

第 1 章

风险的私人化

1971 年 8 月 15 日，国际金融的世界被永远地改变了。

那一天，理查德·尼克松总统指示美国财政部部长推迟所有黄金的买卖。买卖黄金的窗口被关闭了，从此后再也没有开过，国际经济从来没有出现过类似的事情。

尼克松总统的决定标志着，当时管理全球金融和贸易的布雷顿森林体系的结束。该体系的名称，来源于 1944 年在新罕布什州的布雷顿森林召开的布雷顿森林体系的成立大会。该体系的主要内容是：世界主要货币之间的汇率用美元固定下来，而美元的价值则与黄金挂钩，黄金的价格为 35 美元 1 盎司，该价格由美国政府保证。在兑换黄金的窗口被关闭后，固定汇率制没能维持多长时间。在 3 个月的混乱之后，主要的工业化国家又在华盛顿举行的一次会议上，制定了新的固定汇率。1972 年 7 月，英镑被允许对美元浮动。1973 年美国对于新的固定汇率制所做出的努力失败了。2 月份，日本允许日元自由浮动，3 月份，当时的欧洲共同体的 6 个成员国^①同意对美元联合浮动。于是布雷顿森林体系到此终结。

1.1 将风险私人化

在其运转的 25 年里，布雷顿森林体系使汇率获得了相对的稳定。汇率仅在几个较短的期限内有所变动（1949 年英镑对美元的汇率偏低，在 1966 年又偏低）。在相当长的时期内，每个人对于他们以一种货币兑换另一种货币的汇率都非常有信心。对各国间资本流动的强有力控制，以及对国内金融市场严密的管理有效地保护了固定汇率体制的有效运转。

政府保持固定汇率的事实，意味着私人部门根本没有汇率风险。由于面临着这样的稳定性，就根本没有必要建立今天人们早已熟悉的大型货币交易设施（充满电脑屏幕和年轻人的交易室，这里的年轻人穿着有条纹的衬衫和红马甲，至少同时对着三部电话大叫）——即使当监管并没有对资本流动构成障碍时，也不会有人担心资本的流动会带来汇率风险。1971 年，华尔街上只有 11 家银行进行外汇交易。而今天，接近 200 家主要外汇交易机构在华尔街上做生意。

尽管如此，60 年代日益增长的投机性资本的流入以及对固定汇率持续的压力，主要是对黄金兑美元价格的压力，在布雷顿森林体系走向解体的过程中，扮演着非常重要的角色。一旦布雷顿森林体系崩溃，汇率的波动就成为家常便饭，套利的机会就会激增，阻碍资本流动的监管就背上“无效率”和“违背国家利益”等罪名，投机的现代机制就建立了起来。

正是私人部门要求对国际资本流动放松管制。这主要是由于私人部门希望能够通过国际金融市场躲避浮动汇率所带来的风险。为了降低风险，在外汇市场交易的人们需要随着外汇风险的变化不断改变其投资组合，即改变其当前和未来持有的货币和金融资产的结构。在布雷顿森林体系下，外汇风险是由政府公共部门来承担的。但是，当该体系崩溃时，风险就被私人化了。

风险的私人化极大地限制了国内和国际金融市场，由此产生了对新的金融工具的需要，而反过来，又进一步要求取消以前为降低外汇风险而对资本流动设置的监管障碍。金融机构也需要进行较大的重组，以确保它们能平衡外汇风险和由金融市场的日益波动而产生的其他风险。与其他的要求取消金融控制的压力一起，布雷顿森林体系的崩溃是世界金融体制放松管制的明显标志。外汇管制被取消，国内金融机构的跨市场交易限制也没有了。对于信贷增长的数量限制也取消了，货币政策现在也主要通过管理短期利率来传导。货币工具的全球市场也被创造出来。

继加拿大、德国和瑞士（1973年）之后，在1974年的新年这一天，美国取消了所有的关于国际资本流动的限制。英国（1979年）、日本（1980年）、法国和意大利（1990年）、西班牙和葡萄牙（1992年）也相继采取了类似的行动。

