



INTERNATIONAL FINANCIAL CRISIS AND
THE REFORM OF FINANCIAL REGULATION

国际金融危机与 金融监管改革

王胜邦◎编译


 中国金融出版社

INTERNATIONAL FINANCIAL CRISIS AND
THE REFORM OF FINANCIAL REGULATION

国际金融危机与 金融监管改革

王胜邦◎编译



 中国金融出版社

责任编辑：亓霞

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

国际金融危机与金融监管改革 (Guoji Jinrong Weiji yu Jinrong Jianguan Gaige) / 王胜邦编译. —北京: 中国金融出版社, 2013. 4
ISBN 978 - 7 - 5049 - 6855 - 5

I. ①国… II. ①王… III. ①金融危机—研究—世界
②金融监管—研究 IV. ①F830.99②F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 050132 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 22.25

字数 338 千

版次 2013 年 4 月第 1 版

印次 2013 年 4 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6855 - 5/F. 6415

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

编译前言

—

2007年2月汇丰集团对美国次级债券计提减值准备，当时的主流观点是美国资产证券化市场发展过度，需要调整，没有人预料到这竟然揭开了这场国际金融危机的序幕。2008年9月中旬，美国监管当局宣布对AIG实施国有化、对“两房”清偿力提供保证以及雷曼兄弟的破产，引发了全球金融市场的剧烈动荡。随后全球主要经济体联手向金融市场注入流动性，但并未能阻止危机的持续发酵，欧美许多大型金融机构面临清偿力危机，各国政府被迫向银行体系注资，银行体系的困境被转嫁给政府部门，导致许多国家公共债务大幅攀升，并诱发了欧洲国家的主权债务危机，为全球经济复苏蒙上了巨大的阴影。为此，各国政府不得不再次出手，纷纷推出量化宽松的货币政策，中央银行资产负债表急剧扩张，虽然换来了近期全球金融市场的缓和，但市场走向和前景仍面临很大的不确定性，并且显著放大了全球通货膨胀预期。

近半个世纪金融业持续高速扩张，本轮国际金融危机就是欧美国家过度金融化（over-financialization）的直接后果。过度金融化突出表现在经济金融化、金融机构杠杆化、金融产品复杂化相互关联的三个方面。经济金融化是指金融业扩张速度长期高于实体经济增速，金融业规模急剧扩张，在一些欧美国家甚至高达GDP的数倍。金融机构杠杆化是指金融机构为追逐利润过度运用财务杠杆（资产/资本比），这不仅弱化了金融机构的损失吸收能力，而且扩大了整个经济的债务股本比和脆弱性。金融产品复杂化是指伴随着金融创新浪潮出现了许多奇异的、定制的、高杠杆的衍生产品，市场参与者（包括产品发行人、投资者和中介机构）无法真正理解这些产品的功能和风险特征，使得许多名为风险对冲的产品演变（或被滥用）为投机工具，放大了金

融市场的波动性。从金融的角度来看，三个因素直接推动了过度金融化进程。一是布雷顿森林体系的崩溃。布雷顿森林体系崩溃使得后货币不再具有“自然属性”，货币发行量不再受制于黄金产量甚至“实际产出”的约束，不受约束的货币发行是金融业爆发性增长的前提。二是金融工程技术的发展与运用。复杂数学模型被广泛用于资产组合的风险计量、定价和对冲，扩大了可交易金融工具的范围，推动了金融机构交易性业务，特别是复杂衍生品市场的发展，创造了巨量的市场流动性，促使欧美大型金融机构的业务模式由“购买—持有”（buy and hold）模式转向“发起—分销”（originate and distribute）模式，为金融机构资产负债表扩张和杠杆率提高创造了条件。三是全球金融自由化浪潮。戈德史密斯（1969）肯定了金融发展对经济增长的促进作用，肖（1973）和麦金农（1973）进一步认为发展中国家普遍存在的金融抑制（financial repression）制约了经济增长；本轮危机之前大量的实证研究（King & Levine, 1993；Levine & Zervos, 1996；Levine & Demirguc - Kunt, 2001）证实金融发展与经济增长存在显著的正相关。在这种思潮的推动下，各国政府纷纷放松金融管制，推行金融自由化政策，此举不仅促进了本国金融部门的快速发展，而且推动了国际金融一体化进程，也扩大了金融危机的波及范围。

