

金融财税法学前沿问题论丛 | 许多奇 / 总主编



Comparative Study on Legal System of Financial Supervision:
Global Financial Legal System Reform and China's Choice

金融监管法制比较研究 全球金融法制变革与中国的选择

许凌艳 / 著

2



法律出版社 | LAW PRESS



本书得到司法部课题项目“金融监管法制比较研究：
全球金融法制变革与中国的选择”资助（项目编号：09SFB3027）

Comparative Study on Legal System of Financial Supervision:
Global Financial Legal System Reform and China's Choice

金融监管法制比较研究

全球金融法制变革与中国的选择

许凌艳 / 著

2



图书在版编目(CIP)数据

金融监管法制比较研究:全球金融法制变革与中国的选择 / 许凌艳著. —北京:法律出版社, 2016. 10

(金融财税法学前沿问题论丛)

ISBN 978 - 7 - 5197 - 0104 - 8

I. ①金… II. ①许… III. ①金融监管—金融法—对比研究—中国、世界 IV. ①D922.280.4②D912.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 243131 号

金融监管法制比较研究:
全球金融法制变革与中国的选择

许凌艳 著

编辑统筹 财经出版分社
策划编辑 陈 妮
责任编辑 陈 妮
装帧设计 汪奇峰

© 法律出版社·中国

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 北京京华虎彩印刷有限公司

责任印制 吕亚莉

开本 720 毫米×960 毫米 1/16

印张 13.75

字数 230 千

版本 2016 年 10 月第 1 版

印次 2016 年 10 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5197-0104-8

定价:43.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

总 序

回顾历史可以发现,决定 21 世纪全球结构巨变的动因主要有两个,都发生在美国。一个是 2001 年 9 月的恐怖袭击事件;另一个是 2008 年 9 月的投资银行“雷曼兄弟”破产。前者引起了阿富汗战争和伊拉克战争,导致美国财政赤字激增。就在此时 IT 泡沫破灭,经济形势恶化,“钱从何处来”的问题变得非常尖锐。美国政府的对策是借助不动产政策来抬升景气,由于无法采取财政扩张手段,不得不采取信用扩张手段,借助金融技法获取必要的注入资金。然而增发货币和降低银行利息的结果是制造出了极大的住宅泡沫,最终因次贷问题诱发金融危机。后者——雷曼事件——则发出了政府不会救济大型证券公司的信号,接着在投资银行和券商中激起连锁反应,从不同角度严重冲击了世界的金融市场。正是这两大事件让美国政治和经济蒙受惨重打击,单极的帝国体制构想也终于土崩瓦解。

不言而喻,经济景气恶化势必造成国库税收减少,而反恐战争规模扩大势必增加政府开支。在一减一增之间,财政赤字必然会不断膨胀。这时,如果想提振景气、开拓资金来源,决策者会面临一系列困境。如果因为赤字压力无法进一步运用财政刺激方法来拉动经济,那就不得不增发国债或者扩大货币供应。但是,这样做总是有限度的。如果国债和货币发行过度,可能引发国债信誉暴跌和货币价值暴跌。在金融市场出现信用收缩之际,银行放贷行为随即会消极化,从而影响企业的生产绩

效、雇佣以及销售。实体经济一旦恶化,又会反过来造成不良贷款率上升和金融市场的萧条,进而形成金融领域的恶性循环。为了阻止金融危机的蔓延,不得不硬着头皮按照凯恩斯的思路采取财政刺激手段,这就难免酿成政府债务危机或者加重企业和公民的税负。于是,很可能形成另一种财税领域的恶性循环。

在法学研究的视野中考察上述社会变迁及其经济形势,就会发现财税法与金融法之间其实存在某种奇妙的关联,似乎在凯恩斯学派与芝加哥学派之间出现了一个复杂的制度环路。一般而言,在风险性不断增大的状况中,仅凭确定的法律规则很难有效解决问题,政策性裁量的余地势必有所拓展。因此,在面临金融风险时,基于凯恩斯主义的财政扩张、金融救济以及企业援助等举措将陆续出台,政府对市场的干预和诱导会显著加强。显而易见,这些做法与全球金融资本主义体制所追求的市场原理主义和自由至上主义的理念是互相抵牾的。但是,如果不采取这些举措,一定要坚持芝加哥学派的那种货币主义立场,全球化的自由市场最终将被金融危机所摧毁。这是一个怪圈。