随着风险的私人化和外汇管制措施的取消，国际资本流动的规模增长很快。而伴随它的则是固定汇率制度的衰弱，这是不足为奇的，除了相对较少的重组，固定汇率只提供了有限的套利机会。浮动汇率体系刺激了追求投机性利润和大量的套利收益的资本流动，同时也增大了金融风险。

1973年，全世界每天的外汇交易量在100亿~200亿美元之间波动。外汇交易额与世界贸易量之比从没有超过2:1。到1980年，根据国际清算银行提供的数据，每日的外汇交易量已经平均达到800亿美元，外汇交易量与世界贸易量之比大约是10:1。至1992年，每日外汇交易量达8800亿美元，与世界贸易量的比率达到了50:1。1995年，外汇交易量为12600亿美元，与世界贸易量之比为70:1，相当于全世界的官方黄金和外汇储备量。这些数字仅仅是一个交易日的平均值，大大超过了历史上的最高日交易量，如1992年9月份，持续的货币投机活动迫使英镑退出了欧洲汇率机制（ERM），同时，法国法郎也受到了严重的货币攻击。

迄今为止，大部分货币交易都是短期性的。既然这些短期金融交易都不是为了交易商品（服务）或进行长期投资的需要，这些短期的交易一定是想从金融市场上价格的变化中获取可能的收益。通俗地说，这些交易是投机性的，是希望获得资本利得收益，为了避免潜在的资本损失，或者是为了寻找套利的机会。

20 世纪 80 年代，国际债券市场开始复苏。1983 年到 1993 年间，跨地区、跨币种的美国国债市场交易从 300 亿美元激增到 5000 亿美元。外国人和美国人之间的债券、股票交易额占美国 GDP 的比重从 1970 年的 3% 上升到 1980 年的 9%，1993 年这一比重上升到 135%。与此同时，在英国的跨境证券交易额从几乎是零猛增到 GDP 的 10 倍。

90 年代中期，可交易证券的跨境交易额是 2.5 万亿美元，加上美国的净供给量，占到全部可交易证券的 40%。特别值得指出的是，美国国债市场的扩张使得美国可以在 80 年代为其贸易赤字提供资金支持，这对于后面章节中所讲到的全球宏观稳定性具有重要意义。

除了债券之外，对外国股票所有权的交易成为 90 年代的重头戏。90 年代中期，新兴的（或发展中的、转型经济）股票市场的市值占到了全世界股票市场总市值的 13%，而在 10 年前，这个比例可以被忽略不计。国际银行的借贷从 1975 年的 2650 亿美元扩大到 1994 年的 4.2 万亿美元。这些货币的流入使得新兴股票市场的市值大大增加。但在 1997 年，东亚股市崩溃了，流出该地区的 1000 亿美元表明这些地区的金融市场投机性是多么地严重。

由金融自由化而产生的新的国际金融体系是以大量交易的高流动性资本为特征的，这些资本在日益膨胀，越来越复杂的金融市场中作为各种各样的投资工具形式进行着不断的交易。资本流动的速度和规模已经促成了一系列的金融危机。危机发生的频率令人吃惊：1979~1981 年拉丁美洲危机，1982 年发展中国家的

债务危机，1994~1995 年墨西哥危机，1997~1998 年的亚洲危机，1998 年的俄罗斯危机以及 1999 年的巴西危机。而且，首先打击的国家并不仅仅是发展中国家和新兴市场国家。瑞典在 80 年代放松对金融市场的管制后，在 1992 年发生了严重的金融危机，当时的隔夜市场利率超过 200%，随后是长期的经济衰退。同年秋天，整个欧洲遭受了由于欧洲汇率机制受到打击而导致的金融危机。

