

金融监管改革与金融稳定:美国金融危机的反思

饶波 郑联盛 何德旭

内容提要:由次贷问题引发的全球金融危机凸显了美国金融监管缺失的风险和加强金融改革的重要性。在几十年的发展过程中,美国金融监管体系逐步演进为双层多头的分业监管模式,促进了美国金融市场的繁荣。但是危机的爆发表明这种监管体系缺乏统一监管者,无法有效防范系统性危机,因而存在监管缺陷和监管效率相对低下的问题。危机后,美国政府开始意识到有效金融监管的重要性,并着力进行实质性的改革,以减轻美国金融监管体系与其金融市场制度、金融业务模式等的背离程度。新的监管体系方案有利于提高监管的有效性和促进金融稳定,但并不能根除金融危机根源,并且可能萌生新的金融风险。

关键词:金融危机 金融监管 金融稳定

作者简介:饶波,西安交通大学经济与金融学院博士生,710061;

郑联盛,中国社会科学院研究生院博士研究生,100102;

何德旭,湖北经济学院特聘教授,中国社科院数量经济与技术经济研究所副所长、研究员、博士生导师,100732。

中图分类号:F830.99 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2009)10-0022-09

一、引言

在任何一个金融体系中,金融监管都是保证金融体系健康稳定运行的最后“堡垒”。不管是从理论层面还是从实际层面出发,金融监管的有效性都是金融稳定的基础保障之一。金融监管具有保护消费者权益、维系金融市场公平与透明、监控金融机构的安全与稳健以及确保整个金融体系稳定四项功能。但是,在美国金融危机的爆发和蔓延过程中,美国金融监管当局却没有能够有效发挥风险防范职能,尤其是抵御系统性风险。对此,美联储主席伯南克(2008)明确指出“金融监管框架必须及时做出调整,以适应金融现代化的趋势……从而保障金融体系的稳健”。

在经历了大萧条以来最为严重的危机之后,亡羊补牢成为美国和国际社会的一个广泛共识,加强金融监管和监管体系建设随之成为美国的重要历史任务。2008年布什政府出台了改革金融监管体系的“蓝图”,提出了相关的短期和中长期的政策选择,以期对美国金融监管体系进行系统性改善。在政府更迭之后,奥巴马政府同样将金融监管体系的改革作为挽救美国金融体系和美国经济的重要一环。

本文将围绕美国金融体系的演进、问题、改革趋势以及相关变化对金融稳定的影响展开研究。第二部分在回顾美国金融监管体系演进过程的基础上,讨论在金融危机中该体系暴露出的主要问

* 本文系2008年度国家社会科学基金重大项目《构建金融稳定的长效机制研究——基于美国金融危机的经济学分析》(批准号:08&ZD035)的阶段性成果。

题;第三部分介绍美国金融监管体系的改革方向及最新动态;第四部分重点分析美国金融监管改革与金融稳定的关系;文章最后是简短的结论。

二、美国金融监管体系的演进及反思

在奥巴马政府金融监管体系改革方案《金融监管改革:一个全新的基础》出台之前,该方案就受到广泛的关注,这一改革方案成为大萧条以来最为全面的金融改革计划。美国金融监管体系改革方案将深刻影响美国金融市场和制度建设,成为美国金融监管体系演进过程中一个重要的里程碑。本部分重点将讨论金融危机之前美国金融监管体系的演进过程。

(一)自由竞争中的双层监管体系

在美联储建立之前,美国的金融市场都是处于基本不受管制的自由竞争时代。1791年和1817年美国第一银行和第二银行先后成立,政府授权其代理国库、发行银行券、对其他商业银行进行监督和管理,成为美国中央银行的雏形,是美国历史上最早的金融管理机构。但是,由于触及了各州商业银行的利益,20年执照期之后,两个准央行都被停业。美国政府至此就放弃了对银行业的监督管理,美国银行业进入长达近30年的自由竞争时代(恩格尔曼等,2008)。由于各州的“自我意识”,各州纷纷出台针对本州银行的监管规模,同时规定其他州的银行禁止在本州开展业务,并禁止本州银行跨州开展业务,从而形成了“单一州原则”。

在自由原则和单一州原则的指引下,各州银行数量暴增,银行券发行泛滥,不断有挤兑和银行破产发生,金融体系混乱不堪,美国政府再次认识到联邦政府统一货币流通、对银行业进行监管的必要性。1864年国会通过了《国民银行法》,要求银行建立最低资本金、法定准备金和贷款标准等制度,并建立货币监理署对国民银行进行监管。由于采取“自愿监管原则”,《国民银行法》并没有发挥有效的监管作用(恩格尔曼等,2008)。但是,该法最根本的贡献在于确立了联邦政府对银行业的监管规范。在美国银行业自由竞争时代,产生了美国双层(联邦政府一层与州政府一层)的金融体系,也形成了金融体系监管的双层格局,这一金融体系和金融监管体系延续至今。

