

# 美国金融监管体系改革中 几个重大理论问题

易宪容

**内容提要** 任何一次金融危机,都是金融体系进行重大改革的机会。在 2008 年一场严重的金融危机之后,美国政府推出一个系统的金融监管制度改革蓝图。这个金融改革的目的是要重要确立美国金融监管体系的新基础。而这个新基础的核心就是对以往的金融监管理念重新认识,以便设计出适应于新的经济形势的金融监管新规则,重构美国的金融体系。可以说,无论是监管目的的确立、监管模式的采取,还是金融创新的新理解,都会促使对美国金融监管体系进行较为全面彻底的改革,这是重建美国新的金融体系的基础。对此,中国的管理层要密切关注其动向与发展,以便也重造中国的金融监管体系。

**关键词** 金融危机 金融监管体系 规则 平衡

易宪容,中国社会科学院金融研究所研究员 102209

## 一、以金融监管体系重大改革来重建美国金融体系

美国金融危机让美国及全球进入严重的经济衰退,而且这种经济衰退尽管已经见底但在短期内要恢复是根本不可能的。那么,这次金融危机为什么会造美国以及全球经济的严重衰退?最为根本的原因就是 20 多年来逐渐形成的美国金融体系突然崩塌,就在于美国经济的核心金融服务业出现重大问题。美国金融体系突然崩塌,其中的原因很多,但新的金融运作体系没有相应的监管制度同样是重要的原因之一。因此,为了帮助美国经济重新站起来并得以复苏,就得对美国金融监管架构进行全面检讨与改革(美国财政部 2008),以此来重塑美国的金融体系。

2009 年 6 月 17 日,美国总统巴拉克·奥巴马公布了美国联邦政府制定的奥巴马政府于 2009 年 6 月 17 日公布的名为《金融监管改革:新基础》(Financial Regulatory Reform: A New Foundation 或《金融白皮书》)的改革蓝图。这份长达 88 页的改革方案从机构、市场、消费者保护和国际合作等多个角度,对美国金融监管体系做出了较为彻底的改革,其中包括将美联储打造成为“系统风险监管者”、设立全新的消费者金融保护机构监管金融消费产品以及对对冲基金和私募基金实施监管。6 月 15 日,美国财政部长盖特纳和白宫国家经济委员会主任萨默斯在《华盛顿邮报》上撰文指出,这次美国金融监管系统改革的主要目的,就是要弥补旧金融体系的漏洞,并确保未来不会再次发生类似于当前的金融危机。奥巴马也

表示,美国金融监管体系就在于要改变当前这种监管体系的落后现状,并修补引发本次大规模金融危机的体系漏洞。

也就是说,每一次美国重大金融监管制度改革都是与金融危机的爆发相关联。1929至1933年经济大萧条之后出台的《格拉斯—斯蒂格尔法案》,奠定了美国金融业近70年来分业经营的基础;2000年互联网泡沫的破灭以及2001年安然与世通破产的会计丑闻,直接催生了重塑上市公司内部治理机制与证券市场监管体系的《萨班斯—奥克斯利法案》;2007年以来的美国金融危机的爆发也促使美国对金融监管体系改革与重建,奥巴马政府公布金融监管制度改革的蓝图,就是希望重建未来若干年内美国金融市场乃至全球金融监管新框架。

从《金融白皮书》所推出的金融改革蓝图来看,为了弥补旧监管体系的漏洞,并确保未来不会再次发生类似的金融危机,美国金融监管体系改革主要是从以下几个方面入手:首先,银行的资本、流动性以及杠杆率将受到严格监管,严格控制风险,防止经济动荡。其次,对冲基金必须在政府处进行注册,大型对冲基金将要受到联邦政府的监管。最后,抵押贷款以及其他消费产品将被监管,有毒资产将受到全球透明性法规的监管。即这次美国金融监管制度改革旨在从监管理念、监管机构、监管手段、监管体系国内外协调等方面全面改革现有金融监管体系。

也就是说,美国金融改革的蓝图将赋予美联储拥有更大的权力监管金融机构、金融产品以及金融市场交易,美联储也可能有权对大型金融机构设定资本以及流动性要求。对美联储来说,获得上述监管权力意味着其成为改革后美国金融监管体系中的系统风险监管者。这也是美联储职权在过去几十年中所经历的最大变动。创立一个由美国财政部领导的金融服务监管委员会,帮助弥补在监管方面的空白,促进政策的协调以及识别新出现的风险。成立消费者金融保护局,目的是保护美国消费者和投资人免受信用卡公司、银行和按揭市场不法行为的侵害。还希望其制定的许多新的标准能够与海外国家的新政策相协调,以创立一个相容的监管架构,具体举措包括制定相似的信用衍生产品监管规定,在对大型跨国金融机构进行监管方面签署跨境协议,以及与海外监管机构进行更好的合作。

