



需要落实的措施

Laura Kodres和Aditya Narain

尽管可以将危机归咎于很多原因，但监管制度不健全仍是导致全球金融危机的关键因素。监管不仅残缺，而且缺乏执行力。为防范下一次系统性风险的积累，监管体制必须得到修复，从而为世界上相互联系的储蓄者和投资者提供一个健全的基础（即国际金融中介），并保证有一套清晰一致的方法，来处理金融市场出现的不稳定。用于为市场提供流动性的中央银行体系也必须加以重新审视。

IMF已经考察了一些领域，要注意

防范这些领域的系统性危机：

- 监管范围，或者说哪些机构和实践应包含在监管范围中；
- 顺周期性，某些监管和商业上的实践有放大商业循环的倾向；
- 信息差距，关于风险及其在金融系统中分布的信息的差距；
- 协调各国监管政策和法律框架以增强对跨国公司和跨国市场的协同监管与处置；
- 向市场注入流动性从而保证投资的资金平稳流动以及货币政策的有效传导。

需要改进金融监管的范围，完善流通资金的供应。本文提供了具体办法。

监管范围

从近期的危机中可以清楚地看到，必须将以往超出监管范畴的机构和市场纳入监管。在某些情况下，这些市场和机构不为法律制定者和监管者所知。它们中的某些实体能够获得短期融资，从而得以投资于较长期的资产，并提高相应的杠杆率（使用债务购买资产），当那些短期借款者收回他们的资金时，这种高杠杆的投资模式会在某种程度上威胁到金融系统的稳定。但是，没有必要将监管覆盖所有的金融中介，这将会限制它们给经济带来的某些益处——比如金融创新和高效融资。为避免使有效运行的市场和机构负担过重，清楚地识别特定缺陷很有必要。这样，更广泛的监管才能设法处理它们（所谓的市场失灵）。这可以通过一个双管齐下的方法加以解决：许多金融机构和金融活动将置于监管外部并且服从信息披露的要求。而那些构成系统性风险的将被移至内部加以审慎监管。

第一步，以往不受监管的金融实体和金融活动将被纳入新的监管范畴，包括：

- 从被监管部门中转移出的具有对应风险的机构：新的监管目标将是表外实体，如结构性投资工具，它可以被用于从银行和其他被监管企业那里获得高风险资产。

- 运用杠杆的投资公司，当这些公司需要去杠杆时，它们倾向于放大螺旋下降的资产价格，也就是说它们一旦认为杠杆率过高，就会过早地出售资产，以减少其对债务的依赖。

要阐明哪些经济实体对系统性风险有重要影响，哪些影响较小是一件困难的事，但杠杆较低且关联较少的理想的机构，相应的监管应较少。即便如此，监管者依然必须能够收集关于机构的充足的信息，以判断它们是否加剧了系统性风险。

顺周期性措施

经济周期是可预期的，但一些监管和制度方面的举措会加剧周期性变动。这些举措包括针对银行的资本供应和监管规则，也包括许多金融机构中的风险管理与补偿机制。

既消除顺周期性因素，又不否定金融机构以风险为依据的决策，是审慎监管所面临的挑战。此外，对于所有需要额外资本的补充监管应该是渐进的，以防止脆弱的金融体系遭到进一步破坏。

议程中的重要一环是减少资本监管的顺周期性——需要保存基金机构来消化损失。（例如，“核

心”资本被认为是股票发行所得的权益资本和扣除利润的公开储备的净值。）要激励企业在经济好转时积累额外资本，在经济衰退时用这些资金作为缓冲。这一点可以通过几种方法实现，不过最简单的方法是令资本需求反周期——令保持资产于指定水平所需的资本数量在繁荣时增加，在萧条时减少。理想的情况是，这些反周期的资本不是任意决定的，而是被纳入法规，作为一个自动的稳定器，在经济上升时能使监管者抵御来自企业和政治家的压力，让一切运转在向上的轨道上。

危机凸显了杠杆的负面作用。原则上，对风险权重不同的资本有不一样的要求，相较风险低的资产，风险高的资产需要更多的资本，从而控制过度的杠杆化。当然这种要求也有利于运用最大化的杠杆比率，比如总资产（包括表外实体）除以高品质资本的得到的比率。在经济上行时，该比率作为一个相对简单的工具，可以被用于限制金融机构的过度的杠杆化。

尽管公允价值账务处理方法要求机构以当前的市值对资产计价，大部分情况下这是一个良好的基准，但危机表明，在去杠杆化时期，这种计价法会加重价格的螺旋下降。如果一个公司不得不贱卖资产，可能会迫使其公司将类似资产定在一个新的低价位上，而这又刺激余下的公司出售资产，尤其是当它们被规定不得持有低价资产。因此，会计准则应允许金融公司为营业资产分配“估值储备”，该储备在经济增长时上升，以反映过高的估值，在经济下滑时作为缓冲器，以抵御估价反转到过低水平。同样，被充当抵押品的资产价值，如房产价值，往往也顺周期。所以会计准则手册需要的更多空间，以便在前瞻性和可衡量性的基础上报告更保守的估值。