(二)分业监管体系的完善

《国民银行法》实施之后,美国建立了联邦政府的金融业监管制度。但是,美国金融体系中仍然缺乏一个真正的机构来实行统一的货币政策、清算支付和危机应对。20世纪初,美国金融体系处于动荡和混乱之中,金融危机频繁爆发,1907年爆发的银行危机以及联邦政府在危机中的无力应对直接导致了美国信用支付体系近乎瘫痪。危机的严重性,最终迫使美国政府对中央银行体制做出根本性的调整。

1913年,美国金融体系和金融监管体系最具有历史意义的法案《联邦储备法》在国会通过。该法直接促成美国联邦储备体系的建立,该体系主要承担执行统一货币政策、建立全国清算支付系统、承担最后贷款人和监督管理银行业等四项职能。至此,美国银行业的监管权上溯至联邦政府,美国金融监管体系正式建立,美联储成为金融监管体系的中心。但是,美联储建立之后,由于大部分州银行不愿意成为美联储的会员银行,再加上美国财政部的干预,美联储在监管银行体系方面并没有发挥应有的作用。美国监管体系职能的缺失直接导致美国金融业的债务扩张和资产负债期限错配,这被认为是大萧条危机爆发的根本性原因之一(Stiglitz, 2008)。

大萧条的爆发及其带来的破坏性结果,使得美国政府不得不重建金融体系,并进一步强化基于安全性原则的金融监管体系改革。1933年,罗斯福新政后批准了“格拉斯-斯蒂格尔法案”,将投资银行业务和商业银行业务严格划分开,确立了分业经营和分业监管的制度框架。随后,美国金融体系逐步走向分业经营模式和伞形、分业监管模式。1999年,美国“金融服务现代化法案”通过,

“格拉斯—斯蒂格尔法案”被废止，分业经营模式终结，但是，美国分业监管的机制仍然持续至今。

(三) 监管目标的变化

金融危机对信用体系的冲击，使得银行体系的稳定和安全成为政府的政策目标。在 1907 年银行危机背景下产生的《联邦储备法》及其监管体系都是建立在安全性原则的基础之上。根据《联邦储备法》，国民银行必须成为美联储的会员银行，州银行是否加入由他们自己决定，但是所有银行必须计提存款准备金。大萧条之后，美国政府更是强化了金融监管的安全性原则。弗里德曼和舒瓦茨(1963)在研究大萧条的影响中指出，大萧条这场历史性危机使得美国建立的金融监管规范不再鼓吹竞争而是立足安全。

20 世纪 60 年代末以来，美国金融监管目标从安全向效率转移。60 年代之后，金融创新蓬勃发展，放松金融监管成为行业的诉求，美国金融监管体系的目标随之从安全向效率转移。尤其是 80 年代之后，为了强化市场效率原则，美国开始着眼于放松管制、清除重组并购障碍和鼓励竞争。

金融管制的放松为美国金融行业带来了高度的繁荣，金融行业随之成为美国的经济支柱之一，但是金融监管放松却带来了银行破产和危机，尤其 1987 年的储贷危机是大萧条以后截至当时美国最为严重的金融危机。美国金融监管体系由此进入理性改革时期，监管目标从效率优先转向安全和效率兼顾，即实行审慎监管，将监管机构监管、市场约束和金融机构自律相结合(项卫星、李宏瑾，2004)。

但是，21 世纪初网络泡沫之后，审慎监管随着宽松货币政策的实施而在一定程度上被放松了。美国金融危机爆发表明，以安全和效率为目标的审慎监管并非审慎。在金融机构层面，效率仍然是凌驾于安全之上的目标，而金融监管机构对此甚至采取了“恶意忽视”的态度(克鲁格曼，2009)。

(四) 对美国金融监管体系的反思

目前，美国实行的是以美联储为中心的伞形监管模式。该模式以联邦政府和地方政府为依托、以中央银行为核心、各专业金融监管机构为组成的监控体系，即所谓的双层多头金融监管体系。在该监管体系下，“双层”分为联邦层和州政府层，两个层面都有相关的法律规范，并设有金融监管机构。“多头”实际上是针对联邦层面的金融监管机构及其职能区分的，美国联邦政府针对分业的需要设立了多个监管主体。虽然各个监管机构都有比较明确的行业分工并进行一些改革，但是各个监管机构的监管职责存在一定的重叠，同时又存在很多漏洞，还缺乏统一监管者。从次贷危机的产生和发展来看，双层多头监管对金融风险的预警、披露和防范并非有效，美联储也没有真正处于监管的核心，至少是没有发挥监管核心的作用(何德旭、郑联盛，2009)。总体而言，美国双层多头监管体系主要存在以下几个明显问题。

一是缺乏统一监管者，无法防范系统性危机。在该体系下，没有任何单一金融监管机构拥有监控市场系统性风险所必备的信息与权威，现有金融监管部门之间在应对威胁金融市场稳定的重大问题时缺乏必要的协调机制(赵静梅，2007)，因此无法应对对系统性风险的防范。美国前财长保尔森(2009)甚至将美国金融监管体系称为是由几个金融监管机构拼凑而成的。

