G20峰会提交了基于监管体制差异解决跨境议题的报告。其四,金融稳定委员会和场外衍生品监管者集团试图整合不同交易储存系统的数据,以全面研判场外衍生

品市场态势,其具体措施包括:A. 要求支付与市场基础设施委员会和国际证监会组织就统一数据要求发布全球指南;B. 金融稳定委员会与支付和市场基础设施委员会、国际证监会组织联手,为开发和执行全球统一的单一交易标识码(UTIs)和单一产品标识码(UIPs)提供动力及促进协作;C. 研究满足监管当局数据要求的全球集合机制所必需的法律及监管细节问题,以及全球集合机制的恰当治理架构问题。

### (3) 加强金融消费者保护

次贷危机之后,金融消费者保护受到各国监管当局及国际组织的高度重视,旨在通过加强消费者保护来促进金融稳定和增加消费者福利的相关文件陆续出台。经合组织(OECD)于2009年发布了《经合组织金融教育及信贷认知良好实践推介》(OECD Recommendation on Good Practices on Financial Education and Awareness Relating to Credit);G20于2011年出台了《G20首脑认同的金融消费者保护高级原则》(High-level Principles on Financial Consumer Protection endorsed by the G20 Ministers);世界银行则于2012年推出了《金融消费者保护的良好实践》(Good Practices for Financial Consumer Protection);联合国2015年亦发布了《联合国消费者保护指南修订版》(Revisions of the UN Guidelines for Consumer Protection)。

在实践层面,部分发达经济体在认真总

<sup>①</sup> Financial Stability Board, Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability, Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, 2014/11/14, p. 22.

<sup>②</sup> 在美国相关的监管措施内嵌于多德—弗兰克法案,主要由商品期货交易委员会(CFTC)联合证券交易委员会(SEC)来执行。在欧洲,相关的监管则较为零散,大部分的衍生品监管改革是通过《金融工具市场指令》(MiFID)和《欧洲市场基础设施监管规则》(EMIR)来实现的。

结次贷危机教训的基础上,调整金融监管框架,<sup>①</sup>明确并落实金融消费者保护的组织和执行,在投资者补偿、存款保险、按揭贷款、普惠金融、零售投资产品(PRIPs)等方面加强立法与执法,<sup>②</sup>不断完善金融消费者权益保护实践。

一是设立了专门的金融消费者保护组织机构,确保消费者能够及时获得并充分理解金融交易所必需的决策信息,保护消费者免受不公平、欺诈性或歧视性金融交易的侵害,促进公平竞争;加强与司法部门的合作,确保金融消费者保护相关法律法规能够得到落实;拓宽金融服务通路,鼓励金融服务创新,推动消费者金融产品及服务市场的透明高效运行。

二是基于透明、简单、公正、问责、全面共享的原则,改革金融消费者保护法规、监管及行政举措。包括:确保信息披露清晰、简洁、准确,保证消费者能够正确理解,要求金融机构动态更新与及时沟通与消费者相关的信息,监管部门对此定期加以检查;建立和完善第三方争议处理机制,确保争议处理机构<sup>③</sup>的独立性、判决约束力及消费者正当权益的有效伸张;监管当局就简单且定价直接的普通型金融产品制定统一的标准,要求金融服务提供商和中介以推广此类产品为优先;金融消费者保护部门有权对产品条款和金融服务提供实践设定的限制;金融消费者保护部门有权处罚不公平、欺骗性、误导性金融交易的提供者;确保消费者和社区都能享受到审慎的金融服务。

三是加强金融教育,提高金融知识普及率。<sup>④</sup>首先,调查并测度公众对于金融知识的需求,对金融教育现状进行诊断;其次,设计财务可持续、能激励金融消费行为转变的金融教育策略,作出制度和治理安排;再次,制定金融教育的长期发展规划及动态反馈调整机制;最后,通过多渠道的信息传递,创新教育环境与网络,激发公众参与,提高金融教育成效。