发生在发达国家和发展中国家的这些危机揭示了新的国际金融体系的两个重要特征：

第一，新的国际金融体系是高度波动的，汇率、利率以及资产价格都出现长期和短期的波动。

第二，当金融危机从其发源地向看起来与之没有任何关系的国家和市场蔓延时，新的国际金融体系很容易使这些危机扩散。

当然，这两个特征是大规模、高速度资本流动的结果，也是对一体化的全球金融市场放松管制的结果。

1.2 世界金融管理局

在新的国际金融秩序中，资本流动的规模和速度已经冲破了各国资本市场与国际资本市场的既有边界，其结果只能是由于受到金融危机的威胁，世界日益不稳定了。本书要回答的一个严肃问题是，原先在各国国内资本市场获得的稳定性能否在新的国际金融秩序中保持？

新的国际金融秩序所面临的主要问题是关于金融风险的。所有的金融资产都暗含许多风险，新的国际游戏法则改变了这些风险的特征、发生概率和风险的程度，由此带来了私人部门（包括公司和家庭）业务方式的急剧变革。公共部门也发生了变化，不仅是因为它面临的金融风险发生了变化，而且，因为新的风险对国民经济（经济增长、就业和生活水平）的影响负有更多责任。

1973 年外汇风险的私人化破坏了二次大战后建立起来的金融风险的管理结构。不仅是风险的规模上升了，而且新的金融市场自由化将金融风险置于本国司法管辖权之外。今天，金融市场是没有边界的，然而监管当局的权力仍然局限在一国的国界之内。

这就是为什么新的国际金融秩序需要一个世界金融管理局的原因。

现在的金融管理和监管的国际合作内容应该集中于一个单一的监管当局手中，该当局必须有明确的权力，并在国际金融市场上有所作为。正是因为在国际清算银行和其他组织如国际证监会组织（IOSCO）和国际保险监管协会（IAIS）已经为此做了很多的工作，这个建议才是切实可行的。正是由于今天国际金融市场的特征，该建议才是必要的。

国际金融机构的发展是与政治方面的难题联系在一起的，要想国际金融机构切实有效地运作，必须制定一份超国家权力的契约。即便成立后，这样一个组织也很可能成为各国政治利益的代言人。历史经验表明，只有在面临现实的危险、权力高度集中的情况下，才能实实在在地做些事情。按照布雷顿森林协议创立国际货币基金组织（IMF）和世界银行（WB）就属于这种情况。这两个机构不受各盟国的左右，以确保 30 年代发生的经济大萧条不会在战后重演。事实上，这两个机构都受到由美国为主导的主要工业国家联盟的控制。即使如此，若不是由于布雷顿森林协议赋予这两个机构的权力，这些国家为该机构提供了财力上的支持，将极大地限制它们对各国政府行使超国家的管理权力。

最近发生的金融危机以及危机对全世界所造成的严重危害，已经使人们意识到了改革的必要性。更进一步讲，尽管这种意识已在发展中国家之间广为流传，但主要集中在世界主要工业国家内、七国集团^②（或者称为 G-7）的权力阶层。

例如，在白宫发表的《1999 年总统经济报告》中认为：

“传统上，金融体系的监管应以国内金融市场为基础。但是

金融市场的日益全球一体化和从事跨境交易的机构的增多，要求改善对国际金融的监管。”与之相似，英国财政大臣戈登·布朗先生 1998 年在哈佛大学的演讲中认为：“在国际经济中，不在政府的时代结束了。”

这些说法带来了一个问题，即如何将对金融市场进行监管的权力（原先由各国独立执行）在一个新的国际金融安排的框架内实施，并且真正解决国际经济中的不在政府的问题。在各国政府当局之间进行合作与协调是必要的吗？或者世界金融管理局（WFA）应该拥有国际金融监管的权力，就像各国监管当局在国内市场上一样，监管国际金融市场吗？

1.3 国内的金融监管

很少有比金融恐慌更令经济政策制定者头疼不已的事情了。各国政府对金融恐慌所造成的损失的规模、金融恐慌从银行传递到公司、到家庭、再到政府的速度以及对就业与产业部门造成的不良影响，都声称“要做些什么”以防止局势不断恶化。

