

【"审慎监管"专题】

陈雨露：宏观审慎监管：目标、工具与相关制度安排

王兆星：高风险金融机构的处置与退出机制

夏斌：国际宏观审慎管理框架是不彻底的

焦瑾璞：我国证券市场行为监管制度优化的基本思路

【IMI 研报·人民币国际化报告 2015】

系列二十九：“一带一路”建设与区域经济合作

系列三十：人民币国际化与国际贸易融资



IMI 顾问委员会

(以姓氏拼音为序)

Edmond Alphandery

Yaseen Anwar

Steve H.Hanke

李若谷

李扬

Robert A. Mundell

潘功胜

任志刚

苏宁

王兆星

夏斌

IMI 学术委员会

主任委员：陈雨露

委员（以姓氏拼音为序）

贲圣林、曹彤、陈卫东、丁志杰、Robert Elsen、郭庆旺、胡学好、纪志宏、焦瑾璞、金煜、Rainer Klump、Il Houg Lee、刘珺、陆磊、David Marsh、Juan Carlos Martinez Oliva、Herbert Poenisch、瞿强、Alain Raes、Alfred Schipke、Anoop Singh、Wanda Tseng、涂永红、王永利、魏本华、向松祚、宣昌能、张杰、张晓朴、张之骥、赵海英、赵锡军、周道许

IMI 管理团队

所长：张杰

联席所长：曹彤

执行所长：贲圣林

副所长：向松祚 涂永红 宋科

中国人民大学 国际货币研究所简介

中国人民大学国际货币研究所（IMI）成立于2009年12月20日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构 and 新型专业智库。研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式，以“融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是”为宗旨，走国际化、专业化和特色化发展道路，在科学研究、国际交流、科研咨政以及培养“能够在中西方两个文化平台自由漫步”的国际金融人才等方面卓有成效。

Established on December 20, 2009, International Monetary Institute (IMI) is a non-profit academic institution and think tank focusing on research on monetary finance theory, policy and strategy. Taking the discipline framework and thinking model of “the General Theory of Macro-Finance”, IMI follows the principle of connecting East and West, linking up academic studies, serving government and public, and seeking truth from facts. Aiming to build a world-class think tank focusing on the studies on international financial theory, strategy and policy in an international, professional and featured approach, IMI has been proved very fruitful in promoting academic exchanges, serving society, facilitating practices of financial reform at home and abroad and facilitating cultivation of financial talents “who are able to flexibly move between the East and West cultural platforms.”



IMI

更多精彩内容请登陆国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>



宏观审慎监管：目标、工具与相关制度安排

陈雨露¹

一、引言

本轮危机表明，仅仅依靠微观审慎监管很难维护金融体系的稳定，也很难确保长期的宏观均衡和经济的可持续增长。这种情况不仅在过去 30 多年的金融危机中得到了证明，而且其背后蕴含着深刻的宏观经济背景。从 20 世纪 70 年代开始，伴随着全球金融“繁荣—萧条”周期的加强，金融体系的过度顺周期性使得传统的通货膨胀机理发生了明显改变。由于大量的货币和信用源源不断地注入并滞留于金融体系，这不仅加大了金融体系和实体经济的偏离程度，而且使得金融方面的扭曲往往先于实体经济的扭曲发生，其结果是：大部分情况下，在过量的货币和信用转化为实体经济中普遍出现的通货膨胀之前，由资产价格高位崩溃带来的金融危机就已经爆发。正是由于在现代金融体系下，危机的发生可直接经由资产价格路径而非传统的一般物价渠道，这不仅使得传统的金融监管在这种宏观失衡面前无能为力，就连基于通货膨胀目标制的货币政策在宏观稳定方面也失效了。

事实上，对于宏观层面的金融和经济稳定而言，如果没有充分考虑到经济和金融活动之间的联系，要想决定资本和流动性的最优水平几乎是不可能的。尽管传统的金融监管框架同样针对金融体系和经济活动之间的关联进行了某种程度的评估，但就稳定经济的现实需要而言，这种努力还远远不够。迄今为止，大多数微观审慎政策工具和措施都没有对总体的信贷扩张或资产价格进行有效抑制，金融机构之间或金融机构与金融市场之间的相互风险承担和潜在的连锁效应也未得到充分考虑。尤其是随着金融体系中的风险表现形式越来越多样化，传统的微观审慎监管不仅对各种风险之间的相互关联性难以有效识别，同时也无力对跨机构和跨行业的风险蔓延做出及时充分的反应。经常性地，从微观审慎监管的角

¹ 陈雨露，中国人民大学国际货币研究所学术委员会主任、中国人民银行副行长

度来看，即使单个金融机构符合监管指标，但这若干个稳健经营的金融机构“加总”或“合成”之后的结果却可能已经远远超越了一个正常金融体系和经济体所能承受的极限水平。在这种情况下，传统的基于个体金融机构的微观审慎监管面临着前所未有的困境和挑战。

在微观审慎监管对于金融体系的宏观失衡无力纾困的情况下，审慎理念逐渐开始从传统的单个机构向系统视野转变，即从微观审慎向宏观审慎转变。强调宏观审慎的监管理念认为，仅凭微观层面的努力难以实现金融体系的整体稳定，监管当局需要从经济活动、金融市场以及金融机构行为之间相互关联的角度，从整体上评估金融风险，并在此基础上健全金融体系的制度设计并做出相应的政策反应。一个成熟的宏观审慎监管体系被认为能够提供监测和处理金融稳定和实体经济风险的总体框架，从而更加合理地检测金融系统性风险，同时减轻商业周期中的溢出效应。

其实，宏观审慎监管并不是一个新概念。早在 20 世纪 80 年代，“宏观审慎监管”（macroprudential regulation）一词就开始在金融文献中广泛出现，此后，克罗克特（Crockett）和怀特（White）等人进一步对宏观审慎的相关概念和政策框架进行了界定。2008 年，次贷危机爆发后，国际社会开始重新反思传统金融监管方法的内在缺陷，从而进一步强化了对宏观审慎监管重要性的认识。总体来看，在现有的资料中，对宏观审慎监管主要有两种不同的解释：一是以国际货币基金组织专家报告为代表，强调关注宏观经济走势对金融体系稳健的影响；二是以巴塞尔银行监管委员会委员博利奥（Borio）为代表，强调审慎理念本身应从微观向宏观全面转变。国际货币基金组织专家报告对宏观审慎指标进行了详细阐述，并把这些指标分为两大类：一类是微观审慎指标的汇总，另一类是影响金融体系的宏观经济因素指标。其中，微观审慎指标是指单个金融机构的稳健指标，而影响金融系统的宏观经济因素主要是指经济增长、国际收支、通货膨胀、利率和汇率以及资产和负债状况等。

总体而言，为确保宏观经济和金融体系的稳定，在传统微观审慎监管的基础上全面建立和完善宏观审慎监管已成为大势所趋。从国际实践来看，目前全球范围内关于宏观审慎监管的研究尚处于探索阶段，一些实践中的重要议题，如宏观审慎监管的基本框架如何构建，组织结构如何安排，实施工具如何开发，相关制



度如何设计等，都处于开放式的讨论过程中。毫无疑问，只有从理论上率先澄清宏观审慎监管的目标、工具和相关制度安排，才能为宏观审慎监管的实施开辟实践道路。在下文，笔者将沿着“目标—工具—制度”的结构性框架，对宏观审慎监管的理论基础和实践路径进行一个全面系统的分析，这有助于加深我们对宏观审慎监管内在机理和实践路径的认识。

二、目标

在过去的几十年中，全球经济发展有4组现象特别引人注目：一是通货膨胀水平及其波动性出现普遍下降；二是实体经济增长迅速，产出增长的波动性趋于下降；三是资产价格、信贷和投资的“繁荣—萧条”周期日益强化，周期性的金融危机频繁爆发；四是全球贸易失衡不断加剧。这4组现象同时并存，成为20世纪70年代以来全球经济发展的一个显著特征。在以上4组现象中，前两组结果是令人愉悦的，它曾一度使全球经济进入了所谓“大平稳”时代；而后两组结果则是令人沮丧的，从拉美到东亚，再到美国，它一次又一次将看似欣欣向荣的“经济奇迹”拖入危机的深渊。

如果不是此次全球金融危机的爆发，我们也许会寻找足够多的理由来支持上述4组现象中的不平衡结构，因为对于很多经济学家而言，相对于全面的通货膨胀，资产价格泡沫似乎是可以容忍的；而相对于经济增长的停滞，贸易的失衡似乎也不那么紧迫，完全可以延期解决。然而，信贷扩张和资产价格泡沫带来的问题远远比想象中的要严重，它不仅只是全球经济发展中的“白玉微瑕”，而是极具破坏性和具有自我强化能力的危机促成机制，而全球贸易的失衡无疑加重了这一问题，并将危机的链条延伸至全球一体化经济的各个角落。

事实上，20世纪70年代以来，随着金融市场的日渐发达和复杂化，金融失衡不仅周期性地发生，而且与宏观经济的失衡彼此强化。这种强化使得经济和金融长期持续、显著地偏离长期标准。从历史经验来看，同时观察到一系列这种失衡状况能有效地预测随后出现的金融危机和产出损失，因此，失衡偏离均值的程度应该是有限的，这也意味着严重的失衡是不可持续的。从这个意义上看，此次由美国次贷危机引发的全球金融危机并不是一个新鲜事物，相反，它只是信贷扩张、资产价格泡沫和监管错配所引发的宏观失衡的必然结果，这种危机机制已经

在过去 30 多年的金融危机史中得到多次佐证。在周期性发作的金融危机面前，传统监管政策的失败是显而易见的，这些政策不仅未能有效遏制金融危机的爆发，而且在事前的危机预测（预警）和事后的危机处置方面也乏善可陈。事实上，只要金融监管继续将视角局限于微观个体层面，而忽略金融机构、金融市场和宏观经济之间的相互作用，那么由系统性风险引发的金融危机就还会反复发作。

从根源上看，传统微观审慎监管政策的失败，原因在于基于单个金融机构的监管并不足以识别、阻止和消除金融体系中的系统性风险，而在个体风险转化为系统性风险的过程中，又普遍存在着“合成谬误”问题。所谓“合成谬误”是指，在一个系统中，即使从局部来看每个个体都达到了最优状态，但经“加总”之后的整体却不一定能继续保持最优状态。对于市场主体的行为而言，个体理性并不是总能保证集体的理性。在顺周期行为模式下，经济主体根据经济运行趋势信号形成的“最优”决策，在每个个体来看都是理性的，但当他们倾向于采取一致行动时，最终的结果却是非理性的。金融体系也面临同样的问题，即单个金融机构的稳健并不是总能保证作为“集合结果”的金融体系的整体稳定性。例如，在经济繁荣期，由于大多数企业都具有非常稳健的资产负债表，从单个金融机构的角度来看，此时扩大信贷规模显然是一种理性的经济行为，但如果所有的金融机构都这样做，必然导致信贷超速扩张，资产价格泡沫不断积聚，从而为金融危机和经济衰退埋下祸根；相反，一旦危机爆发或经济陷入衰退以后，为控制风险或提高流动性，单个金融机构出售资产的微观行为显然也是理性和无可厚非的，但大多数金融机构都这样做，必然导致资产价格进一步下跌，危机持续恶化。

显而易见，对于防范金融危机和控制金融体系的宏观风险（系统性风险）而言，传统的微观审慎监管之所以面临重重困境，根源在于一种微观视角的理念从一开始就无法与归属于宏观层面的系统性风险实现真正的协调。识别、防范和控制系统性风险需要一种与之匹配的宏观政策工具，这也是推动金融监管从传统的微观审慎走向新的宏观审慎的根本原因。一旦将宏观审慎监管的目标定位于减少系统性风险和增强金融体系的整体稳健性，那么，这一目标的实现将主要集中在两个方面：一是通过必要的制度设计，主动抑制金融体系内部的过度风险承担和集聚；二是当经济遭遇负面冲击时，增强金融体系的弹性和自我恢复能力，降低产出损失。毫无疑问，正如前文所指出的，实现这种目标的转变，必然涉及金融