108

### 三、全球金融监管改革面临的挑战

正如沃尔克(Volcker)所指出的,“为了复苏及维护市场功能,政府和中央银行采取了激进的措施,力度之大、范围之广,前所未有的”。<sup>⑤</sup>从实践来看,全球金融监管改

<sup>①</sup> 美国在《多德—弗兰克法案》中将金融消费者保护提到了历史性高度,一改多年来金融消费者保护居于次要定位的状况,成立了消费者金融保护局(CFPB),赋予其保护整个金融领域的消费者免受各种不公平、欺诈和违规行为的损害的职责。英国则将金融监管架构重组为金融审慎监管局(PRA)和金融行为监管局(FCA)的“双峰”模式,通过设立消费者保护和市场监管局(CPMA),专注于消费者保护和金融市场规则监管,要求金融市场为消费者提供易于理解的高透明度产品,确保消费者能够获得所需的金融服务。欧盟金融监管改革将“金融消费者保护”列为欧洲金融监管系统工作任务的绝对核心。三大欧洲金融监管局有权调查特定金融产品或交易行为,以评估其可能会对金融市场造成的风险,并在必要的时候发出预警。三大金融监管局还可临时限制或禁止有害金融交易行为或产品,并要求欧盟委员会提出立法建议永久禁止或限制此类交易行为或产品。这些规定,体现了欧盟金融监管者从“买者自负”到“卖者有责”的理念转变。

<sup>②</sup> L. Kastner, Much Ado about Nothing? Transnational Civil Society, Consumer Protection and Financial Regulatory Reform, *Review of International Political Economy*, Vol. 21, No. 6, 2014, pp. 1313 - 1345.

<sup>③</sup> 如英国、美国、澳大利亚、印度等英语国家的“申诉专员”,欧洲“消费者中心网络”,新加坡和日本的“争议处理中心”。

<sup>④</sup> 根据经合组织发布的报告,截至2015年,全球已有59个经济体将金融教育定为国策。参见 <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/National-Strategies-Financial-Education-Policy-Handbook-Highlights.pdf>.

<sup>⑤</sup> P. Volcker, How to Reform Our Financial System, *New York Times*, January 31 2010.

革已初具成效<sup>①</sup>然而,一如所有的新生事物,金融改革方案不可避免地存在许多不如人意的地方,一些领域的关键问题仍悬而未决。

### 1. 金融监管改革是否能达成预期目标?

席卷全球的金融监管改革,究竟是达到了抑制系统性风险、促进金融稳定的预期目标,还是会落入古德哈特定律(Goodhart's Law)<sup>②</sup>?金融体系回馈的是令人讶异甚至不愿目睹的响应?从历史上看,事实似乎往往如此。以基于风险的资本监管为例,第一版巴塞尔协议为解决银行风险承担引发的市场失败,要求银行持有与其资产负债表风险水平相当的资本,结果造成了银行的监管套利;第二版巴塞尔协议认识到了这一问题,并给出了更加精确的风险加权资产计算方法,结果在一定程度上助推了金融体系的顺周期性;第三版巴塞尔协议为此引入了逆周期资本缓冲,与此同时,金融监管当局开始针对系统重要性金融机构提出资本附加,并要求集中清算衍生品。然而,这些举措也很少考虑金融体系会作出何种反应。<sup>③</sup>这不得不令人们对次贷危机之后轰轰烈烈的金融监管改革能否奏效心生疑虑。

(1) 日益复杂的金融监管规则能提高监管效力吗?