另一个具有顺周期性特点的是金融体系的资金流动性，即金融企业获得可贷出资金的能力。这些资金往往在经济上升时充裕，在下滑时短缺。稳定资金保障的第一道防线是得到强化的金融公司的流动性风险管理技术。这些企业应被鼓励依靠波动较小的资金形式，如小额存款，而不是短期的批发资金。设置额外的以风险为基础的资本准备金要求，或施加某种形式的税费，可能将有效调整流动性，减轻系统性风险。同时应考虑采用一个更强硬的方法，即要求银行持有最小数量的高流动性资产。

弥合信息差距

无法辨别哪些风险分摊给持有者，以及分摊给了哪些持有者，这是危机中最令人不安的方面之一。理论上认为新的结构信贷产品将风险分散到了那些最佳

任的管理者手中。不过在许多情况下，监管者和其他市场参与者无法知晓各种风险的分布。更糟糕的是，风险往往被打散分块，这阻碍了将风险资产打包出售的机构和这些产品的购买者充分了解他们交易的资产的风险。此外，这些复杂证券定价的原始基准信息无法轻易得到，或者不能加以解释。

“更多的注意力应放在收集信息上，这些信息将保证指标的创建，以预警面临的问题。”

对系统性风险及其预防的详尽分析需要填补信息差距。可能最需要的信息是那些对系统有重要影响的银行和非银行金融机构所暴露的风险的数据。信息披露（数据被当局收集但不公开）的水平和集中度，以及跨国跨市场金融机构间的联系，对观察系统性风险和脆弱性而言至关重要。

更多的关于资产估值技术、原始数据和假设的公共信息将带来更合理的定价，也令市场参与者能够更好地发现相关性及潜在的尾部风险（一种不太可能发生的结果，但一旦出现，后果是毁灭性的）。柜台市场上关于价格、数量和整体集中度的数据同样值得注意，因为它们通常不被记录，所以别人看不到交易信息，当市场遭受压力时，这会限制流动性。一个结算系统将能用于收集（或过滤）各种交易，使市场参与者和他人知晓他们正承担多少总风险。

更多的注意力应放在收集信息上，这些信息将保证指标的创建，以预警面临的问题。分析师必须仔细考虑那些提供风险状况的前瞻信息，无论是整个体系还是个别机构和市场的风险都要加以关注。直观上看，那些具有混合风险的指标（如基于期权价格的指标）比那些没有混合风险的更好。但由于这些指标基于市价，所以它们很可能只是反应了当前对未来风险的预期，而不能预测风险何时转变成系统性风险。

涵盖金融机构的更完善的信息披露规则的出现，同样有其合理性，它使信息更具体、更一致。尤其是因为大量风险都被置于资产负债表之外——躲开投资人，同样也躲避监管者，所以报告将不仅包含表内业务，还包含表外业务。对非银行金融机构，同样需要基本的关于杠杆和信息披露的衡量方法，以部分反映它们在系统性风险中的重要性。建模和估值技术应予以公开，使投资者能更好地判断他们所购买产品的风险。这些类型的信息披露旨在让市场更公平合理地运行。

在另一层面上，如果价格、交易量和其他的衍生

品柜台市场（OTC）信息能更容易获取，市场将运行得更好。市场缺乏一致的信息报告已经成为最棘手的问题，并且带来最大的不确定性。柜台市场上的一部分数据已经被收集，并且更多信息能够更经常地被公开，其中包括交易地点、涵盖的工具、交易对手的类型以及整体市场集中度。重点将由信息收集转向风险公开。必须要有关于信用违约互换（CDS）的更完善的信息，因为此类“保险单”正被许多相互关联方持有，所以很难分辨谁遭遇到不同公司的违约。目前正在建设中的CDS的结算中心将有助于减少交易对手的风险并提供一个收集信息的中央平台。

促进跨境协调

过去，在监管那些对全球和区域有重要影响的金融公司的过程中，并未考虑到与危机有关的系统性和全球性的风险。法规制定者无需承担全部责任。国际投资银行雷曼兄弟的倒闭、三家冰岛银行的破产和世界保险业巨头美国AIG公司的崩溃，都暴露出政策不协调已经打击了信心，破坏金融市场的运行。放弃国家利益所遇到的困难，以及其他制度、文化和法律上的限制，已经破坏了对金融组织的有效监管。

那些金融运行紧密结合的国家的决策者和政治家们，现在必须采取联合行动来解决国家间法律框架的不一致——最近银行倒闭使之暴露无遗。重要的是确保各国在许多基本方面下银行破产框架的兼容。例如，拥有一致的标准以启动破产程序是有益的，机构不仅可由本国监管者核准破产，还可由机构在该地区有业务的所在国的相应监管者批准。一整套启动银行决议的指导方针，包括触发机制、时限和程序，将有助于保持公司的专营权价值。针对存款人和投资者的跨管辖范围保护计划将会避免在不确定时期，存款从一地流向另一地。最后，基于某些客观标准的安排，比如令各国的资产数量和规模成比例，将保证损失的合理分配，从而在承担较少代价的同时，更好地监管所管辖范围。这也有助于减少公司因在本国无法解决成本问题而将业务转移到国外的状况。