1907 年美国银行业的恐慌使得全国的工农业产出急剧下降，股票市场崩溃。我们现在都能看到美国金融体系的脆弱性以及潜在的骇人的后果。因此我们必须得做些什么。国会同意“建立一个更有弹性的货币制度，对商业票据进行再贴现，并建立一个更为有效的美国银行业体系。”

这些话都是摘自《1913 年联邦储备法案》。他们为按照该法案建立起的新联邦储备体系制定了三项任务：实施货币政策、充当最后贷款人以及监管国内银行业。如果一个自由市场的好处（市场经济良好运作的基础）在没有受到不可承受的损失时，上述这些都值得去做。国会已经确认，对于一个有效的市场而言，有效的监管是必要的。所有繁荣的市场经济都有相似的历史——金融危机后，新的机构就会建立起来，通过该机构，政府能够行

使金融管理的权力。

在过去的 200 年里，市场经济的创造力带来了商品和服务的极大的丰富和扩展。长期困扰人类的对物质的需求，已得到了前所未有的改善。上百万人摆脱了贫困的生活，寿命也延长了。直至今天，其仍具有极其广阔的发展前景。

但是，任何事物都有其两面性。这种威力巨大的“引擎”也表现出了严重的缺陷，随着时间的推移，这种危险有可能是致命的。

与本书中讨论话题有密切联系的是下面的冲突：一方面，市场经济一定是货币经济，而另一方面，货币和货币工具的制度不可避免地对社会均造成危害。

1.4 货币和金融

市场经济的本质是，它是由一般化的交换过程来运作的。各种方式生产的所有的商品和服务都是用来买卖的，包括劳动力的服务（劳务）。经济是由个人和公司谋求利润最大化的动机驱动的。市场经济鼓励劳动的复杂分工，每个人与全世界成千上万人的买卖行为相联系，呈金字塔状。在这样一个经济中，货币是一个前提。没有货币，这个多维互动的体系将是不可能存在的。想象一下，试图为家庭所需的所有商品和服务进行物物交换，或者使进出一家工厂的原材料进行物物交换。再设想在没有货币标准为产品、服务进行标价的情况下，如何比较不同商品的价格。这样我们就可以理解货币的重要性。

在市场经济中，货币的流动决定着投入与产出的流动。对货币的占有决定了在市场中的权力。同样，随着货币制度支持的市场体系的发展，它变得更加精致了。货币不仅仅为交换提供便利，它还商业贸易的运动提供了轮子。

但是货币本身并不值什么。你不能吃它，或者穿它，或者在

其中生活。即使在商品（比如黄金用作货币）的时代，如果没有什么吃的，货币也是分文不值。货币获取了它的价值是基于下列事实：它作为支付手段为人们所接受。接受货币就免除了负债。

这种货币的可接受性由于政府的强制性要求而得到加强。这就是在每一张美元券上都写着如下文字：“本银行券是一切公共和私人债权的合法货币”。在支付中拒绝接受美元是一种联邦级的违法行为。因此，这种由绿墨水印制的纸会被当做我们的劳动或财产而被接受，因为我们相信政府会确保用这些纸我们会换回劳动或财产，对此我们充满信心。当人们对其政府失去信心的时候，他们对政府的货币也失去信心。当政府崩溃时，货币体系也随之崩溃。纳粹德国战败后，它发行的纸币一文不名，取而代之的是货币的代用品——尼龙袜和香烟。人们更愿意某人用香烟与之交换面包。

政府崩溃很少发生，而银行崩溃不在少数。因此，只有基于存款账户的支票在偿还债务被接受时，或者银行存款可以以现金形式提出时，在银行账户中的存款才等同于货币。对银行信心丧失后，由于每个人试图取出自己的存款，结果只能出现挤提现象。但是对于银行而言，在较短时间内将其全部资产转换为立即可以支付的现金是不可能的。其资产的一部分是对家庭或企业的贷款，而家庭或企业不能按银行的要求立即归还全部贷款。因此，面对大量的挤提，银行被迫关门。在银行中的货币损失了，这种损失以破坏性的方式向别处传染，因为，那些损失货币的人也不能支付他们对别人的债务。