霍尔丹(Haldane)和马德拉斯(Madouros)认为,按照“狗抓飞盘”<sup>④</sup>原理,金融监管规则和预测模型的复杂化<sup>⑤</sup>会增加已然十分复杂的金融体系的不确定性,继而降低金融监管的效率与效果。更何况估计金融监管政策效果的难度会随着政策的复杂性呈几何级数增长,复杂程度越高,金融机构打擦边球的机会也就越多。删繁就简反而是金融监管体系可行的解决之道。帕帕迪米特里欧(Papadimitriou)亦提出,金融改革的真正挑战是建立一个简化金融体系和金融机构活动的金融架构,后者是有效实施监管的基础。

另一方面,金融监管改革方案是否足够完善也是一个值得商榷的问题。

其一,金融监管改革方案可能是多方博弈甚至妥协的结果,是政府将经济租从一个集团转移至另一集团以获取隐性或显性收益的手段。<sup>⑥</sup>以美国为例,吉尔森(Gilson)

<sup>①</sup> 例如,对欧洲及美国金融市场的研究表明,次贷危机之后的金融监管改革有效地降低了公众对于救助系统性银行的预期,其中又以《多德—弗兰克法案》的影响最为明显。参见 A. Schäfer, I. Schnabel & B. W. Di Mauro, *Financial Sector Reform After the Subprime Crisis: Has Anything Happened? Review of Finance* 2015, pp. 1-55。再如,天津市金融系统“金融风险管理与金融监管”课题组提出,金融危机后,美国通过了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》,对其金融监管积弊进行了有效的革除,在系统性风险监管、消费者保护、银行业务范围限制以及破解“大而不倒”问题等关键领域实现了较大的突破。

<sup>②</sup> 通常指一项社会指标或经济指标,一旦成为一个用以指引宏观政策制定的既定目标,那么该指标就会丧失其原本具有的信息价值。参见 C. Goodhart, *Problems of Monetary Management: The U. K. Experience*, *Papers in Monetary Economics*, Reserve Bank of Australia, 1975。

<sup>③</sup> W. Wagner, *Unintended Consequences of Macroprudential Policies*, in D. Schoemaker (ed.), *Macroprudentialism*, CEPR Press, 2014, pp. 105-113。

<sup>④</sup> “狗抓飞盘”是指在复杂环境下的决策问题。在飞盘不断旋转的复杂不确定环境中,狗并没有采用衡量风速、飞盘转速等一系列因素的复杂模型,而是遵循最简单的经验法则——按照一定的速度奔跑,保持注视飞盘的角度基本稳定,所以成功抓住了飞盘。该经验法则也可以适用于人类面对复杂环境的决策。

<sup>⑤</sup> 例如,巴塞尔协议 III 的实施,意味着一个大型复杂银行每天的计算量从 30 年前的几位数增加到当前的几百万。参见 A. Haldane, *Capital Discipline*, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/documents/speeches/2011/speech484.pdf> 2011。

<sup>⑥</sup> 尽管从治理市场失败的视角来看,金融体系稳定是一种公共品。参见 M. Shirakawa, *International Financial Stability as a Public Good*, *Keynote address*, <http://www.bis.org/review/r121015c.pdf>。

等<sup>①</sup>认为,危机之后迫于政治压力而放松公允价值报告标准是一个极为糟糕的干预甚至倒退,事实上降低了市场的有效性。正如巴思(Barth)和莱兹曼(Landsman)<sup>②</sup>所指出的,“与资产证券化和衍生品会计计量与确认相关的信息透明度和信息披露,不足以使投资者恰当地评估受影响银行资产和负债的价值及风险程度”。而次贷危机的深刻教训之一就在于揭示了市场对于价格形成的信息障碍所致的摩擦(包括使用信息中介的代理成本、某种市场结构的限制、获取及有效评估复杂且模糊的市场工具所需的高昂信息成本)表现出的极度敏感性。有效的金融监管应寻求提高透明度,后者反过来又能提高监管有效性。伍利(Wooley)和齐格勒(Ziegler)亦认为,美国采取的是双层金融改革策略——在保持与金融精英良好关系的同时,响应草根群体对更为严格的监管的诉求,这就决定了《多德—弗兰克法案》不可能彻底地贯彻改革愿景。<sup>③</sup>