换言之,这也是一个自反性悖论。全球化的金融市场在强烈要求更大自由的同时就埋下了政府干预的契机,这样的逻辑似乎构成某种历史的讽刺。实际上,没有政府的干预和引导,20世纪30年代的金融危机以及世界大萧条是很难收场的。实际上,在全球化的状态下,由于边界的流动化,通过货币供应量的维持或调节来保持经济平衡的效果已经越来越微弱,货币主义已经捉襟见肘。这就证明了纯粹的资本主义体制的确具有不稳定性、脆弱性,需要某种非市场的基础条件来克服其内在的无政府主义冲动。这种市场的非市场性基础,归根结底,就是适当的政府监管以及公平而有效率的法治。

然而我们不能仅仅从技术层面来理解监管和法律秩序的作用。的确,现代文明的一个本质特征是技术。在美国财政和金融领域,技术主义(technologism)的倾向尤其显著。众所周知,在20世纪五六十年代,庞德(Roscoe Pound)的“社会工程”法律观曾经风靡一时;20世纪八九十年代,马科维茨(Harry M. Markowitz)开发的金融数理方法和通过复数证券的组合来分散风险的技术更成为华尔街的天之骄子。这样的金融工学,实际上暗设了一个前提,这就是人们的心理可以在一定范围内进行预测和计算。这样的理论预设,把个人金融动机的不确定性转化成了具有一定概率、可以进行控制的风险性,并通过拆解和重组的理性操作来分散和管理投资行为的风险。这种技术理性在微观上的确是可以存续的,也是有效的。但是,微观行为的合力未必能形成宏观的合理性。为此,我们需要超越个别行为和技术理性的维度,从

信念、结构以及实践等不同侧面,把握金融领域的法治。

例如,信贷资产在细分之后进行证券化处理,在一定程度上转化为似乎很安全的金融商品,并大量出售给全世界的投资家,使得风险被极大地稀释。房贷是一种新式金融衍生品,全球金融资本主义体制为这种证券化商品的流转提供了最佳环境——这两者结合在一起,却于不经意间无限放大了美国2008年之秋次贷问题的危害。结果是一个国家内部住房泡沫的破灭竟然把欧洲乃至世界的金融市场冲得七零八落,激发了一场百年难遇的经济地震,至今余波荡漾。在这样的背景下,如何甄别和防止金融风险及其“蝴蝶效应”就成为一个世界性课题。分析与次贷危机相关的各种现象和效应后人们不难理解,金融市场的不确定性和脆弱性并非证券的固有品质,而是由作为金融市场的基础或者框架的制度和规范所决定的。不言而喻,金融自由化会加强市场的动态,即增加流动性。信贷资产的证券化因为分散了风险也会增加市场的流动性。这种人为的流动性越显著,越容易形成投机性价格,并使这种投机价格与正常的基础价格相距越来越远。反之,如果适当完善和坚持制度、规范以及监管,就会抑制投机的流弊,维护市场的稳健性。

金融法与财税法的贯通式研究是许多奇教授有意识追求的学术目标。她计划主编一套题为“金融财税法学前沿问题论丛”的系列研究成果,推动金融法与财税法的学科交叉合作,为学者、专家、律师以及金融管理者提供专精化的知识交流平台。对于这样的宏伟抱负和雷厉风行的执行力,我很欣赏,也非常钦佩,更乐观其成。鉴于金融法和财税法在中国还属于新兴研究领域,今后具有越来越重要的学术价值和现实意义,我希望法学界同人对有关动向给予更多的关注和支持,并愿意与大家共同促进相关学科的交流合作。金融危机及其对实体经济乃至财税制度的影响是当今世界不得不面对的最大风险,也是市场经济法律体系的一个关键性变量。相信这套丛书对于我们深入理解和把握风险社会的法治问题也大有裨益。