机构、金融市场、金融制度和宏观经济之间的相互作用，除非新的宏观审慎监管框架能够有效识别各种潜在的风险源、风险结构和风险机制，否则，控制系统性风险的目标就不可能真正实现。

从监管的目标对象来看，20世纪90年代以来的金融危机表明，随着金融市场的日渐发达和金融风险的日益增加，单一的资本充足率标准已不足以保证银行体系的安全性和稳定性，机械和静态地解释银行的资产负债表往往会掩盖问题的实质。因此，宏观审慎监管关注的风险点不是特定金融机构的个体性和异质性风险，而是整个金融体系所面临的共同风险暴露。在经济金融一体化的过程中，金融机构和金融市场的参与者可能面临着相当大的共同风险暴露，尤其是那些能够产生多米诺骨牌效应的金融机构或者部门。此外，在一个典型的金融市场网络中，外部性表现为结构化产品的价值会因为越来越多的金融机构参与而迅速膨胀，因此，系统性风险的聚集还与日益扩张的网络外部性密切相关。由于金融机构之间的交易错综复杂，一旦系统逼近临界状态，任何微小的扰动就可能导致网络关键“节点”的失效，从而引起整个关联网络系统的崩溃。在一个普遍互联的网络系统中，宏观审慎监管的重点关注对象除了那些处于网络关键节点、容易诱发多米诺骨牌效应的金融机构或者部门外，还应普遍纳入对冲基金、投资银行、“影子银行”等规模较大的非银行金融机构，甚至纳入某些非金融机构，只要这些机构的行为可能给金融体系带来系统性的风险。与微观审慎监管主要关注个体银行的资产负债表不同，宏观审慎监管更加关注金融体系结构的脆弱性，包括金融市场结构、融资结构、投资者结构、金融工具结构、市场参与各方的资产负债结构等的脆弱性。

在控制系统性风险和降低产出损失的总体目标下，鉴于现代金融体系的显著特征，宏观审慎监管的一个核心目标是如何抑制金融体系的“过度顺周期性”。在过去几十年里，金融市场的一个显著特征是资产价格和信贷扩张“繁荣—萧条”周期性的增强，这种周期性内生地存在于经济和金融活动之中。实践也表明，银行许多错误的放贷决策都是在经济周期繁荣期做出的，而不是在经济衰退期。尤其是近年来，金融体系的顺周期性使得金融系统具备了某种潜在的倾向，导致金融活动持续、显著地偏离长期均衡。金融失衡及其释放的高度非线性特征，通常被定义为金融体系的“过度顺周期性”。这种金融失衡最终将以金融动荡的方式

来释放，从而加大周期性波动，导致金融和经济的过度繁荣和萧条。在上述过程中，金融机构的集体行为导致资产类型趋同，机构间风险敞口的相关性提高。同时，金融创新的发展也使机构之间联系更为密切，从而进一步加大了共同风险暴露，导致金融体系非线性的反馈机制更容易传导至实体经济。回顾最近 40 年的全球金融危机史，金融体系的过度顺周期性已成为大多数金融危机的一个基本机制。虽然金融体系的顺周期性是内生于经济行为的一种常态，但随着金融自由化在全球范围内的盛行，全球范围内的金融扩张不仅强化其经济影响力，而且使得金融体系具备了某种脱离实体经济自我扩张的能力。这不仅加重了金融体系固有的顺周期性问题，而且还以一种不断放大的效应对实体经济产生多层反馈影响。因此，宏观审慎监管要想在控制系统性风险和危机防范方面有所作为，必须将金融体系的过度顺周期性问题纳入现实的政策框架，并采取足够有效的预防和控制措施。

三、工具

此次金融危机之后，围绕宏观审慎监管工具的设计，变革主要从两个维度展开：一是时间维度，即控制或降低金融体系的过度顺周期性；二是跨部门维度，即控制或降低某一时点上金融机构的相互关联性和共同风险暴露。这两个维度与本文前面提到的金融网络效应和金融风险的时变敏感性密切相关。

从时间维度来看，宏观审慎监管要重视风险的时变敏感性，即金融体系的内生性风险随着时间（经济金融周期）而动态变化。在危机爆发前，经济繁荣已经持续了较长时间，当市场主体对风险的判断越来越乐观时，其风险容忍度也将随之不断升高，其结果是资产价格和债务杠杆螺旋上升，导致整个金融体系出现过度的风险承担。在此过程中，金融失衡的累积不可能永远持续，资产负债表的调整最终一定会发生。当某种外部冲击来临时，危机会以流动性短缺的形式出现，并随着市场信心的逆转而变得愈发严重。针对这种源于金融体系顺周期性的系统性风险，主要问题在于监管框架是否并且能在多大程度上抑制金融体系的过度顺周期性。很明显，在顺周期模式下，由于风险在经济上行期逐渐增加，而在衰退时期集中释放，因此，新的宏观审慎工具应充分考虑风险的这种时变特征和非线性影响，在经济上行期建立防御机制以备困难时期使用，从而使系统能够更好地



吸收潜在冲击，并有效限制金融失衡积累的规模，增加金融体系和宏观经济运行的整体稳定性。根据这一思路，主要宏观审慎工具的开发都旨在体现“逆风向调节”原则，比如，逆周期的资本调节机制和动态拨备制度，在会计准则、杠杆率和薪酬制度等金融制度安排中植入逆周期因素，以及通过监管评估过程或信息披露标准影响风险和定价行为的其他工具。这些工具旨在经济衰退、银行资产收缩的阶段降低拨备和资本要求，以缓解信贷紧缩，平滑经济波动；并在经济快速增长、银行资产扩张过快的阶段增加拨备和资本要求，以加强风险防范，提高金融持续支持经济发展的能力。考虑到无论是在银行主导的国家还是那些资本市场比较发达的国家，银行都位于信用中介过程的中心，因而建立更大的缓冲区使银行部门能够承受严重的冲击是非常必要的，更大的缓冲区将有助于防止金融和实体经济之间冲击的扩大。

从跨部门维度来看，宏观审慎监管涉及整个金融体系在某个特定时间点的风险分布状况，因而特别需要关注各个金融机构的投资组合和金融产品风险之间的关联性。也就是说，宏观审慎监管需要考虑不同机构之间相互影响导致的系统性风险，通过加强对具有系统重要性的金融机构监管、改进对交易对手的风险计量和控制等手段来维护金融体系的整体稳定。如果金融机构持有相似的风险头寸，那么当针对特定风险暴露（如房地产的价值）的冲击到来时，一旦所有的金融机构同时采取类似的降低风险暴露的措施时，问题资产的市场流动性将显著下降，这不仅使降低风险暴露的努力难以奏效，还将导致损失进一步扩大。这种现象被称为“拥挤交易”。如果“拥挤交易”是因为市场主体对经济走势的判断趋同而导致，那么它同样可以因为风险管理模式的趋同而促成。对于没有充足资源开发独立风险管理工具的金融机构而言，模仿其他金融机构的风险管理工具就成了一种普遍现象。在这种情况下，不仅金融机构对特定资产的风险暴露是相似的，而且其相关交易的期限也将变得更加同步，这将导致市场的波动性进一步加强。对于系统性风险的集中和跨部门分布，关键问题是如何管理金融机构所面临的共同风险暴露，这涉及在经济上行期收紧对特定行业风险暴露的资本要求。此外，由于不同的机构具有不同的系统重要性，因而应根据个体机构对系统性风险的贡献程度调整宏观审慎监管工具，提高系统性风险相对于异质性风险的权重。有助于实现上述目标的宏观审慎监管工具包括：一是减少系统重要性机构倒闭的可能性，

具体工具包括对系统重要性机构的附加资本要求、附加流动性要求以及法律和运营结构方面的监管要求；二是提高金融体系的危机应对和处置能力，具体工具旨在完善有序处理倒闭机构的程序，构建事前的危机应对机制、应急计划、监管合作和信息共享安排等；三是强化金融制度和金融市场，相关工具旨在完善金融基础设施，减少金融机构的相互关联程度。

在实践中，开发宏观审慎工具的重要一步是与现有的微观审慎工具相契合，例如实施更加严格的审慎标准（如要求持有高质量资本和充足的流动性缓冲）和对可能引发系统性风险行为的限制。从定义来看，宏观审慎风险只能通过对系统脆弱性的测量来确定，具体的测量指标包括：信贷增长、杠杆水平、资产价格、到期期限、货币错配、机构间风险暴露的相关性等。对于以上指标，需要界定“失衡”或“过剩”的标准，以区别于源自于基本面驱动的周期波动和长期趋势。政策当局只有首先对金融风险的形成进行识别，才能有效地实施逆周期操作。同时，在分析系统性风险是否已经积累到了必须采取政策反应的程度时，还需要考虑以下问题：与实体金融关联（往两个方向发展）的复杂程度、实体和金融市场中不同参与者的相互作用、对可能随时间变化的冲击所采取的可能反应、破产考虑与监管约束之间的非线性等。

为了分析金融体系的整体风险状况，充分获取市场信息非常重要。在信号提取的过程中，应注意相关政策工具的传导机制可能会随着金融中介活动和金融体系结构的改变而发生变化。金融失衡和风险暴露不是在实体经济各部门和金融中均衡发生，这些迹象可能在局部性或部门性的水平上表现得更为明显。政策工具的目的在于使政策措施能够有针对性地应用于特定部门，但以特定市场为目标的措施可能会引发其他领域的失衡。例如，对特定部门贷款的限制可能会导致其他部门信贷的过度宽松；对银行杠杆的普遍约束可能会减少银行信贷，但会增加证券发行的规模，等等。此外，介于金融机构和市场化信贷之间的金融创新、兼并重组和信贷在以机构为主还是以市场为主之间的变化可能会难以预料地改变风险分布状况。上述金融体系中的动态机制可能会对整体经济产生影响。因此，为达到逆周期操作的目的，宏观审慎政策工具要动态地加以调整，调整既可以发生在风险正在形成的繁荣期，也可以发生在信用紧缩风险增加的萧条期。在这种调整过程中，还应考虑到繁荣期和萧条期不同的风险机制，以及这种转变过程中风



险偏好的急剧变化。

此次危机后，新的宏观审慎工具的设计，还涉及如何对金融创新带来的潜在风险进行评估和处理。对于金融创新在金融危机中的作用，迄今为止，大部分文献仍然主要集中于金融创新所产生的高风险金融产品本身，而不是金融创新所导致的整个金融市场的整体性失衡，而后者恰恰是产生系统性风险的关键。从信息处理的角度而言，金融创新诱发金融危机的更深层次机制在于：过于复杂的金融创新由于超越了一般投资者的风险识别能力而导致整个市场投资决策的扭曲，其结果是市场风险分布状态的系统性失衡。这种投资者风险识别能力的集体性缺失，与金融创新同时产生的信贷扩张彼此强化，短期内使得金融市场在更高的风险状态下维持着自我实现的均衡，而这种“失衡的均衡”在任何外部冲击面前都极为脆弱。因此，新的宏观审慎视角应从过去那种集中于金融创新产品本身的风险转向更为根本的市场信息机制问题，如过度金融创新所造成的信息失真、信息机制的普遍扭曲和投资者风险识别能力的集体性缺失，等等。对于金融业的发展而言，创新的边界不能超出体系的管理能力，如果金融衍生产品过于复杂以至于超出实体经济发展的需求，那么，实体经济将最终沦为金融投资和炒作的工具，潜在风险的积聚和扩大就不可避免。基于此，新的宏观审慎框架必须要有针对金融创新的专门评估工具或方法，防止金融创新过分脱离实体经济发展的需求，可以考虑的工具包括：对金融产品市场准入设置必要的审查机制，对当前市场无法识别其风险状况的金融产品禁止流入市场，对风险过高的金融产品设置必要的交易限制条件和进行定期审查，等等。