随着市场经济的发展，更为精巧的货币工具也被发展起来。经济由金融资产和负债的连锁结构捆绑在一起，其价值取决于它们将被赎回的信心。一旦信心丧失，它们就会变成一文不名的纸（或者是计算机文件中的一文不名的账目）。当金融资产仅仅是对货币的求索权时，就像银行存款或债券一样，这种情况千真万确。即使当金融资产是对实际财产的求索权，例如公司股份时，

这种情况也会发生。当股票持有人对将股票转换成现金的能力失去信心的时候，股票就会变得一文不名。

而且，对货币和其他金融资产的信心并不依赖于它们自己的内在质量。信心会受到与之相似的或被认为与之相似其他资产的信心变化的影响。典型的情况是，那些持有金融资产的人关于贷款机构的情况并不是很了解。因此，即使一家倒闭的银行并没有存有这个人的存款，那个人也会相信先从他或她的银行中将存款取出是比较谨慎的，以防银行业整体出现什么麻烦。所以说，信心丧失具有传染性，即使运作良好的机构也会被公众的普遍恐慌而毁掉，信心也会受到整体经济，或者宏观价格如利率、汇率变化的影响，而上述变动也许与某特定公司或某金融资产完全无关。

由于货币和金融资产在市场体系的运作中居于核心的位置，货币方面的失败对于经济整体而言会带来严重的后果。破产和违约不能到期偿还债务会导致工厂关门、大量失业和人们生活水平的大幅下降。当然，汽车市场和农作物市场的失败也会带来相似的结果。一个大型市场的失败或未曾预料到的下降在整个经济中还可再重振雄风，但货币和金融工具的市场是与之不同的。它们不仅处于市场经济每一笔交易的中心，而且，由于没有内在的价值，公众对于它们的信心很容易波动。

1.5 金融市场的运作

著名经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯在 30 年代大萧条时写道，金融市场的运作就像一场“选美”比赛。他并不是指某位 20 世纪 30 年代的“世界小姐”。在选美比赛中，由专家来决定谁是获胜者。他记得在当时的英国星期日报纸举办了相当流行的比赛，读者被要求为报纸上刊登的年轻女子的照片排出次序，读者相信他自己的标准与其他应答者的平均偏好一致。因此，为使他能够

成为优胜者，参加者不能够表达出他或她自己的偏好，也不能试图估计大众一般观点的真实偏好。相反，成功的参加者应该预期出“一般人的观点或者预计平均观点是什么”。用同样的方式，金融市场成功的关键并非个人投资者认为的价值是什么，也不是任何特定的金融资产的价值是什么，更不是大多数投资者认为那个金融资产的价值是什么。成功的投资者将会关心市场上其他的人将会相信任何人都相信的东西。

既然市场是被关于平均观点将会是什么的一般观点所左右，巨大的市场溢价将会置于那些可能认为平均观点会变化并且平均观点会如何对正在发生的事件作出反应的任何信息或信号上。这些信号必须又简单，又利于处理。对经济数据的复杂解释将不会对市场提供清晰的指导。因此，货币市场和外汇市场充斥着简单的口号——巨大的财政赤字导致高利率，货币供应的增加会导致较高的通货膨胀，扩大公共开支效果不好，下降的失业率总是导致加速通货膨胀，等等。在大多数情况下，市场的稳定依赖于人们的惯性——每个人都相信，其他人都认为经济是好的，金融市场的稳定具有较好的经济基础。但是一旦人们的信心受到怀疑，或者最坏的情况是信心受到严重打击或改变，金融资产的价值要么会升到天上，要么会下跌到一文不名。

