

预防 未来危机

灾难之后的制度建设优先事项

Noel Sacasa

金融危机暴露了当前监管体系的缺陷。近来的发展使得我们很清楚至少应该在四个方面采取行动来减少风险。它们是：（1）找到评估系统性风险更好的方法，并且在繁荣时期就避免风险的积累；（2）提高市场透明度和完善对各种市场参与者所承担风险的披露；（3）扩展跨机构和跨境的监管，同时保护有建设性意义的多样性；（4）为保证更有效、协调地行动而建立的各种机制更好发挥作用。

使开放的金融市场实现其潜能需要有效的监管。如何改善监管是2008年11月份召开的20国集团金融市场与全球经济峰会讨论的中心议题。金融创新和一体化加大了冲击在各类资产和国家之间传播的速度和范围，模糊了系统性和非系统性机构的界限。但是监管还是仅仅针对单个金融机构。监管机制并没有充分考虑到国内机构的行为对系统与国际的含义。

本文对当前关于金融部门改革的实质问题的争论进行了分析。第一部分厘清了需要加以解决的金融机构的主要缺陷，第二部分提出了需要采取政策行动的重点领域。

什么出了问题

改革议案应该解决造成不稳定的市场和管理失误的问题。三组没有得到监管者和货币当局足够重视的互相加强的因素导致了系统性风险的加大。第一，全球宏观经济失衡导致了10年的低利率，引起更大的风险偏好以及全世界更大的资产泡沫。第二，金融部门结构的变化和20年来风险管理滞后于金融创新的发展，导致金融系统更加不稳定。第三，杠杆运作的金融机构有追逐过多风险的内在动机，而不能将系统风险内部化，这是它们需要被监管的主要原因。

全球失衡和房地产泡沫

监管当局和央行都没有足够的知识来处理信贷快速增长和资产价格泡沫所带来的系统性风险。在这10年中，一些经济体长期以来保持大量经常项目的顺差，这引起了对逆差国金融资产的大量需求——特别是美国资产。这与美国宽松的货币政策一起，导致了全球范围的低利率，而这又反过来引致了大量的追逐风险和快速的信贷增长。在美国，家庭和非金融工商企业的信贷市场负债在1994年至2007年间从占GDP的118%升至173%（见图）。家庭信贷增长速度自从2000年以来增长更快，占可支配收入的比例在7年间从98%跃升至136%。与此同时，这一比例在英国从120%增长到180%，在欧元区从72%增长到91%。同时美国房屋价格上升，许多发达国家也伴随着类似的猛增。

创新和结构变化

2008年4月IMF和金融稳定论坛（FSF）在对当前危机背后原因的分析中，都强调了风险管理存在内在缺陷，以及不能评估和解决被大量机构广泛采用的金融杠杆的程度——负债与资产的比例——以及与无序放松相关的风险（IMF,2008;FSF,2008）。风险管理、信息公开和监管等都没有跟上金融创新的步伐，因此就为过度风险偏好和资产价格上涨留下了空间。

尤其是四种金融创新和结构改变削弱了风险管理，使金融系统更加趋于不稳定。它们分别是引起分配的经营模式和依靠大额融资市场；顺周期的资本和会计实践与管理规则；过度依赖向后看的、以市场为基准的风险管理模型和制度；市场参与者更加复杂和



位于华盛顿特区的美联储。

不透明。

引起分配的经营模式和大额融资。证券化和私人复杂结构的信贷工具不可否认增加了贷款的可得性。但是，同时它已经造成更大的风险，造成了风险转移到不具备管理能力的机构，从而应该被卸下的风险又被转移回银行，导致了市场参与者中风险的分散的更大的不确定性，因而带来更大的不稳定而不是有效的分散风险。再有，银行和在证券化过程被创造出来的表外的特殊目的机构都过多依赖大额融资市场，因此引起期限错配，而没有考虑资金耗尽的风险。虽然发起和准备的实体缺少恰当的信贷监管的动机，大量投资者不能充分质疑这样的动机，或者检查以结构产品为基础的贷款的质量。相反，它们过度依赖所涉及机构的信誉和信用评级工具（FSF,2008）。