四、相关制度安排

（一）与货币政策的关系：独立还是关联？

当今的货币政策调整是以经济增长和通货膨胀率为依据（实际就是以 GDP 和 CPI 的数据变动作为宏观经济政策调整依据），但实证研究表明，GDP 和 CPI 与金融稳定的联系程度极低，而与金融稳定存在密切联系的金融资产价格指数却不在货币政策当局考虑的范围之内。事实上，回顾最近 40 年的金融危机案例，一个显而易见的结论是，价格稳定不足以实现金融稳定，实现金融稳定需要特殊政策和工具。传统的货币政策是典型的总量调节，这种调节对包括资产价格波动

在内的结构性问题无能为力，因为在普遍的通货膨胀发生以前，资产价格的波动往往集中在以房地产为代表的少数几个领域。这种总量政策与结构性目标的不匹配意味着促进金融稳定的首选工具应当是基于宏观审慎的监管措施，其重点关注和矫正的对象是产生特定扭曲因素的根源，如日益明显的顺周期性、扭曲的激励和约束机制、普遍存在的政治和行业俘获问题等。在应对一些经济失衡问题时，宏观审慎政策比货币政策更为有效。比如，在面临信贷扩张和资产价格泡沫的问题时，货币政策为了对信贷增长和资产价格产生显著影响，可能需要将利率提高到相当高的水平，但这会对经济增长和资源利用率产生很大的负面影响，而货币政策当局可能并不掌握涉及这两者之间长期关系的充分信息。正是由于前瞻性的宏观审慎监管需要关注一系列结构性失衡问题，因而宏观审慎监管的方案也应该是一个包含多种工具的可选集——每种工具都被指派用于某个特定的失衡问题，并最终形成一个与结构性失衡相匹配的结构性解决方案。正如比恩(Bean)所指出的：“最佳方法很可能是运用一组工具。”

总体而言，在目前的货币政策不改变其总量调节基础的情况下，货币政策和宏观审慎监管将具有相对独立的操作空间，它们不仅拥有不同的政策目标和工具，而且难以互相替代。当然，强调货币政策和宏观审慎监管难以彼此替代并不意味着两者之间没有关系。金融稳定直接影响到金融市场，而金融条件会影响货币政策的传导机制。成功的宏观审慎监管可以降低金融体系的整体风险，保障货币政策传导渠道通畅。反过来，货币政策也会影响资产价格和资产负债表，进而影响到金融体系的稳定性。成功而有效的货币政策和宏观审慎政策能够互相增强和彼此促进：一方面，为增强金融体系的弹性而采取的宏观审慎政策通过在急剧的金融动荡中保护经济，增强了货币政策的有效性；另一方面，宏观经济的稳定也降低了顺周期倾向所引致的金融体系的脆弱性。同时，为增强金融系统的弹性而采取的措施通过降低在信贷供给领域的金融摩擦效应，同样有助于货币政策在更广阔的经济环境中更精确地影响信贷状况。这些效应的显著程度取决于宏观经济环境、金融状况、在金融体系中银行中介的份额，以及在银行体系中资本和流动资产的水平和分布状况。

货币政策和宏观审慎监管既拥有独立运作空间同时又彼此关联的性质意味着，真正的问题不在于二者之间的取舍，而在于二者之间的协调和配合。对于中



央银行而言，核心的问题不是徘徊于物价稳定与金融稳定之间的取舍关系，而是如何在当前的经济稳定与未来的经济稳定之间做出决策，这意味着政策实施必须通过对物价稳定和金融失衡的双重视角来全面评估经济状况。在特定的经济阶段，面对日益严重的金融失衡，必须考虑使用货币政策进行总量调节。如果当经济过热迹象已经出现时，货币政策仍然放任信贷闸门开得太大，那么，任何后续的宏观审慎工具都难以奏效。换言之，宏观审慎监管的结构性调节优势必须以适当的货币总量调节为基础——在成功的宏观审慎监管背后，必然存在一个审慎的中央银行。事实上，只有在运用货币支柱来防止整体金融过剩的基础上，宏观审慎监管工具才能更加从容地发挥结构性调控功能。当然，寄希望于将货币政策和宏观审慎政策联合起来彻底消除经济周期是不可能的，现实目标在于防止经济的大起大落，增加金融体系的弹性。

（二）决策与实施程序：规则还是相机抉择？

所谓宏观审慎监管的相机抉择，是指一旦判断出金融体系的失衡现象已经上升到危险水平，或造成系统性危险的资产泡沫正在超越常态的积累过程中，那么，监管当局就可以自上而下地直接采取相应的干预行动。与货币政策相比，宏观审慎监管者通常需要面对更多的不确定性和林林总总的具体事件。对于经济中的任何一个典型的泡沫周期（事件）而言，必定既包括内生于经济金融周期的统一性，同时也包括某些独一无二的个性化元素。由于大部分泡沫推动金融危机的实际过程都具有典型的“事件驱动型”特征，因而对于宏观审慎监管的具体实施而言，不仅需要根据可靠和易被观测的指标来进行操作，还需要依据事态的进展情况对政策干预的时机和频度进行相机抉择。除了评估的不确定性外，相机抉择在宏观审慎监管中至关重要的另一个原因在于，金融行为需要与其他政策领域相协调（如税收制度和特定行业监管制度），否则，宏观审慎监管的政策效力可能正好被其他领域的政策工具所抵消。

如果说经济事件过程的复杂性使得相机抉择成为宏观审慎监管必不可少的实施原则的话，那么，基于规则的宏观审慎方案也并非没有立足之地。对于那些赞成规则而不是相机抉择的经济学家而言，相机抉择的政策行为常常是不连续的，当政策制定者以不可预测的方式或者以超过寻常的力度对波动做出反应时，常常导致那些从短期观点看似正确、从长期来看却是错误的反应。对于市场各方而言，

由于相机抉择的决策过程比基于规则的决策更加具有不可预见性，因而这种不确定性会在一定程度上削弱政策效力，从而增加相机抉择的成本。如果金融机构不能对政策指引的方向做出准确的解读，其预期和反应就将缺乏与宏观审慎政策目标的一致性。这种由于市场主体缺乏明确预期而造成的传导机制的不畅，毫无疑问会最终降低政策的实际效果。实际上，在经济实践中，如果监管当局对压力事件的预期和判断不太确定，那么它们也将更加倾向于依赖简单的规则，并采取更加审慎的行动。此外，考虑到普遍存在的“政治俘获”或者“行业俘获”问题，清晰的规则和具体化的宏观审慎行动将有助于消除政治性或机构阻力。

从一般意义上看，相机抉择的主要优势在于面临复杂事态和特定事件过程中所表现出来的灵活性，这种灵活性有助于宏观审慎监管对非常态的事件进程和非预期的结构性变化做出及时和充分的反应。考虑到任何与重大的金融不稳定（金融危机）相连的事件都必定具有小概率事件特征，坚持一定程度的相机抉择对于积极的危机防范是必不可少的。除非危机事件会简单地完全重复历史，否则，基于规则的监管就一定是不足的。从这个意义上说，相机抉择是处理未来危机事件中可能出现的新情况的主要手段。当然，相机抉择的一个劣势是缺乏规则的确定性，并有可能导致一定程度的随意性，这意味着，在基于规则的政策确定性和对冲击做出最优反应的政策灵活性之间，确实存在着交替关系。对于任何宏观审慎框架的建立而言，最重要的就是首先承认这种交替关系，并对可能的经济后果进行现实评估。在“鱼与熊掌不可兼得”的情况下，为了实现普遍法则和特殊事件的兼容，一种可行的方案是，任何被经验规律证实普遍可行的大概率法则都应该被明确设定为规则予以实施，如果宏观审慎监管当局有理由认为特殊事态的发展使得既定的规则不应被采用时，必须对此做出充分的解释并承担相应的事后责任，从而达到约束监管者的不作为或行动随意性的效果。

（三）监管体制安排：统一还是多头？

从全球范围内现行的金融监管体制安排来看，基本上可分为以美、法为代表的多头监管体制和以英、日为代表的统一监管体制。在前一种制度安排下，银行、证券和保险等金融部门分别归属不同的监管机构进行监管；而在后一种制度安排下，银行、证券和保险等金融部门的监管权力则由同一家机构统一行使。

本轮危机之前，对金融监管体制安排的讨论，主要围绕被监管对象的发展变



化展开，其基本问题是混业经营条件下的监管体制安排问题，而本轮危机则进一步揭示，过去未经整合的体制失败关键在于忽视宏观金融稳定。在多头监管体制下，分立的监管机构往往只关注自己管辖范围内的局部稳定，而对整个金融体系的风险累积却漠不关心。即使当相关机构看到问题正在不断积累时，也通常假设别人会采取行动或者认为采取行动的责任不在自身。在新的宏观审慎监管体系下，为避免这一问题，必须对监管资源进行重新整合，建立起统一的金融监管体制。与多头监管体制相比，统一监管体制能够更好地将金融市场纳入监管范围，从而有利于落实机构和市场并重的监管要求。从这个意义上说，采用统一监管体制是宏观审慎监管时代的主流变革方向。

总体来看，与宏观审慎监管的客观要求相匹配，统一监管体制在监管的有效性和对市场的敏感度方面，具有比较突出的优势。首先，从监管要求的一致性来看，监管标准应该在整个金融业的层面上与相应的风险水平相匹配，如果针对类似的风险（即使分布在不同的金融机构或金融产品），监管标准差异过大，既会造成被监管者之间的不平等竞争，也会引发“监管套利”和“逆向选择”等问题，而统一监管体制恰恰能够对不同的市场、金融产品和投资者类型进行合理区分，平等地对待所有的被监管机构，确保类似的风险接受类似的监管要求，从而避免多头监管模式的种种问题。其次，从监管资源的合理配置来看，宏观审慎监管过程涉及大量的风险分析，用以动态跟踪监控金融体系的风险承担，但市场的瞬息万变常常使得跨时间和跨行业的风险评估变得相当困难，而统一监管的组织结构和管理能力能够相对更有效地配置监管资源。再次，从监管成本来看，统一监管体制可以将管理结构和内部决策程序有效地统一起来，通过合并监管规则和条例，统一监管报告要求，剔除重复和交叉监管，有利于减少被监管机构的负担，促进监管部门之间的信息交流和协调合作，减少协调成本。

需要指出的是，正如我们在下一部分所要进一步说明的，宏观审慎的完整框架是一个政策体系，这意味着中央银行和财政部门以某种常规形式参与维护金融体系的稳定是不可或缺的。而本轮危机也表明，中央银行、宏观审慎监管者以及财政部门的充分沟通将有助于建立一个以共同目标和相互信任为基础，并对类似问题的处理易于达成一致见解的行动机制。当然，考虑到普遍存在的体制惰性和对现状的偏好，在从多头监管体制向统一监管体制过渡的过程中，率先建立一个

由中央银行、监管机构和财政部门组成的高级代表委员会来监测事件发展并指出问题可能是非常必要的。在过渡期间，不同国家应根据各自的金融结构、经济发展阶段以及历史背景，对统一监管体制下的各种具体制度设计进行充分调试，并最终形成符合本国国情的具体方案。

（四）宏观审慎政策体系：国内和国际协调

由于宏观审慎监管主要关注的是金融和经济的整体失衡，因而在宏观审慎监管的实施过程中，就必定内生地包括监管政策与货币政策、财政政策、汇率政策等宏观经济政策的协调与配合。实际上，从更为广角的宏观审慎视野来看，中央银行对货币供应量的调节或者通过相机抉择的利率政策来控制普遍的经济过热，本来就是宏观审慎政策体系的一部分。虽然宏观审慎监管被认为在抑制某些特定领域(如房地产)的失衡更为有效，但当整个宏观经济的过热情况都非常严重时，借助货币政策的力量予以配合几乎是必然的选择。