其二,金融监管体制改革与一国的政治、经济、文化背景密切相关,处理好一致性和差异性问题并不容易。一如货币政策,金融监管改革的艺术成分高于科学成分,淮南之橘,淮北成枳,国际经验的作用事实上是十分有限的。另一方面,由于各国的金融周期不可能完全一致,不同国家不同时期逆周期缓冲的实施必须存在差异。可轻易转移资本的国际金融机构在面对一国较高的资本要求时,大可重新配置在其他国家的借贷体量,从而有可能激发信贷增长国的信贷繁荣,造成全球金融体系的扭曲。

#### (2) 金融监管改革工具能发挥效用吗?

帕帕迪米特里欧认为,《多德—弗兰克法案》提出限制银行的业务范围,不过是拾20世纪90年代明斯基(Minsky)之牙慧,并不能切实解决问题。而更具讽刺意味的是,明斯基最终放弃了其所提出的类似方案。<sup>④</sup>事实上,金融监管改革工具的执行成本、互补性、潜在的负面效应尚有待于进一步深入探

讨,一些无法回避的关键问题仍亟待解答。

其一,金融监管改革工具的效用与组合问题。从行为金融的视角来看,金融体系顺周期的根源在于风险近视<sup>⑤</sup>和羊群行为<sup>⑥</sup>,金融监管改革工具能否从源头消弭这些根源,并无证据支持。著名经济学家、前英格兰银行货币政策委员会成员古德哈特(Goodhart)认为,当前宏观审慎的改革“方向是正确的,却不足以维持合意的稳定水平”。<sup>⑦</sup>瓦格纳(Wagner)甚至质疑巴塞尔协议III的效力,因为该协议认为繁荣和萧条是离散的外生事件,并据此要求银行在过度繁荣和严重萧条时调整资本缓冲。然而,众所周知,周期是时间推移而成的,金融与宏观经济之间的反馈

<sup>①</sup> R. J. Gilson & R. Kraakman, Market Efficiency After the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs, *Virginia Law Review*, Vol. 100, Issue 2, 2014, pp. 313 - 375.

<sup>②</sup> M. E. Barth & W. R. Landsman, How did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis? *European Accounting Review*, 2010, p. 399, pp. 405 - 407.

<sup>③</sup> J. T. Wooley & J. N. Ziegler, The Two - Tiered Politics of Financial Reform in the United States, Institute for Research on Labor and Employment 2011.

<sup>④</sup> D. B. Papadimitriou, Preface, in J. Kregel, Minsky And The Narrow Banking Proposal: No Solution For Financial Reform, Public Policy Brief, No. 125, 2012, Levy Economics Institute of Bard College, p. 3. [http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb\\_125.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_125.pdf).

<sup>⑤</sup> 参见 N. Gennaioli, A. Shleifer & R. Vishny, Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Fragility, *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, No. 3 2012.

<sup>⑥</sup> 金融市场的羊群理论,可参见 S. Bikhchandani & S. Sharma, Herd Behavior in Financial Markets: A Review, IMF Staff Papers, Vol. 47 2001.

<sup>⑦</sup> C. Goodhart, The Use of Macroprudential Instruments in D. Schoenmaker (ed.) *Macroprudentialism*, CEPR Press, 2014, p. 15.