金融危机推动了金融监管制度变革。本轮国际金融危机以来，全球主要经济体通过二十国集团（G20）、金融稳定理事会（FSB）、巴塞尔委员会（BCBS）等平台对现行国际金融监管规则进行全方位改革。这些改革举措能否解决国际金融体系存在的根本性缺陷、防止国际性金融危机的重现还有待于实践检验。过去几年里，作为银行监管人员，本人有幸直接参与国际金融监管制度的重建以及国内相关监管法规的起草工作。在此过程中，本人组织翻译了一系列国外研究文献，本书选编了其中部分译文。本书的选编具有以下几个方面特点：一是以金融中介为分析对象。本轮国际金融危机的原因是多方面的，包括国际货币体系的缺陷、国际经济不平衡、宏观经济政策失误等，甚至还有欧美生产方式存在的根本性矛盾以及道德缺失等因素，但本书选编的文献几乎没有涉及这些领域，着重从金融中介（主要是商业银行）的视角探讨金融业结构性缺陷、监管失误以及监管改革的政策主张。二是侧重于原理分析。本书选编的文章超越国际金融监管改革过程中一般技术问题的讨论，试图从金融功能的视角、金融发展的历史脉络回答一些根本性问题，

并前瞻性地讨论监管制度变革的长期影响，从而为读者理解金融危机爆发、扩散、影响及治理提供深入的理论见解和宽泛的背景知识。

二

英国金融服务局主席阿代尔·特纳，兼任金融稳定理事会监管合作常设委员会主席，在本轮危机以来国际金融监管改革中发挥了重要作用。2010年3月、2011年3月和2012年3月特纳在伦敦城市大学CASS商学院先后发表了《银行正在做什么？银行应该做什么？》、《杠杆率、期限转换和金融稳定：超越巴塞尔Ⅲ的挑战》、《影子银行与金融不稳定》的演讲，从金融中介理论、金融体系与实体经济之间的互动以及金融发展史的角度阐述本轮国际金融危机的起源及监管制度含义，从更具一般性的视角回应了业界对金融监管改革的质疑，系统地反映了特纳先生关于金融体系发展演变的深层次思考。

《银行正在做什么？银行应该做什么？》以英国为中心分析了过去半个世纪全球金融业的发展趋势：一是相对于实体经济，银行资产负债表高速扩张（杠杆倍数放大）；二是金融创新风起云涌，创造出巨量的复杂证券化产品和金融衍生产品；三是金融交易量急剧扩张，远远超过实体经济的增长速度。但现代主流经济学家和经济政策当局却想当然地认为金融杠杆的运用有助于促进经济增长，复杂金融产品有利于实现市场参与者收益、风险和流动性的精确匹配，金融交易量剧增创造大量的市场流动性，通过降低交易成本和促进价格发现提高了金融市场的配置效率，完全忽视了金融强度（financial intensity）提升对经济增长的潜在负面影响。借助于长周期的历史数据和基于本轮危机期间的观察，该文认为，过去半个世纪银行业已越来越偏离其核心功能，金融杠杆的过度运用使得信贷供给量的扩大对实体经济增长的促进作用非常有限，最优授信政策不仅是扩大信贷供给量，而且需要考虑授信结构差异和信贷/资产价格周期；由于复杂证券化扩大了期限转换、自我参照定价和内在不稳定性，其固有缺陷是难以克服的；市场流动性同样受制于边际效应递减规律，越过最优规模后市场流动性扩大将扩大金融投机行为，产生不稳定的从众效应和冲力效应。因此，必须重新审视金融自由化和金融深化理论和政策主张，从根本上挑战这些传统智慧，确立宏观审慎监管思维和政策框架。