对于财政政策而言，在经济上行期，一些特定的财税手段，如房地产税、利息税、证券交易印花税等，在抑制泡沫和降低金融顺周期性方面具有某些与宏观审慎监管类似的作用；在经济下行期，尤其是当经济遭受非正常的意外冲击时(或者在衰退或萧条期)，货币政策启动经济的效果非常有限，此时财政政策在促进经济的稳定和复苏方面具有某些不可替代的重要作用。在实践中，财政部门参与宏观审慎政策体系的另一个重要理由是，财政稳健性通常被认为是一国金融和宏观经济稳定的重要支柱，而金融不稳定造成的成本大多数时候也最终由国家财政买单。此外，宏观审慎监管的一些实施工具，典型的如动态拨备政策，也需要得到财政部门的认可才能付诸实施。

汇率政策在宏观审慎监管框架中也有相应的位置，它不仅与货币政策的实施存在密不可分的关系，还会影响到贸易平衡和资产价格的稳定，进而对整体的金融稳定产生重要影响。许多新兴经济体的案例研究表明，在采取区间浮动的汇率制度时，资本管制成为金融稳定的一道“防火墙”，并且为货币政策的独立性赢得了空间。

在处理宏观审慎监管过程中的政策协调问题时，政策制定者实际上面临的是一个可选政策工具的“向量集”。当特定的经济情况出现而需要做出政策反应时，究竟是选择某一维度的(单个或多个)工具，还是综合运用几个维度的多种工具，



既取决于特定经济事件的性质，也取决于各种政策工具的交叉效应和匹配度。尤其是对于各种政策工具的配合而言，其交叉效应和匹配程度可能具有高度的国情依赖特征，这意味着，即使是同一组政策工具组合和面临类似的经济环境，不同国家的实施效果也可能存在显著差异。因此，对于任何一个国家或经济体而言，宏观审慎组合政策的实施，都需要有一个立足于本国情况的独立评估，而不能简单照搬从其他国家或经济体中获取的具体参数值。

应该指出，从长远来看，宏观审慎政策框架不仅包括国内层面的协调统一，还应包括国际层面的协调统一。尤其是在全球经济和金融一体化的条件下，各国的金融市场彼此连接，为了抑制金融体系中的过度风险累积，非常有必要建立一个全球的宏观审慎监管体系。如果在一个一体化的市场中，继续存在全球金融监管结构的分割和信息共享机制方面的障碍，那么，各国监管差异所造成的国际监管套利行为势必引发新的金融不稳定。

五、结论性评价

最近 40 年的金融危机史表明，在传统的市场运行机制和金融监管模式下，无论是处于市场内部的交易主体（如金融机构、企业），还是处于市场外部的监管主体（如监管当局），又或者是介于市场内部和市场外部之间的第三方机构（如评级机构、会计与审计机构），都无法摆脱金融体系自我强化和日益扩大的顺周期效应。尤其是在资产价格周期、信贷周期和金融监管周期的顺周期性机制作用下，整个市场的信息处理与反馈环节完全受制于市场波动而不是平抑市场波动，在此基础上的政策选择面临严重困境。

由于在整个顺周期性过程中，起到核心推动力作用的是信贷扩张，而基于规则的监管又是失效的，因此，未来的稳定框架就应该以克服顺周期性问题为指向。这一结论的核心要点是，金融监管应该从当前基于单个机构的一般资本监管转向针对整个金融体系的总体信用水平的监管，并进行相应的逆周期操作。监管理念从立足于单个金融机构的稳健转向确保整个金融体系的总体稳定性，正是宏观审慎监管的核心要义所在。从宏观审慎的角度来看，银行体系中杠杆的循环利用，以及泡沫崩溃后市场被迫以破坏性的速度下行，经常导致顺周期性效应的放大以及实体经济的严重衰退，这种内生于金融体系的系统性风险，只能通过完善宏观

审慎监管框架，以增强金融体系弹性和自我修复能力的形式予以减轻。

在确认了宏观审慎监管的理论基础和目标以后，政策的实施环节可包括以下步骤：一是建立相关指标体系，对系统性风险的累积情况进行持续监测；二是综合运用定量和定性手段，对系统性风险或潜在的金融脆弱性进行评估；三是当预警信号发出后，及时采取行动对金融体系的失衡情况进行纠正。在监测系统性风险的过程中，应设计一整套适合本国国情的宏观审慎指标，重点关注每一个指标相对其合理水平的偏离程度。在操作时机的选择上，由于涉及时间维度的问题通常十分复杂，简单的时点预测几乎没有任何实际意义。在实践中，政策选择可考虑从寻找“明斯基时刻”走向寻找“明斯基区域”，即通过建立一个政策启动的“时间窗口”区域，增强可操作性。

根据一般的经验法则，要使宏观审慎监管更为有效，它必须足够简单和稳健。简单不仅意味着容易被理解，同时也意味着容易被实施；而稳健则要求政策框架在面对不确定和非预期的结构性变化时，依然是有效的。稳健性是任何一个政策框架的基石，对新的政策框架而言尤其如此。作为一项改革中的事物，宏观审慎监管及其政策框架还远远没有达到成熟和被充分检验的程度，因此在政策实践中出现一定程度的模糊性是不可避免的，但随着时间的推移，经验将有助于我们对宏观审慎监管的目标和操作方式进行持续的修正和完善。



高风险金融机构的处置与退出机制

王兆星¹

七年前，很多人没有想到一场席卷全球的金融危机会在金融体系最为强大、最为成熟的美国爆发，而且危机的强度和深度在很多方面都超过了1929年大危机。七年后，虽然尚未完全走出危机的阴影，但在应对危机的过程中，当今经济金融体系也展现出了更为成熟的一面：1929年大危机后，金融机构倒闭狂潮、金融恐慌全球蔓延、金本位瓦解、经济长期萧条、社会政局动荡等一系列恶性事件连锁发生，相互交织，直至第二次世界大战的总爆发；而在本轮危机后，虽然同样发生了倒闭狂潮和全面的金融恐慌，但西方国家，特别是美国，在较短的时间内稳定了本国金融体系，还在近一两年出现经济复苏的势头。虽然全球经济复苏还有很多不确定性，但全面动荡已不大可能。现代经济金融体系的自我修复能力是多方面因素造就的，但其中较为完善的金融机构处置与退出机制发挥了重要作用。对比两次危机，我们不难发现，有序、高效、通畅的金融机构处置与退出机制是危机中阻止金融恐慌蔓延最为有效的工具之一。

我国没有发生金融危机，但我们同样需要居安思危，通过对本轮国际金融危机及其应对的深入研究，从中发现我国金融体制机制存在的缺陷与不足，其中金融机构处置和退出机制方面的短板较为明显。金融监管不能保证金融机构只生不死，不能避免金融机构经营失败，因此应该把高风险金融机构的平稳有序退出机制作为金融体系正常新陈代谢的重要组成部分，通过自我清理、自我修复的机能建设，保持金融体系的生机与活力，这也是一个成熟、开放的大型经济体必须具备的重要金融制度安排。

高风险金融机构处置与退出机制的国际借鉴

危机既是金融安全网建设的起因，也是风险处置机制有效性的试金石。现代

¹ 王兆星，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、中国银行业监督管理委员会副主席

金融安全网的建设始于上世纪 30 年代大危机，主要由两部分组成：一是日常有效监管机制和必要的流动性支持，通过外部审慎监管，防止金融机构过度承担风险，降低金融机构经营失败概率，提高整个金融体系的稳健程度；当遇到暂时的流动性困难时，央行发挥最后贷款人功能，给予必要的融资支持。二是高风险金融机构处置与退出机制。日常监管不能保证避免单体金融机构的经营失败，这就需要有效的处置与退出机制安排，将经营失败的单体金融机构风险与整个金融体系隔离开来，不至于导致金融风险与恐慌的蔓延，使单体机构风险上升为系统性危机。

（一）1929 年危机与金融安全网的初建

相对于几百年历史的现代银行制度，金融安全网建立的时间要短暂得多。在上世纪 30 年代大危机前，西方国家处于所谓的“自由银行时代”，并没有真正意义上的金融监管，金融安全网也完全是空白的。银行的退出与普通工商企业并没有什么差异，都是关门破产清算。但不同的是，银行的主要债权人是数量众多的存款人，而大部分存款人并不清楚银行实际经营情况，存在着严重的信息不对称，这是金融风险传染性和外溢性的根源所在。在“自由银行时代”，一旦一家银行破产倒闭，处于信息劣势的存款人极易受到市场传言的影响，引发群体性存款挤兑而导致大面积的银行倒闭。在“自由银行时代”每隔几年就会出现一次区域性的银行危机。

正是在这样的背景下，从 1929 年 10 月美国股市暴跌开始，全球陷入有史以来最大的一场金融危机。1929~1933 年，全美约有 5500 家银行倒闭，社会对银行的信心与信任跌至谷底，罗斯福于 1933 年 3 月 4 日宣誓就任总统时，全国几乎没有一家银行营业，支票在华盛顿已无法兑现，自由银行制度走到了尽头。在危机最严重的时刻，罗斯福新政登上历史舞台，一系列改革措施成功稳住了濒临崩溃的美国经济。经济企稳的背后是财经秩序的恢复和公众对金融体系信心的重建。

罗斯福新政期间行之有效的做法后来以法案的形式固定下来，《格拉斯—斯蒂格尔法案》和 1933 年《证券法》就是其中的代表作。罗斯福新政标志着美国自由银行时代的结束，在确立商业银行与投资银行分业经营的同时，将整个金融体系纳入了现代金融监管框架之下。1933 年 3 月 9 日，美国国会通过《紧急银



行法案》后，监管当局于3月13日至15日，对2万家左右的银行进行了全面审核，给近1.5万家有偿付能力的银行重新颁发了营业许可证，这大大增强了社会公众对银行体系的信心，到3月底，银行体系的经营基本恢复正常。自此建立的对银行等金融机构的持续监管安排成为维护公众对金融体系信心的重要制度保障。

与金融监管制度同时确立的是高风险金融机构的处置与退出机制安排。罗斯福新政没有像自由银行时代那样坐等经营失败的银行通过破产清算退出市场，而是主动关闭了4000多家小型银行，将其资产并入稍大些的银行，并由其承担被关闭银行对存款人的全部或部分负债。当时转移的存款账面余额约为36亿美元，储户最终兑现了31.6亿美元。这也就是西方国家现在普遍使用的“购买与承接（Purchase and Assumption, PA）”处置方式最早的案例，即由健康金融机构购买接收被关闭金融机构的全部或部分资产，同时承担被关闭金融机构部分或全部负债作为对价，最终实现被关闭金融机构的清算退出。此方式在降低处置成本的同时，最大限度地降低了金融机构退出对市场和公众信心的冲击。

（二）第二次世界大战后的发展演变

据不完全统计，第二次世界大战结束以来，全世界已经发生过大小不同的几十次金融危机，次数和频率与此前相比并没有明显的下降，金融危机仍然是现代金融体系乃至国民经济安全的重要威胁。尽管每次危机的发生原因、程度及应对方式都有所不同，但也不难找出其中一些共性的要素。2002年巴塞尔委员会在总结过去历次危机及各国应对实践的基础上，发布了《高风险金融机构识别与处置指引》，总结了有效处置与退出机制的一些关键特征，其中包括：

一是要及时识别和发现高风险金融机构。各监管当局在日常监管中动态监测金融机构所存在的问题和风险积累程度，分析判断问题的严重程度和风险等级，作为分类处置的依据。

二是与风险等级相适应的处置手段。广义的处置包括早期纠正措施，如限制金融机构业务开展、要求股东注资、限制股东权利、整改内控制度、更换高级管理人员等，一般适用于风险等级不太高、问题不太严重的情形。对高风险金融机构所采取的措施，包括促其重组和撤销清算。两者的区别在于，促其重组需要获得金融机构股东，特别是主要股东的配合，愿意接受新股东或出售所持有的股权；

撤销清算则无需股东同意，监管当局认为该金融机构已基本没有继续经营可能，而直接撤销其牌照，进入清算程序。最终的清算模式多会选择“购买与承接”方式，不同的是有的国家会在此之前由监管当局接管，有的会成立过桥银行承接被撤销金融机构的债权债务关系，其目的都是防止金融机构风险进一步恶化。需要说明的是，我们没有将破产清算作为一种可行的处置手段，实际上在“自由银行时代”结束后，几乎没有银行会走向这一步。