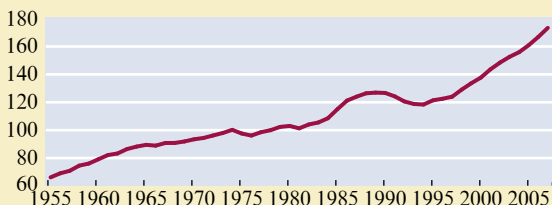
反过来，信用评级机构为仅有有限历史数据且结构复杂的次级贷款打上很高的等级；在某些情况下是基于有瑕疵的模型；且没有为相应的担保付出努力。他们也没有采用披露假设、标准和方法；没有澄清结构性金融评级的含义和风险特征；也没有解决利益冲突问题（FSF,2008）。最后，金融机构并没有经常性充分披露其表内表外风险的类型和重要性，特别是与结构化产品相关的那部分。

顺周期的资本准备金要求和会计。在经济上升

快速增加的债务

全球范围较低的利率导致了包括美国在内的许多国家信贷快速增加。

（美国家庭和非金融企业的信贷债务占GDP的百分比）



资料来源：IMF工作人员根据美国资金流量账户和美国经济分析局的数据计算得到。

期，市场对市场的资产和担保品的价值增加，而贷款损失补贴价值因为违约率在短期内预期下降而下降。这提高了报告股的价值，降低了对借款人和贷款人短期内违约率的估计。同时，风险基础上的资本准备金要求可能在繁荣时期被侵蚀，因为在经济状况好的时候，对风险的衡量趋向于忽视风险的积累。这种对风险的低估使借款人提高杠杆，增加放贷，这又反过来促进资产价格的上升，产生了杠杆率和资产价格之间自我反馈的循环上升（Adrian 和 Shin,2008）。

相反，当对风险的衡量在经济下滑时猛增，损失已经成为现实，在经济运行良好时积累的缓冲资本被侵蚀，而且不能很快得到补充，因为在经济状况不佳时外部资本变得稀缺。资本、信贷和资产市场间的相互作用会通过有广泛基础的相互作用链条而放大，而接下来就会发生资产减价销售和自我驱动的信贷困难以及经济行为收缩。

过度的以市场为基础的向后看的风险管理。过度依赖市场价格和过度简化的、向后看的模型来管理风险，又忽略了对经济基本面应有的分析，这些似乎导致了风险被低估，引起自满和监管的减少。再有，当许多市场参与者使用相似的模型时，他们可能被引诱采取相似导向的市场定位，因而恶化了系统风险。

更复杂但是异质性减少的市场参与者。与30年前相比，当前金融体系中的各种参与主体、较大型的联合体、新类型的参与者更紧密但是更加不透明的相互作用，都更加难以区分（Borio,2007）。虽然这些发展是以提高金融中介效率为目的的结果，但它们也为杠杆率的提高和风险在参与者之间以更加不透明的方式转移创造了条件。这导致市场和监管者在任何层次上都更容易遭受风险，同时多样性的减少增加了协同行为的可能性，从而使系统更加不稳定。

破坏稳定的动机

近来的事件表明一些监管者已经过分依赖金融机构的自我风险管理能力。与此同时，他们已经允许缓冲资本通过证券化和不透明的表外结构，以及没有充足支持的风险减少技术（比如没有充足资本资产的机构来进行信贷违约风险掉期）来削减。监管者可以更好地识别和对抗杠杆化金融机构过度的风险偏好的内在动机，可以不通过将系统风险内部化，而是通过更有效的运用监管工具和更有力的实施。

杠杆率和风险。杠杆化的金融机构的股东和经理人有动机把增加自己的收益作为最先考虑事项，通过承担过于长期的尾部风险——他们可以寻求不对称信息，以便把风险转移到未来或者转移到信息较少的市

场参与者身上。特别是，他们会被驱使通过提高杠杆率，使短期股票回报率高涨。即使这样提高了违约风险，只要债权人不将这种风险价格转移到债务的成本上，比如因为存款保险或缺乏透明度，只要股东和经理人自己受到的风险很小(Dewatripont 和 Tirole, 1994; 以及Rajan, 2005)。