在某种程度上，充斥于金融市场上的口号是真还是假，是无关紧要的。真正要紧的是一般平均观点认为它们是真的。平均观点在“经济基础”的标签下得到了进一步巩固，就像它们揭示了真理一样。许多年来，大家都相信英国的国际收支情况是一个经济基础。经常账户的任何赤字将会导致对英镑的卖压，正如市场相信自己原先的判断一样。在过去的 10 年中，这个观点已发生了变化，经常账户不再是“经济基础”，因此赤字也就不再产生原先起到的作用。一个“经济基础”正是平均观点认为的那些东西。当然，这并不是说，实体经济的某些特征，即使在大多数人都顽固坚持错误观点的时候也不起作用。相信一个并不存在的银

矿的获利能力的人，将最终会受到银子缺乏的打击。相信巨额经常账户赤字会持续下去的观点，迟早会由于债务利息的积累（由赤字而来）而证明是错误的。这个平均观点有时会以惊人的速度发生逆转。

只要市场遵循平均观点的看法，那么反对该趋势的人将遭受损失。违背习惯势力的短期智慧而进行长期投资的人将随着短期损失的累积，对于他自己的预期将越来越有信心。

但是传统的思维习惯并不很容易退出市场，因为它来自于以往的经验。所以，如果历史经验表明暗含在市场信念中的简单经济前提是错的，那么传统的思维习惯将会发生变化。那些忽视日常口号的人有可能获利。“平均观点”倾向于发生变化，并且新发现的思维习惯的稳定性将为货币和金融的稳定打下基础。不可能预测的是，这种稳定性是否是出现高增长和经济成功的稳定性，还是经济出现滞涨和不景气的稳定性。它之所以不可能预测，是因为“平均观点”能够自我实现。如果市场相信一家银行将会倒闭，那么它就会倒闭，如果市场相信某货币将会大幅贬值，那么一般这种货币就会贬值。

平均观点有其自己的历史，它受到时髦的理论和各国政府的金融权力实践（特别是经济上权力很大的那种）的强烈影响。与最近资本市场自由化的历史相伴随的是，鼓励各国政府对国际资本流动实施限制的战后经济理论，转变为鼓励资本自由流动和放弃各国监管权力的当代经济理论。并且理论本身是变化的历史环境的产物。放弃布雷顿森林体系，并非是各国政府最优的必然选择，但由于各国对国际金融的发展未能达成一致，最终失去了控制。

因此金融的稳定性，在很大程度上是受某种惯性的影响。惯性在较长的时期内也许会相当稳定。但是，即使相对稳定的惯性也包含着破坏的种子。当股票市场迅速上升时，不断上升就会变成一种惯性。当这种惯性受到破坏时，金融市场就变得非常不稳

定。当风险的偏好出现转变时，惯性就变得特别不稳定。当 19 世纪 70 年代外汇风险被私人化后，这种惯性的转变就发生了。

当投资能很容易地被卖出或者迅速地转化为特定数量的现金，也就是说，它们具有较高的流动性时，高风险的金融投资风险就大为减少。如选美一样运作的市场很可能是不稳定的，当人们的观点都向同一个方向转变时，就很容易带来严重的损失。每一个人都想在这个时间内卖出金融资产，而没有人希望购买。这种运作如选美比赛的市场是风险赖以存在的基础——流动性遭到了破坏。由于决策者变得更加回避风险，日益增加的市场不稳定性会导致政府部门和私人部门的市场行为发生系统性的变化。尽管这些变化可以减少不稳定性，但只有以较少的风险承担成本、较少的投资以及对经济造成中期的破坏为代价的前提下才能达到。

金融市场的潜在不稳定是建立在资金不断地进出投资市场的基础之上的。金融市场上惯性的变化导致了资产价格的剧烈波动，进一步加剧信心的波动。在这种环境中，对于资金的这种转换（从现金到投资，或从投资到现金）人们倾向于设立某种限制。如果投资者被锁定进行长期投资，那么市场就不会由于买卖的风潮所击溃。但是这里暗含着一种矛盾：没有流动性，不能够卖出投资并回收现金，投资者将会不承担任何风险。当全部市场的观点都向同一个方向转变时，流动性就会消失——这确实是真的——单个投资者都相信，他们的投资是具有流动性的，是能够及时地卖出的。能够通过卖出投资而退出市场是在市场经济中进行投资的必要前提，也是损害投资、损害市场的不稳定的根源。