二是金融监管职能的重叠造成金融监管死角。例如，商业银行通过实施证券化，将信贷风险由信贷市场转移到资本市场，但信贷市场和资本市场的监管体系是彼此分割的，因而不能充分识别和控制证券化的风险。美国金融危机中的 CDO(债务担保权证)和 CDS(信用违约掉期)正是由于缺乏到位的监管而成为金融海啸的重要推动力。

三是金融监管有效性和效率较低，尤其是缺乏对金融控股公司的有效监管。在全球化背景下和混业经营日益繁荣的条件下，美国并没有建立功能监管或者统一监管的标准和体系，也没能改变其金融监管架构，目前分散的监管体系对一些大型、复杂金融机构的监管一定程度上仍是低效的

(GAO, 2009)。正是诸如贝尔斯登、美林、雷曼、房利美、房地美、花旗和 AIG 等大型金融机构的过度冒险,才酿成如此重大的金融海啸。

值得注意的是,美国金融分业监管体系与其混业经营的市场模式是背离的。从理论上讲,分业经营模式向混业经营模式转变是建立在金融体系不确定性参数、风险回避系数、外部性因素和监管成本等减小的基础之上。但是在这一过程中,混业经营的风险可能被低估。比如堪萨斯州联储主席 Hoenig (2008)就认为,在新一轮的金融危机中,混业经营和分业监管的背离是危机爆发和升级的一个根本性的制度因素。

三、美国金融监管体系的改革及最新进展

美国当前金融监管框架是在 70 多年前建立的架构基础之上产生的,已经无法适应资本市场主导的金融体系和混业经营的模式。对存款机构监管的基础构架绝大部分与 20 世纪 30 年代的构架相似;证券业和期货业同样实行分业监管,该监管模式也是在 70 年之前就已基本确立。

目前资本市场全球化带来资本流动的不稳定性,信息技术和信息流的改善导致了创新型、风险分散及通常较为复杂的金融产品和交易策略的出现,从而使得投资者和其他市场参与者难以对其风险进行恰如其分的评估。资本市场中机构投资者在混业经营模式下,给市场带来了更多更敏感的流动性,改变了定价机制和风险分散格局,这些状况正暴露出监管的差距和冗余,给美国金融服务业及其监管架构带来了压力。

自次贷危机演化为金融海啸以来,美国金融市场受到极大冲击,美国金融监管体系受到极大的非议,美国政府因此进行了深刻的反思。布什政府于 2008 年出台了改革监管机制的“蓝图”,以期对美国金融监管体系进行系统性改善。奥巴马政府于 2009 年 6 月正式公布金融监管体系改革方案,将金融监管体系的改革作为挽救美国金融体系和美国经济的重要一环。

(一) 布什政府的金融监管改革方案

布什政府的改革蓝图提出了相关的短期和中长期的政策选择。在短期内,美国政府将主要注重和解决以下问题:一是强化总统金融市场工作小组的作用,使其在金融市场监管和政策问题上保持了一种有效和有用的机构之间协调人的角色。二是解决抵押贷款发起监管中存在的缺陷,建立一个按揭监管委员会,要求全国按揭贷款法律起草条例应该继续成为联邦储备银行的专有职责,明确并加强联邦法律的执法权限。三是联邦储备体系提供流动性。联邦储备银行需要解决金融体系总体流动性供应方面有关的某些根本问题,在保持市场稳定性和考虑扩大安全网的相关问题之间取得平衡。

在中长期改革中,一是逐步废除并将联邦储蓄宪章转变为国民银行宪章,因为美国消费者居民按揭贷款已经具有足够的来源。二是加强对州注册银行的联邦监管,对州注册银行的直接联邦监管进行合理的调整。三是加强对支付结算系统的监管,以改变美国支付结算系统不受到任何统一、专门及全局性监管的格局。四是加强对保险业的监管,以改变保险业主要由州监管机构进行监管的缺陷。五是加强对期货和证券业的监管,以实现一种机构之间无缝的监管融合,防止监管疏漏。

(二) 奥巴马政府的金融监管体系改革方案

2009 年 6 月中旬,奥巴马政府正式公布金融监管体系改革方案《金融监管改革:一个全新的基础》。该方案提出在金融机构稳健监管、金融市场全面监管、消费者投资者保护、金融危机应对以及全球监管标准与合作五个方面进行深入改革。

1. 在金融机构稳健监管方面,首先,美国将建立一个由主要监管机构负责人组成的金融服务监督委员会,以促进各个监管机构的信息共享和监管协调,同时辨别新的风险以及针对可能影响金融

体系稳定的金融机构的问题向美联储提供监管建议。其次,加强对所有大型、相互关联的金融机构(主要为一级金融控股公司,不论其是否拥有存款机构)的统一监管,主要监管职责将赋予给美联储。第三,美国将提高所有银行和银行控股公司的资本金水平及其他审慎标准,并使金融机构管理层薪酬水平与长期股东价值更好匹配。第四,美国将建立联邦级的银行监管机构——国民银行监管署,负责对在联邦政府注册的存款机构、分行、外国银行代理行以及任何控股存款机构的公司等进行审慎监管。第五,扩展监管范围,将投资银行、对冲基金及私人股权基金、货币市场共同基金纳入监管范围。

