



## 中国金融创新不可因噎废食

中国社会科学院金融研究所课题组

2009-10-21 13:59:52

来源：《经济参考报》

打印本页

关闭窗口

纵论全球金融监管改革大趋势之四

### 中国金融创新不可因噎废食

亡羊补牢并未破坏市场主导原则

应对全球金融危机，美国、英国以及欧盟等相继推出了自己的金融监管改革方案。总览这些方案，虽然各项具体内容与措施存在部分差异，反映出了各个国家和地区在金融监管改革方面的不同态度与侧重。但其中更多存在的是共通之处，如关注金融稳定与系统性风险、强化监管协调、保护消费者与投资者、重视国际监管合作等等，都是改革方案的重点内容。

第一,市场主导原则和市场自由发展的环境仍是金融体系运行的基础。尽管各改革方案都是基于金融危机对金融监管的挑战而做出，但从各改革方案的内容可以看出，其主要目的在于弥补监管漏洞，纠正由于市场过度自由而导致的市场参与者之间、市场与监管之间的失衡状态，而非对市场自由作出严格限制。各改革方案，尤其是英国和美国的改革方案保持了对市场的信任，市场主导原则和市场自由发展的环境仍然是金融体系运行的基础，这表现在：

就美国而言，虽然改革方案确立了对金融体系的全面监管理念，将以前不受监管的对冲基金及场外交易市场纳入监管范围之内。但从措施来看，监管当局无意对它们进行直接干预，而只是要求提高透明度以及处于监管当局的监视之下。例如，要求以前不受监管的对冲基金和其他私募基金的基金管理人在美国证券交易委员会注册，基金的运作要保存记录并向投资者、债权人和交易对手方及监管当局披露或报告。要求所有标准化的衍生品交易都必须在受监管和透明的场所来执行，并通过受监管的中央对手方结算机制来完成结算。

对英国来说，其改革方案几乎未涉及对金融机构或金融市场权利的限制，而更多的是强调通过监管机制的改进来确保金融市场的稳定。欧盟则只是强调加强对银行类金融机构的风险约束以及增强对冲基金和私人股本杠杆化透明度，对于金融机构的市场创新自由和市场交易自由未作进一步限制。

各改革方案之所以仍然给予了金融体系发展充分的自由空间，这不仅是因为迄今为止，人们还未找到一种比利用市场机制更好的金融资源配置方式，还因为在金融全球化背景下，国家与地区金融市场之间的竞争日趋激烈，一国或一个地区对金融体系的严格限制只会将金融资源驱赶到对其限制更为宽松的地方，从而损害该国或地区的金融竞争力。

第二,强调金融信息对金融监管和金融市场的重要意义。在金融监管当局与作为监管对象的“猫和

老鼠”的游戏以及金融市场主体的金融交易中，金融信息具有重要意义。从某种意义上看，金融本身就是一个信息行业。对于金融监管当局来说，其监管活动的开展及效果完全依赖于其所掌握的金融信息；对于金融市场主体来说，其是否参与金融交易则依赖于其所获得的关于交易对手、交易的金融产品或服务及金融市场环境等等的信息。金融危机的发生和蔓延一方面同金融市场交易主体在贪婪的驱使下，在未获得充分的交易相关信息之前就参与了交易，从而产生其无法承担的损失有关，另一面，也同金融监管当局未能充分掌握相关信息，进而未能作出及时反应有关。因此，各监管改革方案都重点强调了金融信息的收集与处理。具体来说，有以下几点：

首先，要求各类金融机构尤其是新纳入监管范围的金融机构和系统重要性金融机构及时向监管当局报告信息，以便监管当局掌握其风险状况。

其次，强化金融交易过程中的信息披露要求。一方面，要求金融机构为金融消费者、投资者提供的金融产品和服务要简单和高透明度，另一方面要求金融机构，尤其是对冲基金、私人股本的透明度。