是为序。



2015年12月2日于京沪旅次

* 上海交通大学法学院院长,教授,长江学者。

序

纵观人类金融史发展,金融监管的法制变迁往往伴随着重大金融危机或丑闻而产生,呈现“后生性”特点。本书带着强烈的人文关怀,强调金融监管法制中的主动性和预防性;强调重构金融监管中的文化价值,构建金融契约理论体系,对西方传统金融监管法制提出反思。

当今中国仍未形成价值投资的资本市场,卓有成效的金融监管法制仍步履维艰。完善金融监管最终还需从制度上寻找路径。回想 2015 年股市震荡,其对整个市场,对股民,甚至对整个社会的影响都很大。按照国际惯例,在多数国家中,如果发生了如此规模的市场震荡,一定会出现修法的结果。而修法过程通常以学者的讨论为前提和基础。

中国证券市场是有缺陷的。判断一个市场的发达程度一般有三个指标:市值、交易量、国际化程度。国际化程度就是指由境外投资者形成的交易量有多大,这是最基本的。最典型的的就是日本东京证券交易所(以下简称东交所)。东交所一直认为通过改革它会走到世界前列。但到目前为止,在伦敦证券交易所之后,通常是香港交易所,而不是东交所,尽管东交所的市值很大。中国的股市虽然市值很大,但工商银行、中石油这两个国有股份就占了很大一部分,而我们国企很大一部分的股权都是不能流动的,受到国资委的约束限制,所以市值中有相当一部分是无效的。

此外,我们的交易量有缺陷,成交量很大,换手率很高。同时,我们是散户市场。散户市场只能说是一个表象,不是一个原因,背后反映的是交易制度的问题。当前,我们的交易制度非常单一,采取的是投资者指令驱动制度,就是我们通常说的集中竞价制度。我们缺少世界各国交易所通常都有的证券商报价系统,即券商报价制度。我们经常说的三板市场是做市商制度,严格来说,从法律角度来看,这还是有很大差别的。实际上,做市商制度恰恰是在证券商报价制度基础上的辅助性制度(纳斯达克全称直译即“全美证券商报价系统”)。我们缺少证券商报价制度,限制了很多交易产品,包括债券交易、期权交易、大宗交易等,这些产品并不适宜采用集中竞价交易,而恰恰适宜采用证券商报价交易;我国目前大量的债券交易正是由采用经纪商报价制度的银行间债券市场完成的,而沪深两市证交所的债券交易量仅占全国债券交易量的5%,并且这一趋势还在进一步扩大。应当说,交易制度应当符合交易产品和交易机构的合理需求,而不是相反。集中竞价制度适合散户市场,不适合大宗交易、固定收益产品,也不适合一些非常复杂的衍生品,包括期权。集中竞价交易制度奉行的是赌场精神,也就是说买的人多价格就高,卖的人多价格就跌,而没有任何估值约束效应。但证券商报价制度是有估值约束效应的,比如,债券产品的收益是线性的,随着日期越长收益越高,它的波动是围绕这个线性变化作一些小波动。但我们用集中竞价方式,那就跟股票一样了。另外,中国的大宗交易制度也不发达。我国沪深两市虽然都有大宗交易市场,但我国目前的大宗交易柜台完全比照集中竞价交易的平均成交价在收市时才成交,它并不是一个完整的交易制度。证券交易本身是协议行为,意思自治是核心原则,其他都是从属于它的,不管是证券商报价还是集中竞价,还是大宗交易,都要还原为意思表示一致的行为。此外,信息披露也有缺陷,比如,市盈率,都是旧状态,没有动态市盈率的披露要求,市场上自主开始做动态市盈率的机构还是很多的,但是不受约束,没有规则。

我国金融市场法制建设还远未完善。比如,关于融资制度,融资品种过多,近千家股票都可以融资;结构不合理,该政策原本目的是推动市场扩大,在传统交易之外增加担保交易市场,本来是一个大好机会,可以放大市场容量一倍两倍,提高效率,正常逻辑是使整个市场的市值增加,而不是一两个小股票的暴涨,后者肯定有问题。但我国在融资融券政策中没有考虑带动性、引领性,也就是说,结构上没有考虑方向。最初的说法是只要市值大就可以,但这样其实问题很大。此外,上市交易的期指,上证50、沪深300、中证500等合约