一般来说,任何制度的改革都是一种利益重新分配,特别是重大的制度改革更是重大的利益分配。

为了保证金融监管制度重大改革的顺利进行,就得协调好相关的利益关系,就得寻求其改革的理论基础。本文试图对当前美国金融监管体系改革中几个重大的理论问题进行梳理与分析,以便于我们了解美国金融监管制度改革合理性及合法性的理论基础和实质。

## 二、美国金融危机产生的根源与实质

美国金融危机产生的根源,最近讨论的文献很多,众说纷纭。不过,最主要观点可以归结为以下几个方面,如宽松的货币政策、通过信用消费为购房者提供过度的流动性、房地产泡沫破裂、金融衍生工具泛滥、金融监管不足、评级机构评级虚假性、人性贪婪、全球经济失衡等等。但是,我认为,美国金融危机应该从金融体系内在性的不稳定来探讨这种危机的根源。

从20世纪70—80年代开始,随着全球不少国家金融管制的放松,以及金融技术及网络技术的革命,全球金融体系发生了显著的变化,特别是美国金融体系更是发生了一场巨大的革命。这场革命主要表现为传统银行信贷方式向新的信贷方式转变。因为,从传统的银行信贷模式来看(范奥德,2007),商业银行是利用债务(通常是存款)发放并持有贷款,它所关注的信用风险管理,以及如何将异质性资产转化为同质性债务等;而美国这场金融革命后形成的新的信贷模式则是从证券化的市场获得融资,即银行资金不是来自个人存款而是直接来自证券市场。Lall等人(2006)把这次金融革命给出了一对更为学术化的概念,即高度关系型的金融交易及非关系型的金融交易。这次美国信贷市场的革命就是一场高度关系型金融交易向高度非关系性金融交易的转变。这种非关系性金融交易不仅使得金融机构与金融组织出现根本性的变革,而且也让整个金融交易方式与运作模式发生了很大的改变。它由传统的零售并持有为主传统的银行模式改变为“创新产品并批发”为主导新的银行信贷模式,或全球性信贷金融已经从传统银行主导的模式演变为隐藏在证券借贷背后类似为一个“影子银行体系”的金融制度安排(格罗斯,2009)。这种信贷融资体系没有传统银行的组织结构却行使着传统银行信贷运作的功能。可以说,这种金融交易方式的重大变化不仅改变个人与企业所面临的借款与储蓄的机会,也改变金融从业者的职业生态,改变了整个金融市场的信用基础,从而形成一种与传统完全不同的金融体系。因此,金融市场的系统

性风险的形成与表现方式也就不一样。但是,当金融市场的行为方式及信贷基础发生根本性的变化之后,如果没有相应的监管制度安排,如果没有一套适应于这种金融体系的法律及制度规则,也就无法形成一套如何来规避新金融风险的方式,金融危机爆发也就不可避免。可以说,这次美国金融危机就是在这样的一个背景下爆发的。

而这种所指的“影子银行”(Shadow Banking)就是把银行贷款的证券化,通过证券市场获得信贷资金或信贷扩张一种融资方式(黄元山,2008)。这种新的融资方式把传统银行的信贷关系演变为隐藏在证券化中的信贷关系。这种信贷关系看上去像传统银行但仅是行使传统银行的功能而没有传统银行的组织机构,即类似一个影子银行体系存在。在影子银行中,金融机构的融资来源主要是依靠金融市场的证券化,而不是如传统银行体系那样,金融机构的作用主要是把储蓄转化为投资,融资的来源主要是存款。而影子银行的证券化最为主要产品就是住房按揭贷款的证券化。它包括了资产支持商业票据、结构化投资工具、拍卖利率优先证券、可选择偿还债券和活期可变利率票据等多样化的金融产品与市场(克鲁格曼,2009)。而住房按揭贷款的证券化是影子银行的核心所在。

