



修复系统

劳拉·科德雷斯、阿迪提亚·纳拉因

人们普遍认为金融监管是全球经济危机的罪魁祸首，在对其进行了一阵改革之后，当前改革的步伐有所放缓

发达经济体赢弱的金融监管是大萧条以来最严重的全球经济危机爆发的重要原因——监管体系设计不佳、不切实际，而且机构和市场细分之间不一致，更不用说国与国之间。

监管也被认为过于松懈，政府机构过于迎合私营部门，以期降低合规所需的昂贵成本。因此，从2009年开始，发达和新兴市场经济体20国集团（G20）领导人的政策议程开始专注于金融监管改革，以帮助应对经济危机所暴露出来的这种全系统风险及对其他机构、国家和实体经济的溢出效应。这一点并不令人感到奇怪。

为了更好地进行全球金融监管的协调，多国金融稳定委员会承受了巨大的压力，此外美国和欧洲也进行了某种程度的监管改革。正因如此，自2009年以来，情况发生了一些重大的变化。

但是在美国抵押贷款市场首次出现经济危机迹象的五年后，有迹象表明，最初的监管改革速度已经放缓，这在一定程度上是由于改革者的疲劳和民众对

此日益冷漠的态度，因为他们更加关心的是增长缓慢和高失业率所造成的经济影响，而非金融监管。全球金融行业也对改革有所抗拒，因为该行业认同某些研究所得出的观点，这些研究强调，过度监管会带来高昂代价，同时监管变革也有可能产生意外后果。国家主管部门也遭到国内金融机构的围攻，这些机构担心，其他国家所采取的措施将会对国内产生影响。政策制定者担心，某些国家在实施改革议程方面的分歧可能会导致金融全球化成果化为乌有。在这种背景下，本文将探讨改革已经取得的成果，以及尚待解决的问题。

进展

迄今为止，改革已经取得诸多进展。G20领导人对本次经济危机期间进行的金融改革产生了浓厚兴趣，因此，促进监管获得了前所未有的推动力。金融稳定委员会已被赋予权利，其使命是协调全球范围内对监管所作出的反应，借此，

G20 的作用得以增强。游戏的规则被彻底改写，目前的改革完全可以被称为“再管制”。

《巴塞尔协议 III》的一个主要成果是提升了资本的质量和数量。该协议还推行了在国际上达成一致的流动性要求（现金以及可以迅速和轻易出售换取现金的证券）。当在 2017 年年底完全实施后，银行将具备

汇集借贷款项（例如抵押贷款、信用卡余额、汽车贷款），从而对证券形成支持，再将证券出售给投资者。贷款的本金和利息付款用于支付给证券的拥有者——通常以部分安排的形式实施，这种安排给予款项支付以不同的优先级。较低的利率促使投资者购买这些证券，以获取此类证券所提供的少量额外收益。

国家主管部门也遭到国内金融机构的围攻，这些机构担心，其他国家所采取的措施将会对国内产生影响。

更多的缓冲资本，可以应对类似 2008 年突然出现的压力——银行间借贷几乎停止且融资成本飞涨。所谓全球系统性重要金融机构的新的资本要求，是对互联性风险的一种全新的国际应对措施——因为，由于相互之间混乱的财务关系和定位，一家金融机构可能对其他金融机构造成影响。

美国《多德—弗兰克法案》中提到，“大而不能倒”的银行应该自行安排倒闭计划，这是发出的一个信号，显示国家将认真对待此类银行的内部复杂性及其互联性所造成的相关次级影响。这些计划——无疑是等同于金融机构的生前遗嘱——旨在确保倒闭的金融机构可以在不影响金融体系的前提下破产。由此，在曾经被认为是最难攻克的阵地上也取得了一些进展：解决方案框架的国际标准使关闭跨国运营的金融机构变得更为简单。

危机的中心

同时，再管制的直接目标也包含危机中心的某些类型的经济活动。

对于可能需要纳入监管范围内的经济活动和金融机构，所谓的影子银行体系（其中的金融机构通常进行与银行业相关的经济活动，但是此类活动并不属于银行监管体系的范围之内）目前已经成为审核的焦点。全球经济危机的核心领域中所发生的大量经济活动都介于影子体系和更正规的银行体系之间。美国证券经纪人、银行资助的特殊投资工具和渠道、货币市场共同基金、对冲基金以及各种各样的金融机构通过相互作用，使长期资产和为长期资产提供资金的短期负债之间的系统性匹配日益错位。其中一些机构对于短期存款过度依赖，例如在货币市场上而非传统存款市场上交易的短期存款工具（见本期《金融与发展》“什么是货币市场？”）。

影子体系是国外高风险证券类产品供求的主要促成因素，是引发美国金融崩溃的罪魁祸首。证券机构

使证券化更为安全的法规解决了很多业已发现的缺陷。例如：发行人必须持有更多的产品（或者有自身利益涉及其中），迫使他们更仔细地调查标的贷款的风险。新的国际会计准则对金融机构持有资产负债表外实体证券化资产的能力进行了限制（当没有足够的资本支持时）。《多德—弗兰克法案》要求发行人确保提高这些产品所含资产的透明性。美国和欧盟目前生效的法规要求信用评级机构更仔细地对待这些产品的评级。