2. 在金融市场全面监管方面,一是强化对证券市场的监管,证券交易委员会将继续提高证券化市场的透明度和标准,加强对信用评级机构的监管。二是对所有场外交易衍生品市场实行全面监管,提高衍生品市场的透明度和效率。三是强化对期货和证券市场的统一监管。四是授权美联储加强对具有系统重要性的支付、清算与结算体系及其相关活动的监管。五是提高整个体系的结算能力,增加支付、清算和结算体系的流动性支持。

3. 在保护消费者和投资者方面,首先是建立一个新的独立的联邦消费者金融保护监管署,对信贷、储蓄、支付及其他金融产品和服务的提供商进行监管,以保护消费者。其次是改革消费者保护机制,强化透明度、简单性、公平性和机会均等性原则。最后是加强投资者保护,赋予证券交易委员会更大的权力来提高信息透明度,监管投资者顾问和证券机构。

4. 在金融危机应对机制上,一方面,政府要建立一种破产处置机制,防止陷入破产困境的银行控股公司(包括一级金融控股公司)发生无序破产,进而对金融体系和实体经济造成严重的负面冲击。另一方面,政府将修订美联储紧急贷款条例,美联储在“非常和紧急情况下”向任何个人、合伙企业或公司提供的信贷支持都要获得财政部的事前书面批准。

5. 在提高国际金融监管标准和改善国际合作方面,第一,敦促巴塞尔银行监管委员会修改和完善巴塞尔新资本协议,以巩固国际资本协议的作用。第二,敦促其他各国金融监管当局提高标准、改善对信用衍生品和其他场外交易衍生品市场的监管,进而改善对全球金融市场的监管。第三,改进危机预警防范和危机管理机制,各国监管部门应改善信息共享机制并在跨境危机管理中实行共同的原则。第四,通过重组金融稳定委员会,使其制度化运行,维系全球金融体系的稳定。

(三)美国金融监管的发展趋势

不管是布什政府的短期、中期和长期改革方案,还是奥巴马政府5个方面的改革方案,实际上都隐含着当前美国金融监管体系已经无法适应全球化、金融创新和混业经营等的监管要求。分析两届政府的监管改革重点,可以看出美国金融监管体系将有新的发展趋势。

1. 美国金融监管体系中将建立较为有效的协调机制。美国现有金融监管部门在应对威胁金融市场稳定的重大问题时缺乏必要的协调机制,这一缺陷在全球金融危机的爆发和蔓延过程中暴露无疑。美联储主席伯南克(2008)曾指出,美联储和证交会在2008年才达成谅解备忘录,此前无法对具有系统重要性的一级交易商进行跟踪监管。IMF(2004)研究指出,在金融全球化日益明显的情况下,金融集团的广泛出现,由此所带来的风险多层次转移以及各个经济体监管体系基础设施方面的不足,使得金融监管存在明显差距,而各个监管机构的协调是部门弥合这些差距的有效途径。

2. 美联储将成为超级监管机构,美国金融监管体系将呈现集中监管的特征。美联储的监管职能将得到强化,将成为“全能型超级监管人”并进行更为集中的监管。美国金融危机的重要教训就是需要建立一个宏观审慎的监管机制并明确授权予某一个系统监管机构。在奥巴马政府的金融监管体系改革方案中,美联储将在对金融机构稳健监管和对金融市场实施全面监管两个方面发挥更加重大的作用。

3. 监管范围将扩大, 监管力度将加强, 监管标准将提高。投资银行和货币市场共同基金将分别纳入到美联储和证券交易委员会的监管范围中, 对冲基金和私人股权基金必须在证券交易委员会注册, 国家保险办公室对保险业进行联邦层面的监管, 同时诸如房利美等国家支持企业、衍生品市场和资产证券化市场等都将纳入到新的监管体系中; 金融体系中的支付、清算和结算系统也将受到统一监管; 金融机构的资本金、流动性、风险敞口等风险管理标准将更加严格而保守。

4. 消费者和投资者权益保护成为监管改革的一个重点。由于信息不对称, 消费者对金融机构的违约概率和偿付能力并不了解, 一旦这些机构出现问题, 消费者和投资者的利益将受到极大损害。麦道夫欺诈案就是最为经典的例子。因此, 消费者和投资者权益保护将成为美国金融监管的一个重要方面, 以平抑消费者和投资者对金融机构欺诈的愤恨。消费者和投资者保护的一个重要途径是填补信息缺口, 那些几乎不受监管的金融机构和表外交易应该受到监管并被要求披露信息。

5. 全球监管和国际合作将成为有效监管的一个重要方面。随着经济全球化和国际金融一体化进程的不断深化, 金融风险在全球传播, 金融危机具有更大的全球传播性, 但是金融监管者对金融机构和全球金融市场的杠杆率、风险敞口和风险管理安排等信息的掌握是不足的。因此, 全球金融监管合作将是应对金融危机的一项重要手段。