与放大机制促成了繁荣的内生积累。<sup>①</sup>

另一方面,金融监管工具箱的组合,是否能如预期般扬长避短、发挥协同效应?目前学界鲜有持肯定态度者,持负面预期者似乎不在少数。例如,霍华思(Horváth)和瓦格纳<sup>②</sup>主张,逆周期宏观审慎政策可能会增加跨部门风险——在逆周期资本要求下,银行在资金充裕的经济上行时期面对较高的资本要求,在融资成本高企的经济下行时期则只需相对较少的资本,这就使得银行被隔离在经济波动之外。然而,被隔离在冲击之外的银行会产生投资相关业务活动的激励,其结果是经济体对于冲击的敏感度以及系统性危机发生的概率均会上升,而非下降。

其二,金融监管改革工具的使用如何兼顾情境差异?林(Lim)等学者基于49个国家的研究发现,至少有三个方面的因素影响宏观审慎政策工具的选择:A.经济与金融发展状况。相较于发达经济体,新兴市场经济体因金融市场欠发达且银行在金融体系中占主导地位,解决市场失败问题的需求更强烈,因而更广泛地运用宏观审慎监管工具;新兴市场经济体更关注系统性、流动性风险,更多地使用流动性相关的监管工具;发达经济体则更喜欢运用与信贷相关的监管工具。B.汇率体制。由于固定汇率制为金融机构通过外部融资扩张提供了隐形激励,<sup>③</sup>实施固定汇率制或管理汇率制的国家,其信贷增长往往与资本流入相关,因而会更多地使用信贷相关工具和流动性相关工具。C.冲击类型。如前所述,新兴市场经济体因其经济体量小、开放度不高而将资本流入视为一大冲击,故往往使用资本相关工具(如对外汇借款上限的控制)和流动性相关工具(如阿根廷、巴西、哥伦比亚、秘鲁、乌拉圭等)。由此可知,实施金融监管改革,不可一味照搬照抄,而应立足实际加以选择。

其三,金融监管改革工具如何实现与其他公共政策的协同配合?诚如博里奥(Borio)所言,要确保金融稳定,宏观审慎金融监管“只是

问题的部分答案,而非全部”,<sup>④</sup>必须至少实现与财政政策、货币政策的协同。事实上,如果国债增长失控、抑或公众对货币的未来价值失去信心,金融体系都不可能安全、高效地运行。而金融周期与商业周期的不一致<sup>⑤</sup>更使得金融监管改革必须与其他公共政策协同配合。然而,如何辨识金融监管改革与其他公共政策的交互对实体经济产生的影响及其传导机制,如何妥善解决多种政策在执行过程中的目标冲突,目前仍缺乏一致共识。例如,在货币政策与宏观审慎政策如何实现交互方面,学界依然争论未休——古德哈特<sup>⑥</sup>和塔克(Tucker)<sup>⑦</sup>均主张宏观审慎政策应与货币政策相分离,因为前者在瞄准诸如房地产市场等特定市场或部门时采用的是一种更加分解(granular)的方法;对此,博里奥<sup>⑧</sup>持反对意见,他认为货币政策与

<sup>①</sup> N. Kiyotaki & J. Moore, *Credit Cycles*, *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 2, 1997, pp. 211 - 248.

<sup>②</sup> B. L. Horváth & W. Wagner, *The Disturbing Interaction between Countercyclical Capital Requirements and Systemic Risk* (November 29, 2013), SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2187020>.

<sup>③</sup> N. E. Magud, C. M. Reinhart & E. R. Vesperoni, *Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility and Credit Booms*, *Review of Development Economics*, Vol. 18, No. 3, 2014, pp. 415 - 430.

<sup>④</sup> C. Borio, *Macroprudential Frameworks: (Too) Great Expectations*, *Macprudentialism*, VoxEU eBook, CEPR London, 2014, p. 29.

<sup>⑤</sup> 参见 M. Drehmann & L. Gambacorta, *The Effects of Countercyclical Capital Buffers on Bank Lending*, *Applied Economics Letters*, Vol. 19, No. 7, 2012.

<sup>⑥</sup> C. Goodhart, *The Use of Macroprudential Instruments*, in D. Schoenmaker (ed.), *Macroprudentialism*, CEPR Press, 2014, pp. 11 - 20.