2010年底，巴塞尔委员会建立了全球银行业资本监管的新标杆（巴塞尔

Ⅲ)。《杠杆率、期限转换和金融稳定：超越巴塞尔Ⅲ的挑战》认为，银行破产的私人成本和社会成本是两个截然不同的概念，虽然巴塞尔Ⅲ大幅度提高了银行资本监管要求，但从社会成本的角度来看，商业银行最优股本资产比例应明显高于巴塞尔Ⅲ设定的新标准；况且金融监管改革不能止步于巴塞尔Ⅲ，应考虑总杠杆率和总期限转换，关注金融系统不稳定性的驱动因子。最优杠杆率体现了实体经济以及金融体系的债务与股本之间的权衡，由于债务契约的刚性、存续的时限性以及信贷/资产定价的周期力量等因素，过度依赖债务融资的金融体系和实体经济显现出较高的脆弱性，且实体经济和金融体系的杠杆率的时变性（time varying）是导致金融不稳定的关键因素；期限转换是金融体系的核心功能，使得家庭部门能够随着时间推移平滑消费，且有利于增加长期投资，同时也对金融稳定构成了威胁。作者主张，金融稳定政策首先应判断金融强度、市场流动性和金融创新的社会价值；为降低银行破产的宏观经济成本，需进一步提高大型复杂银行的股本资产比例；宏观审慎监管当局应改进监测工具和监管手段，识别和管理债务—股本比和总期限转换的水平和动态变化；固定的规则不足以保持金融体系稳定，应采取相机决策的跨周期监管政策。

在这场全球危机的酝酿和演化过程中非银行金融机构扮演了重要角色，这些机构至少部分地履行传统银行功能，但又不接受相应的金融监管，潜在巨大的金融风险。《影子银行与金融不稳定》认为，近二三十年间美国形成了一个与传统银行体系紧密交织的影子银行体系，向实体经济提供了大量的非银行信贷，同时使得金融体系内部债权债务关系日益复杂化，扩大了实体经济和金融体系的脆弱性。通过分析影子银行发展，本文揭示了导致现代金融体系内在不稳定的5个方面因素，包括：抵押贷款与盯市会计方法之间的相互作用加剧了信贷创造的周期性和波动性风险；延长的、复杂的中介链条扩大了融资挤提的风险，使得期限转换变化难以观察；融资流动性和市场流动性之间的相互作用扩大了跨市场风险；资产流动性偏好不断上升导致跨系统的期限转换；越来越多地采用自我参照方法进行贷款定价，加之天生短视和不稳定的尾部风险评估，扩大了顺周期性和不稳定性。因此，必须扩展金融监管的视野，对影子银行进行有效的监管。金融稳定理事会已经提出了一系列改革措施，但考虑到影子银行机构、业务和市场发展的动态特征，建立逻辑一致的影子银行体系监管框架还需从理论和实践层面分析政策措施的可行

性，包括：监管措施能否应对系统性风险？加强影子银行体系监管是否抑制了影子银行有益的经济功能，即信贷创造功能？监管措施是否具有动态适应性，解决已经识别的以及还将出现的影子银行机构、业务和市场？

三

巴塞尔委员会委员，英格兰银行金融政策委员会委员、金融稳定部主任安德鲁·霍尔丹是金融监管改革的坚定支持者，近年来发表了一系列以金融制度演进为主题的演讲，旁征博引，高屋建瓴，立场鲜明，对近几十年来金融业发展趋势持激进的否定态度，主张对现行金融监管制度进行根本性改造。本书收录了《1000亿美元的问题》、《金融体系的贡献：奇迹还是幻觉》和《金融监管改革：复杂性与简单性》三篇具有代表性的文章。

本轮国际金融危机中，美国为救助大型银行体系支付了约1000亿美元的直接财务成本，但与银行危机的宏观经济成本相比，这仅是冰山一角；事实上，英国五大银行每年享受源于“太大不能倒”的隐性补贴高达500亿英镑。《1000亿美元的问题》认为，正是放松金融管制导致了“巨型银行”的出现和银行业集中度的提高，形成了“太大不能倒”困境；通过类似税收的手段（如基于巴塞尔协议的监管资本要求）无法有效解决该问题，必须借助禁止性监管工具（事前限制性措施）。本文从模块化（modularity）、稳健性（robustness）和激励机制（incentives）三个方面论证了禁止性监管工具的收益。借助于电力供给系统、计算机网络、森林防火以及基地组织的案例，作者指出，金融业网络化扩大了危机传染效应，模块化（松散型结构）有助于降低系统性风险；在复杂的、网络化的金融体系中，为防止极端尾部事件的发生，采用简单的方法，采用“将最大最小化策略”（minimax strategy，即将最差结果的可能性降至最低）的结构改革措施可以增强金融体系的稳健性，而以巴塞尔II为代表的风险资本要求类似于“将最小最小化策略”，无法满足稳健性标准；由于金融体系尾部风险是内生的，是单家机构追求收益最大化行为“集体行动”的结果，任何试图通过校准风险资本要求实现金融机构激励相容来规避尾部事件的努力都是徒劳的。当然，禁止性监管工具同时也损害了巨型银行的规模经济效应和范围经济效应；但是本文提供的证据表明，银行资产规模达到1000亿美元后，规模不经济就开始显现，并且混业经营的多元化收