四、美国金融监管改革对金融稳定的影响

金融监管是金融稳定的重要保障, 适应金融发展要求的金融监管可以有效抑制金融风险的形成与传播; 而难以适应形势的金融监管不但无法有效监控防范金融风险, 甚至可能成为金融风险滋生的土壤。美国金融监管体系改革是一次“全面”的改革, 将对金融机构、金融市场、消费者和投资者保护、危机应对以及监管的国际合作等做出深刻调整。美国金融监管体系的改革, 不仅是应对金融危机的短期政策措施, 而且将深远地影响到美国金融体系及其金融稳定。建立一个更加审慎的监管体系是防止监管套利(regulatory arbitrage), 提高监管有效实施力度, 进而支撑系统稳定性的基础。

(一) 金融监管方案对金融稳定的积极作用

美国新的金融监管方案强化了监管协调机制, 在一定程度上有助于提高监管的有效性, 从而促进金融体系的稳定与发展。Morris 和 Shin(2008)在反思本轮金融危机中指出, 目前金融机构的监管都是基于风险管理要求, 而忽视了流动性管理要求, 因此必须通过要求包括统一的风险和流动性安排、资产组成在内的流动性要求、设置最高杠杆率标准等全面的改革, 才能确保大型金融机构和整个体系的稳健。在金融监管的基本原则中, 清偿力、流动性和期限配置是金融机构风险管理的三大指标, 在监管中应该得到强化。

美联储成为超级监管机构, 可以有效加强对大型金融机构的监管, 从而防止金融机构对系统性稳定的冲击。如果美国金融监管体系改革方案能得到国会的赞成, 那么美联储将成为美国金融体系的超级监管者, 不仅对银行业进行监管, 而且对所有具有系统重要性的机构(包括银行但不限于银行, 比如通用资本公司)进行监管, 同时还对整个支付、清算和结算体系进行监管。在新的监管方案中, 美联储的监管职能涵盖了个体、行业和整个体系, 这样的机制安排有助于促进美国金融体系的稳定。一方面, 个体金融机构(尤其是具有系统重要性的机构)由于资产负债的期限错配以及高杠杆率, 造成了金融体系更大的脆弱性, 而且这些机构在危机时期旨在保持偿付能力的努力, 可能影响整个体系的稳定, 因此, 自愿监管原则必须转为强制性的审慎监管; 另一方面, 如果过分关注单个机构的监管, 也可能导致监管部门忽视金融体系中的整体性重大变化, 因此金融监管应该个体监管和综合监管并重, 才能有效保障金融稳定。

新的监管体系的覆盖面更大, 监管力度更强, 将有效防范监管漏洞。金融机构和金融市场将受到更加全面和审慎的监管, 一方面, 在本轮金融危机中的监管漏洞将被填补, 财政部将设立保险监管办公室加强对保险公司在联邦层级的监管力度, 投资银行和其他大型金融机构不能采取自愿监管原则而必须接受审慎监管, 对冲基金、私募基金和场外交易必须受到证交会的监管。另一方面, 新的监管体系将采取审慎监管原则, 安全性将作为重要的监管指标, 具有系统重要性的机构在资本金、风险敞口、流动性、杠杆率和风险管理机制等方面的标准将更加保守和严格, 这将直接减轻金融机构和金融体系的脆弱性。

消费者和投资者的利益得到有效保护, 金融稳定和金融发展的基础得到加强。新方案将对金融产品和服务市场实行严格监管, 促进这些产品的透明、公平与合理性, 使消费者和投资者获得充分的有关金融产品与服务的信息。对消费者进行保护可以减少金融服务使用者逆向选择的机会, 进而解决信息不对称问题。监管机构必须强调信息披露, 防止金融中介机构滥用市场力量, 这将有利于消减信息不对称对消费者和投资者的损害, 并促进金融稳定。金融监管在加强对金融机构监管的同时, 强化了对消费者和投资者权益的切实保护, 从而强化金融业发展的社会基础。

危机应对政策的明确及金融机构破产处置, 将降低金融机构破产的无序性, 从而削弱破产对金融体系的冲击。在“大而不倒”政策导向下, 规模和风险之间一般存在比较明确的相关性。“大而不倒”救助政策影响银行的规模选择和资产风险的组合选择, 导致银行可能追求更大的风险, 可能形成更大的道德风险问题, 因此, 政府有时候必须允许大型金融机构破产。一般情况下, 问题严重的金融机构必须及早处置, 该破产的就要破产, 否则问题积聚会进一步影响整体金融稳定, 但是破产的有序性同样重要, 比如尽早敦促有问题机构不良债权的处理, 降低社会成本, 提高金融体系稳定性。

全球金融监管原则与标准的确立, 以及金融监管全球合作的进行, 将有利于防范金融风险的全局传播。金融机构在全球化和金融一体化的条件下, 出现了普遍的交叉持有对方流动性 (cross-holdings of liquidity) 的操作, 使得流动性渠道网络化, 在金融危机阶段其金融风险的传染性更强, 而目前国际金融监管与协调机制对全球金融风险防范和金融危机应对是不充分的。因此, 通过建立全球金融监管原则与相关标准, 并加强全球金融监管和危机应对的合作, 将有利于全球金融稳定, 为各个经济体的金融稳健运行提供一个良好的外部条件。