三是运用存款保护机制。实践证明“购买与承接”方式是一种效率最高的清算模式，可以最大限度地减少资产变现与兑付存款的缺口。但很多情况下还会出现缺口，因此需要额外的保护机制抵补缺口，维护存款人信心。上世纪 30 年代美国建立存款保险制度后，越来越多的国家建立了类似的存款保险基金来抵补兑付存款的缺口。当然也有部分国家使用央行或财政资金来抵补缺口。

这个“三位一体”的高风险金融机构处置与退出机制安排，应当说还是较为成功地遏制了金融风险的传染与外溢，在单体金融机构风险与系统性危机之间竖起了一道较为坚实的篱笆。特别是在上世纪 80 年代末，美国发生储贷机构危机期间，美国监管当局和存款保险公司共同处置退出了 2000 多家小型存款类金融机构，较为成功地将这场中型危机控制在局部范围之内。

（三）本轮危机暴露的问题

2008 年爆发的金融危机暴露了西方国家在金融监管以及高风险金融机构处置与退出机制方面的重大缺陷。首先，识别高风险金融机构的日常监管机制出了问题。上世纪 80 年代，自由主义思潮重新泛滥，在主张放松管制的呼声下，很多人认为最好的监管就是少监管甚至不监管，危机前英国金融监管当局一度将轻触式（Light Touch）监管作为监管理念，主张给予金融机构与市场更大的创新空间。许多监管标准被实质性大幅降低，特别是资本监管标准。虽然很多大型金融机构公布的资本充足率高于 8% 的最低要求，但严格的核心一级资本充足水平已经降到了 2% 以下，按照美国处置标准，这些机构已经需要进入法定的退出程序。而实际上，危机前，没有任何国家的监管当局将这些大型金融机构列为高风险机构，金融市场充斥着高杠杆率的金融机构，金融体系极为脆弱。

其次，常规处置手段和存款保险机制无力应对大型金融机构破产倒闭带来的巨大冲击，最后不得不运用的公共资金救助又带来严重的道德风险。美国次贷危



机成为金融危机的导火索，先是美国第五大独立投行——贝尔斯登陷入经营困难，在财政部和监管当局的斡旋下，由摩根大通公司收购了这家投行。随后雷曼公司和美林公司也相继步贝尔斯登之后尘，监管当局促成了美国银行收购美林公司的重组，但雷曼公司没有找到合适的买家，只能于2008年9月15日向法院申请破产保护，随之金融恐慌和金融危机全面爆发。有人会问，为什么在促成购并或重组失败后没有采用撤销清算，并由存保基金抵补资金缺口的方式来防止恐慌的蔓延，而是直接进入了破产倒闭程序呢？其原因可能有二：一是雷曼公司不是一家存款类金融机构，不在存款保险基金覆盖范围之内；二是存款保险基金的规模只不过几百亿美元，相对于雷曼公司几万亿美元的资产，实在是杯水车薪，无能为力。实际上美国存款保险公司处置的金融机构都是小型银行，一般资产规模在10亿美元以内。

雷曼公司倒闭后金融市场形势加速恶化，杠杆率高企的大型金融机构已不再相互信任，连常规的资金拆借都不敢叙做了，整个金融市场瞬间“凝结”。面对困境，美国政府推出了规模为7500亿美元的不良资产救助计划（TARP），希望通过政府购买金融机构的不良资产来恢复市场的流动性。然而，事实证明这是徒劳的，在市场信心恢复之前，政府注入的任何资金都会被金融机构“窖藏”，而无法转化为市场的流动性。美国财政部时任财长鲍尔森迅速转变了思路，将TARP的大部分资金用于向大型金融机构注入资本金，使其恢复为财务健康具有偿付能力的公司，市场信心才逐渐恢复，流动性问题也迎刃而解。然而，公共资金救助带来了严重的道德风险，过度冒险的股东、董事和高管没有得到应有的惩罚，甚至继续领取高额回报与薪酬，这引发了全社会的愤怒，成为“占领华尔街”运动席卷全美的直接原因。

（四）后危机时期的改革与反思

大型金融机构处置机制的缺失，“大而不倒”问题的出现，是本轮金融危机暴露的最为突出的矛盾，继而也成为危机后国际金融监管改革的重要发力点。时至今日，虽然“大而不倒”问题尚未得到根本解决，但改革的方向与思路已大体明朗。一是扩大监管覆盖范围。不仅吸收存款的银行要接受监管，不吸收存款但具有系统重要性的非银行金融机构也要接受与银行类似的监管。二是通过对系统重要性金融机构更高和更严的监管标准，使其处置安排更具有操作性，降低公共

资金救助的概率。2011年，金融稳定理事会发布《系统重要性金融机构有效处置机制的关键要素》，以期在无需纳税人承担损失前提下，实现系统重要性金融机构有序处置或平稳退出。

目前改革的重点集中在全球系统重要性金融机构（G-SIFI）上，金融稳定理事会提出要对 G-SIFI 实施总损失吸收能力（TLAC）监管，即 G-SIFI 在满足最低资本充足率的基础上，还要额外持有更多的具有损失吸收能力的资本工具（包括合格债务工具），这些资本工具可以在 G-SIFI 陷入清偿危机时迅速转股或全额减记，使其资本充足率仍满足最低要求，在保持财务健康的基础上继续运营，而不至于需要政府救助。其实质是将股东（对应高于最低资本要求的股本）和债权人（对应危机时可以强制转股或减记的债务工具）自救机制变成了 G-SIFI 处置的必经程序，使无公共资金救助情形下的大型金融机构处置成为可能。

回顾国际上高风险金融机构处置与退出机制的演变历程，我们可以从中梳理出一些值得借鉴的普遍性规律：第一，处置与退出机制建设的目标是防范金融风险的传染与外溢，防止金融风险上升为金融危机，而不是也不可能完全避免金融风险的产生和单体金融机构的经营失败。第二，处置与退出机制建设要把握强化市场纪律、防范道德风险与维护金融稳定的平衡，在隔离和高效处置金融风险的同时，为优胜劣汰市场纪律发挥作用留有空间。第三，加强监管、早期发现和早期干预是高风险金融机构处置与退出机制建设的关键。第四，存款保险基金有助于增强存款人对银行机构的信心，有助于保护存款人利益，也有助于小型金融机构的平稳退出。第五，系统重要性金融机构处置机制改革的核心是强化股东和债权人自救，通过提高资本和债权的损失吸收能力，使股东和债权人真正成为剩余风险的承担者，在提高可处置性的同时防范道德风险。

加快我国高风险金融机构的处置与退出机制建设

与西方社会从“自由银行时代”向金融安全网保护下的现代金融体系的演化路径不同，我国金融体系脱身于计划经济时期的“大一统”格局，经过三十多年改革发展，虽已形成门类齐全、股权多元、相互竞争的金融体系，但目前对高风险金融机构的处置仍然主要依靠行政手段，政府成为金融风险处置与化解的主体，政府救助成为常规手段。这种做法的确有助于迅速控制金融风险的传染和外溢，



但却带来了严重的道德风险，削弱了市场纪律约束，损害了我国金融体系的长期活力与效率。

首先，政府救助的道德风险是我国金融机构自我约束机制不足的根源之一。贪大求全、过度扩张是我国金融机构的通病，各类机构无不将扩张与做大规模作为重要目标。这种看起来不理性的行为背后是股东与高管的逆向理性选择：在出现清偿危机时政府会提供救助的预期下，扩张获得的收益归股东和高管所有，但最终的风险损失是国家承担的。普遍的扩张冲动背后是约束机制严重弱化的道德风险。

其次，政府保护和缺乏市场退出机制是银行业低水平竞争、核心竞争力不足的根源之一。银行是经营风险的企业，对风险的识别、计量、管理、处置和抵补的能力才是银行真正的核心竞争力。然而，在我国剩余风险由国家承担的预期下，银行对风险管理体系建设持续投入的动力明显不足，甚至有些银行将满足监管最低要求作为风险管理体系建设的终极目标，这样的银行就不可能具备核心竞争力，在市场上的竞争也只能采取“拼关系”、打价格战等低水平方式，进而出现了各种名目的违规揽储等金融乱象。只有建立正常的金融机构退出机制，让股东真正承担起剩余风险，才能形成不断改善风险管理体系的激励机制，使各家银行建立起不同领域的核心竞争力，出现细分市场下的良性竞争与差异化发展。

最后，市场退出机制的缺失也带来金融监管的逆向选择。在现代监管制度建立之前，我国曾经历过一轮金融的无序发展。90年代中期，我国经批准或违规批设的城市信用合作社曾高达两万多家，绝大多数都经营失败，最终在各级政府注资和央行的再贷款支持下重组或退出，付出了高达几千亿元的代价。因此，在此后的金融发展历程中，监管部门对于新设存款类金融机构一直持审慎态度，在金融机构退出渠道不畅的情况下，对金融机构的市场准入设置更高的门槛也是一种无奈的逆向选择。虽然在一定程度上减缓了金融风险的集聚，但另一方面也遏制了金融活力。今天，民间资本发起设立民营银行已经启动，但要真正放松管制，并实现可持续健康发展，就必须加快建设市场化、规范化、法制化的高风险金融机构处置与退出机制，有生有死，优胜劣汰，才能实现金融安全与金融效率的平衡，否则又会走上“一限就死、一放就乱”的老路。

其实，我国作为一个新兴加转轨的发展中大国，如何处置和化解金融风险是

处理好政府和市场关系的一个关键结点。过去三十多年里，我们一直秉承的理念是各级政府是处置和化解金融风险的第一责任人，这一做法也在历史上多次成功应对了各类内外部冲击的考验。那么，走到今天，是否应当继续沿用这一“成功”做法呢？在笔者看来，如果要真正按照党的十八届三中和四中全会的精神，紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用，依法监管与化解风险，就必须深化金融体制改革，加快建立市场化、法制化的退出机制。政府当然负有维护金融安全的职责，但具体到单家高风险金融机构的处置与退出，政府救助是最后的防线，只有在再不出手救助就会严重影响金融安全的情况下才实施，而不应直接站到处置的第一线。政府在处置金融风险中的站位后移是完善我国市场机制，强化市场纪律，防范道德风险，提高金融活力的关键一环。但这并不意味着金融安全被削弱了，政府站位后移留下的空间应由市场化、规范化、法制化的处置与退出机制填补。

市场化的处置机制与政府救助都是为了防范金融风险的传染与外溢，使单体金融机构的经营失败不至于蔓延为全面的系统性危机。但两者又有着本质的不同，市场化的处置机制在隔离风险的基础上，允许经营失败的金融机构退出市场，可以显著弱化政府救助造就的只生不死的刚性预期，使优胜劣汰这一基本的市场经济法则可以发挥作用，从而在根本上避免金融体系陷入“一限就死、一放就乱”的恶性循环，实现金融安全与金融效率的平衡。

我们还应深刻地认识到，现阶段，我国高风险金融机构处置与退出机制建设不仅是必要的，而且也是非常紧迫的。首先，随着利率市场化的加快，借贷利差会大大缩小，金融机构利润也会不断收缩，经营成本和风险会显著上升，金融机构经营失败的概率也会大为增加。其次，随着我国经济进入新常态和深度调整，经济增速下行的压力明显增大，长期高速增长中积累的金融风险开始暴露，需要我们提前做好应对风险的准备。再次，随着民间资本发起设立中小银行等金融机构的推开，金融市场的竞争将更为激烈，在增强金融体系活力与效率的同时，我们也要为可能出现的优胜劣汰做好准备，通过处置与退出机制建设，实现高风险金融机构在没有政府救助前提下的平稳、有序退出。最后，随着我国持续的金融深化和金融资产规模的增长，单靠政府救助来应对金融风险已越来越不现实。2014年底，我国银行业金融机构资产总额达170万亿元，是当年GDP总额的3