中,突出反映了沪、深两个股市的矛盾与竞争,也突出反映了中国企业一些不合理的做法。可以说,这些指数编制均存在一个结构不合理的问题。我们以市场上引领性最强的上证 50 指数为例,因为它被确定为 50 只蓝筹股,这是最重要的。在这个最重要股指中,比重占 60% 以上的股票都出自银行、券商、信托公司,这太不合理了。银行等行业处于产业链的顶端,对整个产业没有拉动作用。可以说,这种股指编制突出反映了中国企业结构的不合理、实体经济结构的不合理。

中国金融法制建设任重道远。许凌艳是我 16 年前指导毕业的第一个博士研究生,这些年她非常勤奋认真,热爱金融法制研究,致力于金融法、证券法、公司法、民商法等领域的教学、科研和实践工作。本书是她多年心血所得。书中有诸多难得的见解和创新,对金融法制改革不乏有价值的立法建议。

特此作序,并对本书出版表示祝贺。

董安生*

2016 年 10 月 19 日

* 中国人民大学法学院教授、博士研究生导师,中国证券法学研究会副会长。

第一章 金融监管法制模式变革	1
第一节 全球金融监管法制概览	1
第二节 美国金融监管法制变革	9
第三节 英国金融监管法制变革	19
一、《金融监管的新方法——判断、焦点及稳定性》报告	21
二、新金融监管框架的建立	25
第四节 德国金融监管法制变革	29
第二章 资本市场统合法研究	32
第一节 资本市场统合法的基本立法原则	34
第二节 日本和韩国资本市场统合法的比较研究	35
第三章 完善我国金融监管模式的法律路径	41
第一节 金融监管法制必须高度重视整合宏观经济政策	41
一、金融监管的货币维度	41
二、整合宏观经济政策和金融监管法制	43
第二节 中国应谨慎面对金融业的“大部制”	49
第三节 构建我国统合金融监管模式与目标式金融监管模式	

相结合的双保险模式	51
第四节 确立“金融商品”概念,填补我国金融监管模式之空白	53
一、从“有价证券”到“金融商品”:日本、韩国的立法经验	53
二、推介、销售金融商品的原则及义务	58
三、我国应逐步引入“金融商品”概念	61
第四章 资本市场多元证券化模式的法律监管	63
第一节 资本市场多元证券化法律模式	63
第二节 金融衍生商品指纹判断监管规则	67
一、金融衍生商品的法律性质	68
二、金融衍生商品市场	73
三、金融衍生商品金融监管的基本思考路径——指纹判断规则	76
第三节 完善我国资本市场多元证券化监管体系	79
一、完善多元证券化交易制度	79
二、发展和规范多元化的交易场所	86
第五章 资产证券化法律监管制度	94
第一节 资产证券化的法律范畴	94
第二节 资产证券化面临的威胁及其有效性和公平性的论证	99
一、对资产证券化有效性的论证	99
二、对资产证券化公平性的论证	109
三、资产证券化特有的金融功能可以在一定程度上缓解金融 体系的脆弱性	111
第三节 资产证券化中的法律权利	113
一、基础性法律权利	114
二、证券化法律权利	117
第四节 美国资产证券化法律规制	120
一、资产证券化的起源:美国的住宅抵押贷款债权证券化	120
二、资产证券化在全球的推广及产品的发展	123
三、次贷危机后美国的资产证券化法律改革	126
第五节 构建我国资产证券化统一监管法律制度	130
一、我国目前资产证券化的运作模式	131

二、我国目前资产证券化制度存在的问题	136
三、我国不良资产证券化应缓行	138
四、构建我国资产证券化统一监管法律制度	142
第六章 建构我国金融监管法制中的伦理性规则	158
第一节 金融监管法制的逻辑起点	159
一、从“秩序”取向走向“品格”取向——金融监管法制应以 “社会人”为人性逻辑起点	159
二、金融监管法制应秉持生态化的价值取向	168
第二节 金融监管法制伦理性规则的基本范畴	172
一、法律伦理、金融领域和文化	172
二、金融监管伦理性规则的导出	175
第三节 金融监管法制伦理性规则体系	176
一、明确金融消费者享有信息权,促成金融商品公平报价的形成	176
二、金融监管法制伦理规则严守信义义务	178
三、构建金融契约理论体系	184
第四节 金融市场参与主体的伦理选择	187
一、上市公司的伦理选择	188
二、金融服务业的伦理选择	189
三、金融消费者的伦理选择	191
四、监管部门的伦理选择	193
参考文献	195
后 记	202