影子银行的实质就是以住房按揭贷款的证券化等方式行使着传统银行的功能,但没有传统银行的组织形式。这种证券化产品先有 MBS,然后有 CMO、CDO、CDS 等一系列的证券化产品。这些产品的特征是投资银行将购自贷款银行不同性质的按揭贷款放入一个资产池,再依据资产的收益与风险加以分类、切割、信用加强、重新包装等程序,转换成小单位证券卖给不同的投资者。在按揭贷款证券化后,由于银行无须持有贷款至到期为止,这样贷款银行既可以把贷款的各种风险转移出去而激励贷款银行的信贷规模快速扩张,也可以调整债权的期限结构使长期债权得以流动。同时,在基础资产风险锁定的情况下,证券化不仅使得借款人的借款成本降低,增加了借款人申请贷款的便利,也因为投资产品增加有助于分散投资者风险。但是,从 CMO 出现开始,住房按揭证券化债券产品变得越来越复杂及越来越多。后来的 CDO 产品也就是此基础上形成了,并由此衍生出一系列的证券化金融衍生工具。

一般来说,无论是 CMO 还是 CDO,其产品创新的重点是要让这些产品的总价值高于尚未加以重组

证券的市值,这是证券发行商的投资银行获利的空间。因此,投资银行往往会以高薪聘请金融工程师来设计各种不同的证券化衍生产品来满足不同的投资者需要。在设计这些金融衍生产品时,基本上假定金融风险是呈正态分布的,这样证券化产品就能够通过复杂的金融数理模型来分散与管理风险。对于投资银行来说,由于其了解产品特性,也了解交易部门市场的变化,因此其对风险及市况十分敏感,但是对于投资者来说,则是处于严重的信息不对称状态。还有,发行证券商在设计证券化产品时,为了增加利润及提高杠杆率,往往会把将这组按揭贷款资产抽离到一个特殊目的的法人主体(special-purpose entity, 简称为 SPE),通过 SPE 来运作证券化产品。这样, SPE 可以就利用短期融资购买中长期债券把金融杠杆不断地放大,信用、流动性及利率等风险也就在这过程中无限放大。

由于此类证券化产品设计得十分复杂,由于这些产品存在严重的信息不对称,投资银行为了吸引投资者,希望通过信用内部增级与外部信用增级来增加证券化产品的信用度。比如请信用评级机构评级与保险公司给这些产品的风险担保。由于这些产品新颖、复杂,以及信用评级机构及保险公司在产品设计时就参与其事,由于相关的利益关系,从而在这些产品在评级时往往会偏离其应该扮演的中立裁判角色,从而让这些严重包装证券化的衍生产品卖给投资者。而 SPE 的证券化产品通过信用内部增级(评级公司评级)和外部信用增级(保险公司担保)之后,在投资银行为中心的场外交易系统卖给各种不同投资者如对冲基金、保险公司、退休基金、银行等。而这种投资银行为中心的场外交易市场不仅杠杆率高,而且监管松散或无法受到证券交易规则监管,从而该证券化产品得到飞快的发展。影子银行就是通过上述的途径与方式,让资本市场上的传统机构债券投资者及对冲基金的钱源源不断地直接流入美国住房消费者手上。

影子银行之所以能够在短期内迅速发展,就在于它采取一系列的所谓的金融创新突破了现有的银行监管制度与体系,把金融衍生品的设计建立在不存在的假定之上,并形成一套高风险的运作方式。比如说,影子银行中的证券化产品基本上都是通过高度数学化模型计算风险而设计出来的,即这些资产的品质如果能够维持在模型的安全范围内或房价在上升,那么影子银行不仅能够有效运作,而且这种



证券化按揭产品表面上也能够分散风险,但房价上涨假定不成立或房价下跌时,这种广泛分散的风险则会把其中的风险无限放大。由于影子银行大量采取的是以产品创新及批发的模式,即负债方由短期的商业票据来提供流动性资金并通过资产和负债的长短错配来获得利差收益,和没有谨慎监管的场外交易,因此,这就容易导致这类金融机构追求过高杠杆率而形成巨大的潜在风险。

从上述影子银行的内在性质来看,近10多年来,这种融资体系的变革,造就了美国经济及2001年之后楼市繁荣。在繁荣期间,买房人、贷款银行或贷款中介机构、各大投行银行、对冲基金、评级机构等,全部大赚特赚、皆大欢喜。在这种情况下,影子银行的规模迅速扩大,其风险也就越积越多。由于影子银行各种工具及产品都是依靠货币市场的短期票据来购买大量风险高、流动性较低的长期资产,并通过这种方式无限放大的信用扩张,这就使得影子银行如传统银行挤兑时一样不堪一击。而在这种情况下,传统银行可以通过央行最后贷款人制度及存款保险等机制来降低这种风险,但是影子银行则没有这种保护机制。还有,由于影子银行在证券化的过程中每一步都存在着较大风险及信用丧失,因此,随着影子银行扩张链条的无限延伸,其风险也在无限的放大。当影子银行这种无限扩张链条某一个环节出现问题或风险暴露出来时,整个影子银行体系就立即会土崩瓦解了。正如格罗斯所指出的那样,影子银行体系利用杠杆和金融创新,在25年来给全球经济扩张注入了巨大能量,给全球金融市场给出了无节制的信贷扩张,但正是影子银行的运作风险的内在性也摧毁美国金融体系,给美国及全球经济带来严重的衰退。因此,美国金融监管体系的改革就是要重建美国的金融体系,把美国经济带出影子银行的阴影。