(二) 新监管方案中的隐忧

奥巴马政府金融监管体系改革方案《金融监管改革: 一个全新的基础》出台之后, 立即就有反对声音认为, 提高集中监管力度, 扩大监管范围等措施与市场规则相互背离, 不利于美国金融市场的繁荣与发展, 可能存在矫枉过正的嫌疑。特别是, 美国新监管体系中监管协调机制的有效性、美联储政策目标多重性以及混业经营与分业监管的错配受到严重质疑。

1. 监管协调机制仍存在不确定性, 整体监管有效性受限制

奥巴马政府出台的金融监管体系改革方案, 虽然扩大了监管覆盖面, 强化了监管力度, 采取金融机构监管和整体监管并重的模式, 但是, 伞型、双层、多头金融监管框架并没有得到根本性的改变, 监管协调机制仍是重大问题。美国将新设立金融服务监管委员会作为监管机构的协调机制, 该委员会由财政部长担任主席, 其他金融监管机构第一负责人担任委员, 但该委员会及其主席是否具备权威性和号召力, 以有效地促进各金融监管机构的协调仍然是一个问题。美国金融监管机构之间一直存在内部协调和机构对立的问题, 虽然联邦政府致力于改变这一不利状况, 但是从历史经验看, 这些努力基本没有取得预定效果, 甚至在一定程度上是失败的。由此, 金融服务监管委员会是否能够有效承担协调责任仍存在不确定性。

2. 美联储目标多重化, 可能酝酿新的风险

美联储成为全能超级监管机构,面临政策目标多重性、独立性降低等潜在风险。美联储出于监管有效性的目标,可能会妨碍其作为中央银行执行货币政策这一更基本目标的实现,即美联储在政策目标上具有多重性。即便是那些使极力支持美联储成为系统性监管机构的人士也担忧,如果要同时考虑金融稳定目标,美联储实现产出与物价稳定(即货币政策)这一重点目标可能变得模糊。因此,美联储在拥有更大监管权力和致力于监管有效性目标的同时,如何保证货币政策效力是其最为重大的任务。

此外,美联储的独立性可能会受到一定影响。加强对金融机构监管的改革中一项重要举措是成立金融服务监管委员会,该委员会由美国现有7个联邦监管机构和方案中拟设的消费者金融保护署的首要领导组成。这隐含着金融服务监管委员会及其委员可以就新的系统性风险、具有系统重要性的金融机构的监管等向美联储施加影响。市场更是担忧,这可能导致货币政策独立性在一定程度上受到冲击,影响美联储货币政策目标的实现,对金融体系稳定性产生更大的冲击。

3. 混业经营与分业监管的背离没有改变,危机根源犹存

从理论上讲,分业经营模式向混业经营模式转变,是建立在金融体系不确定性参数、风险回避系数、外部性因素和监管成本等减小的基础上的。但是,在混业经营下,金融创新往往导致杠杆化操作,效率提高的同时也损失了稳定性,风险回避系数的变化趋势不明确。因此,混业经营的风险可能被低估,混业经营的理论基础可能不扎实,由此导致监管体系的低效,进而扭曲市场规则、保险、监管和流动性援助之间的平衡关系。

美国当前的金融机构监管框架是在70多年前建立的架构基础之上产生的,已经无法适应市场主导的金融体系和混业经营的模式。目前资本市场全球化带来的资本流动的不稳定性,信息技术和信息流的改善导致了创新型、风险分散及通常较为复杂的金融产品和交易策略的出现,使得投资者和其他市场参与者难以对其风险进行恰如其分的评估。资本市场中机构投资者在混业经营模式下,给市场带来了更多更敏感的流动性,改变了定价机制和风险分散格局。但这些机构可以使用较高比例的杠杆操作和更加复杂的交易策略,这对广泛的市场具有潜在的破坏性。这些变化给美国金融服务业及其监管架构带来了压力。

堪萨斯州联储主席 Hoenig(2008)认为,在新一轮的金融危机中,混业经营和分业监管的背离是危机爆发和升级的一个制度因素,分业监管和机构主导的监管模式在次贷危机的蔓延与恶化中暴露出了局部性风险监管无法覆盖系统性风险的巨大缺陷。恩格尔曼等(2008)指出,在金融一体化和全球竞争的条件下,各产业的界限模糊,机构成为多样化的金融混合物,金融部门的安全和稳定运行是金融监管当局面临的主要政策问题。因此,金融监管必须遵循匹配原则,才能提高监管的有效性。

美国新金融监管方案可能是大萧条以来美国最全面的金融监管体系改革计划,但是,这一方案并没有改变美国双层、多头的金融监管机制,更重要的是并没有改变分业监管的现有格局,美国分业监管和混业经营的矛盾依然存在。实际上,这一改革方案并非如美国政府所言是“确立全新的游戏规则”,“一次最全面的根本性改革”,而更大程度上是对原有系统的“修修补补”。金融经营模式和监管模式的持续背离,是本轮金融危机爆发的重要诱因。因此,金融行业和金融体系的安全与稳定仍然是美国金融监管当局面临的主要问题之一。