再次，要求场外交易要在受监管场所并通过受监管的结算体系来完成。这一点，美国表现得最为明显，其监管改革方案明确提出，对所有场外衍生品交易实施完善的监管，加强对场外衍生品市场所有交易人员的审慎监管，要求所有标准化的衍生品交易都必须在受监管和透明的场所来执行，并通过受监管的中央对手方结算机制来完成结算。这样做，有利于监管部门及时收集交易信息，防范系统性风险。

最后，实现监管当局之间的信息共享。在一个金融体系中，至少会存在货币政策当局和金融监管当局。这些金融监管主体之间的信息如果无法及时共享会影响到监管的有效性。因此，各改革方案都有要求监管主体之间实现信息共享的要求。

### 第三,通过设立制度化实体机构加强监管协调。

美国提出设立由财政部主管的金融服务监督理事会（简称FSOC），负责统一监管标准、协调监管冲突、处理监管争端、鉴别系统性风险并向其他监管机构进行风险提示，并与美联储监管形成制衡，避免后者权力过于膨胀。英国则提出建立由英格兰银行、英国金融服务局和财政部组成的金融稳定理事会（CFS），负责在金融业的风险和稳定监控方面进行协调。欧盟考虑升级原先欧盟层面的监管委员会为欧盟监管当局（ESFA），新的欧盟监管当局除了继续承担过去三个监管委员会作为咨询主体的有关职责以外，其权限有所扩大并拥有了法人地位。主要目的是在欧盟建立一整套趋同的规则，通过发展共同的监管要求和方法来提高对跨境机构的监管，并协助解决成员国之间由于监管分歧而出现的问题。

第四,强化货币当局的金融稳定职能。由于金融体系的崩溃，本次危机对全球的实体经济造成了沉重的打击，这也再一次从反面印证了金融稳定对于金融乃至经济体系正常运行的重要性。随着经济活动的高度复杂化，金融体系在其中的作用已经远远超出传统观念中实体经济运行资金供给者的角色，而是构成了经济运行基础环境的一部分。正如希克斯等人所指出的，稳定的预期是经济运行的一个基本前提，而近年来的经验显示，金融稳定显然已经成为现代经济中影响人们预期的最关键性因素之一。

鉴于金融稳定的重要性，各改革方案在这一方面都有重要举措。英国《2009年银行法》中明确规

定了英格兰银行作为中央银行在金融稳定中的法定职责和所处的核心地位，并成立金融稳定委员会（FSC），与央行已有的货币政策委员会（MPC）平级，将金融稳定提至与货币政策一样的法律地位。美国则将对影响金融稳定的重要公司的监管权赋予联邦储备委员会，以强化金融稳定监管。欧洲则专门成立欧盟系统风险委员会（ESRB），负责监控和评估在宏观经济发展以及整个金融体系发展过程中的威胁金融稳定的风险。

不难发现，上述改革方案有一个共同特征，就是强化货币当局的金融稳定职能。美国和英国的表现最为明显，而欧盟的系统风险委员会也与欧央行有着极为密切的联系，其主席将由欧央行行长担任。这一趋势反映了现代经济体系中货币政策与金融稳定之间关系的深化。在传统上，货币当局的主要职责在于制定货币政策，金融稳定仅仅是由此衍生出的辅助职能，监管对象与内容也仅限于银行类金融机构及其业务，这是因为后者的风险来源与货币政策有着密切的联系。而在现代金融体系中，银行类金融机构大规模介入资本市场，这就使得后者成为银行体系的重要风险来源之一。与此同时，如果不考虑金融市场，将无法正确把握货币政策的传导机制，也不可能实施有效的货币政策。未对金融稳定因素加以评估的货币政策必定是动态不一致的。此外，在金融机构出现财务困境时，货币当局作为最后贷款人也需要并且最适合于承担救助职责以避免系统性风险。在这一背景下，维护金融稳定就成为货币当局与货币政策制定具有同等重要性的职责，其关注的范围和领域也显著扩大，不再局限于银行类金融机构，而是涵盖了所有具有系统重要性的金融机构。