### 三、金融监管的目的是什么?

一般来说,金融监管的目的就是要建立起公平公正的市场、保护投资者利益及防范系统性的金融风险。不过,从传统的监管理念来看,这三个目标可归结到一点,就是对单个的金融机构市场准入有最低资本要求。比如说,巴塞尔协议的第一支柱就是最低资本充足率的要求。资本要求是银行监管的根基。而监管机构采取资本要求的根本原因就是维护单个被监管的金融机构的偿付能力,保护债权人的利益。也就是说,在传统的监管理论来看,在债权人与债务

人的委托代理关系中,要保护债权人的利益,对代理人行为的限制主要是通过资本要求来现实的,因此,资产风险的高低在于资本要求的规模大小。但是,无论是911事件发生还是电子银行的出现,特别是这次美国金融危机所引起的金融体系的动荡对传统的金融监管理念提出了巨大的挑战,即巴塞尔协议所提出的对监管的资本要求根本上无力应对这次美国金融危机。因为,如果以单个金融机构的偿付能力为基础,也就无法确保整个金融体系稳定。

如果金融监管目的是为了金融体系的稳定,那么以风险资本要求为基础的传统金融监管体系则无力实现这个目标(莫里斯等,2009)。因为,从金融市场的基本特性来看,任何一个单个金融机构(特别是大型的金融机构)所采取的行动都会产生巨大溢出效应或存在经济行为的外在性,这种外在性会影响其他金融机构的利益。在这种情况下,金融体系稳定性便具有公共产品的性质。它与其他公共品一样,当市场失灵时,往往会导致公共产品的供给缺乏效率。在这种情况下,每一个金融机构行为看上去是合理正常的,但实际可能导致整个金融市场的无效率。这就如美国生态学家哈丁所指出的“公地悲剧”的问题。

哈丁指出,在一个公共产权的牧场放牛,每一个放牛者都会选择过度放牧。因为,在共有产权的牧场,放牧者可将放牧的收益归自己而让放牧的成本由整个放牛者来承担。由于每一个放牧者都会过度放牧,这必然会导致整个牧场的资源很快就耗尽而导致“公地悲剧”。金融市场的稳定性同样是一块“公地”。它是无形资产,产权界定非常困难。如果没有一个特定组织来制定游戏规则并保证这些游戏规则有效执行,那么就必然产生金融市场的“公地悲剧”。因为金融市场的每一个当事人会都有可能过度地使用这个金融体系的资源,直至这个金融体系的资源耗尽为止。而金融监管的目的则是制止这种“公共悲剧”出现的一种方式。

从这次美国金融危机所发生的事件来看,传统的违约风险管理机制都是针对特定交易对象而设立的,如果金融市场出现问题,就可用所要求的资本来应对。但是,这次金融危机中华尔街5大投资银行突然倒闭或接管,并非是这些投资银行的资本没有达到所要求的标准,而是由于它的贷款人不再向它提供贷款,而让这些投资银行陷入流动性困境的。比如说,雷曼倒闭引起了AIG陷入极度风险之中,这并不

是因为 AIG 在很多交易上是雷曼交易对家,而是因为雷曼倒闭令各种 CDS 价格飙升,作为 CDS 的大庄家的 AIG 立即无能力支付而处于巨大亏损之中。当两大金融机构先后出事,整个市场立即认为所有金融机构都面临问题,最终连货币市场也无人问津,金融市场流动性枯竭。资产市场的流动性消失之后,各金融机构套现出现重重困难,从而使得整个金融体系立即崩塌。这些就是整个金融市场系统性风险突然爆发的结果。