益也会被更高的风险承担所抵消。因此，金融监管改革不能仅关注审慎监管，还要考虑银行业结构，这样才能避免多米骨牌效应。

本轮国际金融危机之前的40年间，按照传统核算方法计算的金融部门对经济贡献度大幅度上升，相对于其他部门，对金融部门的投资收益率明显飙升，推动了金融业的爆发性增长。深入剖析金融部门的实际贡献对于理解金融结构演变和改革金融监管制度具有重要的启示。《金融体系的贡献：奇迹还是幻觉》认为，现行的总增加值（GVA）的核算方法忽视了金融业“经营风险”的业务特征，大大高估了金融部门的贡献度，按照风险调整后的金融部门实际贡献将明显缩水；然而采用索络余值法和生产要素分解法的实证结果表明，过去40年间金融部门似乎出现了生产率奇迹，表现为“超额工资”和较高的股本回报率。但进一步分析结果却认为，用股本回报率（ROE）衡量的金融业生产率奇迹具有迷惑性，源于金融业过度承担风险，突出表现在资产负债表的杠杆效应不断放大、交易业务的扩张、发行内嵌杠杆的深度价外期权；另一个原因是银行业集中度不断提高，大型复杂机构得以使用所谓的“低风险/低收益”与“高风险/高收益”业务组合提高股本回报。危机之前的金融业高歌猛进与危机期间政府为拯救金融业支付高昂的成本形成了鲜明对比，金融业同时充斥着奇迹与幻觉，且风险幻觉不是偶然的，而是内生的，监管当局应优先考虑预防性政策手段。2012年4月，在题为《金融军备竞赛》的演讲中，作者进一步指出：“适者生存是人类和自然界的共同法则，但是竞赛有时会产生对整体不良的后果；金融危机表明这种共同的悲剧在金融业更容易发生，如果仁慈的、开明的监管当局能够重新调整竞赛的方向，有可能扭转金融业悲剧。”

为防止国际金融危机的重现，近两年国际金融组织发布了许多新的金融监管规则，欧美国家更是掀起了金融监管立法的潮流，金融监管规则的复杂性进一步上升。2012年8月，作者发表了题为《狗与飞盘》（本书中名为《金融监管改革：复杂性与简单性》）的演讲，对这种趋势提出了强烈的批评。本文借用行为科学、现代决策理论、统计学、博弈论的最新研究成果以及狗抓飞盘、体育赛事预测、警匪博弈和医患冲突等案例证明：在复杂多变的、充满不确定性的环境中，简单规则可能更有效（less is more），但过去几十年金融监管制度却按照“越复杂越好”的路径演化。通过对英美金融监管历史的考察，本文对欧美国家近期庞大的金融监管立法行动提出了质疑。借助于

实证分析，作者对巴塞尔Ⅱ倡导的金融风险建模技术和基于模型的复杂监管工具进行了批判。作者认为，这场百年一遇的国际金融危机为反思银行监管规则提供了历史性机遇，即使找不到比正在设计的监管规则更简洁的方案，也一定有比正在实施的监管规则更简单的选择；用更加复杂的监管规则对复杂的金融业实施监管无异于以火攻火，金融监管当局应运用简单规则控制复杂性带来的风险。2011年作者发表的《资本约束》明确提出，应按照简单性（simplicity）、稳健性（robustness）和及时性（timeliness）三个标准对巴塞尔Ⅱ进行根本性改造，而不是技术性调整。Herring（2011）、Das & Sy（2012）和 Leslé & Avramova（2012）等人的研究为该观点提供了实证支持。巴塞尔委员会（2013）发布的交易账户研究报告也表明，由于银行使用的计量模型以及各国监管做法的不同，不同银行采用内部模型法计量的交易账户资本要求差异非常明显。值得庆幸的是，作者这些言辞激烈的观点受到了广泛关注，2012年4月，巴塞尔委员会成立了高级别的“简单化和可比性”工作组，主要任务就是降低巴塞尔协议的复杂性，增强其可比性和可理解性。