不顾系统性风险。在过去的金融危机中，金融机构将系统风险内部化的动机也被证明是比较弱的。下面例子中，当很多金融机构行为相似时，他们的行为会产生系统风险：①在经济上升时提高杠杆率，而不顾潜在的不可持续的资产价格泡沫；②用易变的批量融资和支持可以制止住危机的流动性便利基金来代替核心存款基金和流动性资产储备；③在利率过低时大幅度增加对特定部门的信贷，因此没考虑当利率最终反弹打击高杠杆的借款人时，债务负担组合的风险。金融机构和它们的经理人也有动机随大流和在一起推高风险，因为保持市场份额的竞争压力，建立在相关表现上的补偿计划，或者预期因系统风险造成的风险会被全社会分担。

监管改革的优先事项

虽然在解决上述缺点的一些措施上已经达成了共识，在其他关于改革金融部门管理的问题上却存在激烈的争论。管理改革的四个方面在这次讨论中特别突出：更好的应对系统性风险和顺周期的风险承担；提高透明度和信息公开；改变信贷分类机构的角色；在管理上对综合性和多样化进行充分平衡，同时提供更好的国际协调。

系统风险和顺周期风险承担

使得资本准备金要求和宏观经济政策更加逆周期。越来越多的政策制定者支持缓和的逆周期（20国集团,2008），但是执行起来很有挑战性。从谨慎的方面看，一个观点是，资本和/或提取准备金的需求，也许还有抵押扣减率最小化，应该识别出将来在经济繁荣时期上升的风险，并且允许在经济较好的时期建立足够的资本缓冲。但是宏观经济政策也许会需要在防止经济过快增长和长期低利率上发挥互补作用。因为后者扭曲了激励，产生很难仅仅通过谨慎管理来控制的过分投机。

重新评估以市场计值的会计方法。对这一问题的讨论现在更加激烈。一方面保持足够的透明度很重要。另一方面，市场价格趋于在投机猛涨和恐慌这两种情况下都与实体经济基本面脱钩。因此，以市场

计值的会计方法不切实际地扩大了股票和监管资本顺周期的流动，潜在地造成如上讨论的金融市场的不稳定。透明度标准以及对谨慎性和系统稳定性的考虑支持这种意见，即对于一些持有期超过到期日的资产来说，有必要对资本向着市场评价方向调整给其带来的影响加以降低或者限制——特别是当市场价格上升时（不包括为了立即提供流动性而持有的资产）。这种有意的抑制效果以及希望得到的透明度，也许可以通过适当的披露条款获得。或者在价格上升到某个门槛值以上时积累起来储备，价格下降时提取出来储备。

“资产组合的多样化对管理信贷风险是不够的，它不能完全替代尽职调查。”

使证券化与动机更相容。资产组合多样化对于信贷风险管理是不够的，它不能完全替代尽职调查。证券化协议应保证发起和主办机构证券化资产上保留足够的风险，因此这些机构有动力对各笔贷款进行足够的监管。此外，巴塞尔银行监管委员会最近（BCBS,2008b和2008c）签署了协议，对特定复杂贷款产品增加了资本准备金要求；为由于违约、信贷转移或因对信贷差价或股票价格的收费导致的会计账户的增量风险，收取附加的资本收费；并加强表外渠道流动性便利基金的资本处理。

加强流动性管理。为健全对流动性的风险管理和监管而更新的一系列原则已由巴塞尔委员会在2008年9月发布（BCBS,2008a），以解决近来危机中表现出的脆弱性。保持充足的流动资产缓冲的重要性可能需要进一步加以强调。

重新评估风险管理模型和系统。巴塞尔协议 II 框架的第二个支柱可以被监管者用来对银行加强风险管理，加强银行对尾部风险的控制，减缓风险的过度暴露和集中（Caruana 和 Narain, 2008）。这可以帮助确保风险管理资本缓冲和潜在信贷损失具有适当的前瞻性，将与模型有关的不确定性、评价风险集中度和整个商业周期的预期变化等因素考虑在内。监管者可以与市场参与者合作，来缓和产生于薪酬政策的逆向激励（FSF,2008）。

透明度和披露

风险披露和评估。为了防止表外实体在有关组织者真实风险暴露方面误导市场参与者，解除管制和合

并的会计和披露标准正在改进。此外，找到不同的方法，以强调围绕着金融工具的会计评价估计数的点评而不可避免地存在的不确定性是重要的，从而不致使人们对精确性产生误解，特别是当市场不再起作用时(FSF,2008)。