第五,突出对系统性风险的监管。系统性风险指的是由于金融系统之中的机构与业务关联，特定事件导致整个金融体系或市场的剧烈波动甚至崩溃的可能性。系统性风险的触发因素很多，包括经济基本面的较大变动、大型金融机构的倒闭、金融投资者与消费者信心的变化以及外部系统性风险的传染等等。

随着现代金融体系的不断复杂化，系统性风险越来越成为金融稳定的重要威胁，本次全球金融危机就是一个最为突出的例子。有鉴于此，此次世界主要国家与地区的金融监管改革方案很自然地将系统性风险的监管放在极为重要的位置。例如美国试图赋权美联储来监管规模较大、关联较深的以商业银行、投行业务为主的金融控股公司、大型保险公司等一切可能对金融稳定构成威胁的企业；英国计划在英格兰银行成立金融稳定委员会(FSC)；欧盟提出建立欧盟系统风险委员会（ESRB）等等。

不过，虽然各改革方案都强调了对系统性风险的监管，但是所采取的相应改革措施能否取得成效却值得怀疑。就美国而言，改革方案提出了“系统重要性”金融机构的概念，并强调了相关业务监管的重要性，但是对于“系统重要性”的外延却没有清晰的描述，这在一定程度上降低了这一概念的可操作性，并可能导致美联储作为上述职能承担者权力的滥用。欧盟和英国也存在着类似的问题。

第六,加强监管当局的危机处置能力。在这次危机中，各国对于问题金融机构的救助极为不力，这一方面是由于对危机进程和严重性的误判，另一方面则是由于金融监管当局缺乏危机处置的手段与能力。在取得立法机关的授权之前，美国和欧洲的金融监管当局难以采取实质性的市场干预措施，这导致其在危机救助方面反应迟缓。这一现象反映了既有金融监管体系的一个重要缺陷，即在总体上，当前的体系是建立在“常态监管”理念之上的，它对于小概率极端事件的重视与准备不足。

针对上述问题，各改革方案的一项重要内容是明确监管当局在危机处置中的权限和程序，如英国《2009银行法案》建立了特别处理机制（SRR）来干预和处置问题银行，美国改革方案提出应该赋予政府应对金融危机所必需的政策工具。在这些举措当中，突出的一点就是强调建立危机处置的完备预案，同时授予监管当局在危急状态下“便宜行事”的权力。不过值得注意的是，各项提议中对于危机处

置程序的启动条件都作了严格的规定，以防止该项权力的滥用。

第七,对金融机构及重要企业的资产负债表高度重视。自上世纪九十年代以来,随着金融业务的放松管制,金融机构的表外业务迅速膨胀,许多大型金融机构的表外业务规模甚至超过了表内业务,而原有监管体系和会计准则未能对此作出有效反应,这是本次危机发生的一个重要原因。由于大量表外业务累积的风险敞口未能在资产负债表中反映出来,致使公众、交易对手和监管当局没有能够认识到市场的真实风险状况。另一方面,在危机发生之后,金融机构与企业资产负债表的不透明性又产生了顺周期性,使情况进一步恶化。在无法确切了解金融机构真实资产负债状况的条件下,市场很容易将这些机构的融资需求视为其财务状况恶化的信号,结果使其难以获得所需资金,导致流动性危机。在实体经济方面,由于资产价格下跌造成企业资产负债表失衡。出于安全性考虑,企业的行为模式也由“利润最大化”转为“负债最小化”,停止借贷并以现金流偿还债务,导致宏观经济陷入紧缩。

针对上述问题,此次各国家与地区的金融监管改革都对资产负债表和表外业务的透明度表示了高度关注,但令人遗憾的是,它们在相应的监管措施上则缺乏具体内容。这种现象的原因部分在于这一领域问题的解决在很大程度上有赖于会计标准的修改,而非严格的金融监管。同时对于金融机构和企业资产负债表的过度干预将损害企业的经营自主权,而这直接涉及到市场自由的基本理念,可能激起极大的争议。此外,对资产负债表的监控与干预还可能降低本地企业竞争力与市场吸引力,导致金融机构与企业在不同法域之间的监管套利,因此需要国际协调合作与统一标准,而这也需要一个较长的过程。