倍左右。庞大金融体系的安全与稳定必须依靠自身的资本、拨备储备，以及成熟可靠的处置与退出机制，使金融风险得到及时的隔离与化解，才能赢得公众和社会的信心与信任。

处置与退出机制建设之重点

经过前面的讨论，我们能够清晰地感受到加快完善高风险金融机构处置与市场退出机制的重要性和紧迫性，它是我国从经济金融大国走向经济金融强国的必经之路，只有具备了自我清理和自我修复能力的金融体系才是真正可持续和富有活力的。要做到这一点，就需要加快以下几个方面的探索与建设。

第一，要转变观念，澄清认识，将高风险金融机构的平稳有序退出机制作为金融体系正常运行和健康发展的重要组成部分。当前，金融机构处置和市场退出机制还是一个非常敏感的研究领域，很多人都在有意或无意地回避这一问题，似乎过多地谈及风险处置就意味着危机已迫在眉睫。我们一定要转变观念，真正做到居安思危，认真总结和吸取国内外处置金融风险、应对金融危机的经验和教训。要打消研究、论证、设计金融机构处置和退出机制，就意味着危机即将来临的顾虑。其实，金融风险与金融危机从来都是变动不居的，拥有的风险处置手段越多，机制越健全，金融风险演变为金融危机的概率就越低。因此，加快完善金融机构处置和市场退出机制不需要考虑时机问题，越早推出越有利于金融安全，也越有利于激发金融活力，增强金融服务实体经济能力。

第二，要处理好政府与市场的关系，廓清政府与市场作用的边界，政府应有所为，有所不为。我国金融体系发端于计划经济时代，金融改革与金融体系演变本身就是政府与市场关系不断调整的过程。市场化改革要再前进一步，让市场进一步发挥资源配置的决定性作用，我们还要进一步解放思想，敢于让政府在处置金融风险中的站位进一步后撤。但后撤并不等于不管，而是要有所为，有所不为。有所为包括两方面：一是政府监管机构应加强对金融机构和金融市场的有效监管，对高风险金融机构及早发现、及早干预，在威胁到金融体系安全稳定时，央行将提供必要的流动性支持。二是设计和建设金融体系自主的风险处置与隔离机制，即没有政府救助前提下的高风险金融机构处置与退出机制安排，实现金融体系正常的新陈代谢，求得金融安全与金融效率的平衡。

第三，加快建立和完善相关法律法规，实现依法监管，依法处置与退出。2001年，国务院发布《金融机构撤销条例》，将亚洲金融危机后处置金融风险过程中较为有效的做法上升为法规。2003年颁布的《银行业监督管理法》正式赋予了监管当局对银行业金融机构接管、促其重组和撤销的权力，这两部法律法规与《商业银行法》共同奠定了我国高风险金融机构处置和退出的法律基石。但是，现有法律法规与建立清晰、规范、市场化的处置退出机制要求还有较大差距。首先，我国法律体系还没有清晰地界定出高风险金融机构从早期发现、制定分类处置方案，到清算退出、损失分担机制的完整架构，呈现一定的碎片化，缺乏系统性规划和顶层设计。其次，对系统重要性金融机构更高的监管标准和处置机制安排，包括资本和流动性要求、股东自救、债权人自救以及恢复与处置计划等要素缺乏法律支持。最后，关于金融机构处置与退出法律法规与上位法和相关法律的衔接配套不够，如《商业银行法》和《银行业监督管理法》赋予监管当局的接管权力，在《公司法》等相关法律中没有相应的条文呼应支撑，在一定程度上影响了处置效率，甚至带来行政诉讼风险。

第四，加强对高风险金融机构的早期识别与早期干预。这是高风险金融机构处置与退出机制的关键一环，风险处置机制应与日常监管紧密衔接，在发现金融风险的基础上隔离金融风险。如果把整个金融体系比作一筐苹果，处置与退出机制就是从中找到“烂苹果”，并合理处置的过程。“烂苹果”发现的越早，处置的成本和难度就越低，也越有利于遏制风险的传染和蔓延。我国监管当局已经建立了对金融机构的风险评级体系，并探索建立了金融风险的预警体系，下一步应在完善风险评级和预警体系的基础上，进一步细化不同风险等级的早期干预措施。对于风险迅速恶化、接近资不抵债边缘的金融机构要果断采取处置措施，必要时进入退出程序。金融风险随时都有迅速恶化的可能，对监管机构的问责应集中在发现了高风险金融机构，没有及时采取措施而导致更高的处置代价，而不应是对所谓的“过度措施”兴师问罪。只有在这样的理念和机制下，才能真正做到风险的早发现、早处置、早化解，不至于酿成系统性风险与危机。

第五，妥善运用“购买与承接”等市场化处置手段，最大程度降低处置成本，提高处置效率。国际经验表明，“购买与承接”是处置成本、道德风险和市场冲击最小的处置手段之一，我们应当积极借鉴，使其成为常态化的高风险金融机构



退出方式。一般来讲，只有被撤销或解散进入清算环节的金融机构才能使用“购买与承接”处置方式，这时清算机构才能获得处置资产与负债的权力。为减少对市场的冲击，监管当局往往选择在周五营业期结束后宣布被处置金融机构的撤销关闭，指定清算机构启动清算程序，清算机构利用周末与购买方签订“购买与承接”的相关合约，以确保新买家接手后的各网点可以在周一重新营业。而在此之前的3~4个月里，监管当局需要与清算机构密切会商，制定处置方案、进行尽职调查、确定潜在买家，才能确保迅速、平稳、低冲击的退出。当然，“购买与承接”处置方式的最终落地，还需要获得法律授权，明晰清算机构和监管当局的权利和义务，以及必要的处置流程和审核程序。

第六，充分发挥存款保险机制的定位与作用，加强对广大小额存款人权益的保护。今年3月，国务院发布了《存款保险条例》，正式建立了我国存款保险制度，这对于保护存款人合法权益，维护金融稳定具有重要意义，也填补了我国金融安全网的重要制度空白。但从国际经验来看，存款保险基金在处置小型金融机构过程中发挥着更重要的作用，大中型金融机构的退出需要更为复杂的风险补偿机制和处置安排。

第七，充分发挥股东和债权人的自我救助作用，增强资本与债权的损失吸收能力。金融危机后，对大中型金融机构，或者说系统重要性金融机构，提出了更高的资本和可处置要求，主要是建立股东和债权人自救机制：首先是股东自救，包括股东注资、主动的资产出售和分拆安排，即恢复机制；其次是减记和转债机制，即要求大中型金融机构发行清偿能力不足时能够吸收损失的债务工具，或者通过立法规定一般债权人在危机时刻承担损失的机制安排，建立大中型金融机构特有的风险分担补偿机制，防范道德风险。然而，在我国，五家大型商业银行都是国家作为主要股东，股份制银行和地方性金融机构中也多有地方政府的股权。因此，有必要界定政府作为股东的救助责任与防止动用公共资金救助的边界。实际上，党的十八届三中全会提出“要完善国有资产管理体制，组建若干国有资本运营公司”，已经为难题的破解指明了方向。在未来的国有资本管理框架下，国有资本运营公司在自身财力范围之内，根据市场原则对金融机构的投资和注资属于与其他股东一样性质的股东自救，而政府救助仅限于财政部门或央行在危机时刻的出手救助。因此，对大中型金融机构而言，处置的次序将为：首先是包括国

有资本运营公司在内的股东自救安排，其次是债权人救助，尽量避免政府救助。而小型金融机构则在股东自救失败后，直接进入促其重组程序，或在存款保险公司的支持下进入退出程序。这样，才能真正做到政府在处置金融风险过程中的站位后移，为市场化的处置与退出机制发挥作用留有空间，实现金融安全与金融效率的再平衡。

金融机构处置和市场退出机制是一项复杂的系统性工程，但同时也是完善我国金融体系，使其更富弹性和抗冲击能力的重要前提。只有在刹车制动系统更为完备之后，我们才敢“踩油门”，才能在释放金融活力的同时不危及金融安全，做到这一点还需要我们不懈的努力。



国际宏观审慎管理框架是不彻底的

夏斌¹

什么是宏观审慎管理

1979年6月，Cooke Committee（巴塞尔银行监管委员会前身）首次提出，的“宏观审慎性”问题，在这轮国际金融危机后又被国际社会充分重视，并正在广泛范围内进行着认真的讨论。

其实，迄今的30年间，对此问题的讨论一直在断断续续地进行着，关注的重点与内容也不断地丰富。从最初表示“当微观经济问题变为宏观经济问题时不能不关心宏观审慎性”的朦胧提法开始，到由具体关心单个银行稳定，发展到关心国际银行体系的稳定，再进一步发展到对整个金融体系的监管套利、衍生品市场定价、流动性、信息透明、支付结算体系超负荷等内容研究（1986年，欧洲货币委员会），对重要资产市场的研究（IMP，1998年），以及对宏观审慎监管的严格定义及更宽范围内的讨论（2000年，国际清算银行行长安德鲁·克罗克特）。“宏观审慎性”一词在国际上真正流行，被国际组织、各国政府所重视，则是在这轮国际金融危机后。

在中国，人们从英语翻译后常提到的“宏观审慎性”、“宏观审慎管理”、“宏观审慎政策”、“宏观审慎监管”等词，其实都是国际讨论中围绕这一核心内容在不同场景的表述：相对于关注单个金融机构稳定的微观审慎，宏观审慎则关注整个金融体系的稳定。笔者在此意义上用“宏观审慎管理”一词来集中表述。

从角色与目标看，微观审慎管理着眼于单个金融机构的稳健运行，宏观审慎管理着眼于整个金融体系的稳健运行。货币政策与宏观审慎管理的区别在于：货币政策是稳定经济活动的价格和产出，其目标是国民经济的稳定发展；宏观审慎管理是稳定整个金融体系的发展，其目标是为国民经济稳定发展提供良好的金融服务。尽管两者在政策上有所交叉重叠，但在目标指向上区别是明显的：前

¹ 夏斌，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、国务院发展研究中心金融研究所名誉所长、国务院参事

者追求宏观经济稳定的若干目标，后者追求的是为实现宏观经济若干目标服务的金融体系稳定的目标，包括逆周期等问题。

鉴于此，如何实现整个金融体系的稳定，国际社会也已经有大量的研究成果。一般的分析包括系统风险发生源头的识别，传播渠道的分析，宏观审慎一系列指标的制定，以及一国若干管理部门间信息的搜集交流、宏观审慎管理职责应由哪个部门承担、国与国之间在宏观审慎管理中的国际合作等等。

迄今国际社会关于宏观审慎管理的框架是不全面的

G20 金融峰会后，体现全球大多数国家对宏观审慎管理共识的“**巴塞尔协议 III**”，围绕一级资本比率、资本留存缓冲、反周期缓冲、杠杆率新要求、系统重要性银行和引入流动性指标等内容，提出了更严格的标准要求。相信如果各国将此协议内容全面转化为本国的法律规范，对全球金融体系的稳定进而对世界经济的稳定发展是有益的。但是，有点遗憾的是，“**巴塞尔协议 III**”在落实时限上放宽到了 2019 年；而且这一系列指标是直接针对单个金融机构，对宏观审慎管理中的国际合作问题、整个网络风险的防范问题，仍未做出令人满意的答案。

美国通过的《多德—弗兰克法案》也设计了系统性风险防范、消费和投资者保护、高管薪酬限制、监管体制完善等内容。但不管是“**沃尔克法则**”，还是衍生品监管改革、信用证券化产品风险留存的要求和提高银行资本标准等内容，若一一仔细琢磨，更多的仍只是通过各种措施，防范信用膨胀，以稳定银行经营。

从总体上看，新近国际社会上的改革方案，基本上仍都限于通过限制微观金融企业的“**杠杆率**”等技术细节，试图达到稳定金融体系的目的。

难道这就是应从国际金融危机中吸取的最大教训？应该吸取什么样的教训，这涉及对国际金融危机根本原因的分析。对此，时下全球还在争论。也许不同的利益者永远不会统一在相同的观点上。笔者认为，金融监管不力只是危机原因之一，但不是主要原因或根本原因。若日本、德国、中国监管不力，能惹成这样“百年一遇”的世界大危机？显然不可能。那又为什么？有人又说，危机原因是全球经济失衡。笔者认为，那也只是经济现象，失衡是以往相关国政策的结果。危机的根本原因是美国政府自 2000 年纳斯达克泡沫破灭后，错误判断（或说利用）这一轮全球化趋势，长期推行低利率政策，刺激了信用膨胀；而其他拥有大量低