<sup>⑦</sup> P. Tucker, *The Political Economy of Macroprudential Regimes*, in D. Schoenmaker (ed.), *Macroprudentialism*, CEPR Press, 2014, pp. 61 - 72.

<sup>⑧</sup> C. Borio, *Macroprudential Frameworks: (Too) Great Expectations?* in D. Schoenmaker (ed.), *Macroprudentialism*, CEPR Press, 2014, pp. 29 - 46.

宏观审慎政策应一前一后、并肩作战,因为货币政策影响风险感知和风险偏好,且货币政策更具说服力;波茨(Portes)<sup>①</sup>则走中间路线,认为货币政策与宏观审慎政策在某些特定时刻应达成一致。

2. 金融监管机构是否有足够的驾驭能力?

毋庸讳言,危机之后主要经济体推行的改革举措过于倚重金融监管组织机构的调整,而金融监管的成效却取决于“如何监管”<sup>②</sup>这无疑是一种形式大于内容的偏离。不仅如此,金融监管改革的实施,对于金融监管机构而言,不仅是压力,更是挑战。因为改革方案必然是以配套的形式推进的。例如,《多德—弗兰克法案》并没有对借款人与内外部监管者之间的激励冲突引起足够的重视,更没有有效地解决相关问题。<sup>③</sup>其实施进展不尽如人意或可为证。<sup>④</sup>

事实上,金融监管改革必然伴随着监管成本,包括政府监管体系的直接成本(如开发成本、合规成本、裁决成本等)以及企业和民众的合规成本(如行政及文牍成本、资本成本以及诸如购置新设备、重新规划生产流程、重置费用等经常性生产成本)。与此同时,金融监管改革在执行过程中面临着问责与透明度的挑战。如前所述,金融危机的诱因涉及公司治理、监管空白、政策制定者与消费者所获信息不充分,这表明无论是监管部门还是金融机构都缺乏相应的问责机制。而在透明度方面,目前应对次贷危机的监管改革举措,如《多德—弗兰克法案》多以传统的金融监管策略,如信息披露、对某些特定经营活动施加限制等来试图解决金融体系的系统性风险问题。<sup>⑤</sup>此外,如何以一种整合的系统方法将金融监管改革落到实处,以一种积极进取的态度和长期发展的思维提高金融监管设计、执行、监控及强化的管理能力,是金融监管改革能否奏效的关键所在。这一系统性工作包括整合监管力量、制定指导相关参与者的规制框架,推行长期的结构性改革,设

计更大范围的解决方案,提高透明度和问责力度,有效推动长期文化变革等。<sup>⑥</sup>

3. 金融监管改革是否以损失社会福利为代价?

金融监管改革的最终目标是民生福祉。事实上,这应当是设计金融改革框架的前提。因为金融体系的使命是促进经济体的资本发展。<sup>⑦</sup>然而,近期关于次贷危机之后金融监管改革措施成效的实证研究却给出了不同的答案。国际清算银行一项基于经合组织的跨国跨行业研究<sup>⑧</sup>发现,更高的资本充足比率要求有助于化解金融体系滋生的系统性风

① R. Portes, *Macroprudential Policy and Monetary Policy*, in D. Schoenmaker (ed.), *Macroprudentialism*, CEPR Press, 2014, pp. 47-60.

② 中国银行业监督管理委员会《危机以来国际金融监管改革综述》,http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/20110212C7259072B5D8DE70FF32002EE4851000.html.

③ E. J. Kane, *Missing Elements in US Financial Reform: A Kübler-Ross Interpretation of the Inadequacy of the Dodd-Frank Act*, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, No. 3, 2012.

④ 根据波尔克(Davis Polk)的《多德—弗兰克法案》进展报告,截至2014年第四季度,在《多德—弗兰克法案》超过最后期限的227个项目中,仅176个(63.5%)按期完成,详见http://www.davispolk.com/Dodd-Frank-Rulemaking-Progress-Report/.