四

英格兰银行副行长查理斯·比恩发表的《大稳健、大恐慌和大收缩》从宏观和微观相结合的视角讨论这场国际金融危机的形成机理、扩散渠道以及治理策略。本文认为，导致危机前十年美欧经济体的信贷膨胀（credit boom）的宏观经济背景包括“大稳健”、货币政策失误和国际经济不平衡，微观层面的原因是资产证券化等复杂信用产品市场发展扭曲了激励机制扭曲、强化了信息不对称。宏观和微观因素相互促进扩大了信贷繁荣，推高了资产价格，增强了市场对“大稳健”持续性的预期，导致风险的进一步低估；为分散风险而创造的新型复杂产品破坏了损失规模和分布的信息，扭曲的激励机制驱使银行过度使用财务杠杆，扩大了金融体系的脆弱性。当市场环境发生变化时，长期潜藏的风险充分暴露出来，银行体系资本和流动性不足驱动的去杠杆化过程放大了实体经济下行压力，银行体系与实体经济之间的正反馈循环使得公共部门的政策选择空间明显变小。虽然中央银行通过提供流动性支持和扩大资产购买有助于缓解市场压力，但不可能真正解决危机暴露出的金融体系根本缺陷，必须建立起立足于整个金融体系以及金融体系与实体经济互

动的宏观审慎监管框架。本轮国际金融危机表明，有效市场理论过度渲染了自由金融市场的好处，传统的宏观经济学框架很大程度上忽视了信贷的角色，因此需建立更具解释力的金融学理论和宏观经济学框架。

2011年中，国际清算银行前总经理、摩根大通银行顾问安德鲁·克罗克特在国际清算银行 Per Jacobsson 讲座上发表了题为《21世纪的金融体系》的主题演讲。与阿代尔·特纳和安德鲁·霍尔丹等人主张实施激进的金融监管改革有所不同，克罗克特认为，强化金融监管不能因噎废食，金融监管改革不能损害金融体系对高质量持续经济增长应有的贡献。该文认为，金融体系（包括金融中介、金融市场和金融基础设施）的贡献包括四个方面：信用和支付中介，期限转换和创造流动性，缓解信息不对称以及对冲不确定性。本轮国际金融危机表明，金融体系的运行方式存在重大缺陷，包括逆向激励、加剧了信息不对称和利益冲突等。稳健的监管改革应着眼于市场机制失效的根本性原因，同时也要考虑改革方案可能带来的预料之外的后果。作者指出，危机以后出台了一系列促进金融稳定的措施，包括主要针对金融中介的资本和流动性改革（巴塞尔Ⅲ）、使大型金融机构面临破产威胁的制度安排以及降低系统性风险和顺周期效应的政策，但这些措施对金融体系效率的影响以及是否会使得金融功能转向其他领域还有待于观察；关于资本市场改革，重要的是为具备创造信息动机和能力的市场参与者提供理性交易的机会，扩大信息数量并提高质量，以提升资本市场运行效率。该主张的政策含义是无须对具体金融产品作出价值判断和监管限制。此外，作者还明确表示，应小心求证改变金融业结构有助于降低风险的观点，对政府部门直接干预金融业组织形式的结构性措施，包括对业务范围、规模和地域的限制的有效性持怀疑态度。作者的观点在很大程度上体现了私人部门的视角。

加拿大中央银行行长、金融稳定理事会主席马克·卡尼发表的《去杠杆化时代的经济增长》认为，过去30年中发达经济体的杠杆率持续上升，形成了超级债务周期（debt super cycle），在意大利和日本等国家表现为公共债务的累积，而在美国和一些欧洲国家则是私人部门债务的显著扩大；债务过度积累滋生了资产泡沫，全球“明斯基时刻”（Minsky Moment）已经到来，将不可避免地面临长期的去杠杆化过程。作者认为，去杠杆化过程是痛苦的，也可能是无序的，有效管理去杠杆化过程是各国当局面临的共同挑战，通过