但是,金融市场系统性风险为什么会突然爆发?为什么爆发之后会发展到如此不可收拾的地步?就如第二部分作了详细的分析,就是影子银行的体系下金融交易过度、金融衍生工具过度盛行、金融杠杆率过高、所谓金融创新过度、没有受监管的对冲基金过度发展等过度使用金融体系的结果,就如“公地悲剧”一样。因此,如何来减少及避免“公地悲剧”的出现成了这次美国金融监管体系改革最为核心的问题。也就是说,这次美国金融监管体系最为重大的改革就是要改变传统的监管理念,即金融监管的目的是不仅是确保单个金融机构的偿付能力,更重要的是要确保金融体系的整体稳定,要加强流动性的监管,减少金融机构特别是特大金融机构对金融体系的过度使用。

因此,从《金融白皮书》来内容来看,美联储将被赋予权力来监管美国规模最大、最具系统关联性的“一类金融控股公司”,而这些可能对整个系统构成威胁的机构本身,也将因此在资本和流动性方面所面临更高的要求。此外,美联储还首次肩负起对美国市场上对冲基金和私募基金实施监管的责任。即美联储对金融市场的监管并非单个金融机构所面临的风险实施监管,而对整个金融体系可能面临的系统性风险进行监管。而这些正好切中这次金融危机的要害。

因为,我们可以看到,这次美国金融危机的根源就在于现有金融机构通过一系列的所谓金融创新从而形成了一个完全与传统金融体系不同的影子银行体系(其实,影子银行盛行也是与 1988 年巴塞尔协议推出后的“监管套利”有关(巴茨等 2008))。这种影子银行的核心就是通过一系列的金融产品、金融工具、金融市场的创新来突破既有金融监管体系,以便在这种无监管的过度金融交易过程中利润最大化。无论几大投资银行还是大量对冲基金涌出都是如此。可以说,无论是 CDO 还是 CDS 等金融产品的

出现,还是大量场外交易存在,无论是国际大宗商品的炒作,还是国际原油价格坐过山车,基本上是与这些金融机构的出现与炒作有关。但是,目前五大投资银行消失了,而大量的对冲基金则死灰复燃。最近,无论是国际油价短期内快速飙升、国际金融市场汇率巨大的波动,还是大宗商品的价格突然上涨都是与这些对冲基金疯狂的炒作有关。在美国,对冲基金具有绝对优势,因此,要保证美国及国际金融市场的稳定及减少其风险,就得把对冲基金等金融机构纳入金融监管的范围内。正因为美国对冲基金强势,到当前奥巴马的金融改革仍然阻力重重。

从改革蓝图可以看到,这次金融监管改革的目的是要改变以风险导向的资本要求为基础的传统监管模式,而是要保证整个金融体系稳定。有针对性地对某种金融机构实施原始杠杆率限制,用流动性要求来限制资产组合的构成,而不是仅仅约束其规模大小。这些都是当前美国金融监管体系改革的核心,也是美国提振美国金融市场信心,保证美国金融市场体系稳定的关键所在。可以说,这次美国金融监管制度改革成败就在于这种监管理念改变,就在于对这些大型对冲基金制定什么样的市场规则,让这些对冲基金在什么样的范围内运作。比如说,对金融机构管理层的薪酬标准的设定、对金融机构杠杆率设置上限的预防性规则的设定等等都是这次金融监管制度改革的重要方面。但是,把这些金融机构纳入监管范围或加强对这些金融机构的监管,也引起华尔街等相关利益者以金融市场的竞争力为幌子强烈反对这种改革。看来这种利益博弈的结果如何还得拭目以待。

当然,这里还有一些重大理论问题,就是在美联储获得上述巨大的监管权力成为金融监管体系中的系统风险监管者后,美联储将面临着不少问题。比如,美联储获得大量的监管职能后如何来保证货币政策的独立性,谁来监管美联储?如果美联储的权力不能受到有效制衡又可以面临着新的问题(赫维茨, 2009)。尽管在改革蓝图建议成立以财政部长牵头的金融服务监管委员会形成制衡机制,但学界对“超级监管者”权力过大的反对声仍然很多。所以美国国会在此问题上还没有达到共识。这些都将是美国金融监管体系改革后面临的新问题。

#### 四、哪一种金融监管模式最合适?

尽管各国的初始条件、市场发展的程度不同,但

各国金融监管基本上遵循着三种基本模式(科菲等, 2009),即功能/机构模式、统一的金融服务监管者、双峰模式。对于这三种金融监管模式,孰优孰劣?由于各国金融市场的发展条件不同、文化制度的差异,目前世界上还没有一种金融监管的统一模式。不过,从20世纪80年代开始,一个明显的趋势是对银行、证券市场、保险的监管职责进行整合。比如英国、日本、韩国、德国和东北欧等国家纷纷转向单一监管者模式。而英国的转变最具有代表性。