其他形式的影子银行也在受到金融稳定委员会和其他机构的详细审查，以便确定他们是否具备同样的负债潜力，以及对金融体系可能构成损害的其他风险。

一步之遥

即便是距离危机一步之遥的银行活动——例如，为自己（不是为客户）交易证券和银行提供支持的对冲基金——对于接受政府（事实上是纳税人）支持的银行活动而言，其风险仍然过高。美国的沃尔克规则和英国的维克斯报告呼吁将传统的消费者银行活动（接受存款和放贷）与可能导致银行需要纳税人提供支持的、风险更高的银行业务分离。这些措施出台后，大多数受影响的银行均有所收敛，如果这些措施完全实施，将很有可能降低股东回报。

大多数法规的目的是为了确保金融机构的健康，而另一些法规是为了解决总体金融市场的功能紊乱。这包括将双边交易中衍生工具合同的清算从柜台交易移至中央对手方（CCP）的工作。当在 CCP 内清算而非两个交易方直接清算足够的此类合同后，由于中央交易对手方可以抵消多个合同的买方和卖方现金流，风险因此得以降低。当然，多个 CCP 突然出现（正如目前正在发生的情形），多边净额结算的利益更低，需要更多的资源确保这一金融基础设施关键组成部分的安全。

回购（repo）市场也备受关注（其中，金融机构

出售他们持有的证券，以获得短期资金，并承诺在近期将其买回)。如果此类融资机制突然枯竭或者贵得离谱，一些依赖这种资金的机构将因现金短缺而受到影响。收集和公布回购成本(对标的抵押品面值的削价)和可接受抵押品类型的信息可以为市场打下良好的基础。尽管回购市场备受关注,但是近期工作小组(例如,由国际清算银行和纽约联邦储备银行协调的工作小组)未能将改革向前推进。

在解决系统性风险方面,宏观审慎政策也取得了进展,该政策认识到,保持单个金融机构的健康并不能够确保整个系统的稳定性(见2012年3月号《金融与发展》“整体性保护”)。更多整体性的宏观审慎方法处理的是一些潜在现象,这些现象通常导致信贷和负债增大经济周期波动的幅度。他们也发现了机构和市场之间的互联性,从而解释了为什么一个机构或市场的问题可以迅速波及到其他机构或市场。解决更为系统性问题的早期努力包括《巴塞尔协议III》所提出的反经济周期资本缓冲(要求机构在好的年景增加资本,使他们能够更好地应对坏年景)和近期达成一致的全球系统性重要金融机构的资本要求。

前路漫漫

虽然对于要做些什么倾注了很多的精力,但是终点仍然十分遥远。事实上,某些领域的变革非常缓慢,例如将跨大西洋会计标准融合成一项全球标准。此外,在全球领导人对改革议程作出承诺的三年后,很多国家仍未实施其中的一些关键要素,例如应对系统流动性风险的政策。

从某种程度上讲,这是有意为之,因为逐步实施可以减少对行业和总体经济的冲击。但是,实施的滞后意味着全球仍然存在重演三年前导致金融市场冰封的风险的可能性。

此外,改革遇到了两个主要障碍——推迟已经达成一致的措施和实施不力。

随着第一阶段的金融危机有所减缓,对已经达成一致的措施迟迟不予执行的现象最初源自金融行业,但是现在一些国家的主管部门也开始抵制,因为在危机的第二阶段,他们在努力促进缓慢的经济复苏。虽然《巴塞尔协议2.5》确定了一些细微的改进措施,但是《巴塞尔协议III》这个由全球各地监管机构组成的委员会所一致通过的强制性资本和流动性要求仍未得以实施。尽管如此,对于《巴塞尔协议III》准则所导致的持续性银行去杠杆化(资产剥离)和信贷增长放缓,人们对其仍诟病不已。国家之间开始相互指责,因为他们认为一些国家暗中进行了竞争性幕后操纵,例如不遵守商定的时间表。

实施不力的结果体现在多个领域。对资源供应的关注少之又少,但是这些资源是加强对实施合理法规的监督所必不可少的。监管套利现象(投资者利用不同规则或法规所导致的市场不同价格)有所抬头。目前,各国才刚刚开始认识到有必要甄别各种方式,加强总体监督能力及其自主权、使命、资源、权力和手段,以确保措施在各个机构、市场和国家的均衡地实施。但是,监督自主权不太可能在近期内获得中央银行所允许的独立地位,并且在努力影响“大而不能倒”金融机构(丝毫没有减少他们的规模或业务范围的意图)可采取的激励措施的同时,监管者将继续面临行业游说和政府压力。

艰难的道路

监管改革的工作可能有所放缓,但是我们已经取得了一些进展。我们已经完成了相对简单的工作,但是旨在解决难题的更困难和更费力的工作仍尚待完成。需要完成的工作包括:

- 识别和建立缓解系统性风险的工具——仍处在开发的早期阶段;
- 提高监管机构的能力,以便在设计用于防范系统性事件的工具失败时能够从容应对相应后果;
- 为金融中介(将储蓄转化成投资)提供一个框架,以便在没有过度监管的情况下协助强劲和稳定的经济增长。

在部分地区,尤其是欧洲,持续的金融萧条妨碍了改革的进展。特别是当主权政府支持金融体系的能力可能被削弱的时候,将会出现影响监管制度改革的其他问题。

虽然如此,向前发展的势头不能丧失,因为如果无法解决最困难的问题,未来的全球金融稳定性无疑将受到影响。如若要树立对未来的信心,必须设定明确的目标——在目前的环境下,严重缺乏的正是信心。

劳拉·科德雷斯(Laura Kodres)是IMF货币与资本市场部副主任,阿迪提亚·纳拉因(Aditya Narain)是该部处长。