放松审慎监管扩大信贷供给无济于事，实施财政紧缩是必要条件，但不是充分条件；通过提高通货膨胀解决过度负债是有害的；根本性策略只能是高债务国家实施结构性改革重建竞争力，并加强全球合作以避免发达经济体与新兴市场双输的局面。作者对加拿大发出的警示是发人深省的：“当前加拿大公共债务水平较低、金融体系运行良好、公司部门也拥有健康的资产负债表，相对有利的债务环境或许允许加拿大在较长时期内通过超前消费维持经济繁荣，但如果我们屈服于诱惑，最终将不得不作出痛苦的调整。”

五

在传统的新古典经济学以及新凯恩斯经济学中，金融体系通常被视为中性中介，仅发挥转手（pass through）功能，不存在金融摩擦。20世纪80年代，斯蒂格利茨和韦斯、布林德和伯南克等人的开创性研究确认了银行信贷活动的重要性；后续的研究主要围绕金融加速器、银行信贷渠道、银行资本渠道等进行理论和实证分析。本轮国际金融危机进一步证实了信贷/资产价格周期的存在，暴露出金融体系与实体经济之间存在复杂的双向传导关系。为全面理解金融体系与实体经济之间的互动及其监管政策含义，巴塞尔委员会成立了金融与实体经济传导渠道研究项目组（RTF-TC）。该项目组先后发布了《金融体系与实体经济之间的传导渠道：文献综述》、《金融体系与实体经济之间传导渠道的政策效应》和《宏观审慎分析的模型和工具》三篇工作论文。

《金融体系与实体经济之间传导渠道：文献综述》主要从借款人资产负债表、银行资产负债表和流动性三个渠道综述了金融体系与实体经济之间传导效应的研究文献。有关实体经济向金融体系的传导渠道，该文不仅从总量的角度考察了实体经济变量（包括GDP增长、就业）如何影响企业部门、家庭部门的资产负债表，并通过借款人违约和信用风险进一步分析了对银行的绩效和资产负债表的影响，而且还综述了基于区域、行业（重点是房地产行业）等视角的实证结果。关于金融体系向实体经济的传导渠道，本文重点讨论了银行资产负债表渠道和风险资本要求的顺周期性。对该渠道实证研究存在一个技术难题：如何区分贷款需求变化和贷款供给变化，既有的实证研究虽然未达成广泛共识，但都认为，银行信贷渠道在小银行中较为突出，对信贷依赖度较高的中小企业的信贷配给效应明显；相关研究还从信贷利差以及风险

承担等角度进行了实证分析，进一步将货币政策以及证券化信贷市场发展纳入了考察范围。Van De Heuvel (2002) 认为，在传统的银行信贷渠道外，还存在银行资本渠道，突出了监管资本要求对银行信贷供给的影响。近年来，许多针对巴塞尔 II 框架下风险资本要求的顺周期性进行的大量实证分析的结果表明，由于巴塞尔 II 提高了资本要求的风险敏感性，资本要求的周期性特征更加明显；但其他实证分析认为，风险资本要求的变化只是巴塞尔 II 顺周期性的必要条件，不是充分条件，由于银行通常持有一定量的超额资本 (capital buffer)，巴塞尔 II 的顺周期效应并不明显；甚至有观点认为，由于巴塞尔 II 增强了银行资本管理的前瞻性，通过顺周期的资本积累和授信标准调整，进一步平滑信贷周期。近年来伴随证券化信贷市场的发展，银行更多通过批发融资市场进行融资，资产负债的流动性都明显增强，流动性不仅强化了现有的金融体系与实体经济之间的传导渠道，而且还逐步成为一个独立的渠道。相关研究从保证金螺旋和损失螺旋、盯市会计规则、杠杆率和流动性关系、信息不对称等角度对流动性渠道进行了理论和实证分析。