证券化过程和市场。关于证券化产品和它们在各阶段的基础资产的信息可以扩展。尤其是证券化产品发起人和发行者关于承销的标准的透明性，基础资产的尽职调查结果也应加强(FSF,2008)。

信用评级的作用

评级过程的质量和利益冲突。信用评级机构修订了结构化产品评估方法，并且采取步骤把信用评级行为从其他商业活动中分开；将评级主管人的报酬与他们业务单位的金融表现分开；加强对信用评级过程的监管；加强对信用评级方法的内部监督。国际证券事务监察委员会组织在2008年5月修改了信用评级机构操作准则的基本原则(IOSCO, 2008)，以进一步提高评级过程的质量，处理利益冲突。为投资者提供更多有关评级的历史表现的数据以及更多有关评级方法、标准和如何解决数据局限性的信息。

信用评级的应用。投资者不应该用评级来代替强有力的风险分析和管理，后者适合于他们购买的复杂的工具以及持有它们的重要性。在这种情况下，监管当局也许会考虑检查评级规则的应用，来保证这样的使用不会引发对信用评级的盲目依赖，用它代替了独立的评估。

在复杂性和多样性间找到平衡

扩大监管范围以抑制管理套利。所有杠杆化经营的金融机构以及任何与它们有关的实体，也许需要被放在同一把法规大伞下。管理者可能要更加小心，不允许通过建立不透明的市场结构，通过不透明地将风险转移到非合并的实体，或通过其他任何值得怀疑的方式，从事导致风险分配的交易，或者通过也许不能充分衡量或避免实际基本风险的风险管理模型和技术，来欺骗和侵蚀资本准备金。

加强跨境信息交换与合作。事实证明，监管者国际学院对于发展好的实践，对大而复杂的金融机构进行诊断以及处理跨境事务是有帮助的。应该为每一个大型的全球金融机构在短期建立类似安排(FSF, 2008; 以及20国集团, 2008)。

保护多样化以促进系统互补性。持有到期日较长的债务(比如抚恤金和人寿保险公司)的金融机构应该符合以市场计值的准备金要求或者符合风险管理标准，这一标准建立在聚焦于短期价格波动的风险模型基础上。在管理它们的资产时，金融机构应重新考虑它们持有债务的期限。对这类机构的管理范围应该扩大，以使其长期发挥作用。但是其系统重要性有限的低杠杆率的金融机构，如果需要管理的话，也仅仅需要轻微的管理，从而使它们能够在面临更大风险或处于受约束地位时，能比其他市场参与者发挥更大的潜在的稳定作用(Nugée 和 Persaud, 2006)。

Noel Sacasa, IMF货币与资本市场部高级金融部门专家。

参考文献:

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008, "Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles," *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 14, No. 1, Federal Reserve Bank of New York (January/February).
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2008a, "Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision" (unpublished; Basel: Bank for International Settlements), June.
- , 2008b, "Proposed Revisions to the Basel II Market Risk Framework" (consultative document issued for comment; Basel: Bank for International Settlements), July.
- , 2008c, "Guidelines for Computing Capital for Incremental Risk in the Trading Book" (consultative document issued for comment; Basel: Bank for International Settlements), July.
- Borio, Claudio, 2007, "Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy," *BIS Working Paper No. 237* (Basel: Bank for International Settlements).
- Caruana, Jaime, and Aditya Narain, 2008, "Banking on More Capital," *Finance & Development* (June), pp. 24–28.
- Dewatripont, Mathias, and Jean Tirole, 1994, *The Prudential Regulation of Banks* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Financial Stability Forum (FSF), 2008, "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience" (Basel), April 7.
- Group of 20 (G-20), 2008, "Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy," November 15.
- International Monetary Fund, 2008, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness* (April).
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2008, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, revised* (Madrid).
- Nugée, John, and Avinash Persaud, 2006, "Redesigning Regulation of Pensions and Other Financial Products," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 22, No. 1.
- Rajan, Raghuram, 2005, "Has Financial Development Made the World Riskier?" *NBER Working Paper 11728* (November).