因此，货币当局的根本任务之一，就是确保市场的惯性是稳定的，并且一直稳定，确保市场对流动性具有较高的信心。由于这是市场内在的局限，这项任务是很难完成的。

首先，金融市场倾向于受到系统性信息的打击，而进行金融

资产交易的许多投资者对这些信息知之甚少的。股东一般对于他们持有股份的公司了解很少。共同基金的投资者对于他们的钱投向何方也知之甚少。债券持有人对于他们的钱投向何方更是了解甚少。养老金领取者对于其养老基金的投资策略知之甚少。许多投资专业人士对于特定金融资产的性质有相当的了解，但较为复杂的知识是个例外。即使是知识丰富的专业人士更为关心市场惯性的变化对市场定价发生的影响，而不是关心投资的长期回报。

其次，货币当局试图维持金融市场信心的努力对于鼓励投资者承担过多的风险而言，具有不利的影响。例如，由于银行官员知道当局总是会拯救他们，因为银行的失败会对整个经济带来不能容忍的破坏，那么银行家就会承担若没有政府拯救就不能弥补的风险。这种道德风险与另一项金融政策的核心内容带来冲突，即需要维持市场信心的政策本身会鼓励风险，也就是说，需要维持市场信心的政策本身会鼓励人们去冒更大的风险，以致于进一步使市场的信心遭到打击。

最后，即使没有道德风险问题存在，金融投资者一般都会对整个社会为其承担的风险而付出的真正的成本估计不足。他们不能正确地看待“系统性风险”。

1.6 系统性风险

“系统性风险”对于金融市场的破坏，恰如有害气体对于环境的破坏。在考虑生产成本时，工厂厂主并没有将他工厂排放的废气对于附近社区的污染的成本计算在内。而这些有害气体指的就是“外部性”。工厂的生产对于整个社会的福利产生影响，但是这种影响是外在的，它并没有通过市场定价进行计量。工厂厂主并没有对由于废气排放而给社会福利造成不利的影响给予额外的赔偿。这种失败使得市场的运作缺乏效率——企业的生产成本并没有反映出企业对于社会应付的成本，结果只能导致污染。

如果所有社会的，由废气而带来的医疗费用不能计入工厂厂主的损益账户，工厂厂主将会生产排放更多的废气。

同样，金融企业并没有为其可能的损失给整个社会带来的影响而付出代价。然而这些成本是由于金融失败而导致的。不仅许多金融交易重组一些过时的商号，而且，由于对市场信心的丧失会毁灭整条街，一家商号的失火会引发金融火灾。承担风险正是金融机构所寻求去做的，但市场只反映了私人部门对风险的计算，因此会对整个社会所面临的风险估计不足。结果是，从社会观点来看，投资者承担了额外的过多风险。完全自由的市场威胁着经济的整体发展。

这也就是为什么各国金融监管当局都通过建立强有力的监管部门，以应对由于国内金融自由化而带来的问题。确保投资者能够将其行为对社会造成的风险考虑在内，正是监管者的责任。这需要金融公司意识到这类风险的全部成本，或者是充实公司的资本金和制定强有力的风险管理标准，或者对公司的金融行为进行直接地监管。资本充足标准，要求银行和其他金融机构持有的流动资本等于其全部资产的特定比例。这种流动性资本的持有对于银行的收益带来负面影响，并且意味着银行会放弃某些潜在的有赢利的投资活动，这就是成本。因此说，较高的资本充足标准带来了较高的成本。风险管理程序包括对公司的金融活动中的所有风险进行计算，还规定了对流动资本占公司所承担风险的比例。风险管理越严格，公司的成本就越高。通过迫使企业将系统性风险考虑在内，金融监管当局希望该国的金融体系能够抵御一般金融风暴的打击。