而“双峰模式”是指金融监管有两个独立的目的(科菲等, 2009),一是确保金融体系的稳定,即金融监管部门要承担对相关金融机构审慎监管的职责;二是保护金融市场的消费者或投资者免受不道德的经营者侵害,即监管部门要承担对消费者保护的职责。因为,在实际金融监管中,这两种监管职责往往是冲突的。如果不能把这两大目标及职责分开并独立出来,那么金融监管部门要实现两大独立的监管目标是不可能的。不过,在美国金融体系改革之前,上述两种监管模式基本上不为美国监管体系所接纳,而更多强调的是功能监管。

美国传统的金融监管模式是一个复杂结合体(赵静梅, 2007)。在纵向结构上,联邦政府与州政府实行分权监管,即所谓双层监管体系。但州政府监管权力主要放在保险银行等,对证券监管权力较小。在横向结构上,各监管机构实行分业监管,但是该分业监管既不是纯粹的机构性监管,也不是纯粹的功能性监管,而是两者混合。不过,从美国金融监管体系演进的历史来看,1999年《金融服务现代化法》确立之前,美国的监管基本上是一种机构型监管。监管制度基本上是随金融机构产生而确立,随金融机构的变化而调整。因此,这种监管很少是深思熟虑设计的产物,而是历史偶然事件逐渐演进的结果(科菲等, 2009)。随着1999年《金融服务现代化法》确立,功能监管理念才逐渐被监管者所接受。而所谓的功能监管就是把金融交易中的同一功能交由一个监管者来监管,而不是仅仅根据产品种类或机构法律地位将其分别交给不同的监管者监管。但是,无论是从机构监管还是从功能监管来说,它们都没有超越以风险资本要求为基础的传统金融监管模式,因此,这种监管模式也就无法监管系统性风险,保证金融体系的整体稳定。

奥巴马的金融监管改革蓝图既非强调金融机构监管也非强调金融功能监管,而是将对整个美国金

融监管机构进行重组,重新分配金融机构的权力,即金融监管机构的重建。而对金融监管机构的重建中,并没有如英国那样组建一个超级监管机构,而重点是赋予美联储将拥有更大的权利监管金融机构、金融产品以及金融交易,美联储也可能有权对大型金融机构设定资本以及流动性要求。因为,从美国金融监管体系来看,不仅存在监管权力界限划分不清,金融监管权力结构重叠,而且也存在不少金融监管的权力真空。比如,在银行的监管中,有三个不同的联邦监管者对银行进行监管,货币管理署、美国联邦储备银行、联邦存款保险公司等,不仅监管权力重叠,而且功能监管较为形式化;对于证券市场来说,有证监会、期货监管委员会,而对于金融衍生工具则在这些监管的权力之外。对保险业也没有一个全国性保险监管机构。因此,在这种七零八落的金融监管的权力结构中,既存在不少金融监管的真空地带,也无法对这种不同的金融监管权力结构进行协调、整合及系统性风险防范。可以说,这次美国金融危机就是,由于没有一种整合各种金融监管权力的特殊机构,从而导致不少金融监管的真空。当这种金融监管真空越来越大时,系统性金融风险也就越积越大,直至最后金融泡沫破灭。比如说,整个证券化产品的创新、交易就是在这种金融监管真空中快速发展与放大。可以说,赋予美联储巨大的监管权力,一是要更好地应对系统性风险,减少金融监管的真空;二是要提高金融市场的竞争力。赋予美联储较大的监管权力,不仅在于整个金融监管机构的权力,而且在于美联储有权力需求一些足够大的金融机构要求维持较高的资本充足率、限制其高风险投资和过多地提高杠杆率。也就是说,这次金融制度改革并没有对金融机构的功能化重组,而更多的是通过赋予美联储的更大权力来现实监管的功能性。同时,也没有采取现成的金融监管模式,而是在现有条件基础逐渐形成一种新的监管模式。对此,美国的金融监管模式如何发展,应该引起我们足够的关注。

## 五、金融监管与金融创新的平衡何以可能?

从上面的分析可以看到,美国金融危机的实质是通过影子银行把一种银行与客户的信任关系转化为完全用数学模式建构起来估值优化系统。而这种数学估值优化系统就是一个又一个的金融创新工具。它通过一系列的金融产品、金融工具、金融市场的创新来突破既有金融监管体系,以便在这种无监