五、结 论

在美国次级住房抵押贷款问题逐步演化为全球性金融危机的过程中,美国金融监管当局的监管缺失和监管不足是危机产生和蔓延的重要催化剂。当前,美国政府正在致力于提高金融监管的有效性,以促进金融体系的稳定与发展。

在美国金融监管体系的演进历史中,自由竞争原则和单一州原则是美国双层金融监管体系形成的主要因素。基于大萧条的历史教训,美国金融监管体系建立的初衷是立足于安全性,在金融经营模式确立为分业经营模式之后,美国金融监管体系相应地设计成为分业监管。在金融监管体系的演进中,美国金融监管的目标从大萧条以后的安全性、1980年代前的效率再向此后的安全与效率并重转变。

大萧条之后最严重的全球金融危机的爆发,使得美国政府反思其监管体系缺乏协调机制、缺乏统一监管机构、存在监管不足和监管漏洞等问题,并致力于建立一个更加有效的监管体系。2009年6月中旬,奥巴马政府正式公布金融监管体系改革方案,开始从金融机构稳健监管、金融市场全面监管、消费者投资者保护、金融危机应对以及全球监管标准及合作5个方面进行深入改革。可以预期,美国金融监管体系将加强监管机构协调和集中监管,扩大监管面,强化监管力度,加强对消费者和投资者保护,并深化全球监管合作。

金融监管是金融稳定的基础保障之一,美国金融监管体系的改革将给美国金融体系的稳定带来深远影响。监管协调机制的深化在一定程度上将提高监管的整体有效性;美联储和证监会监管职能的扩大将金融机构、金融行业和金融体系的风险纳入到监管体系中,可以防止个体风险和系统性风险;监管范围扩大,监管力度加强,有利于防范监管不足和监管漏洞;对消费者和投资者权益的保障,可以有效夯实金融稳定和金融发展的社会基础;在全球层面加强监管合作,则有利于金融风险的全球监管与防范,防止金融风险 and 危机的全球传播。

但是,美国监管体系强化集中监管力度,扩大监管范围等措施又与市场规则相互背离,可能存在矫枉过正的嫌疑。更重要的是,美国新监管体系中监管协调机制的有效性、美联储政策目标多重性以及混业经营与分业监管的错配可能蕴含新的金融风险,尤其是金融经营模式和监管模式的持续背离是诱发新的金融危机的制度缺陷。因此,金融稳定和危机防范仍然是美国监管当局未来的主要政策目标之一。

主要参考文献:

- [美]保罗·克鲁格曼:《萧条经济学的回归和2008年经济危机》,刘波译,中信出版社2009年版。
- [美]恩格尔曼等:《剑桥美国经济史》(第三卷),高德步等译,中国人民大学出版社2008年版。
- 项卫星、李宏瑾:《当前各国金融监管体制安排及其变革》,《世界经济》2004年第9期。
- 何德旭、郑联盛:《美国金融监管体系的制度反思》,《经济社会体制比较》2009年第3期。
- Bernanke, B., Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *American Economic Review*, Vol. 73, No. 3, 1983, pp. 257-276.
- Bernanke, B., Financial Regulation and Financial Stability, Speech at the Federal Deposit Insurance Corporation's Forum on Mortgage Lending for Low and Moderate Income Households, Arlington, Virginia, 8 July 2008.
- Department of Treasury of the United States. Financial Regulatory Reform: A New Foundation. http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf, 2009.
- Friedman, M. and Schwartz, A *Monetary History of the United States: 1867-1960*. NJ: Princeton University Press, 1963, pp. 21-23.
- Hoenig, Thomas M., Maintaining Stability in a Changing Financial System: Some Lessons Relearned Again? Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, First Quarter, 2008, pp. 1-18.
- IMF, Financial Sector Regulation: Issues and Gaps. Monetary and Financial Systems Department Working Paper, No. 16, August 2004.
- Morris, S. and Shin, H. S., Financial Regulation in a System Context. Brookings Papers, No. 25, Fall 2008.
- Paulson, Henry, Reform the Architecture of Regulation. *Financial Times*, March 24 2009.
- Stiglitz, Joseph, The Fruit of Hypocrisy. *Economist*, September 16 2008.
- United States Government Accountability Office(GAO), A Framework for Crafting and Assessing Proposals to Modernize the Outdated U. S. Financial Regulatory System. <http://www.gao.gov/new.items/d09216.pdf>, 2009.
- World Bank, Current Challenges in Financial Regulation. Working Paper, No. 4103, Dec., 2006.

责任编辑:康 邑

Abstracts of Selected Papers

On the Laws of New China's Economic Development

—Commemorate the 60th Anniversary of the Foundation of the People's Republic of China

YANG Shengming (Institute of Finance and Trade Economics, CASS, 100836)

The reason of the rapid development of China economy is that the CPC, the State and millions of people correctly understand and apply the laws of socialist economic development. These laws include the law relations of production suited to the productive forces, law of means of production growth in priority, law of value in the commodity economy and the basic socialist economic law.