第一章 金融监管法制模式变革

第一节 全球金融监管法制概览

考察世界金融史,金融危机来临的前兆主要有:持续低利率的环境;货币有效供应的增加;消费者、金融机构或经济整体的杠杆效应的显著扩大;在一个资产市场上第一时间涌入的大量投资者。^①考察历史上金融欺诈和违规行为如何加剧泡沫、动摇金融法律,我们可以看到:在泡沫期,市场和政府都加入了违规狂欢大军,法律的权威性遭到了侵蚀。在最坏的情况下,泡沫的崩溃和金融法律的失灵导致了经济衰退和社会混乱的蔓延。在资产价格泡沫中,法律失灵了——可能由于法律被阻却了;或由于它们没有被充分地执行或遵守;或由于市场会寻找与之博弈的方法;抑或由于它们可能会导致加剧泡沫使市场面对泡沫更加不堪一击。我们如何确定这些被设计用来预防法律溃退的法律本身在下一个泡沫产生时不会被击溃?这些被设计用来促进执行力和合规性的法律本身不会遭到蔑视?如果法律天生就是不完备的,从属于司法的管辖范围内,那么那些在经济繁荣下变得更加风险偏好和具有法律创新性的市场参与者,难道不会去找方法来规避这些试图抑制监管套利的法律?

^① Erik F. Gerding, *Law, Bubbles, and Financial Regulation*, Routledge Taylor & Francis Group, 2014, p. 475.

我们如何确保政策制定者做出的判断能够使金融法律适应新的环境和新的金融威胁?^① 金融监管的目标并不是消除资产价格泡沫。资产价格泡沫是金融市场周期性、强韧的特性,它们有着极强的力量。就如同巫婆的咒语一般,当下次投资狂潮和市场泡沫产生时,会不断地卷土重来。历史学家以及经济学家的各种实验表明:泡沫是极其强韧的现象,或许已经被植入金融市场和经济增长的 DNA 中。金融监管的目标主要应从四个方面展开:其一,即使在通货膨胀极其艰难的时期,重新强化金融法律以使之可以继续发挥原初目的(如阻遏金融欺诈或确保金融机构的安全和稳定)。其二,金融监管必须做得更少以免加剧泡沫或恶化市场价格误定。其三,通过加强金融市场和机构、家庭和公共机构应对泡沫和崩溃的回弹能力,监管应当能降低最严重的金融危机的风险。其四,弹性不仅仅带来经济安全,也会确保监管市场的法律保有其合法性。任何一项政策性解决方案建构、适用、维护的金融法律必须与一个社会秉持的深层价值观相符,包括民主的决策制定过程以及对法律权利和法制的尊重。^②

金融监管法制的选择是一个动态的转换过程,具有历史阶段性。主要分为以下四个发展阶段:

第一个阶段是 20 世纪 30 年代以前,经济自由主义盛行并占据统治地位。在“看不见的手”的信念下,信奉金融业的自由经营原则,对金融机构经营行为的监管干预很少,没有固定的制度安排可循。在美国美联储成立之前,各主要发达国家的货币制度均建立在某种形式的金属本位制度上,现代意义的金融监管尚未建立。当时的金融管制主要是围绕货币职能的稳定而采取的自发的、不成系统的措施。但由于贵金属的天然短缺特性,使替代性“人造”货币的出现成为必然。而这就需要由国家的强力信用等作担保,确保其货币合法化。在这一阶段,金融机构的压力主要来自市场和资本亏损引起的倒闭、兼并等控制权丧失和行政干预等威胁,如果市场的压力缺失或不足,金融机构自我约束将缺少外部激励,甚至出现大量严重的欺诈。美国“州银行法”时期,金融秩序主要依靠银行的自觉行为来运行。1837 年密歇根州率先采用一种新的制度,称为“自由银行制度”。根据这种制度,任何人只要符合一些相当一

① Erik F. Gerding, *Law, Bubbles, and Financial Regulation*, Routledge Taylor & Francis Group, 2014, pp. 475 -6.