管的过度金融交易过程中利润最大化。因此,重新评估既有的金融创新理论与工具也是这次美国金融监管制度改革的重要的方面。但是,已经的研究表明,严格的金融监管往往会成为金融创新的动力。金融发展史上的金融创新就是为了回避金融管制的结果。比如说,美国 60-70 年代的利率管制导致了货币市场大量的金融创新产品出现。而影子银行的产生则是为了规避资本充足率的监管(巴茨,2008)。可以说,严格的金融监管可能导致新的金融创新潮出现,而金融监管不足又可能导致金融机构过度交易、过度使用金融体系而导致系统性风险。因此,如何达到金融监管与金融创新之间的平衡,则这次美国金融监管体系改革的重要方面。

在此,我们先得对现代金融学理论进行反思。从 1959 年马科维兹的开始的资产组合理论开始,现代金融理论的发展基本上是一个简化而偏离现实的路径上发展(谢德宗,1997)。这种理论假定风险世界是处一个风险正态分布的状态。因此,只要把一定的数学方程与统计技巧应用到金融市场,就能够建立起金融模型来管理金融市场所面临的风险。特别是,“冷战”末期,当大量的科学家及物理学家进入华尔街后,金融工程学也开始成了“显学”。在这样的背景下,大量与次贷有关的金融产品与金融工具开始涌现出来。但是,这些通过数学模型设计出的风险管理金融模式,在大数法则下是可以看到市场的某个片段,但是往往会忽略小概率事件,它能够把复杂经济关系简化为数量关系,或经济生活的数量化,但是这却无法量化经济生活中人所有行为。当经济生活中小概率事件发生时,当复杂的人的经济行为不能够数量化与模型化时,那么通过这种金融模式所设计产品的风险也就无所不在。

还有,这种以数学模型设计出的风险管理的工具或金融创新工具,看上去是科学客观,但是实际上是一套客观依据不足、错误的匿名定价机制。对于前者主要表现为大多数金融创新产品的设计或创立都是以历史数据为主导。这些历史数据不仅连续性不足而且都是过去发生的事情,它们要显示未来不确定性风险是不可能的。错误的匿名定价机制是指通过金融产品创新把个人身份与责任感从个人的行为中分离出来,然后给出十分离谱的金融产品定价。在这样的机制中,金融创新不仅是一种卸责机制,即所谓的风险分散就是每一个当事人都希望创新一种金融产品让该产品的风险让他人来承担。比如,在影子

银行体系中,贷款银行通过证券化把原本长期持有的信贷资产卖出,这样信贷估值责任就推卸到投资银行。而投资银行把这次按揭贷款以证券化产品卖给最终的投资者。这时,由于投资者与这些金融创新产品的基础资产越来越远,他们也就是无法识别及承担最终借款人信贷违约风险。这样,不仅贷款银行把信贷违约风险卸责给其他金融机构,而且整个影子银行体系内的所有的机构的所有人,共同卸责给一个非人匿名运算定价机制。在这种情况下,投资银行的金融创新人员就以标准的金融风险管理模式设计所谓金融创新产品让他人来承担风险。这时,金融创新产品则成了一个人人卸责的工具。当一个市场当事人都在以金融创新的方式卸责风险时,那么金融创新产品不仅不能分散风险,反之成为制造风险的工具。因为,如果金融市场每一个当事人都在卸责时,这不会导致金融风险责任的真空,也会导致市场潜在的风险越积来多,越来越大,系统性风险最后爆发。

还有,当用金融创新模型把金融市场的生活完全数量化时,它不仅把人的丰富的经济生活变化成机械化与科学主义化,而且它容易与拜金主义结盟而彻底摧毁现实社会的核心价值,让人的贪婪本性横流,每一个人都成逐利工具或马克思所指出的被物所奴役的异化社会。可以说,近年来美国华尔街之所以完全成了一架逐利的工具、成为贪婪人性的展现场所,这同样与金融市场这种纯粹金融创新模式化理论与思维方式有关的。因此,目前该是全面反思金融创新的理论及方式的时候了,只有出现金融学理论范式上的全面革命,才能让目前金融创新走出其困境。

在这次美国金融监管体系改革的蓝图中,强化对证券化市场的监管,要求所有当事人在相关信贷证券化产品中承担一定风险责任并对金融衍生品市场全面加强监管等。也就是说,要加强对金融创新产品的监管,关键的问题是要对“金融创新”重新理解与反思,并在此基础认清金融创新的含义及所面临的风险。只有这样才能找到一条金融监管与金融创新互动与的平衡点。当然,在改革的蓝图中,还有消费者利益保护、国际监管机制协调等问题,在此就不多讨论。