Keywords: New China's Economy, Economic Law, Means of Production

An Analysis of the Economic Situation in 2009 and the Macro-control Policy Orientation in 2010

CONG Ming (State Administration of Taxation, 100038)

ZHU Naixiao (Jinan University, 510632)

This paper elaborates the serious impact of the international finance crisis caused by American loan crisis on our country economic development. The Central Committee adopts the positive financial policy and the moderate loose monetary policy to stimulate the domestic demand and the economic development, which made remarkable progress. The economy started to grow from the second quarter of 2009, the whole year will grow more than 8%. This paper analyzes that the economy will continue to grow in 2010, but the domestic and foreign economic environments are quite still stern, the growing foundation is unstable and there are many uncertain factors. The key is to maintain the macroeconomic regulation and control policy continually and stably. We subsequently discuss the necessity and feasibility of implementing the positive financial policy and the moderate loose monetary policy. The policy orientation should insist on expanding the domestic demand, especially expanding consuming demand and simultaneously not give up outside demand, and adjust and optimize the economic structure, improve the market mechanism to ensure the China economy to continually develop.

Keywords: Economic Situation, Financial Crisis, Macro-control

American Financial Regulatory Reform and its Implications for Financial Stability

Rao Bo (Xi'an Jiaotong University, 710061)

ZHENG Liansheng (Graduate School, CASS, 100102)

HE Dexu (Hubei University of Economics, 430205;

Institute of Quantitative & Technical Economics, CASS, 100732)

The global financial crisis, originated in the sub-prime mortgage problem, demonstrates the failure of American financial regulatory system and the necessity to strengthen the regulatory reform. The American financial regulatory mechanism has become a model as double layers and multiple regulatory authorities and promoted the financial markets in America to a high prosperity. However, the global financial crisis shows that the regulatory system, lack of an integrated regulator, or a super regulator, could not prevent a systemic crisis. Meanwhile, there have many failures in the regulatory system that leads to a low effectiveness. After the crisis, the American government has recognized the importance to enhance regulatory effectiveness and has conducted a significant reform to reduce the deviation among the mechanism of financial markets, the finan-

cial business models and the financial regulatory system. The new framework would be helpful to improve the efficiency and effectiveness of the regulatory system and enhance the financial stability, while the reform plan does not deracinate the roots of financial crisis and might generate some new financial risks.

Keywords: Financial Crisis, Financial Regulatory, Financial Stability

Crisis Response, Growth Transition and Scientific Development

—A Research on Macro-control Overall Design and Policy Arrangements with the Phased Research Group (Dongbei University of Finance & Economics, 116025)

The sudden global financial crisis has exposed many China's own long-term economic structural and institutional issues. In the process of China's response to this crisis, the rapid decline in economic growth is not all the problems we face, how to change in the pattern of economic growth and to promote the development of people's livelihood based on keeping the economy running smoothly is the proper meaning of the current round of crisis response. In this paper, we firstly analyze the root causes of the crisis and the possible use of policy space system; secondly we distinguish the three stages of crisis response, and then propose the scientific development concept of crisis response strategy and response to fit the stage, in order to straighten out the basic ideas of China's current macro-economic control, and lastly we provide some forward-looking thinking on the next stage of policy arrangements.

Keywords: Crisis Response, Structural Imbalance, Growth Transition, Scientific Development

A Research on the Structure of China's Export Commodities and Enterprises' Competitive Capacity

—Based on the Positive Analysis of Enterprises' Granted Patent

ZHANG Shaoxuan (International Business School, Shanghai Institute of Foreign Trade, 201620) Analyzing the structure and competitive capacity of China's export commodities, and combining with comparative research on the situation and distribution of enterprises' granted patent, this paper elaborates the importance of patent to enterprises in implementing strategies of market competition, and then raises strategies and measures by which China's enterprises utilize patent for the growth of their international market share and competitive capacity, based on analyzing the coherency between the structure of export commodities and enterprises' granted patent and foreign enterprises' including foreign funded enterprises strategies of patent, investment and trade.

Keywords: Patent Strategy, Export Trade, Structure of Commodities, Enterprise's Competition

The Nonlinear Relationship Between Spatial Agglomeration and TFP Growth: Evidence from Threshold Methodology

WANG Lili, FAN Aijun (Shandong University, 250100)

Using the method of threshold model analysis, this paper tests the nonlinear relationship between spatial agglomeration and TFP of 28 branches of manufacturing in China, and the results show that the threshold effects between them are significant. When it is between 0.0155 and 0.0492, the spatial agglomeration will prompt TFP growth with the highest pace. Although it has been found that spatial agglomeration affects productivity growth mainly through the improvement of technical efficiency, the paper holds that the transform from horizontal agglomeration to vertical agglomeration will in favor of technology progress and furthermore promote TFP growth.

Keywords: Spatial Agglomeration, TFP, Nonlinear Relationship, Threshold Model