② Ibid., p. 474.

般的条件就能组织一家银行,并可发行“银行券”(Bank Note)和接受存款,由此导致了大量“野猫银行”^①的出现,进而招致经济社会对商业银行的信任降低,从而迫使商业银行对金融秩序进行维持,从“自觉行为”转变为依靠明确的内部管理与内部控制。在无政府管制的情况下,银行发行的“银行券”严重扰乱了国家的信用体系,极易酿成金融危机。为此,美国政府于1913年12月通过了美国《联邦储备法》,旨在为美国建立一个更为有效的银行监管体系。1914年美国联邦储备委员会(以下简称“美联储”)的成立标志着央行制度的建立和国家收回货币发行权,并将银行市场准入管制与之配套,现代意义上的金融监管开始确立,金融稳定的主要因素从货币转向市场。“美联储”的成立确定了货币监管权,并建立了联邦和州二重银行体制,克服了之前的银行业混乱无序的局面。基于《联邦储备法》的规定,联储的目标在于执行货币政策,担任最后贷款人,以及监管商业银行。着重于货币发行权和银行准入管理,更多体现的是维护货币职能的稳定,呈现出零散的、不系统的、本能的监管状态。随着美国经济发展以及资本市场的膨胀,此种过于侧重货币职能的监管制度开始暴露弊端。在证券业中,买卖股票是个人的事,没必要告诉别人理由,也没有义务对外披露任何消息。投资者对此习以为常,只要自己小心便是。1911年堪萨斯州通过了一部管理证券发行的综合性法律,史称《蓝天法》。法案要求上市公司披露股票交易细节,并且必须获得许可方可抛售。另外,股票经纪人也得“持照上岗”,证券从业资格证不可或缺。此后,各州纷纷效仿,制定了与《蓝天法》类似的法律,被统称为“蓝天法”。但“蓝天法”在具体执行的过程中非常软弱无力。为了获取利润,申请上市的公司通过隐瞒事实的手段,不公开向投资者提供相关的信息,通过上市圈钱来获取巨额利润。而投资银行家协会则告诉其成员,他们可以“忽略”“蓝天法”的存在,通过邮件跨州进行证券的销售和发行。^②金融业的自由经营原则最终导致美国1929年10月的股市崩盘并席卷资本主义世界,在这场危机中,投资者的利益遭受巨大损失。美国的商业银行总数由25 000家锐减到14 000家,银行体系几近瘫痪,信用体系遭到毁灭性破坏。^③

第二个阶段是20世纪30年代~70年代初。这一阶段的金融监管理论建

① 这时出现某些银行有意设在偏僻地区,使人们难以用它们的银行券向其兑现铸币,以此赚取不正当利益,此即为野猫银行。

② 这在“蓝天法”里是跨州销售证券的欺诈行为。

③ Price Fishback, “U. S. Monetary and Fiscal Policy in the 1930s”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 26, No. 3, 2010, pp. 385 - 413.

立在凯恩斯的国家干预经济理论基础上。20 世纪 30 年代的经济大危机引发金融体系的崩溃,以 1933 年美国的《格拉斯—斯蒂格尔法案》(又名《1933 年银行法》)为标志,实行分业经营、分业监管的制度安排。该法规定,银行机构在商业银行和投资银行中二选一,并且规定存款账户的利率上限和禁止向活期存款付息等,强调金融管制,弥补市场的不完全性。其后又相继颁布了《联邦储蓄制度 Q 条例》、《1968 威廉斯法》等一系列法案予以强化和稳固。美国国会分别于 1933 年和 1934 年通过了《证券法》和《证券交易法》,依法成立了证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)负责上市证券的管理,以确保在证券交易中必须把投资者的利益放在首位。大萧条后的美国金融体系和市场得以复苏和稳定,由此建立起来的分业经营监管体制对控制金融风险、加强金融监管、规范金融行为功不可没。