在危机中，各国监管者在信息交换和跨境合作上已经步调不一——有时这对解决方案起反作用。跨境风险的披露是不完整的，金融体系间的联系程度被低估。监管者们必须决定什么样的信息对收集和沟通是至关重要的，并且要考虑到其与系统稳定性的关联。

有一些方法可以加强跨管辖区的合作。例如，各国监管者组成的国际监管机构，通过这个途径，有生意往来的公司可以相互监督。该机构的负责人，即起领导作用的监管者（典型的是来自银行所在国的监管

者），将负责拟定一个关于公司风险集中度以及它的主要优势和弱点的清晰图景。主管监管者和其他适当的监管者将决定一个公司的活动是否是许可的。该机

“最重要的是，为借款者提供紧急流动性和交易中介的新方法的同时，还应有一旦情况恢复正常，将如何取消这些应急措施的安排。”

构将审查该公司的活动并根据需要作出特别要求。一般而言，把将系统风险最小化作为金融监管的明确目标将有助于将国际和国内金融企业的各个层面的监管结合起来。

鉴于其支离破碎的状况，一些国内的监管也需要加强协调与合作。如果国内也有多重监管者，那么也可以采取与国际监管机构类似的途径。国内机构有效降低系统性风险的能力并不取决于体制结构（即不管它们是一个或多个机构，抑或是在央行内部还是外部设立），而是取决于承担监管职责的部门间的密切的合作与协调。

向市场提供流动性

危机已经滋生了过多的向市场注入流动性的方式。央行已经增加了交易对手的数量，并且扩大了其所接受的抵押品形式，还延长了流动资金支持的期限。在某些情况下，新的便利手段已经被采用。但即使采取了这些行动以达到促进流动性需求增加的目的，央行还是没能让金融市场正常运作，部分是因为没有消除相应的遍布金融市场的不确定性。央行通过利率调节经济的中间过程正变得越来越复杂。央行必须考虑它们将影响哪些市场利率，还要考虑这些利率怎样转化为最终使用者的借贷利率。在新兴市场中，央行同样要在注入所需流动性和资本外逃风险两者间努力权衡。

因为货币政策的传导机制已经变得不太可靠，所以在银行调整资产负债表的过程中，各国央行必须集中精力去决定它们能通过何种方式直接支持金融中介。资产互换等释放银行资产负债表的行动会暂时允许银行提够其他贷款，从而直接支撑市场。准财政政策，如使用央行的资产负债表为具体的借款人提供贷款，将有助于保持信贷市场的运作。但如果长期使用这些政策会带来负面效应，特别是它们将钝化央行利率政策的市场信号作用，并且排斥没有优先权的借款

人（有可能挤出给它们的资金），还会扩大央行资产负债表的规模，它作为管理良好的机构的信誉将受到影响。

最重要的是，为借款者提供紧急流动性和交易中介的新方法的同时，还应有一旦情况恢复正常，将如何取消这些应急措施的安排。退出时机的选择必须协调一致，以避免流动性和信贷的骤然下降。带有这种动机的推出战略，即逐步断奶，使市场参与者从由央行融资恢复到正常贷款方式，可以最大程度的减少这种骤降的发生。调整央行金融工具的利率，以增加运用市场渠道融资的激励也可以起到类似作用。

监管体系的未来

许多国际论坛正就重新设计监管框架，避免今后可能出现的危机进行讨论。再三强调监管重建势在必行只是一个方面，同样重要的是牢记需要加强监管者的能力和自主性，以保证监管以及时可信的方式贯彻。只有提高强制力，才能使重新设计的监管体系变得有效，而这反过来要求确保监管当局的业务独立性，并保证它们获得充足的资源。

重新规划监管体系需要时间，但朝上述方向努力的动力是强劲的。市场越早洞悉正在制定的新监管规则的风向，投资者就会越早考虑新的投资环境。由于许多投资者预计会有严厉的监管改革，所以他们在将资金配置到不同金融机构和市场之前，会选择观望。不确定的监管范围将使人们难以界定哪些业务是高产的，又有哪些将因监管而不复存在。因此，推进各个地区监管的一致性（无论是跨境的还是在本国权限范围内的）将有助于恢复金融体系所急需的稳定。

Laura Kodres为IMF货币与资本市场部处长，Aditya Narain为该部副处长。

本文基于IMF货币和资本市场部所写的《金融危机的教训：未来的金融机构及金融市场的监管和流动性管理》。其他作者包括Luis Cortezarria-Checkley, Simon Gray, Barry Johnston和Ian Tower。欲查找《金融危机的教训》一文和该文所参考的论文，以及作者的详细列表，请登陆www.imf.org/fandd。