⑤ A. M. Khademian, *The Financial Crisis: a Retrospective*, *Public Administration Review*, Vol. 71, No. 6, 2011, pp. 841-849.

⑥ OECD, *The OECD Report on Regulatory Reform*, Vol. 2: Thematic Studies, 1997, Paris.

⑦ 但这并不简单意味着银行应当无条件地为实体经济提供融资,而是建立一个促进经济发展、提高生活水平的金融架构。参见L. R. Wray, *A Minskyan Road to Financial Reform*, Working Paper, Levy Economics Institute, No. 655, 2011.

⑧ P. Aghion & E. Kharroubi, *Cyclical Macroeconomic Policy, Financial Regulation and Economic Growth* (December 2013), BIS Working Paper, No. 434, SSRN: http://ssrn.com/abstract=2397681.

险,但同时亦会产生两类逆向结果:其一,抑制有形资产部门的增长,而后者往往是最具创新性的部门;其二,影响逆周期货币政策在这些部门的增长提升效应。而作为重构银行资产负债表、恢复银行体系稳健性的重要举措,去杠杆化亦可能会导致流向实体经济的信贷萎缩,继而放大危机的负面影响。一项以53个国家为样本的研究<sup>①</sup>也表明,更高的资本监管要求降低了银行的脆弱性(以不良贷款水平测度),但同时也降低了银行效率(以息差水平测度);不仅如此,较低的不良贷款水平与对银行经营活动的放松监管相关。让(Jeanne)和科里涅克(Korinek)<sup>②</sup>的研究则显示,对银行采取宏观审慎监管试图通过影响银行信贷供给来间接影响实体部门借款人行为,会造成两种形式的漏损:其一,一部分产生负外部性的借贷活动发生在银行体系之外,事实上,美国次贷危机爆发前,有相当大一部分抵押贷款是绕过传统银行部门而承作的;其二,本国宏观审慎监管措施对国际金融机构的影响可能极为有限,从而造成一部分的监管漏损。由此可知,金融监管改革事实上是一把双刃剑,如何在经济金融稳定和社会福祉之间求得微妙的平衡,注定是金融监管改革一以贯之的核心与难题。

#### 参考文献:

1. 天津市金融系统“金融风险管理与金融监管”课题组《美国金融监管改革新政及对我国的启

- 示》,《华北金融》2012年第12期。
2. A. G. Haldane & V. Madouros, The Dog and the Frisbee, Speech presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Economic Policy Symposium 2012.
  3. Committee on the Global Financial System, Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences, CGFS Papers, Vol. 38, Basel, Bank for International Settlements 2010.
  4. D. Neuberger & R. Rissi, Macroprudential Banking Regulation: Does One Size Fit All? Thünen-Series of Applied Economic Theory Working Paper, No. 124 2012.
  5. D. B. Papadimitriou, Preface, in Jan Kregel, Minsky and the Narrow Banking Proposal: No Solution for Financial Reform, *Public Policy Brief*, No. 125, Levy Economics Institute of Bard College 2012.
  6. D. Nouy, Chapter 4 Unintended Consequences of Supervision, in A. Joanne Kellermann, Jakob de Haan & Femke de Vries (eds.), *Financial Supervision in the 21st Century*, Springer-Verlag 2013.
  7. Financial Stability Board (FSB), Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability, 10 November 2014.
  8. R. Posner, Taxation by Regulation, *Bell Journal of Economics and Management Science*, No. 2, 1971.

(责任编辑:高媛)

<sup>①</sup> K. Lee & W. Lu, Do Bank Regulation and Supervision Matter? International Evidence from the Recent Financial Crisis, *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 7, No. 3 2015, pp. 275 - 288.

<sup>②</sup> O. Jeanne & A. Korinek, Macroprudential Policy beyond Banking Regulation, *Financial Stability Review*, Vol. 18, 2014, pp. 163 - 172.