廉劳动力、资源等出口主导型国家，在享有全球化收益中，一味追求收益而忽视了自身结构调整，客观上不自觉地助推了美国错误政策的长期执行，最后形成了全球经济失衡。而美国此错误政策之所以能长期推行，又有客观的、深层的制度基础配合，这就是以美元为主导的有缺陷的国际货币体系对主要国家货币发行缺乏约束。也就是说，这场危机与世界上许多次金融危机一样，本质上是货币现象。因此，总结这场危机的深刻教训与原因，如果仅仅归咎于监管不力，不能避免今后世界不再发生类似的危机。

这一道理可借用小学生算术题举例说明：如果以信用近似地表示货币供应量，据西方金融理论，货币供应量=基础货币×货币乘数。眼下宏观审慎管理涉及的绝大多数对策，集中解决的是微观金融企业的高杠杆效应，这相当于缩减货币乘数效应，央行的利率政策相当于有放大或缩小基础货币的效应。如果原来是 $3 \times 3 = 9$ ，即基础货币 X 货币乘数：广义货币，经这一轮监管改革，货币乘数效应降低了。但是对国际货币这一基础货币的投放若仍得不到约束，从理论上说，今后还是可能出现 $5 \times 2 = 10$ 的结果，世界信用大膨胀在所难免。今后如果出现令人想不到的金融创新，能刺激流动性的不断泛滥，银行照样能在轻易满足巴塞尔协议III的各项指标要求后，通过市场不断扩张信用。

对此观点的进一步理解可用案例说明。一是爱尔兰，它是在这轮危机中受到严重冲击的国家之一。NAMA 预测，爱尔兰 GDP 增长在所有国家中降幅最大，2008--2010 年下降 13.5%。IMF2009 年报告预测，爱尔兰银行损失可能达到 GDP 的 20%。但在危机前的 2004--2007 年这四年中，爱尔兰银行资本充足率平均高达 12.5%，而不良贷款率平均仅为 0.54%。但经危机冲击，2009 年、2010 年不良贷款率急增为意想不到的 48% 和 53.7%。这里可分析的原因很多，但起码说明，宏观审慎管理如果仅盯住一些降低高杠杆的指标是远远不够的。二是近期的案例，面对危机后美国经济“第二次探底”的风险，美联储仍在不断地发行货币、膨胀信用。全球过多的流动性开始大量涌向巴西、泰国、菲律宾等新兴、发展中国家，致使这些国家面临严重的资产泡沫和通胀压力。对这些国家而言，当务之急，并不是通过降低杠杆率等资本指标，就能抵御大量跨境资本流动带来的巨大风险。其宏观审慎管理政策的重点，必须（基本上）是采取严厉的税收政策惩罚。也就是说，巴塞尔协议 III 的政策工具并不能完全解决资本开放条件下，小国在面临

全球流动性泛滥时本国经济稳定发展的问题。三是中国金融体系在这轮美国危机中受到的冲击相对较少，主要原因并不是中国金融体系具备世界一流的国际竞争力，而是得益于中国经济的基本面良好，以及相应的资本项下尚未完全开放、汇率因素等金融对外开放的宏观政策。

因此可以说，研究宏观审慎管理问题，在当今有缺陷的国际货币体系大环境下，对新兴国家、转轨国家而言，首先要旗帜鲜明指出的是，必须关注全球宏观审慎性问题。美国次贷危机引爆全球经济衰退后，各国面临的已不是一个国家的系统性风险问题，而是全球系统性风险问题。其次，不同的国家在不同的时期，对宏观审慎管理关注重点的要求是不一样的。即针对资本项下开放程度的不同，对宏观审慎管理的目标及政策措施的要求，不能仅局限于基于成熟发达国家资本项下完全开放条件下制定的巴塞尔协议 III。因为跨境资本流动政策、汇率制度转轨政策及其他政策的协调与衔接，恰恰是金融全球化环境下新兴国家在宏观审慎管理上尤为重点关注的问题。从全球视野看，金融系统具有结构主义和非平等性特质，这对新兴国家、转轨中的发展中国家来讲，在宏观审慎管理上有着特别重大的意义。

因此，笔者想着重指出，目前国际社会关于宏观审慎监管的框架，是不彻底的、不全面的。只要世界对美元等主要国际货币的发行不能形成一定的约束（这又谈何容易），就会出现如西方不少有识之士所感叹的“再一次危机仍不可避免”。宏观审慎管理，首先是全球宏观审慎管理，其次才是国别宏观审慎管理。目前的系统性风险，主要是现存国际货币体系下的全球性风险。何况，美国相关改革法案还只是原则提出要解决系统性风险问题，对于系统性风险，具体如何识别、如何解决，还并不清晰。正如诺贝尔经济学奖获得者迈克尔·斯宾塞所指出的，“将监管放在识别和遏制系统风险上是徒劳的。由于我们缺乏完善的风险动态模型，且全球金融系统时刻处于复杂的变化中，因此，察觉风险要么不可能，要么错误百出。”

中国对宏观审慎管理的考量

面对上述状况，发展中转轨国家、非主要储备货币国家、特别是正在制定金融战略的中国，应持什么态度？



一是基本赞同危机后全球金融治理的制度框架。有总比没有好，毕竟是向前迈出了一步。

二是不能满足于目前国际社会相关的治理政策，而应以更积极的姿态，呼吁并参与改善国际货币体系的一系列行动，约束美元对内政策目标和作为国际货币应尽义务的不对称行为，寻求大国货币间的汇率稳定机制。

三是充分认识目前国际社会“宏观审慎管理”框架不全面、不彻底的情况，认识到改善国际货币体系是一个渐进的长期复杂过程，尽可能处理好自己的对外经济政策，包括汇率、资本管理政策，努力构筑防范外部冲击的“防火墙”。必须认识到，目前关于全球金融治理的制度框架，是权威的，但未必是全面的，是针对自己国家所迫切需要的。

四是鉴于不同国情下宏观审慎管理应有的不同思考，特别是在中国资本管制尚未完全放开、中国经济又存在相对较高潜在增长串的前提下，要尽可能保护好、动运用好金融资源，以推动经济的增长。危机后发达经济体正需要去杠杆化、缩减信用。而中国正处于鼓励金融创新的发展时期，正酝酿金融机构参与商品、能源、股权、信用等衍生品交易。因此，在这方面要保持清醒认识：中国既不要引领世界金融监管的潮流，也不要简单尾随成熟市场经济国家的做法。一定要学会“以我为主”式的思考。当然在国内流动性过多、难以调控的特殊时期，不排除可以采取对信用杠杆放大进行暂时性的强约束制度。

五是在宏观审慎管理职权分工上，人民银行与银监会都应认识到，宏观审慎管理政策既不同于日常的货币政策，也不同于日常的对微观机构的金融监管政策。因此，在涉及中国金融体系的稳定上，既需要银监会的一系列对单个金融机构的审慎监管，也需要包括逆周期政策在内的利率政策、汇率政策、资本管理政策等央行政策的配合。基于目前中国“一行三会”的监管格局，有必要在此基础上，成立一个宏观审慎管理小组或机构，汇总搜集相关数据，研究制定具体的相机抉择目标和政策指标，参与在宏观审慎管理上的国际合作等，统一向国务院决策负责。

我国证券市场行为监管制度优化的基本思路

焦瑾璞¹

伴随我国证券市场范围的不断扩大，创新型、交叉性金融产品的不断涌现，金融交易关系越发复杂，证券市场投资者数量不断增大。这些参与证券市场交易的主体，很多面临着参与动机盲目、金融知识和信息匮乏的局面，这使本就信息不对称现象十分严重的证券市场的交易风险被迅速放大。参考国际历史经验，现代金融市场秩序的稳健要求必须要加强对金融机构的行为监管，从而切实保护投资者的合法权益。

一、提高金融机构强制性信息披露要求的质量证券市场交易

在很大程度上是一种信息的交换，作为投资者来说，有权利了解所购买的金融商品的真实信息。而由于投资者在证券市场上的相对弱势地位，其获得信息的能力是十分有限的，所以对金融机构的强制性信息披露制度就是一种十分必要的监管手段，也是政府对金融市场进行干预的有效手段。相比于其他的金融子市场，证券市场的强制性信息披露制度是比较完善的，但制定这些规则的出发点是基于监管者的要求。如果从投资者的角度来说，仅仅准确、公开、及时且真实地披露信息是远远不够的，必须提高金融机构强制性信息披露要求的质量。

首先，提高信息披露的针对性，对需要投资者重点关注的事项要突出标记。例如，针对期货交易的高风险性，其交易行为可能导致的高损失就属于应当特别说明的重要事项，在书面交付的合同中要通过加大字号等方式突出说明。其次，保证投资者信息的可获得性，这除了包括空间上的书面交付之外，贯穿合同签订前后的重要文书都要按时交付。例如，在股票市场中，缔约前的招股说明书、缔约过程中的持续性信息披露以及缔约后的文件交付、如何解约，对某些重要信息的标注也要详细揭示。再次，增强信息披露的可理解性，金融机构经营者要尽可能站在投资者的角度，以更有利于投资者理解的语言和方法来说明信息。

¹ 焦瑾璞，中国人民大学国际货币研究所学术委员、上海黄金交易所理事长



二、金融监管的范围和力度

互现有的金融监管体系主要针对的是有金融职业执照的、即正规金融的活动领域，而国内现在出现了越来越多的民间金融活动，在明确界定了政府与市场的边界之后，应尽快将那些正常的投融资需求活动纳入正规金融的范畴，赋予其合法地位。在监管的范围上，凡是涉及到众多中小投资者的利益时要加以严格监管，涉及到有风险承受能力的大型投资者的利益时要加以适度监管。例如，对于目前火热的众多互联网金融公司来说，如果将其纳入正规的金融监管体系之内，对它施行强制性信息披露、强制性产品登记和强制性资金托管的监管制度，它的风险就会从源头上得到有效遏制。

另外，证券市场发展本身很可能会给一些掌握信息的人钻法律空子的机会，但证券市场的发展不能以放任欺诈为代价，绝不能放松对这些人的管控，同时对于金融机构的违法违规活动要加大惩戒的力度。例如，针对基金经理的老鼠仓行为，原来的隔靴搔痒式的惩罚很难形成具有足够威慑力的影响，即使对违法的基金经理施以刑罚，也不影响他们在经过短暂的牢狱生活后重回私募行业。因此，要加强对老鼠仓行为的惩戒力度，不仅基金经理要受到处罚，基金公司的相关高管和责任人也要一并严厉处罚，让基金公司切身感受到老鼠仓惩处之痛，从而形成有效的威慑力。

三、规范金融机构营销活动的行为规则

证券市场上的经营者在推介金融商品时必须尽力满足投资者的信息需求，在宣传金融商品时要采取投资者易于理解的方式，避免使用晦涩的语言，将金融商品和服务的真实情况表述清楚，并主动说明会影响投资者价值判断的相关信息。对于重要事项要事无巨细地告知，非重要事项要有选择地忽略，如对于合同中涉及的冷静期制度、撤销权制度等专业条款要让投资者及时了解并深刻理解。

另一方面，伴随日益激烈的金融商品竞争态势，证券市场上的经营者为了让自身的金融商品“脱颖而出”，不可避免会做出某些诱导投资者的行为，以引起投资者的注意力。在“诱导”投资者的过程中，要注意遵循适合性原则，即证券市场经营者要对潜在投资者的财力水平、专业知识和风险承受度等基本情况进行