## 六、美国金融监管改革对中国启示

在一场严重的金融危机之后,美国政府推出一

个系统的金融监管制度改革蓝图。这个金融改革的就是要重要确立美国金融监管体系的新基础。而这个新基础的核心就是对上述一些金融监管理念重新认识,以便设计出适应于新的经济形势的金融监管新规则。可以说,无论是监管目的的确立、监管模式的采取,还是金融创新的新理解,都会促使对美国金融监管体系进行较为全面彻底的改革,以便打造出一个全新的美国金融体系。对此,中国的管理层要密切关注其动向与发展,以便也重造中国的金融监管体系。

就目前中国的金融监管体系来看,基本上还处于传统监管理念下,由于中国整个金融体系由国家隐性担保,监管目标更注重单个金融机构风险管理,而不是整个金融体系的稳定。当然,一个市场不成熟、开放度较低的金融体系,这种监管体系缺陷与不足还无法暴露出来。但是,这样的金融监管体系既不适应已经发展了市场,也无法适应开放了世界。

而以分业为主导的金融监管体系,并非是用来适应开始混业经营发展趋势及向功能型转变,而是要重新确立分业监管的新框架,形成有效的分业监管新机制。因为,就目前中国的金融市场来说,它不仅开放度低、市场发展不成熟,而且基本上处于市场初级发展阶段。由于金融监管体系发育不成熟,如果过早的向成熟金融监管模式转型,欲速则不达。

对于金融创新,当前主流意见是,中国当前并不存在金融创新过度,而是金融创新严重不足。因此,中国不因为美国金融危机的爆发就因噎废食,对各种形式的金融创新心怀排斥甚至恐惧。对此意见,我们应该更多的要研究中国金融市场的基础性制度。如果中国金融市场的基础性制度不足,无论是金融创新的过度或不足,中国对金融创新都得采取谨慎

的态度,特别是一些所谓结构性金融工具及衍生工具,其出台更是要谨慎。因为,在中国传统的金融工具都无法有效运用情况,推出高风险的金融创新工具并非有利中国金融市场发展。

### 参考文献

- [1] 美国财政部:《美国财政部关于现代化的金融监管架构的蓝图》,国务院发展研究中心摘译,2008年9月22日。
- [2] 易宪容:《美国次贷危机根源、实质及反思》,〔北京〕《风险管理研究》2009年第2期。
- [3] 范奥德:《证券化的经济学分析及美国的经验教训》,〔北京〕《比较》2007年第33期,中信出版社。
- [4] Lal 等人:《金融体系如何影响经济周期》,《世界经济展望》9月号,〔北京〕中国金融出版社2006年版,第91-96页。
- [5] 比尔·格罗斯:《支持核心资产价格》,〔北京〕《证券周刊》2009年第4期。
- [6] 黄元山:《股票分析师太乐观?》,〔香港〕《信报月刊》2008年第9期。
- [7] 克鲁格曼:《萧条经济学的回归和2008年经济危机》,〔北京〕中信出版社2009年版,第151页。
- [8] 斯蒂芬·莫里斯和申铨松:《立足于整个金融体系的金融监管》,《比较》第42期,〔北京〕中信出版社2009年版。
- [9] Hardin G. (1968), The tragedy of commons. Science 162: 1243-8.
- [10] 巴茨等:《反思银行监管》,〔北京〕中国金融出版社2008年版,第58页。
- [11] 科菲等:《重构美国证监会:财政部有更好的主意吗?》,《比较》第41期,〔北京〕中信出版社2009年版。
- [12] 赵静梅:《美国金融监管结构的转型及对我国的启示》,〔北京〕《国际金融研究》2007年第12期。
- [13] 参见谢德宗:《投资学》,〔台北〕华泰书局1997年版。

〔责任编辑 天 则〕

## Major Theoretical Issues in American Reform of Financial Supervisory System

Yi Xianrong

**Abstract:** A financial crisis provides an opportunity of significant reform for the financial system. After the severe financial crisis in 2008, the American government made a blueprint for the systematic reform of financial supervisory system. The financial reform is aimed at establishing a new foundation for American financial supervisory system. The core of the foundation is reexamining previous financial supervisory ideas so as to lay down new rules and regulations of financial supervision that adjust to new economic environment, restructuring American financial system. Either setting the supervising objectives and adopting supervising patterns or reinterpreting financial innovation promotes comprehensive and in-depth reform in American financial supervisory system, which is a new foundation of American financial system. Chinese administration should pay close attention to the developments in order to restructure Chinese financial supervisory system.

**Keywords:** financial crisis; financial supervisory system; rules and regulations; balance