第三个阶段是 20 世纪 70 年代初~90 年代末。从 20 世纪 70 年代开始,诸多国家迈上了金融自由化的改革之路。自由主义经济学逐渐抬头并占据主流经济学的地位,取代了干预主义经济学。面对国内外金融业务发展与机构经营的变化,美国监管机构开始尝试放松监管,进行自由化改革。资本市场的国际化发展,使美国的银行业受到来自欧洲大陆的全能性银行的冲击。自 20 世纪 80 年代中期之后,英国银行业就与其他各类机构的业务不断融合,形成了银行业从机构结构到竞争结构的普遍变革。1986 年英国颁布《金融服务与市场法》,表明英国彻底脱离了分业传统。业务范围单一导致美国金融机构在国际竞争中不断受挫,美国的金融机构开始借助海外市场规避国内的金融监管,创新金融产品,以应对国际同业的全面竞争。以美国 1999 年颁布的《金融服务现代化法案》等为代表,监管当局开始全面解除管制,英国、加拿大、意大利、德国、瑞典和诸多拉美国家、亚洲国家和地区、非洲国家开始了金融自由化的金融法制改革。

第四个阶段是 20 世纪 90 年代中期到现在。这一阶段是金融监管向谨慎性管制的回归。墨西哥、巴西、亚洲金融危机以及由美国次贷危机引发的全球金融海啸的相继爆发,迫使金融监管的重点重新转向金融体系的安全性及系统性风险。由于风险是伴随业务活动而产生的,所以监管必须是面向金融业经营管理全过程的。《巴塞尔协议 III》进一步确立了宏观审慎与微观审慎相结合的监管框架,大幅提高资本监管要求,并建立全球一致的流动性监管量化标准。从因美国次贷危机而引发的全球金融危机中,我们可以看到,金融创新和金融衍生品是多个主体来源、多个层次的资产叠加及信用叠加,其本身是多

种风险的叠加。没有哪一个国家的金融监管模式完全适合其他任何一个国家。所以,改善金融监管模式的主要目标应该是无论选择何种监管体制,都要尽量考虑风险的全覆盖,尽量降低在整个金融产品和服务的生产和创新链条上出现空白的可能性,从而最大限度地减少由于金融市场不断发展而带来的更严重的信息不对称问题。

近年来,“宏观审慎监管缺失是金融危机频发的重要原因之一”已日益成为各国金融监管当局和学术界的共识。2008 年金融危机爆发后,实施宏观审慎监管,保证金融体系稳定成为国际监管改革的主流方向。宏观审慎监管在时间维度方面的核心是控制银行信贷的顺周期性对宏观经济运行的负面影响。与传统只针对单个银行机构稳健经营的微观审慎监管不同,宏观审慎监管强调从整个金融体系稳定的角度进行监管。概言之,宏观审慎监管是指宏观金融管理当局为了减少金融动荡产生的经济成本、确保金融稳定而将金融体系整体作为监管对象的监管模式。

表 1 微观审慎监管与宏观审慎监管的比较

	宏观审慎监管	微观审慎监管
监管目标	避免系统性金融风险	避免单一机构的危机
最后的目标	避免经济产出 (GDP 成本)的下降	保护金融消费者 (存款者和投资者)利益
风险的性质	内生性	外生性
机构间共同风险 暴露相关性	重要的	无关
审慎控制的实现方式	自上而下,关注系统风险	自下而上, 关注单一机构的风险

资料来源: Claudio Borio (2007), The macroprudential approach to regulation and supervision: where do we stand?

宏观审慎监管的政策框架大致为:(1)逆周期的银行审慎监管政策。首先是对金融机构提出差异化的资本充足要求。8% 是国际认可的资本充足率最低监管要求。银行监管当局可以根据自己对金融风险的判断,对不同资产规模和风险特点的银行机构提出不同的资本监管要求。如可以在经济上升时期将资本充足率提高到 10%、12%,甚至更高,这是增强银行抵御潜在金融风险 and 损失的重要手段。在经济下降时期则可以下调资本充足率要求。银行监管当局也可以根据宏观经济金融形势的发展,针对特定的业务(如房地产信贷)提出特殊的资本要求,对银行贷款的首付比例、抵押品、还款期限、保证金