摸底，进而向其推荐符合其投资需求的金融商品。要大力杜绝证券市场经营者在金融商品营销过程中对投资者的有意误导、编造虚假信息和其他非正常手段，一旦由此给投资者造成损失，全部损失应由经营者承担。对于金融从业人员来说，必须慎重思考“诱导”行为的合理程度问题，监管者应就此出台相应的指导性文件。

四、构建交叉性金融业务的协调监管机制

首先，从保护投资者利益的角度出发，对各类金融机构提供的交叉性金融业务进行重新分类，可分为金融机构之间交易的金融产品、只为金融机构所消费的交叉性金融工具和面向投资者的交叉性金融工具，从而建立一套系统的交叉性金融业务分类体系。然后，以此为基础构建各独立监管机构对交叉性金融业务的统一分类和统计标准，这样“一行三会”就可以决定共享和交流哪些统计数据 and 监管报告；以此为基础构建各独立监管机构对交叉性金融业务投资者投诉的分类体系，这样既可以使投资者“投诉有门”，又可以避免出现金融监管的重叠和空白，同时可以为监管机构从被监管对象和投资者两方面掌握交叉性金融业务的风险状况和发展水平提供数据支撑。一个协调有效的监管体系是交叉性金融业务发展的必要条件，更是推动金融创新、维持金融秩序稳定性的基石。

五、应将保护金融消费者权益作为金融监管的主要目标之一

首要全面检讨我国的金融监管体制和政策体系，更多的监管政策和体系从保护金融消费者或者投资者的角度出发，加强金融机构的行为监管，而不应庇护金融机构，而目前我国的监管体系中这一块是缺失的。现代金融越来越相互融合，金融体系的稳定和发展基于宏观经济金融政策的稳定（宏观审慎）、金融机构的规范运行（微观审慎）和金融消费者保护（金融机构和消费者行为监管），三者之间不可或缺，是一个有机的整体。特别是 2008 年全球金融危机之后，英美等主要发达国家均成立了独立金融消费者保护机构，并赋予相当的独立执法职责，形成了中央银行负责宏观审慎监管、原来监管机构负责微观审慎监管、消费者权益保护机构负责行为监管的三足鼎立的监管体制，并以此促进金融稳定发展。我国是大国，体大业大，不一定照搬国外的体制，也可以形成“一行三会一局”的



监管格局，补上金融行为监管这一缺陷。

系列二十九：“一带一路”建设与区域经济合作¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所(IMI)的重点研究领域。自2012年研究所首次发布《人民币国际化报告2012》并首创人民币国际化指数(RII)以来,已经连续三年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长,报告因其独立性、客观性和决策参考性,得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布,在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告2015》主题为“一带一路”建设中的货币战略。报告从理论探讨、历史经验和实证检验等多个角度出发,系统梳理了“一带一路”与人民币国际化这两大国家发展战略之间相互促进的逻辑,强调“一带一路”建设中的货币战略应当从大宗商品计价结算、基础设施融资、产业园区建设、跨境电子商务等四个方面寻求有效突破。《IMI研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告2015》节选系列文章,以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告2015》第四章。

古代丝绸之路的名称缘起于以丝绸贸易为主的交通路线,它通过多条通道连接亚、欧、非大陆,古代丝绸之路将中国的丝绸等优势产品输往沿线各地,同时从沿线各国交换其优势产品。古代丝绸之路所带来的区域贸易往来,增进了经济联系,促进了各地文化的传播与发展,是古代区域经济文化交流合作的一个典范。

“一带一路”战略,以道路连通、基础设施建设为基础,将同样带动区域贸易往来、经济发展和文化交流。因此,“一带一路”不仅是中国发展的机遇,更是区域各国经济发展的增长点,它将从道路、贸易、经济、文化等多个方面带动区域的发展,实现区域整体的大繁荣。“一带一路”这一伟大愿景的实现,需要沿线各国携手努力、通力合作,向着实现区域更高水平、更深层次的大开放、大交流、大融合的目标共同迈进。

“一带一路”是涉及亚欧非大陆的系统工程,其建设过程需要各国的通力合作。在政策沟通方面,加强高层合作,协商解决合作中遇见的问题,是“一带一路”建设的基本保障。同时,共同打击跨国犯罪、互相尊重当地民俗宗教,为“一带一路”建设营造良好的政治环境。在设施联通方面,加强基础设施规划、技术

¹ 整理人:中国人民大学国际货币研究所研究员赵雪情、中国人民大学国际货币研究所科研专员安然



标准体系的对接，统一铁路运输的协调机制，增进物流信息化合作，才能逐步实现连接亚洲各次区域以及亚欧非之间的基础设施网络。同时，铁路、管道和通信线路的建设和维护，海上航线和空中航线的拓宽，跨国输电和资源共同开发，同样需要各国的共同努力；在贸易畅通方面，“一带一路”各国经济互补性强，拓宽贸易领域、优化贸易结构，增进各国之间产业的优势互补，推动整个产业链的区域分工和协同发展，发掘区域贸易新的增长点。同时，协商推进贸易投资便利化，共同消除贸易壁垒，共同营造良好贸易和经商环境。在资金融通方面，发展多种多样的贸易融资方式，推进区域信用部门的合作沟通，建立“丝路基金”为区域基础设施建设提供投融资支持。同时，扩大区域内本币的互换、结算的规模，加强区域金融监管和货币合作。在民心相通方面，各国应为民间组织的交流与合作提供引导和支持，增加区域内跨境旅游、历史文化展、艺术团交流等活动，加强在旅游便利化、文化语言方面的合作。

“一带一路”的建设成果将惠及区域各国。“一带一路”涉及的区域广阔、人口众多，具有无穷的发展潜力，“一带一路”系统工程的实施将充分调动区域发展潜力，带动区域经济增长。具体来说，“一带一路”建设带来的各国基础设施的改善，降低了资源开采的成本和环境污染，便利了区域内贸易和投资的往来，促进了人员、技术等生产要素的跨国流动，增进了国家间信息网络的沟通，不仅直接提升了各国经济增长，更为各国经济发展提供了新的增长点，提高了后续发展的潜力。贸易投资便利化的推进，进一步增进了区域内贸易联系，能够充分发挥各国的产业优势，优化产业链的分工布局，不仅使各国的优势产业更具有竞争力，还将衍生出新的产业分工，是经济增长的动力源泉。金融监管和信用合作使得区域贸易和投资更加安全、透明，区域内本币的互换、结算使用增加也将起到防范第三方货币的风险、降低贸易成本的作用，高层的互访和民间的交流活动增进了区域内各国的政治互信和文化交流，均为各国的经济增长营造了良好的环境。“丝路基金”的设立更是缓解了建设资金的担忧，使“一带一路”的建设成果更容易达成。

系列三十：人民币国际化与国际贸易融资¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所(IMI)的重点研究领域。自2012年研究所首次发布《人民币国际化报告2012》并首创人民币国际化指数(RII)以来,已经连续三年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长,报告因其独立性、客观性和决策参考性,得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布,在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告2015》主题为“一带一路”建设中的货币战略。报告从理论探讨、历史经验和实证检验等多个角度出发,系统梳理了“一带一路”与人民币国际化这两大国家发展战略之间相互促进的逻辑,强调“一带一路”建设中的货币战略应当从大宗商品计价结算、基础设施融资、产业园区建设、跨境电子商务等四个方面寻求有效突破。《IMI研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告2015》节选系列文章,以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告2015》第四章。

国际贸易融资(International Trade Finance)是外贸企业在国际贸易中,为满足真实的贸易需求,而进行的融资行为。它通过消除进口商或出口商在进出口贸易环节的资金短缺,使国际贸易更加顺畅的进行。据估算80%-90%的国际贸易需要依托国际贸易融资来实现,众多学者也研究证明国际贸易融资问题会极大的影响企业的进出口行为,可见国际贸易融资在国际贸易中的重要性。

国际贸易融资困难是由来已久的问题,尤其是对于中小型外贸企业。这个问题在2008年金融危机之后更加突出。外贸企业由于可供抵押的资产较少以及能够提供担保的第三方较少,很难满足银行的借款条件。传统的融资方式对外贸企业来说十分困难,这些企业在实际对外贸易中十分依赖国际贸易融资。

上世纪90年代开始,中国各家银行便陆续开展国际贸易融资业务。打包贷款、进口开证、出口押汇等常用的国际贸易融资方式到现在已经发展的十分健全。但我国银行由于自身风险管理能力有限,对于国际上常常使用的福费廷、保理等国际贸易融资工具的开发有限,这与我国世界第一大进出口贸易国的地位非常不相称。

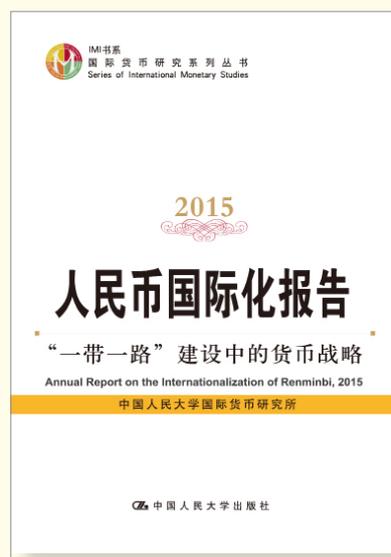
¹ 整理人：中国人民大学国际货币研究所研究员赵雪情、中国人民大学国际货币研究所科研专员安然



人民币国际化可能为解决上述矛盾提供“润滑剂”。从企业层面，出口商需要通过国际贸易融资的方式在货物发出后获取资金以支撑之后的生产，进口商需要通过国际贸易融资的方式预先缴付货款以满足后续的生产，进而产生利润进行还款。总体来说，无论是进口商还是出口商，都是在生产贸易的过程中出现了资金的缺口。人民币国际化为国际贸易提供了充足的流动性，使货物和款项可以及时的结算，在时间上缩短企业资金缺口。从银行层面，国际贸易融资利润丰厚是各家银行争先抢夺的目标，只是因为风险管理水平有限才鲜有涉足。自从人民币国际化推行以来，银行更加重视自身的风险管理水平，广泛在境外设立分支机构也缓解了一定的信息不对称，降低了国际贸易融资业务的风险程度；同时，人民币国际化开拓了境外的人民币外汇交易市场、拆借市场，方便银行等金融机构开发更具有竞争力的人民币国际融资业务。

《人民币国际化报告 2015》

“一带一路”战略和人民币国际化战略，是中国在 21 世纪作为新兴大国而提出的两个举世瞩目的重要规划。本报告认为，“一带一路”建设的“五通”目标表达了中国提供全球公共物品的美好意愿和历史担当。课题组从理论探讨、历史经验和实证检验等多个角度出发，系统梳理了“一带一路”与人民币国际化这两大国家发展战略之间相互促进的逻辑，强调“一带一路”建设中的货币战略应当从大宗商品计价结算、基础设施融资、产业园区建设、跨境电子商务等四个方面寻求有效突破。



具体而言，一是利用沿线国家对华大宗商品贸易的重要地位，以及中国在经济和金融方面的区域内领先优势，积极推动沿线大宗商品实现人民币计价结算。二是利用中国在基础设施建设方面的经验和资金动员上的能力，大力促成人民币成为沿线基础设施融资的关键货币。三是在沿线产业园区规划和建设中积极引导人民币的使用，促进人民币离岸市场合理布局，形成全球人民币交易网络。四是大力支持沿线跨境电子商务的人民币计价和跨境支付，积极争取根植于民间的对人民币的广泛认同与接受。



刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主 编：曹 彤

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

北京市海淀区中关村大街 59 号
文化大厦 605 室，100872

电 话：86-10-62516755

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

设计承印：翰风广告

IMI RESEARCH INFORMATION

Weekly

CAO Tong

International Monetary Institute of RUC

Department of IMI research information

Address: Room 605, Culture Square, Renmin University of
China, No. 59 Zhongguancun Street, Haidian District,
Beijing 100872, P.R. China

Tel: 86-10-62516755

E-mail: imi@ruc.edu.cn

Hanfeng Advertisement

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载

本期责编：宋科 安然 徐哲

刊发日期：2015 年 11 月 16 日



微博·Weibo



微信·WeChat