《金融体系与实体经济之间传导渠道的政策效应》是在前文基础上，RTF-TC 吸收本轮危机期间最新发展进行研究的成果综述。该文围绕四个主题展开分析：一是银行信贷、货币政策和实体经济增长的相互作用；二是银行资本和流动性监管的成本与收益；三是货币政策与银行风险承担；四是资本价格泡沫与金融监管的周期性特征。该研究认为，资本充足水平较高、流动性更强的银行体系能在经济周期中更好地维持信贷供给的稳定性，并且危机时期银行业对实体经济的影响更大，理解关键变量之间的非线性关系非常重要；金融体系的状况通过不同渠道影响信贷和产出，因此源于不同方面的压力应该采取不同政策。该研究还表明，鉴于房地产泡沫对家庭财富和高杠杆金融机构的极端重要性，房地产泡沫相对于其他资产泡沫更加重要，宽松的货币政策不仅加剧了泡沫，而且宽松的货币政策为银行扩大风险承担提供了激励。RTF-TC 同时指出，既有研究还存在不足，包括：金融市场在货币政策的信贷传导渠道中的作用、批发市场融资和证券化所扮演的角色，信贷渠道在危机期间和非危机期间的运作方式以及危机之前的金融环境如何影响特定信贷渠道的重要性；此外，在理解系统性风险累积的起因和机制方面、资产泡沫程度以及持续期的决定因素方面，以及货币政策与宏观审慎监管政策配合方

面仍有大量的工作要做。

本轮国际金融危机以后，宏观审慎监管理念得到了广泛认可，但采用何种方法识别、评估和监测系统性风险还是有待研究的课题。RTF-TC 在方法论方面进行了探索。《宏观审慎分析的模型和工具》首先讨论了广泛运用动态随机一般均衡模型（DSGE）和宏观压力测试模型。真实商业周期和新凯恩斯主义的 DSGE 模型虽然可以用来分析外生冲击向实体经济的传导机制，但未考虑金融部门作用，不能用于解释实体经济与金融体系之间的互动。RTF-TC 尝试性将金融摩擦纳入了 DSGE 模型，经改进后的模型能更好地解释重要的政策问题，比如在解释经济周期方面金融部门冲击的重要性、货币政策的作用以及为避免或缓解金融危机的审慎监管，但政策制定时，还需要结合定性判断以及广泛的数据进行趋势分析。现行宏观压力测试模型一个重要的缺陷是将宏观经济变量视为外生变量，由于宏观经济变量与银行财务指标之间的统计关系在压力条件下会发生突变，该文建议采用分位数回归方法（Quantile Regression）以反映协变量与压力因子之间关系的显著变化，充分捕捉尾部事件带来的损失。本研究中 RTF-TC 采用了 DSGE 模型、早期预警模型和源于金融体系内部风险暴露网络效应的群体违约（Cascading Default）模型来计量批发型融资市场突然冻结的影响，市场流动性风险、期限错配和清偿力之间的相互作用等负面流动性冲击的影响。关于系统性冲击的发生概率和影响，现有的实证模型存在两个方面的缺陷，一是指标选择主要基于总量指标，其模型外表现值得怀疑；二是所使用的时间序列数据存在严重的自相关性。为此，RTF-TC 采用了因子分析法和主成分分析法来避免变量挑选和变量加总过程可能存在的主观随意性，更加有效地整合宏观和微观方面的信息来计量风险的，并在此基础上采用分位数回归方法量化审慎监管的效应，从简单的预测模型转向了结构性分析。

六

莱因哈特和罗格夫（2009）的鸿篇巨制《这次不一样：八百年金融危机史》认为，过度负债是历次金融危机的共同主题，无论是政府、银行、企业和消费者，繁荣时期的过度举债会造成很大系统性风险。2012年6月国际货币基金组织工作论文《金融过度发展》（Too Much Finance）认为，当经济体

的私人部门信贷占 GDP 达到 100% 时，金融对产出增长的负面效应就开始显现（Arcand, Berkes & Panizza, 2012）。无独有偶，2012 年 9 月国际清算银行经济学家 Cecchetti 和 Kharroubi 的实证分析也表明，金融部门规模对产出增长的效应呈现倒 U 形，在私人部门信贷占 GDP 比例超过 100%（银行信贷占 GDP 比例超过 90%）之前金融部门扩张与实体经济增长携手同行；越过该点后，金融将拖累经济增长。由于上述实证分析抽象掉了制度和结构性因素，具体结论的普遍适用性还值得商榷，但这些研究表明，金融业发展确实存在一个最优规模。该结论对正处于改革转型和快速发展阶段的中国金融业具有重要意义。虽然我们无法准确把握中国金融业的最优规模，但应该“从邻居的不幸中吸取教训”，重新思考金融发展与经济增长之间的关系，抑制过度运用金融杠杆的冲动，更多地关注金融业运行效率和运行质量，以期将来再次向世界证明“中国就是不一样”。希望本书的出版能给关心中国金融业发展的学术界、业界和政府部门的人士带去有价值的信息，有助于进一步激发关于金融业规模、金融业结构、金融业效率、金融机构经营模式等主题以及相关公共政策的讨论。