第八,加强对投资者与消费者利益的保护。对投资者与消费者保护也是各项改革方案着力推动改进的一个主要方面。美国为此提议专门成立了独立的消费金融保护机构,英国也在《改革金融市场》白皮书中专门用一章的篇幅讨论了支持与保护消费者的各项措施。在次贷危机中暴露出的一个重要问题是,现代金融产品的复杂性使得市场微观主体经常难以正确理解其特征和对其中蕴含的金融风险作出正确评估,从而无法基于审慎的判断作出交易决策,甚至落入欺诈陷阱。因此保障投资者与消费者的知情权与索赔权是各项改革方案中的共同内容。

不过另一方面,英美金融监管改革方案在投资者与消费者保护上的立场又有着微妙的差异。美国的改革方案更强调反欺诈,而英国关注的重点则在于保障消费者能够获得所需的金融产品。这种差异源于两国当前在这一领域所面临的主要问题与利益诉求的不同。就美国而言,缺乏约束的金融市场诱使投资者与消费者过度承担风险是导致金融危机的一个主要原因,并因此承担了巨大的舆论压力。而英国更为关注的是由于危机导致的金融市场萧条,后者不仅影响了投资者与消费者的利益,而且直接威胁到了伦敦作为国际金融中心的竞争力。

还需要注意的一个问题是,改革方案中加强消费者和投资者权利保护具体措施的实际效果仍然存在很大的不确定性。例如美国的方案明确提出建立消费者保护局,但是对于这一机构的权限却没有作出明确的界定,如果对其赋予的权力过大,就可能影响金融市场的创新,从而抑制市场活力。毕竟金融市场的基本功能之一是向投资者与消费者提供所需要的金融产品,而金融监管也必须在金融机构与消费者的利益之间取得平衡,如果为了保护消费者的利益而过分地剥夺金融机构的市场权力,那么就很可能走向反面。

第九,推进国际金融监管协调与合作。在各项金融监管改革方案中都提出了加强国际金融监管协调与合作的必要性。在金融全球化的过程中,金融活动的国际化与金融监管的属地化之间构成一对基本矛盾,本次金融危机的发生和蔓延正是这一矛盾的反应。在这种情况下,任何单一国家都无力单独防

范和处置危机，因此国家金融监管协调与合作也就成为必然。例如，美国改革方案在提高国际监管标准并促进国际合作方面提出的具体举措达到11项之多，英国《改革金融市场》白皮书则提出加强以金融稳定委员会（FSB）为核心的国际金融监管架构的建设，更有效地在世界范围内确认和防范潜在的金融风险，在欧盟的改革方案中，国际金融监管协调更是重中之重。

详细分析上述改革方案，我们会发现，各个国家与地区在国际金融体系中的地位与利益诉求对于其在国际金融监管协调与合作方面的立场与态度有着重要的影响。就美国而言，此次金融危机不仅重创其金融体系，对于其在国际金融体系中的地位也产生了冲击。因此其改革方案的目标不仅在于完善金融监管体系，修复金融市场，同时也在于维护国际金融体系中的主导地位。例如，加强国际合作与提高监管标准既是对来自国际上的谴责和批评之声的积极回应，更是维护美国金融霸权地位的有效措施。与此同时，英国对于国际监管合作的强调也有着其特殊的利益根源。国际监管合作不仅是防范外源性系统性风险的重要措施，同时也有助于统一各国在金融监管改革上的尺度，避免其他国家和地区较为宽松的金融市场环境对其国际金融中心的地位造成威胁。英国在避税问题上的反应就是这方面的一个典型表现。

转载务经授权并请刊出本网站名

Copyright © 2005 www.  
All Rights Reserved

版权所有：[马克思主义研究网](#) | [网站声明](#) | [联系我们](#)  
(浏览本网主页，建议将电脑显示屏的分辨率调为1024\*768)