监管当局也采取措施，更正由于信息不对称而带来的市场扭曲现象。通常采取向消费者提供信息和保护的形式，如果出现误导，就有义务向消费者提供赔偿。

金融监管也能降低道德风险。监管者试图监控公司的投资政策，并要求公司制定必要的风险管理程序。当一家公司由于承担

了过多的金融风险而将要倒闭时，它也许会被政府所拯救，但政府会对经营公司的个人施以严厉的处罚。

在处理这些市场扭曲行为的同时，监管当局在防止经济犯罪方面也发挥了重要的作用，例如政府会采取措施防止洗黑钱的活动。监管当局在预防利用内幕信息或其他被称之为“市场欺骗”的消息来操纵市场的行为方面也起到了很重要的作用。

从更广的意义上讲，金融监管人的主要任务可以归结为以下两点：

第一，通过管理系统性风险和预防市场欺骗行为和经济犯罪活动，确保市场有效运作。

第二，保护消费者的利益。

当然，金融监管并非总是有效的。一般说来，金融监管当局在理解市场参与者为规避风险和为客户而进行的金融创新的意义方面，滞后于市场参与者好几步。金融监管费用很高，有时还会做出完全相反的判断。过分挑剔的金融监管也许会导致对风险的定价过高，从而会对企业的正常发展不利。或者监管者会提供给消费者他们既不希望也不能用的信息。

这就需要在二者之间寻求一个平衡。而对于二者的平衡点究竟在哪里这一问题上存在着相当大的争议。一般而言，那些接受监管的对象将监管当做是一道繁琐的程序，并指出减少监管的好处，至少这一点适用于他们（如果不适用于其他人）。从另一方面来说，政府当局对于过度承担风险或者欺骗消费者而可能给社会经济带来的损害，表现出了过分的担忧。一些人对于越来越多的监管表示不满，然而不满的呼声背后，是不断出现的金融危机和欺骗消费者的丑闻。

这场争论持续了很长时间。在当局的监管活动与市场的未监管活动之间并没有固定的分界限，它像钟摆一样，飘忽不定。在监管当局落后于市场发展的日子里，监管的要求变成了更大的压力。但是，当对市场的担忧减弱后，那些认为在更为自由的环境

中进行金融创新具有更多好处的呼声就日益高涨。况且，金融市场与监管当局之间的相互关系一直在发生变化，随着金融市场（无论是国内还是国外）日益一体化的发展，技术创新改变了市场赖以运作的基础，并且大大提高了产品交易的速度。不仅仅是这钟摆的摆幅发生变化，而且钟摆停止摆动的点也发生变化。科学技术的创新使得一国经济完成了向全球经济的转变。制度方面的变化已经使得银行、投资公司、共同基金、养老基金和保险公司之间的传统区别消失了——现在所有的机构都用同样的方式做着相同的业务。然而，在制止市场的自我破坏性倾向的同时，如何充分利用市场的创造性力量，这依然是个大问题。

在管理系统性风险的时候，监管当局试图确保市场能够经受正常的波动而不受损伤。没有任何一家私人金融机构能够经受住非正常的市场风暴。如果由于某种原因，人们对银行体系、对债券市场或对更为复杂的金融公司失去了信心，那么即使是平时最谨慎、最注重安全性的机构也会倒闭。面临市场信心的全部崩溃，只有大量的监管是不够的。这就需要最后贷款人的出现。

最后贷款人的作用是，当市场信心崩溃时，向市场提供流动性支持。这时，只有政府才能做到这一点，原因很简单，只有政府才有权发行货币。在现代每一个国家中，都有一个最后贷款人，即中央银行来实现中央政府恢复市场信心的职责。中央银行为实施这项职能而存在下来，本身就清楚地说明需要政府机构去对市场进行干预，以确保市场的有效运作。由政府当局提供的存款保险是为消费者提供了类似最后贷款人的作用。作为一家保险机构，政府将永远不会被最严重的金融恐慌所击倒，因为它总是能印制钞票。

1.7 国际监管

《总统经济报告》中提出了一个有关国际监管的典型事例：