感谢这些文章的作者授权翻译这些文章，并向他们致以崇高的敬意，他们对金融发展史的深刻洞见、对现代金融体系的准确理解、超越现象揭示本质的思维能力令人敬仰。本书编译工作历时三年，凝聚许多同事和朋友的心血和智慧，中国银监会的甘煜博士、俞靓博士、张静春女士、胡雪女士、张晶晶女士，财政部财政科学研究所的魏琪博士，中国人民大学的刘晓蕊女士，中央财经大学王兵韬女士参与了部分文章的翻译工作，俞靓博士还承担了部分译文的审校，感谢她们付出的努力，但作为文集的选编人、主要翻译人和审校人，本人对译文的准确性和质量负责。感谢《比较》副主编吴素萍女士、《银行家》编辑部主任陶燕燕女士，部分文章是应她们之约翻译并刊登在她们编辑的期刊上。本书出版还得益于中国金融出版社仝霞女士的专业能力和严谨细致的工作态度，在此一并致谢。

王胜邦

二〇一三年三月三十一日

目 录

银行正在做什么？银行应该做什么？	阿代尔·特纳	1
杠杆率、期限转换和金融稳定：超越巴塞尔Ⅲ的挑战	阿代尔·特纳	32
影子银行与金融不稳定	阿代尔·特纳	58
1000 亿美元的问题	安德鲁·霍尔丹	80
金融体系的贡献：奇迹还是幻觉	安德鲁·霍尔丹	105
金融监管改革：复杂性与简单性	安德鲁·霍尔丹	144
大稳健、大恐慌和大收缩	查里斯·比恩	184
21 世纪的金融体系	安德鲁·克罗克特	208
去杠杆化时代的经济增长	马克·卡尼	225
金融体系与实体经济之间的传导渠道：文献综述	巴塞尔委员会金融与实体经济传导渠道研究项目组	237
金融部门与实体经济之间传导渠道的政策效应	巴塞尔委员会金融与实体经济传导渠道研究项目组	289
宏观审慎分析的模型和工具	巴塞尔委员会金融与实体经济传导渠道研究项目组	318

银行正在做什么？银行应该做什么？^①

阿代尔·特纳

2009年8月，我的一些观点引起了强烈的争议。我提出，金融危机之前一些银行从事的某些交易性业务“对社会无益”。人们问我是否后悔发表这样的言论。我并不后悔发表了这些言论，如果用“对经济无益”或“没有增加经济价值”等表示就更准确了。本文目的是要引起人们对以下问题的讨论：银行和准银行在经济中的功能，在什么情况下我们可以相信银行活动有利于实体经济和人类福利。这是本文的主题。^② 我将以整个金融体系为背景，对银行改革提出建议，并讨论金融体系通常做什么和应该做什么，需要什么样的公共政策来确保金融体系能承担起对实体经济具有潜在增加值的功能。本文有三个重要结论。

第一，我们需要一套新的宏观审慎政策工具，它们能够区别不同类别的信贷——如区分房地产金融与其他信贷，使监管当局能够更直接地影响信贷供给。之所以这些工具是必要的，原因在于信贷/资产价格周期可能是导致宏观经济波动和金融体系潜在不稳定的主要因素：由于不同类别的信贷履行不同的经济功能，并且不同类别的信贷所需求的利率弹性差异很大。

第二，如果复杂证券化和信用衍生产品的金融创新不被过度使用，它们有助于改善银行的风险管理，但这些金融创新通过完善市场从而极大地提高

① 本文是英国金融服务局（FSA）主席阿代尔·特纳（Adair Turner）2010年3月17日在英国伦敦城市大学CASS商学院发表的演讲。中文版刊于《比较》第48期，由王胜邦、张静春翻译。

② 本文衡量经济增长和人类福利之间的关系。事实上，达到较高的收入水平后，人类福利和人均GDP之间的正相关关系似乎变得更弱和不确定。